산업분석

미디어/엔터/통신

2020. 4. 6

Overweight

찐텐 프리뷰

폐허 속에서 찾은 3개의 진주

Part I 업종별 코로나 영향 점검 및 투자전략

Part II 업종별 1분기 & 2020년 실적 점검

이베스트투자증권

안녕하십니까, 이베스트투자증권 미디어/엔터/통신 담당 **김현용**입니다.

2월부터 본격적으로 불어 닥친 코로나 바이러스 영향으로 대부분의 산업이 경색 국면을 맞이하며, 미디어/엔터 및 통신업계까지 찬 바람이 휘몰아치고 있는 요즘입니다. 여행, 카지노, 영화관처럼 즉각적인 타격을 입은 산업군뿐만 아니라 사태가 장기화 국면에 접어들며 광고, 엔터, 통신까지도 중장기 실적 하향이 불가피한 상황을 맞이했습니다. 탑티어 드라마 제작사들은 상대적으로 코로나 영향을 빗겨가 있지만 일부 라인업의 방영 일정이 지연되고 제작기간이 예상보다 길어지는 등 간접적인 영향은 받고 있는 실정입니다.

작금의 시장 급락으로 당사 유니버스 내 주요 종목들의 주가는 금융위기 수준 이하로 떨어진 후 반등을 모색 중입니다. 그럼에도 당사는 금번 자료를 통해 최대한 보수적인 가정을 적용하고 1분기 및 2020년 실적 검증을 거쳐, 극단적인 위기 상황에서도 중장기 보유 및 수익률 추구가 가능한 종목군을 엄선하는데 최선의 노력을 경주하였습니다. 아울러 코로나 사태가 종식되더라도 단기 반등이 어려운 종목군 또한 선별하였습니다.

코로나로부터 자유로운 순서는 드라마>통신>광고>엔터(매수 가능), 영화관>카지노>여행(중립 이하)으로 요약됩니다. 현주가 레벨과 이익 성장률 전망까지 고려해 보면 세그멘트별 투자 선호도는 광고, 드라마, 통신 순으로 나타납니다. 영화관과 카지노/여행은 코로나 종식 후에도 영업 정상화, 나아가 실적 정상화까진 상당히 오랜 기간이 소요될 것으로 예상되므로 당분간은 관망세가 예상됩니다.

당사는 Top Picks로 **제일기획(030000), 스튜디오드래곤(253450), SK텔레콤(017670)**를 **매수 추천** 드립니다. 제일기획은 1분기 실적에서부터 미디어 업종 내 유일하게 전년동기비 플랫으로 실적 방어가 가능한 상황이며, 삼성전자라는 캡티브 고객사의 디지털 전환으로 코로나 여파 최소화가 예상됩니다. 또한 PER 11배로 상대적 투자메리트도 그 어느 때보다 높아진 상황입니다. 스튜디오드래곤은 넷플릭스의 국내 최대 공급자로서 다소 비싸 보이는 밸류에이션에도 넷플릭스 & 글로벌 OTT발 고성장 메리트가 돋보일 전망입니다. 마지막으로 SK텔레콤은 6%에 육박하는 배당수익률, 느리지만 보급이 될 수 밖에 없는 5G 이통서비스가 주요 투자포인트에 해당합니다.

감사합니다.

통신/미디어/엔터
Analyst **김현용**
02 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

자료는 크게 **2 가지 Part** 로 구성되어 있습니다.

[Part I. 업종별 코로나 영향 점검 및 투자전략]

주식시장이 급락했다가 반등 기제를 찾는 과정에서 미디어/엔터/통신 섹터 간의 주가 차별화는 더욱 두드러지고 있습니다. 드라마 콘텐츠 제작사는 급락장에서도 절대주가가 견조하게 버텼고, 광고주는 폭락에서 빠르게 벗어나며 의미 있는 반등을 모색 중입니다. 반면, 통신/엔터는 주가 반등이 없다시피 하며 기타 세그멘트들도 폭락 대비 회복이 요원해 보입니다.

코로나 영향으로 인한 전방위적 실적 하향 압박에도 제일기획과 같은 대기업집단 광고대행사는 견조한 이익 방어가 예상됩니다. 드라마 제작사와 통신사들도 어닝쇼크에 대한 우려는 상대적으로 낮은 업종군입니다. 반면, 엔터 업종부터는 전년동기대비 실적 감소가 우려되며 영화 및 여행업은 실적을 가늠하기 힘들 정도로 산업이 전년동기대비 반토막 넘게 나 있는 상황입니다. 이에 당사는 실적 방어력이 우수한 광고, 드라마, 통신 업종의 일등주에 해당하는 제일기획, 스튜디오드래곤, SK텔레콤을 거듭 추천드립니다.

[Part II. 업종별 1 분기 & 2020 년 실적 점검]

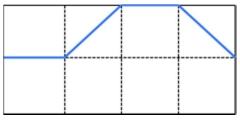
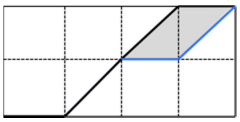
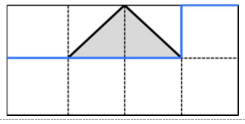
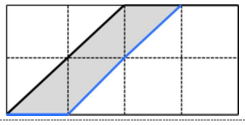
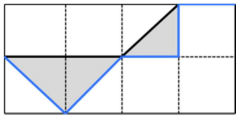
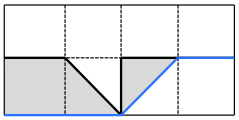
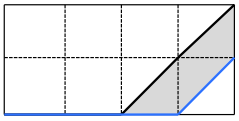
1분기 당사 유니버스 실적 시계는 그 어느 때보다 어두운 것이 사실입니다. 엔터, 카지노, 영화, 여행 등 주요 세부 업종에서 직접적인 코로나 타격을 입었고 전반적 경기침체가 뚜렷한 상황으로 정상 실적을 기대하기 힘들 것으로 판단됩니다.

당사는 금번 실적 시즌에 있어, 영업이익을 기준으로 현재의 시장 기대치를 충족시킬 수 있는 기업은 스튜디오드래곤, 제일기획으로 압축될 것으로 예상합니다. JYP의 경우 낮아진 컨센서스에서 크게 벗어나지는 않으며 피해 업종 가운데서는 선방이 기대됩니다. 그 외 전업종에 걸쳐서 실적은 예상치 못한 수준이 전망되며, 특히 영화 및 여행업은 어닝 쇼크 가능성을 열어둬야 할 것으로 예상합니다.

연간 실적에서 코로나 영향이 사실상 없는 기업은 유니버스 내 스튜디오드래곤이 유일합니다. 상반기 실적은 연초 예상했던 경로대로 정상적으로 나올 수 밖에 없는 업황이며, 하반기에도 대작 넷플릭스 오리지널 증편과 글로벌 합작 프로젝트 가시화로 실적 시계가 뚜렷합니다. 다만, 하반기의 경우 고객사 중 국내 채널사업자의 슬롯 변동에 따라 약간의 불확실성이 있는 정도로 파악됩니다. 올해 영업이익 기준으로 고성장에 대한 컨빅션이 가장 높은 기업입니다.

Key Charts

세부 업종별 코로나 여파로 인한 경제적 손실 발생규모

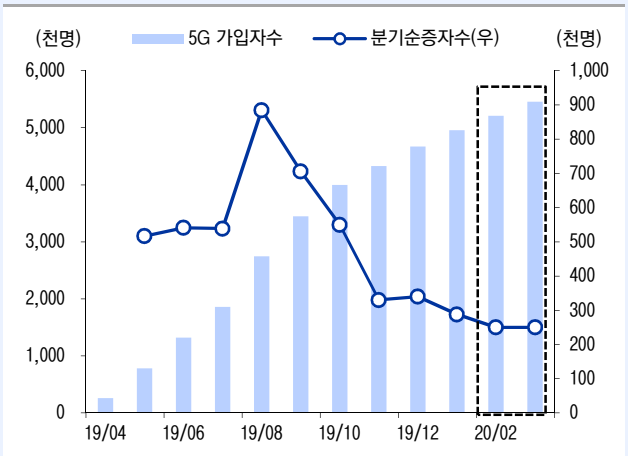
구 분	코로나 영향 관련 코멘트	1Q 2Q 3Q 4Q
드라마 Weight: Long	- 일부 드라마가 통상적 범위 안에서 제작 일정을 조정하는 것 외 특별한 타격無 - 2~3월 드라마 시청률은 전분기비 증가했으나, 1월 대비 유의미한 증가는 아님 - 넷플릭스 신규가입자 급증: 국내 제작사들의 넷플向 공급 올해 최소 +50% 증가	
통신 Weight: Long	- 코로나가 장기화되며 5G 단말시장과 번호이동 시장의 위축을 불러 옴 - 5G 월별 가입자 순증 급감: 1월 29만명으로 작년 5월래 최저치 기록후 2월 40만명 회복 - 10% 보급률 도달에 따른 ARPU 반등시점은 기존 1Q20에서 2Q20으로 지연	
광고 Weight: Long	- 1분기 글로벌 주요지역 GDP 성장률이 일제히 마이너스 전망치로 급하게 하향 - 디지털 광고시장 2월 YoY +5.7% 성장에 그치며 코로나 우려 부각 - 캡티브발 실적 보전이 확실한 대기업집단 대행사는 실적 방어력 有	
엔터 Weight: Neutral	- 3~4월 공연 대부분 취소 & 5월 BTS 美투어 전면 연기로 시장성장률 급격 하향 - 공연 취소/연기 규모는 100~150만명 추산, SM/YG 신인그룹 데뷔 지연중 - 1Q 음반판매량은 BTS 신보 효과로 73% 성장(BTS 제외시 14% 감소)	
카지노 Weight: Neutral	- 외국인 카지노 3/24~4/6까지 14일간 휴장. 강원랜드는 4/20까지 두 달간 휴장 - 2월 입국자수 43% 급감에도 VIP 중심 견조한 실적에서 3월 YoY 80% 급감으로 실적급락 - 3월 일본인 입국금지까지 시행에 들어가며 2분기까지 실적 회복 쉽지 않은 상황	
영화 Weight: Short	- 1분기 B/O의 경우 한국은 -50%대, 중국은 -80%대 전년동기대비 시장 급감 - 헐리웃 대작들은 하반기가 아닌 내년 이후로 연기, 하반기 반등도 현재로선 힘듦 - 터키, 인니, 베트남은 코로나 영향 상대적으로 적어 한중만큼의 시장충격은 없음	
여행 Weight: Short	- 3월 패키지 송출객수 YoY 99% 급감, 1분기 71% 급감, 6월 예약률도 -90% - 180여개국에서 한국발 입국을 금지하거나 극도로 제한하는 조치들을 시행중 - 출입국 비행편이 평소의 5분의 1로 줄어든 상황, 인건비 절감에도 매출이 전무	

주: 최우측 열은 세그멘트별 분기별 이익 흐름을 개념화한 것으로, 검은선은 코로나 반영전 경로, 파란선은 코로나 반영후 경로, 빗금친 면적은 코로나로 인한 실적 감소를 의미
자료: 언론종합, 이베스트투자증권 리서치센터

- **세그멘트 별로 보면 드라마를 제외한 전 부문이 정도의 차이만 있을 뿐 코로나 피해를 입은 것으로 확인. 통신과 광고는 상대적으로 제한적 피해로 판단되며, 코로나 종식시 비교적 빠른 회복 가능. 엔터와 카지노에 대해서는 중립적 의견을 견지하며 공연 재개 및 일본인을 비롯한 VIP 고객의 귀국 허용시점은 빨라야 하반기 예상. 영화와 여행에 대해서는 비중 축소 의견을 제시하며 L 자형 긴 횡보와 빨라야 내년부터 점진적 수요 회복을 예상**
- **실적 패턴으로 보면 드라마, 광고, 통신 그리고 엔터(조건부)까지는 상저하고로 하반기 이익 회복이 가능한 구조로 판단. 급락장에서의 조정 폭, 현주가 레벨, 그리고 코로나 여파를 종합하여 투자 매력도를 판단해 보면 광고, 드라마, 통신은 매수 가능하다는 판단 엔터/카지노는 고객군이 일반 대중은 아니기 때문에 코로나 종식시 회복은 영화/여행 보다는 빠를 것으로 예상**

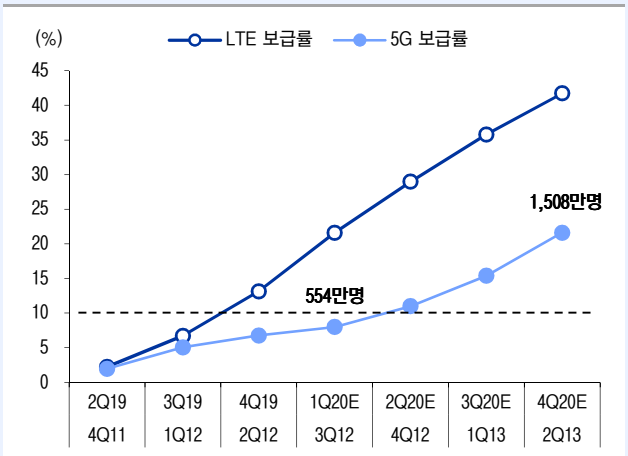
Key Charts

월별 5G 가입자수 순증 추이



자료: 과기부, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

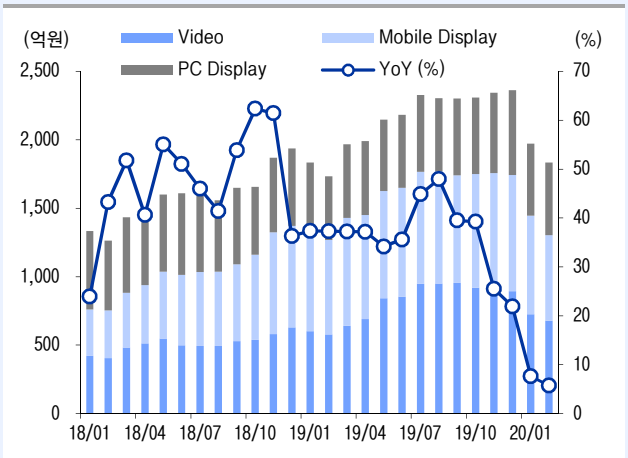
분기별 5G 가입자수 및 보급률 전망 (vs LTE)



자료: 과기부, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

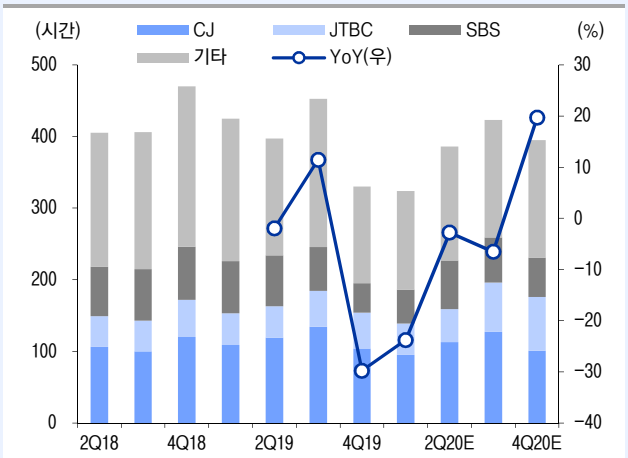
- **5G 월별 순증가입자수 1 월부터 눈에 띄게 둔화: 1 월 29 만명, 2 월 40 만명으로 소폭 회복**
- **10% 보급률도 LTE 보다 6 개월 늦은 올해 2 분기로 예상되며, 연말 1,500 만 가입자도 쉽지 않은 목표**

월별 디지털 광고시장 전망 (검색광고 제외)



자료: 온라인광고협회, 이베스트투자증권 리서치센터

분기별 드라마 편성시간 추이

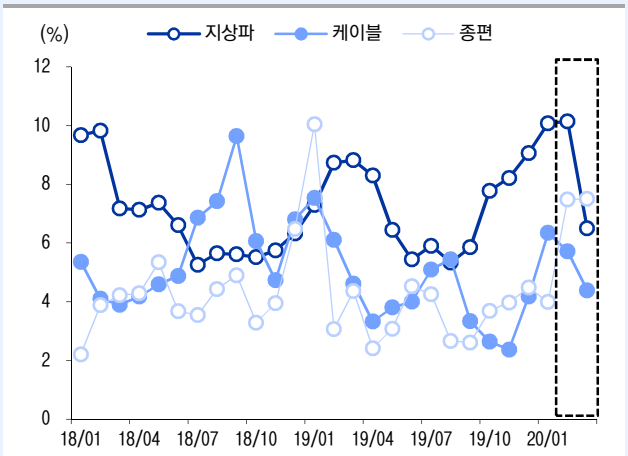


자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

- **디지털 광고시장은 1 월 +7.6%, 2 월 +5.7%로 전년동월비 성장률 가파른 둔화세**
- **고성장하던 동영상 광고도 동기간 +20.4%, +17.5% 성장률. TV 광고도 드라마 편성 대폭 감소로 매출 역성장 불가피**

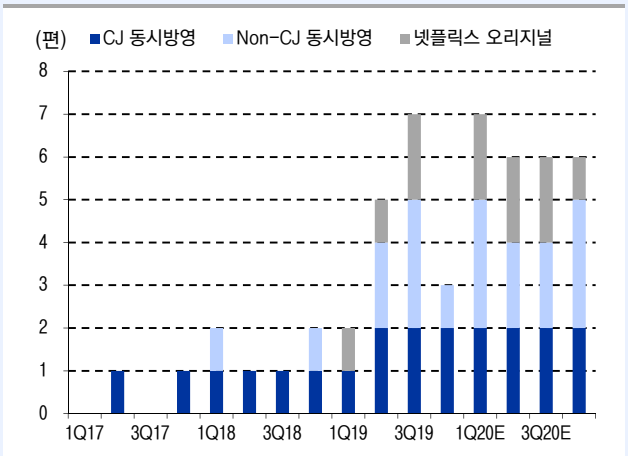
Key Charts

월별 드라마 평균시청률 추이



자료: 닐슨코리아, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

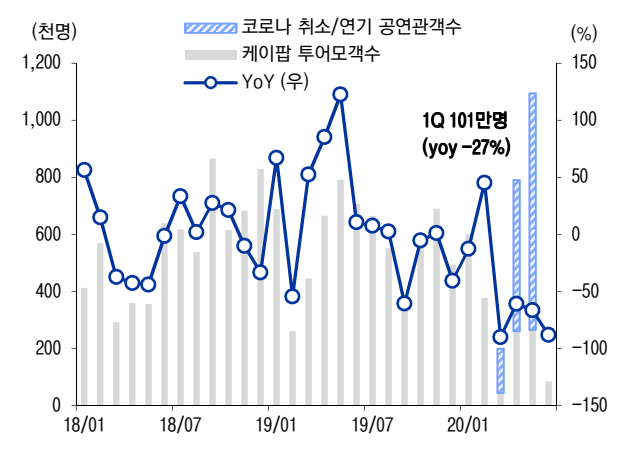
분기별 넷플릭스 방영 한국드라마 개수



자료: Netflix, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

- **올해 드라마 시청률은 전분기비 상승한 견조한 흐름. 다만, 2~3 월 시청률에서 특별한 방향성은 없어 보여 코로나 수혜로 보긴 힘듦**
- **국내 드라마 제작사들의 넷플릭스향 물량은 올해 25 편으로 전년비 50% 가량 증가 예상**

월별 K-POP 공연 모객수 & YoY 추이



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 아티스트 코로나 영향 업데이트

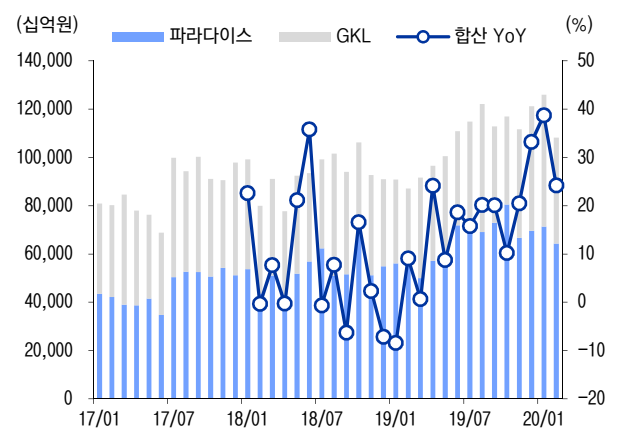
구 분	코로나 영향 취소/연기 사례
산업전체	공연취소 100만명+. 컴백/데뷔 일정 다수 지연
JYP	공연취소 24만명. 음반 일정은 차질 없음
Twice	한일합산 공연 13만명 취소
S.Kids	월드투어 중 9만명 취소
기타	GOT7/2PM솔로 공연 2만명 취소/연기
SM	공연취소 25만명. 신인 걸그룹 데뷔 지연
TVXQ	돔투어 10만명 취소 유력
기타	슈퍼엠 돔1회 및 SJ/NCT등 일본공연 15만명 취소
YG	직접손실은 제한적. 빅뱅 컴백 및 신인 데뷔는 지연
블랙핑크	3월 컴백 유력했으나, 2분기로 지연
빅뱅	4월 코첼라가 10월로 연기되며 컴백 지연
기타	아이콘 일본공연 7만명(2만명 취소, 5만명 미취소)
BTS	4~6월 스타디움 투어 120만명 전면 취소/연기
CJ	KCON 일본공연 취소 (3만명)

자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

- **3 월 공연부터 취소되며, 1 분기 케이팝 모객 101 만명(YoY -27%)으로 부진한 출발 불가피**
- **BTS 스타디움 투어의 한국/미국 일정 전체가 연기되며 2 분기 케이팝 모객도 대폭 감소**

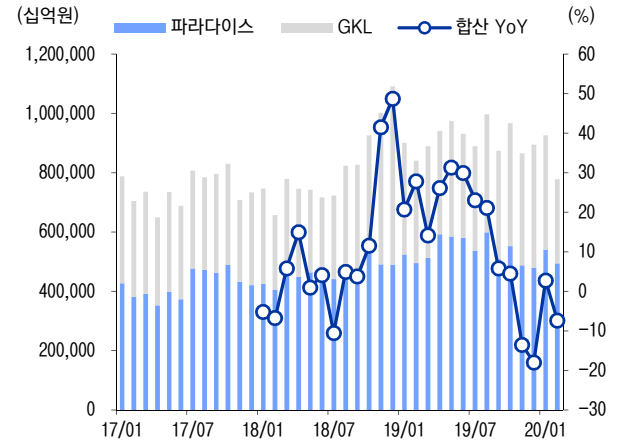
Key Charts

월별 외국인카지노 매출액 & YoY 추이



자료: 파라다이스, GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

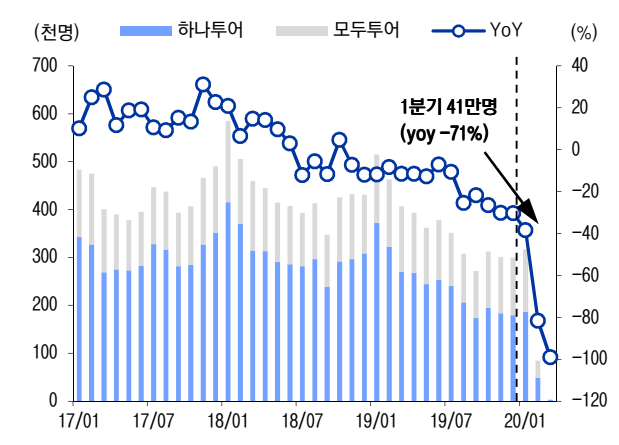
월별 외국인카지노 드롭액 & YoY 추이



자료: 파라다이스, GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

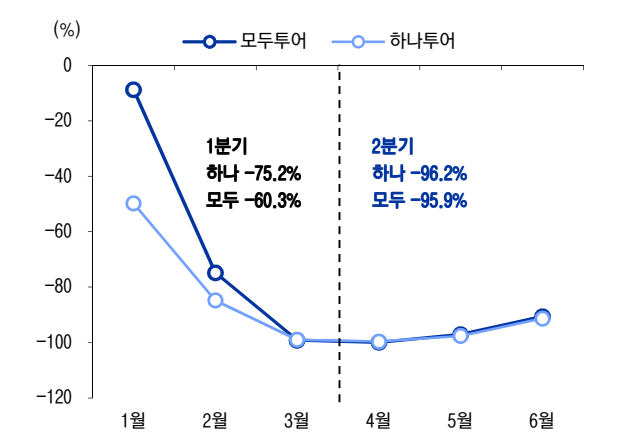
- 1~2 월까지는 VIP 유입세 유지되는 가운데, 드롭액 약세에도 홀드율 개선과 매출 증가세 유지
- 그러나 3 월 중국/일본 VIP 부재로 드롭액, 매출 모두 반토막 넘는 하락 → 1 분기 전체로도 매출 역신장으로 뒤바뀜

월별 패키지 송출객수 추이



자료: 하나투어, 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

양대 패키지 여행사 예약률 현황

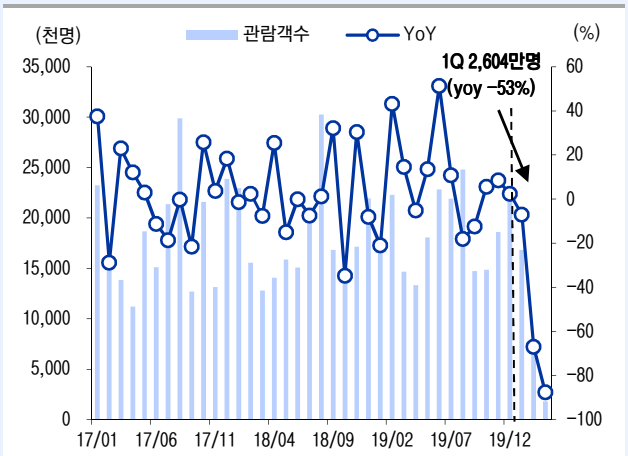


자료: 하나투어, 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 1, 2, 3월은 실제 송출객 하락률이고, 4, 5, 6월은 예약률

- 1 분기 양사 패키지 송출객수는 전년동기대비 71% 감소한 40.6 만명 기록(3 월은 99% 감소)
- 4 월, 5 월뿐만 아니라 6 월 예약률도 전년동월비 90% 급감한 상태로 호전 기미 전무

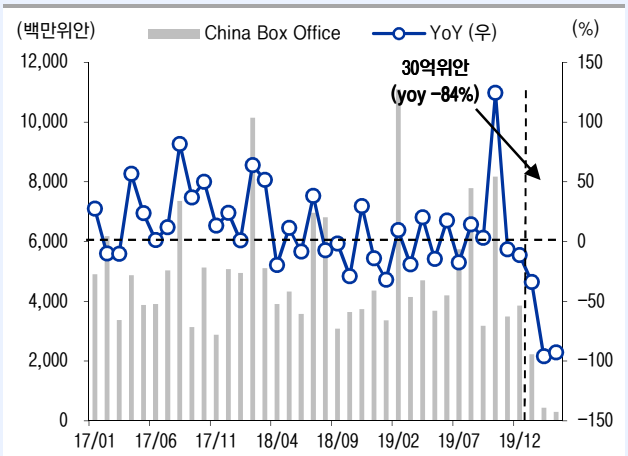
Key Charts

한국 월별 B/O 시장 추이



자료: KOBIS, 이베스트투자증권 리서치센터

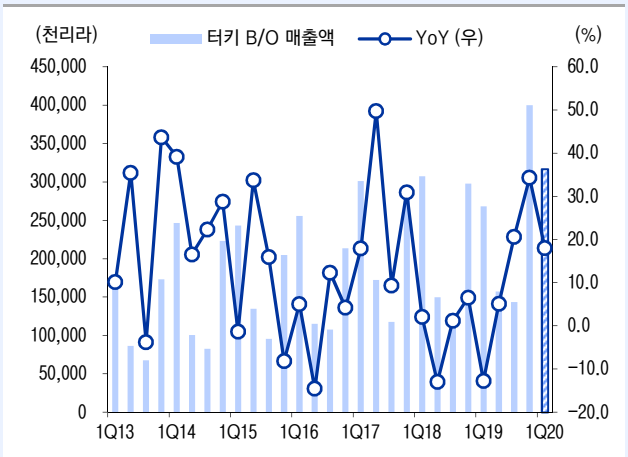
중국 월별 B/O 시장 추이



자료: CBO, 이베스트투자증권 리서치센터

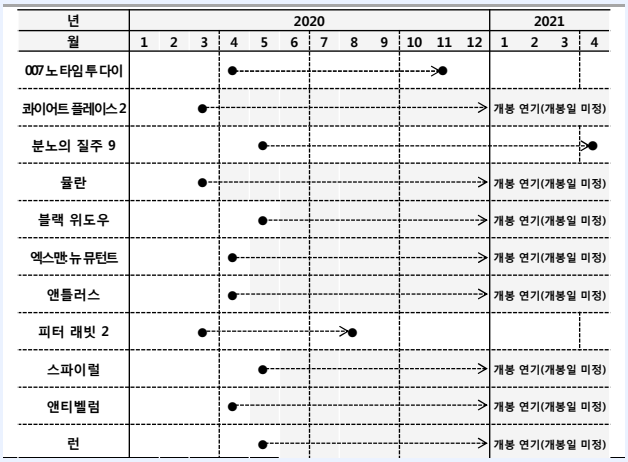
- **한국 1 분기 박스오피스 시장: 관객 2,604 만명(YoY -53%)**
- **중국 1 분기 박스오피스 시장: 매출액 30 억위안(YoY -84%)**

터키 분기별 B/O 시장 추이



자료: 박스오피스터키, 이베스트투자증권 리서치센터

대작 영화 라인업 개봉연기 현황



자료: Business Insider, 이베스트투자증권 리서치센터

- **터키 1 분기 박스오피스 시장: 매출액 3.2 억리라(YoY +18.0%)로 선방**
- **헐리우드 주요 대작들의 경우 하반기보다는 내년으로 연기된 경향이 뚜렷하게 포착**

산업분석

미디어/엔터/통신
Overweight

찐텐 프리뷰

폐허 속에서 찾은 3 개의 진주

Contents

Part I	업종별 코로나 영향 점검 및 투자전략	10
Part II	업종별 1 분기 & 2020 년 실적 점검	23

기업분석

제일기획 (030000)	30
이노션 (214320)	39
에코마케팅 (230360)	43
CJ ENM (035760)	47
스튜디오드래곤 (253450)	51
SBS (034120)	55
제이콘텐트리 (036420)	59
JYP Ent. (035900)	64
에스엠 (041510)	68
와이지엔터테인먼트 (122870)	72
CJ CGV (079160)	75
NEW (160550)	81
에이스토리 (241840)	84
GKL (114090)	87
파라다이스 (034230)	91
모두투어 (080160)	95
하나투어 (039130)	99
SK 텔레콤 (017670)	102
LG 유플러스 (032640)	106
KT (030200)	110
LG 헬로비전 (037560)	114

Part I

업종별 코로나 영향 점검 및 투자전략

광고/드라마/통신 내 일등주 매수 추천

주식시장이 급락했다가 반등 기제를 찾는 과정에서 미디어/엔터/통신 섹터 간의 주가 차별화는 더욱 두드러지고 있습니다. 드라마 콘텐츠 제작사는 급락장에서도 절대주가가 견조하게 버텼고, 광고주는 폭락에서 빠르게 벗어나며 의미 있는 반등을 모색 중입니다. 반면, 통신/엔터는 주가 반등이 없다시피 하며 기타 세그멘트들도 폭락 대비 회복이 요원해 보입니다.

코로나 영향으로 인한 전방위적 실적 하향 압박에도 제일기획과 같은 대기업집단 광고대행사는 견조한 이익 방어가 예상됩니다. 드라마 제작사와 통신사들도 어닝쇼크에 대한 우려는 상대적으로 낮은 업종군입니다. 반면, 엔터 업종부터는 전년동기대비 실적 감소가 우려되며 영화 및 여행업은 실적을 가늠하기 힘들 정도로 산업이 전년동기대비 반토막 넘게 나 있는 상황입니다. 이에 당사는 실적 방어력이 우수한 광고, 드라마, 통신 업종의 일등주에 해당하는 제일기획, 스튜디오드래곤, SK텔레콤을 거듭 추천드립니다.

표1 세부 업종별 코로나 여파로 인한 경제적 손실 발생규모

구 분	코로나 영향 관련 기발생 이벤트 및 재무적 손실 추정액
드라마	평균시청률에서 코로나 발발 이후 유의미한 상승세는 관측되지 않으나, 견조한 시청률 흐름 유지 중
스튜디오드래곤	넷플릭스향 공급작품 수가 전년비 40% 증가한 11편(오리지널 3편 포함)으로 급증 예상
제이콘텐트리	금토극이 자리잡은 가운데 5월 하순부터 수목극 투입, 넷플릭스향 공급작품 수도 6~7편으로 전년비 2배 급증
통신	5G 보급 지연으로 ARPU YoY 반등 시점이 1분기에서 2분기로 지연. 5G 가입자 순증은 1월 29만명으로 작년 5월 이래 최저치 기록 후 2월 40만명으로 호전
광고	아시아를 제외한 미주, 구주지역이 올해 마이너스 GDP 성장률로 급격히 하향 조정됨에 따라 실적 위축 불가피
제일기획	한국, 중국 등 코로나 영향권에 일찍 진입한 지역은 1분기 GP 역성장. MWC를 비롯 주요 스포츠 대회 대부분 연기/취소
이노션	한국, 미국 등 핵심 영업지역이 코로나 영향권에 들어가 1분기 실적은 다소 슬로우할 전망
엔터	3/4월 콘서트 대부분 취소/연기(약80만명) & 5월 BTS 美투어 80만명 연기. 음반은 큰 차질 없으나 시장성장률 하향 불가피
빅히트	글로벌 스타디움 투어 개시공연인 한국공연(4회 24만명)과 북미투어(15회 90만명) 전부 연기/취소됨
JYP	Twice 돔공연 포함 13만명, 스트레이키즈 9만명 등 24만여명 공연 취소/연기. 아티스트 컴백 스케줄은 계획대로 진행
SM	동방신기 돔공연 11만명, 슈퍼엠 5만명, 슈퍼주니어와 레드벨벳이 각 3만여명 등 24만명 공연 취소/연기
YG	아이콘 일본투어(총 7만명 규모) 중 2만명만 취소된 상태. 블랙핑크/빅뱅 컴백일정 지연 및 트레져 데뷔 하반기 지연
영화	전세계 상영관 사업이 일시 중단 상태. 헐리우드 대작 라인업 상반기 전무하며 하반기 및 내년 상반기로 개봉연기
CJ CGV	中 전점포 1/24~3/27(1Q 영업일의 70%) 휴업후 점진적 재개 예정이나 미확정. 韓 3/28부터 35개관(30% 비중) 휴업 터키 3/17부터 전점포 휴업중. 베트남/인도네시아도 각 국 소재 극장 중 90%씩은 3월 중순 이후부터 휴업 조치
제이콘텐트리	102개 극장 중 11개 상영관(직영 2개 포함) 휴관중. 4월중 추가로 19개 상영관(직영 10개 포함) 휴관 예정
NEW	칸 영화제가 기존 5월에서 6월말 이후로 연기되며, 올해 최대 기대작 반도(부산행2)의 개봉 시점 연기 우려
카지노	2월 입국자수 43% 급감, 3월 상반월 입국자수 20만명(YoY -84%) 감소. 외국인 카지노 14일간 휴장
GKL	3/24~4/6 6시까지 코엑스, 힐튼, 부산 등 3개 영업장 휴장 (매출 손실 175억원 예상)
파라다이스	3/24~4/6 6시까지 워커힐, 부산, 제주그랜드, 인천 파라다이스시티 등 4개 영업장 휴장
여행	3월 상반월 출국 비행편 전년동기대비 82% 급감. 한국발 입국금지 및 제한국가 180개국
하나투어	3월 주3일 체제에서 4월 한 달 전직원 유급휴직(임금 최대 70% 지급) & 본부장급 임원 급여 100% 반납
모두투어	3월부터 전직원 최대 2개월 간 유급 휴직 중(임금 최대 70% 지급)

자료: DART, 언론종합, 이베스트투자증권 리서치센터

코로나로 인하여 입은 실질적 타격을 1분기 산업 YoY 성장률 측면에서 보면, 여행 및 영화가 50% 넘는 하락률로 피해가 가장 컸고 그 다음 카지노 및 엔터 업종의 실적 우려가 예상되는 순서다. 아울러 광고나 통신조차도 전반적인 기업의 경제 활동 위축 및 5G 가입자수 증가세 둔화 영향으로 실적 우려가 없는 것은 아니다. 다만, 이들 산업군은 전통 4매체 의존도가 현저하게 낮은 대기업집단 광고대행사의 경우 실적 방어력이 탁월하고 통신은 신규 서비스 보급률의 증가속도가 둔화될 뿐 서비스 사용빈도는 코로나 전후가 당연히 동일할 수 밖에 없기에 제한적인 영향이 예상된다. 반면, 드라마 제작사는 코로나 수혜를 기대할만큼 일부 제작지연을 빼고는 실적 영향이 없을 전망이다.

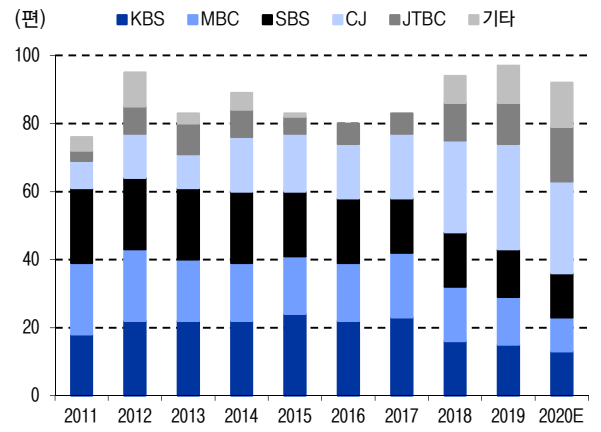
문제는 피해가 큰 여행 및 영화가 과연 유의미한 반등이 언제 가능할지에 대한 것이다. 이 둘 산업은 일반 대중을 고객으로 하고 있어 코로나 종식이 선언되더라도 반등 속도는 느릴 수 밖에 없다. 상반기 중 종식을 가정하더라도 하반기 V자 반등보다는 L자형 횡보 중 2021년 업황에서 반등 기제를 찾을 가능성이 높다. 세그멘트에 대한 투자의견을 보수적으로 가져갈 수 밖에 없는 이유가 여기에 있다.

드라마: 견조한 시청률 유지 & 넷플릭스向 공급 증가

연초 들어 드라마 시청률은 전분기비 증가한 견조한 흐름을 이어가고 있다. 특히 tvN 토일극과 SBS 금토극이 평균시청률을 상승 견인하고 있는 것으로 판단된다. 아울러 작년 하반기 지상파들도 넷플릭스향 공급을 허용함에 따라 국내 제작사의 넷플릭스 공급 물량은 올해도 큰 폭 증가가 예상된다. 다만, 지상파 제작편수가 급격히 감소하며 전체 시장은 편성편수 기준으로는 5편 감소한 92편으로 현시점에서는 예상된다.

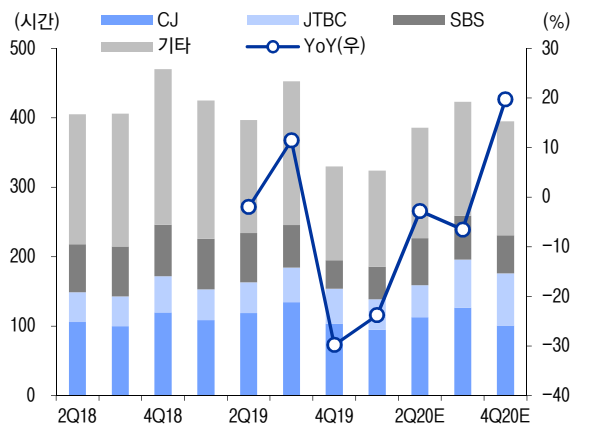
분기별 편성시간으로로 볼 때 상저하고 흐름이 예상된다. OCN 수목극 및 지상파 월화극 공백 영향으로 상반기 편성시간은 역신장이 예상된다. 그러나 5월께 JTBC 수목극이 개시되며 하반기에는 물량 기준으로도 분위기 반전이 예상되며 4분기에는 두자리수 성장이 기대된다. 국내 채널 편성이 다소 감소해도 넷플릭스향 공급이 분기 6편(동시방영, 오리지널 합산) 이상 안정적으로 기대되어 제작사 실적성장은 견조할 전망이다.

그림1 연간 드라마 방영편수 전망



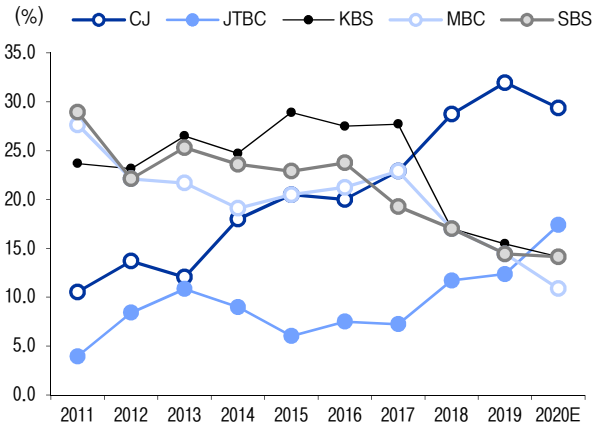
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 분기별 편성시간 & YoY 전망



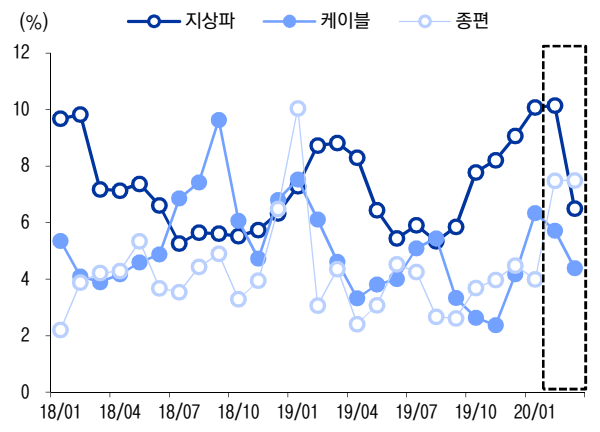
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 연간 채널별 시장점유율 전망



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 월별 드라마 평균시청률 추이



자료: 닐슨코리아, 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

2020년 슬롯별 드라마 라인업 정리

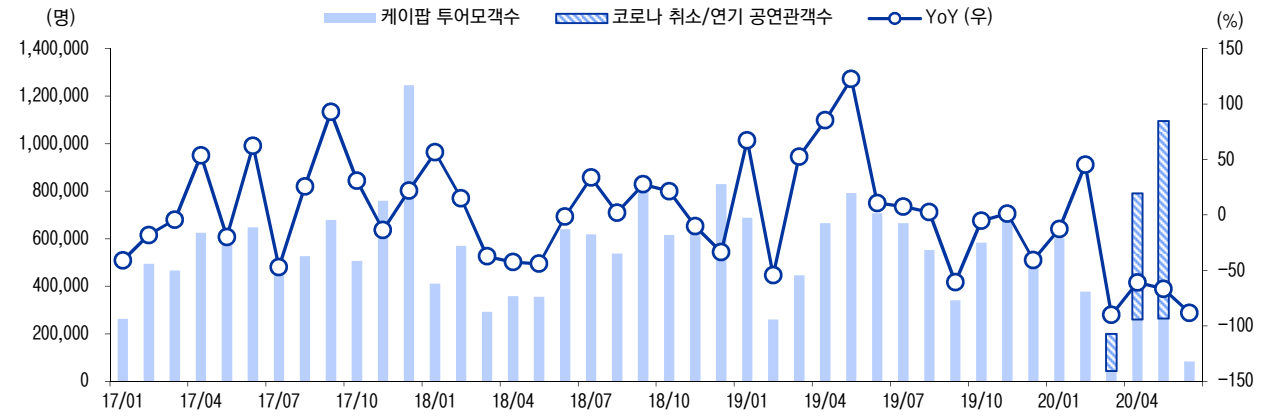
편성슬롯	'19/10	'19/11	'19/12	'20/01	'20/02	'20/03	'20/04	'20/05	'20/06	3Q20	4Q20
tvN 월화	유령을 잡아라 문근영, 김선호		블랙독 서현진, 라미란		방법 엄지원, 성동일	반의반 정해인, 채수빈		가족입니다 추자현, 김지석		악의꽃 이준기, 문채원	도시괴담:구미호뎐 이동욱, 조보아
tvN 수목	청일전자미쓰리 이혜리, 김상경	싸이코패스다이어리 윤시윤, 정인선		머니게임 이성민, 고수		메모리스트 유승호		오마이베이비 장나라, 고준		싸이코지만 괜찮아 김수현, 서예지	
tvN 토일	날 녹여주오 지창욱, 원진아		사랑의 불시착 현빈, 손예진		하이바이마마 김태희, 이규형		화양연화 이보영, 유지태		청춘기록 박보검, 박소담	비밀의숲2 조승우, 배두나	스타트업 배수지, 남주혁
tvN 금	쌉니다 천리마마트 김병철, 이동휘				슬기로운의사생활 전미도, 조정석					산후조리원 엄지원, 박하선	
OCN 수목	달리는 조사관 이요원, 최귀화							써치 장동윤, 정수정		그들이 있었다 고수	
OCN 토일	모두의 거짓말 이민기, 이유영				본 대로 말하라 장혁, 진서연	루갈 이요원, 최귀화		번외수사 차태현, 이선빈		트레인 김재욱	
SBS 월화	VIP 장나라, 이상윤			낭만닥터 김사부2 한석규, 이성경		아무도 모른다 김서형, 류덕환	굿캐스팅 최강희, 유인영		브람스를 좋아하세 박은빈, 김민재		펜트하우스 유진, 하석진
SBS 수목	시크릿 부티크 김선아, 김재영							수목극 재개 미정 →			
SBS 주말	배가본드 이승기, 배수지		스토브리그 남궁민, 박은빈		하이에나 김혜수, 주지훈		더킹-영원의군주 이민호, 김고은		편의점 샛별이 김유정, 지창욱	앨리스 주원, 김희선	모범택시 -
MBC 월화					월화극 6개월만 → 의 재개	365 운명 남지현, 이준혁		저녁같이 드실래요 송승헌, 서지혜		십시일반 김혜준, 오나라	연인 -
MBC 수목	어쩌다 발견한 하루 김혜윤, 로운	하자있는 인간들 오연서, 안재현		더게임:0시를 향하여 옥택연, 이연희		그남자의 기억법 김동욱, 문가영		꼰대인턴 박해진, 김웅수		휴방 후 9월 재개 -	
MBC 주말	황금정원 한지혜, 이상우	두 번은 없다 윤여정, 주현				주말극 폐지					
KBS2 월화	녹두전 김소현, 장동윤						본 어게인 장기용, 진세연		영혼수선공 신하균, 정소민	출사표(7월) 안내상, 나나	
KBS2 수목	동백꽃 필 무렵 공효진, 강하늘		99억의 여자 조여정, 김강우			어서와 김명수, 신예은		그놈이 그놈이다 황정음, 윤현민		도도솔솔라라솔 고아라	
KBS2 주말	사뷰인풀 설인아, 김재영					한 번 다녀왔습니다 오윤아, 천효진				삼광빌라 연인들 전인화, 이장우	
JTBC 월화	꽃파당 공승연, 김민재	보좌관2 이정재, 신민아	검사내전 이선균, 정려원		날씨가 좋으면 찾아가겠어요 박민영, 서강준		모범형사 손현주, 이엘리야		우리 사랑했을까 송지효, 손호준	에이틴 어게인 김하늘, 윤상현	네 이웃의 속삭임 김정민, 유병우
JTBC 수목							신설 예정 →	쌍갑포차 황정음, 육성재			사생활 서현, 고경표
JTBC 금토	나의 나라 양세종, 우도환		초콜릿 윤계상, 하지원		이태원 클라쓰 박서준, 권나라		부부의 세계 김희애, 박해준		우아한 친구들 유준상, 송윤아		경우의 수 김동준, 옹성우
기타종편	레버리지(TV조선) 이동건, 전혜빈		간택(TV조선) 진세연	터치(Ch.A) 주상욱		유별나문셰프(Ch.A) 에릭, 고준희	어쩌다 가족(조선) 성동일, 진희경	가짓말의 가짓말 (Ch.A) 이요리, 염정훈	바람과구름과비 박시후, 고성희	야식남녀(Ch.A) 정일우	
넷플릭스					나홀로 그대 윤현민, 고성희	킹덤2 배두나, 주지훈	인간수업 김동희, 정다빈	보건교사 안은영 정유미, 남주혁	오징어게임 이정재	스위트홈 이진욱, 송강	좋아하면울리는2 김소현, 송강

엔터: 공연 취소 100만명+. 그래도 팬들은 돌아올 땐 빠르다!

3월과 4월 공연은 대부분 취소된 상황이며, 5월의 경우 BTS의 북미 공연이 모두 연기된 상태다. 3~5월 공연 취소분만 합산해도 150만명에 육박하며 이 중 BTS가 100여만명으로 압도적이고 SM과 JYP가 각각 20여만명 가량 공연이 취소/연기된 상태로 파악된다. 코로나 사태 장기화로 엔터사의 주요 수익원이자 레버리지의 근간인 투어 쪽이 큰 폭으로 일시 훼손된 점은 인정해야할 부분이다.

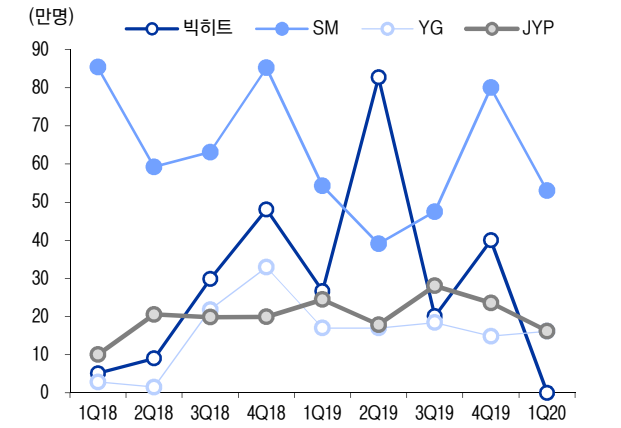
앨범은 상대적으로 발매 스케쥴이 지켜지고 있어 실적 급감을 방어할 기제로 작용할 전망이다. 그럼에도 취소된 공연이 하반기에 얼마나 보충될지는 현재로서는 가늠하기 어렵다. 따라서 보수적으로 취소된 공연의 20%가 연내 보충된다고 가정하면 올해 연간 시장성장률은 플랫, 50%가 보충된다고 공격적으로 가정하면 시장성장률은 5%로 예상된다.

그림5 월별 케이팝 아티스트 공연모객수 추이



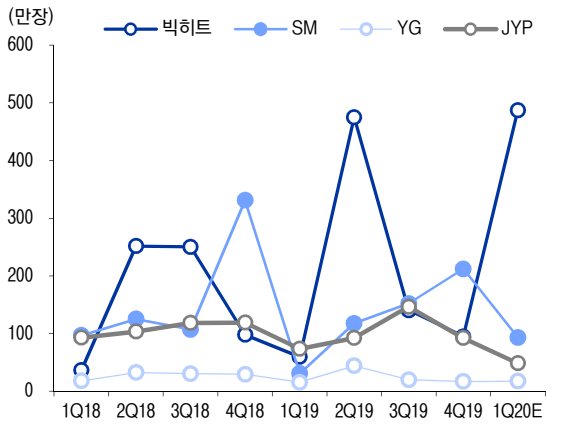
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 4대 기획사 분기별 공연모객수 전망



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 4대 기획사 분기별 음반판매량 전망



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

2020년 케이팝 시장 전망: 투어 YoY +7%, 음반 YoY +2%

코로나 여파를 반영하여 2020년 케이팝 모객수 전망치를 기존 810만명에서 750만명으로, 음반 판매량은 3,100만장에서 2,970만장으로 각각 7%, 4%씩 하향 조정한다. 올해 예상 시장성장률은 투어가 +7%(기존 +17%), 음반이 +2%(기존 +6%)다.

표2 주요 기획사별 아티스트별 2020년 활동량 전망

투어모객수 (만명)	2018	2019	2020E	19/20 Growth	음반판매량 (만장)	2018	2019	2020E	19/20 Growth
Market	**678**	**699**	**750**	**7%**	**Market**	**2,794**	**2,921**	**2,970**	**2%**
SM	293	221	183	-17%	**SM**	**660**	**513**	**450**	**-12%**
TVXQ	121	65	57	-12%	TVXQ	30	27	35	30%
EXO	52	39	15	-62%	EXO	254	216	80	-63%
NCT	3	24	28	16%	NCT	111	78	100	28%
SHINee	44	27	7	-74%	SHINee	104	28	20	-29%
SJ	35	24	38	58%	SJ	49	60	80	33%
JYP	**70**	**94**	**110**	**17%**	**JYP**	**434**	**409**	**420**	**3%**
GOT7	24	31	35	14%	GOT7	87	69	85	24%
Twice	18	42	37	-13%	Twice	277	239	180	-25%
Stray Kids	-	7	18	173%	Stray Kids	34	62	70	13%
ITZY	-	2	5	150%	ITZY	-	12	40	223%
2PM	20	2	5	155%	2PM	5	-	8	n/a
Day6	8	8	10	20%	Day6	13	13	17	34%
YG	**59**	**67**	**95**	**41%**	**YG**	**110**	**98**	**140**	**42%**
Black Pink	15	37	45	21%	Black Pink	30	42	60	42%
iKON	31	19	22	17%	iKON	36	9	15	73%
Winner	13	11	12	7%	Winner	29	29	25	-13%
Big Hit	**92**	**170**	**220**	**30%**	**Big Hit**	**637**	**770**	**900**	**17%**
BTS	92	170	220	30%	BTS	637	730	820	12%

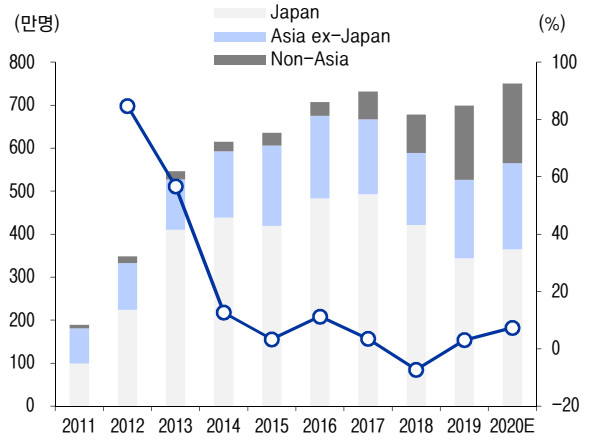
자료: 각 사, 가온차트, 오리콘차트, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 2020년 상반기 주요 앨범 발매 스케쥴

발매일	기획사	아티스트	앨범명	초동판매량(만장)	비고
01월 14일	씨제스엔터	김재중	애요	10.0	
02월 05일	블록베리	이달의 소녀	#	2.2	
02월 17일	CJ ENM	IZ*ONE	BLOOM*IZ	35.6	
02월 21일	빅히트	BTS	Map of the Soul 7	337	
03월 06일	SM	NCT127	Neo Zone	27.7	정규2집
03월 09일	JYP	ITZY	IT'z ME	6.5	미니2집
03월 24일	커넥트엔터	강다니엘	CYAN	26.1	미니2집
03월 25일	핀티지오	옹성우	Layers		첫 솔로
03월 30일	SM	EXO수호	자화상		첫 솔로
04월 09일	YG	위너	Remember		정규3집

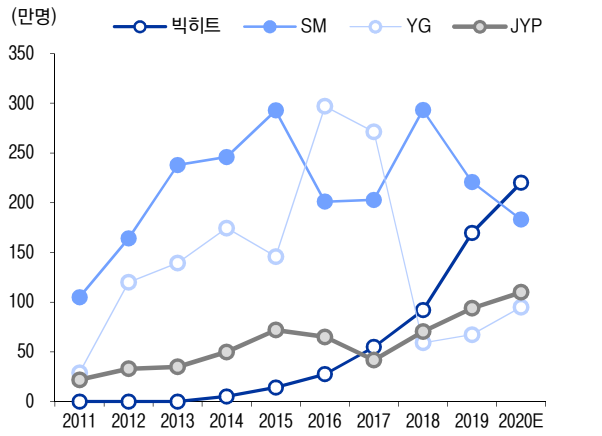
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 케이팝 아티스트 투어모객수 추이 및 전망



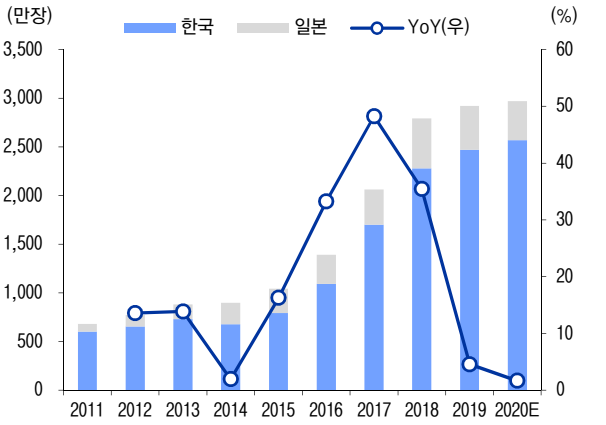
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 기획사별 투어모객수 추이 및 전망



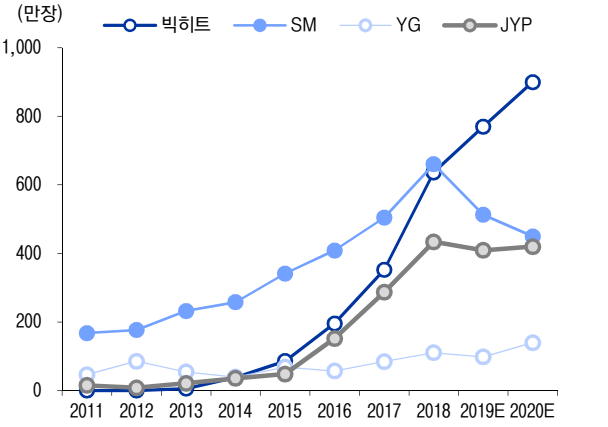
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 케이팝 아티스트 음판판매량 추이 및 전망



자료: 각 사, 가온차트, 오리콘차트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 기획사별 음반판매량 추이 및 전망



자료: 각 사, 가온차트, 오리콘차트, 이베스트투자증권 리서치센터

2020년 기획사별 아티스트별 라인업 정리

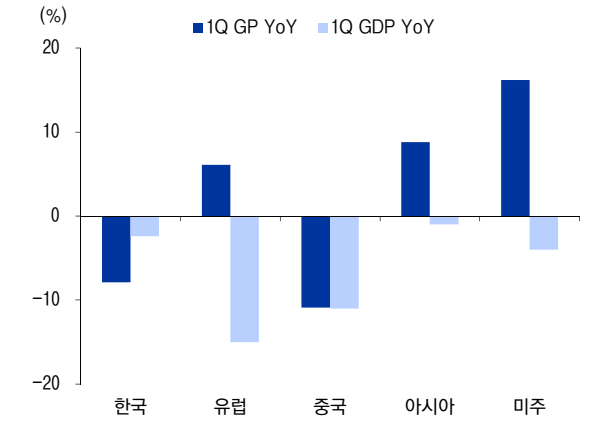
		'20/01	'20/02	'20/03	'20/04	'20/05	'20/06	'20/07	'20/08	'20/09	'20/10	'20/11	'20/12	2019	2020
SM														513만장 221만명	450만장 183만명
	EXO	찬열x세훈팬콘 2회/1만명		3/30수호솔로				찬열x세훈, 백현 솔로활동 기대 & 12월 시우민 전역, 그러나 완전체 활동은 어려울 전망						214만장 39만명	80만장 15만명
	동방신기				창민 솔로	4월말 스페셜 돔공연 17만					돔투어 개시 예상 시점			35만장 65만명	35만장 57만명
	레드벨벳	日아레나 1/2월 3회/3만명		2회/3만명 日공연 취소	4월을 시작으로 연내 3장(전년과 동일)의 앨범 발매를 예상									42만장 8만명	40만장 6만명
	샤이니			핸드볼경기장 3회공연 취소	태민솔로컴백			온유 전역			키 전역	민호 전역		22만장 27만명	20만장 10만명
	슈퍼주니어	9집 리팩 12만장	슈퍼쇼(1~2월) 8회/12만명	3월 사이타마 2회공연 취소	완전체/유닛 포함하여 2장 이상의 앨범을 기대									60만장 24만명	80만장 38만명
	NCT127	Dream 5만명 공연 완료	日공연(1~2월) 8회/7만명	NCT127 정규2집 초동28만장		NCT 127 앨범 1장, NCT DREAM 앨범 1장 등 2장 이상의 앨범을 기대								83만장 24만명	100만장 28만명
	SuperM				4/23 도쿄돔 1회	리팩 포함 2장 이상의 앨범을 기대								17만장 10만명	35만장 15만명
	WayV					올해 2장 이상의 앨범을 기대									
	신인걸그룹						상반기 이내 데뷔 기대								
YG														98만장 67만명	140만장 95만명
	블랙핑크	돔투어(1,2월) 3회 14만명			컴백 기대			2회 컴백 불가능하진 않으나, 상반기 컴백 지연으로 불투명. 솔로는 가능						42만장 37만명	60만장 45만명
	위너	아시아투어 8회/6만명			정규3집 발매			하반기 추가 앨범 1장 기대						29만장 11만명	25만장 12만명
	아이콘		미니3집 6만장		日아레나(4~5월) 9회/8만명			하반기 추가 앨범 1장 기대						9만장 19만명	15만장 22만명
	빅뱅				코첼라 10월 연기			해외활동 재개 기대						- -	n/a n/a
	기타							트레저13 하반기 데뷔							
JYP														409만장 94만명	410만장 110만명
	트와이스	日아레나(10~2월) 15회/15만	日정규2집 리팩 4만장	3/4월 한일 4회 13만명 공연취소	2분기중 컴백 유력	2월 일본정규리팩 외 한일 합산 4장의 앨범을 추가 발매할 것으로 예상. 전년비 1장 감소								239만장 42만명	180만장 37만명
	GOT7		동남아공연 5만 명		2분기중 컴백 유력	완전체, 유닛 포함 올해 총 3장(전년과 동일)의 앨범을 기대								69만장 31만명	85만장 35만명
	ITZY			미니2집 초동7만		3월 앨범 포함 총 3장의 앨범과 팬미팅을 예상								12만장 2만명	40만장 5만명
	스트레이키즈	1/2월 북미투어 8회/4만명		디싱 국내컴백 日데뷔앨범 발매	월드투어 14회중 8회차 이상 취소	리팩을 포함하여 추가 3장의 앨범 발매를 예상								62만장 7만명	70만장 18만명
	DAY6					전년과 유사한 수준의 활동을 예상								13만장 8만명	15만장 8만명
	2PM			日베스트앨범발매	준케이솔로투어 4월초2회분연기	4/5월 준케이솔로 투어4회/1만명								- 2만명	2만장 3만명
빅히트														770만장 170만명	900만장 220만명
	BTS		2월 미니7집 410만장		4월공연 6회 35만명 취소	5~9월 월드투어 33회/190만명								730만장 170만명	820만장 220만명
	TXT	日데뷔싱글1집 10만장													
	여자친구		미니8집 10만장												

광고: 그룹사는 힘든 업황에도 견조! 온라인은 예의 주시

광고시장은 GDP와 긴밀하게 연동되며 해당 지역의 경제 전반을 투영하는 경향이 강하다. 코로나 여파가 전세계에 퍼지며 글로벌 광고주들의 아웃룩도 좋지만은 않다. 그러나, 그룹 산하 대형 광고대행사의 경우 이미 전통매체 매출 비중이 20% 이하로 매우 낮고, 디지털 전환에 따른 실적 방어력이 탁월하다. GDP 성장 전망과는 다른 실적 다이내믹스가 예상되는 이유다.

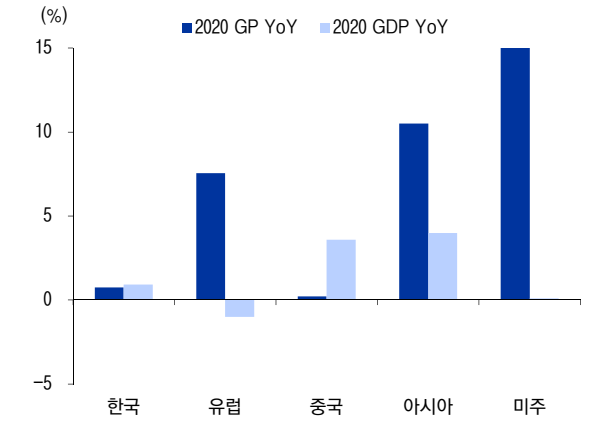
반면, 온라인 광고 전문대행사들은 둔화되는 전방시장과 캡티브 고객사의 부재로 실적 불확실성이 커지는 국면으로 판단된다. 기술적 반등 이외 급락전 수준으로의 안정적인 회복이 어렵다고 판단된다. 1~2월 시장은 전년동기대비 +6% 성장에 불과하였으며, 3월이 최악의 업황이었음을 감안할 때 1분기 시장성장률은 한자리 초반이 예상된다.

그림12 1Q 지역별 GDP 성장률 전망(vs 제일기획 GP)



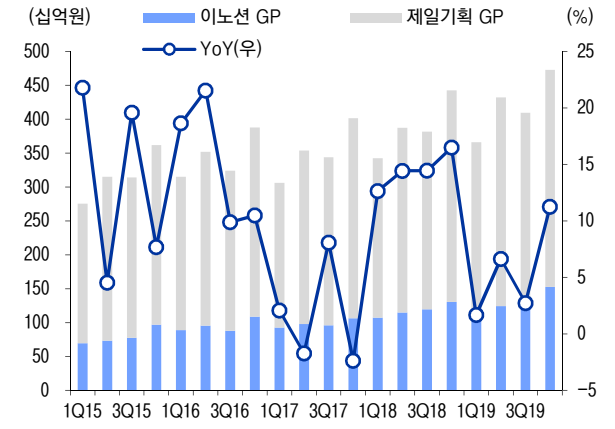
자료: 블룸버그, 무디스, OECD, 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 2020 년 지역별 GDP 성장률 전망(vs 제일기획 GP)



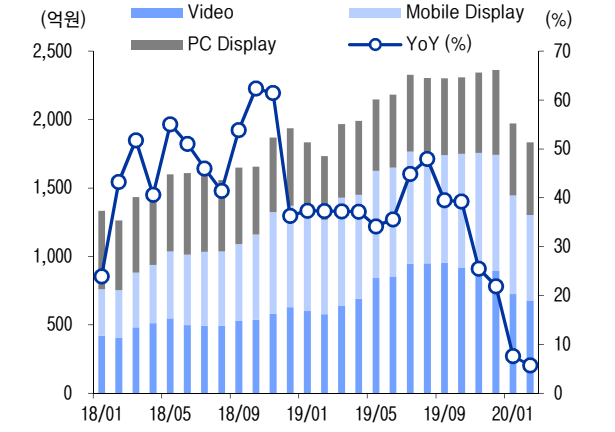
자료: 블룸버그, 무디스, OECD, 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 제일기획(+)이노션 분기별 GP & 성장률 전망



자료: 제일기획, 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 월별 온라인 광고시장 추이 (검색 제외)



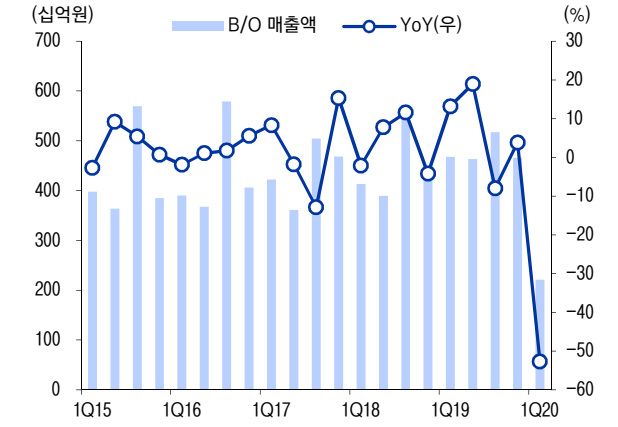
자료: 온라인광고협회, 이베스트투자증권 리서치센터

영화: 상반기까지 라인업 전무. 하반기 점진적 개선 기대

영화는 여행과 더불어 개점휴업에 가까운 상태가 이어지고 있다. 일찌감치 코로나 영향권에 들어가 있던 한국과 중국시장은 그야말로 초토화되어 한국의 1분기 시장이 전년 동기대비 50%대, 중국의 경우 80%대 역성장한 것으로 확인된다. 터키의 경우 3월 중순 이후 상영관 운영 중단지침이 내려오며 주간 시장규모는 급감했지만 분기로는 18% 성장한 것으로 파악된다.

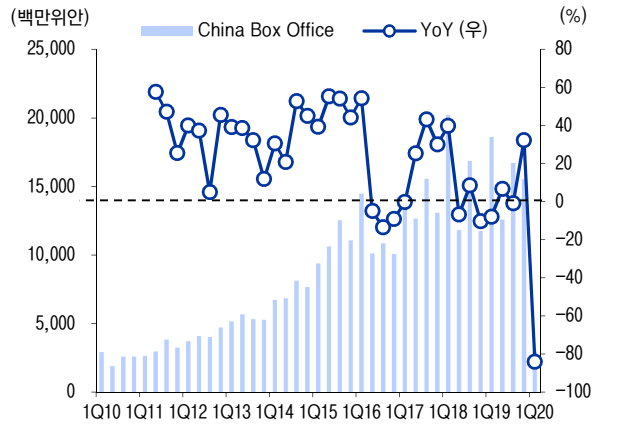
상영관 사업에 대해 L자로 긴 횡보를 예상하는 이유는 코로나가 종식이 선언된다 하더라도 상반기말까지는 볼 만한 영화가 없기 때문이다. 이미 헐리웃 대작들의 경우 수개월에서 길게는 1년까지도 기존 개봉일정을 연기하며, 빨라야 하반기부터 기대작들을 만나볼 수 있다. 따라서, 영화관 사업에 대해서는 보수적 접근 하에 대작 라인업 개봉시기에 따라 점진적 반등을 기대해 봄이 바람직하다.

그림16 한국 분기별 B/O 시장 & YoY 전망



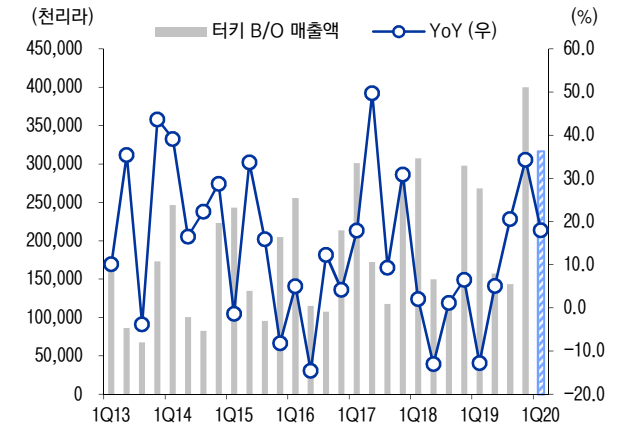
자료: KOBIS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 중국 분기별 B/O 시장 & YoY 전망



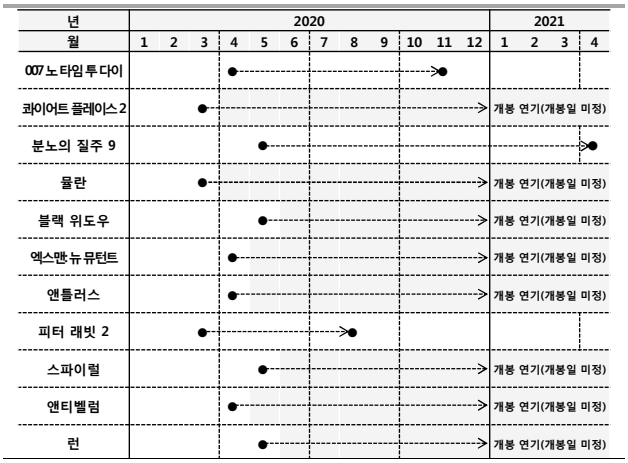
자료: CBO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 터키 분기별 B/O 시장 & YoY 전망



자료: 박스오피스터키, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 대작 영화 라인업 개봉연기 현황



자료: Business Insider, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 글로벌 영화 개봉 및 제작 연기 상황

영화명		배급사	예산	기존 개봉일	연기된 일정	비고
007 노 타임 투 다이	No Time to Die	MGM	$250 million	2020.04	2020.11.12	-
콰이어트 플레이스 2	A Quiet Place Part 2	Paramount	$100 million	2020.03	-	개봉일 추후 공시
분노의 질주 9	F9	Universal	$200 million	2020.05.22	2021.04.02	-
뮬란	Mulan	Disney	$200 million	2020.03.27	-	개봉일 추후 공시
블랙 위도우	Black Widow	Disney	$150 million	2020.05.01	-	개봉일 추후 공시
원더우먼1984	Wonderwoman 1984	Warner Brothers	$200 million	2020.06	2020.08.14	-
인어공주	Little Mermaid	Disney	-	-	-	제작 중단
쥬라기 월드 3	Jurassic World: Dominion	Universal	-	2021.06	-	제작 중단
배트맨	The Batman	Warner Brothers	-	2021.06.25	-	제작 중단
버즈 오브 프레이	Birds of Prey	Warner Brothers	$85 million	2020.02.07	-	일찍 디지털 전환
인비저블맨	The Invisible Man	Universal	$7 million	2020.02.26		일찍 디지털 전환
엑스맨: 뉴 뮤턴트	The New Mutants	Disney	-	2020.04.03	-	개봉일 추후 공시
앤틀러스	Antlers	Disney	-	2020.04.17	-	개봉일 추후 공시
피터 래빗 2	Peter Rabbit 2	Sony	-	2020.03.27	2020.08.07	-
스파이럴	Spiral	Lionsgate	-	2020.05.15	-	개봉일 추후 공시
앤티벨럼	Antebellum	Lionsgate	-	2020.04.22	-	개봉일 추후 공시
런	Run	Lionsgate	-	2020.05.08	-	개봉일 추후 공시
신비한 동물사전 3	Fantastic Beasts 3	Warner Brothers	-	2021.11.12	-	제작 중단
킹 리차드	King Richard	Warner Brothers	-	2020.11.25	-	제작 중단
매트릭스 4	The Matrix 4	Warner Brothers	-	2021.05	-	제작 중단
언차티드	Uncharterd	Sony	-	2020.04	-	제작 지연
플린트 스트롱	Flint Strong	Universal	-	-	-	제작 중단
레드 노티스	Red Notice	Netflix	-	2020.06.11	-	제작 중단
샹치 앤 레전드 오브 텐 링즈	Shang-Chi	Disney	-	2021.02	-	제작 중단
애들이 줄었어요	Shrunk	Disney	-	-	-	제작 중단
라스트 듀얼	The Last Duel	Disney	-	2020.12.25	-	제작 중단
나 홀로 집에 리부트	Home Alone Reboot	Disney(Plus)	-	-	-	제작 중단
피터 팬과 웬디	Peter Pan and Wendy	Disney	-	-	-	제작 중단
나이트메어 앨리	Nightmare Alley	Disney	-	-	-	제작 중단
미션 임파서블 7	Mission: Impossible 7	Paramount	-	2021.07	-	제작 중단
엘비스	Elvis Presley biopic	Warner Brothers	-	2021.10	-	제작 중단
수퍼 소닉	Sonic the Hedgehog	Paramount	$85 million	2020.02	-	중국 개봉 지연
블러드샷	Bloodshot	Sony	$42 million	2020.02.20	-	중국 개봉 지연

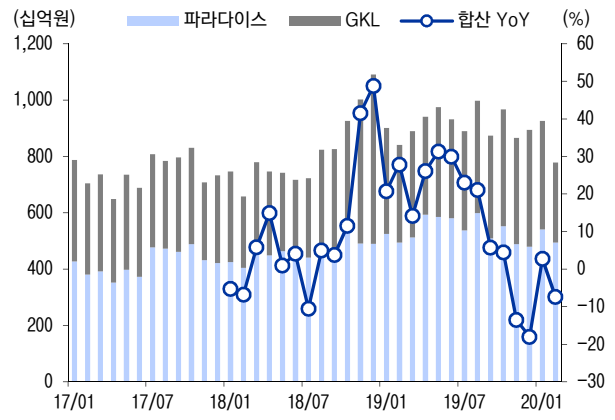
자료: Business Insider, 이베스트투자증권 리서치센터

카지노: 일본인 입국금지 해제까지는 실적 급감 지속

올해 들어 2월까지만 해도 힘든 여건에도 VIP 유입의 길은 열려 있었고, 이들을 중심으로 드롭액 감소에도 매출은 확실한 증가세를 보였었다. 그러나 코로나가 장기화 국면에 들어가고 일본인 입국금지 조치가 내려지면서 카지노도 극심한 매출 타격이 불가피해진 것으로 판단된다.

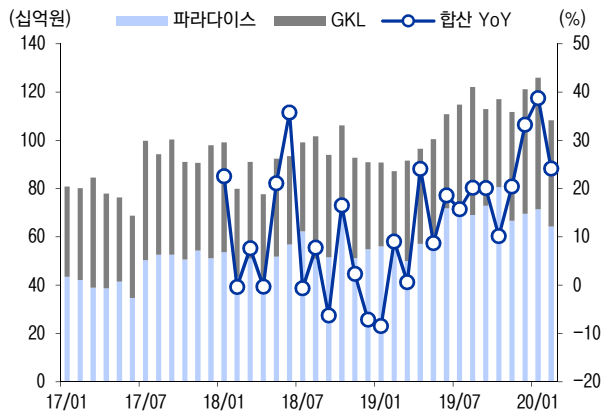
3월 파라다이스 드롭액은 YoY -75%, 매출액은 YoY -60%를 기록했으며, 결국 1분기 전체로도 각각 -24%, -4%의 역신장으로 돌아섰다. 일본인 입국금지 해제 시점까지는 3월과 같은 분위기가 지속될 것으로 전망한다.

그림20 월별 드롭액 & YoY 추이



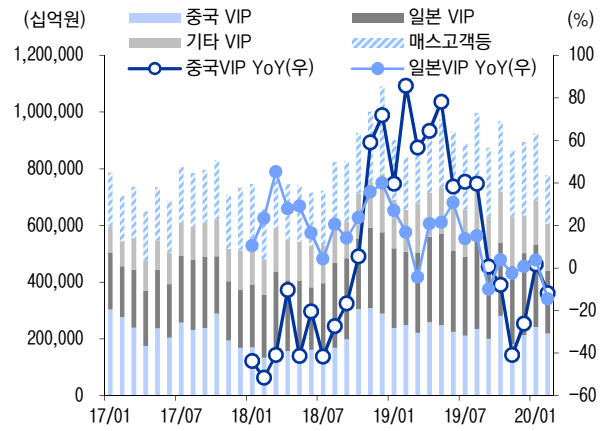
자료: 파라다이스, GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 월별 매출액 & YoY 추이



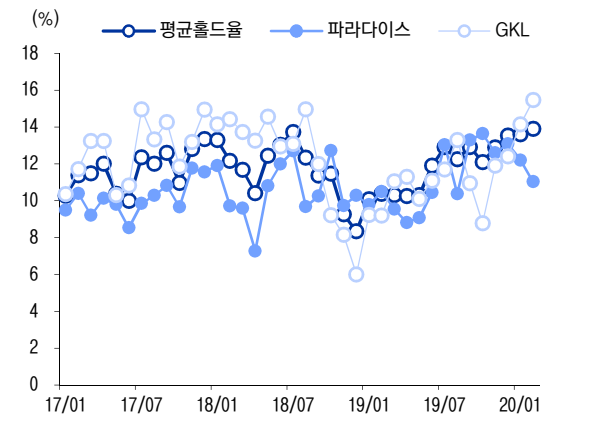
자료: 파라다이스, GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 월별 국적별 방문객수 YoY 추이



자료: 파라다이스, GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 월별 홀드율 추이



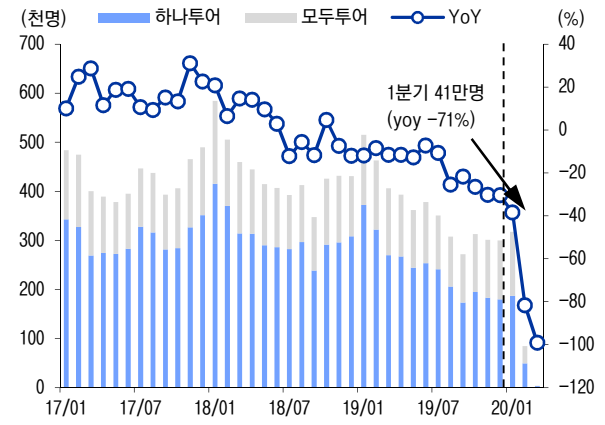
자료: 파라다이스, GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

여행: 생사의 갈림길, L자형 횡보 불가피

여행업은 영화관보다도 더 혹독한 한파가 몰아치는 세그멘트다. 수요는 전멸 수준으로 급감했고 엎친 데 덮친 격으로 비행편도 없고 전세계 180여개 국가가 한국발 입국을 금지 또한 제한하고 있다. 기업들 또한 생존을 위해 임원 임금 반납, 전직원 무급휴가를 시행 중이지만 매출이 문자 그대로 없는 상황에서는 백약이 무효한 상황이다.

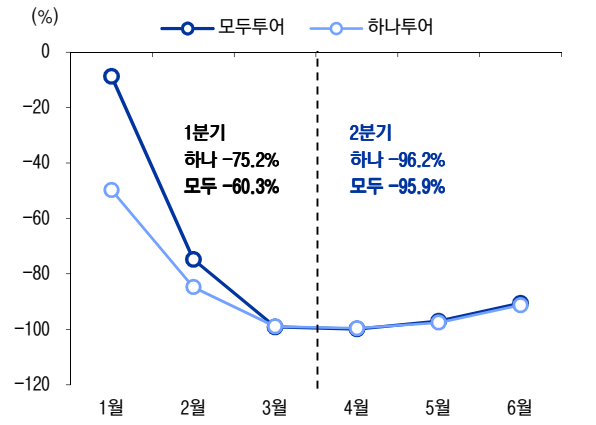
송출객 데이터뿐만 아니라 앞으로 3개월간 예약률 마저도 50~60%대 감소로 예상됨에 따라 상반기까지는 적자가 확실시된다. 아울러 코로나 종식이 선언되더라도 비행편이 다시 생기고 전세계의 입국 제한조치가 풀려서 일반 대중이 다시 자유롭게 여행 계획을 짜고 실천에 옮기기까지는 상당한 시간이 소요될 것으로 전망된다. 업종에 대해 극도로 보수적인 의견을 가져갈 수 밖에 없는 상황이다.

그림24 하나(+)모두 패키지 송출객수 & YoY 추이



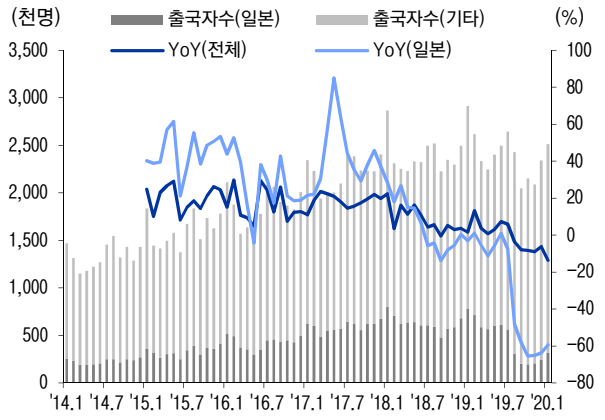
자료: 하나투어, 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 하나(+)모두 예약률 추이



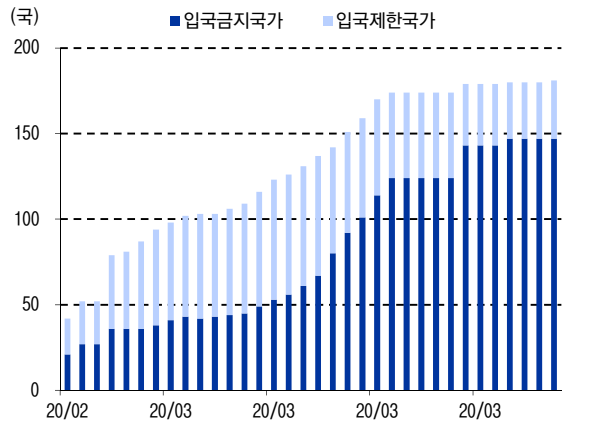
자료: 하나투어, 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 월별 출국자수 추이



자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 한국인 입국금지 현황



자료: 언론종합, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

업종별 1분기 & 2020년 실적 점검

성장성은 스튜디오드래곤, 안정성은 제일기획 & SK텔레콤

1분기 당사 유니버스 실적 시계는 그 어느 때보다 어두운 것이 사실입니다. 엔터, 카지노, 영화, 여행 등 주요 세부 업종에서 직접적인 코로나 타격을 입었고 전반적 경기침체가 뚜렷한 상황으로 정상 실적을 기대하기 힘들 것으로 판단됩니다.

당사는 금번 실적 시즌에 있어, 영업이익을 기준으로 현재의 시장 기대치를 충족시킬 수 있는 기업은 스튜디오드래곤, 제일기획으로 압축될 것으로 예상합니다. JYP의 경우 낮아진 컨센서스에서 크게 벗어나지는 않으며 피해 업종 가운데서는 선방이 기대됩니다. 그 외 전업종에 걸쳐서 실적은 예상치 못한 수준이 전망되며, 특히 영화 및 여행업은 어닝 쇼크 가능성을 열어둬야 할 것으로 예상합니다.

연간 실적에서 코로나 영향이 사실상 없는 기업은 유니버스 내 스튜디오드래곤이 유일합니다. 상반기 실적은 연초 예상했던 경로대로 정상적으로 나올 수 밖에 없는 업황이며, 하반기에도 대작 넷플릭스 오리지널 증편과 글로벌 합작 프로젝트 가시화로 실적 시계가 뚜렷합니다. 다만, 하반기의 경우 고객사 중 국내 채널사업자의 슬롯 변동에 따라 약간의 불확실성이 있는 정도로 파악됩니다. 올해 영업이익 기준으로 고성장에 대한 컨빅션이 가장 높은 기업입니다.

1분기 실적: 제일기획, 스튜디오드래곤 컨센서스 부합 예상

1분기 당사 유니버스 실적 시계는 그 어느 때보다 어두운 것이 사실이다. 엔터, 카지노, 영화, 여행 등 주요 세부 업종에서 직접적이면서도 큰 규모로 코로나 실적 타격을 입었고 전반적인 경기 침체가 뚜렷한 상황으로 정상적인 실적을 기대하기 힘들 것으로 판단된다.

당사는 금번 실적 시즌을 임하는 데 있어, 영업이익을 기준으로 현재의 시장 기대치를 충족시킬 수 있는 기업은 스튜디오드래곤, 제일기획으로 압축될 것으로 예상한다. JYP의 경우 낮아진 컨센서스에서 크게 벗어나지는 않으며 피해 업종 가운데서는 선방이 기대된다. 그 외 전업종에 걸쳐서 실적은 예상치 못한 수준이 전망되며, 특히 영화 및 여행업은 어닝 쇼크 가능성을 열어둬야 할 것으로 예상한다.

표5 이베스트 유니버스 1분기 실적 전망

기업	5D%	YTD%	PER	PBR	매출	YoY	컨센대비	OP	YoY	컨센대비	비고
제일기획	2.5	-33.1	11.1	1.9	255.7	1.2	-2.7%	33.0	2.6	-3.5%	컨센서스 부합
SBS	-1.7	-18.5	12.9	0.5	167.1	-0.3	-4.1%	-14.6	적지	-8.8%	적자 지속
이노션	-4.5	-27.9	11.9	1.1	116.5	2.5	-14.5%	27.8	12.1	-4.8%	
에코마케팅	23.6	-18.6	13.5	3.2	23.5	-2	-6.7%	6.3	-38.8	-7.4%	
모두투어	1.7	-46.9	n/a	1.4	48.8	-47.1	-5.8%	-10.3	적전	n/a	적자 전환
에이스토리	29.1	-23.2	n/a	1.6	7.1	-44.5	73.2%	-1.9	적전	n/a	적자 전환
인크로스	9.2	-29.4	12.8	1.8	7.4	9.8	2.6%	1.6	29.0	-5.4%	
하나투어	1.8	-26.7	n/a	2.4	135.2	-39.3	25.9%	-16.9	적전	n/a	적자 전환
제이콘텐트리	18.9	-22.6	26.5	1.2	95.4	-24.4	-14.4%	-4.7	적전	n/a	적자 전환
CJ CGV	4.9	-47.3	20.2	6.6	298.8	-35.7	-0.9%	-9.5	적전	n/a	적자 전환
GKL	-8.0	-35.2	9.1	1.2	123.1	12.7	0.2%	24.6	44.7	-4.3%	
CJ ENM	0.6	-36.7	12.7	0.7	844.4	-1.8	-2.0%	51.4	-35.0	-12.3%	
스튜디오드래곤	6.7	-0.1	51.4	4.8	123.8	10.7	3.2%	11.2	1.8	0.0%	컨센서스 부합
NEW	18.1	-30.2	29.7	0.7	20.8	22.6	0.0%	-2.3	적지	0.0%	적자 지속
파라다이스	-6.9	-38.7	n/a	0.9	193.3	-4.2	-8.4%	3.5	흑전	n/a	흑자 전환
JYP Ent.	-1.9	-27.1	16.3	3.3	26.6	0.9	-7.3%	6.7	15.5	4.7%	
에스엠	3.2	-45.0	25.2	1.0	135.9	3.9	3.3%	3.6	28.6	-18.2%	
와이지엔터	-3.1	-13.5	42.1	1.2	59.5	-8.0	-2.0%	1.5	흑전	-30.0%	흑자 전환
LG헬로비전	13.2	-45.4	7.1	0.3	299.1	9.0	8.8%	5.5	-57.7	n/a	
SK텔레콤	3.7	-23.1	14.4	0.7	4,501	3.8	-0.7%	297	-7.8	-1.3%	
LG유플러스	7.7	-20.8	10.7	0.7	3,213	6.4	2.5%	180	-7.7	5.6%	
KT	-0.3	-26.3	5.6	0.4	5,893	1.0	-3.0%	419	4.2	2.3%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2020년 실적: 스튜디오드래곤 성장성 & 제일기획/SKT 안정성

연간 실적에서 코로나 영향이 사실상 거의 없는 기업은 유니버스 내 스튜디오드래곤이 유일하다. 상반기 실적은 연초 예상했던 경로대로 정상적으로 나올 수 밖에 없는 업황이며, 하반기에도 대작 넷플릭스 오리지널 증편과 글로벌 합작 프로젝트 가시화로 실적 시계가 뚜렷하다. 다만, 하반기의 경우 고객사 중 국내 채널사업자의 슬롯 변동에 따라 약간의 불확실성이 있는 정도로 파악된다. 올해 영업이익 기준으로 고성장에 대한 컨빅션이 가장 높은 기업이다.

제일기획과 SK텔레콤도 안정적인 이익 흐름이 전망된다. 제일기획은 캡티브발 실적 방어 및 내부점유율 증가가 핵심이고, SK텔레콤은 마케팅 비용 및 투자지출 감소 효과와 점진적 5G 보급이 실적 안정성이 주축이다. 그 밖에 상반기 내 코로나 종식이라는 조건부로 연간 실적 성장이 가능한 업종은 엔터, 카지노로 요약된다.

표6 이베스트 유니버스 2020년 실적 전망

기업	5D%	YTD%	PER	PBR	매출	YoY	컨센대비	OP	YoY	컨센대비	비고
제일기획	2.5	-33.1	11.1	1.9	1,225.5	5.2	-0.8%	216.5	5.1	-2.1%	
SBS	-1.7	-18.5	12.9	0.5	920.8	12.6	-0.5%	19.1	51.6	-26.0%	
이노션	-4.5	-27.9	11.9	1.1	527.2	2.2	-13.7%	129.6	6.3	-9.6%	
에코마케팅	23.6	-18.6	13.5	3.2	114.9	3.2	2.8%	34.8	-7.9	-9.6%	
모두투어	1.7	-46.9	n/a	1.4	226.5	-23.8	-17.0%	-12.9	적전	n/a	적자 전환
에이스토리	29.1	-23.2	n/a	1.6	31.2	10.2	-5.7%	-1.8	적지	n/a	적자 지속
인크로스	9.2	-29.4	12.8	1.8	37.3	8.1	-0.5%	13.7	12.3	3.5%	
하나투어	1.8	-26.7	n/a	2.4	649.9	-14.7	-1.3%	-2.2	적전	n/a	적자 전환
제이콘텐트리	18.9	-22.6	26.5	1.2	550.2	-0.7	-8.1%	34.6	-2.3	-27.3%	
CJ CGV	4.9	-47.3	20.2	6.6	1,957.5	-4.4	5.2%	83.2	-31.8	60.9%	대폭 감익
GKL	-8.0	-35.2	9.1	1.2	533.9	8.8	1.6%	113.5	17.3	0.4%	
CJ ENM	0.6	-36.7	12.7	0.7	3,771.5	-0.5	-2.7%	247.9	-8.0	-11.2%	
스튜디오드래곤	6.7	-0.1	51.4	4.8	564.2	20.4	-0.3%	53.0	84.8	-12.3%	외형/이익 고성장
NEW	18.1	-30.2	29.7	0.7	141.9	-4.9	0.0%	2.4	흑전	n/a	
파라다이스	-6.9	-38.7	n/a	0.9	989.1	1.0	-4.7%	60.9	17.3	-34.7%	
JYP Ent.	-1.9	-27.1	16.3	3.3	161.3	3.8	-5.1%	46.0	5.7	3.4%	
에스엠	3.2	-45.0	25.2	1.0	625.0	-5.0	-10.4%	31.0	-23.3	-34.3%	
와이지엔터	-3.1	-13.5	42.1	1.2	259.2	-2.0	-20.8%	8.3	130.0	-64.4%	
LG헬로비전	13.2	-45.4	7.1	0.3	1,208.1	9.0	7.8%	46.8	54.3	4.2%	
SK텔레콤	3.7	-23.1	14.4	0.7	18,483.0	4.2	-1.2%	1,168.0	5.2	-3.2%	
LG유플러스	7.7	-20.8	10.7	0.7	13,058.0	5.5	-3.5%	730.0	6.4	6.4%	
KT	-0.3	-26.3	5.6	0.4	24,586.0	1.0	-1.8%	1,169.0	1.6	0.9%	

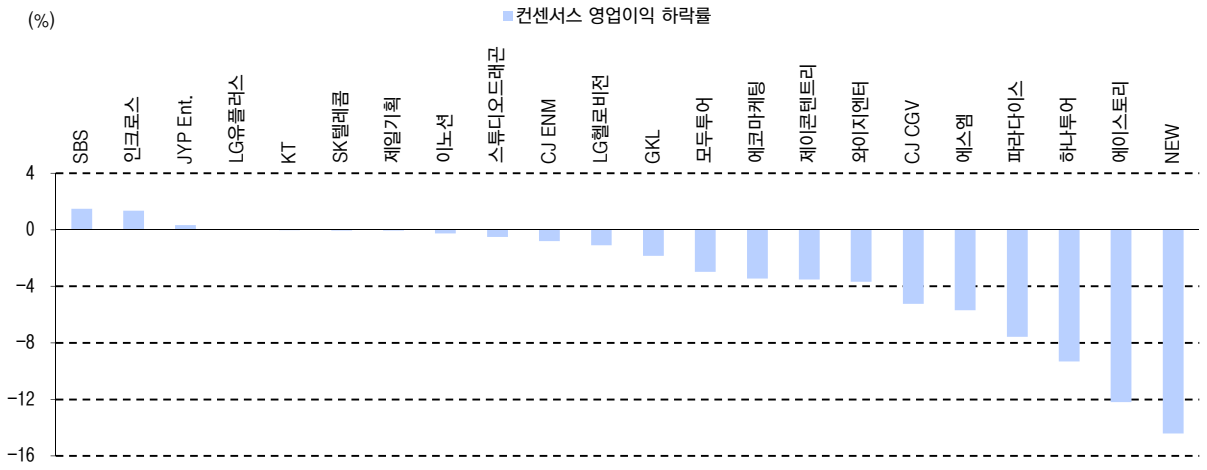
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

실적 시계↓: 카지노, 엔터, 영화, 여행 실적 빠르게 하향

코로나가 글로벌로 본격 확산되기 시작한 지난 6주간 1분기 영업이익 컨센서스가 가장 빠르게 하향된 업종은 카지노, 엔터, 영화, 여행업으로 나타났다. CJ CGV, 에스엠, 파라다이스, 하나투어가 특히 영업이익 하향 조정이 두드러진 상태로 파악된다. 에이스토리와 NEW도 하향 조정폭이 컸는데, 이들은 드라마 제작업이라는 호황 섹터임에도 불구하고 캡티브 플랫폼 부재로 공급량이 많지 않았던 점에 기인한다.

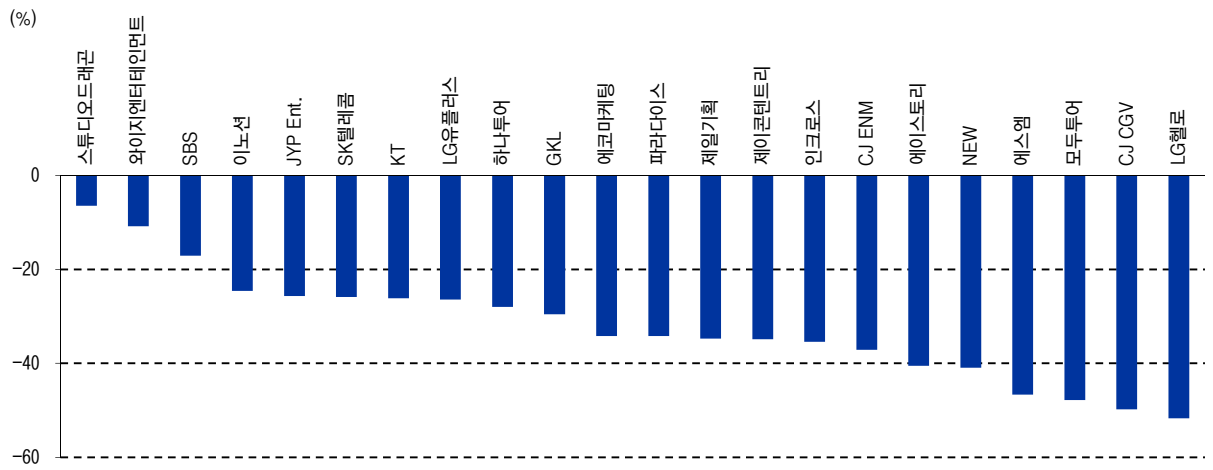
한편, 실적의 하향 조정폭 대비 주가 낙폭이 눈에 띄게 컸던 종목들도 나타난다. 시가총액 5천억원 이상의 종목군 가운데 CJ ENM이 실적 하향 대비 주가가 급락한 것으로 파악되어, 밸류메리트가 발생한 상황으로 판단된다. 그리고 제일기획도 CJ ENM 만큼의 주가 하락은 아니었지만 연초 대비 30% 넘게 빠진 상태로 실적 하향이 크지 않았던 점을 감안하면 매수기회인 것으로 판단한다.

그림28 이베스트 유니버스 1분기 영업이익 컨센서스 최근 6주간 변동률 비교



자료: 데이터가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 이베스트 유니버스 YTD 상대주가 수익률 비교



자료: KRX, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 이베스트 유니버스 1분기 실적 컨센서스 주간 추이

기업명	매출액						영업이익						코멘트
(억원)	2/21	2/28	3/06	3/13	3/20	3/27	2/21	2/28	3/06	3/13	3/20	3/27	
제일기획	8,192	8,192	8,179	8,154	8,154	8,154	353	353	352	349	349	349	이익 전망치 하향 거의 無
SBS	1,855	1,865	1,865	1,880	1,880	1,880	-140	-115	-115	-112	-112	-112	적자 지속 예상
이노션	3,656	3,656	3,623	3,621	3,621	3,570	308	307	305	300	300	299	이익 전망치 하향 거의 無
에코마케팅	274	274	266	262	261	261	93	93	89	85	84	84	10% 하향조정. 전방 약세
모두투어	600	600	570	540	540	540	-68	-68	-71	-84	-84	-84	적자 확대. 실적추정 난해
에이스토리	-	-	-	-	-	41	-	-	-	-	-	-5	매출 전무한 수준. 적자
인크로스	74	74	73	73	73	73	17	17	18	18	18	18	견조한 실적. 실적이슈 無
하나투어	1,602	1,602	1,467	1,408	1,408	1,245	-66	-66	-100	-118	-118	-182	적자 대폭 확대. 빅배스可
제이콘텐트리	1,271	1,271	1,257	1,228	1,202	1,193	70	70	65	56	41	28	영화 大적자로 전사 적자可
CJ CGV	4,011	4,011	3,811	3,658	3,658	3,458	62	62	38	-33	-33	-119	적자 대폭 확대. 측정불가
GKL	1,317	1,317	1,290	1,261	1,257	1,257	311	311	308	296	288	288	3월변수. 기본적으론 견조
CJ ENM	9,123	9,123	8,818	8,781	8,781	8,721	671	671	632	614	614	602	TV광고 부진. 영화 급감
스튜디오드래곤	1,261	1,261	1,251	1,239	1,228	1,216	121	121	113	114	117	115	넷플 동방 & 오리지널 3편
NEW	-	-	-	-	208	208	-	-	-	-	-23	-23	적전. 상영관이 주원인
파라다이스	2,514	2,306	2,228	2,230	2,230	2,230	219	119	67	50	50	50	카지노&리조트 동반 급감
JYP Ent.	323	323	312	302	302	302	61	61	66	62	62	62	안정적 실적 기조 기대
에스엠	1,625	1,625	1,625	1,397	1,388	1,388	127	127	127	52	48	48	50% 넘게 급격 하향
와이지엔터	726	615	615	599	599	599	48	42	42	26	26	26	블핑 컴백 지연. 실적약세
LG헬로비전	-	-	2,744	2,744	2,744	2,744	-	-	64	64	64	64	연초대비 이익기대감↓
SK텔레콤	45.3	45.3	45.3	45.3	45.3	45.3	3,027	3,027	3,044	3,044	3,044	3,010	별도 小감익. 자회사 견조
LG유플러스	32.6	32.6	32.6	32.6	32.6	32.6	1,807	1,807	1,809	1,809	1,809	1,809	5G 둔호로 감익 불가피
KT	60.9	60.9	60.7	60.7	60.7	60.7	3,634	3,634	3,624	3,624	3,624	3,624	유무선 실적 둔화 전망

자료: 데이터가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

제일기획 (030000)	30
이노션 (214320)	39
에코마케팅 (230360)	43
CJ ENM (035760)	47
스튜디오드래곤 (253450)	51
SBS (034120)	55
제이콘텐트리 (036420)	59
JYP Ent. (035900)	64
에스엠 (041510)	68
와이지엔터테인먼트 (122870)	72
CJ CGV (079160)	75
NEW (160550)	81
에이스토리 (241840)	84
GKL (114090)	87
파라다이스 (034230)	91
모두투어 (080160)	95
하나투어 (039130)	99
SK 텔레콤 (017670)	102
LG 유플러스 (032640)	106
KT (030200)	110
LG 헬로비전 (037560)	114

Universe

종목명	투자판단	목표주가
제일기획	Buy (유지)	28,000 원(유지)
이노션	Buy (유지)	72,000 원(하향)
에코마케팅	Hold (하향)	26,000 원(유지)
CJ ENM	Buy (유지)	150,000 원(유지)
스튜디오드래곤	Buy (유지)	110,000 원(상향)
SBS	Buy (유지)	26,000 원(유지)
제이콘텐트리	Buy (유지)	34,000 원(유지)
JYP Ent.	Buy (유지)	28,000 원(하향)
에스엠	Buy (유지)	29,000 원(유지)
와이지엔터테인먼트	Buy (유지)	28,000 원(하향)
CJ CGV	Buy (유지)	30,000 원(하향)
NEW	Buy (유지)	4,000 원(하향)
에이스토리	Hold (유지)	5,000 원(유지)
GKL	Buy (유지)	17,000 원(하향)
파라다이스	Buy (유지)	18,000 원(하향)
모두투어	Hold (하향)	11,000 원(하향)
하나투어	Hold (하향)	40,000 원(하향)
SK 텔레콤	Buy (유지)	230,000 원(유지)
LG 유플러스	Buy (유지)	16,000 원(하향)
KT	Hold (유지)	23,000 원(하향)
LG 헬로비전	Buy (유지)	4,500 원(하향)

제일기획 (030000)

2020. 4. 6 | 미디어/엔터

닷컴버블, 리만 때도 -3%로 막았던 제일기획

Analyst 김현용
02. 3779-8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 28,000 원
현재주가 16,100 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

1Q 극한의 전방환경에도 강한 실적방어능력 입증할 전망

1Q 실적은 GP 2,557억(YoY +1.2%), OP 330억(YoY +2.6%)으로 컨센 하회가 불가피하나, 극도로 악화된 업황에서도 플랫 수준의 양호한 실적을 전망한다. 외형은 코로나 직격타를 입은 국내의 급감(YoY -7.9%)을 미주/유럽 등 해외가 선전(YoY +3.7%)하며 역성장을 막을 전망이다. 한편, 중국/동남아를 비롯 전지역에서 코로나 여파가 크지만 해당지역은 비용통제 및 투자속도 조절을 통해 손익관리에 만전을 기할 전망이다.

리테일 타격 불가피하나, 디지털 전환으로 매출 방어 총력

중국, 한국 등 코로나 여파가 먼저 시작된 지역의 경우 리테일 행사들을 중심으로 매출 급감을 피하기는 힘들어 보인다. 다만, 캡티브 고객사를 중심으로 예산 배정을 이커머스, 온라인 쪽으로 비중 전환하며 매출 방어에 총력을 기울일 전망이다. 한편 미주지역은 캡티브 M/S 확대 효과로 1분기 성장이 기대되고, 유럽은 이태리 비중이 3%로 연초 계획한 한자리 후반의 연간 성장률 목표는 고수될 계획이다. **2000년 닷컴버블 익년도, 2008년 리만사태 익년도에도 동사는 3%대 매출 역신장으로 방어**한 전례가 있다.

삼성, 그리고 1등: 미디어/엔터 업종 최선호주 추천

동사를 미디어/엔터 업종 내 최선호주로 매수 추천한다. 근거는 1) 코로나로 인한 1분기 실적 급감 분위기 속에서도 전년비 플랫 이상의 이익이 기대되고, 2) 북미 지역 Captive M/S 확대가 연초부터 시작됐고 올해는 빅딜 기대감도 높아졌기 때문이다. 아울러 **전일 종가 기준 P/E 11배**인 점도 적극적 매수 추천의 이유다. 동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 28,000원으로 각각 기존을 유지한다.

외국인의 일방적인 매도 외에는 주가 급락의 사유가 없다

동사 주가의 가장 최근 업싸이클은 2016년 하반기부터 2019년 상반기까지의 3년간이었으며, 동기간 주가가 18,000원에서 30,000원(역사적 최고가)까지 상승하는 동안 외국인 지분율은 25%에서 41%까지 16%p 급증했다. 올해 들어 불과 두 달만에 주가는 24,000원에서 12,000원까지 급락 후 소폭 반등했는데, 이는 단기간에 5%p 외국인 매도 물량이 쏠린 영향으로 풀이된다.

Stock Data

KOSPI (4/3)		1,725.44 pt
시가총액		18,522 억원
발행주식수		115,041 천주
52 주 최고가/최저가		29,850 / 11,900 원
90 일 일평균거래대금		95.11 억원
외국인 지분율		33.5%
배당수익률(20.12E)		5.1%
BPS(20.12E)		8,775 원
KOSPI 대비	1 개월	-2.1%
	6 개월	-19.9%
	12 개월	-15.4%
주주구성	삼성전자(외 4 인)	28.6%
	제일기획 자사주	12.0%
	국민연금공단(외 1 인)	8.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	3,477.9	181.1	190.5	131.9	1,128	2.0	218.6	20.0	9.9	2.9	15.0
2019	3,421.7	205.8	209.8	139.5	1,200	6.4	237.7	20.0	10.2	2.9	15.1
2020E	3,575.6	216.5	221.5	166.2	1,444	20.4	254.5	11.1	5.3	1.7	17.0
2021E	3,779.5	234.2	239.9	179.9	1,564	8.3	271.0	10.3	4.8	1.6	17.1
2022E	3,885.3	247.1	253.6	190.2	1,653	5.7	283.1	9.7	4.2	1.4	16.7

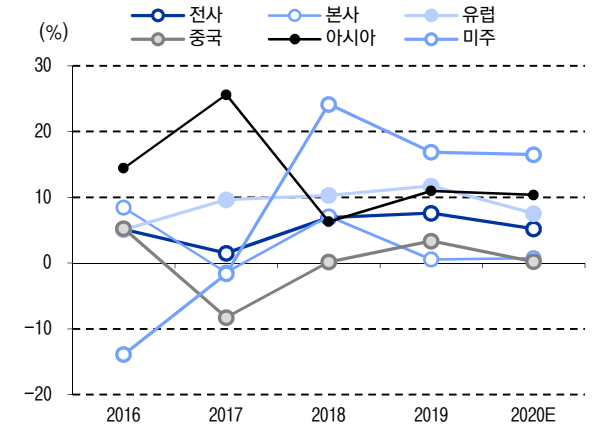
자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표8 제일기획 지역별 매출총이익 & YoY 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E
GP	252.7	307.9	284.2	320.1	255.7	323.3	298.1	348.4	1,012.5	1,082.7	1,164.9	1,225.5
본사	54.6	83.6	71.4	93.1	50.3	82.6	75.4	96.7	281.0	301.0	302.7	305.0
유럽	70.1	79.1	75.1	82.1	74.4	86.0	78.5	90.5	248.6	274.2	306.3	329.5
중국	52.1	59.6	53.0	60.8	46.4	57.8	57.3	64.5	217.8	218.2	225.5	226.0
아시아	30.0	32.3	32.2	33.3	32.7	36.0	34.9	37.6	108.4	115.2	127.9	141.1
미주	27.5	31.8	30.4	29.7	32.0	37.4	34.4	35.3	82.4	102.3	119.5	139.2
기타	18.4	21.5	22.0	21.1	19.9	23.5	17.5	23.7	74.3	71.8	82.9	84.6
YoY	7.4	12.9	8.3	2.6	1.2	5.0	4.9	8.8	1.5	6.9	7.6	5.2
본사	-6.3	4.2	-0.7	2.8	-7.9	-1.2	5.6	3.9	-1.4	7.1	0.6	0.8
유럽	10.5	18.4	10.8	7.6	6.1	8.8	4.6	10.3	9.6	10.3	11.7	7.6
중국	10.1	9.3	7.5	-9.2	-10.9	-3.1	8.1	6.1	-8.3	0.2	3.4	0.2
아시아	12.0	13.9	9.1	9.2	8.8	11.4	8.3	12.8	25.6	6.3	11.0	10.4
미주	19.1	27.7	17.6	4.9	16.2	17.6	13.2	18.9	-1.6	24.2	16.9	16.5
기타	12.6	19.4	21.7	8.5	8.7	9.3	-20.6	12.5	-4.9	-3.4	15.5	2.0

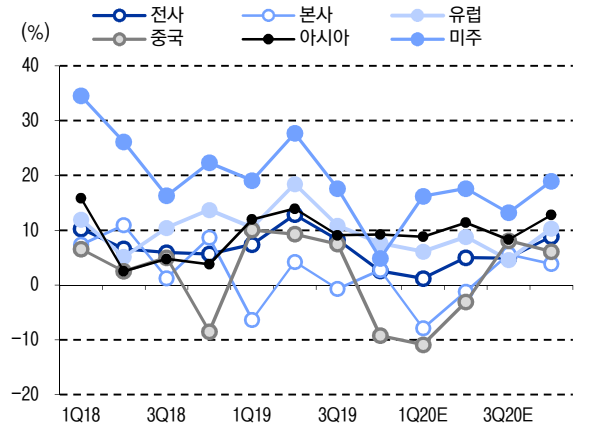
자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 연간 지역별 GP 성장률 전망



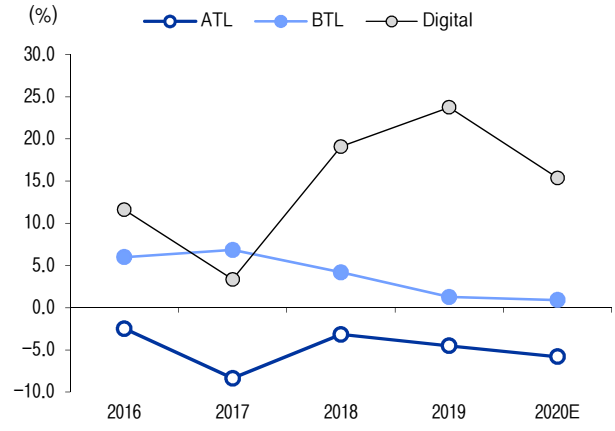
자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 분기별 지역별 GP 성장률 전망



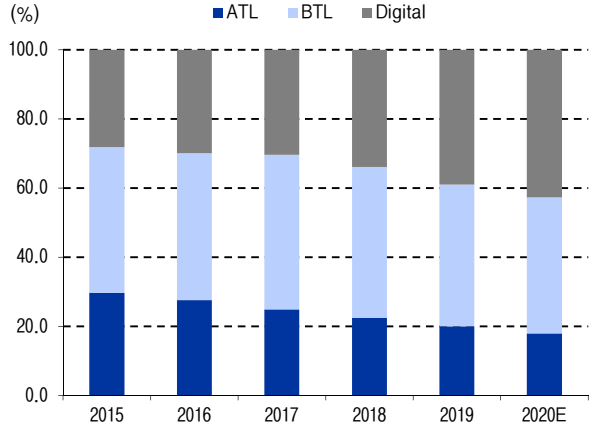
자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 연간 부문별 GP 성장률 전망



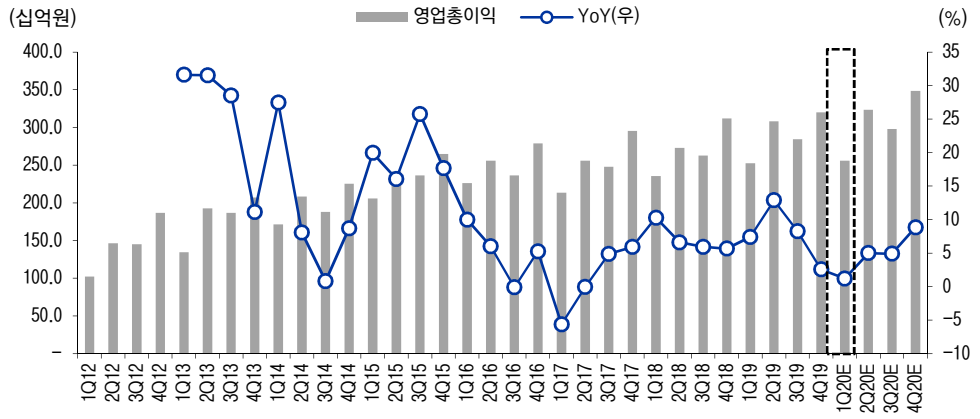
자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 연간 부문별 GP 구성 전망



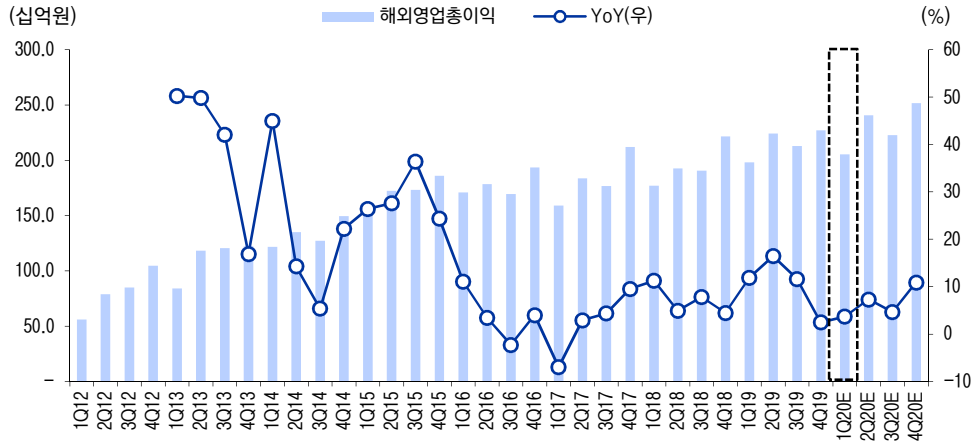
자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 영업총이익 & 전년비 성장률 추이



자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 해외 영업총이익 & 전년비 성장률 추이



자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 제일기획 실적추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E
영업총이익	252.7	307.9	284.2	320.1	255.7	323.3	298.1	348.4	1,012.5	1,082.8	1,164.9	1,225.5
국내	54.6	83.6	71.4	93.1	50.3	82.6	75.4	96.7	281.0	301.0	302.7	305.0
해외	198.1	224.3	212.8	227.0	205.4	240.7	222.7	251.7	731.5	781.8	862.2	920.5
YoY	7.4	12.9	8.3	2.6	1.2	5.0	4.9	8.8	1.5	6.9	7.6	5.2
국내	-6.3	4.2	-0.7	2.8	-7.9	-1.2	5.6	3.9	-1.4	7.1	0.6	0.8
해외	11.9	16.5	11.6	2.5	3.7	7.3	4.7	10.9	2.7	6.9	10.3	6.8
영업이익	32.2	69.4	52.7	51.6	33.0	65.9	57.9	59.7	156.5	181.1	205.9	216.5
영업이익 YoY	23.8	19.2	14.3	1.8	2.6	-5.0	9.8	15.7	4.7	15.7	13.7	5.1
영업이익률(%)	12.7	22.5	18.5	16.1	12.9	20.4	19.4	17.1	15.5	16.7	17.7	17.7

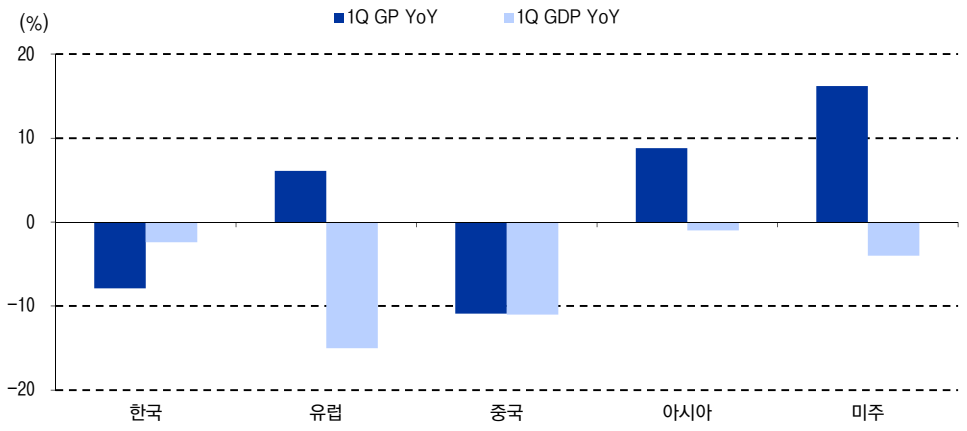
자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

1분기 & 2020년 실적 지역별 상세 전망

1분기 실적은 GP 2,557억원(YoY +1.2%), OP 330억원(YoY +2.6%)으로 컨센서스 하회가 불가피하나, 극도로 악화된 업황에서도 플랫 수준의 양호한 실적을 전망한다. 외형 방어에서 가장 중요한 가정은 미국과 유럽에서 GDP 역신장 전망에도 불구하고 동사 GP가 증가할 수 있는지 여부다. 미국은 모바일 효과로 올해 초부터 삼성전자향 점유율이 유효하게 늘어난 것이 확인되고, 유럽은 아이리스 인후 이후 지난 3년간 연평균 11%씩 성장하며 시장성장률을 크게 상회하여 왔다.

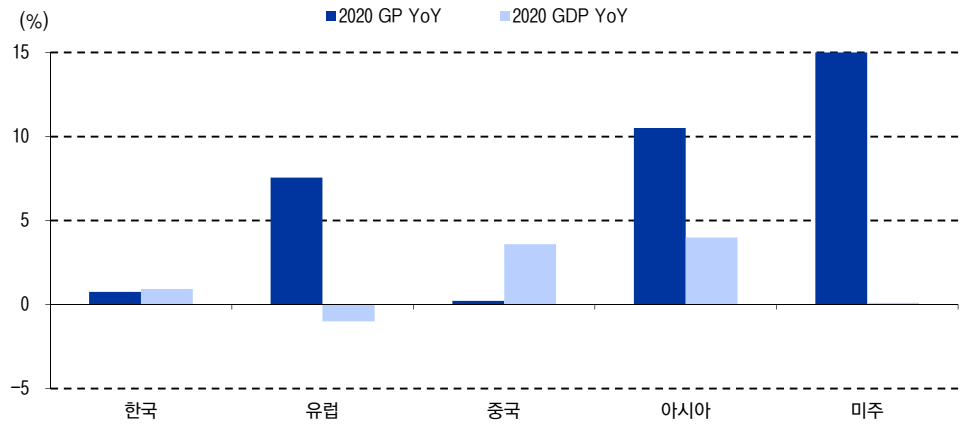
2020년 실적은 GP 1조 2,255억원(YoY +5.2%), OP 2,165억원(YoY +5.1%)으로 예상된다. 중국과 한국은 낮아진 GDP 성장률조차 하회하는 GP 성장률로 보수적인 가정을 했고 미주, 유럽, 서남아/동남아에서 시장을 아웃퍼폼하는 것이 실적 성장의 가장 중요한 가정이다.

그림36 1분기 지역별 제일기획 GP 성장률 vs GDP 성장률 전망치



자료: 제일기획, 블룸버그, 무디스, OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 2020년 지역별 제일기획 GP 성장률 vs GDP 성장률 전망치



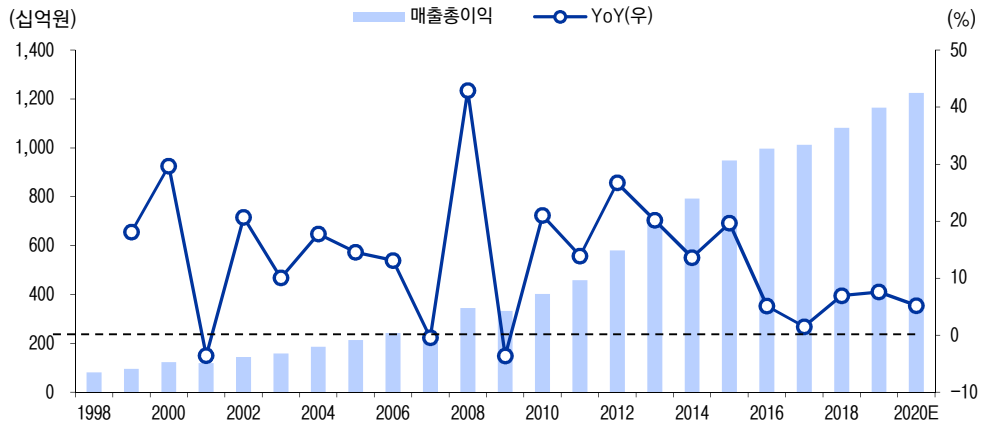
자료: 제일기획, 블룸버그, 무디스, OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

닷컴버블, 리먼사태 때도 3% 역신장이 최악의 결과값

동사 외형이 1% 이상 역신장한 해는 지난 20년간 단 두 번이었다. 첫 번째는 2000년 닷컴버블 붕괴 직후인 2001년(YoY -3.6%)이었고, 두 번째는 2008년 리만發 금융위기 직후인 2009년(YoY -3.6%)이었다. 동사는 삼성전자라는 글로벌 굴지의 캡티브 고객사를 보유하고 있어 기본적으로 실적의 안정적인 중속 성장이 가능하다. 위기 때도 3%대로 매출 역신장을 막았고 2009년에는 영업이익도 -3.3% 감소로 마진율 훼손은 일어나지 않았던 점이 확인된다.

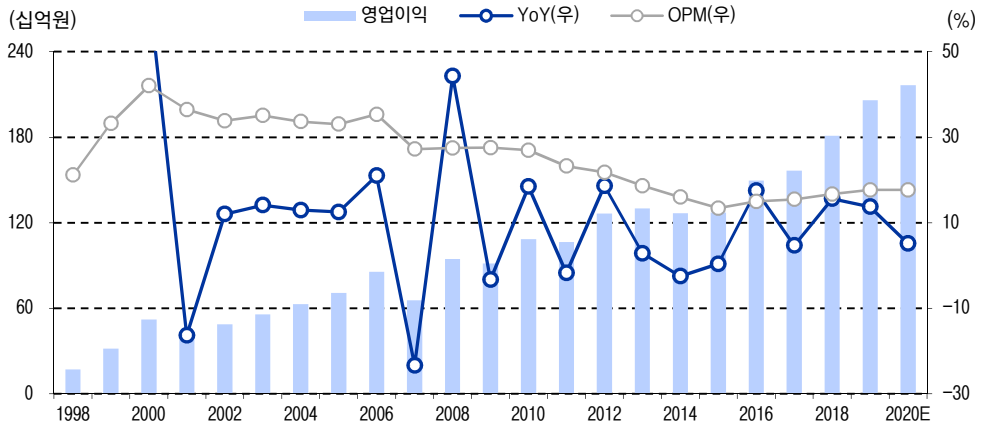
지금의 동사는 10년전, 20년전보다 영업력, 매출 분산, 고성장 세그멘트 비중에서 상당히 차별화되어 있다. 삼성전자의 마케팅 활동이 일시적으로 위축될 수는 있겠지만 최소한 상저하고 이익패턴을 기대할 수 있고, 디지털 매출비중이 이미 40%에 달하고 있어 외형 성장률 둔화를 최대한 방어할 것으로 예상된다.

그림38 제일기획 연간 매출총이익 & YoY 장기 시계열



자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 제일기획 연간 영업이익, YoY, OPM 장기 시계열



자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

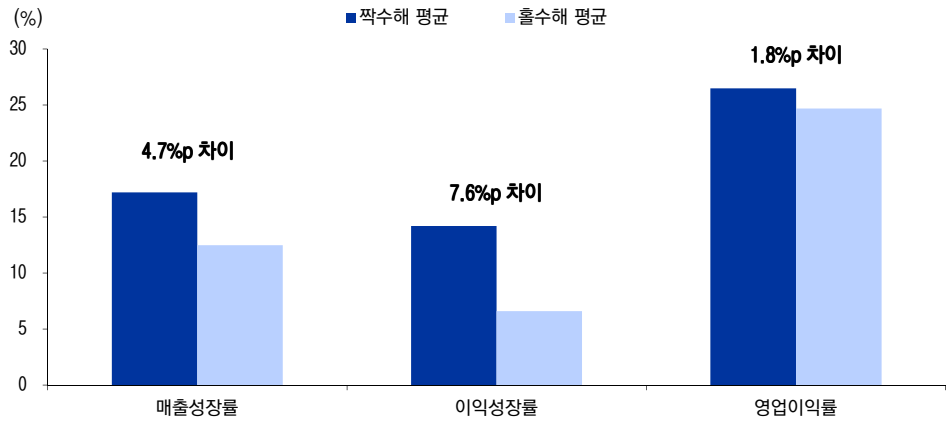
도쿄올림픽 지연 영향은 제한적인 수준에 그칠 것

주요 외신에 따르면 도쿄올림픽은 2021년 개최로 연기되었음이 보도되었다. 봄에 개최할지 올해 예정했던 7월에 개최할지는 아직 미지수다. 시장 일각에서는 도쿄올림픽 연기로 인해 광고대행사인 동사의 실적 위축이 코로나와 맞물리며 더욱 악화되는 것으로 우려하지만, 사실은 조금 다르다. 즉, 과도한 우려만큼 올림픽 지연으로 인해 감익이 나오지는 않을 것으로 예상한다.

지난 20년간 동사의 연간 매출성장률, 영업이익성장률, 영업이익률을 짝수해(올림픽 개최)와 홀수해로 나누어 이상값을 제외한 평균값을 구해보았다. 결과는 올림픽이 개최되는 해가 그렇지 않은 해에 비해 이익률 차이는 거의 없지만, 매출 성장률에서 5% 가량 차이가 나고 이것이 이익 성장률로 연결되는 것으로 나타난다.

다소 영향이 있을 수 있지만, 5% 내외의 수준이며 시장 우려와는 괴리가 있음을 의미한다. 그리고 올해는 올림픽 연기의 직접적인 원인인 코로나 영향으로 인해 상반기는 극도의 실적 눌림이 발생할 수 밖에 없는 상황이다. 상저하고의 실적패턴과 더불어 하반기에는 2021년 상반기 도쿄올림픽 효과(크지는 않더라도)까지 기대가 가능한 상황이다.

그림40 짝수해 vs 홀수해 성장성 및 수익성 비교



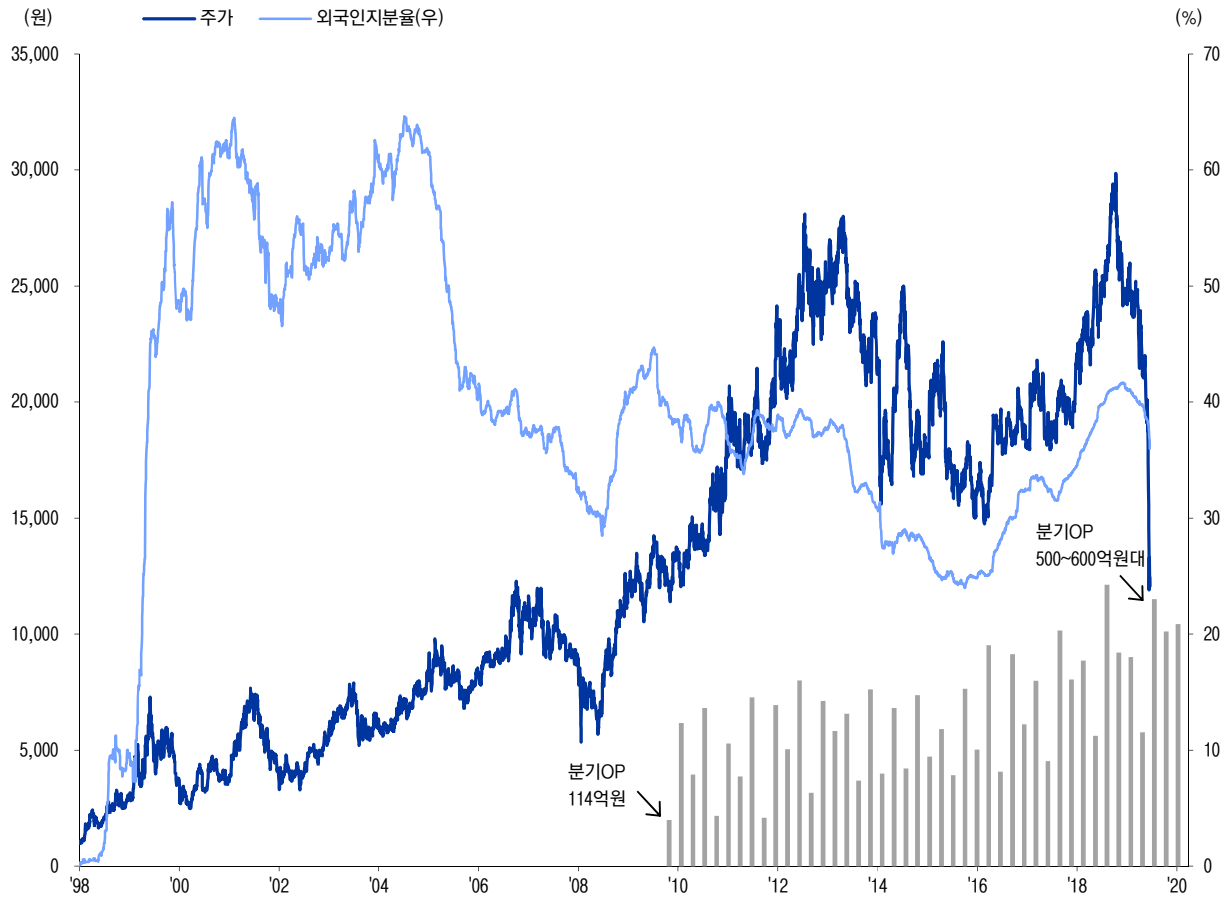
자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

주가 급락의 원인은 펀더멘털과는 무관한 외국인 매도 탓

동사의 과거 주가 패턴과 외국인 지분율을 보면, 대체로 최근 15년 동안은 외국인 수급과 주가의 상관관계가 유의미하게 나타나는 것이 확인된다. 가장 최근의 업싸이클은 2016년 하반기부터 2019년 상반기까지의 3년 동안인데, 이 때 외국인 지분율은 25%에서 41%로 16%p 증가했고 주가는 18,000원에서 역사상 최고가인 30,000원에 달했었다.

이후 실적 성장이 피크아웃에 가까워졌다는 우려로 주가는 하락세로 돌아섰지만, 연초만 하더라도 24,000원 부근을 유지했다. 그러다가 단 한 달만에 22,000원에서 12,000원으로 하락했는데 동기간 외국인 지분율은 4%p 급감했다. 급격한 매도 쏠림이 주가 폭락의 트리거가 된 것으로 판단되며, 1분기 실적이 전년동기대비 -3%에서 +1% 구간 안으로 들어온다면 실적 우려는 제한적인 것이 확인되므로 주가는 직전 업싸이클 하단인 18,000원까지는 가파른 반등이 기대된다.

그림41 제일기획 장기 시계열 주가, 실적, 외국인지분율 추이

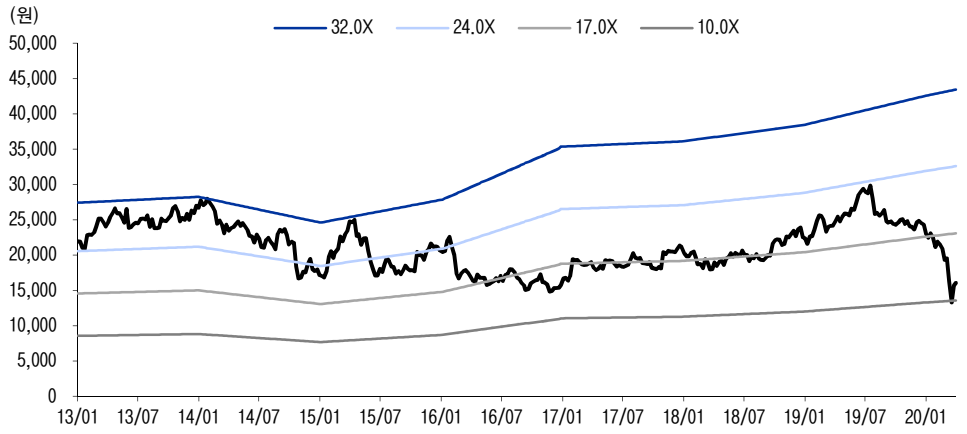


자료: 제일기획, KRX, 이베스트투자증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자의견

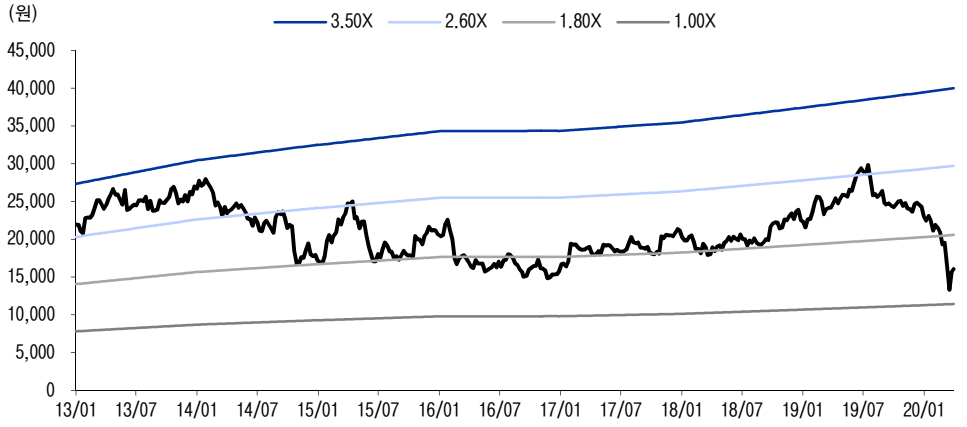
현재 동사는 예상 PER 11배에 거래되고 있다. 이는 2008년 금융위기 때와 동일한 수준으로 그 당시에도 9~10배까지 주가가 밀리면서 저점을 형성했다. 동사는 삼성전자가 최대주주이자 최대 고객사이다. 지난 20년간 두 번의 글로벌 위기를 단 3%의 매출 역신장으로 방어한 것이 동사다. 하물며 일시적인 실적 위축 때문이 아니라, 단지 외국인의 일방적인 매도세로 인해 주가는 반토막 이후 소폭 회복된 상황이다. 글로벌 탑티어 광고대행사를 PER 11배에 매수할 수 있는 기회다.

그림42 제일기획 PER 밴드차트



자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 제일기획 PBR 밴드차트



자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

제일기획 (030000)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,801.6	1,769.9	1,862.9	2,004.4	2,133.0
현금 및 현금성자산	367.8	408.1	422.3	485.5	568.4
매출채권 및 기타채권	1,184.9	1,104.6	1,167.4	1,234.0	1,268.5
재고자산	39.8	30.7	37.6	39.8	40.9
기타유동자산	209.1	226.4	235.6	245.2	255.1
비유동자산	370.5	479.9	476.8	476.5	478.0
관계기업투자등	18.7	19.5	20.3	21.2	22.0
유형자산	97.1	93.5	94.5	96.4	98.5
무형자산	158.5	161.9	148.8	137.1	126.7
자산총계	**2,172.1**	**2,249.7**	**2,339.8**	**2,480.9**	**2,611.0**
유동부채	1,165.7	1,098.2	1,119.1	1,171.1	1,208.7
매입채무 및 기타재무	609.5	593.1	596.6	630.7	648.3
단기금융부채	14.4	53.6	52.6	51.6	51.6
기타유동부채	541.9	451.5	469.8	488.9	508.8
비유동부채	113.5	197.7	201.0	204.5	208.1
장기금융부채	3.2	115.6	115.6	115.6	115.6
기타비유동부채	110.3	82.1	85.4	88.8	92.4
부채총계	**1,279.3**	**1,296.0**	**1,320.1**	**1,375.6**	**1,416.7**
지배주주지분	882.6	946.6	1,009.5	1,095.1	1,184.0
자본금	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0
자본잉여금	123.9	123.9	123.9	123.9	123.9
이익잉여금	1,142.9	1,195.8	1,267.6	1,353.2	1,442.1
비지배주주지분(연결)	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2
자본총계	**892.8**	**956.8**	**1,019.7**	**1,105.3**	**1,194.2**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**3,477.9**	**3,421.7**	**3,575.6**	**3,779.5**	**3,885.3**
매출원가	2,395.1	2,256.7	2,350.1	2,460.6	2,475.4
매출총이익	**1,082.8**	**1,164.9**	**1,225.5**	**1,318.9**	**1,409.9**
판매비 및 관리비	901.7	959.1	1,009.0	1,084.7	1,162.8
영업이익	**181.1**	**205.8**	**216.5**	**234.2**	**247.1**
(EBITDA)	218.6	237.7	254.5	271.0	283.1
금융손익	8.9	3.2	11.9	12.7	13.4
이자비용	0.8	5.6	5.8	5.8	5.7
관계기업등 투자손익	-0.3	0.1	-0.9	-0.9	-0.9
기타영업외손익	0.7	0.8	-6.0	-6.0	-6.1
세전계속사업이익	**190.5**	**209.8**	**221.5**	**239.9**	**253.6**
계속사업법인세비용	58.6	70.4	55.4	60.0	63.4
계속사업이익	131.9	139.5	166.2	179.9	190.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**131.9**	**139.5**	**166.2**	**179.9**	**190.2**
지배주주	129.7	138.1	166.2	179.9	190.2
총포괄이익	**126.8**	**139.5**	**166.2**	**179.9**	**190.2**
매출총이익률 (%)	31.1	34.0	34.3	34.9	36.3
영업이익률 (%)	5.2	6.0	6.1	6.2	6.4
EBITDA 마진률 (%)	6.3	6.9	7.1	7.2	7.3
당기순이익률 (%)	3.8	4.1	4.6	4.8	4.9
ROA (%)	5.9	6.2	7.2	7.5	7.5
ROE (%)	15.0	15.1	17.0	17.1	16.7
ROIC (%)	27.2	26.2	26.0	26.8	27.9

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**190.9**	**201.8**	**149.1**	**200.0**	**226.7**
당기순이익(손실)	131.9	139.5	166.2	179.9	190.2
비현금수익비용가감	106.0	162.2	36.2	41.2	40.5
유형자산감가상각비	19.3	16.5	19.8	20.2	20.6
무형자산상각비	18.2	15.3	18.1	16.7	15.4
기타현금수익비용	2.2	130.3	-1.7	4.4	4.5
영업활동 자산부채변동	5.0	-38.8	-53.3	-21.2	-4.0
매출채권 감소(증가)	89.3	78.4	-62.8	-66.5	-34.6
재고자산 감소(증가)	-39.9	9.0	-6.9	-2.1	-1.1
매입채무 증가(감소)	-123.4	-42.6	3.5	34.0	17.7
기타자산, 부채변동	78.9	-83.7	12.9	13.5	14.0
투자활동 현금	**-57.1**	**-25.8**	**-39.7**	**-41.4**	**-42.5**
유형자산처분(취득)	-19.3	-23.1	-20.9	-22.0	-22.7
무형자산 감소(증가)	-5.4	-2.6	-5.0	-5.0	-5.0
투자자산 감소(증가)	-17.4	0.1	-5.5	-5.7	-5.9
기타투자활동	-15.0	-0.2	-8.3	-8.7	-9.0
재무활동 현금	**-93.8**	**-135.7**	**-95.3**	**-95.3**	**-101.2**
차입금의 증가(감소)	0.6	-37.5	-1.0	-1.0	0.0
자본의 증가(감소)	-78.1	-78.5	-94.3	-94.3	-101.2
배당금의 지급	78.1	78.5	94.3	94.3	101.2
기타재무활동	-16.2	-19.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**39.9**	**40.3**	**14.2**	**63.3**	**82.9**
기초현금	327.9	367.8	408.1	422.3	485.5
기말현금	367.8	408.1	422.3	485.5	568.4

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	20.0	20.0	11.1	10.3	9.7
P/B	2.9	2.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	9.9	10.2	5.3	4.8	4.2
P/CF	10.9	9.2	8.4	7.7	7.4
배당수익률 (%)	3.4	3.4	5.5	5.9	6.1
성장성 (%)					
매출액	3.0	-1.6	4.5	5.7	2.8
영업이익	15.7	13.6	5.2	8.2	5.5
세전이익	15.2	10.2	5.6	8.3	5.7
당기순이익	2.7	5.8	19.2	8.3	5.7
EPS	2.0	6.4	20.4	8.3	5.7
안정성 (%)					
부채비율	143.3	135.4	129.5	124.5	118.6
유동비율	154.5	161.2	166.5	171.2	176.5
순차입금/자기자본(x)	-48.4	-34.7	-34.5	-38.0	-42.4
영업이익/금융비용(x)	230.8	36.5	37.3	40.6	43.0
총차입금 (십억원)	18	169	168	167	167
순차입금 (십억원)	-432	-332	-351	-420	-507
주당지표(원)					
EPS	1,128	1,200	1,444	1,564	1,653
BPS	7,672	8,229	8,775	9,519	10,292
CFPS	2,068	2,622	1,759	1,923	2,005
DPS	770	820	820	880	900

자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

이노션 (214320)

2020. 4. 6 | 미디어/엔터

Analyst 김현용
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

제네시스 중심 신차 모멘텀 지속

1분기 OP 시장기대치에 근접하는 수준 기대

동사 1 분기 실적은 매출총이익 1,165 억원(YoY +2.5%), 영업이익 278 억원(YoY +12.1%)으로 시장기대치에 근접하는 수준으로 예상된다. 매출총이익은 국내 광고경기 급감에도 제네시스 신차 효과와 아반떼 풀체인지 출시로 실적 방어에 기여할 것으로 전망된다. 아울러 2 분기에는 1 분기 제네시스 신차(GV80, G80)의 북미 전개로 힘든 업황에도 실적 선전이 기대된다.

계열 매출비중 77%로 절대적: 올해도 신차 효과 거셀 전망

동사의 2019 년 매출총이익 계열 비중은 77%로 나타나, 고성장 유지에 현기차 신차 효과는 여전히 절대적인 결정변수에 해당한다. 올해 제네시스 2 종(G80, GV70)을 비롯 6 종의 계열 신차가 출시될 예정이다. 2020 년은 각각 두 자리수 외형 성장률과 이익증가율이 예상된다.

보유현금만 6천억원으로 단단한 재무구조

동사는 작년말 기준 보유 현금이 6천억원에 달하며 차입금은 200억원에 불과하여 아주 우량한 재무구조를 자랑한다. 여전히 M&A를 통한 GP 고성장 싸이클에 있는 기업으로, 수시로 물건을 탐색 중이며 인수합병 성사시마다 계단식으로 실적은 점프업될 것으로 예상된다.

투자의견 매수(유지), 목표주가 72,000원(하향) 제시

동사에 대해 투자의견은 매수로 기존을 유지하나, 목표주가는 72,000원으로 기존 대비 15% 하향하도록 한다. 투자의견 매수의 근거는 1) 1분기부터 제네시스 GV80, G80 중심 신차 모멘텀이 강하고, 2) PER 12배로 역사적 밸류에이션 밴드 하단에 위치하여 밸류 메리트가 부각되리 것으로 판단하기 때문이다.

Buy (maintain)

목표주가	72,000 원
현재주가	51,100 원

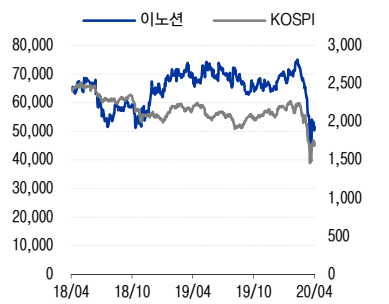
컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI (4/3)		1,725.44 pt
시가총액		12,200 억원
발행주식수		20,000 천주
52 주 최고가/최저가		75,000 / 43,250 원
90 일 일평균거래대금		36.53 억원
외국인 지분율		30.8%
배당수익률(20.12E)		2.9%
BPS(20.12E)		41,099 원
KOSPI 대비	1 개월	-8.7%
	6 개월	-5.7%
	12 개월	-3.8%
주주구성	정성이(외 3 인)	28.7%
	NHPEA IV Highlight	18.0%
	국민연금공단	12.6%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	1,239.2	118.2	128.7	92.4	3,842	25.0	125.5	16.5	4.7	1.7	11.0
2019	1,274.3	121.9	128.1	94.6	3,681	-4.2	145.2	17.4	6.0	1.7	9.9
2020E	1,367.7	129.7	130.6	100.6	4,226	14.8	129.7	11.9	3.9	1.2	10.7
2021E	1,453.0	138.2	139.6	110.3	4,633	9.6	138.2	10.9	3.2	1.1	10.7
2022E	1,525.7	146.7	148.5	117.3	4,928	6.4	146.7	10.2	2.5	1.0	10.4

자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표10 현대차 신차 출시 스케쥴

지역		4Q18	1H19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	2H20	1H21
한국	**현대**	**팰리세이드**	**쏘나타FMC**	**A SUV, i30**	**그랜저 F/L**	**아반떼FMC**	**싼타페 F/L**	**코나 F/L**	
	친환경		아이오닉F/L	쏘나타HEV		아반떼HEV	싼타페HEV		
	제네시스	G90			GV80	GV80/G80		GV70/G70	EV/G90
미국	**현대**		**펠리세이드**	**베뉴**	**쏘나타FMC**			**아반떼/싼타**	**픽업**
	친환경		코나EV			쏘나타HEV		아반떼HEV	
	제네시스					G90	G80/GV80		
중국	승용		엘란트라		쏘나타FMC		망투		
	RV		엘란PHEV		ix25	中MPV			
	친환경		싼타페FMC	엔씨EV					
유럽				i10				투싼PHEV	NE
인도		쌍트로	베뉴	신형i10		크레타FMC			
러시아						크레타FMC			
브라질				신형HB20					

자료: 현대차, 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

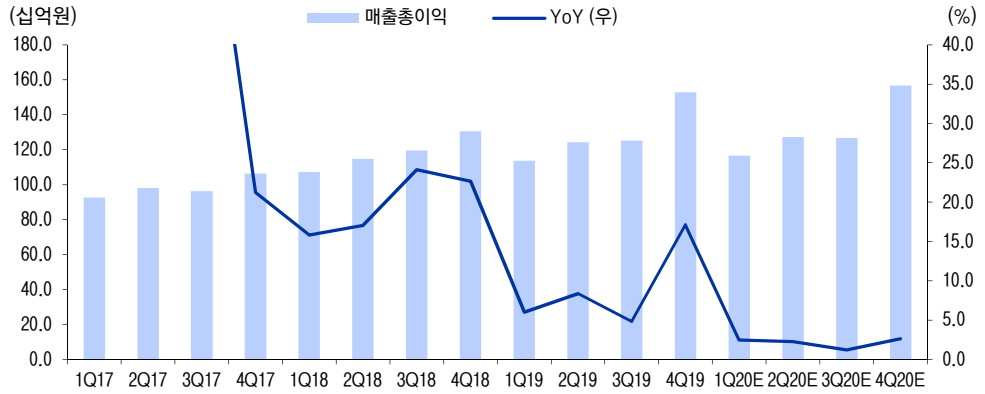
표11 기아차 신차 출시 스케쥴

지역		4Q18	1H19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	2H20	1H21
한국	**승용**				**K5 FMC**			**스팅어F/L**	**K7**
	RV	쏘울FMC	니로F/L	셀토스		쏘렌토FMC	카니발FMC		스포티지
	친환경		쏘울/니로		K5/K7 PHEV	쏘렌토HEV			CV
미국	**승용**			**K7 F/L**			**K5**		
	RV	쏘울FMC	텔룰라이드	니로 F/L		셀토스	쏘렌토FMC		
	친환경		니로EV				쏘렌토HEV		
중국	승용		K3						
	RV			KX3					
	친환경			K3 PHEV					
유럽			니로 F/L	K5 FMC		Ceed PHEV		스포티지	
인도				셀토스			소형SUV	카니발CKD	

자료: 기아차, 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

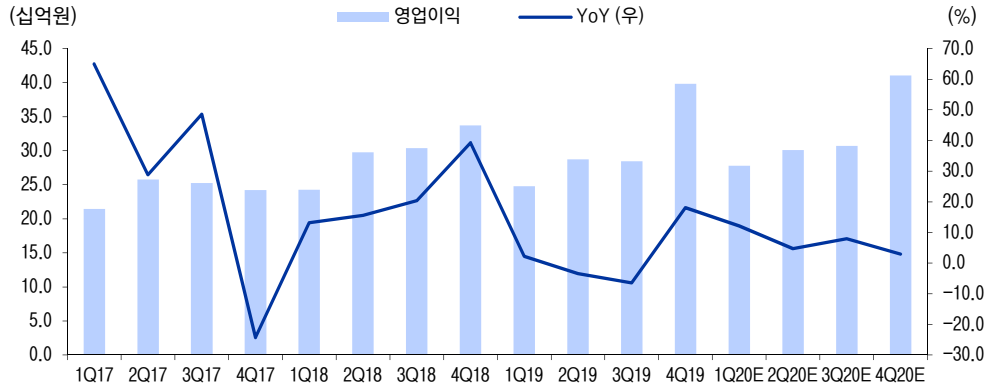
동사 1분기 실적은 매출총이익 1,165억원(YoY +2.5%), 영업이익 278억원(YoY +12.1%)으로 시장기대치에 근접하는 수준으로 예상된다. 매출총이익은 국내 광고경기 급감에도 제네시스 신차 효과와 아반떼 풀체인지 출시로 실적 방어에 기여할 것으로 전망된다. 아울러 2분기에는 1분기 제네시스 신차(GV80, G80)의 북미 전개로 힘든 업황에도 실적 선전이 기대된다.

그림44 이노션 분기별 매출총이익 및 YoY 성장률



자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 이노션 분기별 영업이익 및 YoY 성장률



자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

표12 이노션 실적추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E
영업총이익	**113.6**	**124.4**	**125.2**	**152.8**	**116.5**	**127.2**	**126.7**	**156.8**	**393.2**	**471.9**	**516.0**	**527.2**
국내	24.8	28.8	29.0	46.9	23.6	29.1	32.1	47.0	126.3	140.4	129.5	131.8
해외	88.9	95.6	96.2	105.9	92.9	98.1	94.6	109.8	266.9	331.5	386.5	395.4
YoY	6.0	8.4	4.8	17.1	2.5	2.3	1.2	2.6	3.1	20.0	9.4	2.2
국내	-7.5	-22.8	-18.6	15.4	-4.8	1.0	10.7	0.2	-2.2	11.2	-7.7	1.8
해외	10.5	23.4	14.8	17.9	4.5	2.7	-1.7	3.7	5.9	24.2	16.6	2.3
영업이익	**24.8**	**28.8**	**28.5**	**39.8**	**27.8**	**30.1**	**30.7**	**41.0**	**96.7**	**118.2**	**121.9**	**129.6**
영업이익 YoY	2.1	-3.4	-6.4	17.7	12.1	4.5	7.7	3.0	-2.8	22.2	3.0	6.3

자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

이노션 (214320)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,575.7	1,525.4	1,649.8	1,778.5	1,906.9
현금 및 현금성자산	357.0	389.2	463.6	526.1	594.4
매출채권 및 기타채권	816.6	889.9	929.9	985.7	1,035.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	402.2	246.3	256.3	266.7	277.5
비유동자산	165.2	504.2	520.1	536.8	554.3
관계기업투자등	15.0	15.1	15.7	16.3	17.0
유형자산	25.9	31.8	41.4	51.7	62.5
무형자산	111.5	323.8	324.0	324.1	324.3
자산총계	**1,740.9**	**2,029.6**	**2,169.9**	**2,315.3**	**2,461.2**
유동부채	934.0	1,050.9	1,096.7	1,159.4	1,215.3
매입채무 및 기타재무	838.7	930.7	972.4	1,030.8	1,082.3
단기금융부채	0.0	18.9	18.9	18.9	18.9
기타유동부채	95.4	101.3	105.4	109.7	114.1
비유동부채	65.1	231.5	233.9	236.3	238.9
장기금융부채	20.7	173.1	173.1	173.1	173.1
기타비유동부채	44.4	58.4	60.8	63.3	65.9
부채총계	**999.1**	**1,282.4**	**1,330.6**	**1,395.7**	**1,454.3**
지배주주지분	727.5	763.7	822.0	902.3	989.6
자본금	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
자본잉여금	132.8	132.8	132.8	132.8	132.8
이익잉여금	614.9	655.1	725.7	806.0	893.4
비지배주주지분(연결)	14.4	17.3	17.3	17.3	17.3
자본총계	**741.8**	**781.0**	**839.3**	**919.6**	**1,006.9**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**1,239.2**	**1,274.3**	**1,367.7**	**1,453.0**	**1,525.7**
매출원가	767.3	758.3	840.5	871.8	915.4
매출총이익	**471.9**	**516.0**	**527.2**	**581.2**	**610.3**
판매비 및 관리비	353.7	394.1	397.5	443.0	463.6
영업이익	**118.2**	**121.9**	**129.7**	**138.2**	**146.7**
(EBITDA)	125.5	145.2	129.7	138.2	146.7
금융손익	11.2	11.0	6.9	7.3	7.8
이자비용	0.1	1.8	3.1	3.1	3.1
관계기업등 투자손익	-0.2	1.4	-1.5	-1.5	-1.5
기타영업외손익	-0.4	-6.1	-4.4	-4.4	-4.4
세전계속사업이익	**128.7**	**128.1**	**130.6**	**139.6**	**148.5**
계속사업법인세비용	36.3	33.5	30.0	29.3	31.2
계속사업이익	92.4	94.6	100.6	110.3	117.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**92.4**	**94.6**	**100.6**	**110.3**	**117.3**
지배주주	76.8	73.6	84.5	92.7	98.6
총포괄이익	**92.2**	**94.6**	**100.6**	**110.3**	**117.3**
매출총이익률 (%)	38.1	40.5	38.5	40.0	40.0
영업이익률 (%)	9.5	9.6	9.5	9.5	9.6
EBITDA 마진률 (%)	10.1	11.4	9.5	9.5	9.6
당기순이익률 (%)	7.5	7.4	7.4	7.6	7.7
ROA (%)	4.6	3.9	4.0	4.1	4.1
ROE (%)	11.0	9.9	10.7	10.7	10.4
ROIC (%)	n/a	48.7	30.7	32.7	33.8

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**1.6**	**140.9**	**130.5**	**119.8**	**126.7**
당기순이익(손실)	92.4	94.6	100.6	110.3	117.3
비현금수익비용가감	41.0	58.7	25.3	4.0	4.1
유형자산감가상각비	5.4	21.0	0.0	0.0	0.0
무형자산상각비	1.9	2.3	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	-0.4	35.4	25.3	4.0	4.1
영업활동 자산부채변동	-113.1	11.2	4.5	5.4	5.3
매출채권 감소(증가)	-312.0	-1.0	-40.0	-55.8	-49.3
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	220.0	15.4	41.7	58.3	51.5
기타자산, 부채변동	-21.1	-3.1	2.8	2.9	3.0
투자활동 현금	**58.0**	**-51.3**	**-26.1**	**-27.3**	**-28.4**
유형자산처분(취득)	2.5	-7.9	-9.7	-10.3	-10.8
무형자산 감소(증가)	-0.3	-1.7	-0.2	-0.2	-0.2
투자자산 감소(증가)	53.8	130.1	-10.8	-11.2	-11.6
기타투자활동	2.0	-171.8	-5.4	-5.6	-5.9
재무활동 현금	**-34.0**	**-66.3**	**-30.0**	**-30.0**	**-30.0**
차입금의 증가(감소)	0.0	-19.6	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-34.0	-46.7	-30.0	-30.0	-30.0
배당금의 지급	34.0	46.7	30.0	30.0	30.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**26.8**	**32.3**	**74.4**	**62.5**	**68.3**
기초현금	330.2	357.0	389.2	463.6	526.1
기말현금	357.0	389.2	463.6	526.1	594.4

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	16.5	17.4	11.9	10.9	10.2
P/B	1.7	1.7	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.7	6.0	3.9	3.2	2.5
P/CF	9.5	8.3	8.0	8.8	8.3
배당수익률 (%)	2.4	2.3	3.0	3.0	3.0
성장성 (%)					
매출액	8.8	2.8	7.3	6.2	5.0
영업이익	22.2	3.1	6.4	6.6	6.1
세전이익	23.2	-0.5	2.0	6.9	6.4
당기순이익	22.1	2.4	6.4	9.6	6.4
EPS	25.0	-4.2	14.8	9.6	6.4
안정성 (%)					
부채비율	134.7	164.2	158.5	151.8	144.4
유동비율	168.7	145.1	150.4	153.4	156.9
순차입금/자기자본(x)	-91.5	-52.6	-58.8	-61.5	-63.9
영업이익/금융비용(x)	1,605.6	68.0	41.7	44.5	47.2
총차입금 (십억원)	21	192	192	192	192
순차입금 (십억원)	-679	-411	-494	-565	-643
주당지표(원)					
EPS	3,842	3,681	4,226	4,633	4,928
BPS	36,374	38,184	41,099	45,114	49,480
CFPS	6,667	7,664	6,299	5,715	6,072
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500

자료: 이노션, 이베스트투자증권 리서치센터

에코마케팅 (230360)

2020. 4. 6 | 미디어/엔터

기다림의 미학

Analyst **김현용**
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

2월 코로나 여파로 시장성장률 +5.7%에 그친 디지털 광고시장

검색外 디지털 광고시장은 2월 1,834억원(YoY +5.7%)에 그치며 1월(YoY +7.6%)보다 성장률이 추가 둔화되었다. 코로나 영향을 감안하면 동영상 광고가 두자리수 성장하며 전체 시장을 방어한 것으로 판단된다. 부문별로는 동영상이 678억(YoY +17.5%)으로 전년동월비 42% 성장한 유튜브 효과를 톡톡히 봤다. 반면, 모바일 노출광고는 624억(YoY -9.5%)으로 25개월 만 역신장을 기록했으며 카톡 고정배너의 선전에도 네이버가 30% 급감하며 시장은 약세였다. 인터넷 노출광고는 532억(YoY +14%)으로 네이버/다음 등 국내 플랫폼을 중심으로 매출이 의미 있게 증가했다.

QTD 디지털 YoY +7%, 동영상은 YoY +19%: 동사 실적 둔화 불가피

동사 실적 전망에 있어 핵심 변수는 1) 동영상 광고시장 성장률, 2) CPS 기반 아이템의 매출 성장률이다. 이익 결정변수는 후자지만 전자의 경우도 별도법인 외형과 이를 통한 전사 영업이익에 상당히 기여한다. 작년 하반기부터 빠르게 둔화세를 보인 동사 실적을 고려하면 1분기 현재 전년동기대비 19%라는 동영상 광고시장 성장률은 분명 연초 기대치를 크게 하회하는 수준이다. 동사 실적 전망을 보수적으로 가져갈 수 밖에 없는 이유가 여기에 있으며 연간 눈높이 하향이 불가피하다는 판단이다.

실적 성장성 둔화와 목표주가 도달로 투자의견 하향

동사 목표주가는 26,000원으로 기존을 유지하나, 투자의견은 기존 매수에서 Hold로 하향 조정하도록 한다. 투자의견 하향은 목표주가 도달 및 전방산업인 디지털 광고시장 성장 둔화에 기인한다. 1) 실적 하향으로 올해 이익 역신장, 2) 확실한 캡티브 고객사가 없는 점, 3) 올해 CPS 기대 아이템인 오호라에 대한 불확실성 상존 등의 이유로 보수적인 접근을 권고한다.

부진한 1Q 시장지표와 실적부담 vs 오호라 CPS 간의 힘대결

1분기는 연초 코로나 이슈에 전년 역기저까지 겹치며 부진한 시장지표가 확실시되어, 동사 별도실적에 부담으로 작용할 전망이다. 오호라 CPS가 비용을 커버한 후 이익 레버리지를 투자자들에 보여주는 시점은 3분기부터라고 보는 것이 합리적이다. 따라서 상반기 중 1분기 어닝의 가시화와 오호라의 매출증가를 확인하는 시점까지는 주가의 박스권 횡보를 예상한다.

Hold (downgrade)

목표주가	26,000 원
현재주가	26,200 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		O

Stock Data

KOSDAQ (4/3)		573.01 pt
시가총액		4,244 억원
발행주식수		16,199 천주
52 주 최고가/최저가		43,000 / 16,200 원
90 일 일평균거래대금		83.22 억원
외국인 지분율		3.3%
배당수익률(20.12E)		0.8%
BPS(20.12E)		8,234 원
KOSDAQ 대비	1 개월	-17.2%
	6 개월	-3.4%
	12 개월	-9.4%
주주구성	김철용 (외 4 인)	53.3%
	에코마케팅우리사주)	6.2%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	62.1	16.9	19.6	16.0	949	126.5	17.8	12.0	6.9	2.1	19.5
2019	111.4	37.8	42.1	33.4	1,949	105.4	39.5	16.9	12.0	5.0	32.6
2020E	114.9	34.8	38.4	31.4	1,877	-3.7	36.0	13.5	8.1	2.8	25.3
2021E	128.6	39.1	43.2	35.3	2,116	12.7	40.3	12.3	6.6	2.3	23.0
2022E	140.9	42.3	46.5	38.0	2,274	7.5	43.5	11.4	5.4	1.9	20.3

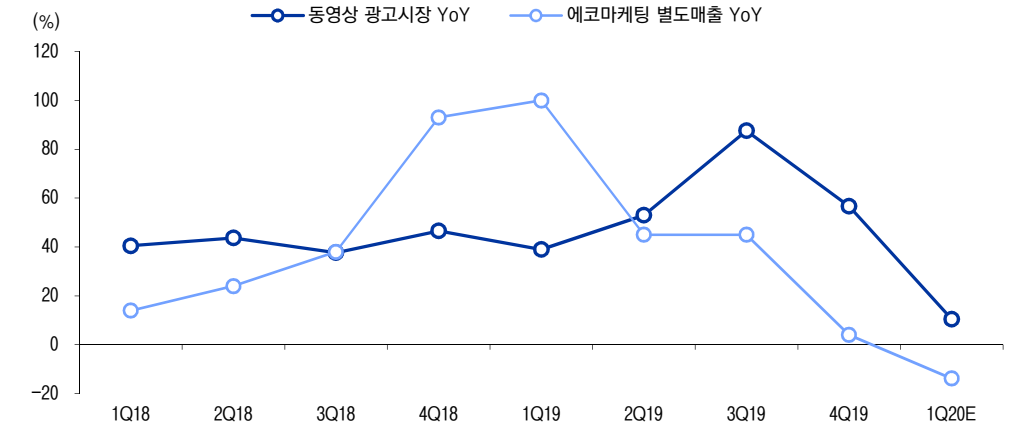
자료: 에코마케팅, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

1분기 시장성장률 +10.5% 전망

2월 동영상 광고 매출액은 678억원(YoY +17.5%, MoM -6.6%)으로 성장률은 20%를 하회했고 코로나 여파로 전월비로도 시장 규모는 감소했다. 4분기 시장성장률이 57%, 2019년 연간성장률이 62%였던 점을 상기해보면 1/2월 합산 YoY +19%인 점은 성장 우려를 제기할만한 수준이다. 플랫폼 별로는 유튜브가 2월 매출이 전년동월비 42% 급증했고 페이스북이 마켓퍼폼, 기타 플랫폼들은 부진한 것으로 나타났다.

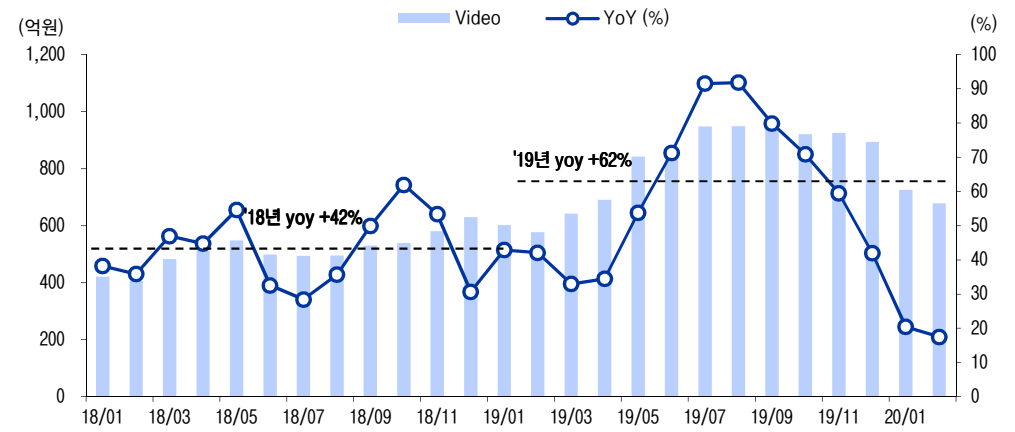
1분기 동영상 광고시장은 2,014억원(YoY +10.5%)으로 큰 폭의 성장둔화가 확실시된다. 이는 3월 시장이 2월보다도 코로나 여파가 큰 점을 반영한 것이다. 시장 성장률이 최근 3년래 최저치로 떨어지며, 본업 바텀밸류와 자회사 CPS 아이템發 이익 레버리지 측면에서 빨간불이 들어온 것으로 판단된다. 본업과 데일리앤코는 완전히 독립적인 사업영역인 것처럼 보이지만, 동사의 본업 시장초과성장 구간이 3Q18~2Q19임을 상기해보면 연결이익의 클럭 의존도가 컸던 점이 확인된다. 2분기부터 가파른 시장 회복을 가정해도 올해 시장성장률 30% 이상을 마크하기는 쉽지 않을 전망이다.

그림46 분기별 별도매출 YoY & 동영상 광고시장 성장률 전망



자료: 온라인광고협회, 에코마케팅, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 월별 동영상 광고시장 & YoY 추이



자료: 온라인광고협회, 에코마케팅, 이베스트투자증권 리서치센터

2020년 실적: 급격하게 낮아진 성장 전망

동사 1분기 매출액은 235억(YoY -2.5%), OP 63억(YoY -38.8%)으로 컨센서스 OP 84억 대비 하회가 예상된다. 본업은 코로나 여파로 위축이 불가피하여 매출 92억(YoY -9.8%), OP 37억(YoY -43.1%)으로 전망된다. 외형 감소와 오호라 마케팅자원 투입에 따른 추가비용이 별도 감익의 주원인으로 판단된다. 데일리앤코는 매출 143억(YoY +6.7%), OP 31억(YoY -19.7%)으로, 클럭외 매출이 크지 않은 1분기까지는 늘어난 마케팅비 영향으로 매출 증가에도 감익이 예상된다.

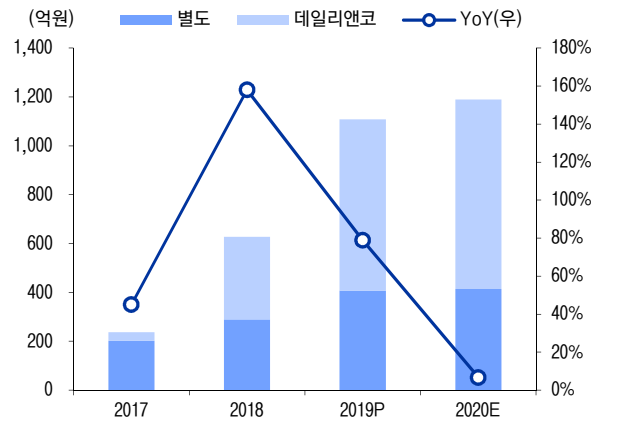
동사 2020년 실적은 매출액 1,149억(YoY +3.1%), OP 348억(YoY -8.0%)으로 시장의 성장 눈높이를 상당폭 하회할 것으로 전망한다. 본업 부진과 오호라 마케팅 투자로 연매출이 플랫한 가운데, 클럭이 매출 방어에 힘쓰겠지만 몽제와 같은 신상품이 올라오기 전까진 전년비 이익 개선세를 확인하기는 힘들 것으로 예상된다.

표13 에코마케팅 실적 전망 테이블

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E
매출액	**89**	**107**	**198**	**227**	**241**	**249**	**363**	**261**	**235**	**275**	**332**	**307**	**241**	**621**	**1,114**	**1,149**
별도(종합마케팅솔루션)	51	61	73	106	102	88	106	111	92	90	112	120	202	290	407	414
데일리앤코	37	46	126	61	134	160	257	150	143	185	220	187	35	337	701	735
기타	0	0	2	60	5								4	6	5	-
판매관리비	68	79	156	149	138	168	248	182	172	200	222	207	162	452	736	801
영업이익	**20**	**28**	**43**	**78**	**103**	**81**	**115**	**79**	**63**	**75**	**110**	**100**	**79**	**169**	**378**	**348**
영업이익률	23%	26%	22%	34%	43%	33%	32%	30%	27%	27%	33%	33%	27%	27%	34%	30%
당기순이익	18	31	38	72	91	73	60	59	55	66	102	91	76	160	333	314
YoY(%)																
매출액	90%	115%	197%	192%	171%	133%	83%	15%	-2%	10%	-8%	18%	45%	158%	79%	3%
별도(종합마케팅솔루션)	14%	24%	38%	93%	100%	45%	45%	4%	-10%	2%	6%	8%	21%	44%	41%	2%
데일리앤코			906%	489%	262%	248%	104%	146%	7%	16%	-14%	25%	-	863%	108%	5%
영업이익	17%	51%	97%	260%	415%	189%	168%	1%	-39%	-7%	-4%	26%	16%	114%	124%	-8%
당기순이익	5%	80%	85%	253%	406%	135%	58%	-18%	-39%	-10%	4%	22%	13%	110%	108%	-6%

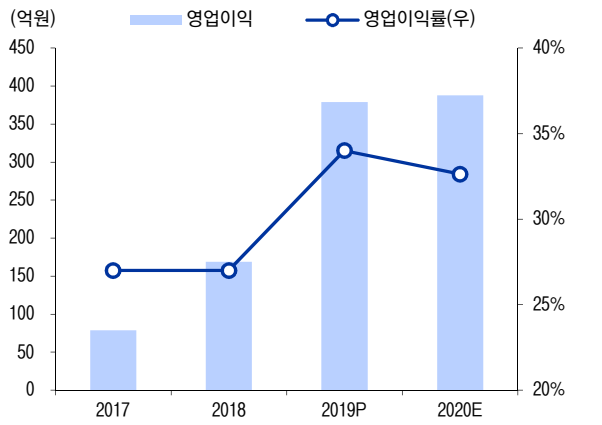
자료: 에코마케팅, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 연간 매출액 & YoY 전망



자료: 에코마케팅, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 연간 영업이익 & OPM 전망



자료: 에코마케팅, 이베스트투자증권 리서치센터

에코마케팅 (230360)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	102.9	119.4	149.8	183.6	219.5
현금 및 현금성자산	13.0	39.7	63.0	89.0	118.1
매출채권 및 기타채권	22.0	28.9	34.1	38.4	42.0
재고자산	4.3	15.8	16.2	18.2	19.9
기타유동자산	63.7	35.1	36.5	38.0	39.5
비유동자산	14.4	20.2	20.3	20.6	20.9
관계기업투자등	0.0	3.8	3.9	4.1	4.3
유형자산	1.5	3.0	2.9	2.9	2.9
무형자산	10.9	10.7	10.7	10.7	10.7
자산총계	**117.4**	**139.6**	**170.2**	**204.2**	**240.4**
유동부채	24.3	29.3	33.1	36.1	38.7
매입채무 및 기타재무	16.7	16.2	19.5	21.9	24.0
단기금융부채	1.4	0.9	0.9	0.9	0.9
기타유동부채	6.2	12.2	12.7	13.2	13.8
비유동부채	5.2	0.9	0.9	0.9	0.9
장기금융부채	4.7	0.4	0.4	0.4	0.4
기타비유동부채	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
부채총계	**29.5**	**30.2**	**34.0**	**37.0**	**39.6**
지배주주지분	86.7	106.7	133.4	164.4	198.0
자본금	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
자본잉여금	32.6	32.8	32.8	32.8	32.8
이익잉여금	50.9	68.5	95.7	126.7	160.3
비지배주주지분(연결)	1.2	2.8	2.8	2.8	2.8
자본총계	**87.9**	**109.4**	**136.1**	**167.2**	**200.8**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**62.1**	**111.4**	**114.9**	**128.6**	**140.9**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**62.1**	**111.4**	**114.9**	**128.6**	**140.9**
판매비 및 관리비	45.2	73.5	80.1	89.5	98.6
영업이익	**16.9**	**37.8**	**34.8**	**39.1**	**42.3**
(EBITDA)	17.8	39.5	36.0	40.3	43.5
금융손익	0.7	2.5	0.4	0.5	0.5
이자비용	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
관계기업등 투자손익	0.0	-0.2	-0.9	-0.9	-0.9
기타영업외손익	2.0	2.0	4.0	4.5	4.5
세전계속사업이익	**19.6**	**42.1**	**38.4**	**43.2**	**46.5**
계속사업법인세비용	3.6	8.8	7.0	7.9	8.5
계속사업이익	16.0	33.4	31.4	35.3	38.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**16.0**	**33.4**	**31.4**	**35.3**	**38.0**
지배주주	15.4	31.6	30.4	34.3	36.8
총포괄이익	**16.2**	**33.4**	**31.4**	**35.3**	**38.0**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	27.2	34.0	30.3	30.4	30.0
EBITDA 마진률 (%)	28.6	35.4	31.3	31.3	30.9
당기순이익률 (%)	25.8	30.0	27.3	27.5	27.0
ROA (%)	14.6	24.6	19.6	18.3	16.6
ROE (%)	19.5	32.6	25.3	23.0	20.3
ROIC (%)	58.1	85.7	63.0	66.4	66.7

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**14.5**	**21.3**	**29.7**	**32.5**	**35.6**
당기순이익(손실)	16.0	33.4	31.4	35.3	38.0
비현금수익비용가감	4.9	11.4	0.6	1.0	0.9
유형자산감가상각비	0.2	1.2	0.5	0.5	0.5
무형자산상각비	0.7	0.4	0.7	0.7	0.7
기타현금수익비용	-0.6	9.8	-0.5	-0.2	-0.3
영업활동 자산부채변동	-4.8	-19.9	-2.2	-3.8	-3.3
매출채권 감소(증가)	-6.5	1.7	-5.2	-4.3	-3.6
재고자산 감소(증가)	-3.6	-11.5	-0.4	-2.0	-1.7
매입채무 증가(감소)	7.2	-9.2	3.3	2.4	2.1
기타자산, 부채변동	-1.9	-0.9	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	**-12.5**	**26.3**	**-3.1**	**-3.2**	**-3.3**
유형자산처분(취득)	-0.2	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5
무형자산 감소(증가)	-0.2	-0.3	-0.7	-0.7	-0.7
투자자산 감소(증가)	-10.7	32.9	-2.0	-2.0	-2.0
기타투자활동	-1.4	-5.8	-0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금	**-2.7**	**-20.8**	**-3.2**	**-3.2**	**-3.2**
차입금의 증가(감소)	0.0	-0.8	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-2.0	-6.3	-3.2	-3.2	-3.2
배당금의 지급	2.0	6.3	3.2	3.2	3.2
기타재무활동	-0.7	-13.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**-0.8**	**26.7**	**23.4**	**26.0**	**29.0**
기초현금	13.8	13.0	39.7	63.0	89.0
기말현금	13.0	39.7	63.0	89.0	118.1

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	12.0	16.9	13.5	12.3	11.4
P/B	2.1	5.0	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	6.9	12.0	8.1	6.6	5.4
P/CF	8.8	11.9	11.8	10.4	9.7
배당수익률 (%)	3.4	0.6	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
매출액	273.2	79.3	3.1	12.0	9.5
영업이익	146.9	124.4	-8.0	12.5	8.1
세전이익	129.8	115.0	-8.9	12.7	7.5
당기순이익	137.4	108.3	-6.0	12.7	7.5
EPS	126.5	105.4	-3.7	12.7	7.5
안정성 (%)					
부채비율	33.5	27.6	25.0	22.1	19.7
유동비율	424.3	407.7	452.2	508.8	567.2
순차입금/자기자본(x)	-70.6	-56.3	-63.1	-67.5	-71.2
영업이익/금융비용(x)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	6.1	1.3	1.3	1.3	1.3
순차입금 (십억원)	-62.0	-61.6	-85.9	-112.9	-143.0
주당지표(원)					
EPS	949	1,949	1,877	2,116	2,274
BPS	5,353	6,585	8,234	10,149	12,223
CFPS	1,292	2,762	1,974	2,241	2,399
DPS	390	200	200	200	200

자료: 에코마케팅, 이베스트투자증권 리서치센터

CJ ENM (035760)

2020. 4. 6 | 미디어/엔터

아직은 밸류 업사이드 > 실적 우려

Analyst **김현용**
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 150,000 원
현재주가 101,000 원

1분기 컨센 20% 하회 불가피

동사 1분기 실적은 매출액 8,444억원(YoY -1.8%), 영업이익 514억원(YoY -35.0%)으로 컨센서스를 20% 하회하는 저조한 실적이 예상된다. 미디어는 힘든 TV광고 업황과 콘텐츠 경쟁격화에도 외형 성장과 더불어 소폭이나마 증익이 가능할 전망이다. 반면, 영화는 기생충 해외판매 실적외 이렇다 할 실적이 전무하여 적자전환이 예상되고, 음악도 프로듀스 사태관련 일회성 비용이슈가 있어 감익이 불가피하다.

커머스라는 이익 버팀목에 미디어 선전과 엔터 회복 기대감

올해 영업이익에서 커머스 비중은 60%, 미디어 비중은 30%에 달할 전망이다. 성장은 없지만 커머스가 이익 버팀목 역할을 하고, 미디어가 두자리수 증익을 달성하고 엔터가 이익체력을 회복하는 그림이 예상된다. 미디어는 자회사 제작 대작드라마 더킹: 영원의 군주가 2분기 방영되고, 티빙 분사공시에서 확인되듯 디지털 고성장 전략이 유효한 점에 기인한다. 엔터는 아이즈원이 2월 성공적으로 컴백했고, 3월에는 프로듀스재팬 데뷔조 JO1의 데뷔싱글이 30만장의 판매량을 기록하며 시장에 안착했다.

현시총 2조에서 넷마블지분 빼면? 적극 매수구간 진입

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 15만원으로 각각 기존을 유지한다. 동사에 대해 적극적인 매수 의견을 유지하는 이유는 현시총에서 넷마블 지분가치를 할인 차감하면 영업가치가 1조가 채 안되는 상황이기 때문이다. 종합 미디어 대형주를 염가매수할 수 있는 기회로 판단된다. 실적 우려보다는 밸류에이션 업사이드 포텐셜이 확실히 더 큰 구간이다.

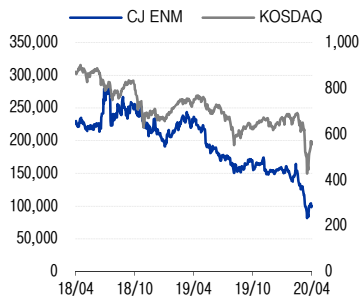
컨센서스 대비

상회	부합	하회
		O

Stock Data

KOSDAQ (4/3)		573.01 pt
시가총액		22,148 억원
발행주식수		21,929 천주
52 주 최고가/최저가		236,500 / 81,500 원
90 일 일평균거래대금		200.38 억원
외국인 지분율		18.3%
배당수익률(20.12E)		1.4%
BPS(20.12E)		138,914 원
KOSDAQ 대비	1 개월	-10.8%
	6 개월	-28.9%
	12 개월	-21.9%
주주구성	CJ(외 6 인)	42.7%
	자사주(외 1 인)	10.5%
	국민연금공단(외 1 인)	6.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	2,360.4	182.1	163.9	184.2	14,713	-32.2	708.4	13.7	8.2	1.6	8.6
2019	3,789.7	269.4	189.6	58.6	5,310	-63.9	1,028.3	28.6	3.7	1.1	3.7
2020E	3,771.4	247.9	176.9	150.4	7,661	44.3	658.0	12.7	4.5	0.7	5.0
2021E	3,952.4	289.0	188.5	157.4	8,016	4.6	747.5	12.6	4.2	0.7	5.1
2022E	4,158.0	329.4	214.2	178.8	9,109	13.6	822.6	11.3	3.9	0.7	5.5

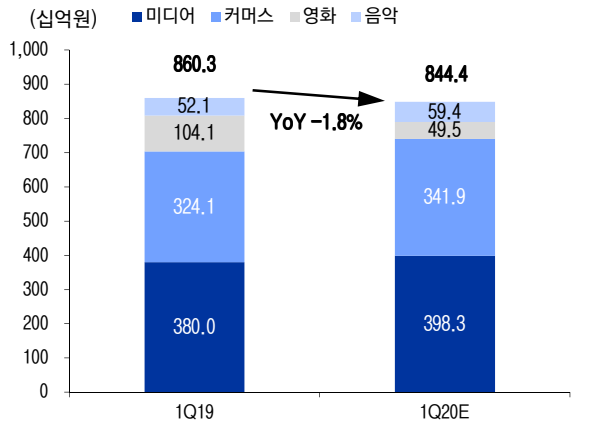
자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표14 CJ ENM 부문별 실적 전망

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	**3,972.3**	**3,307.9**	**3,789.9**	**3,771.4**	**860.3**	**1,005.6**	**909.9**	**1,014.1**	**844.4**	**932.6**	**945.5**	**1,048.9**
% YoY	-	9.7%	14.6%	-0.5%	12.1%	29.0%	13.4%	5.8%	-1.8%	-7.3%	3.9%	3.4%
% QoQ					-10.2%	16.9%	-9.5%	11.5%	-16.7%	10.4%	1.4%	10.9%
미디어	1,269.0	1,567.9	1,678.4	1,762.2	380.0	426.4	426.9	445.1	394.1	444.7	448.8	474.6
영화	220.6	213.3	349.3	206.2	104.1	67.8	84.3	93.1	49.0	47.8	57.1	52.4
음악	235.2	233.5	334.8	296.0	52.1	153.8	62.9	66.0	59.4	62.5	85.1	89.0
커머스	1,172.9	1,293.3	1,427.4	1,507.0	324.1	357.6	335.8	409.9	341.9	377.6	354.6	432.9
CJ헬로	1,062.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
영업이익	**287.7**	**246.6**	**269.4**	**247.9**	**79.1**	**87.4**	**60.3**	**42.7**	**51.4**	**70.2**	**61.0**	**65.3**
% YoY	-	9.5%	9.3%	-8.0%	2.6%	38.3%	7.3%	-14.8%	-35.0%	-19.7%	1.2%	52.9%
% QoQ					57.9%	10.5%	-31.0%	-29.2%	20.4%	36.6%	-13.1%	7.0%
미디어	61.9	111.5	70.9	79.0	13.7	36.5	16.1	4.6	15.1	31.6	19.4	12.9
영화	-9.0	-0.9	43.6	6.2	18.8	10.0	15.8	-1.0	-4.3	-1.3	6.8	5.0
음악	11.0	11.2	5.7	12.5	4.6	4.9	-1.0	-2.8	0.5	2.9	4.0	5.1
커머스	152.3	124.4	149.2	150.2	42.0	36.0	29.4	41.8	40.1	37.0	30.8	42.3
CJ헬로	72.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
영업이익률 (%)	**7.2%**	**7.5%**	**7.1%**	**6.6%**	**9.2%**	**8.7%**	**6.6%**	**4.2%**	**6.1%**	**7.5%**	**6.5%**	**6.2%**
미디어	4.9%	7.1%	4.2%	4.5%	3.6%	8.6%	3.8%	1.0%	3.8%	7.1%	4.3%	2.7%
영화	-4.1%	-0.4%	12.5%	3.0%	18.1%	14.7%	18.7%	-1.1%	-8.8%	-2.7%	11.9%	9.5%
음악	4.7%	4.8%	1.7%	4.2%	8.8%	3.2%	-1.6%	-4.2%	0.8%	4.6%	4.7%	5.7%
커머스	13.0%	9.6%	10.5%	10.0%	13.0%	10.1%	8.8%	10.2%	11.7%	9.8%	8.7%	9.8%
CJ헬로	6.8%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

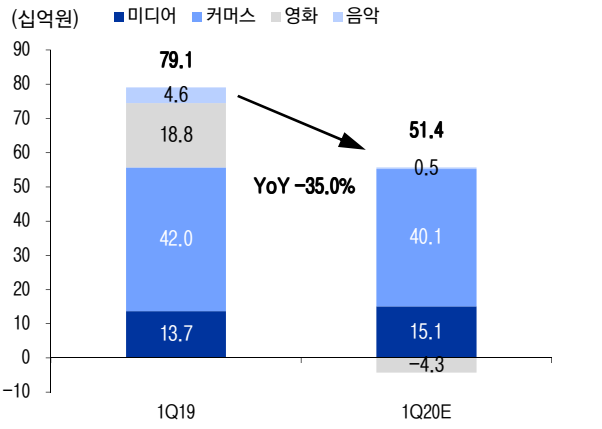
자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 1 분기 사업부문별 매출액 전망



자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 1 분기 사업부문별 영업이익 전망



자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

표15 CJ ENM 사업부문별 실적추정의 상세 내역 및 주요 가정

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E
미디어	**340.4**	**369.5**	**406.8**	**451.2**	**380.0**	**426.4**	**426.9**	**445.1**	**394.1**	**444.7**	**448.8**	**474.6**	**1,294.1**	**1,567.9**	**1,678.4**	**1,762.2**
광고	119.7	141.9	145.3	158.2	139.8	172.3	146.5	154.4	129.4	164.4	139.0	154.0	495.7	565.1	613.0	586.8
수신료	50.1	50.1	49.6	58.6	53.0	52.7	52.5	61.4	55.1	54.8	54.5	63.8	203.7	208.4	219.6	228.2
콘텐츠등	170.6	177.5	211.9	234.4	187.2	201.4	227.9	229.3	209.7	225.6	255.2	256.8	594.7	794.4	845.8	947.3
YoY	19.1%	11.3%	28.2%	25.6%	11.6%	15.4%	4.9%	-1.4%	3.7%	4.3%	5.1%	6.6%	14.7%	21.2%	7.0%	5.0%
광고	10.5%	10.2%	23.8%	12.0%	16.8%	21.4%	0.8%	-2.4%	-7.5%	-4.6%	-5.1%	-0.2%	1.5%	14.0%	8.5%	-4.3%
수신료	2.5%	1.6%	-3.1%	7.9%	5.8%	5.2%	5.8%	4.8%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.5%	2.3%	5.4%	3.9%
콘텐츠등	32.8%	15.3%	42.6%	43.3%	9.7%	13.5%	7.6%	-2.2%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	34.2%	33.6%	6.5%	12.0%
TV 편성시간	102	106	100	120	109	119	135	104	92	113	127	101	-	428	467	433
tvN	72	72	72	76	80	73	87	78	74	73	84	75	-	292	318	306
OCN	30	34	28	44	29	46	48	26	18	40	43	26	-	136	149	127
YoY	-	-	-	-	6.9%	12.3%	34.5%	-13.3%	-15.6%	-5.0%	-5.6%	-2.9%	-	-	9.0%	-7.2%
tvN	-	-	-	-	11.1%	1.4%	20.1%	2.6%	-7.5%	0.0%	-2.9%	-3.8%	-	-	8.7%	-3.6%
OCN	-	-	-	-	-3.3%	35.3%	71.4%	-40.9%	-37.9%	-13.0%	-10.4%	0.0%	-	-	9.6%	-14.8%
tvN 프라임타임 광고단가	12,705	12,924	13,800	13,010	13,581	15,114	15,114	14,786	14,786	15,081	15,081	15,081	n/a	n/a	n/a	n/a
YoY	46.8%	38.8%	29.9%	8.0%	6.9%	16.9%	9.5%	13.7%	8.9%	-0.2%	-0.2%	2.0%	n/a	n/a	n/a	n/a
tvN 드라마 평균시청률	4.45	4.55	7.97	5.87	6.09	3.71	4.62	3.06	5.44	-	-	-	-	-	-	-
tvN 예능 평균시청률	3.73	1.93	2.71	2.45	2.41	2.96	2.43	2.55	1.50	-	-	-	-	-	-	-
영화	**80.0**	**36.0**	**45.0**	**52.3**	**104.1**	**67.8**	**84.3**	**93.1**	**49.0**	**47.8**	**57.1**	**52.4**	**198.6**	**213.3**	**349.3**	**206.2**
극장매출	41.5	12.4	28.1	19.2	75.9	41.5	56.4	33.4	17.5	28.7	38.3	26.8	111.3	101.2	207.2	111.2
부가판권	10.5	7.4	6.9	8.2	7.2	13.7	14.3	13.6	15.0	6.0	6.0	6.0	33.2	33.0	48.8	33.0
해외판매/뮤지컬 등	28.0	16.2	10.0	24.9	21	12.6	13.6	46.1	16.5	13.1	12.8	19.6	54.2	79.1	93.3	62
YoY	41.6%	-19.1%	-5.5%	4.6%	30.1%	88.3%	87.3%	78.0%	-52.9%	-29.5%	-32.3%	-43.7%	4.8%	7.4%	63.8%	-41.0%
극장매출	-11.7%	-33.3%	20.6%	-14.3%	82.9%	234.7%	100.7%	74.0%	-76.9%	-30.9%	-32.2%	-19.8%	-12.2%	-9.1%	104.7%	-46.3%
부가판권	162.5%	-24.5%	-42.5%	10.8%	-31.4%	85.1%	107.2%	65.9%	108.3%	-56.2%	-58.0%	-55.9%	23.4%	-0.6%	47.9%	-32.4%
해외판매/뮤지컬 등	409.1%	0.6%	-18.7%	22.7%	-25.0%	-22.2%	36.0%	85.1%	-21.4%	4.0%	-5.9%	-57.5%	51.4%	45.9%	18.0%	-33.5%
극장매출	41.5	12.4	28.1	19.2	75.9	41.5	56.4	33.4	17.5	28.7	38.3	26.8	111.3	101.2	207.2	111.2
관객수(천명)	11,924	2,861	7,798	5,147	19,145	11,199	14,385	9,208	4,577	7,500	10,000	7,000	30,943	27,730	53,937	29,077
B/O매출(십억원)	96.1	24.7	65.6	43.4	162.6	95.6	121.2	76.7	38.9	63.8	85.0	59.5	247.8	229.8	456.0	247.2
ATP(시장기준)	8,056	8,639	8,416	8,441	8,493	8,535	8,423	8,329	8,506	8,500	8,500	8,500	7,989	8,383	8,444	8,329
배급매출/B/O매출(%)	43.2%	50.2%	42.8%	44.2%	46.7%	43.4%	46.5%	43.5%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	44.9%	44.0%	45.4%	45.0%
B/O시장 관객수(천명)	51,298	45,058	66,849	53,171	55,072	54,246	61,439	55,923	25,000	-	-	-	219,868	216,376	226,680	-
B/O시장 매출액(십억원)	413.2	389.3	562.6	448.8	467.7	463.0	517.5	465.8	208.2	-	-	-	1,757	1,814	1,914	-
음악	**56.2**	**66.5**	**58.2**	**52.6**	**52.1**	**153.8**	**62.9**	**66.0**	**59.4**	**62.5**	**85.1**	**89.0**	**235.2**	**233.5**	**334.8**	**296.0**
음반/음원	28.2	29.0	23.0	32.9	21.6	28.1	43.3	37.5	38.8	29.6	43.1	46.8	-	113.1	130.5	158.3
콘서트	3.1	10.1	8.0	7.8	20.4	111.1	16.3	14.7	10.1	20.8	32.1	30.5	-	29.0	162.5	93.5
기타	24.9	27.4	27.2	11.9	10.1	14.6	3.3	13.8	10.5	12.1	9.9	11.7	-	91.4	41.8	44.2
YoY	-	-	-	-	8.1%	41.1%	-12.2%	-24.6%	14.0%	-59.4%	35.3%	34.8%	-	-	43.4%	-11.6%
음반/음원	-	-	-	-	-23.4%	-3.1%	88.3%	14.0%	79.6%	5.3%	-0.5%	24.8%	-	-	15.4%	21.3%
콘서트	-	-	-	-	558.1%	1,000%	103.8%	88.5%	-50.5%	-81.3%	96.9%	107.5%	-	-	460.3%	-42.5%
기타	-	-	-	-	-59.4%	-46.7%	-87.9%	16.0%	4.0%	-17.1%	200.0%	-15.2%	-	-	-54.3%	5.7%

자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

CJ ENM (035760)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,806.6	1,676.1	1,643.4	1,839.1	1,982.6
현금 및 현금성자산	453.4	269.8	283.3	414.2	485.9
매출채권 및 기타채권	940.1	879.0	804.6	843.3	887.1
재고자산	94.2	120.5	129.6	135.9	142.9
기타유동자산	318.9	406.8	425.8	445.7	466.6
비유동자산	4,948.4	3,758.8	4,160.3	4,445.2	4,685.1
관계기업투자등	1,373.9	1,465.9	1,525.4	1,587.4	1,651.8
유형자산	1,398.2	947.7	1,022.9	1,045.2	1,073.4
무형자산	1,826.9	1,037.9	1,292.3	1,479.9	1,613.6
자산총계	**6,754.9**	**5,434.9**	**5,803.7**	**6,284.3**	**6,667.7**
유동부채	2,021.8	1,613.8	1,814.9	2,065.5	2,252.0
매입채무 및 기타재무	536.3	557.2	546.3	572.5	602.3
단기금융부채	893.7	452.5	627.5	812.5	927.5
기타유동부채	591.8	604.0	641.1	680.4	722.2
비유동부채	1,307.5	622.4	737.1	837.2	882.8
장기금융부채	1,039.1	379.6	484.6	574.6	609.6
기타비유동부채	268.4	242.8	252.5	262.6	273.1
부채총계	**3,329.3**	**2,236.2**	**2,552.1**	**2,902.7**	**3,134.8**
지배주주지분	2,763.2	2,946.5	3,046.3	3,176.1	3,327.5
자본금	110.6	110.6	110.6	110.6	110.6
자본잉여금	2,245.0	2,329.6	2,329.6	2,329.6	2,329.6
이익잉여금	1,069.9	1,145.5	1,268.4	1,398.3	1,549.7
비지배주주지분(연결)	662.4	205.4	205.4	205.4	205.4
자본총계	**3,425.6**	**3,151.9**	**3,251.7**	**3,381.5**	**3,532.9**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**2,360.4**	**3,789.7**	**3,771.4**	**3,952.4**	**4,158.0**
매출원가	1,233.8	2,327.6	1,982.2	2,052.0	2,141.3
매출총이익	**1,126.5**	**1,462.1**	**1,789.2**	**1,900.4**	**2,016.6**
판매비 및 관리비	944.5	1,192.7	1,541.3	1,611.5	1,687.2
영업이익	**182.1**	**269.4**	**247.9**	**289.0**	**329.4**
(EBITDA)	708.4	1,028.3	658.0	747.5	822.6
금융손익	-9.1	-9.1	-61.9	-87.5	-102.6
이자비용	14.8	29.6	79.8	105.8	121.3
관계기업등 투자손익	37.3	21.6	-53.1	-53.1	-53.1
기타영업외손익	-46.4	-92.3	44.0	40.0	40.4
세전계속사업이익	**163.9**	**189.6**	**176.9**	**188.5**	**214.2**
계속사업법인세비용	21.0	85.3	26.5	31.1	35.3
계속사업이익	142.9	104.3	150.4	157.4	178.8
중단사업이익	41.3	-45.6	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**184.2**	**58.6**	**150.4**	**157.4**	**178.8**
지배주주	162.6	104.2	150.4	157.4	178.8
총포괄이익	**28.7**	**58.6**	**150.4**	**157.4**	**178.8**
매출총이익률 (%)	47.7	38.6	47.4	48.1	48.5
영업이익률 (%)	7.7	7.1	6.6	7.3	7.9
EBITDA 마진률 (%)	30.0	27.1	17.4	18.9	19.8
당기순이익률 (%)	7.8	1.5	4.0	4.0	4.3
ROA (%)	3.4	1.7	2.7	2.6	2.8
ROE (%)	8.6	3.7	5.0	5.1	5.5
ROIC (%)	6.1	5.3	9.1	9.5	10.0

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**489.7**	**691.4**	**629.8**	**684.1**	**739.9**
당기순이익(손실)	184.2	58.6	150.4	157.4	178.8
비현금수익비용가감	611.0	1,037.1	402.9	521.7	556.8
유형자산감가상각비	180.2	216.6	168.9	175.3	179.7
무형자산상각비	346.2	542.2	241.2	283.2	313.5
기타현금수익비용	-43.8	278.2	-7.2	63.2	63.6
영업활동 자산부채변동	-245.8	-309.7	76.5	5.1	4.2
매출채권 감소(증가)	-99.8	-130.3	74.4	-38.6	-43.8
재고자산 감소(증가)	-9.0	-40.9	-9.1	-6.2	-7.1
매입채무 증가(감소)	-7.3	101.9	-10.9	26.2	29.8
기타자산, 부채변동	-129.7	-240.4	22.2	23.7	25.3
투자활동 현금	**-122.5**	**-281.7**	**-868.8**	**-800.7**	**-790.7**
유형자산처분(취득)	-225.8	-277.9	-244.1	-197.6	-207.9
무형자산 감소(증가)	-296.5	-594.6	-495.6	-470.8	-447.3
투자자산 감소(증가)	253.5	-18.2	-116.7	-119.3	-122.0
기타투자활동	146.2	609.0	-12.5	-13.0	-13.5
재무활동 현금	**-27.7**	**-595.4**	**252.5**	**247.5**	**122.5**
차입금의 증가(감소)	181.5	-680.3	280.0	275.0	150.0
자본의 증가(감소)	-20.8	-23.6	-27.5	-27.5	-27.5
배당금의 지급	20.8	23.6	27.5	27.5	27.5
기타재무활동	-188.5	108.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**339.1**	**-183.4**	**13.3**	**130.9**	**71.7**
기초현금	114.3	453.4	270.0	283.3	414.2
기말현금	453.4	270.0	283.3	414.2	485.9

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	13.7	28.6	12.7	12.6	11.3
P/B	1.6	1.1	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	8.2	3.7	4.5	4.2	3.9
P/CF	3.4	3.0	4.1	3.3	3.1
배당수익률 (%)	0.6	0.9	1.4	1.4	1.4
성장성 (%)					
매출액	4.4	60.6	-0.5	4.8	5.2
영업이익	-18.9	48.0	-8.0	16.6	14.0
세전이익	-11.1	15.7	-6.7	6.5	13.6
당기순이익	28.4	-68.2	156.6	4.6	13.6
EPS	-32.2	-63.9	44.3	4.6	13.6
안정성 (%)					
부채비율	97.2	70.9	78.5	85.8	88.7
유동비율	89.4	103.9	90.5	89.0	88.0
순차입금/자기자본(x)	40.7	14.6	22.2	25.5	26.5
영업이익/금융비용(x)	12.3	9.1	3.1	2.7	2.7
총차입금 (십억원)	1,933	832	1,112	1,387	1,537
순차입금 (십억원)	1,393	461	723	863	937
주당지표(원)					
EPS	14,713	5,310	7,661	8,016	9,109
BPS	126,022	134,364	138,914	144,837	151,739
CFPS	59,568	49,966	25,232	30,965	33,547
DPS	1,200	1,400	1,400	1,400	1,400

자료: CJ ENM, 이베스트투자증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

2020. 4. 6 | 미디어/엔터

자고로 명품은 비싼 법

Analyst **김현용**
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 110,000 원
현재주가 80,800 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

코로나를 빗겨간 강철 펀더멘탈: 넷플릭스 & 비계열 물량 급증

동사는 연초 사랑의 불시착, 하이 바이 마마 등 주력 금토극이 시청률 호조와 더불어 넷플릭스에 동시 방영되며, 안정적 성장세를 이어가고 있는 것으로 판단된다. 매분기 2편의 동시방영과 1편의 오리지널 공급이 기대되며, 이는 전년비 넷플릭스향 공급작품수가 40% 증가한 것에 해당한다. 아울러 비계열 물량도 KBS 주말극과 SBS 금토극 더 킹: 영원의 군주 등 상반기만 2편을 기획/제작한 상황이다. 캡티브를 보수적으로 플랫으로 가정해도 올해 프로젝트 수는 전년비 10% 이상 늘어난 33편이 가능할 전망이다.

넷플릭스에 이어 HBO까지 고성장은 계속된다

넷플릭스는 이제 동사의 확실한 수익원으로 자리잡아 가고 있다. 포괄적 파트너십 체결 이후 마진도 개선된 것으로 확인되고, 대작 오리지널도 대부분 동사가 수주하며 양적/질적으로 넷플릭스와의 끈끈한 관계가 포착되고 있다. 여기에 더해 하반기에는 HBO 오리지널까지 가세할 예정이다. 이미 기획/개발에 착수한 상태로 이르면 하반기 중 제작에 돌입할 것으로 전망된다. tvN/OCN을 기반으로 넷플릭스, HBO 등 글로벌 OTT, 그리고 국내 기타채널까지 全플랫폼을 아우르는 글로벌 제작사로 발돋움할 전망이다.

1분기 영업이익 112억원으로 시장기대치 부합 예상

동사 1분기 매출액은 1,238억원(YoY +10.7%), 영업이익 112억원(YoY +1.8%)으로 시장기대치에 부합하는 호실적이 예상된다. 매출액은 OCN 수목극 부재 등 편성시간 및 제작매출의 감소가 예상되지만, 주력 금토극들이 넷플릭스에 판매되는 등 유통매출이 큰 폭 증가하며 이를 메이크업할 것으로 전망된다. 일회성 비용도 없을 것으로 예상됨에 따라 정상 마진이 예상된다.

투자의견 매수(유지), 목표주가 11만원(상향) 제시

동사에 대해 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 11만원으로 10% 상향한다. 목표주가 상향은 넷플릭스 오리지널 물량 증가 및 하반기 글로벌 프로젝트 가시화를 반영한 실적 상향에 기인한다. 코로나 무풍지대로서, 섹터 내 탑픽으로 추천한다.

Stock Data

KOSDAQ (4/3)		573.01 pt
시가총액		22,702 억원
발행주식수		28,096 천주
52 주 최고가/최저가		97,300 / 54,000 원
90 일 일평균거래대금		118.59 억원
외국인 지분율		8.5%
배당수익률(19.12E)		0.0%
BPS(19.12E)		11,049 원
KOSDAQ 대비	1 개월	17.0%
	6 개월	27.5%
	12 개월	16.4%
주주구성	CJ ENM(외 4 인)	69.3%
	스튜디오드래곤우리사주	0.4%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	379.6	39.9	45.6	35.8	1,278	50.1	64.9	72.3	32.4	21.1	9.3
2019	468.7	28.7	33.0	26.4	941	-26.4	53.7	81.0	25.1	14.0	6.4
2020E	564.3	53.0	54.4	44.2	1,572	67.1	80.0	51.5	14.6	11.5	9.8
2021E	652.9	63.7	62.1	49.7	1,768	12.5	92.7	45.8	11.5	9.8	10.0
2022E	720.8	73.4	68.8	55.0	1,959	10.8	102.4	41.4	9.8	9.5	10.0

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

유일하게 고성장하는 미디어/엔터의 등불 같은 존재

동사 1분기 매출액은 1,238억원(YoY +10.7%), 영업이익 112억원(YoY +1.8%)으로 시장기대치에 부합하는 호실적이 예상된다. 매출액은 OCN 수목극 부재 등 편성시간 및 제작매출의 감소가 예상되지만, 주력 금토극들이 넷플릭스에 판매되는 등 유통매출이 큰 폭 증가하며 이를 메이크업할 것으로 전망된다. 일회성 비용도 없을 것으로 예상됨에 따라 정상 마진이 예상된다.

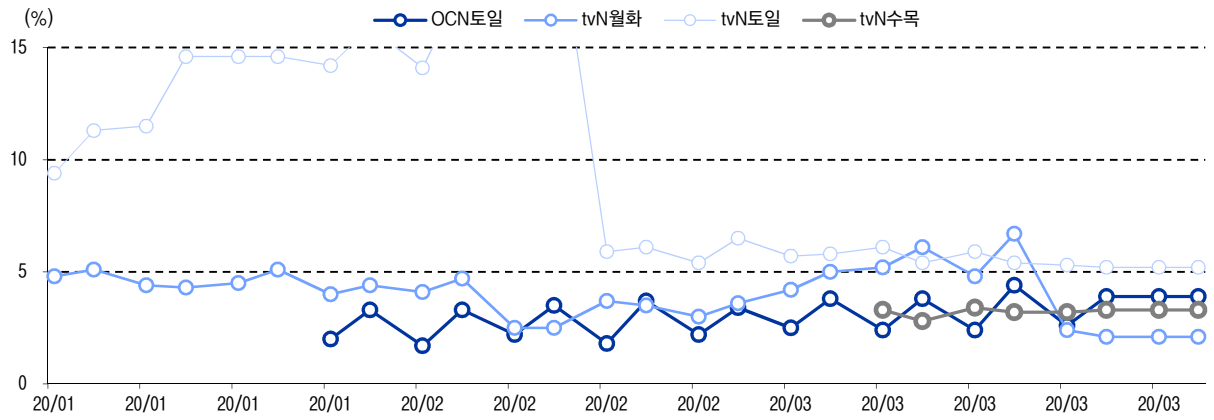
동사 2020년 실적은 매출액 5,642억원(YoY +20.4%), 영업이익 530억원(YoY +84.6%)으로 사상 최대 영업이익 경신이 예상된다. 높은 베이스에도 20% 이상 외형 성장이 가능한 이유는 캡티브 중심 사업구조에서 탈피, 넷플릭스를 위시한 글로벌 플랫폼과 국내 기타 채널향으로 기획/제작을 대폭 늘린 점에 기인한다. 보수적으로 봐도 넷플릭스 오리지널 3편, 국내 비계열 물량 3~4편으로 합산해 보면 기존 캡티브 제작물량의 27% 비중을 차지한다. 넷플릭스와의 파트너십 계약으로 올해부터는 마진도 확실하게 개선된 상태로, 외형 성장과 적정 마진이라는 두 마리 토끼를 모두 잡을 것으로 예상한다.

표16 스튜디오드래곤 실적 전망

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2017	2018	2019	2020E
매출액	79.9	74.3	123.7	101.7	111.8	128.2	131.2	97.4	123.8	159.1	150.0	131.4	286.8	379.6	468.7	564.3
편성매출	40.7	34.1	48.9	54.4	44.1	58.1	60.8	45.7	41.2	69.5	66.7	56.6	131.2	178.1	208.7	234.0
판매매출	32.1	28.8	63.4	37.8	56.2	60.3	60.0	42.8	67.1	72.1	66.6	58.5	111.9	162.1	219.3	264.3
기타매출	7.1	11.4	11.4	9.5	11.5	9.8	10.4	8.9	15.5	17.5	16.7	16.3	43.7	39.4	40.6	66.0
YoY	6.1	19.8	59.6	41.3	39.9	72.5	6.1	-4.2	10.7	24.1	14.3	34.7		32.4	23.4	20.4
편성매출	54.8	41.5	17.0	39.5	8.4	70.4	24.3	-16.0	-6.6	19.6	9.7	23.8		35.7	17.2	12.1
판매매출	-12.1	9.5	172.1	46.5	75.1	109.4	-5.4	13.2	19.4	19.6	11.0	36.7		44.9	35.3	20.5
기타매출	-43.2	-1.7	-8.1	31.9	62.0	-14.0	-8.8	-6.3	34.8	78.6	60.6	83.1		-9.8	3.0	62.6
해외 판매	22.7	16.5	46.2	24.8	42.6	42.2	43.9	31.7	54.1	74.3	52.2	40.9	67.2	110.2	160.4	221.5
YoY	0.4	2.5	252.7	61.0	87.7	155.8	-5.0	27.8	27.1	76.0	18.9	29.0	58.5	64.0	45.6	38.1
매출 비중	28.4	22.2	37.3	24.4	38.1	32.9	33.5	32.5	43.7	46.7	34.8	31.1	23.4	29.0	34.2	39.3
편성시간	100	98	100	120	109	123	140	102	98	139	145	123	302	418	481	505
시간당 편성매출	4.1	3.5	4.9	4.5	4.0	4.7	4.4	4.5	4.2	5.0	4.6	4.6	4.3	4.3	4.3	4.6
평균시청률	3.9	4.2	7.3	4.6	4.2	3.6	3.3	2.8	4.4				3.7	5.0	n/a	n/a
넷플릭스向	1	1	1	1	1	2	2	2	3	2	3	3	2	4	7	11
영업이익	10.7	7.3	21.5	0.4	11.0	10.8	10.9	-4.0	11.2	17.1	13.0	11.7	33.0	39.9	28.7	53.0
YoY	-23.6	-18.0	220.9	-89.9	2.8	47.9	-49.3	적전	1.8	58.3	19.3	흑전	55.7	20.8	-28.1	84.7
영업이익률(%)	13.4%	9.8%	17.4%	0.3%	9.8%	8.4%	8.3%	-4.1%	9.0%	10.7%	8.7%	8.9%	11.5%	10.5%	6.1%	9.4%

자료: 스튜디오드래곤, 닐슨코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 스튜디오드래곤 드라마 라인업 시청률 추이



자료: 스튜디오드래곤, 닐슨코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

표17 2020 년 스튜디오드래곤 드라마 라인업

시기	제목	채널	요일	시청률	시작일	제작사	연출	작가	배우
1Q20	머니게임	tvN	수목	1.98%	1/15	JS픽쳐스	김상호	이영미	고수, 이성민
	본대로 말하라	OCN	토일	2.90%	2/01	w/ H House	이준형	고영재	장혁, 최수영
	나 홀로 그대	NFLX	-	n/a	2/07	스튜디오드래곤	이상엽	류용재	윤현민, 고성희
	방법	tvN	월화	4.23%	2/10	w/ 레진스튜디오	김용완	연상호	엄지원, 성동일
	하이바이, 마마!	tvN	토일	5.73%	2/22	w/ 엠아이	유제원	권혜주	김태희, 이규형
	메모리스트	tvN	수목	3.25%	3/11	스튜디오드래곤	김휘	안도하	유승호, 이세영
	슬기로운 의사생활	tvN	목	7.57%	3/12	CJ ENM	신원호	이우정	조정석, 유연석
	반의반	tvN	월화	2.25%	3/23	w/ 무비락	이상엽	이숙연	정해인, 이하나
	루갈	OCN	토일	3.25%	3/28	w/ 리옌루갈	강철우	도현	최진혁, 박성웅
2Q20	더 킹: 영원의 군주	SBS	금토	-	4/17	스튜디오드래곤	백상훈	김은숙	이민호, 김고은
	화양연화	tvN	토일	-	4/18	드래곤/본팩토리	손정현	전희영	유지태, 이보영
	오 마이 베이비	tvN	수목	-	5/6	w/ NEW	남기훈	노선재	장나라, 고준
	번외수사	OCN	토일	-	5/26	w/ 콘텐츠지음	강효진	이유진	차태현, 이선빈
	가족입니다	tvN	월화	-	5월	스튜디오드래곤	권영일	김은정	추자현, 한예리
	써치	OCN	수목		5월	w/ 반딧불	임태웅	고명주	장동윤, 정수정
	사이코지만 괜찮아	tvN	수목	-	6월	w/ 스토리TV	박신우	조용	김수현
	청춘기록	tvN	토일	-	6월	w/ 팬엔터	안길호	하명희	박보검, 박소담
2H20	악의 꽃	tvN	월화	-	3Q20	w/ 몬스터유니온	김철규	유정희	이준기, 문채원
	비밀의 숲 시즌2	tvN	토일	-	3Q20	스튜디오드래곤	박현석	이수연	조승우, 배두나
	스위트홈	NFLX	-	-	3Q20	드래곤/스튜디오N	이응복	홍소리	송강, 박규영
	산후조리원	tvN	목	-	3Q20	-	박수원	-	엄지원, 박하선
	트레인	OCN	토일	-	3Q20	스튜디오드래곤	-	-	윤시윤, 경수진
	그들이 있었다	OCN	수목	-	3Q20	스튜디오드래곤	-	-	고수
	스타트업	tvN	토일	-	4Q20	w/ 하이스토리	오충환	박혜련	배수지, 남주혁
	구미호뎐	tvN	월화	-	4Q20	w/ 하우픽쳐스	강신효	한우리	이동욱, 조보아
	좋아하면 울리는 2	NFLX	-	-	4Q20	스튜디오드래곤			

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	247.2	244.5	256.1	364.3	422.3
현금 및 현금성자산	153	59.8	49.8	42.8	37.8
매출채권 및 기타채권	69	83.7	100.8	116.6	128.7
재고자산	0.6	0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	24.5	100.9	75.5	174.9	225.8
비유동자산	265.2	337.1	353.1	304.1	310.1
관계기업투자등	0.4	7.3	145.0	145.0	145.0
유형자산	1	1.2	4.0	4.0	4.0
무형자산	198.5	233.1	204.1	155.1	161.1
자산총계	**512.4**	**581.6**	**609.2**	**668.4**	**732.4**
유동부채	108.2	145.1	133.8	143.3	152.3
매입채무 및 기타재무	55.3	64.4	77.5	89.7	99.0
단기금융부채	0.0	2.0	4.8	4.5	5.5
기타유동부채	52.9	78.7	51.5	49.1	47.8
비유동부채	2.9	8.2	2.0	2.0	2.0
장기금융부채	2.1	7.9	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.7	0.2	2.0	2.0	2.0
부채총계	**111.1**	**153.3**	**135.8**	**145.3**	**154.3**
지배주주지분	401.3	428.3	473.4	523.1	578.1
자본금	14	14	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	320.1	321.7	321.7	321.7	321.7
이익잉여금	67.6	93.5	137.7	187.4	242.4
비지배주주지분(연결)	0	0			
자본총계	**401.3**	**428.3**	**473.4**	**523.1**	**578.1**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**379.6**	**468.7**	**564.3**	**652.9**	**720.8**
매출원가	324	420.8	465.5	531.4	590.3
매출총이익	**55.6**	**47.9**	**98.7**	**121.4**	**130.5**
판매비 및 관리비	15.7	19.2	45.7	57.7	57.1
영업이익	**39.9**	**28.7**	**53.0**	**63.7**	**73.4**
(EBITDA)	64.9	53.7	80.0	92.7	102.4
금융손익	6	5.7	-1.0	-1.0	-1.0
이자비용	0.1	0.5	1.0	1.0	1.0
관계기업등 투자손익	0	0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.3	-1.4	5.0	5.0	5.0
세전계속사업이익	**45.6**	**33.1**	**54.4**	**62.1**	**68.8**
계속사업법인세비용	9.8	6.6	10.2	12.4	13.8
계속사업이익	35.8	26.4	44.2	49.7	55.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**35.8**	**26.4**	**44.2**	**49.7**	**55.0**
지배주주	35.8	26.4	44.2	49.7	55.0
총포괄이익	**35.0**	**26.4**	**44.2**	**49.7**	**55.0**
매출총이익률 (%)	14.6	10.2	17.5	18.6	18.1
영업이익률 (%)	10.5	6.1	9.4	9.8	10.2
EBITDA 마진률 (%)	17.1	11.5	14.2	14.2	14.2
당기순이익률 (%)	9.4	5.6	7.8	7.6	7.6
ROA (%)	7.4	4.8	7.4	7.8	7.9
ROE (%)	9.3	6.4	9.8	10.0	10.0
ROIC (%)	14.6	8.2	n/a	n/a	n/a

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**-24.9**	**-12.2**	**-16.0**	**-40.7**	**15.0**
당기순이익(손실)	35.8	26.4	44.2	49.7	55.0
비현금수익비용가감	84.2	123.6	5.0	2.0	2.0
유형자산감가상각비	0.3	1.8	0.1	0.1	0.1
무형자산상각비	75	115	27.0	29.0	29.0
기타현금수익비용	-0.6	6.8	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	-135.2	-142.9	-92.3	-121.5	-71.1
매출채권 감소(증가)	-27.2	-21.8	-17.1	-15.8	-12.1
재고자산 감소(증가)	0.3	0.6	0.0	0.0	0.0
매입채무 증가(감소)	25.9	8.6	13.1	12.2	9.3
기타자산, 부채변동	-134.3	-130.2	-88.3	-117.8	-68.3
투자활동 현금	**136.4**	**-81**	**16.2**	**39.0**	**-16.0**
유형자산처분(취득)	-0.2	-0.5	-2.8	0.0	0.0
무형자산 감소(증가)	-0.1	-0.3	29.0	49.0	-6.0
투자자산 감소(증가)	-4.7	-18.8	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	141.4	-61.3	-10.0	-10.0	-10.0
재무활동 현금	**-9.7**	**0**	**-10.2**	**-5.3**	**-4.0**
차입금의 증가(감소)	-10	0	-5.2	-0.3	1.0
자본의 증가(감소)	0	0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0	0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.3	0	-5.0	-5.0	-5.0
현금의 증가	**101.7**	**-93.2**	**-10.0**	**-7.0**	**-5.0**
기초현금	51.3	153.0	59.8	49.8	42.8
기말현금	153	59.8	49.8	42.8	37.8

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	72.3	81.0	51.5	45.8	41.4
P/B	6.5	5.0	4.8	4.4	3.9
EV/EBITDA	21.1	14.0	11.5	9.8	9.5
P/CF	21.6	14.3	-	-	-
배당수익률 (%)	-	-	-	-	-
성장성 (%)					
매출액	145.8	23.5	20.4	15.7	10.4
영업이익	139.9	-28.1	84.7	20.2	15.2
세전이익	334.7	-27.6	64.4	14.2	10.8
당기순이익	340.1	-26.3	67.3	12.5	10.8
EPS	n/a	-26.4	67.1	12.5	10.8
안정성 (%)					
부채비율	27.7	35.8	28.7	27.8	26.7
유동비율	228.4	168.4	191.4	254.2	277.2
순차입금/자기자본(x)	-39.1	-24.6	-9.5	-7.3	-5.6
영업이익/금융비용(x)	343	58.1	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	2.0	10.0	4.8	4.5	5.5
순차입금 (십억원)	-157	-106	-45	-38.3	-32.3
주당지표(원)					
EPS	1,278	941	1,572	1,768	1,959
BPS	14,305	15,242	16,848	18,617	20,575
CFPS	4,280	5,341	5,904	6,524	7,210
DPS	-	-	-	-	-

자료: 스튜디오드래곤, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

SBS (034120)

2020. 4. 6 | 미디어/엔터

제대로 한 판 붙을 준비가 되었다

Analyst **김현용**
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 26,000 원
현재주가 16,950 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		O

분사 완료: 3/27일 공시를 통해 더스토리웍스 200억원 출자

동사는 3/27일 공시를 통해 100% 자회사 더스토리웍스에 200억원을 4월 1일자로 추가 출자하기로 공시했다. 아울러 같은 날 보도자료를 통해 드라마 PD/작가를 포함한 관련 인력 일체의 포괄적 이전을 알리고 사명 변경 가능성을 내비쳤다. 이로써 작년 초부터 화두였던 SBS의 드라마 스튜디오 분사가 완성된 것이다. 우선, 누적 출자금 265억원을 바탕으로 스타 작가 확보, IP 투자, 드라마 자체 제작 편수 확대를 꾀할 전망이다. 향후에는 3자 배정을 통한 외부 투자유치 및 텐트폴 제작, 나아가 IPO까지 길이 열린 것으로 판된된다.

1분기 실적은 최대한 보수적 접근 유효할 전망

동사 1분기 실적은 연결 매출액 1,671억원(YoY -0.3%), 영업손실 146억원(YoY 적자지속)으로 전년동기대비 적자 폭은 100억원 이상 줄어들지만 코로나 여파로 연초 기대대비로는 감익조정이 예상된다. 실적 하향의 주된 근거는 TV 광고 업황이 코로나발 경기 둔화로 침체가 길어지는 점에 기인한다. 유튜브 매출은 전분기비 증가하며 코로나와 무관하게 전사 실적에 기여하겠지만, 광고수익 감소가 이를 크게 상회할 전망이다.

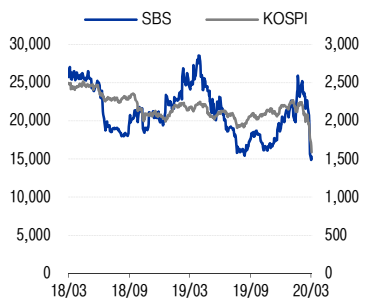
투자의견 매수(유지), 목표주가 26,000원(유지) 제시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 26,000원으로 각각 기존을 유지하도록 한다. 투자의견 매수 근거는 1)주가 바닥에서 기다렸던 드라마 분사 공시가 나왔고, 2)드라마 경쟁력 제고 대비 밸류 저평가로 판단되기 때문이다. 스튜디오 S 출범을 계기로 채널 드라마 물량의 40~70%까지 빠르게 자체 제작 비중은 올라갈 전망이다. 하반기에만 앨리스, 홍천기를 포함하여 3편의 자체 제작 드라마가 대기 중인 것으로 파악된다.

Stock Data

KOSPI (4/3)		1,725.44 pt
시가총액		3,094 억원
발행주식수		18,253 천주
52 주 최고가/최저가		28,550 / 13,550 원
90 일 일평균거래대금		33.11 억원
외국인 지분율		0.0%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		32,730 원
KOSPI 대비	1 개월	-10.0%
	6 개월	4.9%
	12 개월	-14.3%
주주구성	SBS 미디어홀딩스	36.9%
	국민연금공단	11.9%
	한국투자신탁운용	8.4%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	914.0	5.1	7.9	5.8	267	흑전	33.0	75.0	10.2	0.7	0.9
2019	817.7	12.6	27.4	20.9	1,079	304.5	40.5	15.7	8.3	0.5	3.5
2020E	920.8	19.1	30.4	24.0	1,314	21.8	47.7	12.8	5.3	0.5	4.1
2021E	957.6	24.5	35.0	27.3	1,495	13.8	52.7	11.2	4.4	0.5	4.5
2022E	946.1	29.3	38.2	29.8	1,633	9.2	57.1	10.3	3.5	0.5	4.7

자료: SBS, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

증익 기조 유지하나, 코로나발 광고 침체로 1분기 보수적 실적 제시

동사 1분기 실적은 연결 매출액 1,671억원(YoY -0.3%), 영업손실 146억원(YoY 적자지속)으로 전년동기대비 적자 폭은 100억원 이상 줄어들지만 코로나 여파로 연초 기대 대비로는 감익조정이 예상된다. 실적 하향의 주된 근거는 TV 광고 업황이 코로나발 경기 둔화로 침체가 길어지는 점에 기인한다. 유튜브 매출액은 전분기비 증가가 가능하여 코로나와 무관하게 전사 실적에 기여하겠지만, 광고수익 감소가 이를 크게 상회할 전망이다.

2020년 동사 실적은 연결 매출액 9,208억원(YoY +12.6%), 영업이익 191억원(YoY +51.8%)으로 의미 있는 폭의 증익을 예상한다. 전년비 60억원 이상 증익이 예상되는데, 이는 CPS 인상 소급분과 유튜브 온기 반영에 따른 이익 증가분만 감안해도 충분히 설명된다. 여기에 더해 드라마 편성편수는 1~2편 추가 감소할 것으로 예상되어 비용절감이 기대된다. 다만, 코로나 변수로 지상파 광고경기가 극도의 둔화세를 보이고 있어 실적의 하방 압력은 거세질 수 밖에 없으며 이를 반영하여 기존 추정치 대비로는 20%대 감익 조정하였다.

표18 SBS 실적추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E
매출액 (연결)	167.6	221.2	185.2	243.6	167.1	231.6	247.4	274.7	773.2	914.0	817.7	920.8
별도매출	153.2	204.9	164.8	227.5	140.3	211.8	197.6	255.1	737.7	872.5	750.5	804.9
광고매출	67.8	91.7	71.0	83.2	53.7	86.9	78.8	99.3	372.9	359.0	313.7	318.7
판권판매	63.1	84.4	64.9	97.8	68.2	86.5	75.9	96.5	235.0	398.9	310.2	327.1
SBS콘텐츠허브	34.3	51.3	39.4	37.0	39.9	52.7	43.6	39.9			162.1	176.1
SBS드라마			9.2	13.9	12.1	9.5	26.9	32.1			23.1	80.6
YoY	*-23.1*	*-17.0*	*-8.2*	*6.8*	*-0.3*	*4.7*	*33.6*	*12.8*	*-6.7*	*18.2*	*-10.5*	*12.6*
별도매출	*-26.7*	*-21.5*	*-13.6*	*7.5*	*-8.4*	*3.4*	*19.9*	*12.1*	*-7.6*	*18.3*	*-14.0*	*7.2*
광고매출	*-21.0*	*-10.5*	*-13.1*	*-6.6*	*-20.8*	*-5.2*	*11.0*	*19.4*	*0.0*	*-3.7*	*-12.6*	*1.6*
판권판매	*-36.2*	*-37.2*	*-21.5*	*18.2*	*8.0*	*2.5*	*17.0*	*-1.4*	*-13.5*	*69.7*	*-22.2*	*5.4*
SBS콘텐츠허브	*-0.7*	*3.9*	*1.6*	*2.9*	*16.3*	*2.7*	*10.5*	*7.8*				*8.7*
SBS드라마							*193.4*	*130.7*				*249.1*
별도 영업이익	-25.7	7.2	-4.2	28.7	-15.5	1.7	0.8	22.1	14.0	0.7	6.0	9.1
YoY	적지	흑전	적지	36.9	적지	-76.3	흑전	-23.1	흑전	-95.1	n/a	52.0
별도 영업이익률(%)	-16.8	3.5	-2.5	12.6	-11.0	0.8	0.4	8.7	1.9	0.1	0.8	1.1
연결 영업이익	-27.8	4.3	3.6	32.5	-14.6	5.7	3.8	24.2	18.7	5.1	12.6	19.1
YoY	적지	흑전	흑전	58.4	적지	32.7	5.1	-25.6	흑전	-72.7	147.1	51.8
연결 영업이익률(%)	-16.6	1.9	2.0	13.3	-8.7	2.5	1.5	8.8	2.4	0.6	1.5	2.1

자료: SBS, 이베스트투자증권 리서치센터

스튜디오 S 자체 제작 증가: 상반기 1편에서 하반기 3편으로

작년 하반기부터 재개된 자체 제작 드라마는 7월 닥터 탐정을 시작으로 시크릿 부티크, VIP까지 연착륙에 성공한 것으로 판단된다. 특히, 작년 10월말 방영한 VIP는 평균 시청률 11%를 기록하며 자체 제작 드라마에 대한 기대감을 높이기에 충분했다. 올해 들어 상반기는 3월초 아무도 모른다로 포문을 열었고, 평균시청률 9%대로 순항 중이다. 아울러 하반기에는 김희선/주원 주연의 앨리스, 기대작 홍천기를 비롯하여 최소한 3편이 편성되어 있는 것으로 파악된다.

12~14편에 달하는 캡티브 드라마 제작편수 가운데 스튜디오 S는 최소한 과반의 점유율을 가져갈 것이다. 매년 6~9편을 꾸준히 제작하는 3위 규모의 제작사로 확실하게 자리매김이 가능하다는 판단이며, 추후 기업규모 확대시 3자배정을 통한 투자자 유치와 궁극적으로 IPO까지도 이어질 것으로 예상된다.

표19 SBS 2020 년 드라마 라인업

작품명 (평균시청률)	요일	시작일	연출	작가	배우	특이사항
닥터 탐정 (4.2%)	수목	7/17	박준우	송윤희	박진희, 봉태규	스튜디오S 제작
의사 요한 (9.6%)	금토	7/19	조수원	김지운	지성, 이세영	KPJ 제작
힙합왕 나스나길 (1.2%)	금11시	8/09	이준형	권수민	이호원, 이나은	6부작
시크릿 부티크 (4.4%)	수목	9/18	박형기	허선희	김선아, 김재영	스튜디오S 제작
배가본드 (11.0%)	금토	9/18	유인식	장영철	이승기, 수지	넷플릭스 동시방영
VIP (10.9%)	월화	10/28	이정림	신혜원	장나라, 이상윤	스튜디오S 제작
스토브리그 (12.6%)	금토	12/13	정동윤	이신화	남궁민, 박은빈	길픽쳐스 제작
낭만닥터 김사부 2 (17.7%)	월화	1/6	유인식	강은경	한석규, 안효섭	삼화네트웍스 제작
하이에나	금토	2/21	장태유	김루리	김혜수, 주지훈	키이스트 제작
아무도 모른다	월화	3/02	이정흠	김은향	류덕환, 김서형	스튜디오S 제작
더 킹: 영원의 군주	금토	4/17	백상훈	김은숙	이민호, 김고은	김은숙 차기작
굿캐스팅	월화	5월	최영훈	박지하	최강희, 유인영	박스미디어 제작
편의점 샛별이	금토	6월	이명우	손근주	김유정, 지창욱	태원엔터테인먼트 제작
브람스를 좋아하세요	월화	8월	조영민	류보리	박은빈, 김민재	스튜디오S 제작
앨리스	금토	8월	백수찬	김규원	주원, 김희선	스튜디오S 제작
펜트하우스	월화	10월	주동민	김순옥	이지아, 엄기준	초록뱀미디어 제작
홍천기	금토	10월	박용순	박은영	-	스튜디오S 제작

자료: SBS, 이베스트투자증권 리서치센터

SBS (034120)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	493.5	717.0	737.2	761.9	794.6
현금 및 현금성자산	13.2	91.4	159.0	160.4	182.8
매출채권 및 기타채권	227.6	315.9	255.6	265.8	262.6
재고자산	2.6	2.6	3.0	3.1	3.0
기타유동자산	250.1	307.1	319.6	332.6	346.1
비유동자산	464.1	530.8	533.4	537.5	542.2
관계기업투자등	29.3	21.4	22.3	23.2	24.2
유형자산	305.1	313.1	306.1	300.5	295.2
무형자산	21.1	23.9	25.5	27.1	28.6
자산총계	**957.6**	**1,247.8**	**1,270.5**	**1,299.4**	**1,336.8**
유동부채	210.2	393.0	399.9	407.6	414.2
매입채무 및 기타재무	69.2	80.6	82.4	85.7	84.7
단기금융부채	26.3	138.2	136.2	133.2	133.2
기타유동부채	114.7	174.2	181.3	188.7	196.3
비유동부채	179.0	207.6	206.5	200.4	201.4
장기금융부채	159.8	185.8	183.8	176.8	176.8
기타비유동부채	19.2	21.8	22.6	23.6	24.5
부채총계	**389.2**	**600.6**	**606.4**	**608.0**	**615.6**
지배주주지분	560.0	580.4	597.4	624.7	654.5
자본금	91.3	91.3	91.3	91.3	91.3
자본잉여금	67.2	67.2	67.2	67.2	67.2
이익잉여금	417.5	430.9	454.9	482.2	512.0
비지배주주지분(연결)	8.5	66.7	66.7	66.7	66.7
자본총계	**568.5**	**647.1**	**664.1**	**691.4**	**721.2**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**914.0**	**817.7**	**920.8**	**957.6**	**946.1**
매출원가	756.3	657.3	748.0	777.9	768.5
매출총이익	**157.7**	**160.4**	**172.8**	**179.8**	**177.6**
판매비 및 관리비	152.7	147.8	153.7	155.2	148.3
영업이익	**5.1**	**12.6**	**19.1**	**24.5**	**29.3**
(EBITDA)	33.0	40.5	47.7	52.7	57.1
금융손익	0.7	-0.3	0.3	0.8	1.2
이자비용	4.9	6.4	7.1	6.9	6.8
관계기업등 투자손익	-0.4	-8.4	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.5	23.5	11.0	9.6	7.7
세전계속사업이익	**7.9**	**27.4**	**30.4**	**35.0**	**38.2**
계속사업법인세비용	2.1	6.4	6.5	7.7	8.4
계속사업이익	5.8	20.9	24.0	27.3	29.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**5.8**	**20.9**	**24.0**	**27.3**	**29.8**
지배주주	4.9	19.7	24.0	27.3	29.8
총포괄이익	**4.5**	**20.9**	**24.0**	**27.3**	**29.8**
매출총이익률 (%)	17.3	19.6	18.8	18.8	18.8
영업이익률 (%)	0.6	1.5	2.1	2.6	3.1
EBITDA 마진률 (%)	3.6	5.0	5.2	5.5	6.0
당기순이익률 (%)	0.6	2.6	2.6	2.8	3.1
ROA (%)	0.5	1.8	1.9	2.1	2.3
ROE (%)	0.9	3.5	4.1	4.5	4.7
ROIC (%)	0.7	1.7	2.4	3.2	3.9

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**55.1**	**-61.0**	**111.3**	**52.5**	**64.0**
당기순이익(손실)	5.8	20.9	24.0	27.3	29.8
비현금수익비용가감	44.6	43.3	22.5	29.1	28.7
유형자산감가상각비	26.8	26.7	27.3	26.8	26.3
무형자산상각비	1.1	1.3	1.3	1.4	1.5
기타현금수익비용	0.7	15.4	-6.1	0.9	1.0
영업활동 자산부채변동	5.8	-120.3	64.7	-3.9	5.4
매출채권 감소(증가)	27.7	-56.4	60.3	-10.2	3.2
재고자산 감소(증가)	-0.5	-8.4	-0.3	-0.1	0.0
매입채무 증가(감소)	-11.1	-12.5	1.8	3.3	-1.0
기타자산, 부채변동	-10.3	-43.0	3.0	3.1	3.2
투자활동 현금	**-5.9**	**13.9**	**-39.6**	**-41.1**	**-41.5**
유형자산처분(취득)	-20.2	-11.3	-20.4	-21.2	-20.9
무형자산 감소(증가)	-1.6	-0.5	-3.0	-3.0	-3.0
투자자산 감소(증가)	28.1	48.7	-9.3	-9.6	-10.0
기타투자활동	-12.3	-23.0	-7.0	-7.3	-7.6
재무활동 현금	**-48.6**	**125.4**	**-4.0**	**-10.0**	**0.0**
차입금의 증가(감소)	-44.1	127.0	-4.0	-10.0	0.0
자본의 증가(감소)	-4.4	-1.6	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	4.4	1.6	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**0.6**	**78.1**	**67.7**	**1.4**	**22.4**
기초현금	12.6	13.2	91.4	159.0	160.4
기말현금	13.2	91.4	159.0	160.4	182.8

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	75.0	15.7	12.8	11.2	10.3
P/B	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	10.2	8.3	5.3	4.4	3.5
P/CF	7.2	4.8	6.6	5.4	5.2
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	10.2	-10.5	12.6	4.0	-1.2
영업이익	흑전	147.4	51.8	28.5	19.4
세전이익	흑전	244.3	11.3	14.9	9.2
당기순이익	흑전	258.6	14.6	13.8	9.2
EPS	흑전	304.5	21.8	13.8	9.2
안정성 (%)					
부채비율	68.5	92.8	91.3	87.9	85.4
유동비율	234.8	182.4	184.3	186.9	191.8
순차입금/자기자본(x)	-5.3	4.0	-8.1	-10.7	-14.6
영업이익/금융비용(x)	1.0	2.0	2.7	3.5	4.3
총차입금 (십억원)	186	324	320	310	310
순차입금 (십억원)	-30	26	-54	-74	-106
주당지표(원)					
EPS	267	1,079	1,314	1,495	1,633
BPS	30,678	31,799	32,730	34,225	35,858
CFPS	2,763	3,520	2,549	3,090	3,208
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: SBS, 이베스트투자증권 리서치센터

제이콘텐트리 (036420)

2020. 4. 6 | 미디어/엔터

타 버린 캐쉬카우, 드라마만으로는 역부족

Analyst **김현용**
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 34,000 원
현재주가 29,850 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		O

1분기 시네마 대규모 적자로 전사 적자까지 가능성 열어둬야

동사 1분기 실적은 매출액 954억원(YoY -24.4%), 영업손실 47억원(YoY 적자전환)으로 현재 컨센서스를 매우 큰 폭으로 하회할 전망이다. 영화관 사업이 시장 기준 YoY 50% 넘게 빠지는 상황을 고려하면 매출의 대폭 감소는 불가피한 상황으로 판단된다. 아울러 손익도 드라마 사업부문의 경우 흑자로 이익 기여를 하겠지만 영화관이 100억원을 넘어서는 대규모 적자를 기록할 전망으로 전사 적자의 직접적인 원인으로 작용할 것로 예상된다.

2분기 수목극 개설과 함께 드라마 순항! 영화관 회복은 하반기 예상

5월 하순 황정음 복귀작 쌍갑포차를 시작으로 수목극이 열릴 예정이다. 현재 4개 슬롯을 운영 중인 스튜디오드래곤에 이어 동사도 3개 슬롯을 운영하는 부동의 2위 자리를 공고히 하는 긍정적인 이벤트에 해당한다. 실적 및 주가 회복의 관건은 캐쉬카우 영화관의 회복 시점인데, 이르면 3분기부터는 지연되었던 국내/해외 라인업이 코로나의 사실상 종식과 동시에 개봉을 시작하며 점진적 반등을 보일 전망이다.

투자의견 매수(유지), 목표주가 34,000원(유지) 제시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 34,000원으로 각각 기존을 유지하도록 한다. 낮아진 실적 전망 하에서 밸류에이션은 PER 18배로 절대적으로 싼 수준은 아니지만, 5월 드라마 캐파 확장이라는 확실한 모멘텀이 있어 관심이 요구된다. 투자의견 매수 근거는 1) 드라마에서 확고한 2위 자리 굳히기와 넷플릭스향 공급작품수 급증에 따른 마진 개선이 기대되고, 2) 캐쉬카우 영화사업도 하반기부터는 느리게나마 회복을 시도할 전망이기 때문이다.

Stock Data

KOSPI (4/3)		1,725.44 pt
시가총액		4,891 억원
발행주식수		16,385 천주
52 주 최고가/최저가		57,900 / 20,350 원
90 일 일평균거래대금		66.19 억원
외국인 지분율		4.6%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		23,392 원
KOSPI 대비	1 개월	-5.6%
	6 개월	0.2%
	12 개월	-23.4%
주주구성	중앙홀딩스 (외 2 인)	41.4%
	국민연금공단 (외 1 인)	9.7%
	자사주 (외 1 인)	1.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	511.3	34.7	33.6	25.6	1,409	162.6	77.0	31.7	8.6	1.9	7.4
2019	554.2	35.4	20.8	10.6	780	-44.6	123.8	500.2	8.2	1.8	0.3
2020E	550.2	34.6	23.1	18.0	1,127	44.5	94.6	26.5	9.4	1.1	5.0
2021E	600.6	46.9	29.1	23.3	1,455	29.2	102.2	20.5	8.8	1.1	6.0
2022E	640.7	52.8	35.5	28.4	1,772	21.7	104.9	17.3	8.7	1.0	6.9

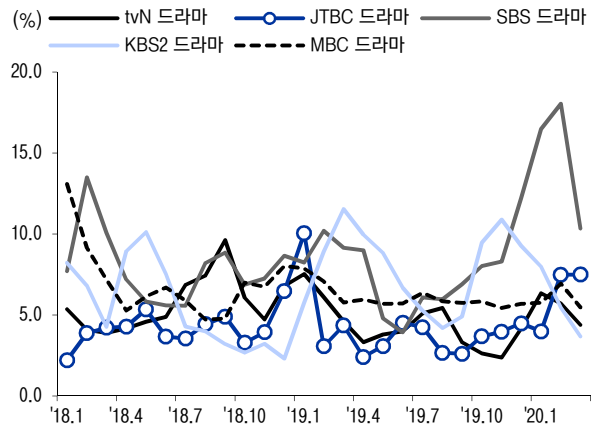
자료: 제이콘텐트리, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

예정대로 5월 수목극 론칭하며 공격적인 드라마 편성 확대로!

JTBC 드라마 라인업은 금토극이 주력으로 확실하게 자리잡은 모습이다. 연초 이태원 클라쓰(박서준/권나라)가 넷플릭스 동시방영과 평균시청률 두 자리수로 대박을 터뜨리며 쾌조의 스타트를 알렸다. 이어진 차기작 부부의 세계도 첫 주차 평균시청률 8.2%로 전작의 명성을 이어갈 기세다.

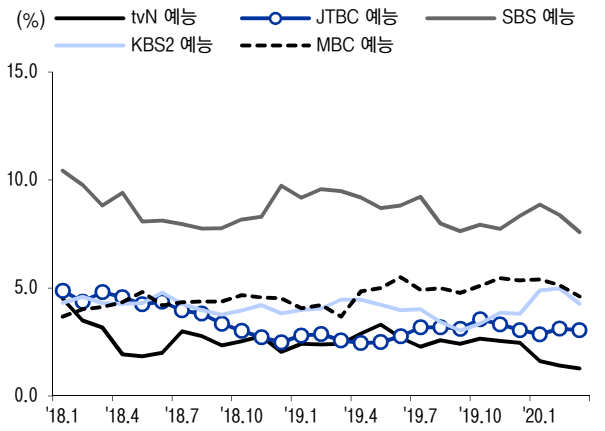
이런 상황에서 쌍갑포차를 시작으로 5월부터 수목극을 개설할 가능성이 높아졌다. 올해는 동시방영 5~6편과 오리지널 1편 이상을 더해 최소 6~7편이 넷플릭스로 공급될 전망이다. 올해 드라마 사업부는 15%의 외형 성장과 사상 최대 연간 영업이익을 거둘 것이 확실시된다.

그림53 JTBC 드라마 월별 시청률 추이



자료: 제이콘텐트리, JTBC, 닐슨코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 JTBC 예능 월별 시청률 추이



자료: 제이콘텐트리, JTBC, 닐슨코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

표20 JTBC 2020 년 주요 드라마 라인업

작품명	요일	시작일	연출	작가	배우	특이사항
이태원 클라쓰(11.8%)	금토	20.1.31	김성윤	광진	박서준, 권나라	쇼박스
날씨가 좋으면...(2.2%)	월화	20.2.24	한지승	한가람	박민영, 서강준	에이스팩토리
부부의 세계(8.2%)	금토	20.3.27	모완일	주현	김희애, 박선영	미스티 모완일 PD 신작
모범형사	월화	20.4.27	조남국	최진원	손현주, 이엘리야	다음 웹툰 원작
쌍갑포차	수목	20.5.20	전창근	하윤아	황정음, 육성재	다음 웹툰 원작
우아한 친구들	금토	20.06	송현욱	박효연	유준상, 송윤아	스튜디오앤뉴
에이틴 어게인	월화	20.07	하병훈	김도연	김하늘, 윤상현	드라마하우스
우리, 사랑했을까	수목	3Q20	김도형	이승진	손호준, 송지효	길픽쳐스, 드라마하우스
경우의 수	금토	3Q20	최성범	조승희	신예은, 옹성우	콘텐츠지음, 드라마하우스
사생활	-	3Q20	남건	유성열	고경표, 서현	도레미엔터
허쉬(가제)	-	4Q20	최규식	김정민	황정민, 윤아	키이스트
런 온	-	4Q20	이재훈	박민숙	임시완	-
괴물	-	4Q20	심나연	김수진	-	셀트리온엔터

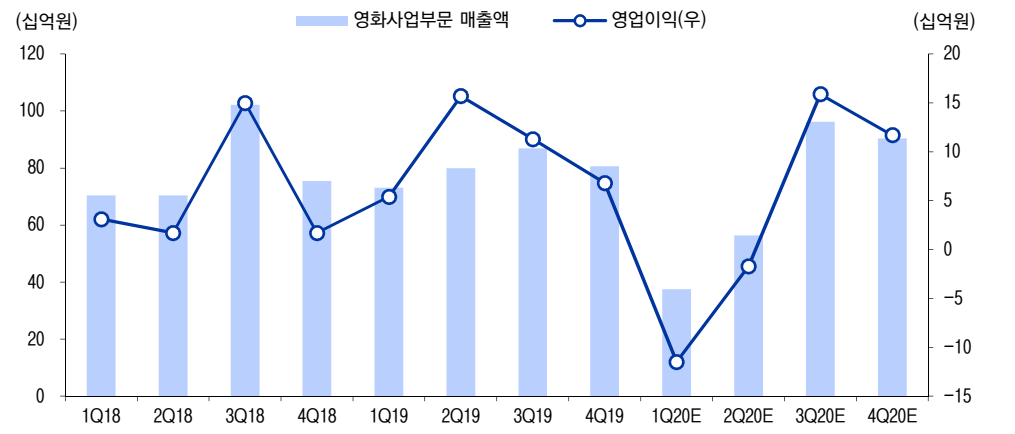
자료: 제이콘텐트리, 이베스트투자증권 리서치센터

캐쉬카우의 귀환은 하반기부터 점진적으로 가능

동사 캐쉬카우 영화사업은 코로나 직격타를 맞으며 1분기 시장기준 53% 역신장이라는 성적표를 맞이한 상황이다. 3월은 특히 88% 전년동월비 역신장하며 회복이 무기한 지연될 것이라는 우려를 키우고 있다. 엎친데 덮친 격으로 헐리웃 대작 라인업들도 올해 하반기보다는 대게 내년 상반기로 개봉을 연기한 상황이다. 하반기 반등을 가정해도 속도는 느릴 것으로 보는 것이 합리적이다.

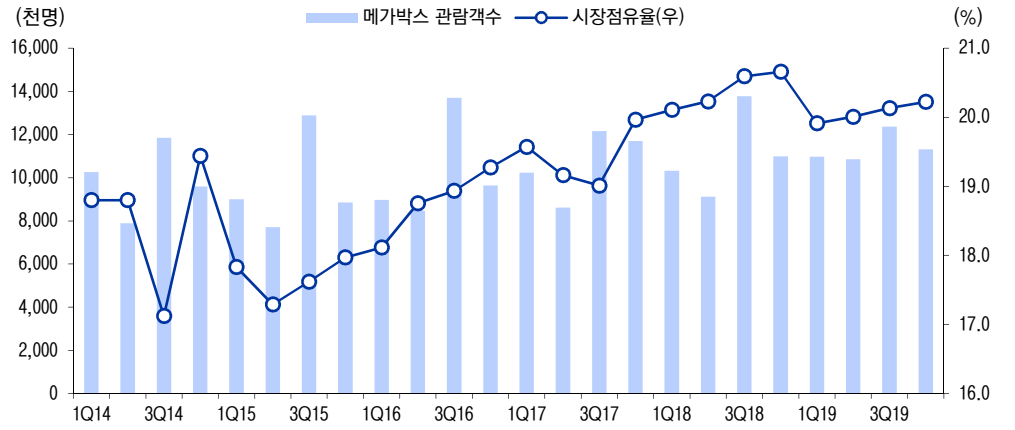
이미 4월에 접어들었고 일별 박스오피스는 회복의 기미가 좀처럼 보이지 않는다. 따라서 당사는 메가박스 사업에 대해 2분기까지는 적자가 지속될 것으로 전망한다. 3분기부터는 국내 기대작들이 여름시장을 노크할 가능성이 높아 보여, 코로나가 상반기말까지만 일단락된다면 3분기 흑전이 가능해 보인다. 즉, 하반기 회복 경로는 3분기는 국내 기대작, 4분기부터 헐리웃 개봉연기 작품들의 귀환으로 요약된다.

그림55 영화사업부문 실적 전망



자료: 제이콘텐트리, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 메가박스 관람객수 & 시장점유율 추이



자료: 제이콘텐트리, 이베스트투자증권 리서치센터

1분기 & 2020년 실적 전망

동사 1분기 실적은 매출액 954억원(YoY -24.4%), 영업손실 47억원(YoY 적자전환)으로 현재 컨센서스를 매우 큰 폭으로 하회할 전망이다. 영화관 사업이 시장 기준 YoY 50% 넘게 빠지는 상황을 고려하면 매출의 대폭 감소는 불가피한 상황으로 판단된다. 아울러 손익도 드라마 사업부문의 경우 흑자로 이익 기여를 하겠지만 영화관이 100억원을 넘어서는 대규모 적자를 기록할 전망으로 전사 적자의 직접적인 원인으로 작용할 것로 예상된다.

표21 제이콘텐트리 사업부문별 실적추정 상세 내역 및 주요 가정

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	**109.6**	**111.3**	**157.0**	**133.4**	**126.3**	**131.1**	**143.0**	**153.8**	**95.4**	**117.4**	**165.5**	**171.9**	**511.3**	**554.2**	**550.2**
영화	70.4	70.4	102.2	75.5	73.1	80.0	86.9	80.6	37.5	56.4	96.3	90.4	318.5	320.6	280.6
방송	38.7	46.0	54.6	53.5	52.5	48.6	51.9	68.6	56.4	56.5	64.7	77.0	192.8	221.6	254.7
YoY	26.1	15.3	35.6	10.2	15.2	17.8	-8.9	15.3	-24.4	-10.4	15.7	11.8	21.6	8.4	-0.7
영화	3.1	22.8	21.0	6.3	3.8	13.6	-15.0	6.8	-48.6	-29.5	10.8	12.1	13.3	0.7	-12.5
방송	91.0	-15.1	46.8	92.9	35.7	5.7	-4.9	28.2	7.4	16.3	24.7	12.3	38.3	14.9	14.9
영업이익	4.0	8.3	18.2	4.2	11.0	16.3	15.2	-7.1	-4.7	2.5	22.3	14.5	34.7	35.4	34.6
영화	3.1	1.7	15.0	1.7	5.4	15.7	11.3	6.8	-11.5	-1.7	15.9	11.7	21.5	39.2	14.4
방송	0.3	5.9	3.5	2.5	5.7	1.0	4.7	-10.1	8.3	5.7	7.9	4.3	12.2	1.3	26.2
YoY	-22.4	-7.2	70.1	-50.9	175.0	96.4	-16.5	적전	적전	-84.7	46.7	흑전	4.1	2.1	-2.3
영화	-28.0	69.3	64.7	-75.7	74.2	823.5	-24.7	300.0	적전	적전	40.7	72.1	0.4	82.3	-63.3
방송	-68.8	-34.5	59.1	-59.0	1800	-83.1	34.3	적전	45.6	470.0	68.1	흑전	-33.2	-89.3	1915.4
OPM (%)	3.6	7.5	11.6	3.1	8.7	12.4	10.6	-4.6	-4.9	2.1	13.5	8.4	6.8	6.4	6.3
영화	4.4	2.4	14.7	2.3	7.4	19.6	13.0	8.4	-30.6	-3.0	16.5	12.9	6.8	12.2	5.1
방송	0.8	12.8	6.4	4.7	10.9	2.1	9.1	-14.7	14.7	10.1	12.2	5.6	6.3	0.6	10.3
영화	**70.4**	**70.4**	**102.2**	**75.5**	**73.1**	**80.0**	**86.9**	**80.6**	**37.5**	**56.4**	**96.3**	**90.4**	**318.5**	**320.6**	**280.6**
상영매출	38.8	36.6	54.2	44.4	42.13	46.1	48.1	45.3	20.7	31.0	52.9	49.7	174.0	181.6	154.3
상영매출 비중(%)	55.1%	52.0%	53.0%	58.8%	57.6%	57.6%	55.4%	56.2%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%	54.6%	56.7%	55.0%
직영관객수(천명)	5,753	5,152	7,623	6,361	5,931	6,143	6,880	6,481	2,862	4,293	7,328	6,879	24,889	25,435	21,362
직영점유율(%)	11.2%	11.4%	11.4%	12.0%	10.8%	11.3%	11.2%	11.6%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.5%	11.2%	11.0%
B/O 관객수(천명)	51,298	45,058	66,849	53,171	55,072	54,246	61,439	55,923	26,037	39,057	66,661	62,578	216.4	226.7	194.3
B/O 매출액(십억원)	413.2	389.3	562.6	448.8	467.7	463.0	517.5	465.8	221.0	332.0	566.6	531.9	1,814	1,914	1,651
ATP	8,056	8,639	8,416	8,441	8,493	8,535	8,423	8,329	8,489	8,500	8,500	8,500	8,383	8,444	8,498
방송	**38.7**	**46.0**	**54.6**	**53.5**	**52.5**	**48.6**	**51.9**	**68.6**	**56.4**	**56.5**	**64.7**	**77.0**	**192.8**	**221.6**	**254.7**
방영권(제작)	13.2	6.8	20.1	15.1	21.0	15.8	18.4	17.9	22.8	19.6	24.5	23.2	55.2	73.1	90.0
유통매출	16.1	28.9	23.7	26.6	27.7	29.9	30.8	43.6	25.5	31.1	33.8	48.0	95.3	132.0	138.4
기타	9.4	10.3	10.8	11.8	3.8	2.9	2.7	7.1	8.1	5.8	6.5	5.9	42.3	16.5	26.3
YoY	-	-	-	-	35.7	5.7	-4.9	28.2	7.4	16.3	24.7	12.3	-	14.9	14.9
방영권(제작)	-	-	-	-	59.1	132.4	-8.5	18.5	8.5	24.0	33.0	29.5	-	32.4	23.2
유통매출	-	-	-	-	72.0	3.5	30.0	63.9	-7.9	4.1	9.6	10.0	-	38.5	4.8
기타	-	-	-	-	-59.6	-71.8	-75.0	-39.8	113.2	100.0	140.7	-16.9	-	-61.0	59.4

자료: 제이콘텐트리, 이베스트투자증권 리서치센터

제이콘텐트리 (036420)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	342.1	236.8	210.8	215.4	215.6
현금 및 현금성자산	141.6	64.0	80.6	76.9	71.6
매출채권 및 기타채권	90.6	101.1	69.7	76.3	80.9
재고자산	32.9	25.6	34.2	37.4	39.7
기타유동자산	77.0	46.1	26.3	24.8	23.5
비유동자산	479.1	917.0	952.3	984.1	1,020.0
관계기업투자등	4.1	11.7	12.2	12.7	13.2
유형자산	208.5	257.9	304.1	337.8	368.6
무형자산	87.4	133.9	101.6	77.5	59.5
자산총계	**821.2**	**1,153.8**	**1,163.0**	**1,199.5**	**1,235.6**
유동부채	271.1	299.5	320.6	334.3	344.0
매입채무 및 기타재무	64.9	85.3	103.6	113.5	120.3
단기금융부채	119.2	171.4	172.4	174.4	175.4
기타유동부채	86.9	42.9	44.6	46.4	48.3
비유동부채	129.2	401.8	403.6	405.5	406.4
장기금융부채	96.0	381.9	382.9	383.9	383.9
기타비유동부채	33.2	19.9	20.7	21.6	22.4
부채총계	**400.3**	**701.4**	**724.3**	**739.8**	**750.3**
지배주주지분	337.0	318.8	337.0	358.0	383.5
자본금	72.0	72.0	72.0	72.0	72.0
자본잉여금	158.3	154.5	154.5	154.5	154.5
이익잉여금	95.5	83.4	99.6	120.6	146.1
비지배주주지분(연결)	83.9	101.8	101.8	101.8	101.8
자본총계	**420.9**	**420.6**	**438.8**	**459.7**	**485.3**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**511.3**	**554.2**	**550.2**	**600.6**	**640.7**
매출원가	273.8	314.5	279.1	306.7	329.9
매출총이익	**237.5**	**239.7**	**271.1**	**293.9**	**310.8**
판매비 및 관리비	202.7	204.3	236.5	247.0	258.0
영업이익	**34.7**	**35.4**	**34.6**	**46.9**	**52.8**
(EBITDA)	77.0	123.8	94.6	102.2	104.9
금융손익	-3.1	-7.5	-15.7	-15.6	-15.2
이자비용	8.2	14.4	27.8	27.9	28.0
관계기업등 투자손익	-0.1	-0.6	-3.3	-3.3	-3.3
기타영업외손익	2.0	-6.5	7.6	1.2	1.2
세전계속사업이익	**33.6**	**20.8**	**23.1**	**29.1**	**35.5**
계속사업법인세비용	8.0	10.2	5.1	5.8	7.1
계속사업이익	25.6	10.6	18.0	23.3	28.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**25.6**	**10.6**	**18.0**	**23.3**	**28.4**
지배주주	18.4	1.1	16.2	21.0	25.5
총포괄이익	**28.9**	**10.6**	**18.0**	**23.3**	**28.4**
매출총이익률 (%)	46.4	43.3	49.3	48.9	48.5
영업이익률 (%)	6.8	6.4	6.3	7.8	8.2
EBITDA 마진률 (%)	15.1	22.3	17.2	17.0	16.4
당기순이익률 (%)	5.0	1.9	3.3	3.9	4.4
ROA (%)	2.5	0.1	1.4	1.8	2.1
ROE (%)	7.4	0.3	5.0	6.0	6.9
ROIC (%)	6.5	2.7	3.0	4.1	4.5

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**23.5**	**54.2**	**92.8**	**81.6**	**83.0**
당기순이익(손실)	25.6	10.6	18.0	23.3	28.4
비현금수익비용가감	67.1	115.2	32.5	57.1	53.4
유형자산감가상각비	17.7	48.6	25.8	29.3	32.2
무형자산상각비	24.6	39.7	34.2	26.0	19.9
기타현금수익비용	2.3	26.9	-27.5	1.8	1.4
영업활동 자산부채변동	-54.9	-45.0	42.3	1.1	1.2
매출채권 감소(증가)	-8.0	-8.4	31.4	-6.6	-4.6
재고자산 감소(증가)	-9.0	-6.5	-8.6	-3.2	-2.2
매입채무 증가(감소)	1.3	20.2	18.3	9.8	6.8
기타자산, 부채변동	-39.2	-50.2	1.1	1.2	1.2
투자활동 현금	**-46.5**	**-101.0**	**-78.1**	**-88.3**	**-89.3**
유형자산처분(취득)	-28.4	-66.2	-72.0	-63.0	-63.0
무형자산 감소(증가)	1.2	-0.5	-1.9	-1.9	-1.9
투자자산 감소(증가)	-21.2	32.3	16.7	-1.7	-1.8
기타투자활동	1.9	-66.6	-20.9	-21.7	-22.6
재무활동 현금	**115.2**	**-30.8**	**2.0**	**3.0**	**1.0**
차입금의 증가(감소)	-38.3	-41.6	2.0	3.0	1.0
자본의 증가(감소)	153.5	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	10.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**92.2**	**-77.6**	**16.6**	**-3.7**	**-5.3**
기초현금	49.4	141.6	64.0	80.6	76.9
기말현금	141.6	64.0	80.6	76.9	71.6

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	31.7	500.2	26.5	20.5	17.3
P/B	1.9	1.8	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.6	8.2	9.4	8.8	8.7
P/CF	6.3	4.5	7.5	4.7	4.6
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	21.6	8.4	-0.7	9.2	6.7
영업이익	4.2	1.9	-2.3	35.4	12.8
세전이익	37.6	-38.1	11.2	25.9	21.7
당기순이익	134.8	-58.4	69.7	29.2	21.7
EPS	162.6	-44.6	44.5	29.2	21.7
안정성 (%)					
부채비율	95.1	166.8	165.1	160.9	154.6
유동비율	126.2	79.0	65.7	64.4	62.7
순차입금/자기자본(x)	4.1	109.1	105.9	103.0	99.3
영업이익/금융비용(x)	4.2	2.5	1.2	1.7	1.9
총차입금 (십억원)	215	553	555	558	559
순차입금 (십억원)	17	459	465	473	482
주당지표(원)					
EPS	1,409	780	1,127	1,455	1,772
BPS	23,391	22,129	23,392	24,847	26,619
CFPS	7,074	8,735	3,505	5,583	5,678
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 제이콘텐트리, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

JYP Ent. (035900)

2020. 4. 6 | 미디어/엔터

야속한 코로나만 물러나면 V자 반등인데…

Analyst **김현용**
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 28,000 원
현재주가 17,600 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

코로나 장기화로 공연 취소 24만명 달해 실적전망 하향 불가피

코로나를 반영한 동사 올해 투어모객수와 음반판매량은 각각 110만명(YoY +17%), 410만장(YoY +0%)으로 예상된다. 연초 전망치 대비 15%씩 하향 조정되었으며, 트와이스의 피크아웃을 GOT7, 스트레이키즈, ITZY의 성장이 십시일반 메이크업하는 구조가 예상된다. 이미 트와이스 13만명과 스트레이키즈 9만명을 포함하여 24만명 규모의 공연이 취소/연기되었다.

연간 실적에 있어서도 성장폭은 크게 둔화될 수 밖에 없다. 2020년 실적은 매출액 1,613억원(YoY +3.8%), 영업이익 460억원(YoY +6.0%)으로 전망되어 역기저, 코로나 여파로 고성장 유지는 힘들어진 것으로 판단된다. 취소된 공연의 연내 재공연, 아티스트별 차질 없는 음반발매 및 컴백이 현재 제시된 당사 전망치에서 5~7%의 업사이드를 만들 수 있다. 당사뿐만 아니라 케이팝 전반의 코로나발 공연 취소로 성장에 대한 고민이 깊어지며, 산업 밸류에이션에도 중장기적으로는 영향을 미칠 것으로 예상된다.

1Q 실적도 연초대비 대폭 하향… 그래도 3사 중 유일하게 견조

동사 1분기 실적은 매출액 266억원(YoY +0.8%), 영업이익 67억원(YoY +15.5%)으로 컨센서스에 부합하는 양호한 이익이 예상된다. 동사 1분기 활동량은 투어모객수와 음반판매량이 각각 30% 가량 감소한 것이 사실이다. 그러나 전분기 트와이스의 일본 아레나투어(10만명) 실적이 순연 반영되는 효과로 일정 부분의 실적 방어가 예상된다. 금번 분기에도 엔터 3사 중 가장 돋보이는 실적이 예상된다.

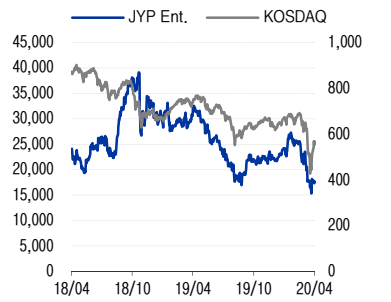
투자의견 매수 유지하지만 목표주가는 20% 하향

동사에 대해 투자의견은 기존의 매수를 유지하지만, 목표주가는 28,000원으로 기존 대비 20% 하향 조정한다. 목표주가 하향은 금번 코로나 실적 영향을 반영함에 있어서 연간 이익 전망치를 기존 대비 동일폭 하향한 점에 기인한다. 엔터 3사 중 가장 실적흐름이 견고하여 조정시 매수 메리트가 가장 큰 종목이지만, 업황의 반등을 가늠할 수 없는 특수성을 감안할 때 당분간은 관망세를 예상한다.

Stock Data

KOSDAQ (4/3)		573.01 pt
시가총액		6,247 억원
발행주식수		35,495 천주
52 주 최고가/최저가		32,500 / 15,350 원
90 일 일평균거래대금		134.39 억원
외국인 지분율		15.3%
배당수익률(20.12E)		0.9%
BPS(20.12E)		5,335 원
KOSDAQ 대비	1 개월	-11.8%
	6 개월	-10.4%
	12 개월	-11.5%
주주구성	박진영 (외 4 인)	18.4%
	한국투자밸류자산운용	7.0%
	자사주 (외 1 인)	6.8%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	124.8	28.7	30.2	24.3	736	43.6	29.9	41.1	33.7	8.4	22.5
2019	155.4	43.5	43.0	31.2	946	28.4	47.0	23.5	14.7	5.0	21.9
2020E	161.3	46.0	46.4	36.2	1,095	15.7	47.6	16.3	10.9	3.3	20.8
2021E	176.6	51.5	52.0	40.5	1,225	11.9	53.5	14.5	9.2	2.8	19.6
2022E	188.6	55.4	55.9	43.6	1,317	7.5	57.7	13.5	8.1	2.4	17.9

자료: JYP Ent., 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

투어 110만명(+17%) & 음반 410만장(플랫): 기존 대비 15%씩 하향

연초만 해도 2020년 JYP의 핵심활동지표인 투어모객수와 음반판매량(한일합산)은 각각 130만명(YoY +38%), 480만장(YoY +17%)으로 전망됐었다. GOT7과 트와이스를 중심으로 6개팀 전원이 고르게 기여하며 각각 20~30% 수준의 성장을 달성하는 것이 충분히 가능한 상황이었다. 그러나 코로나가 길어지는 과정에서 투어가 취소되기 시작하면서 주요 가정은 완전히 바뀌었다. 이미 3~4월 공연에서 24만명(트와이스 13만명, 스트레이키즈 9만명 등)이 취소 및 연기된 상황이며, 음반판매 스케쥴은 크게 차질은 없지만 보수적인 하향 전망이 필요한 시점이다.

이를 반영하여 2020년 동사 핵심활동지표에 대해 투어모객수는 110만명(YoY +17%), 음반판매량은 410만장(YoY 플랫)으로 기존 대비 전망치를 15%씩 하향 조정한다. 우선, 투어는 트와이스가 돔투어 연기로 피크아웃이 예상되고 스트레이키즈도 당초 목표치 대비 4~5만명 하향이 불가피하다고 판단된다. GOT7의 고군분투와 ITZY 팬미팅, 2PM 순차 전역에 따른 활동 재개가 십시일반하며 성장을 지속하는 그림을 예상한다. 한편, 음반은 트와이스가 전년비 앨범발매가 1장 줄어들 것으로 예상되고 연초 일본 정규리팩 판매성과가 저조한 결과 전년비 60만장 가량 빠질 것으로 전망된다. 이 부분을 GOT7, 스트레이키즈, ITZY가 메이크업하는 형태로 전사 기준으로는 플랫을 지킬 것으로 예상한다.

올해 동사 활동량을 요약하자면 트와이스의 피크아웃을 다른 아티스트들이 얼마나 메이크업할 것이며, 나아가 성장을 만들어 줄 수 있는지가 관건이다. 올해까지는 신인 두팀의 약진과 보이그룹 GOT7이 여전히 폼이 살아 있기에 충분히 가능할 전망이다. 그리고 내년부터는 계획 중인 니지프로젝트가 예정대로 4분기 데뷔하고, 2PM 완전체 활동이 내년 상반기부터 가능해 추가적인 성장 기제로 작용할 전망이다.

표22 JYP 아티스트별 2020년 활동량 전망

투어모객수 (만명)	2018	2019	2020E	19/20 Growth	음반판매량 (만장)	2018	2019	2020E	19/20 Growth
JYP	**70**	**94**	**110**	**17%**	**JYP**	**434**	**409**	**410**	**0%**
GOT7	24	31	35	14%	GOT7	87	69	85	24%
Twice	18	42	37	-13%	Twice	277	239	180	-25%
Stray Kids	-	7	18	173%	Stray Kids	34	62	70	13%
ITZY	-	2	5	150%	ITZY	-	12	40	223%
2PM	20	2	5	155%	2PM	5	-	8	n/a
Day6	8	8	10	20%	Day6	13	13	17	34%
기타	0	2	-	-	기타	18	14	10	-30%

자료: JYP, 가온차트, 오리콘차트, 이베스트투자증권 리서치센터

1분기 & 2020년 실적 전망

동사 1분기 실적은 매출액 266억원(YoY +0.8%), 영업이익 67억원(YoY +15.5%)으로 컨센서스에 부합하는 양호한 이익이 예상된다. 동사 1분기 활동량은 투어모객수와 음반판매량이 각각 30% 가량 감소한 것이 사실이다. 그러나 전분기 트와이스의 일본 아레나투어(10만명) 실적이 순연 반영되는 효과로 일정 부분의 실적 방어가 예상된다. 금번 분기에도 엔터 3사 중 가장 돋보이는 실적이 예상된다.

2020년 실적은 매출액 1,613억원(YoY +3.8%), 영업이익 460억원(YoY +6.0%)으로 전망되어 역기저, 코로나 여파로 고성장 유지는 힘들어진 것으로 판단된다. 취소된 공연의 연내 재공연, 아티스트별 차질 없는 음반발매 및 컴백이 현재 제시된 당사 전망치에서 5~7%의 업사이드를 만들 수 있다. 당사뿐만 아니라 케이팝 전반의 코로나발 공연 취소로 성장에 대한 고민이 깊어지며, 산업 밸류에이션에도 중장기적으로는 영향을 미칠 것으로 예상된다.

표23 JYP 부문별 실적추정 상세 내역

(억원)	2017	2018	2019	2020E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	**1,022**	**1,248**	**1,554**	**1,613**	**264**	**392**	**456**	**443**	**266**	**383**	**471**	**494**
% YoY	*38.8%*	*22.1%*	*24.6%*	*3.8%*	*14.8%*	*23.9%*	*34.5%*	*22.0%*	*0.8%*	*-2.3%*	*3.2%*	*11.4%*
% QoQ					*-27.3%*	*48.3%*	*16.4%*	*-2.8%*	*-39.9%*	*43.7%*	*23.0%*	*4.9%*
음반/음원	341	480	570	564	105	139	160	166	76	136	174	178
매니지먼트	416	463	515	562	82	145	171	117	95	136	177	154
콘서트	100	169	*213*	*226*	*21*	*47*	*100*	*45*	*28*	*32*	*95*	*71*
광고	168	178	*172*	*188*	*29*	*53*	*46*	*45*	*35*	*56*	*49*	*48*
출연	148	115	*129*	*148*	*32*	*45*	*25*	*27*	*32*	*48*	*33*	*35*
기타	265	306	470	486	77	108	125	160	95	110	119	162
매출원가	630	687	794	820	142	221	222	209	141	208	231	240
매출총이익	392	562	761	793	122	171	234	234	125	174	240	254
매출총이익률 (%)	38.4%	45.0%	48.9%	49.1%	46.2%	43.6%	51.3%	52.8%	47.1%	45.5%	50.9%	51.4%
영업이익	**195**	**287**	**434**	**460**	**58**	**94**	**148**	**134**	**67**	**91**	**155**	**147**
% YoY	*41.3%*	*47.2%*	*51.2%*	*6.0%*	*314.3%*	*3.3%*	*74.1%*	*35.4%*	*15.5%*	*-3.2%*	*4.7%*	*9.7%*
% QoQ					*-41.4%*	*62.1%*	*57.4%*	*-9.5%*	*-50.0%*	*35.8%*	*70.3%*	*-5.2%*
영업이익률 (%)	**19.1%**	**23.0%**	**27.9%**	**28.5%**	**22.0%**	**24.0%**	**32.5%**	**30.2%**	**25.2%**	**23.8%**	**32.9%**	**29.8%**

주: IFRS 연결 기준
자료: JYP, 이베스트투자증권 리서치센터

JYP Ent. (035900)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	82.6	116.3	136.4	162.9	190.1
현금 및 현금성자산	45.0	38.7	53.8	76.1	99.2
매출채권 및 기타채권	13.3	13.8	15.9	17.4	18.6
재고자산	1.5	0.7	1.0	1.1	1.2
기타유동자산	22.8	63.2	65.7	68.4	71.2
비유동자산	76.7	91.6	106.5	117.8	131.4
관계기업투자등	0.5	3.3	3.4	3.6	3.7
유형자산	36.5	38.8	52.9	63.4	76.1
무형자산	29.1	29.0	28.9	28.7	28.5
자산총계	**159.3**	**207.8**	**242.9**	**280.8**	**321.5**
유동부채	30.5	43.1	47.7	50.3	52.6
매입채무 및 기타재무	9.2	10.0	13.2	14.4	15.4
단기금융부채	0.0	1.2	1.2	1.2	1.2
기타유동부채	21.3	32.0	33.3	34.7	36.1
비유동부채	0.9	2.3	2.4	2.4	2.5
장기금융부채	0.0	1.1	1.1	1.1	1.1
기타비유동부채	0.9	1.2	1.3	1.3	1.4
부채총계	**31.4**	**45.5**	**50.0**	**52.7**	**55.1**
지배주주지분	126.8	158.9	189.4	224.6	262.9
자본금	17.9	17.9	17.9	17.9	17.9
자본잉여금	70.5	76.9	76.9	76.9	76.9
이익잉여금	48.3	75.5	106.6	141.9	180.1
비지배주주지분(연결)	1.1	3.4	3.4	3.4	3.4
자본총계	**128.0**	**162.3**	**192.8**	**228.1**	**266.4**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**124.8**	**155.4**	**161.3**	**176.6**	**188.6**
매출원가	68.7	79.4	82.0	86.7	91.0
매출총이익	**56.2**	**76.1**	**79.3**	**90.0**	**97.6**
판매비 및 관리비	27.4	32.6	33.3	38.5	42.3
영업이익	**28.7**	**43.5**	**46.0**	**51.5**	**55.4**
(EBITDA)	29.9	47.0	47.6	53.5	57.7
금융손익	0.6	1.6	1.1	1.1	1.2
이자비용	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
관계기업등 투자손익	-0.3	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3
기타영업외손익	1.1	-2.0	-0.4	-0.4	-0.4
세전계속사업이익	**30.2**	**43.0**	**46.4**	**52.0**	**55.9**
계속사업법인세비용	5.9	11.8	10.2	11.4	12.3
계속사업이익	24.3	31.2	36.2	40.5	43.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**24.3**	**31.2**	**36.2**	**40.5**	**43.6**
지배주주	23.8	31.3	36.2	40.5	43.6
총포괄이익	**24.4**	**31.2**	**36.2**	**40.5**	**43.6**
매출총이익률 (%)	45.0	48.9	49.2	50.9	51.8
영업이익률 (%)	23.0	28.0	28.5	29.1	29.3
EBITDA 마진률 (%)	24.0	30.3	29.5	30.3	30.6
당기순이익률 (%)	19.4	20.1	22.5	23.0	23.1
ROA (%)	16.8	17.1	16.1	15.5	14.5
ROE (%)	22.5	21.9	20.8	19.6	17.9
ROIC (%)	42.0	48.7	51.8	49.7	46.9

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**22.4**	**50.3**	**39.5**	**43.7**	**47.2**
당기순이익(손실)	24.3	31.2	36.2	40.5	43.6
비현금수익비용가감	10.1	16.5	1.3	2.3	2.7
유형자산감가상각비	0.9	3.3	1.4	1.7	2.1
무형자산상각비	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
기타현금수익비용	-0.5	12.9	-0.3	0.3	0.3
영업활동 자산부채변동	-4.4	5.4	1.9	0.9	1.0
매출채권 감소(증가)	-3.1	1.2	-2.1	-1.5	-1.2
재고자산 감소(증가)	0.2	0.8	-0.3	-0.1	-0.1
매입채무 증가(감소)	-1.2	1.0	3.2	1.3	1.0
기타자산, 부채변동	-0.2	2.5	1.2	1.2	1.3
투자활동 현금	**-13.9**	**-58.8**	**-19.2**	**-16.2**	**-18.8**
유형자산처분(취득)	-12.8	-1.7	-15.5	-12.3	-14.8
무형자산 감소(증가)	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
투자자산 감소(증가)	-2.3	-56.4	-2.8	-2.9	-3.0
기타투자활동	1.5	-0.4	-0.8	-0.9	-0.9
재무활동 현금	**10.7**	**1.7**	**-5.1**	**-5.3**	**-5.3**
차입금의 증가(감소)	0.2	-0.8	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	3.5	-4.0	-5.1	-5.3	-5.3
배당금의 지급	0.0	4.0	5.1	5.3	5.3
기타재무활동	7.0	6.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**19.6**	**-6.3**	**15.2**	**22.3**	**23.1**
기초현금	25.4	45.0	38.7	53.8	76.1
기말현금	45.0	38.7	53.8	76.1	99.2

주: IFRS 연결 기준
자료: JYP Ent., 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	41.1	23.5	16.3	14.5	13.5
P/B	8.4	5.0	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	33.7	14.7	10.9	9.2	8.1
P/CF	30.6	16.5	16.8	14.7	13.7
배당수익률 (%)	0.4	0.7	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
매출액	22.1	24.5	3.8	9.5	6.8
영업이익	47.7	51.2	5.8	11.9	7.5
세전이익	43.3	42.4	8.0	11.9	7.5
당기순이익	48.3	28.6	16.0	11.9	7.5
EPS	43.6	28.4	15.7	11.9	7.5
안정성 (%)					
부채비율	24.5	28.0	26.0	23.1	20.7
유동비율	270.7	269.4	286.2	324.2	361.1
순차입금/자기자본(x)	-47.6	-59.2	-59.0	-60.8	-61.7
영업이익/금융비용(x)	n/a	884.3	890.6	996.8	1,071.6
총차입금 (십억원)	0	2	2	2	2
순차입금 (십억원)	-61	-96	-114	-139	-164
주당지표(원)					
EPS	736	946	1,095	1,225	1,317
BPS	3,587	4,477	5,335	6,328	7,407
CFPS	989	1,344	1,058	1,207	1,303
DPS	122	160	160	160	160

에스엠 (041510)

2020. 4. 6 | 미디어/엔터

1분기 쇼크 넘기고 신예 걸그룹을 맞이하자

Analyst **김현용**
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 29,000 원
현재주가 21,150 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		O

1분기 예상 OP 36억원: 라입업 공백에 코로나까지 덮쳐

동사 1분기 매출액은 1,359억원(YoY +3.9%), 영업이익 36억원(YoY +28.6%)으로 시장기대치에 크게 못 미치는 어닝쇼크가 예상된다. 3월 공연 취소와 앨범 발매 스케쥴 연기, 광고 자회사 부진 등의 영향으로 매출 타격과 손익 악화가 불가피해 보인다. EXO 활동량이 전년비 절반을 마크하기도 힘든 상황인데다, 2분기에도 코로나를 벗어난 업황 정상화를 예상하기는 불가능한 상황으로 판단된다.

올드보이들의 고군분투 속 한줄기 희망인 걸그룹만 오매불망

올해 동사 아티스트 활동량은 엑소의 순차 입대, 동방신기의 일본활동 여건이 전년비 악화된 점 등으로 볼 때 감소가 예상되는 상황이다. NCT, 슈퍼쥬니어, 슈퍼엠이 분전하고 있지만 전언한 두 팀의 정량지표를 대체하기에는 힘에 부치는 것이 사실이다. 샤이니가 4분기는 되어야 멤버들 전역이 완료된다는 점에서 올해 실적 공백을 메우기 위해서는 신인그룹 데뷔가 절실한 상황이라고 판단된다.

투자의견 매수(유지), 목표주가 29,000원(유지) 제시

동사에 대해 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가도 29,000원으로 기존을 유지하도록 한다. 투자의견 매수의 근거는 급격한 주가 조정에 따른 역사적 밸류에이션 저점, 코로나 종식과 동시에 예상되는 신인 걸그룹 모멘텀으로 요약된다. 아울러 자회사 콘텐츠 제작역량 확대, 광고 사업의 전사 실적 변동성 감소도 동사를 경쟁사 대비 차별화시키는 요인으로 판단된다.

Stock Data

KOSDAQ (4/3)		573.01 pt
시가총액		4,959 억원
발행주식수		23,449 천주
52 주 최고가/최저가		47,950 / 16,700 원
90 일 일평균거래대금		85.9 억원
외국인 지분율		16.9%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		19,636 원
KOSDAQ 대비	1 개월	-18.7%
	6 개월	-29.3%
	12 개월	-29.4%
주주구성	이수만 (외 8 인)	19.2%
	국민연금공단 (외 1 인)	9.3%
	한국투자신탁운용	7.6%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	612.2	47.7	46.0	23.4	1,367	580.8	87.7	38.3	11.1	2.8	8.0
2019	657.8	40.4	11.0	-16.2	-389	적전	104.1	-98.8	6.0	2.0	-2.1
2020E	625.0	31.0	23.4	19.5	834	흑전	74.7	25.2	2.8	1.1	4.3
2021E	668.1	34.9	26.0	22.1	943	13.1	76.5	22.3	2.3	1.0	4.7
2022E	708.2	37.0	28.7	24.4	1,041	10.4	76.8	20.2	1.8	1.0	4.9

자료: 에스엠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표24 에스엠 부문별 실적추정 상세 내역

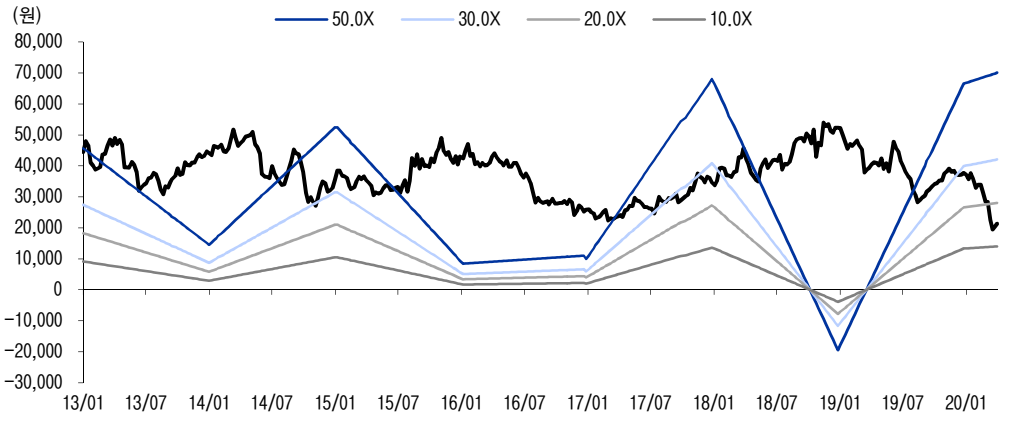
(억원)	2017	2018	2019	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	**3,654**	**6,122**	**6,578**	**6,250**	**1,106**	**1,244**	**1,687**	**2,085**	**1,308**	**1,596**	**1,735**	**1,939**	**1,359**	**1,495**	**1,711**	**1,685**
% YoY	*4.4*	*67.5*	*7.4*	*-5.0*	*62.5*	*83.7*	*94.6*	*45.9*	*18.3*	*28.3*	*2.8*	*-7.0*	*3.9*	*-6.3*	*-1.4*	*-13.1*
% QoQ					*-22.6*	*12.5*	*35.6*	*23.6*	*-37.3*	*22.0*	*8.7*	*11.8*	*-29.9*	*10.0*	*14.4*	*-1.5*
SME	2,162	2,815	3,075	2,755	594	605	657	959	570	646	837	1,022	611	573	821	750
SMJ	588	949	794	609	263	163	204	319	149	160	201	284	134	106	215	155
Dream Maker	425	583	796	762	67	124	179	213	163	140	294	199	205	196	172	190
SM C&C	886	1,969	1,667	1,635	376	523	445	625	352	427	398	490	310	426	407	492
Keyeast	-	598	1,003	1,077	-	-	378	220	234	333	217	219	247	342	243	245
영업이익	**109**	**477**	**404**	**310**	**104**	**100**	**121**	**152**	**28**	**39**	**199**	**138**	**36**	**58**	**116**	**100**
% YoY	*-47.2*	*337.6*	*-15.3*	*-23.3*	*766.0*	*626.0*	*163.0*	*310.8*	*-73.1*	*-61.0*	*64.5*	*-9.2*	*28.6*	*48.7*	*-41.7*	*-27.5*
% QoQ					*178.0*	*-3.7*	*21.3*	*25.6*	*-81.6*	*39.3*	*410.3*	*-30.7*	*-73.9*	*-12.1*	*100.0*	*-13.8*
SME	256	419	372	297	93	84	74	168	86	19	157	110	75	75	80	67
SMJ	54	179	136	101	60	29	45	45	20	42	36	38	29	12	35	25
Dream Maker	0	48	60	61	3	9	25	11	20	5	33	2	10	12	28	11
SM C&C	-130	-21	48	47	-30	-3	4	8	-21	9	25	35	-16	5	19	39
Keyeast	-	-24	-15	-1	-	-	8	-32	-12	7	-5	-5	-8	4	2	1
매출액	**3,654**	**6,122**	**6,578**	**6,250**	**1,106**	**1,244**	**1,687**	**2,085**	**1,308**	**1,596**	**1,735**	**1,939**	**1,359**	**1,495**	**1,711**	**1,685**
음반/음원	942	1,135	1,268	1,089	218	232	186	499	239	262	343	424	290	217	280	302
공연	554	980	1,065	860	195	184	270	331	206	150	362	347	185	99	387	189
출연료	798	785	860	934	172	166	243	204	166	249	234	211	180	270	254	229
광고	377	1,280	1,139	1,175	205	266	322	487	223	309	277	330	190	332	298	355
영상콘텐츠	164	377	546	605	96	182	37	62	56	202	130	158	96	192	143	174
기타	819	1,565	1,700	1,588	220	214	629	502	418	424	389	469	418	385	349	436
% YoY	*4.4*	*67.5*	*7.4*	*-5.0*	*62.4*	*83.8*	*94.6*	*45.9*	*18.3*	*28.3*	*2.8*	*-7.0*	*3.9*	*-6.3*	*-1.4*	*-13.1*
음반/음원	*43.6*	*20.5*	*11.7*	*-14.1*	*60.3*	*78.5*	*-42.8*	*42.2*	*9.6*	*12.9*	*84.4*	*-15.0*	*21.3*	*-17.2*	*-18.4*	*-28.8*
공연	*-16.3*	*76.9*	*8.7*	*-19.3*	*134.9*	*-12.4*	*126.9*	*133.1*	*5.6*	*-18.5*	*34.1*	*4.8*	*-10.3*	*-34.0*	*6.9*	*-45.5*
출연료	*-21.8*	*-1.6*	*9.6*	*8.6*	*-0.6*	*-5.1*	*27.9*	*-21.5*	*-3.5*	*50.0*	*-3.7*	*3.4*	*8.6*	*8.6*	*8.6*	*8.6*
광고	*n/a*	*239.5*	*-11.0*	*3.1*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*n/a*	*8.8*	*16.2*	*-14.0*	*-32.2*	*-14.8*	*7.5*	*7.5*	*7.5*
영상콘텐츠	*-63.9*	*129.9*	*44.8*	*10.8*	*43.3*	*658.3*	*37.0*	*34.8*	*-41.7*	*11.0*	*251.4*	*154.8*	*71.4*	*-5.0*	*10.0*	*10.0*
기타	*15.8*	*91.1*	*8.6*	*-6.6%*	*-0.9*	*55.1*	*205.3*	*98.4*	*90.0*	*98.1*	*-38.2*	*-6.6*	*0.0*	*-9.2*	*-10.3*	*-7.0*
매출액	**3,654**	**6,122**	**6,578**	**6,250**	**1,106**	**1,244**	**1,687**	**2,085**	**1,308**	**1,596**	**1,735**	**1,939**	**1,359**	**1,495**	**1,711**	**1,685**
한국	2,399	4,046	3,977	3,651	605	885	1,236	1,320	708	926	1,120	1,223	758	828	1,082	983
일본	750	972	1,347	1,055	290	149	189	344	329	360	312	346	295	238	334	188
중화권	234	307	352	317	94	82	64	67	51	117	124	60	35	87	105	90
기타	271	797	902	1,228	117	128	198	354	220	193	179	310	271	343	190	424
% YoY	*4.4*	*67.5*	*7.4*	*-5.0*	*62.4*	*83.8*	*94.6*	*45.9*	*18.3*	*28.3*	*2.8*	*-7.0*	*3.9*	*-6.3*	*-1.4*	*-13.1*
한국	*52.2*	*68.7*	*-1.7*	*-8.2*	*60.9*	*110.2*	*133.6*	*23.0*	*17.0*	*4.6*	*-9.4*	*-7.3*	*7.1*	*-10.6*	*-3.4*	*-19.6*
일본	*-21.1*	*29.6*	*38.6*	*-21.0*	*54.3*	*11.2*	*11.2*	*33.3*	*13.4*	*141.6*	*65.1*	*0.6*	*-10.3*	*-33.9*	*7.1*	*-45.7*
중화권	*-46.7*	*31.2*	*14.7*	*-9.9*	*95.8*	*26.2*	*-8.6*	*31.4*	*-45.7*	*42.7*	*93.8*	*-10.4*	*-31.4*	*-25.6*	*-15.3*	*50.0*
기타	*-49.3*	*194.1*	*13.2*	*36.1*	*69.6*	*124.6*	*102.0*	*653.2*	*88.0*	*50.8*	*-9.6*	*-12.4*	*23.2*	*77.7*	*6.1*	*36.8*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자의견

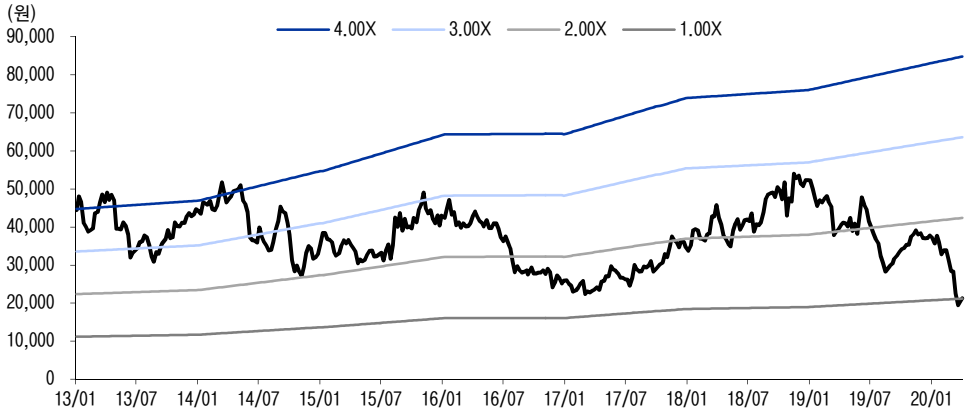
동사에 대해 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가도 29,000원으로 기존을 유지하도록 한다. 투자의견 매수의 근거는 급격한 주가 조정에 따른 역사적 밸류에이션 저점, 코로나 종식과 동시에 예상되는 신인 걸그룹 모멘텀으로 요약된다. 아울러 자회사 콘텐츠 제작역량 확대, 광고 사업의 전사 실적 변동성 감소도 동사를 경쟁사 대비 차별화시키는 요인으로 판단된다.

그림57 에스엠 PER 밴드 차트



자료: 에스엠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 에스엠 PBR 밴드 차트



자료: 에스엠, 이베스트투자증권 리서치센터

에스엠 (041510)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	537.4	628.2	599.3	646.9	693.2
현금 및 현금성자산	237.3	285.0	287.5	317.5	346.8
매출채권 및 기타채권	188.7	195.5	163.0	174.2	184.7
재고자산	11.5	14.8	10.5	11.2	11.9
기타유동자산	99.8	132.9	138.3	144.0	149.8
비유동자산	465.1	486.9	478.4	472.9	470.2
관계기업투자등	106.9	71.2	74.1	77.1	80.2
유형자산	93.3	105.7	101.6	98.6	96.7
무형자산	186.0	199.3	187.5	177.3	168.5
자산총계	**1,002.5**	**1,115.1**	**1,077.6**	**1,119.9**	**1,163.4**
유동부채	394.2	434.8	382.0	401.4	419.8
매입채무 및 기타재무	265.8	288.7	232.6	248.7	263.6
단기금융부채	44.5	66.6	66.6	66.6	66.6
기타유동부채	83.9	79.5	82.8	86.1	89.6
비유동부채	32.1	45.9	46.6	47.4	48.2
장기금융부채	10.2	27.9	27.9	27.9	27.9
기타비유동부채	21.9	18.0	18.7	19.5	20.3
부채총계	**426.3**	**480.7**	**428.6**	**448.8**	**468.0**
지배주주지분	424.2	444.2	460.4	482.5	506.8
자본금	11.5	11.7	11.7	11.7	11.7
자본잉여금	219.1	245.3	245.3	245.3	245.3
이익잉여금	174.2	164.5	184.0	206.1	230.5
비지배주주지분(연결)	151.9	188.6	188.6	188.6	188.6
자본총계	**576.1**	**632.8**	**649.0**	**671.1**	**695.4**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**612.2**	**657.8**	**625.0**	**668.1**	**708.2**
매출원가	409.5	442.2	437.5	467.7	495.7
매출총이익	**202.7**	**215.6**	**187.5**	**200.4**	**212.5**
판매비 및 관리비	155.0	175.2	156.5	165.6	175.5
영업이익	**47.7**	**40.4**	**31.0**	**34.9**	**37.0**
(EBITDA)	87.7	104.1	74.7	76.5	76.8
금융손익	4.8	3.0	1.8	2.0	2.2
이자비용	2.6	3.9	4.0	4.0	4.0
관계기업등 투자손익	-6.4	-10.8	-23.5	-23.5	-23.5
기타영업외손익	-0.2	-21.6	14.1	12.6	12.9
세전계속사업이익	**46.0**	**11.0**	**23.4**	**26.0**	**28.7**
계속사업법인세비용	22.6	27.1	3.9	3.9	4.3
계속사업이익	23.4	-16.2	19.5	22.1	24.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**23.4**	**-16.2**	**19.5**	**22.1**	**24.4**
지배주주	30.6	-9.1	19.5	22.1	24.4
총포괄이익	**16.7**	**-16.2**	**19.5**	**22.1**	**24.4**
매출총이익률 (%)	33.1	32.8	30.0	30.0	30.0
영업이익률 (%)	7.8	6.1	5.0	5.2	5.2
EBITDA 마진률 (%)	14.3	15.8	12.0	11.4	10.9
당기순이익률 (%)	3.8	-2.5	3.1	3.3	3.4
ROA (%)	3.4	-0.9	1.8	2.0	2.1
ROE (%)	8.0	-2.1	4.3	4.7	4.9
ROIC (%)	11.0	-22.7	9.1	10.5	11.7

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**120.0**	**91.9**	**64.8**	**93.5**	**93.9**
당기순이익(손실)	23.4	-16.2	19.5	22.1	24.4
비현금수익비용가감	82.8	137.9	63.0	65.8	64.1
유형자산감가상각비	12.9	25.5	14.7	14.2	13.9
무형자산상각비	27.1	38.2	29.0	27.4	26.0
기타현금수익비용	6.4	74.1	19.3	24.2	24.2
영업활동 자산부채변동	52.4	-4.8	-17.7	5.6	5.4
매출채권 감소(증가)	2.3	-0.2	32.6	-11.2	-10.5
재고자산 감소(증가)	-1.3	-1.4	4.3	-0.7	-0.7
매입채무 증가(감소)	45.7	4.7	-56.1	16.1	14.9
기타자산, 부채변동	5.8	-7.8	1.5	1.5	1.6
투자활동 현금	**-127.0**	**-52.9**	**-62.3**	**-63.4**	**-64.6**
유형자산처분(취득)	-9.7	-13.1	-10.6	-11.3	-12.0
무형자산 감소(증가)	-26.3	-30.1	-17.2	-17.2	-17.2
투자자산 감소(증가)	3.4	3.2	-30.0	-30.3	-30.5
기타투자활동	-94.5	-12.9	-4.5	-4.7	-4.9
재무활동 현금	**46.0**	**5.9**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
차입금의 증가(감소)	-7.6	-4.2	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	35.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	18.6	10.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**41.9**	**47.6**	**2.5**	**30.1**	**29.3**
기초현금	195.5	237.3	285.0	287.5	317.5
기말현금	237.3	285.0	287.5	317.5	346.8

자료: 에스엠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	38.3	-98.8	25.2	22.3	20.2
P/B	2.8	2.0	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	11.1	6.0	2.8	2.3	1.8
P/CF	11.0	7.4	6.0	5.6	5.6
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	67.6	7.4	-5.0	6.9	6.0
영업이익	336.4	-15.4	-23.3	12.5	6.0
세전이익	88.4	-76.2	113.3	11.1	10.4
당기순이익	흑전	적전	흑전	13.1	10.4
EPS	580.8	적전	흑전	13.1	10.4
안정성 (%)					
부채비율	74.0	76.0	66.0	66.9	67.3
유동비율	136.3	144.5	156.9	161.2	165.1
순차입금/자기자본(x)	-39.5	-44.3	-44.1	-47.7	-50.8
영업이익/금융비용(x)	18.7	10.4	7.8	8.8	9.3
총차입금 (십억원)	55	95	95	95	95
순차입금 (십억원)	-227	-280	-286	-320	-353
주당지표(원)					
EPS	1,367	-389	834	943	1,041
BPS	18,428	18,944	19,636	20,577	21,617
CFPS	4,738	5,191	3,518	3,749	3,774
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

와이지엔터테인먼트 (122870)

2020. 4. 6 | 미디어/엔터

Analyst 김현용
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

상반기 PINK! 하반기 BANG?

Buy (maintain)

목표주가 28,000 원
현재주가 23,650 원

오직 블랙핑크와 빅뱅만이 실적을 되살릴 수 있다

연초만 해도 3월 블랙핑크 컴백과 4월 빅뱅 코첼라 공연을 기대했던 동사다. 그러나 코로나 여파로 블랙핑크 컴백은 2분기 중으로 밀렸고, 빅뱅은 하반기는 되어야 모습을 드러낼 것으로 예상된다. 양대 아티스트에 대한 실적의존도가 70~80%로 굉장히 높은 점을 감안할 때 이 두 팀의 컴백만이 동사에 대한 실적 기대감을 재점화시키는 유일한 이벤트일 것으로 전망한다.

공연 취소 여파는 크지 않지만 문제는 불확실성

동사는 주요 엔터 4사 중 코로나로 인한 공연 취소 및 연기 피해는 가정 적다. 아이콘 일본 공연이 4~5월에 걸쳐 7만명 규모로 파악되는데 이중 4월 공연에 해당하는 2만여명이 연기된 것으로 파악된다. 보수적으로 전부 취소를 가정해도 SM과 JYP가 25만명씩 취소되었고, 빅히트가 120만명 연기된 것과 비교할 때 다행스러운 수준임에 틀림없다. 그럼에도 동사가 엔터 3사 중 실적 전망이 어두운 이유는 불확실성에 있다. 2분기 블랙핑크 컴백을 제외하면 빅뱅의 하반기 활동 재개 및 트레져의 데뷔 등 여전히 많은 부분이 베일에 가려져 있기 때문이다. 따라서 동사에 대해서는 양대 아티스트 컴백일정의 확정이 가장 중요한 체크포인트다.

투자의견 매수(유지), 목표주가 28,000원(하향) 제시

동사 투자의견은 매수를 유지하나, 목표주가는 28,000원으로 기존 대비 10% 하향 조정한다. 목표주가 하향은 양대 아티스트 컴백 지연과 신인 데뷔 불확실성 등 보수적인 가정을 적용하여 실적 전망치를 10% 추가 하향한 점에 기인한다. 동사에 대한 투자심리는 일차적으로 2분기 블랙핑크 컴백일 확정시 살아날 가능성이 높지만, 코로나로 인한 공연 취소 사태를 감안하면 추세적 상승으로 이어지기는 어려울 전망이다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		○

Stock Data

KOSDAQ (4/3)		573.01 pt
시가총액		4,305 억원
발행주식수		18,204 천주
52 주 최고가/최저가		38,700 / 19,450 원
90 일 일평균거래대금		106.58 억원
외국인 지분율		16.3%
배당수익률(20.12E)		0.6%
BPS(20.12E)		17,561 원
KOSDAQ 대비	1 개월	-12.5%
	6 개월	13.0%
	12 개월	3.4%
주주구성	양현석 (외 10 인)	33.6%
	네이버 (외 1 인)	9.1%
	국민연금공단 (외 1 인)	6.0%

Stock Price

Financial Data

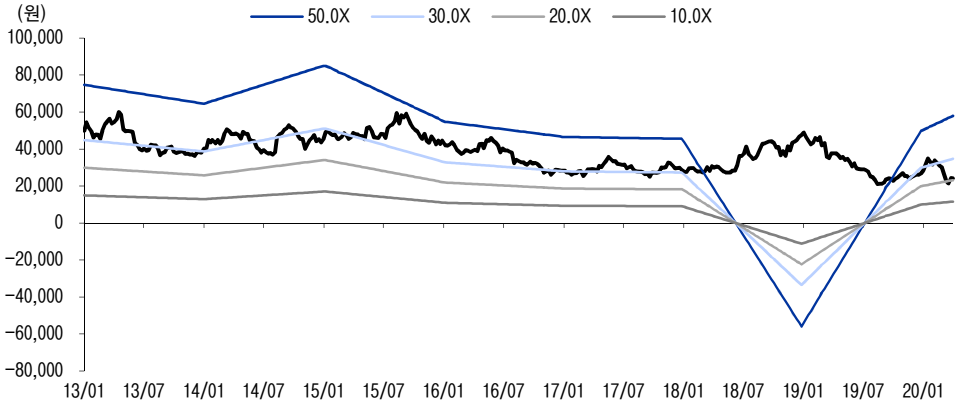
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	269.0	19.7	37.3	15.9	975	-2.8	27.7	48.7	29.0	2.6	5.1
2019	264.5	2.0	-2.0	-24.6	-1,204	적전	19.9	-21.2	19.9	1.5	-6.2
2020E	259.2	8.3	15.7	10.5	572	흑전	18.1	42.1	21.6	1.4	3.1
2021E	275.7	19.3	27.0	18.1	993	73.5	29.6	24.3	13.3	1.3	5.2
2022E	300.5	21.5	29.3	19.7	1,081	8.9	31.9	22.3	12.2	1.3	5.4

자료: 와이지엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

밸류에이션 및 투자의견

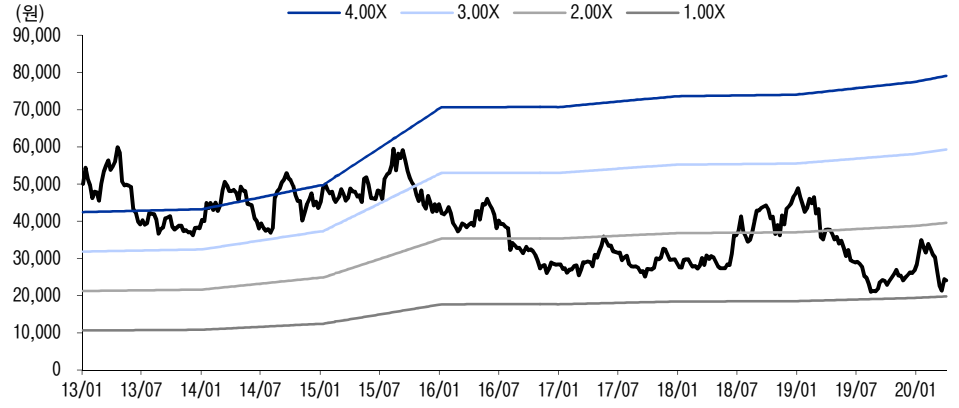
동사 투자의견은 매수를 유지하나, 목표주가는 28,000원으로 기존 대비 10% 하향 조정한다. 목표주가 하향은 양대 아티스트 컴백 지연과 신인 데뷔 불확실성 등 보수적인 가정을 적용하여 실적 전망치를 10% 추가 하향한 점에 기인한다. 동사에 대한 투자심리는 일차적으로 2분기 블랙핑크 컴백일 확정시 살아날 가능성이 높지만, 코로나로 인한 공연 취소 사태를 감안하면 추세적 상승으로 이어지기는 어려울 전망이다.

그림59 YG PER 밴드 차트



자료: YG, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 YG PBR 밴드 차트



자료: YG, 이베스트투자증권 리서치센터

와이지엔터테인먼트 (122870)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	232.7	160.5	147.5	149.8	159.1
현금 및 현금성자산	58.6	47.8	23.6	20.1	21.9
매출채권 및 기타채권	30.1	18.7	23.7	25.1	27.4
재고자산	23.2	16.1	19.0	20.2	22.0
기타유동자산	120.8	78.0	81.1	84.4	87.8
비유동자산	361.6	355.9	376.2	392.4	404.4
관계기업투자등	26.2	23.9	24.9	25.9	26.9
유형자산	105.4	149.1	165.3	176.9	184.0
무형자산	60.7	52.3	50.2	48.2	46.3
자산총계	**594.3**	**516.3**	**523.7**	**542.1**	**563.4**
유동부채	62.7	76.7	77.3	80.5	84.9
매입채무 및 기타재무	31.5	33.1	32.5	34.4	37.5
단기금융부채	3.4	13.3	13.3	13.3	13.3
기타유동부채	27.8	30.3	31.5	32.8	34.1
비유동부채	82.2	18.0	18.1	18.1	18.2
장기금융부채	80.4	16.7	16.7	16.7	16.7
기타비유동부채	1.8	1.3	1.3	1.4	1.4
부채총계	**144.9**	**94.7**	**95.4**	**98.6**	**103.1**
지배주주지분	359.8	336.8	343.5	358.7	375.5
자본금	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3
자본잉여금	209.5	209.9	209.9	209.9	209.9
이익잉여금	139.7	115.2	122.8	138.1	154.9
비지배주주지분(연결)	89.7	84.9	84.9	84.9	84.9
자본총계	**449.4**	**421.7**	**428.3**	**443.5**	**460.3**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**269.0**	**264.5**	**259.2**	**275.7**	**300.5**
매출원가	179.0	184.1	172.5	183.4	199.9
매출총이익	**90.0**	**80.4**	**86.8**	**92.3**	**100.6**
판매비 및 관리비	70.2	79.5	78.5	72.9	79.1
영업이익	**19.7**	**2.0**	**8.3**	**19.3**	**21.5**
(EBITDA)	27.7	19.9	18.1	29.6	31.9
금융손익	5.4	2.5	6.1	6.4	6.7
이자비용	1.9	2.1	0.1	0.1	0.1
관계기업등 투자손익	-0.5	1.1	3.7	3.7	3.7
기타영업외손익	12.8	-7.7	-2.4	-2.4	-2.5
세전계속사업이익	**37.3**	**-2.0**	**15.7**	**27.0**	**29.3**
계속사업법인세비용	12.2	11.6	5.1	8.8	9.6
계속사업이익	25.1	-13.6	10.5	18.1	19.7
중단사업이익	-9.1	-11.1	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**15.9**	**-24.6**	**10.5**	**18.1**	**19.7**
지배주주	17.8	-21.5	10.5	18.1	19.7
총포괄이익	**16.1**	**-24.6**	**10.5**	**18.1**	**19.7**
매출총이익률 (%)	33.5	30.4	33.5	33.5	33.5
영업이익률 (%)	7.3	0.8	3.2	7.0	7.1
EBITDA 마진률 (%)	10.3	7.5	7.0	10.7	10.6
당기순이익률 (%)	5.9	-9.3	4.1	6.6	6.6
ROA (%)	3.0	-3.9	2.0	3.4	3.6
ROE (%)	5.1	-6.2	3.1	5.2	5.4
ROIC (%)	4.8	0.4	1.6	3.6	3.8

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**5.2**	**35.8**	**7.3**	**24.3**	**25.7**
당기순이익(손실)	25.1	-13.6	10.5	18.1	19.7
비현금수익비용가감	8.7	41.1	5.3	6.7	6.8
유형자산감가상각비	3.7	14.4	6.1	6.7	6.9
무형자산상각비	4.4	3.5	3.7	3.6	3.5
기타현금수익비용	-12.3	23.2	-4.6	-3.6	-3.6
영업활동 자산부채변동	-19.7	19.5	-8.5	-0.5	-0.8
매출채권 감소(증가)	5.7	7.5	-5.0	-1.4	-2.3
재고자산 감소(증가)	-8.6	4.1	-3.0	-1.1	-1.8
매입채무 증가(감소)	-14.9	3.6	-0.6	1.9	3.1
기타자산, 부채변동	-1.9	4.3	0.1	0.1	0.1
투자활동 현금	**-48.4**	**35.9**	**-28.6**	**-24.9**	**-21.0**
유형자산처분(취득)	-23.3	-40.4	-22.3	-18.3	-14.0
무형자산 감소(증가)	-1.6	0.9	-1.6	-1.6	-1.6
투자자산 감소(증가)	-10.8	71.4	0.6	0.5	0.4
기타투자활동	-12.6	4.0	-5.3	-5.5	-5.7
재무활동 현금	**1.4**	**-83.4**	**-2.9**	**-2.9**	**-2.9**
차입금의 증가(감소)	7.5	-76.4	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9
배당금의 지급	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
기타재무활동	-3.2	-4.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**-40.3**	**-10.8**	**-24.2**	**-3.5**	**1.8**
기초현금	98.9	58.6	47.8	23.6	20.1
기말현금	58.6	47.8	23.6	20.1	21.9

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	48.7	-21.2	42.1	24.3	22.3
P/B	2.6	1.5	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	29.0	19.9	21.6	13.3	12.2
P/CF	25.6	16.9	29.8	19.0	17.8
배당수익률 (%)	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6
성장성 (%)					
매출액	-23.1	-1.7	-2.0	6.3	9.0
영업이익	-21.8	-89.7	308.3	133.8	11.0
세전이익	24.2	적전	흑전	72.1	8.8
당기순이익	33.9	적전	흑전	72.1	8.8
EPS	-2.8	적전	흑전	73.5	8.9
안정성 (%)					
부채비율	32.2	22.5	22.3	22.2	22.4
유동비율	371.2	209.3	190.8	186.0	187.3
순차입금/자기자본(x)	-13.4	-16.3	-10.9	-10.2	-10.7
영업이익/금융비용(x)	10.3	1.0	72.1	168.6	187.2
총차입금 (십억원)	84	30	30	30	30
순차입금 (십억원)	-60	-69	-47	-45	-49
주당지표(원)					
EPS	975	-1,204	572	993	1,081
BPS	18,407	17,221	17,561	18,339	19,198
CFPS	1,858	1,513	809	1,267	1,355
DPS	150	150	150	150	150

자료: 와이지엔터테인먼트, 이베스트투자증권 리서치센터

CJ CGV (079160)

2020. 4. 6 | 미디어/엔터

Analyst 김현용
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

짙어지는 관망세

Buy (maintain)

목표주가 30,000 원
현재주가 18,200 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		O

1분기 대규모 영업적자에 이어 상반기말까지 라인업 부재

동사 1분기 실적은 매출액 2,988억원(YoY -35.7%), 영업손실 95억원(YoY 적전)으로 컨센서스 하회가 불가피할 전망이다. 외형 급감은 코로나 직격탄을 맞은 한국과 중국을 중심으로 시장이 각각 53%, 84% 급락한 점에 기인한다. 게다가 터키, 인도네시아, 베트남도 한중보다는 늦었지만 3월 중순 이후 코로나발 영업중단에 들어가 있는 최악의 업황이다. 더 큰 문제는 헐리웃 대작 라인업들이 하반기 아닌 내년 상반기로 개봉을 대거 연기함에 따라 2분기에도 주력 라인업이 없다는 점이다. 긴 횡보와 하반기 느린 속도의 개선을 기대할 수 밖에 없는 상황으로 판단된다.

내년 터키법인, 내후년 동북아법인 IPO 계획에도 차질 可

터키 TRS는 리라화 환율이 추가로 소폭 하락함에 따라 기중 추가손실 인식 가능성이 있는 것으로 판단된다. 이자비용 포함 추가손실 인식 가능금액은 현재 500억원이 남은 상황으로 파악된다. 내년 4월 만기시 3,600억원의 현금을 거래 상대방에 지급하고 터키법인 지분 35%를 받아오는 최종정산이 남아 있다. 자회사 IPO는 터키를 내년 상반기 목표로 먼저 추진하고, 2022~2023년경 동북아법인 IPO를 추진할 계획이었다. 다만, 이 부분도 코로나로 인해 지연될 가능성이 생겼다고 보는 것이 합리적이다.

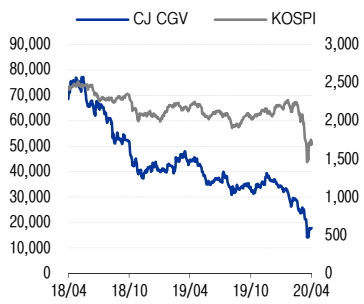
적자폭 확대 반영하여 목표주가 25% 하향

동사에 대해 투자의견은 기존의 매수를 유지하지만, 목표주가는 30,000원으로 기존 대비 25% 하향 조정한다. 목표주가 하향은 코로나발 1분기 대규모 영업적자를 반영하는 과정에서 Fwd 12M 실적이 25% 하향되었기 때문이다. 투자의견 매수 근거는 1)코로나로 인한 영업타격이 정점을 지나며 중국부터 순차적인 영업재개를 기다리는 중이고, 2) 터키, 인니, 베트남은 코로나 피해가 크지 않아 비교적 빠른 시장 회복이 가능할 것으로 판단되기 때문이다.

Stock Data

KOSPI (4/3)		1,725.44 pt
시가총액		3,851 억원
발행주식수		21,161 천주
52 주 최고가/최저가		45,700 / 14,150 원
90 일 일평균거래대금		60.86 억원
외국인 지분율		6.9%
배당수익률(20.12E)		1.1%
BPS(20.12E)		13,896 원
KOSPI 대비	1 개월	-12.4%
	6 개월	-31.2%
	12 개월	-38.6%
주주구성	CJ (외 3 인)	39.1%
	국민연금공단 (외 1 인)	7.8%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	1,769.4	77.7	-210.5	-188.5	-6,647	적지	237.1	-6.2	7.7	3.3	-49.6
2019	1,942.3	122.0	-228.6	-239.1	-7,213	적지	489.8	-5.2	7.8	3.0	-57.6
2020E	1,857.6	83.2	43.4	29.3	900	흑전	252.1	20.2	13.7	1.3	6.7
2021E	1,970.5	119.4	72.8	53.2	1,633	81.4	295.1	11.1	12.0	1.1	10.8
2022E	2,072.9	129.8	89.6	65.4	2,010	23.1	302.8	9.1	11.9	0.9	11.4

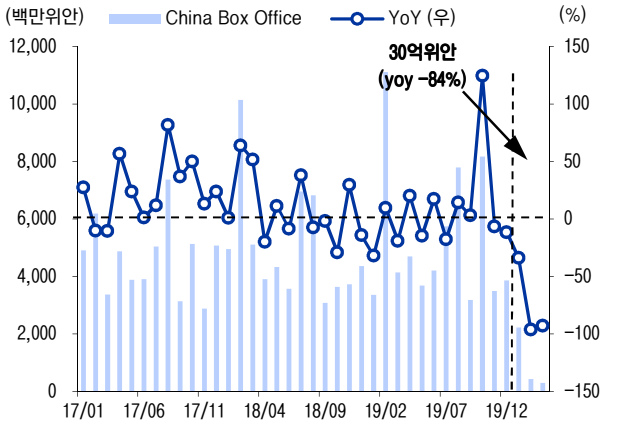
자료: CJ CGV, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

[1] 1분기 중국시장 Preview

1분기 중국 CGV 실적은 매출액 209억원(YoY -81.0%), 영업손실 85억원(YoY 적자전환)으로 전년동기대비 200억원 감익이라는 충격적인 성적표가 예상된다. 동기간 시장은 84% 이상 감소하였으며, 특히 3월은 시장이 전무한 수준을 기록했다. 1월 24일부터 영업중단에 들어가며 분기 영업일수의 약 70%를 가동하지 않았기에 고정비 부담에 따른 대규모 적자가 불가피할 전망이다.

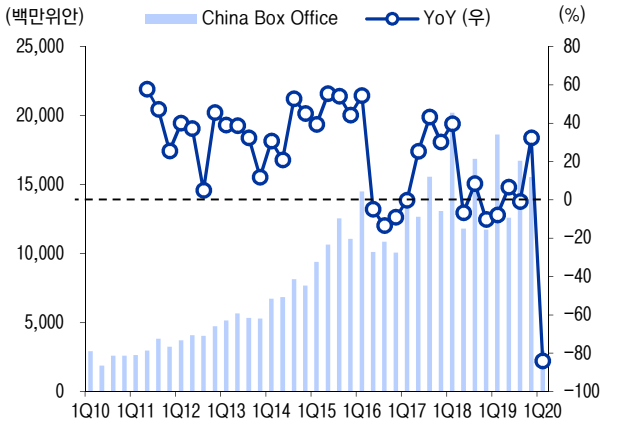
4월 중으로는 점진적인 영업재개를 기대해 볼 수 있는 상황으로 파악되지만, 여전히 불확실성은 존재한다. 만약, 전점포의 영업재개가 2분기 중 완료된다고 하더라도 개봉 연기된 헐리웃 라인업들은 하반기는 되어야 그것도 일부 개봉한다. 따라서 V자 반등은 요원하며 상반기말까지 L자형 횡보와 하반기 느린 속도의 반등이 예상된다.

그림61 중국 박스오피스 시장 월별 매출액 추이



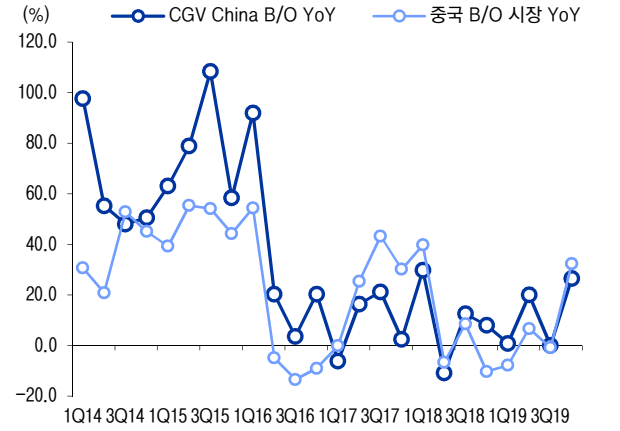
자료: CBO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 중국 박스오피스 시장 분기별 매출액 추이



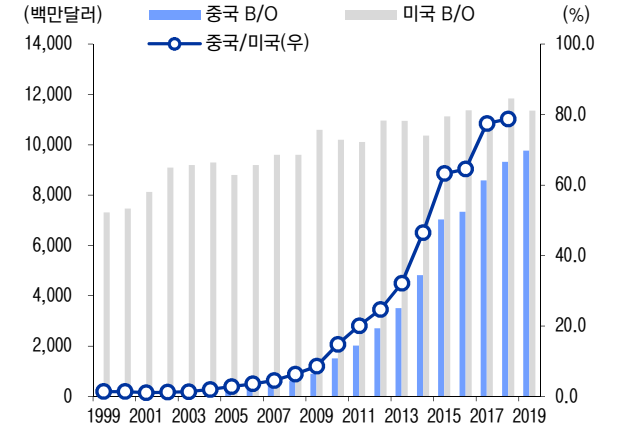
자료: CBO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 CGV China vs 중국시장 YoY 성장률 비교



자료: CJ CGV, CBO, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 중국 vs 미국 박스오피스 상대규모 추이



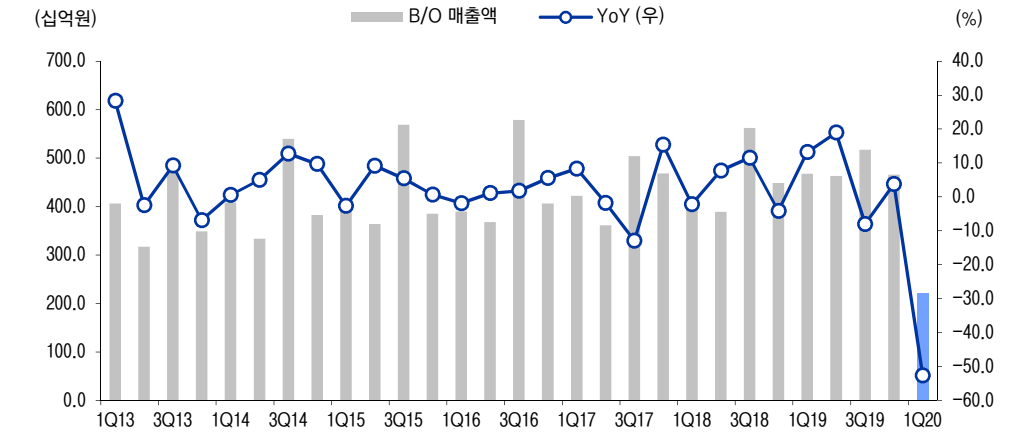
자료: CBO, Boxofficemojo, 이베스트투자증권 리서치센터

[2] 1분기 한국시장 Preview

1분기 별도실적은 매출액 1,375억원(YoY -44.7%), 영업손실 87억원(YoY 적자전환)으로 적자전환이 불가피할 전망이다. 시장이 53% 역신장한 영향으로 매출 급감은 필연적이며 고정비 절감에도 불구하고 적자를 피하는 것은 불가능하다고 판단된다. 4월초에 접어든 지금도 일별 영화 관람객은 살아날 기미조차 보이지 않는다는 것이 더 큰 문제로 판단된다.

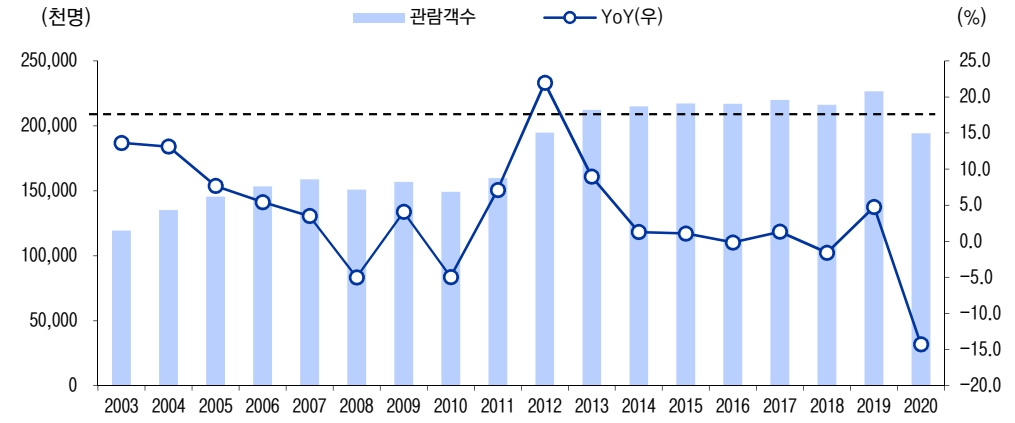
전년도 관객수 2.27억명으로 사상 최고치를 갈아치운 박스오피스 시장은 올해 역대급 한파가 몰아칠 예정이다. 가늠조차 힘들지만 당사는 보수적 가정을 적용하여 연간 관람객수 전망치로 1.94억명(YoY -14.3%)을 제시한다. 이에 따라 별도법인 올해 실적도 영업이익 403억원(YoY -46.4%)으로 대폭 감익이 확실시된다.

그림65 한국 박스오피스시장 분기별 매출액 추이



자료: KOBIS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 한국 박스오피스 연간 전망



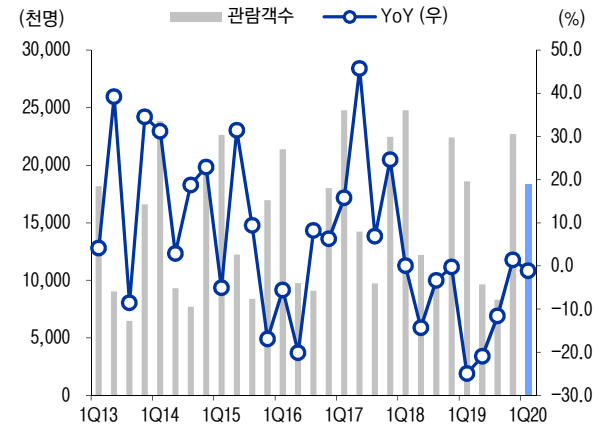
자료: KOBIS, 이베스트투자증권 리서치센터

[3] 1분기 터키시장 Preview

1분기 터키법인 실적은 매출액 511억원(YoY +32.0%), 영업이익 78억원(YoY +239%)으로 한중 지역의 대규모 적자를 조금이나마 메이크업할 것으로 전망된다. 시장은 동기간 매출기준 18% 성장하였는데, 이는 플랫했던 관객수에도 티켓가격 인상효과가 이어진 점에 기인한다. 3월 상반월까지만 해도 터키시장의 전년동기대비 매출성장률은 30% 이상을 유지했으나 3월 하반월 전국 상영관이 영업중단에 들어가며 성장률은 18%로 내려 앉았다.

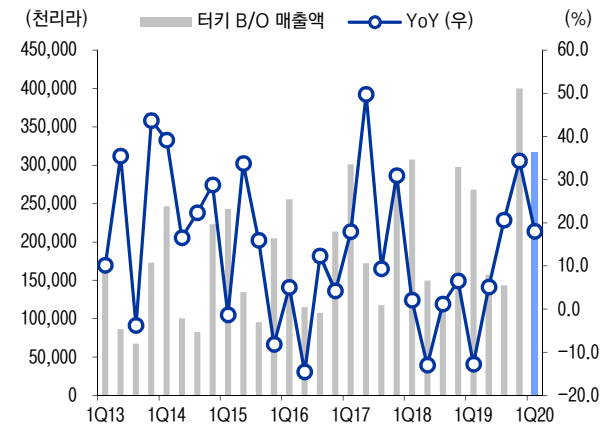
터키는 동사의 영업지역 가운데 코로나 피해가 가장 미미한 지역이다. 영업중단 조치도 길어지지 않을 가능성이 높아 정상화시 빠른 반등이 예상된다. 라인업 측면에서도 헐리웃보단 로컬영화 의존도가 높아 전세계적으로 볼 때 큰 시장은 아니지만 외풍에 의한 흔들림도 크지 않을 것으로 전망된다.

그림67 터키 박스오피스 시장 분기별 관람객수 추이



자료: 박스오피스터키, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 터키 박스오피스 시장 분기별 매출액 추이



자료: 박스오피스터키, 이베스트투자증권 리서치센터

표25 CJ CGV 실적추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E
매출액	**464.6**	**481.9**	**497.5**	**498.3**	**298.8**	**448.2**	**557.9**	**552.7**	**1,714.4**	**1,769.4**	**1,942.3**	**1,857.6**
한국	248.8	266.3	282.1	256.7	137.5	233.0	289.2	263.1	932.2	974.8	1,053.9	922.8
중국	109.9	94.7	103.6	98.0	20.9	75.4	136.8	132.7	338.4	367.5	406.2	365.9
베트남	45.7	53.4	45.1	41.9	52.6	58.4	51.9	48.2	130.6	137.6	186.1	211.0
터키	38.7	26.3	25.6	55.0	46.9	31.0	34.1	55.7	220.7	167.7	145.6	167.8
인도네시아	23.9	32.3	30.5	32.9	30.8	39.6	39.3	42.3	71.7	91.6	119.6	152.0
4DX	20.9	31.9	28.3	31.8	27.9	33.7	29.9	33.6	115.3	122.5	122.9	125.1
YoY (%)	*5.3*	*19.0*	*5.2*	*10.6*	*-35.7*	*-7.0*	*12.1*	*10.9*	*19.7*	*3.2*	*9.8*	*-4.4*
한국	*13.0*	*20.3*	*0.0*	*2.2*	*-44.7*	*-12.5*	*2.5*	*2.5*	*1.9*	*4.6*	*8.1*	*-12.4*
중국	*2.8*	*18.1*	*3.5*	*22.0*	*-81.0*	*-20.4*	*32.1*	*35.4*	*11.2*	*8.6*	*10.5*	*-9.9*
베트남	*42.8*	*32.5*	*30.7*	*36.0*	*15.0*	*9.4*	*15.0*	*15.0*	*17.6*	*5.4*	*35.2*	*13.4*
터키	*-38.3*	*-17.0*	*20.8*	*5.6*	*21.2*	*17.9*	*33.3*	*1.3*	*92.2*	*-24.0*	*-13.2*	*15.2*
인도네시아	*24.5*	*38.6*	*31.1*	*27.0*	*28.7*	*22.6*	*28.7*	*28.7*	*-*	*27.8*	*30.5*	*27.1*
4DX	*-4.1*	*8.5*	*-24.3*	*-6.2*	*33.5*	*5.6*	*5.6*	*5.6*	*40.6*	*6.2*	*0.3*	*10.8*
영업이익	**23.5**	**23.5**	**31.0**	**45.2**	**-9.5**	**17.4**	**37.6**	**37.7**	**86.2**	**77.7**	**122.1**	**83.2**
한국	7.3	9.3	26.5	25.4	-8.7	3.6	28.3	12.1	43.9	36.1	68.4	35.3
중국	11.8	2.7	5.0	4.6	-8.5	-0.8	7.3	12.9	13.6	20.0	24.1	10.9
베트남	7.2	6.4	4.1	2.5	3.2	6.6	2.5	1.4	11.1	7.9	20.2	13.8
터키	2.3	-2.9	-5.0	12.2	7.8	-1.0	-1.4	11.2	27.1	12.7	6.6	16.6
인도네시아	0.2	6.4	4.2	5.9	2.2	7.9	6.0	4.2	1.4	5.5	16.7	20.3
4DX	-0.5	4.6	4.7	4.4	-0.3	5.2	2.0	3.1	12.2	13.5	1.3	10.0
OPM (%)	*5.1*	*4.9*	*6.2*	*9.1*	*-3.2*	*3.9*	*6.7*	*6.8*	*5.0*	*4.4*	*6.3*	*4.5*
한국	*2.9*	*3.5*	*9.4*	*9.9*	*-6.3*	*1.5*	*9.8*	*4.6*	*4.7*	*3.7*	*7.2*	*3.8*
중국	*10.7*	*2.9*	*4.8*	*4.7*	*-40.7*	*-1.1*	*5.3*	*9.7*	*4.0*	*5.4*	*5.9*	*3.0*
베트남	*15.8*	*12.0*	*9.1*	*6.0*	*6.1*	*11.3*	*4.9*	*3.0*	*8.5*	*5.7*	*10.9*	*6.5*
터키	*5.9*	*-11.0*	*-19.5*	*22.2*	*16.6*	*-3.2*	*-4.0*	*20.1*	*12.3*	*7.6*	*4.5*	*9.9*
인도네시아	*0.8*	*19.8*	*13.8*	*17.9*	*7.2*	*19.9*	*15.3*	*9.9*	*2.0*	*1.6*	*14.0*	*13.4*
4DX	*-2.4*	*14.4*	*16.6*	*13.8*	*-0.9*	*15.4*	*6.7*	*9.2*	*10.6*	*11.0*	*1.1*	*8.0*
스크린수 / 상영관수												
글로벌 (사이트)	**524**	**538**	**553**	**579**	**587**	**595**	**605**	**616**	**445**	**517**	**579**	**616**
(스크린)	**3,828**	**3,916**	**4,009**	**4,163**	**4,219**	**4,275**	**4,345**	**4,397**	**3,348**	**3,778**	**4,163**	**4,397**
한국	158	160	163	168	170	172	174	176	145	156	168	176
	1,163	1,176	1,191	1,221	1,237	1,253	1,269	1,285	1,085	1,148	1,221	1,285
해외	366	378	390	411	417	423	431	440	300	361	411	440
	2,665	2,740	2,818	2,942	2,982	3,022	3,076	3,112	2,263	2,630	2,942	3,112
중국	120	125	134	141	142	143	145	147	100	118	141	147
	949	991	1,059	1,116	1,124	1,132	1,148	1,164	795	934	1,116	1,164
터키	107	107	107	108	109	110	111	112	96	106	108	112
	909	909	906	913	921	929	937	945	840	905	913	945
베트남	73	76	77	82	84	86	88	90	53	71	82	90
	433	448	453	475	487	499	511	523	324	418	475	523
인도네시아	57	61	62	67	69	71	74	77	42	57	67	77
	343	361	366	389	401	413	431	449	274	343	389	449
미얀마	7	7	8	9	9	9	9	10	7	7	9	10
	20	20	23	28	28	28	28	31	19	19	28	31

자료: CJ CGV, 이베스트투자증권 리서치센터

CJ CGV (079160)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	497.0	669.3	577.2	487.4	409.1
현금 및 현금성자산	185.3	351.7	284.4	185.5	99.2
매출채권 및 기타채권	189.8	200.9	169.6	174.0	176.5
재고자산	18.8	21.6	24.2	24.9	26.2
기타유동자산	103.1	95.2	99.0	103.0	107.2
비유동자산	1,737.2	3,807.6	3,989.5	4,129.8	4,232.3
관계기업투자등	56.8	63.5	66.1	68.8	71.6
유형자산	831.5	924.2	979.6	989.3	956.8
무형자산	500.3	336.3	359.3	382.2	405.2
자산총계	**2,234.2**	**4,477.0**	**4,566.7**	**4,617.2**	**4,641.4**
유동부채	861.4	1,119.4	1,146.8	1,157.1	1,132.6
매입채무 및 기타재무	257.2	281.2	306.7	314.7	287.7
단기금융부채	435.2	666.1	661.1	656.1	651.1
기타유동부채	169.0	172.1	179.0	186.3	193.9
비유동부채	822.5	2,801.8	2,795.1	2,786.4	2,773.8
장기금융부채	720.5	2,714.3	2,705.3	2,694.3	2,679.3
기타비유동부채	102.0	87.6	89.8	92.2	94.6
부채총계	**1,683.9**	**3,921.2**	**3,941.9**	**3,943.5**	**3,906.5**
지배주주지분	259.7	270.4	294.1	343.0	404.2
자본금	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6
자본잉여금	89.9	89.9	89.9	89.9	89.9
이익잉여금	181.7	15.3	40.4	89.3	150.5
비지배주주지분(연결)	290.6	330.7	330.7	330.7	330.7
자본총계	**550.3**	**601.1**	**624.8**	**673.7**	**734.9**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**1,769.4**	**1,942.3**	**1,857.6**	**1,970.5**	**2,072.9**
매출원가	857.0	1,157.3	983.5	1,044.4	1,098.7
매출총이익	**912.3**	**785.0**	**874.1**	**926.1**	**974.3**
판매비 및 관리비	834.6	663.0	790.9	806.7	844.4
영업이익	**77.7**	**122.0**	**83.2**	**119.4**	**129.8**
(EBITDA)	237.1	489.8	252.1	295.1	302.8
금융손익	-43.4	-151.9	-12.5	-10.4	-8.1
이자비용	47.2	157.7	60.0	59.7	59.4
관계기업등 투자손익	4.7	4.9	7.8	7.8	7.8
기타영업외손익	-249.5	-203.6	-35.0	-44.0	-39.9
세전계속사업이익	**-210.5**	**-228.6**	**43.4**	**72.8**	**89.6**
계속사업법인세비용	-21.9	10.5	14.1	19.7	24.2
계속사업이익	-188.5	-239.1	29.3	53.2	65.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**-188.5**	**-239.1**	**29.3**	**53.2**	**65.4**
지배주주	-140.7	-152.6	19.0	34.6	42.5
총포괄이익	**-246.3**	**-239.1**	**29.3**	**53.2**	**65.4**
매출총이익률 (%)	51.6	40.4	47.1	47.0	47.0
영업이익률 (%)	4.4	6.3	4.5	6.1	6.3
EBITDA 마진률 (%)	13.4	25.2	13.6	15.0	14.6
당기순이익률 (%)	-10.7	-12.3	1.6	2.7	3.2
ROA (%)	-6.0	-4.5	0.4	0.8	0.9
ROE (%)	-49.6	-57.6	6.7	10.8	11.4
ROIC (%)	3.6	3.6	1.6	2.4	2.5

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**100.1**	**262.8**	**294.1**	**229.8**	**205.8**
당기순이익(손실)	-188.5	-239.1	29.3	53.2	65.4
비현금수익비용가감	447.1	750.0	207.3	170.3	167.6
유형자산감가상각비	138.6	325.6	148.9	155.7	152.9
무형자산상각비	20.8	42.2	20.0	20.0	20.0
기타현금수익비용	-28.5	382.2	38.4	-5.4	-5.3
영업활동 자산부채변동	-112.4	-70.4	57.4	6.4	-27.3
매출채권 감소(증가)	-4.3	-14.0	31.3	-4.4	-2.5
재고자산 감소(증가)	5.4	-2.6	-2.7	-0.6	-1.3
매입채무 증가(감소)	-71.9	-20.3	25.5	8.0	-27.0
기타자산, 부채변동	-41.6	-33.6	3.3	3.4	3.6
투자활동 현금	**-28.9**	**-207.8**	**-343.1**	**-308.4**	**-267.8**
유형자산처분(취득)	-35.4	-185.2	-204.3	-165.4	-120.5
무형자산 감소(증가)	-8.8	-25.1	-43.0	-43.0	-43.0
투자자산 감소(증가)	7.3	14.7	5.0	4.9	4.8
기타투자활동	8.0	-12.2	-100.8	-104.9	-109.2
재무활동 현금	**-11.6**	**104.8**	**-18.2**	**-20.2**	**-24.2**
차입금의 증가(감소)	-128.3	-106.9	-14.0	-16.0	-20.0
자본의 증가(감소)	-12.1	-12.1	-4.2	-4.2	-4.2
배당금의 지급	12.1	12.1	4.2	4.2	4.2
기타재무활동	128.9	223.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**52.8**	**166.3**	**-67.3**	**-98.8**	**-86.3**
기초현금	132.6	185.3	351.7	284.4	185.5
기말현금	185.3	351.7	284.4	185.5	99.2

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	-6.2	-5.2	20.2	11.1	9.1
P/B	3.3	3.0	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	7.7	7.8	13.7	12.0	11.9
P/CF	3.4	1.6	1.6	1.7	1.6
배당수익률 (%)	0.5	0.5	1.1	1.1	1.1
성장성 (%)					
매출액	3.2	9.8	-4.4	6.1	5.2
영업이익	-9.9	57.0	-31.8	43.5	8.8
세전이익	적전	적지	흑전	67.6	23.1
당기순이익	적전	적지	흑전	81.4	23.1
EPS	적지	적지	흑전	81.4	23.1
안정성 (%)					
부채비율	306.0	652.3	630.9	585.3	531.5
유동비율	57.7	59.8	50.3	42.1	36.1
순차입금/자기자본(x)	175.8	503.1	492.6	469.1	439.0
영업이익/금융비용(x)	1.6	0.8	1.4	2.0	2.2
총차입금 (십억원)	1,156	3,380	3,366	3,350	3,330
순차입금 (십억원)	967	3,024	3,078	3,160	3,226
주당지표(원)					
EPS	-6,647	-7,213	900	1,633	2,010
BPS	12,271	12,777	13,896	16,208	19,101
CFPS	12,220	24,143	11,182	10,558	11,013
DPS	200	200	200	200	200

자료: CJ CGV, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

NEW (041510)

2020. 4. 6 | 미디어/엔터

Analyst **김현용**
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

반도 개봉까지 긴 인고의 시간

Buy (maintain)

목표주가 4,000 원
현재주가 2,770 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		O

상반기 코로나발 적자 불가피: 7월말 반도로 역전 노린다

동사는 2월 개봉작 정직한 후보가 코로나 영향권에도 불구하고 150만명 BEP를 기록했고, 1월 실적에 시동 정산이익도 일부 잡히며 선전했다. 그러나 상영관 사업이 극도로 부진한 점, 브라보앤뉴가 주최하는 당구대회도 코로나 여파로 지연된 점 등이 1분기 두자리수 영업적자를 예상하는 직접적인 근거로 작용했다. 2분기는 영화 개봉 및 제작이 전무하고, 5~6월께 드라마 매출 일부가 인식될 예정으로 매출은 극도로 위축이 불가피해 보인다. 상반기 적자에서 탈피하는 흐름은 7월말 개봉 예정인 반도(부산행2) 흥행 여부에 달렸다.

현재 업황에선 사업 다각화는 부담요인

동사의 핵심 사업은 영화의 배급/유통/제작, 드라마의 제작/방영으로 압축된다. 그리고 그 밖에도 상영관 사업, 스포츠 마케팅 & 매니지먼트, 음원 유통, VFX 사업, 숏폼콘텐츠 유통 등을 영위 중인데, 이는 기업규모에 비해 방대한 범위라고 판단된다. 갑작스런 외부변수로 핵심 사업이 이익창출을 못 하는 현재 상황에서는 사업 다각화 모델은 부담요인으로 작용할 수 밖에 없다.

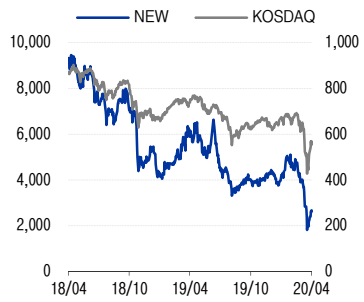
목표주가 10% 하향 조정하며 반도 개봉일 확정까지 모멘텀 부재

동사 투자의견은 매수를 유지하나, 목표주가는 4,000원으로 기존 대비 10% 하향 조정하도록 한다. 목표주가 하향은 코로나 여파로 인한 배급일정 지연, 상영관 부진 등을 반영하여 2020년 연간 실적 전망치를 동일폭 하향 조정하였기 때문이다. 상반기까지는 적자 지속 가능성이 높아 신중한 접근이 요구된다.

Stock Data

KOSDAQ (4/3)		573.01 pt
시가총액		773 억원
발행주식수		27,906 천주
52 주 최고가/최저가		6,630 / 1,815 원
90 일 일평균거래대금		17.91 억원
외국인 지분율		14.7%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		4,024 원
KOSDAQ 대비	1 개월	-22.0%
	6 개월	-23.8%
	12 개월	-17.4%
주주구성	김우택 (외 3 인)	36.6%
	HUEACE MEDIA	12.8%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	94.5	-5.2	-8.5	-7.5	-287	적전	-4.0	n/a	-64.7	2.0	-6.0
2018	161.2	-10.6	-15.5	-14.8	-504	적지	-7.4	n/a	-16.0	1.0	-11.3
2019	149.2	-8.1	-10.7	-11.1	-316	적지	-3.2	n/a	-42.7	0.7	-7.8
2020E	141.9	2.4	3.2	2.6	94	흑전	6.5	29.7	23.0	0.7	2.4
2021E	154.8	8.5	14.3	11.6	416	342.7	12.8	6.8	10.9	0.6	9.8

자료: NEW, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

1분기 & 2020년 실적 전망

동사 1분기 실적은 매출액 208억원(YoY +22.6%), 영업손실 23억원(YoY 적자지속)으로 전망된다. 외형은 정직한 후보의 선전과 시동 정산이익 반영으로 양호할 전망이나, 이익은 대부분의 사업이 적자를 기록함에 따라 두자리수 적자가 예상된다. 실적 부진은 2분기까지도 이어질 수 밖에 없는데, 이는 2분기 개봉 예정작이 현재 없고 드라마 방영 매출 일부만 매출에 반영되기 때문이다.

동사 2020년 실적은 매출액 1,419억원(YoY -4.9%), 영업이익 24억으로 흑전이 예상된다. 우선, 흑자전환에서 가장 중요한 가정은 7월말 개봉하는 반도가 최소한 800만명 이상을 모객하는 것이다. 이 부분이 충족된다면 동사는 올해 연간 영화배급 4~5편, 드라마 3~4편을 제작/배급하며 일정 부분의 실적 방어는 가능할 것으로 전망한다.

표26 NEW 실적추이 및 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E
매출액	17.0	39.9	33.9	58.4	20.8	15.5	56.9	48.7	94.5	161.2	149.2	141.9
YoY	-30.6	26.3	-44.0	+30.9	+22.6	-61.2	+67.8	-16.6	-24.8	70.5	-7.5	-4.9
영업이익	-1.7	-5.6	-2.7	2.0	-2.3	-0.9	3.4	2.2	-5.2	-10.6	-8.1	2.4
YoY	적지	적지	적전	흑전	적지	적지	흑전	+10.0	적전	적지	적지	흑전
영업이익률(%)	-10.0	-14.0	-8.0	3.4	-11.3	-5.8	5.9	4.6	-5.5	-6.6	-5.4	1.7

자료: NEW, 이베스트투자증권 리서치센터

표27 NEW 2020 년 영화/드라마 라인업

일자	구분	제목	연출/작가	주연	BEP	비고
2/12	영화	정직한 후보	장유정	라미란	150만명	BEP 관객수 달성
5월(예상)	드라마	오마이베이비	노선재	장나라	-	장나라 차기작, tvN 수목
6월(예상)	드라마	우아한 친구들	박효연	유준상/송윤아	-	JTBC 금토
7월말	영화	반도(부산행2)	연상호	강동원	350만명	해외선판매 70억원, 800만 모객시 70억 GP
3Q20	영화	인질	필감성	황정민	220만명	-
3Q20	드라마	악마판사	문유석	-	-	미스함무라비 작가 차기작
3Q20	드라마	멸망(가제)	임메아리	-	-	뷰티인사이드 작가 차기작
4Q20	영화	콜	이충현	박신혜	200만 초반	용필름 제작, 해외 선판매중
2H20	영화	입술은 안돼요	조은지	류승룡	120만명	-
2H20	영화	특송	박대민	김의성/박소담	160만명	-
2H20	영화제작	귀선	김한솔	-	-	올해 중 크랭크인, 내년 여름 개봉
미정	드라마	지연된 정의	박상규 기자	-	-	-
미정	드라마	무빙	강풀	-	-	다음 웹툰 원작

자료: NEW, 이베스트투자증권 리서치센터

NEW (160550)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	152.4	134.8	139.9	124.6	137.7
현금 및 현금성자산	37.6	66.1	29.3	16.7	24.3
매출채권 및 기타채권	31.8	24.0	34.0	28.3	30.6
재고자산	0.1	0.2	0.6	0.5	0.5
기타유동자산	82.9	44.5	76.0	79.1	82.3
비유동자산	104.0	121.7	149.5	161.3	163.2
관계기업투자등	29.9	9.8	13.8	14.3	14.9
유형자산	53.6	60.3	73.7	82.5	81.3
무형자산	5.9	11.4	11.4	11.8	12.2
자산총계	**256.5**	**256.5**	**289.3**	**285.9**	**300.9**
유동부채	92.1	106.3	145.3	140.2	144.5
매입채무 및 기타재무	24.6	24.0	40.3	33.6	36.3
단기금융부채	13.4	42.9	66.2	66.2	66.2
기타유동부채	54.0	39.4	38.8	40.3	42.0
비유동부채	33.7	21.1	22.6	21.7	20.8
장기금융부채	32.9	19.5	20.8	19.8	18.8
기타비유동부채	0.7	1.7	1.8	1.9	2.0
부채총계	**125.7**	**127.4**	**167.9**	**161.9**	**165.3**
지배주주지분	127.7	117.9	109.7	112.3	123.9
자본금	13.7	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	86.1	91.0	91.6	91.6	91.6
이익잉여금	27.7	13.9	5.1	7.7	19.3
비지배주주지분(연결)	3.1	11.2	11.8	11.8	11.8
자본총계	**130.7**	**129.1**	**121.4**	**124.0**	**135.6**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**94.5**	**161.2**	**149.2**	**141.9**	**154.8**
매출원가	73.6	133.9	126.0	113.5	123.8
매출총이익	**21.0**	**27.3**	**23.2**	**28.4**	**31.0**
판매비 및 관리비	26.1	37.9	31.3	26.0	22.5
영업이익	**-5.2**	**-10.6**	**-8.1**	**2.4**	**8.5**
(EBITDA)	-4.0	-7.4	-3.2	6.5	12.8
금융손익	-0.4	-0.4	0.2	1.9	2.0
이자비용	0.7	1.6	0.6	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	-1.1	0.1	1.7	1.8	1.8
기타영업외손익	-1.9	-4.7	-4.5	-2.9	2.0
세전계속사업이익	**-8.5**	**-15.5**	**-10.7**	**3.2**	**14.3**
계속사업법인세비용	-1.1	-0.8	0.4	0.6	2.7
계속사업이익	-7.5	-14.8	-11.1	2.6	11.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**-7.5**	**-14.8**	**-11.1**	**2.6**	**11.6**
지배주주	-7.9	-13.9	-8.8	2.6	11.6
총포괄이익	**-7.4**	**-14.8**	**-11.1**	**2.6**	**11.6**
매출총이익률 (%)	22.2	16.9	15.6	20.0	20.0
영업이익률 (%)	-5.5	-6.6	-5.4	1.7	5.5
EBITDA 마진률 (%)	-4.2	-4.6	-2.1	4.5	8.3
당기순이익률 (%)	-7.9	-9.2	-7.5	1.8	7.5
ROA (%)	-3.2	-5.4	-3.2	0.9	4.0
ROE (%)	-6.0	-11.3	-7.8	2.4	9.8
ROIC (%)	-4.5	-6.8	-4.2	1.1	3.8

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**-21.5**	**17.7**	**-36.3**	**2.5**	**13.0**
당기순이익(손실)	-7.5	-14.8	-11.1	2.6	11.6
비현금수익비용가감	3.8	8.7	3.2	2.3	2.6
유형자산감가상각비	1.2	2.2	3.5	3.0	3.2
무형자산상각비	0.0	1.0	1.4	1.0	1.1
기타현금수익비용	2.4	4.3	-1.7	-1.8	-1.8
영업활동 자산부채변동	-15.6	24.5	-29.1	-2.5	-1.2
매출채권 감소(증가)	-1.1	8.5	-9.5	5.6	-2.3
재고자산 감소(증가)	-0.1	-0.2	-0.2	0.1	0.0
매입채무 증가(감소)	9.5	-1.5	15.1	-6.7	2.7
기타자산, 부채변동	-23.9	17.8	-34.4	-1.5	-1.6
투자활동 현금	**-3.2**	**-16.3**	**-22.5**	**-14.1**	**-4.4**
유형자산처분(취득)	-12.3	-8.4	-9.1	-11.9	-2.1
무형자산 감소(증가)	-1.4	-2.1	-1.4	-1.4	-1.4
투자자산 감소(증가)	7.9	-5.1	-5.3	1.3	1.2
기타투자활동	2.6	-0.7	-6.7	-2.1	-2.1
재무활동 현금	**4.3**	**27.0**	**22.1**	**-1.0**	**-1.0**
차입금의 증가(감소)	22.8	15.4	17.6	-1.0	-1.0
자본의 증가(감소)	0.0	1.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	-18.5	10.7	4.5	0.0	0.0
현금의 증가	**-20.4**	**28.4**	**-36.7**	**-12.6**	**7.6**
기초현금	58.1	37.6	66.1	29.3	16.7
기말현금	37.6	66.1	29.3	16.7	24.3

주요 투자지표

	2017	2018	2019	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	n/a	n/a	29.7	6.8
P/B	2.0	1.0	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	-64.7	-16.0	-42.7	23.0	10.9
P/CF	n/a	n/a	n/a	16.0	5.6
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-24.8	70.5	-7.5	-4.9	9.1
영업이익	적전	적지	적지	흑전	255.6
세전이익	적전	적지	적지	흑전	342.7
당기순이익	적전	적지	적지	흑전	342.7
EPS	적전	적지	적지	흑전	342.7
안정성 (%)					
부채비율	96.2	98.7	138.3	130.5	121.8
유동비율	165.6	126.8	96.3	88.9	95.3
순차입금/자기자본(x)	6.5	-3.0	47.4	55.8	44.7
영업이익/금융비용(x)	-6.9	-6.5	-13.2	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	46	62	87	86	85
순차입금 (십억원)	8	-4	58	69	61
주당지표(원)					
EPS	-287	-504	-316	94	416
BPS	4,659	4,223	3,930	4,024	4,439
CFPS	n/a	n/a	n/a	177	507
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: NEW, 이베스트투자증권 리서치센터

에이스토리 (241840)

2020. 4. 6 | 미디어/엔터

포스트 킹덤에 대한 우려가 커졌다

Analyst 김현용
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Hold (maintain)

목표주가 5,000 원
현재주가 6,840 원

지상파 몰락 중 맞이한 코로나: 편성 불확실성 심화

동사가 현시점에서 올해 안에 매출화가 가능한 드라마 라인업은 하반기 지상파향 2편, 그리고 불확실하지만 논의 중인 OTT향 프로젝트 1편 등 최대 3편으로 예상된다. 이는 상장 당시 최대 4~5편까지 제작/방영 역량을 기대했던 것 대비 축소된 수준이다. 그리고 이마저도 캡티브 채널이 없는 동사가 불확실성이 극에 달한 드라마 시장에서 편성을 확정 지을지도 불투명하다고 판단된다

상반기 적자 전망 & 하반기 개선돼도 연간흑자 힘들다

1분기 동사 실적은 매출액 71억원(YoY -44.5%), 영업손실 19억원(YoY 적전)으로 실적 부진이 예상된다. 매출은 MBC 하자있는 인간들 1월 방영분, 킹덤2 일부 잔여매출 등으로 구성될 전망이며, 고정비 커버를 위해 필요한 최소매출에 미달하며 적자 심화가 예상된다. 2분기는 현재로서는 라인업이 전무하여 전분기비로도 매출감소와 손익악화가 불가피할 전망이다. 하반기 지상파 편성 예정작 2편이 확정되어야만 매출 회복이 시작될 것이며, 이 경우에도 손익의 급격한 개선은 어려운 상황으로 상반기 적자를 커버하기는 불가능할 것으로 판단한다.

글로벌 프로젝트 가시화 전에는 매수접근 어렵다

동사에 대해 투자의견을 기존의 Hold로 유지하고, 목표주가도 5,000원으로 기존을 유지하도록 한다. 목표주가 하향은 현시점에서 파악 가능한 라인업들을 반영하여 실적을 재추정한 결과, 2020년 외형과 이익 전망치를 40% 이상 큰 폭 하향하였기 때문이다. 캡티브가 없는 제작사들의 경우 올해 보릿고개가 예상된다.

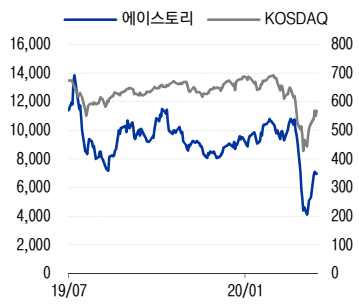
컨센서스 대비

상회	부합	하회
		O

Stock Data

KOSDAQ (4/3)		573.01 pt
시가총액		637 억원
발행주식수		9,318 천주
52 주 최고가/최저가		13,850 / 4,120 원
90 일 일평균거래대금		32.16 억원
외국인 지분율		0.4%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		4,328 원
KOSDAQ 대비	1 개월	-19.7%
	6 개월	-21.8%
	12 개월	-6.4%
주주구성	이에스프로덕션 (외 1 인)	26.3%
	CJ ENM	10.7%
	TENCENT Mobility	6.4%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	20.1	-2.7	-3.1	-2.4	-258	적전	-2.4	n/a	n/a	n/a	-26.4
2018	46.4	1.2	1.4	2.3	245	흑전	4.6	n/a	n/a	n/a	19.9
2019	28.3	-1.1	-1.0	-1.2	-127	적전	4.5	n/a	15.5	2.6	-3.1
2020E	31.2	-1.8	-1.3	-1.4	-148	적지	3.8	n/a	10.4	2.5	6.8
2021E	46.6	5.2	5.6	4.5	475	66.7	9.0	14.4	7.8	2.2	10.4

자료: 에이스토리, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

올해 매출 가능 라인업 3편 이하로, 흑전은 힘들 것으로 예상

올해 현재까지는 국내 지상파향 드라마 1~2편이 하반기 예정된 상태이며, 연말까지 1편 정도가 추가 매출화를 기대하며 논의 중인 상황이다. 브라질 드라마 리메이크 건이 최종적으로는 자체 창작물로 대체되었고, 시그널2를 비롯한 국내향 주요 기대작이 2020년 중에는 방영이 불투명해진 점이 반영되었다. 다만, 김은희 작가 차기작 지리산이 동사 작품으로 내년 방영이 예상되는 점은 투자심리에 긍정적 요인으로 작용할 전망이다.

해외 프로젝트 중 가장 빠르게 시장의 기대치를 충족시킬 것으로 예상했던 코리안타운도 예정보다 더딘 발걸음을 보이고 있는 것으로 파악된다. 한미 작가들의 긴밀한 공조체제가 핵심인데 물리적/언어적 제약으로 인해 예정됐던 2분기까지 시나리오를 완성하기는 힘들 것으로 보인다. 아울러 하반기 지상파향 2편의 경우도 중소형 제작사의 편성 확보가 쉽지 않고 현재 코로나 여파로 주요 채널 편성전략이 극도의 불확실성을 보인다는 점에서 방영을 장담하기는 어려워진 상황이다.

표28 에이스토리 실적 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	**12.8**	**5.6**	**3.0**	**6.9**	**19.0**	**27.3**	**20.1**	**46.4**	**28.3**	**31.2**
제작매출	12.5	4.8	2.7	5.4		22.9	19.7	39.2	25.4	24.6
유통매출	0.3	0.8	0.3	1.5		4.4	0.4	7.2	2.9	6.6
지역별										
한국	0.1	0.1	-	4.0	19.0	25.9	6.3	28.1	4.2	19.7
아시아	1.5	0.9	0.6	0.5	-	1.4	5.7	4.4	3.5	5.5
북미	11.1	4.6	2.4	2.4	0.0	0.0	8.1	13.9	20.5	16.0
YoY	-	-	-	-	-	*43.8*	*-26.3*	*130.8*	*-39.2*	*10.2*
제작매출	-	-	-	-	-	*n/a*	*-14.0*	*99.3*	*-35.3*	*-3.1*
유통매출	-	-	-	-	-	*n/a*	*-89.9*	*1,517.9*	*-60.3*	*130.1*
지역별										
한국	-	-	-	-	-	*36.5*	*-75.7*	*346.5*	*-85.0*	*367.8*
아시아	-	-	-	-	-	*n/a*	*310.6*	*-23.6*	*-19.4*	*55.9*
북미	-	-	-	-	-	*n/a*	*n/a*	*72.2*	*47.2*	*-22.0*
매출총이익	1.8	0.8	-0.7	-1.0	2.8	3.0	-1.1	3.3	2.5	2.8
GPM(%)	*14.1*	*14.3*	*-23.3*	*-14.5*	*14.8*	*10.8*	*-5.5*	*7.2*	*8.8*	*9.0*
영업이익	**1.0**	**0.1**	**-1.8**	**-0.4**	**1.4**	**0.9**	**-2.7**	**1.2**	**-1.1**	**-1.8**
OPM(%)	*7.7*	*1.8*	*-60.0*	*-5.8*	*7.2*	*3.3*	*-13.5*	*2.6*	*-3.9*	*-5.8*

자료: 에이스토리, DART, 이베스트투자증권 리서치센터

에이스토리(241840)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	8.3	11.5	31.7	52.8	58.7
현금 및 현금성자산	4.1	5.4	2.0	30.4	29.8
매출채권 및 기타채권	2.0	5.2	5.2	10.7	14.2
재고자산	0.7	0.0	2.9	2.2	3.6
기타유동자산	1.5	0.9	21.7	9.5	11.1
비유동자산	6.0	8.0	8.6	3.8	5.8
관계기업투자등	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
유형자산	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
무형자산	0.0	1.1	0.0	3.6	5.6
자산총계	**14.3**	**19.5**	**40.3**	**56.6**	**64.5**
유동부채	3.7	5.5	1.3	7.1	8.5
매입채무 및 기타재무	0.3	0.9	0.3	3.1	4.5
단기금융부채	1.0	0.1	0.1	0.0	0.0
기타유동부채	2.4	4.5	0.9	4.0	4.0
비유동부채	0.1	1.2	0.4	0.6	0.5
장기금융부채	0.0	1.1	0.0	0.1	0.0
기타비유동부채	0.1	0.2	0.3	0.5	0.5
부채총계	**3.8**	**6.7**	**1.6**	**15.6**	**19.0**
지배주주지분	10.5	12.8	38.6	41.0	45.5
자본금	3.7	3.7	4.7	4.7	4.7
자본잉여금	6.1	6.1	31.9	31.9	31.9
이익잉여금	0.7	3.0	1.6	4.5	9.0
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**10.5**	**12.8**	**38.6**	**41.0**	**45.5**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**20.1**	**46.4**	**28.3**	**31.2**	**46.6**
매출원가	21.2	43.1	25.7	28.3	39.1
매출총이익	**-1.1**	**3.3**	**2.5**	**2.8**	**7.4**
판매비 및 관리비	1.6	2.2	3.6	4.0	2.2
영업이익	**-2.7**	**1.2**	**-1.1**	**-1.8**	**5.2**
(EBITDA)	-2.4	4.6	4.5	3.8	9.0
금융손익	0.0	0.2	0.5	0.3	0.3
이자비용	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
관계기업등 투자손익	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.3	0.1	-0.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	**-3.1**	**1.4**	**-1.0**	**-1.3**	**5.6**
계속사업법인세비용	-0.6	-0.9	0.2	0.6	1.1
계속사업이익	-2.4	2.3	-1.2	2.7	4.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**-2.4**	**2.3**	**-1.2**	**-1.4**	**4.5**
지배주주	-2.4	2.3	-1.2	-1.4	4.5
총포괄이익	**-2.4**	**2.3**	**-1.3**	**-1.4**	**4.5**
매출총이익률 (%)	-5.5	7.2	8.8	8.8	16.0
영업이익률 (%)	-13.5	2.6	-3.8	-5.8	11.2
EBITDA 마진률 (%)	-11.9	9.9	15.9	12.1	19.3
당기순이익률 (%)	-12.2	5.0	-4.2	-4.5	10.0
ROA (%)	-20.4	13.7	-2.9	5.1	7.4
ROE (%)	-26.4	19.9	-3.1	6.8	10.4
ROIC (%)	-29.0	18.8	-4.2	9.1	9.3

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**-2.8**	**0.6**	**-7.9**	**2.3**	**2.7**
당기순이익(손실)	-2.4	2.3	-1.2	-1.4	4.5
비현금수익비용가감	0.3	8.3	2.2	7.6	7.7
유형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산상각비	0.3	3.4	1.1	3.6	3.7
기타현금수익비용	0.0	4.9	1.0	4.0	4.0
영업활동 자산부채변동	-0.4	-10.1	-9.0	-8.0	-9.5
매출채권 감소(증가)	0.1	-3.1	0.1	-3.0	-3.5
재고자산 감소(증가)	0.6	-0.7	-2.9	-1.2	-1.4
매입채무 증가(감소)	0.3	0.6	-0.6	1.2	1.4
기타자산, 부채변동	-1.4	-6.9	-5.6	-5.0	-6.0
투자활동 현금	**-0.1**	**0.3**	**-21.0**	**-2.0**	**-3.3**
유형자산처분(취득)	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.5
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	-1.5	-2.0
투자자산 감소(증가)	0.0	0.0	-21.0	-0.5	-1.0
기타투자활동	-0.1	0.3	0.0	0.2	0.2
재무활동 현금	**5.0**	**0.4**	**25.4**	**-0.5**	**0.0**
차입금의 증가(감소)	0.0	0.4	-1.1	-0.5	0.0
자본의 증가(감소)	5.0	0.0	26.7	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0
현금의 증가	**2.0**	**1.3**	**-3.4**	**-0.2**	**-0.6**
기초현금	2.2	4.1	5.4	30.6	30.4
기말현금	4.1	5.4	2.0	30.4	29.8

주요 투자지표

	2017	2018	2019	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	n/a	n/a	n/a	14.4
P/B	n/a	n/a	2.6	2.5	2.2
EV/EBITDA	n/a	n/a	15.5	10.4	7.8
P/CF	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률 (%)	n/a	n/a	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	-26.3	130.8	-39.0	10.2	49.4
영업이익	적전	흑전	적전	적지	흑전
세전이익	적전	흑전	적전	적지	흑전
당기순이익	적전	흑전	적전	적지	흑전
EPS	적전	흑전	적전	적지	흑전
안정성 (%)					
부채비율	36.2	52.3	4.3	38.0	41.7
유동비율	225.3	210.4	2,462.8	743.7	690.6
순차입금/자기자본(x)	-29.5	-33.6	-5.0	-74.0	-65.6
영업이익/금융비용(x)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	1.0	1.1	0.0	0.1	0.0
순차입금 (십억원)	-3.1	-4.3	-1.9	-30.3	-29.8
주당지표(원)					
EPS	-258	245	-126	-148	475
BPS	1,108	1,351	4,043	4,328	4,803
CFPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
DPS	0	0	0	0	0

자료: 에이스토리, 이베스트투자증권 리서치센터

GKL (114090)

2020. 4. 6 | 미디어/엔터

Analyst **김현용**
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

일본인 입국 허용시 즉각 담을 종목

Buy (maintain)

목표주가 17,000 원
현재주가 12,600 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		O

누구나 힘들었던 3월, 그러나 코로나 종식시 반등은 빠를 것

2월까지 中/日/로컬 VIP를 중심으로 양호한 실적을 시현했던 동사도, 3월에는 영업 타격이 불가피한 상황이다. 우선 3/9일부터 시행된 일본인 입국금지 조치가 가장 타격이 크며, 중국인 VIP 또한 항공편의 급격한 축소와 까다로워진 입국절차 영향으로 방문객수가 MoM, YoY로 모두 급감한 것으로 파악된다. 로컬 VIP들이 3월에 얼마나 방어해주느냐가 약간의 변수는 될 수 있겠지만, 기본적으로 양국 VIP를 중심으로 매출과 이익이 3월에 두자리수 급감할 것으로 전망된다. 다만, 1/2월 누계 실적에서 외형이 YoY +48% 성장했고 홀드율도 동기간 5%p 이상 개선되어 200억원 이상의 이익을 거둔 것으로 추정되므로, 분기 실적에서 두자리수 외형성장과 이익 고성장은 충분할 것으로 예상한다.

1Q 이익 견조 & 2Q 영업 정상화는 日입국금지 해제 시점에 달려

동사 1분기 매출액은 1,231억원(YoY +12.7%), 영업이익은 246억원(YoY +44.7%)으로 전년동기대비 이익 고성장을 이어갈 전망이다. 3월 업황 둔화에도 불구하고 1/2월 VIP 중심 호황에 가까운 실적을 기록한 점이 주효할 전망이다. 다만, 현시점에서 2분기 영업 정상화 여부는 일본인 입국금지 해제시점에 크게 좌우될 것으로 예상된다. 동사에 대한 투자심리는 결국 아시아 지역에서 코로나가 사실상 종식에 가까워지고, 한중일 3국간 하늘길이 열리기만 해도 빠르게 회복될 전망이다.

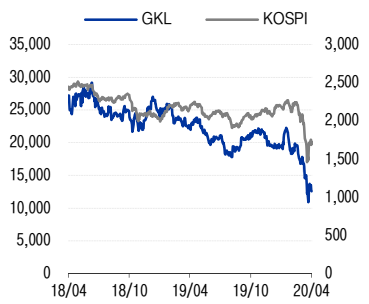
투자의견 매수(유지), 목표주가 17,000원(하향)

동사에 대해 투자의견은 기존의 매수를 유지하나, 목표주가는 17,000원으로 기존 대비 10% 하향 조정하도록 한다. 목표주가 하향은 코로나 실적 조정에 따른 3월 이익전망치 하향과 이로 인한 1분기, 2020년 이익 전망치의 순차적인 하향 조정에 기인한다. 투자의견 매수 유지의 근거는 일반대중이 아닌 VIP에 기반한 사업구조로 경기에 비탄력적이고, 전일종가 기준 PER 10배 이하, 배당수익률 5%대로 투자메리트가 높은 것으로 판단되기 때문이다.

Stock Data

KOSPI (4/3)		1,725.44 pt
시가총액		7,794 억원
발행주식수		61,856 천주
52 주 최고가/최저가		23,850 / 10,900 원
90 일 일평균거래대금		55.57 억원
외국인 지분율		8.2%
배당수익률(20.12E)		5.7%
BPS(20.12E)		10,140 원
KOSPI 대비	1 개월	-11.7%
	6 개월	-25.7%
	12 개월	-23.4%
주주구성	한국관광공사 (외 1 인)	51.0%
	국민연금공단 (외 1 인)	13.4%
	신영자산운용 (외 1 인)	5.7%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	480.3	105.1	104.0	77.7	1,257	-3.5	121.3	19.8	9.1	2.7	14.2
2019	490.8	96.8	95.7	72.4	1,170	-6.9	133.9	16.8	6.6	2.1	12.6
2020E	533.9	113.5	115.0	86.0	1,390	18.7	128.2	9.0	3.1	1.2	14.2
2021E	570.8	123.2	125.3	93.7	1,515	9.0	137.0	8.3	2.6	1.1	14.4
2022E	602.2	130.0	132.7	99.2	1,604	5.9	143.2	7.8	2.1	1.1	14.1

자료: GKL, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표29 GKL 실적 추이 및 전망

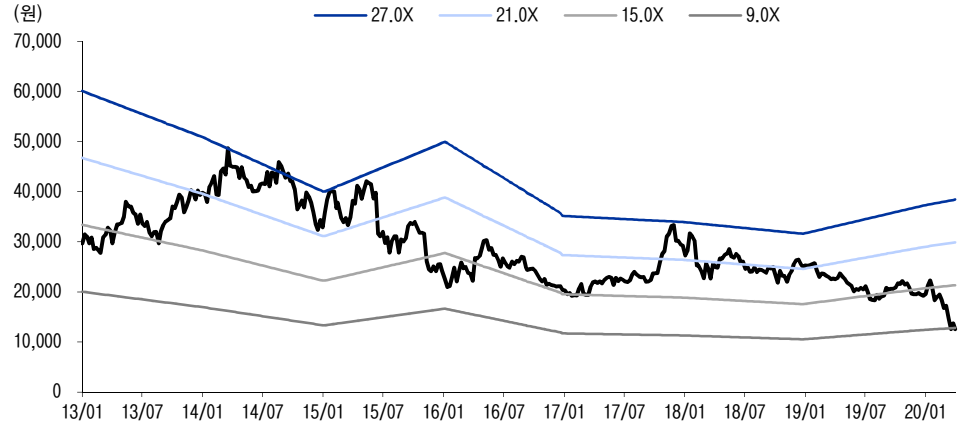
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
총 드롭액: (3+4)	**865.5**	**858.8**	**974.8**	**1,503.6**	**1,132.5**	**1,089.8**	**1,115.7**	**1,208.2**	**892.0**	**1,048**	**1,116**	**1,037**	**4,202.6**	**4,546.2**	**4,093.3**
(1)VIP 테이블 드롭	507.4	497.2	607.0	1011.1	746.7	670.8	684.1	761.7	627.6	688.2	730.3	697.5	2,622.6	2,863.3	2,743.7
일본	227.3	234.4	310.9	343.7	317.5	274.9	282.4	308.3	156.4	194.3	302.4	315.1	1,116.3	1,183.1	968.2
중국	165.0	160.3	168.9	452.9	271.6	257.4	255.8	279.1	228.3	264.1	273.1	255.6	947.2	1,063.8	1021.0
기타	115.0	102.5	127.2	214.4	157.6	138.6	145.9	174.3	242.9	229.9	154.8	126.8	559.1	616.4	754.4
(2)Mass 테이블 드롭	257.5	261.9	275.2	376.9	248.1	309.0	318.3	318.6	156.1	253.9	272.5	229.6	1,171.6	1,194.0	912.2
프리미엄 일본	24.4	25.6	23.8	25.3	28.3	30.8	27.1	24.3	12.1	17.8	29.1	27.6	99.1	110.5	86.6
프리미엄 중국	75.7	73.1	82.6	177.5	100.1	102.2	93.7	105.7	63.0	84.0	80.2	76.2	408.9	401.8	303.3
프리미엄 기타	31.6	29.6	29.1	41.8	30.6	34.1	37.8	38.3	30.0	33.4	37.0	37.5	132.0	140.8	138.0
No Name	125.8	133.7	139.8	132.3	89.1	141.8	159.7	150.4	51.0	118.7	126.1	88.4	531.6	541.0	384.3
(3)총 테이블 드롭액	764.9	759.1	882.2	1388.0	994.8	979.8	1,002.4	1,080.2	783.6	942.2	1002.8	927.2	3794.2	4057.3	3,655.8
일본	251.8	260.0	334.7	368.9	345.8	305.7	309.5	332.6	168.5	212.1	331.5	342.7	1,215.4	1,293.5	1,054.8
중국	240.7	233.4	251.5	630.5	371.7	359.6	349.6	384.8	291.2	348.1	353.3	331.8	1,356.1	1,465.6	1,324.4
기타	146.6	132.1	156.2	256.2	188.2	172.7	183.7	212.5	272.9	263.3	191.9	164.3	691.1	757.1	892.4
No Name	125.8	133.7	139.8	132.3	89.1	141.8	159.7	150.4	51.0	118.7	126.1	88.4	531.6	541.0	384.3
(4)슬롯머신 드롭액	100.6	99.7	92.6	115.6	137.6	110.0	113.4	128.0	108.4	105.8	113.5	109.9	408.4	489.0	437.5
서울 강남	384.6	366.2	462.8	774.2	547.5	492.6	531.7	614.7	431.2	473.7	532.0	527.6	1,987.8	2,186.5	1,964.5
서울 힐튼	301.5	319.9	352.7	474.5	378.9	394.0	396.5	399.1	298.4	378.9	396.7	342.6	1,448.5	1,568.4	1,416.6
부산 롯데	179.4	172.6	159.3	254.9	206.1	203.1	187.6	194.5	162.3	195.3	187.7	166.9	766.3	791.4	712.3
홀드율(%)	**14.1**	**13.6**	**13.3**	**7.6**	**9.6**	**10.8**	**12.0**	**11.0**	**13.8**	**12.1**	**12.9**	**13.5**	**11.5**	**10.8**	**13.0**
순매출액	122.0	116.7	130.1	113.7	108.3	117.7	134.1	133.0	123.1	126.8	144.0	140.0	482.4	493.0	533.9
매출액	**121.9**	**116.1**	**130.4**	**111.8**	**109.2**	**117.4**	**133.4**	**130.8**	**123.1**	**126.8**	**144.0**	**140.0**	**480.3**	**490.8**	**533.9**
매출원가	82.7	74.8	87.7	94.6	84.2	82.9	90.6	98.9	83.7	86.2	97.9	95.2	339.8	356.6	363.0
콤프비용	12.1	12.3	13.8	15.4	13.1	13.6	13.3	13.2	13.0	14.1	14.4	12.7	53.5	53.2	54.2
인건비	30.6	23.0	30.8	34.2	34.9	30.4	35.8	44.0	34.7	31.6	38.7	42.4	118.7	145.1	147.3
관광기금	11.8	11.3	12.6	10.9	10.5	11.4	13.0	12.8	10.4	11.9	14.0	12.3	46.6	47.7	48.7
감가상각	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	2.7	2.4	10.4	10.1	10.3
기타비용	21.9	22.1	23.9	28.8	14.5	16.5	16.4	17.1	14.4	17.2	17.7	16.5	96.7	64.6	65.8
판관비	7.9	6.7	11.8	9.1	8.0	8.0	12.1	9.2	14.8	13.0	15.0	14.6	35.5	37.3	57.4
복리후생비	0.3	0.4	3.9	0.4	0.4	0.4	4.0	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	5.1	5.4	4.0
영업이익	**31.4**	**34.7**	**30.9**	**8.1**	**17.0**	**26.4**	**30.6**	**22.8**	**24.6**	**27.6**	**31.1**	**30.2**	**105.1**	**96.8**	**113.5**
(영업이익률 %)	25.7	29.9	23.7	7.2	15.6	22.5	22.9	17.4	20.0	21.8	21.6	21.6	21.9	19.7	21.3
세전이익	23.1	37.6	33.2	10.1	11.5	28.4	32.5	23.3	19.3	30.0	33.5	32.2	103.8	95.7	115.0
순이익	**17.4**	**27.2**	**26.4**	**6.8**	**8.7**	**20.1**	**25.3**	**18.3**	**14.5**	**22.4**	**25.0**	**24.1**	**77.7**	**72.4**	**86.0**
(순이익률 %)	14.2	23.4	20.2	6.1	8.0	17.1	19.0	14.0	11.8	17.7	17.4	17.2	16.2	14.8	16.1
YoY															
매출액	*-2.7%*	*5.9%*	*-5.9%*	*-12.4%*	*-10.5%*	*1.0%*	*2.3%*	*17.0%*	*12.7%*	*8.0%*	*7.9%*	*7.0%*	*-4.2%*	*2.2%*	*8.8%*
영업이익	*-0.3%*	*96.8%*	*-24.1%*	*-55.9%*	*-45.9%*	*-23.8%*	*-0.9%*	*181.5%*	*44.7%*	*4.5%*	*1.6%*	*32.5%*	*-2.9%*	*-7.9%*	*17.3%*
순이익	*-1.0%*	*76.2%*	*-21.1%*	*-51.8%*	*-49.6%*	*-26.2%*	*-4.1%*	*167.6%*	*66.7%*	*11.4%*	*-1.2%*	*31.7%*	*-3.6%*	*-6.9%*	*18.8%*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자의견

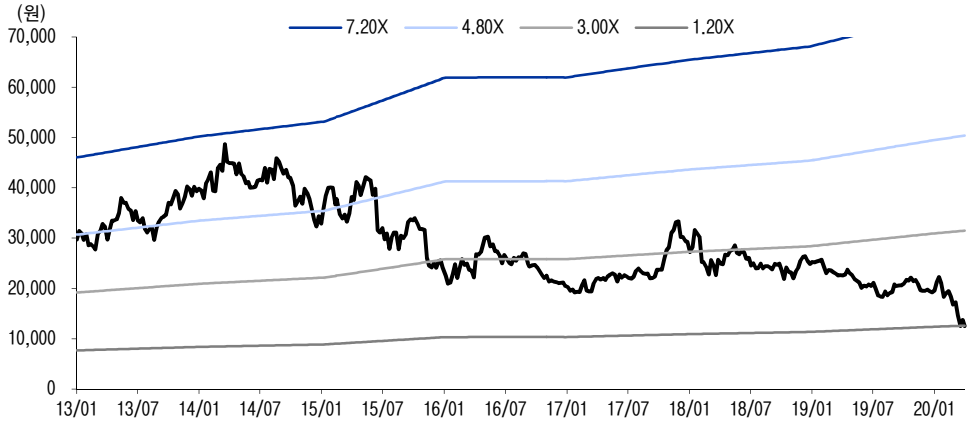
동사에 대해 투자의견은 기존의 매수를 유지하나, 목표주가는 17,000원으로 기존 대비 10% 하향 조정하도록 한다. 목표주가 하향은 코로나 실적 조정에 따른 3월 이익전망치 하향과 이로 인한 1분기, 2020년 이익 전망치의 순차적인 하향 조정에 기인한다. 투자의견 매수 유지의 근거는 일반대중이 아닌 VIP에 기반한 사업구조로 경기에 비탄력적이고, 전일종가 기준 PER 10배 이하, 배당수익률 5%대로 투자메리트가 높은 것으로 판단되기 때문이다.

그림69 GKL PER 밴드 차트



자료: GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 GKL PBR 밴드 차트



자료: GKL, 이베스트투자증권 리서치센터

GKL (114090)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	455.6	457.1	492.4	538.4	587.3
현금 및 현금성자산	131.2	132.2	155.6	187.5	221.8
매출채권 및 기타채권	9.9	15.6	14.5	15.5	16.4
재고자산	2.5	2.5	3.0	3.2	3.4
기타유동자산	312.0	306.8	319.2	332.2	345.7
비유동자산	310.2	452.4	461.3	472.2	485.0
관계기업투자등	150.8	75.1	78.1	81.3	84.6
유형자산	85.7	80.7	75.1	71.0	68.1
무형자산	9.6	9.1	8.9	8.6	8.4
자산총계	**765.8**	**909.4**	**953.7**	**1,010.7**	**1,072.2**
유동부채	168.6	211.8	214.5	222.2	229.9
매입채무 및 기타재무	28.3	32.5	29.8	31.9	33.7
단기금융부채	0.2	21.9	20.9	19.9	18.9
기타유동부채	140.1	157.4	163.8	170.4	177.4
비유동부채	35.1	112.5	112.0	111.5	110.1
장기금융부채	0.0	76.5	74.5	72.5	69.5
기타비유동부채	35.1	36.0	37.5	39.0	40.6
부채총계	**203.7**	**324.3**	**326.4**	**333.7**	**340.0**
지배주주지분	562.1	585.2	627.2	677.0	732.3
자본금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9
자본잉여금	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3
이익잉여금	509.9	533.0	575.0	624.8	680.1
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**562.1**	**585.2**	**627.2**	**677.0**	**732.3**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**480.3**	**490.8**	**533.9**	**570.8**	**602.2**
매출원가	339.8	356.6	363.1	388.1	409.5
매출총이익	**140.6**	**134.1**	**170.9**	**182.7**	**192.7**
판매비 및 관리비	35.5	37.3	57.4	59.4	62.7
영업이익	**105.1**	**96.8**	**113.5**	**123.2**	**130.0**
(EBITDA)	121.3	133.9	128.2	137.0	143.2
금융손익	10.4	7.1	10.7	11.4	12.1
이자비용	0.0	3.8	3.5	3.4	3.3
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-11.5	-8.2	-9.2	-9.3	-9.4
세전계속사업이익	**104.0**	**95.7**	**115.0**	**125.3**	**132.7**
계속사업법인세비용	26.2	23.3	29.0	31.6	33.5
계속사업이익	77.7	72.4	86.0	93.7	99.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**77.7**	**72.4**	**86.0**	**93.7**	**99.2**
지배주주	77.7	72.4	86.0	93.7	99.2
총포괄이익	**77.7**	**72.4**	**86.0**	**93.7**	**99.2**
매출총이익률 (%)	29.3	27.3	32.0	32.0	32.0
영업이익률 (%)	21.9	19.7	21.3	21.6	21.6
EBITDA 마진률 (%)	25.3	27.3	24.0	24.0	23.8
당기순이익률 (%)	16.2	14.8	16.1	16.4	16.5
ROA (%)	10.4	8.6	9.2	9.5	9.5
ROE (%)	14.2	12.6	14.2	14.4	14.1
ROIC (%)	n/a	n/a	48.4	52.6	55.6

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**92.8**	**117.6**	**106.2**	**116.3**	**121.4**
당기순이익(손실)	77.7	72.4	86.0	93.7	99.2
비현금수익비용가감	41.6	67.3	16.2	15.3	14.8
유형자산감가상각비	15.9	36.7	14.3	13.5	12.8
무형자산상각비	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
기타현금수익비용	0.0	30.2	1.5	1.5	1.6
영업활동 자산부채변동	-2.4	-9.4	4.1	7.3	7.4
매출채권 감소(증가)	1.1	-5.4	1.1	-1.0	-0.9
재고자산 감소(증가)	-0.2	0.0	-0.5	-0.2	-0.2
매입채무 증가(감소)	3.2	5.6	-2.7	2.1	1.8
기타자산, 부채변동	-6.6	-9.6	6.2	6.4	6.7
투자활동 현금	**-41.9**	**-51.6**	**-35.8**	**-37.5**	**-39.2**
유형자산처분(취득)	-7.9	-5.5	-8.7	-9.3	-9.9
무형자산 감소(증가)	-0.6	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1
투자자산 감소(증가)	0.0	0.0	-15.3	-15.9	-16.5
기타투자활동	-33.4	-45.8	-11.7	-12.1	-12.6
재무활동 현금	**-45.3**	**-65.0**	**-46.9**	**-46.9**	**-47.9**
차입금의 증가(감소)	-0.2	-21.1	-3.0	-3.0	-4.0
자본의 증가(감소)	-45.2	-43.9	-43.9	-43.9	-43.9
배당금의 지급	45.2	43.9	43.9	43.9	43.9
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**5.8**	**0.9**	**23.5**	**31.9**	**34.3**
기초현금	125.4	131.2	132.2	155.6	187.5
기말현금	131.2	132.2	155.6	187.5	221.8

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	19.8	16.8	9.0	8.3	7.8
P/B	2.7	2.1	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	9.1	6.6	3.1	2.6	2.1
P/CF	12.9	8.7	7.6	7.1	6.8
배당수익률 (%)	2.9	3.6	5.7	5.7	5.7
성장성 (%)					
매출액	-4.2	2.2	8.8	6.9	5.5
영업이익	-2.9	-7.9	17.2	8.6	5.5
세전이익	-3.1	-7.9	20.1	9.0	5.9
당기순이익	-3.5	-6.9	18.7	9.0	5.9
EPS	-3.5	-6.9	18.7	9.0	5.9
안정성 (%)					
부채비율	36.2	55.4	52.0	49.3	46.4
유동비율	270.3	215.8	229.6	242.3	255.5
순차입금/자기자본(x)	-77.9	-57.2	-59.6	-62.2	-64.5
영업이익/금융비용(x)	11,370.0	25.4	32.1	36.1	39.4
총차입금 (십억원)	0	98	95	92	88
순차입금 (십억원)	-438	-335	-374	-421	-473
주당지표(원)					
EPS	1,257	1,170	1,390	1,515	1,604
BPS	9,087	9,460	10,140	10,945	11,839
CFPS	1,930	2,259	1,651	1,763	1,843
DPS	710	710	710	710	710

자료: GKL, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

파라다이스 (034230)

2020. 4. 6 | 미디어/엔터

춘삼월에 돌아오지 않은 VIP

Analyst **김현용**
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 18,000 원
현재주가 12,100 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		O

3월 카지노 매출액 -60% 급감하며 1분기 매출 역신장

외국인카지노는 1~2월까지만 해도 VIP 의존도가 높은 산업 특성상 견조한 매출 증가세가 유지되며 영화나 여행과는 결이 다른 실적을 보여주었다. 그러나 3월 초순에 일본인 입국이 완전히 금지되면서 상황이 달라졌고, 정부의 사회적 거리두기와 개학 연기 등의 영향으로 3/24~4/6까지 14일간 휴업을 실시했다. 그 결과 3월 드롭액은 전년동월비 75%, 매출액은 61% 급감하며 분기 전체로 역신장으로 돌아섰다.

1분기 드롭액은 1.16조원(YoY -24.1%), 매출액은 1,552억원(YoY -3.8%)으로 집계되었다. 2월까지 선방했던 외국인카지노마저 무너져 내리는 모습이 확인된 것이며, 4/6 휴업 종료 이후에도 일본인, 중국인 VIP가 돌아올 수 있는 여건이 만들어지지 않는다면 실적 회복은 쉽지 않을 것으로 보여진다.

1분기 실적도 컨센서스 하회 전망

동사 1분기 실적은 매출액 1,933억원(YoY -4.2%), 영업이익 35억원(YoY 흑전)으로 시장기대치를 30% 하회할 것으로 예상된다. 홀드율 개선에도 드롭액이 24% 급감한 효과로 카지노 매출은 소폭이나마 역신장세로 돌아섰고, 리조트 매출도 매스고객 입국 자체가 까다로워지면서 큰 폭의 감소를 피할 수 없을 것으로 예상된다. 이익의 경우 전년 기저로 소폭 개선이 예상되지만 컨센서스 대비로는 큰 폭의 하회가 불가피하다는 판단이다.

투자의견 매수(유지), 목표주가 18,000원(하향) 제시

동사에 대해 투자의견은 매수를 유지하나, 목표주가는 18,000원으로 33% 하향 조정하도록 한다. 목표주가 하향은 VIP 입국이 거의 막혀 있는 현상황과 이로 인한 3월 실적 급감을 반영, 올해 예상 당기순이익 전망치를 기존 대비 33% 하향한 420억원으로 조정한 점에 기인한다.

Stock Data

KOSDAQ (4/3)		573.0 pt
시가총액		11,004 억원
발행주식수		90,943 천주
52 주 최고가/최저가		21,800 / 9,790 원
90 일 일평균거래대금		219.33 억원
외국인 지분율		7.9%
배당수익률(20.12E)		0.8%
BPS(20.12E)		13,882 원
KOSDAQ 대비	1 개월	-13.5%
	6 개월	-22.7%
	12 개월	-20.7%
주주구성	파라다이스글로벌	46.4%
	자사주 (외 1 인)	6.0%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	787.6	2.4	-42.9	-44.1	-247	적지	74.5	-76.3	32.9	1.3	-1.9
2019	979.4	51.9	15.5	6.7	177	흑전	162.6	105.2	16.1	1.3	1.2
2020E	989.1	60.9	-6.0	-3.3	-28	적전	141.5	n/a	14.5	0.9	-0.2
2021E	1,079.1	103.2	37.3	20.5	173	흑전	184.5	73.0	11.3	0.9	1.2
2022E	1,143.9	109.4	44.4	24.4	206	19.0	192.1	61.3	11.0	0.9	1.4

자료: 파라다이스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

1분기 & 2020년 실적 전망

동사 1분기 실적은 매출액 1,933억원(YoY -4.2%), 영업이익 35억원(YoY 흑전)으로 시장기대치를 30% 하회할 것으로 예상된다. 홀드율 개선에도 드롭액이 24% 급감한 효과로 카지노 매출은 소폭이나마 역신장세로 돌아섰고, 리조트 매출도 매스고객 입국 자체가 까다로워지면서 큰 폭의 감소를 피할 수 없을 것으로 예상된다. 이익의 경우 전년 기저로 소폭 개선이 예상되지만 컨센서스 대비로는 큰 폭의 하회가 불가피하다는 판단이다.

동사 2020년 실적은 매출액 9,891억원(YoY +1.0%), 영업이익 609억원(YoY +17.3%)으로 현재의 컨센서스를 대폭 하회할 것으로 예상된다. 매스고객발 홀드율 개선과 VIP의 점진적 귀환까지 더해지며 올해 사상 최대의 실적을 기대했던 외국인 카지노는 이제 외형 플러스 성장을 지키고, 수익성 개선까지 연결될지를 고민해야 할 처지다. 2분기 중 입국 금지 조치가 완화되어 VIP 출입로가 열린다고 가정하면, 하반기에는 빠른 실적 회복이 가능하다고 판단한다.

표30 파라다이스 실적 추이 및 전망

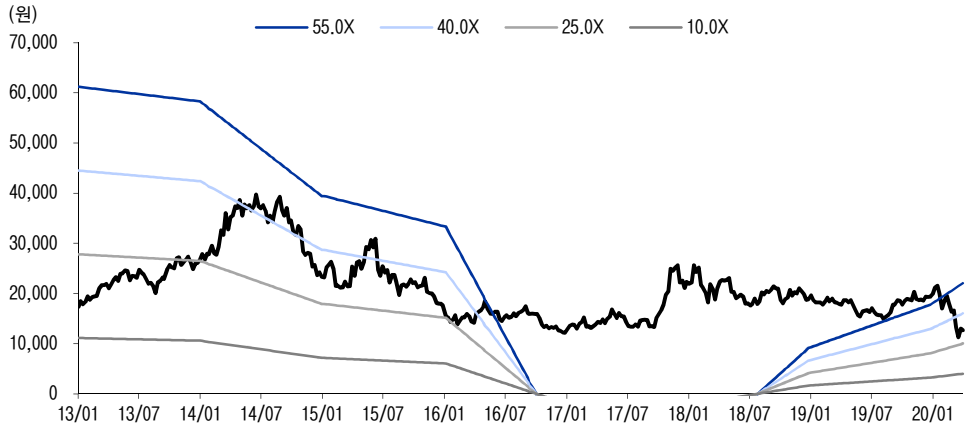
(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017	2018	2019	2020E
매출액	**179.5**	**181.1**	**210.5**	**216.6**	**201.7**	**233.9**	**274.4**	**267.4**	**668.0**	**787.6**	**979.4**	**989.1**
YoY	*26.0%*	*29.4%*	*7.3%*	*14.2%*	*12.4%*	*29.2%*	*30.4%*	*23.5%*	*-3.9%*	*17.9%*	*24.3%*	*1.0%*
카지노	92.6	93.5	97.1	104.2	86.7	103.7	107.7	102.5	551.3	387.3	400.6	412.0
Table	81.8	83.4	86.0	93.6	75.3	92.5	94.6	85.3	514.7	344.7	347.7	354.4
Slot	10.8	10.1	11.1	10.6	11.4	11.2	13.1	17.2	36.6	42.6	52.9	57.6
호텔	17.4	19.4	23.1	21.5	19.6	20.4	25.2	25.8	98.7	81.4	91.0	95.0
복합리조트	65.0	64.3	84.3	87.3	90.7	105.8	135.2	131.7	255.2	300.9	463.4	537.1
기타	4.4	3.9	6.0	3.6	4.7	4.0	6.3	7.3	18.0	18.0	22.3	20.3
매출원가	159.2	161.7	180.3	207.9	190.5	200.9	211.3	213.9	598.0	709.0	816.6	851.5
카지노	80.6	80.9	91.3	82.5	81.2	86.9	91.4	126.8	453.4	335.4	386.3	367.9
호텔	17.0	18.8	13.7	25.0	17.4	17.2	18.1	33.1	129.4	74.5	85.8	81.7
복합리조트	58.3	58.6	71.4	96.7	88.7	93.5	98.3	47.8	-	285	328.3	412
기타	3.3	3.3	3.9	3.7	3.2	3.3	3.5	6.2	15.2	14.1	16.2	14.4
판관비	15.5	19.5	19.4	21.8	17.5	28.3	22.1	32.0	100.4	76.2	99.8	101.8
영업이익	**4.8**	**-0.1**	**10.8**	**-13.1**	**-6.3**	**4.7**	**41.1**	**21.5**	**-30.4**	**2.4**	**51.9**	**60.9**
YoY	*흑전*	*적지*	*3.5%*	*적지*	*적전*	*흑전*	*280.0%*	*흑전*	*적전*	*흑전*	*n/a*	*17.3%*
영업이익률	2.7%	-0.1%	5.1%	-6.1%	-3.1%	2.0%	15.0%	8.0%	-4.6%	0.3%	5.3%	6.2%

자료: 파라다이스, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 및 밸류에이션

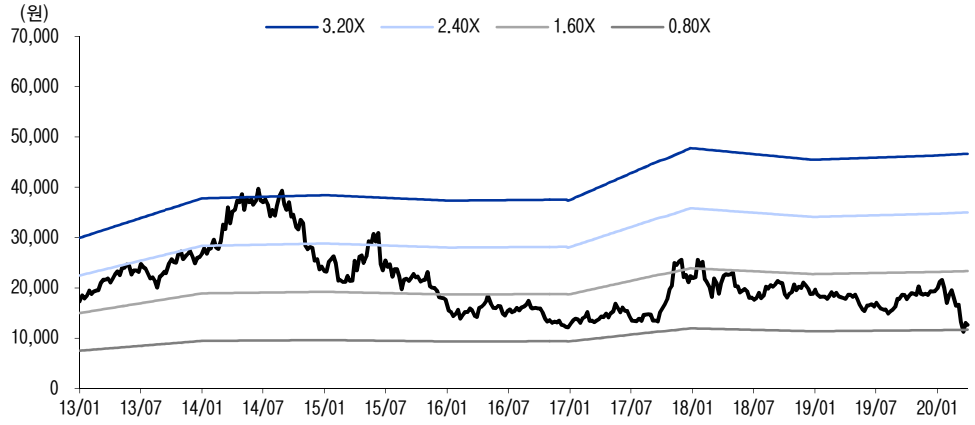
동사에 대해 투자의견은 매수를 유지하나, 목표주가는 18,000원으로 33% 하향 조정하도록 한다. 목표주가 하향은 VIP 입국이 거의 막혀 있는 현상황과 이로 인한 3월 실적 급감을 반영, 올해 예상 당기순이익 전망치를 기존 대비 33% 하향한 420억원으로 조정한 점에 기인한다.

그림71 파라다이스 PER 밴드 차트



자료: 파라다이스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 파라다이스 PBR 밴드 차트



자료: 파라다이스, 이베스트투자증권 리서치센터

파라다이스 (034230)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	327.5	532.2	534.1	483.9	434.2
현금 및 현금성자산	207.1	221.6	224.4	160.3	96.8
매출채권 및 기타채권	27.2	33.6	21.5	23.5	24.9
재고자산	6.6	6.2	6.4	7.0	7.4
기타유동자산	86.6	270.8	281.7	293.2	305.1
비유동자산	2,823.2	2,938.2	2,956.7	3,020.4	3,083.6
관계기업투자등	1.5	1.4	1.5	1.5	1.6
유형자산	2,262.6	2,197.0	2,200.4	2,248.1	2,294.3
무형자산	276.2	263.0	258.7	254.5	250.5
자산총계	**3,150.8**	**3,470.4**	**3,490.8**	**3,504.4**	**3,517.8**
유동부채	421.8	632.4	653.6	667.5	672.1
매입채무 및 기타재무	49.5	53.9	67.7	73.9	78.3
단기금융부채	108.7	323.8	320.8	317.8	306.8
기타유동부채	263.6	254.7	265.1	275.8	287.0
비유동부채	1,102.9	1,233.7	1,236.8	1,230.3	1,230.0
장기금융부채	898.6	1,034.2	1,029.2	1,014.2	1,005.2
기타비유동부채	204.3	199.5	207.6	216.1	224.8
부채총계	**1,524.7**	**1,866.2**	**1,890.4**	**1,897.7**	**1,902.1**
지배주주지분	1,272.2	1,266.3	1,262.4	1,268.7	1,277.7
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	295.0	295.0	295.0	295.0	295.0
이익잉여금	643.2	644.3	633.4	639.6	648.7
비지배주주지분(연결)	353.9	337.9	337.9	337.9	337.9
자본총계	**1,626.1**	**1,604.2**	**1,600.4**	**1,606.6**	**1,615.7**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**787.6**	**979.4**	**989.1**	**1,079.1**	**1,143.9**
매출원가	709.0	839.9	810.7	863.3	915.1
매출총이익	**78.6**	**139.5**	**178.4**	**215.8**	**228.8**
판매비 및 관리비	76.2	87.7	117.5	112.6	119.3
영업이익	**2.4**	**51.9**	**60.9**	**103.2**	**109.4**
(EBITDA)	74.5	162.6	141.5	184.5	192.1
금융손익	-28.0	-46.6	-51.7	-50.6	-49.6
이자비용	33.0	52.0	60.2	59.5	58.9
관계기업등 투자손익	-1.1	15.4	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-16.1	-5.2	-15.2	-15.3	-15.5
세전계속사업이익	**-42.9**	**15.5**	**-6.0**	**37.3**	**44.4**
계속사업법인세비용	1.3	8.8	-2.7	16.8	20.0
계속사업이익	-44.1	6.7	-3.3	20.5	24.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**-44.1**	**6.7**	**-3.3**	**20.5**	**24.4**
지배주주	-21.0	15.1	-2.4	14.8	17.6
총포괄이익	**270.8**	**6.7**	**-3.3**	**20.5**	**24.4**
매출총이익률 (%)	10.0	14.2	18.0	20.0	20.0
영업이익률 (%)	0.3	5.3	6.2	9.6	9.6
EBITDA 마진률 (%)	9.5	16.6	14.3	17.1	16.8
당기순이익률 (%)	-5.6	0.7	-0.3	1.9	2.1
ROA (%)	-0.8	0.5	-0.1	0.4	0.5
ROE (%)	-1.9	1.2	-0.2	1.2	1.4
ROIC (%)	0.1	0.9	1.8	2.3	2.3

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**106.4**	**156.8**	**127.4**	**116.6**	**120.5**
당기순이익(손실)	-44.1	6.7	-3.3	20.5	24.4
비현금수익비용가감	146.8	184.0	96.8	83.9	84.6
유형자산감가상각비	62.5	100.4	71.6	72.2	73.8
무형자산상각비	9.6	10.4	9.1	9.0	8.8
기타현금수익비용	2.3	73.2	16.1	2.7	2.0
영업활동 자산부채변동	28.9	11.8	33.9	12.2	11.5
매출채권 감소(증가)	-9.2	-6.7	12.1	-2.0	-1.4
재고자산 감소(증가)	-1.3	0.5	-0.2	-0.6	-0.4
매입채무 증가(감소)	7.2	68.2	13.8	6.2	4.4
기타자산, 부채변동	32.2	-50.2	8.2	8.5	8.9
투자활동 현금	**-223.7**	**-222.5**	**-108.1**	**-154.2**	**-155.4**
유형자산처분(취득)	-270.5	-84.2	-75.0	-120.0	-120.0
무형자산 감소(증가)	0.2	-0.6	-4.8	-4.8	-4.8
투자자산 감소(증가)	65.7	-153.2	-8.9	-9.3	-9.7
기타투자활동	-19.0	15.5	-19.4	-20.1	-21.0
재무활동 현금	**151.3**	**79.6**	**-16.5**	**-26.5**	**-28.5**
차입금의 증가(감소)	115.1	88.1	-8.0	-18.0	-20.0
자본의 증가(감소)	36.2	-8.5	-8.5	-8.5	-8.5
배당금의 지급	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**35.1**	**14.5**	**2.8**	**-64.1**	**-63.4**
기초현금	172.0	207.1	221.6	224.4	160.3
기말현금	207.1	221.6	224.4	160.3	96.8

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	-76.3	105.2	n/a	73.0	61.3
P/B	1.3	1.3	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	32.9	16.1	14.5	11.3	11.0
P/CF	16.7	8.9	12.3	11.0	10.6
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.8	0.8	0.8
성장성 (%)					
매출액	17.9	24.4	1.0	9.1	6.0
영업이익	흑전	2,054.2	17.3	69.7	6.0
세전이익	적지	흑전	적전	흑전	19.0
당기순이익	적지	흑전	적전	흑전	19.0
EPS	적지	흑전	적전	흑전	19.0
안정성 (%)					
부채비율	93.8	116.3	118.1	118.1	117.7
유동비율	77.7	84.2	81.7	72.5	64.6
순차입금/자기자본(x)	45.4	57.2	56.2	58.2	60.0
영업이익/금융비용(x)	0.1	1.0	1.0	1.7	1.9
총차입금 (십억원)	1,007	1,358	1,350	1,332	1,312
순차입금 (십억원)	738	918	899	936	969
주당지표(원)					
EPS	-247	177	-28	173	206
BPS	13,989	13,924	13,882	13,950	14,050
CFPS	1,129	2,097	1,028	1,148	1,199
DPS	100	100	100	100	100

자료: 파라다이스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

모두투어 (080160)

2020. 4. 6 | 미디어/엔터

상반기뿐 아니라, 연말까지 수요회복 불투명

Analyst 김현용
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Hold (downgrade)

목표주가 11,000 원
현재주가 9,660 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		O

2분기까지 여행절벽이 확정된 최악의 업황

동사 1분기 합산 패키지 송출객수는 16.7만명(YoY -60.3%)으로 대폭 감소한 것으로 나타났다. 특히 3월은 전년동월비 99%대 감소라는 충격적인 결과가 나와 여행절벽 상황임을 실감케 했다. 비용통제로 유의미한 이익방어를 할 수 있는 구간은 지났으며 100억원이 넘는 연결적자가 예상된다. 더 큰 문제는 6월 예약률도 -90%가 넘어 2분기까지 여행 수요가 전무한 수준이고, 이렇게 되면 연말까지도 평년 수요 회복은 기대하기가 힘들어진 것으로 판단된다.

비용절감에 안간힘 쓰지만, 적자 확대 불가피

1분기 동사 실적은 연결매출 488억원(YoY -47.1%), OP -103억원(YoY 적전)으로 낮아진 컨센서스조차 하회할 것으로 전망됩니다. 본업인 아웃바운드 여행뿐만 아니라 인바운드 호텔, 일본법인 등 여행업 전반의 수요 급감이 분기 영업일수의 절반을 훌쩍 넘기 때문입니다. 전사 인력의 2개조 편성 및 월교대 근무를 통한 인건비 절감, 임차료 지급시점 지연협상을 통한 유동성 확보, 정부의 지원금 등을 감안해도 현재 업황은 유사 이래 최악이라 할 만큼 나쁜 상황으로 판단된다. 여기에 더해 2분기에도 의미 있는 이익 개선은 어렵다는 점이 여행업 투자를 더욱 망설이는 요인이다.

하반기까지 L자 횡보 반영하여 투자의견과 목표주가 하향

동사에 대해 투자의견을 Hold로 하향하고 목표주가도 11,000원으로 기존 대비 39% 하향 조정하도록 한다. 목표주가 하향은 코로나 충격파를 반영, 올해뿐만 아니라 내년 실적 전망치까지 대폭 하향한 점에 기인한다. 코로나 종식과 여행 예약률의 반등이 확인되는 시점 이전에는 매수 추천을 할 수 없는 상황이다.

Stock Data

KOSDAQ (4/3)		573.01 pt
시가총액		1,826 억원
발행주식수		18,900 천주
52 주 최고가/최저가		25,200 / 13,400 원
90 일 일평균거래대금		32.37 억원
외국인 지분율		19.8%
배당수익률(20.12E)		2.6%
BPS(20.12E)		7,141 원
KOSDAQ 대비	1 개월	-4.0%
	6 개월	-5.9%
	12 개월	-16.5%
주주구성	우종옹 (외 20 인)	15.2%
	JP Morgan	10.1%
	자사주 (외 1 인)	6.4%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	365.0	16.6	15.8	12.2	700	-48.8	20.6	34.4	16.8	3.4	9.3
2019	297.2	3.2	6.3	2.3	100	-85.8	12.5	164.9	22.6	2.5	1.4
2020E	226.5	-12.9	-11.2	-8.3	-464	적전	-6.2	n/a	-26.6	1.7	-7.1
2021E	270.9	11.5	11.1	8.2	460	흑전	18.0	21.3	8.7	1.7	7.5
2022E	285.7	13.4	13.3	9.8	549	19.5	19.7	17.8	7.4	1.6	8.7

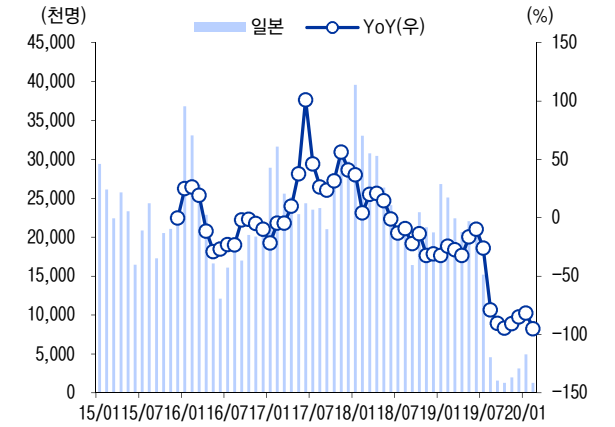
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

1월 선방, 2월 동남아/남태평양 급락 전환, 3월은 전멸

동사 2월 송출객수는 3.6만명으로 전년비 75% 급락했다. 불매운동 중인 일본이 95% 급락한 것은 놀라운 일이 아니지만, 중국 99%, 동남아 74%, 남태평양 25%, 유럽 24%로 전지역이 큰 폭의 하락세로 돌아섰다. 3월은 설상가상 송출객수 천백명으로 99% 급감하는 충격적인 성적을 기록했다. 여행 수요가 사실상 소멸된 수준이다.

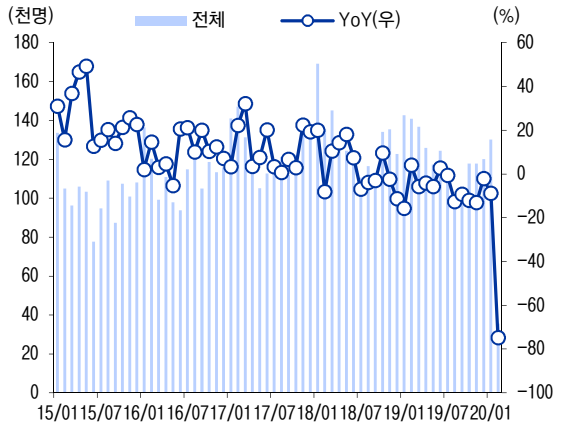
코로나가 사실상 종식되고, 일본 불매운동까지 완화되어야만 시장은 회복을 시작할 것이다. 현재 예약률 추이를 볼 때 패키지 여행수요 회복은 빨라야 3분기께로 전망되고 수요 회복이 실적으로 보여지는 것은 빨라야 내년에 가능할 것이다. 여행업의 역사상 최악의 구간을 지나고 있으며 아직은 터널의 끝이 보이지 않기에 섣불리 매수 추천을 할 수 없는 상황임에 틀림없다.

그림73 월별 일본 패키지 송출객수 & YoY



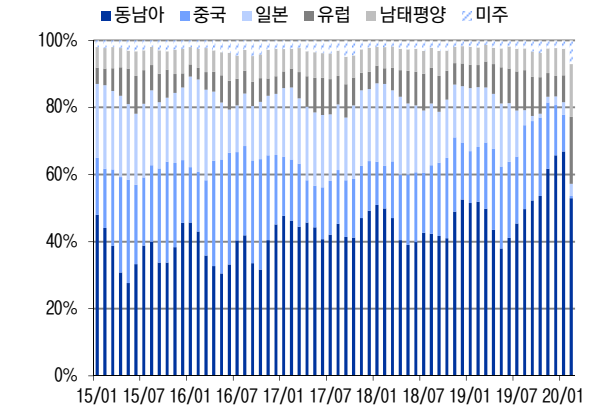
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 월별 전체 패키지 송출객수 & YoY



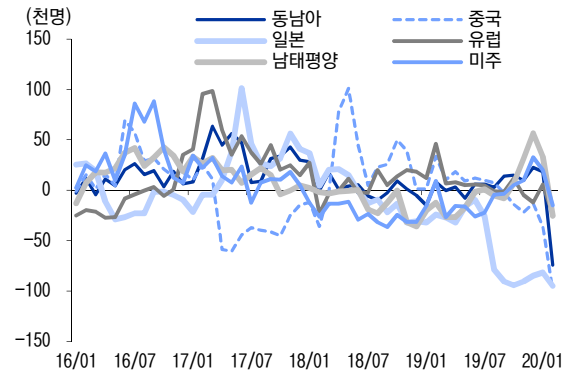
자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 월별 지역별 패키지 송출객수 비중



자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 월별 지역별 패키지 송출객수 YoY



자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 및 밸류에이션

동사에 대해 투자의견을 Hold로 하향하고 목표주가도 11,000원으로 기존 대비 39% 하향 조정하도록 한다. 목표주가 하향은 코로나 충격파를 반영, 올해뿐만 아니라 내년 실적 전망치까지 대폭 하향한 점에 기인한다. 코로나 종식과 여행 예약률의 반등이 확인되는 시점 이전에는 매수 추천을 할 수 없는 상황이다.

그림77 모두투어 PER 밴드 차트

자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 모두투어 PBR 밴드 차트

자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터

모두투어 (080160)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	200.6	203.7	195.8	207.6	218.3
현금 및 현금성자산	57.2	57.0	41.6	44.5	48.1
매출채권 및 기타채권	28.6	26.7	29.1	32.2	33.8
재고자산	10.9	9.8	10.5	11.7	12.3
기타유동자산	103.9	110.1	114.6	119.2	124.1
비유동자산	134.0	216.9	213.6	210.8	208.4
관계기업투자등	8.9	9.5	9.9	10.3	10.7
유형자산	100.6	183.3	178.7	174.5	170.7
무형자산	1.1	0.6	0.5	0.5	0.4
자산총계	**334.6**	**420.6**	**409.4**	**418.4**	**426.7**
유동부채	146.8	139.4	144.6	153.5	159.9
매입채무 및 기타재무	45.5	46.6	48.3	53.6	56.3
단기금융부채	23.3	6.9	6.9	6.9	6.9
기타유동부채	78.1	85.9	89.4	93.0	96.8
비유동부채	26.6	128.7	126.9	125.1	123.4
장기금융부채	24.2	123.8	121.8	119.8	117.8
기타비유동부채	2.4	4.9	5.1	5.3	5.5
부채총계	**173.4**	**268.1**	**271.5**	**278.6**	**283.3**
지배주주지분	133.3	124.1	109.5	111.4	115.0
자본금	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
자본잉여금	29.2	29.0	29.0	29.0	29.0
이익잉여금	120.3	115.6	101.0	102.9	106.5
비지배주주지분(연결)	27.8	28.4	28.4	28.4	28.4
자본총계	**161.2**	**152.5**	**137.9**	**139.8**	**143.4**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**365.0**	**297.2**	**226.5**	**270.9**	**285.7**
매출원가	87.0	53.1	43.0	64.5	68.1
매출총이익	**278.0**	**244.0**	**183.5**	**206.3**	**217.6**
판매비 및 관리비	261.4	240.8	196.4	194.8	204.2
영업이익	**16.6**	**3.2**	**-12.9**	**11.5**	**13.4**
(EBITDA)	20.6	12.5	-6.2	18.0	19.7
금융손익	2.2	-0.5	-5.5	-5.2	-5.0
이자비용	1.4	3.7	8.1	8.0	7.9
관계기업등 투자손익	0.1	1.4	1.9	1.9	1.9
기타영업외손익	-3.2	2.2	5.2	2.9	3.0
세전계속사업이익	**15.8**	**6.3**	**-11.2**	**11.1**	**13.3**
계속사업법인세비용	5.6	4.1	-2.9	2.9	3.5
계속사업이익	10.2	2.3	-8.3	8.2	9.8
중단사업이익	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**12.2**	**2.3**	**-8.3**	**8.2**	**9.8**
지배주주	12.6	1.8	-8.3	8.2	9.8
총포괄이익	**12.1**	**2.3**	**-8.3**	**8.2**	**9.8**
매출총이익률 (%)	76.2	82.1	81.0	76.2	76.2
영업이익률 (%)	4.6	1.1	-5.7	4.2	4.7
EBITDA 마진률 (%)	5.6	4.2	-2.7	6.6	6.9
당기순이익률 (%)	3.3	0.8	-3.7	3.0	3.4
ROA (%)	3.7	0.5	-2.0	2.0	2.3
ROE (%)	9.3	1.4	-7.1	7.5	8.7
ROIC (%)	21.5	1.5	-8.4	8.2	10.2

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**34.4**	**26.1**	**-1.6**	**17.3**	**18.4**
당기순이익(손실)	12.2	2.3	-8.3	8.2	9.8
비현금수익비용가감	11.8	16.2	4.9	4.8	4.6
유형자산감가상각비	3.5	8.9	6.4	6.3	6.1
무형자산상각비	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
기타현금수익비용	-5.1	6.9	-1.8	-1.7	-1.7
영업활동 자산부채변동	18.2	10.2	1.9	4.3	3.9
매출채권 감소(증가)	19.0	2.8	-2.4	-3.2	-1.6
재고자산 감소(증가)	14.1	0.8	-0.7	-1.1	-0.6
매입채무 증가(감소)	-16.3	-3.8	1.7	5.3	2.7
기타자산, 부채변동	1.5	10.5	3.2	3.3	3.5
투자활동 현금	**-18.2**	**-36.2**	**-5.5**	**-6.1**	**-6.5**
유형자산처분(취득)	-2.8	-26.7	-1.8	-2.1	-2.3
무형자산 감소(증가)	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
투자자산 감소(증가)	-13.3	-5.4	-2.6	-2.8	-3.0
기타투자활동	-1.9	-3.9	-1.0	-1.0	-1.0
재무활동 현금	**-12.8**	**8.0**	**-8.3**	**-8.3**	**-8.3**
차입금의 증가(감소)	2.5	19.2	-2.0	-2.0	-2.0
자본의 증가(감소)	-8.5	-5.0	-6.3	-6.3	-6.3
배당금의 지급	8.5	6.3	6.3	6.3	6.3
기타재무활동	-6.7	-6.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**4.0**	**-0.2**	**-15.4**	**2.9**	**3.6**
기초현금	53.1	57.2	57.0	41.6	44.5
기말현금	57.2	57.0	41.6	44.5	48.1

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	34.4	164.9	n/a	21.3	17.8
P/B	3.4	2.5	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	16.8	22.6	-26.6	8.7	7.4
P/CF	19.0	16.9	n/a	14.3	12.8
배당수익률 (%)	1.5	2.1	3.6	3.6	3.6
성장성 (%)					
매출액	-1.9	-18.6	-23.8	19.6	5.5
영업이익	-51.1	-80.7	적전	흑전	16.6
세전이익	-54.6	-59.9	적전	흑전	19.5
당기순이익	-51.1	-81.4	적전	흑전	19.5
EPS	-48.8	-85.8	적전	흑전	19.5
안정성 (%)					
부채비율	107.6	175.8	196.9	199.2	197.5
유동비율	136.6	146.2	135.4	135.3	136.5
순차입금/자기자본(x)	-67.5	-19.1	-14.4	-20.8	-27.4
영업이익/금융비용(x)	11.9	0.9	-1.6	1.4	1.7
총차입금 (십억원)	47	131	129	127	125
순차입금 (십억원)	-109	-29	-20	-29	-39
주당지표(원)					
EPS	700	100	-464	460	549
BPS	7,056	6,567	5,791	5,895	6,084
CFPS	1,270	975	n/a	687	764
DPS	350	350	350	350	350

자료: 모두투어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

하나투어 (039130)

2020. 4. 6 | 미디어/엔터

버티기 모드! 빅배스 출현시 관심 요망

Analyst **김현용**
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

아직 여행주를 편입하기엔 실적 부진 장기화 가능성 상존

보수적 가정을 하지 않아도 여행업은 6월말까지는 실적 급감이 불보듯 뻔한 상황으로 판단된다. 3월 패키지 송출객수는 전년동월비 99% 급감하며 여행수요는 종적을 감추었고, 6월까지도 예약률은 전년동월비 -90%를 넘는다. 손님이 전무한 면세점도 사업축소 전까지는 대규모 적자 인식을 할 수 밖에 없는 상황이다. 1분기 100억대 대규모 적자에 이어 2분기도 적자 지속이 불가피할 전망이다. 펀더멘털로만 보면 하반기가 돼도 매수 접근이 힘든 업황인 점은 분명하다.

상반기 중 빅배스 가능성 & 사업구조 코어중심 간결화

동사가 금번 다운턴을 지나가면서 취할 액션으로 예상되는 것들은 1)극도로 부진한 업황에서 잠재 부실을 다 털어버리는 빅배스 시행, 또는 2)면세점을 비롯한 비주력 부실사업의 과감한 정리로 요약된다. 해당 시그널의 발생시 동사에 대한 투자측면의 관심은 생겨날 것이다. 그러나 연말까지도 여행 수요의 회복을 단언할 수 없기에 매수 접근은 예약률의 반등을 사후적으로 확인하고 해도 늦지 않을 전망이다.

목표주가 23% 하향하며 투자의견 Hold로 하향

동사에 대해 투자의견은 기존 매수에서 Hold로 하향하고, 목표주가도 40,000원으로 기존 대비 23% 하향 조정하도록 한다. 목표주가 하향은 하반기까지도 회복이 어려운 업황을 반영하여 이익 전망치를 동일폭 하향한 점에 기인한다. 3자배정 증자자금 유입으로 업황 리스크에도 유동성이 풍부한 상태인 점은 긍정적인 요인이다. 하위 업체 도태로 인한 점유율 상승 효과, OTA 출시로 인한 모멘텀도 전부 여행 수요가 다시 살아날 때나 의미가 있는 투자포인트다. 아직은 때가 아니다.

Hold (downgrade)

목표주가	40,000 원
현재주가	37,450 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		O

Stock Data

KOSPI (4/3)		1,725.44 pt
시가총액		5,220 억원
발행주식수		13,939 천주
52 주 최고가/최저가		75,200 / 27,800 원
90 일 일평균거래대금		82.24 억원
외국인 지분율		5.0%
배당수익률(20.12E)		3.5%
BPS(20.12E)		13,848 원
KOSPI 대비	1 개월	1.5%
	6 개월	0.9%
	12 개월	-28.3%
주주구성	하모니아 1 호 유한회사	28.7%
	키움프라이빗에쿼티	8.6%
	국민연금공단 (외 1 인)	5.8%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	828.3	24.9	22.3	10.6	791	-33.6	47.3	87.0	13.3	4.0	4.3
2019	763.2	5.9	-5.7	-12.0	-725	적전	80.1	n/a	10.7	3.1	-4.2
2020E	649.9	-2.2	-11.3	-3.4	-312	적지	92.9	n/a	8.3	2.7	-2.0
2021E	716.6	15.6	6.9	5.1	462	흑전	101.5	79.9	7.3	2.8	3.3
2022E	766.8	24.4	16.0	11.8	1,071	132.0	102.9	34.5	6.9	2.9	7.9

자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

1분기 & 2020년 실적 전망

동사 1분기 실적은 매출액 1,352억원(YoY -39.3%), 영업손실 169억원(YoY 적자전환)으로 컨센서스를 큰 폭 하회할 것으로 예상된다. 본업도, 면세점도, 일본법인도 손실 측정이 무의미할만큼 매출이 바닥난 상황이기 때문이다. 2분기까지는 적자기조 탈피가 힘들다는 판단이며, 하반기 흑전 여부 또한 코로나 정상화 시점에 상당히 의존적인 상황이다.

2020년 동사 실적은 매출 6,499억원(YoY -14.8%), 영업손실 22억원(YoY 적자전환)으로 전년 하반기 일본 불매로 인한 감익에서 한 번 더 이익은 레벨 다운이 불가피할 전망이다. 상반기 적자에서 하반기 흑자전환으로 회복되는 그림도 코로나 상반기말 종식을 가정해야 유효하며, 면세점 등 비주력 사업의 클린화 속도에 따라 실적 회복 속도가 조금 빨라질 수 있는 정도다. 현주가는 2021년 실적 대비로도 밸류에이션 상의 접근은 부담 있는 수준으로 판단된다.

표31 하나투어 실적 추이 및 전망(연결 기준)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017	2018	2019	2020E
영업수익	229.3	196.7	208.4	193.8	222.9	193.7	183.2	163.5	804.3	828.2	763.2	649.9
YoY	*33.9%*	*21.0%*	*24.9%*	*6.8%*	*-2.8%*	*-1.5%*	*-12.1%*	*-15.7%*	*14.6%*	*3.0%*	*-7.9%*	*-14.8%*
별도	158.6	125.9	137.6	120.0	149.7	114.6	107.4	106.4	535.2	542.1	499.0	418.9
자회사	70.7	70.8	70.8	73.8	73.2	79.1	75.8	56.1	269.1	286.1	263.3	231.0
영업이익	12	4.7	5.2	2.9	13.2	3.6	-2.8	-8.1	41.1	24.8	5.9	-2.2
YoY	*16.5%*	*-2.1%*	*-47.5%*	*-81.6%*	*10.0%*	*-23.4%*	*적전*	*적전*	*94.3%*	*-39.5%*	*-76.1%*	*적전*
별도	13.9	3.8	7.3	1.7	12.9	-0.9	-2.5	-7.4	47.1	26.6	2.1	-1.8
자회사	-1.9	0.9	-2.1	1.2	0.3	4.5	-0.3	-0.7	-6.0	-1.8	3.8	-0.4
OPM(%)	5.2%	2.4%	2.5%	1.5%	5.9%	1.9%	-1.5%	-5.0%	5.1%	3.0%	0.8%	-0.3%
별도	8.8%	3.0%	5.3%	1.4%	8.6%	-0.8%	-2.3%	-5.6%	8.8%	4.9%	0.4%	-0.4%
자회사	-2.7%	1.3%	-3.0%	1.6%	0.4%	5.7%	-0.4%	-1.3%	-2.2%	-0.6%	1.4%	-0.2%

자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

표32 하나투어 실적 추이 및 전망(별도 기준)

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017	2018	2019	2020E
영업수익	158.6	125.9	137.6	120.0	149.7	114.6	107.4	91.2	444.6	542.1	462.9	397.7
YoY	*40.2%*	*20.4%*	*29.0%*	*-0.2%*	*-5.6%*	*-9.0%*	*-21.9%*	*-24.0%*	*15.3%*	*21.9%*	*-14.6%*	*-12.3%*
항공권대매	2.7	2.2	2.1	2.5	1.6	1.6	2.4	3.6	10.3	9.6	8.8	7.8
국제관광알선	100.8	88.0	89.6	80.7	98.1	78.6	74.4	41.3	374.8	359.1	294.4	249.8
기타	55.1	35.7	45.9	36.8	50.0	34.4	30.6	46.3	59.4	173.5	159.7	140.1
영업이익	13.9	3.8	7.3	1.7	12.9	-0.9	-2.5	-3.8	46.8	26.6	5.7	-3.2
YoY	*-12.6%*	*-55.8%*	*-22.3%*	*-86.8%*	*-7.4%*	*적전*	*적전*	*적전*	*53.9%*	*-43.2%*	*-78.6%*	*적전*
OPM	8.8%	3.0%	5.3%	1.4%	8.6%	-0.8%	-2.3%	-4.2%	10.5%	4.9%	1.2%	-0.8%

자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터

하나투어 (039130)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	497.7	408.2	469.0	511.9	552.2
현금 및 현금성자산	157.7	110.8	134.5	156.1	176.9
매출채권 및 기타채권	100.0	92.2	113.2	123.4	132.0
재고자산	53.1	33.8	43.0	46.9	50.2
기타유동자산	186.9	171.4	178.3	185.6	193.1
비유동자산	218.4	597.4	548.5	510.1	480.0
관계기업투자등	11.0	7.5	7.8	8.1	8.4
유형자산	109.5	470.2	395.9	335.7	286.9
무형자산	22.1	40.5	62.4	80.5	95.4
자산총계	**716.1**	**1,005.6**	**1,017.6**	**1,022.0**	**1,032.2**
유동부채	413.6	407.5	439.0	454.3	468.5
매입채무 및 기타재무	116.0	76.3	103.1	112.4	120.2
단기금융부채	74.8	141.5	138.5	136.5	134.5
기타유동부채	222.8	189.7	197.5	205.5	213.8
비유동부채	62.7	382.2	380.6	379.0	377.5
장기금융부채	47.7	369.7	367.7	365.7	363.7
기타비유동부채	14.9	12.5	12.9	13.3	13.8
부채총계	**476.2**	**789.7**	**819.6**	**833.3**	**846.0**
지배주주지분	199.9	180.8	160.9	151.6	149.0
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	111.3	111.3	111.3	111.3	111.3
이익잉여금	118.2	96.9	79.1	69.8	67.3
비지배주주지분(연결)	40.0	37.1	37.1	37.1	37.1
자본총계	**239.9**	**217.9**	**198.0**	**188.7**	**186.2**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**828.3**	**763.2**	**649.9**	**716.6**	**766.8**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**828.3**	**763.2**	**649.9**	**716.6**	**766.8**
판매비 및 관리비	803.4	757.3	652.1	701.0	742.4
영업이익	**24.9**	**5.9**	**-2.2**	**15.6**	**24.4**
(EBITDA)	47.3	80.1	92.9	101.5	102.9
금융손익	0.4	-13.6	-7.4	-7.1	-6.8
이자비용	1.3	10.6	12.2	12.1	12.0
관계기업등 투자손익	-0.5	-2.8	-6.8	-6.8	-6.8
기타영업외손익	-2.5	4.8	5.2	5.2	5.3
세전계속사업이익	**22.3**	**-5.7**	**-11.3**	**6.9**	**16.0**
계속사업법인세비용	11.7	6.3	-7.8	1.8	4.2
계속사업이익	10.6	-12.0	-3.4	5.1	11.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**10.6**	**-12.0**	**-3.4**	**5.1**	**11.8**
지배주주	8.7	-8.0	-3.4	5.1	11.8
총포괄이익	**13.4**	**-12.0**	**-3.4**	**5.1**	**11.8**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	3.0	0.8	-0.3	2.2	3.2
EBITDA 마진률 (%)	5.7	10.5	14.3	14.2	13.4
당기순이익률 (%)	1.3	-1.6	-0.5	0.7	1.5
ROA (%)	1.3	-0.9	-0.3	0.5	1.2
ROE (%)	4.3	-4.2	-2.0	3.3	7.9
ROIC (%)	n/a	1.5	-0.3	2.7	4.6

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**20.4**	**24.4**	**100.6**	**98.9**	**99.2**
당기순이익(손실)	10.6	-12.0	-3.4	5.1	11.8
비현금수익비용가감	52.5	116.2	102.2	93.2	85.8
유형자산감가상각비	18.3	70.0	84.4	71.3	60.8
무형자산상각비	4.1	4.2	10.7	14.6	17.7
기타현금수익비용	1.7	42.1	7.1	7.3	7.3
영업활동 자산부채변동	-14.1	-63.7	1.8	0.6	1.6
매출채권 감소(증가)	-3.4	7.0	-21.0	-10.2	-8.6
재고자산 감소(증가)	4.7	17.3	-9.2	-3.9	-3.3
매입채무 증가(감소)	-4.1	-32.7	26.8	9.3	7.9
기타자산, 부채변동	-11.2	-55.3	5.2	5.4	5.6
투자활동 현금	**-131.0**	**-112.7**	**-57.5**	**-58.9**	**-60.0**
유형자산처분(취득)	-12.1	-96.2	-10.1	-11.1	-11.9
무형자산 감소(증가)	-6.6	-28.5	-32.6	-32.6	-32.6
투자자산 감소(증가)	-108.1	22.8	-11.6	-11.8	-12.0
기타투자활동	-4.2	-10.8	-3.2	-3.3	-3.5
재무활동 현금	**36.7**	**32.9**	**-19.4**	**-18.4**	**-18.4**
차입금의 증가(감소)	56.9	46.5	-5.0	-4.0	-4.0
자본의 증가(감소)	-18.2	-14.4	-14.4	-14.4	-14.4
배당금의 지급	18.2	14.4	14.4	14.4	14.4
기타재무활동	-2.0	0.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**-70.7**	**-46.9**	**23.6**	**21.6**	**20.8**
기초현금	228.4	157.7	110.8	134.5	156.1
기말현금	157.7	110.8	134.5	156.1	176.9

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	87.0	n/a	n/a	79.9	34.5
P/B	4.0	3.1	2.7	2.8	2.9
EV/EBITDA	13.3	10.7	8.3	7.3	6.9
P/CF	12.7	5.4	4.3	4.4	4.4
배당수익률 (%)	1.9	2.7	3.5	3.5	3.5
성장성 (%)					
매출액	3.0	-7.9	-14.8	10.3	7.0
영업이익	-39.5	-76.1	적전	흑전	56.0
세전이익	-41.7	적전	적지	흑전	132.0
당기순이익	-18.1	적전	적지	흑전	132.0
EPS	-33.6	적전	적지	흑전	132.0
안정성 (%)					
부채비율	198.5	362.4	414.0	441.6	454.5
유동비율	120.3	100.2	106.8	112.7	117.9
순차입금/자기자본(x)	-70.7	133.4	130.1	120.5	106.2
영업이익/금융비용(x)	19.8	0.6	-0.2	1.3	2.0
총차입금 (십억원)	123	511	506	502	498
순차입금 (십억원)	-170	291	258	227	198
주당지표(원)					
EPS	791	-725	-312	462	1,071
BPS	17,206	15,562	13,848	13,049	12,831
CFPS	5,428	8,978	8,501	8,459	8,402
DPS	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300

자료: 하나투어, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

SK텔레콤 (017670)

2020. 4. 6 | 통신

대장은 실망시키는 법이 없었다

Analyst 김현용
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

1Q 실적보다 비용절감, 투자지연, 5G보급 겹치는 하반기 주목

1분기 실적은 별도 감익, 보안사업에서 코로나發 예상보다 늦어진 성장속도의 영향으로 기대치에는 소폭 미흡할 것으로 판단된다. 그러나 현재 동사 투자심리에서 중요한 것은 마케팅 비용절감, 투자속도 조절, 5G 보급률 10% 도달 등의 이벤트가 겹쳐지는 하반기에 베팅할 시점이라는 사실이다. 코로나 여파에도 5G 월별 순증가입자수는 2월 40만명(MoM +11만명)을 회복하며 갤럭시 S20 효과를 봤다.

IPTV VOD, 11번가, WAVVE: 코로나 무풍지대 사업 다수보유

동사는 MNO 외에도 다수 성장사업을 영위 중이며, 그 중에서는 코로나 무풍지대도 포함되어 있다. IPTV VOD는 코로나 수혜로 유의미한 매출 증가가 포착되고 있으며, 11번가는 생필품 비중이 높은 경쟁 플랫폼만큼은 아니지만 분명히 정의 성장률이 감지된다. 아울러 OTT 웨이브도 수치 상의 정보는 제한적이지만 최근 넷플릭스의 주간 가입자수 급증세로 미루어 보면 플러스 효과를 기대하는 것이 합리적이다.

1분기 영업이익 감익이지만 컨센서스에 대체로 부합하는 양호한 수준

동사 1분기 실적은 영업수익 4.50조원(YoY +3.8%), 영업이익 2,974억원(YoY -7.8%)으로 시장기대치에 1~2% 미달한 준수한 실적이 예상된다. 외형 성장은 MNO 약세에도 연결 자회사들이 커머스, 콘텐츠를 중심으로 견조한 성장률을 달성한 점에 기인한다. 이익은 별도 감익이 가장 큰 원인인데, 작년 하반기 집행한 5G 마케팅 비용이 기간배분된 효과로 매출 정체 대비 비용이 늘어났기 때문인 것으로 파악된다.

배당수익률 5.5%에 SK텔레콤을 매입할 기회

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 23만원으로 각각 기존을 유지하도록 한다. 투자의견 매수 근거는 1) 배당수익률이 5.5%에 달하고, 2) 5G 도입은 속도의 문제로 하반기 애플 가세와 함께 보급 가속화가 예상되며, 3) 연결 자회사 레벨에서 일반적인 통신사업자와 다른 이익 다이내믹스를 확인시켜 주고 있기 때문이다.

Buy (maintain)

목표주가 230,000 원
현재주가 183,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI (4/3)		1,725.44 pt
시가총액		147,765 억원
발행주식수		80,746 천주
52 주 최고가/최저가		264,000 / 165,500
90 일 일평균거래대금		637.02 억원
외국인 지분율		37.4%
배당수익률(20.12E)		5.5%
BPS(20.12E)		286,484 원
KOSPI 대비	1 개월	1.4%
	6 개월	-7.4%
	12 개월	-6.7%
주주구성	SK (외 4 인)	26.8%
	국민연금공단 (외 1 인)	10.6%
	자사주 (외 1 인)	9.4%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	16,874	1,202	3,976	3,132	38,738	20.3	4,486	7.0	6.5	1.0	15.5
2019	17,744	1,110	1,163	862	11,021	-71.5	5,046	22.2	5.7	0.9	4.0
2020E	18,483	1,168	1,252	1,027	12,717	15.4	5,053	14.3	4.6	0.6	4.5
2021E	19,032	1,256	1,516	1,243	15,392	21.0	4,746	11.8	4.8	0.6	5.3
2022E	19,484	1,341	1,594	1,339	16,581	7.7	4,546	11.0	5.0	0.6	5.6

자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표33 SK 텔레콤 실적추이 및 전망

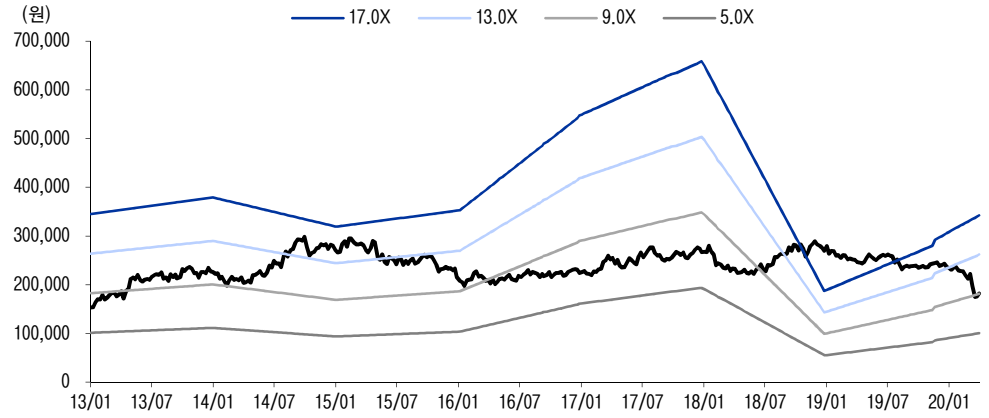
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2018	2019	2020E	2021E
영업수익	**4,182**	**4,154**	**4,186**	**4,352**	**4,335**	**4,437**	**4,561**	**4,411**	**4,501**	**4,592**	**4,789**	**4,600**	**16,874**	**17,744**	**18,483**	**19,032**
이동전화수익	2,569	2,498	2,485	2,449	2,413	2,436	2,486	2,387	2,727	2,801	2,784	2,840	10,000	9,722	11,152	11,484
망접속정산수익	151	156	156	103	127	132	126	133	152	161	152	165	565	518	630	649
신규 및 기타	269	288	285	299	272	280	299	325	294	305	324	349	1,141	1,176	1,272	1310
SK브로드밴드	751	782	800	921	817	851	845	946	833	877	853	1,066	3,254	3,459	3,629	3737
기타	442	431	441	601	706	739	786	620	565	517	550	502	1,914	2,851	2,135	2198
영업비용	**3,856**	**3,807**	**3,882**	**4,126**	**4,012**	**4,114**	**4,259**	**4,248**	**4,204**	**4,265**	**4,464**	**4,382**	**15,672**	**16,633**	**17,315**	**17,776**
종업원급여	550	536	539	665	691	699	699	733	726	748	741	769	2,289	2,822	2,984	3,063
지급,판매수수료	1,262	1,217	1,266	1,258	1,274	1,256	1,303	1,169	1,325	1,331	1,329	1,304	5,003	5,002	5,289	5,430
광고선전비	100	111	120	138	86	105	111	133	91	112	115	141	469	435	460	472
감가상각비	824	807	807	846	932	971	1,003	1,029	997	1,020	1,053	1,091	3,284	3,935	4,161	4,272
망접속정산비용	215	219	212	162	189	188	184	191	200	197	197	201	808	752	795	816
전용회선료	42	40	41	35	38	35	33	34	40	37	35	36	158	140	148	152
전파사용료	39	36	39	38	33	31	35	35	35	33	37	37	152	134	142	145
상품매출원가	411	399	418	568	377	440	499	517	400	473	521	544	1,796	1,833	1,938	1,990
기타영업비용	414	443	441	417	392	389	393	408	412	416	413	432	1,714	1,582	1,673	1,717
영업이익	**325**	**347**	**304**	**225**	**323**	**323**	**302**	**163**	**297**	**327**	**326**	**218**	**1,202**	**1,110**	**1,168**	**1,256**
영업이익률	**7.8%**	**8.4%**	**7.3%**	**5.2%**	**7.4%**	**7.3%**	**6.6%**	**3.7%**	**6.6%**	**7.1%**	**6.8%**	**4.7%**	**7.1%**	**6.3%**	**6.3%**	**6.6%**
YoY																
영업수익	*-1%*	*-4%*	*-6%*	*-3%*	*4%*	*7%*	*9%*	*1%*	*4%*	*4%*	*5%*	*4%*	*-4%*	*5%*	*6%*	*4%*
이동전화수익	*-4%*	*-8%*	*-9%*	*-10%*	*-6%*	*-2%*	*0%*	*-3%*	*20%*	*22%*	*21%*	*24%*	*-8%*	*-3%*	*15%*	*3%*
망접속정산수익	*-13%*	*8%*	*4%*	*-34%*	*-16%*	*-15%*	*-19%*	*29%*	*8%*	*9%*	*9%*	*7%*	*-10%*	*-8%*	*22%*	*3%*
신규 및 기타	*17%*	*18%*	*8%*	*24%*	*1%*	*-3%*	*5%*	*9%*	*2%*	*3%*	*1%*	*13%*	*17%*	*3%*	*8%*	*3%*
SK브로드밴드	*4%*	*7%*	*5%*	*10%*	*9%*	*9%*	*6%*	*3%*	*-20%*	*-30%*	*-30%*	*-19%*	*7%*	*6%*	*5%*	*3%*
기타	*4%*	*-15%*	*-16%*	*10%*	*60%*	*71%*	*78%*	*3%*	*6%*	*5%*	*7%*	*5%*	*-4%*	*49%*	*-25%*	*3%*
영업이익	*-21%*	*-18%*	*-22%*	*-27%*	*-1%*	*-7%*	*-1%*	*-28%*	*5%*	*7%*	*6%*	*5%*	*-22%*	*-8%*	*11%*	*7%*
가입자수(천명)																
총 무선 가입자	30,349	30,719	30,771	30,882	31,009	31,019	31,268	31,535	31,665	31,685	31,895	32,165	30,882	31,535	32,165	32,815
MNO 가입자	26,880	27,221	27,277	27,382	27,529	27,649	28,142	28,648	29,163	29,687	30,221	30,765	27,382	28,648	30,765	32,881
핸셋 가입자	23,625	23,699	23,727	23,784	23,950	24,049	24,058	24,083	24,108	24,133	24,158	24,183	23,784	24,083	24183	24284
LTE 가입자	22,859	23,432	23,827	24,205	24,578	24,374	24,114	24,410	23,834	22,721	21,159	18,930	24,205	24,410	18,930	15,405
5G 가입자						530	1,537	2,084	2,804	4,059	5,765	8,136		2,084	8,136	13,950
초고속 인터넷	5,277	5,318	5,368	5,405	5,458	5,514	5,566	5,613	5,658	5,693	5,722	5,758	5,405	5,613	5758	5903
IPTV 가입자	4,464	4,554	4,659	4,729	4,848	4,971	5,083	5,193	5,288	5,373	5,450	5,519	4,729	5,193	5519	5845
순증																
총 무선 가입자	*154*	*370*	*52*	*111*	*127*	*10*	*249*	*267*	*130*	*20*	*210*	*270*	*687*	*653*	*630*	*650*
LTE 가입자	*-6*	*573*	*395*	*378*	*373*	*-204*	*-260*	*296*	*-577*	*-1,113*	*-1,563*	*-2,229*	*1,340*	*205*	*-5480*	*-3525*
5G 가입자						*530*	*1,007*	*547*	*720*	*1,256*	*1,706*	*2,372*		*2,084*	*6052*	*5814*
IPTV 가입자	*94*	*90*	*105*	*70*	*119*	*123*	*112*	*110*	*95*	*85*	*77*	*69*	*359*	*464*	*326*	*326*
ARPU(원)	**33,299**	**32,289**	**32,070**	**31,328**	**30,645**	**30,755**	**31,166**	**31,738**	**30,093**	**31,493**	**32,755**	**33,674**				
MVNO포함 ARPU(원)	**29,586**	**28,652**	**28,454**	**27,782**	**27,232**	**27,403**	**27,952**	**27,053**	**25,408**	**26,808**	**28,070**	**28,989**				

자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 및 밸류에이션

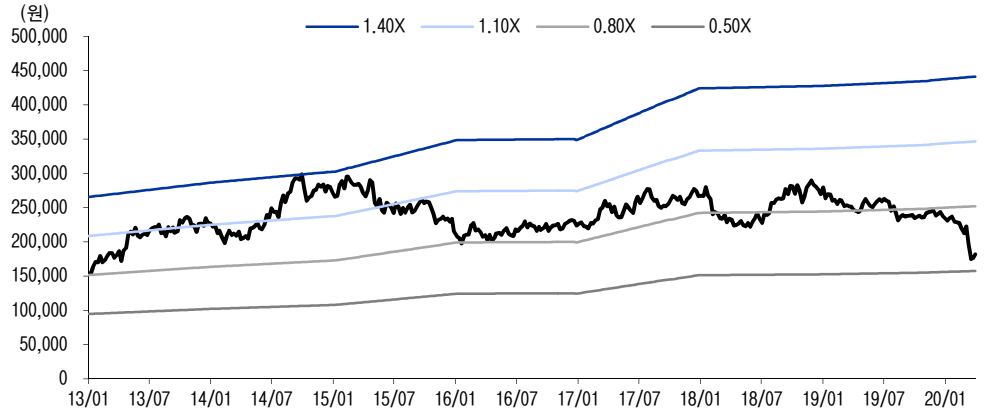
동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 23만원으로 각각 기존을 유지하도록 한다. 투자의견 매수 근거는 1) 배당수익률이 5.5%에 달하고, 2) 5G 도입은 속도의 문제로 하반기 애플 가세와 함께 보급 가속화가 예상되며, 3) 연결 자회사 레벨에서 일반적인 통신사업자와 다른 이익 다이내믹스를 확인시켜 주고 있기 때문이다.

그림79 SK 텔레콤 PER 밴드차트



자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 SK 텔레콤 PBR 밴드차트



자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

SK텔레콤 (017670)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	7,959	7,975	8,065	8,306	8,764
현금 및 현금성자산	1,507	1,271	989	975	1,188
매출채권 및 기타채권	2,946	3,136	3,324	3,410	3,478
재고자산	288	163	190	194	198
기타유동자산	3,218	3,405	3,562	3,727	3,899
비유동자산	34,410	36,445	36,094	36,052	36,432
관계기업투자등	13,356	14,100	14,673	15,268	15,888
유형자산	10,718	12,334	10,941	9,830	9,114
무형자산	8,452	7,816	8,196	8,576	8,957
자산총계	**42,369**	**44,420**	**44,159**	**44,358**	**45,196**
유동부채	6,848	7,591	7,578	7,724	7,909
매입채무 및 기타재무	2,295	2,960	2,881	2,955	3,015
단기금융부채	1,489	1,766	1,716	1,666	1,666
기타유동부채	3,064	2,865	2,982	3,103	3,229
비유동부채	13,172	13,968	13,581	13,199	13,321
장기금융부채	8,592	9,636	9,136	8,636	8,636
기타비유동부채	4,581	4,333	4,446	4,563	4,685
부채총계	**20,020**	**21,559**	**21,160**	**20,923**	**21,230**
지배주주지분	22,471	22,558	23,132	23,568	24,099
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	2,916	2,916	2,916	2,916	2,916
이익잉여금	22,145	22,235	22,455	22,890	23,421
비지배주주지분(연결)	-122	-133	-133	-133	-133
자본총계	**22,349**	**22,425**	**22,999**	**23,434**	**23,966**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**16,874**	**17,744**	**18,483**	**19,032**	**19,484**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**16,874**	**17,744**	**18,483**	**19,032**	**19,484**
판매비 및 관리비	15,672	16,634	17,315	17,776	18,143
영업이익	**1,202**	**1,110**	**1,168**	**1,256**	**1,341**
(EBITDA)	4,486	5,046	5,053	4,746	4,546
금융손익	-223	-326	-248	-223	-207
이자비용	307	398	383	362	352
관계기업등 투자손익	3,271	450	225	400	400
기타영업외손익	-274	-71	108	82	60
세전계속사업이익	**3,976**	**1,163**	**1,252**	**1,516**	**1,594**
계속사업법인세비용	844	301	225	273	255
계속사업이익	3,132	862	1,027	1,243	1,339
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**3,132**	**862**	**1,027**	**1,243**	**1,339**
지배주주	3,128	890	1,027	1,243	1,339
총포괄이익	**2,993**	**862**	**1,027**	**1,243**	**1,339**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	7.1	6.3	6.3	6.6	6.9
EBITDA 마진률 (%)	26.6	28.4	27.3	24.9	23.3
당기순이익률 (%)	18.6	4.9	5.6	6.5	6.9
ROA (%)	8.3	2.1	2.3	2.8	3.0
ROE (%)	15.5	4.0	4.5	5.3	5.6
ROIC (%)	6.4	4.8	5.5	6.2	7.0

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**4,333**	**3,986**	**4,430**	**4,437**	**4,255**
당기순이익(손실)	3,132	862	1,027	1,243	1,339
비현금수익비용가감	1,569	4,351	3,693	3,208	2,927
유형자산감가상각비	3,284	3,936	3,886	3,490	3,205
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	-3,271	415	-193	-282	-278
영업활동 자산부채변동	26	-836	-290	-14	-11
매출채권 감소(증가)	507	-220	-187	-86	-68
재고자산 감소(증가)	-13	116	-27	-5	-4
매입채무 증가(감소)	-330	144	-79	75	59
기타자산, 부채변동	-138	-877	3	2	2
투자활동 현금	**-4,048**	**-3,583**	**-3,354**	**-3,094**	**-3,233**
유형자산처분(취득)	-2,734	-3,357	-2,493	-2,379	-2,489
무형자산 감소(증가)	-497	-134	-380	-380	-380
투자자산 감소(증가)	-418	280	-392	-242	-268
기타투자활동	-398	-372	-89	-93	-97
재무활동 현금	**-238**	**-637**	**-1,357**	**-1,357**	**-807**
차입금의 증가(감소)	373	150	-550	-550	0
자본의 증가(감소)	-706	-419	-807	-807	-807
배당금의 지급	706	719	807	807	807
기타재무활동	94	-368	0	0	0
현금의 증가	**49**	**-236**	**-281**	**-15**	**214**
기초현금	1,458	1,507	1,271	989	975
기말현금	1,507	1,271	989	975	1,188

자료: SK텔레콤, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	7.0	22.2	14.3	11.8	11.0
P/B	1.0	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.5	5.7	4.6	4.8	5.0
P/CF	4.6	3.8	3.1	3.3	3.4
배당수익률 (%)	3.7	4.1	5.5	5.5	5.5
성장성 (%)					
매출액	-3.7	5.2	4.2	3.0	2.4
영업이익	-21.8	-7.6	5.2	7.6	6.8
세전이익	16.8	-70.8	7.7	21.0	5.2
당기순이익	17.9	-72.5	19.1	21.0	7.7
EPS	20.3	-71.5	15.4	21.0	7.7
안정성 (%)					
부채비율	89.6	96.1	92.0	89.3	88.6
유동비율	116.2	105.1	106.4	107.5	110.8
순차입금/자기자본(x)	32.5	40.3	38.0	34.8	32.9
영업이익/금융비용(x)	3.9	2.8	3.1	3.5	3.8
총차입금 (십억원)	10,080	11,402	10,852	10,302	10,302
순차입금 (십억원)	7,274	9,041	8,728	8,147	7,885
주당지표(원)					
EPS	38,738	11,021	12,717	15,392	16,581
BPS	278,291	279,372	286,484	291,876	298,457
CFPS	58,219	64,560	58,452	55,119	52,834
DPS	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000

LG유플러스 (032640)

2020. 4. 6 | 통신

5G 시장 개화만 오매불망 기다립니다

Analyst 김현용
02. 3779-8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 16,000 원
현재주가 11,250 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

5G 시장점유율 25% 전후 유지 중인 점은 긍정적

3G 시대만 해도 18% 수준이었던 동사 무선 점유율은 4G LTE로 넘어오며 22%까지 치솟았고, LTE 보급 성숙기로 접어들어 현재 5G에서는 24~25%를 안정적으로 유지하는 중이다. LTE 보급 초기만 해도 1위 SK텔레콤 무선서비스 영업수익의 30%에 불과했던 동사는 이제 1위 기업의 55% 비중까지 올라오며, 2위를 바짝 추격 중이다. 최근 분기 가입자 순증 추이에도 2위를 유지하고 있어 마케팅 비용 대비 효율성이 가장 좋은 무선사업자라고 판단된다.

IPTV 에서 유일하게 두 자리수 성장률 지속

통신사 별도이익은 여전히 무선사업에 거의 의존하고 있는 것이 주지의 사실이지만, 유선사업의 이익 기여는 IPTV를 중심으로 의미 있게 증가하여 왔다. 콘텐츠 차별화가 사실상 크지 않은 IPTV 3사 안에서도 동사는 상당한 변화를 이끌어내며 매출 성장성에서 경쟁사와 차별화 양상이 뚜렷하다는 판단이다. 특히, 연간 매출 성장률이 단 자리수로 둔화된 올해의 경우 4분기 IPTV 매출 성장률에서 동사만 +13.4%로 두 자리수를 기록했다.

전체 가격대에서 모든 서비스를 갖추며 유무선 경쟁우위 강화

동사는 LG헬로 인수를 완료함에 따라 무선서비스, 유료방송, 초고속인터넷의 전 사업분야에서 고가형과 중저가형을 모두 판매하는 사업자가 됐다. 고가형은 주로 동사가 담당하고 중저가형은 LG헬로가 담당하는 구조다. 유무선에만 집중하는 단일사업 기업으로 전체 범위의 서비스를 갖추며 경쟁우위는 한층 강화될 전망이다.

투자의견 매수(유지), 목표주가 16,000원(하향) 제시

동사에 대해 투자의견은 기존의 매수를 유지하나, 목표주가는 16,000원으로 기존 대비 16% 하향 조정하도록 한다. 목표주가 하향은 5G 보급 지연을 실적 추정치에 반영한 점에 기인한다. 투자의견 매수 근거는 1) 5G에서 25% 점유율 유지와 유선에서 나홀로 두자리수 성장을 통해 실적 차별화를 입증했고, 2) LG헬로 인수를 통해 전체 가격대에서 모든 서비스를 제공하는 사업구조를 갖추었기 때문이다.

Stock Data

KOSPI (4/3)		1,725.44 pt
시가총액		49,119 억원
발행주식수		436,611 천주
52 주 최고가/최저가		15,800 / 9,430 원
90 일 일평균거래대금		301.04 억원
외국인 지분율		37.4%
배당수익률(19.12E)		3.5%
BPS(19.12E)		16,868 원
KOSPI 대비	1 개월	2.2%
	6 개월	-0.8%
	12 개월	-6.7%
주주구성	LG(외 2 인)	36.1%
	국민연금공단(외 1 인)	10.8%
	Capital Group Companies	5.6%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	11,726	741	658	482	1,103	-12.0	2,413	16.0	4.2	1.1	8.0
2019	12,382	686	574	439	1,005	-8.9	2,754	14.1	4.1	0.9	6.3
2020E	13,058	730	601	460	1,053	4.8	3,112	10.8	2.3	0.7	6.4
2021E	13,450	778	660	505	1,156	9.8	3,095	9.8	2.0	0.6	6.7
2022E	13,853	820	715	547	1,253	8.4	2,988	9.1	1.7	0.6	6.9

자료: LG유플러스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표34 LG 유플러스 실적 추이 및 전망

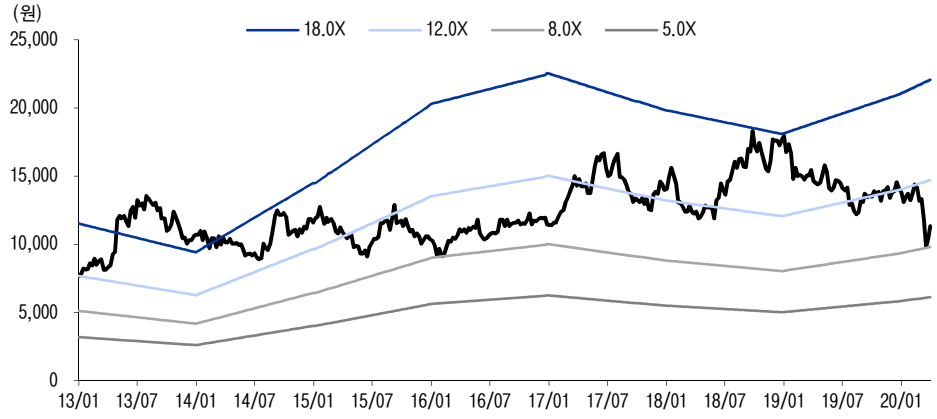
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2018	2019	2020E	2021E
수익	**2,980**	**2,981**	**2,992**	**3,173**	**3,020**	**3,200**	**3,244**	**2,918**	**3,213**	**3,127**	**3,325**	**3,393**	**12,125**	**12,382**	**13,058**	**13,450**
영업수익	2,270	2,343	2,326	2,406	2,314	2,378	2,404	2,485	2,569	2,615	2,661	2,717	9,345	9,479	10,562	10,747
무선수익	1,335	1,341	1,351	1,412	1,345	1,374	1,398	1,400	1,419	1,461	1,456	1,454	5,438	5,604	5,789	6,171
서비스 수익	1,254	1,258	1,270	1,279	1,258	1,285	1,311	1,310	1,331	1,371	1,368	1,354	5,060	5,254	5,423	5,612
접속료 수익	81	84	81	133	87	89	87	90	88	90	88	100	378	350	366	377
유선수익	919	831	961	962	957	992	991	1,055	1,024	1,102	1,059	1,116	3,673	3,994	4,301	4,610
TPS수익(BB/IPTV/VoIP)	441	445	483	477	498	506	509	539	528	541	548	585	1,846	2,050	2,202	2,312
IPTV	202	206	244	234	250	249	258	275	274	273	283	301	886	1,032	1,130	1,195
인터넷전화	184	185	187	190	196	206	202	215	204	216	212	230	746	818	862	902
초고속인터넷	55	54	52	53	52	51	49	49	50	52	53	54	214	200	209	215
데이터수익	395	446	397	397	382	409	406	438	495	561	511	532	1,635	1,585	2,099	2,141
e-Biz	189	195	180	181	168	174	177	209	218	238	223	253	745	729	933	951
IDC	36	44	40	41	39	60	48	49	51	83	60	60	161	163	253	258
전용회선	170	207	177	176	175	175	182	180	227	240	228	218	729	693	913	932
전화수익	83	85	81	88	77	77	75	79	127	53	146	147	336	308	472	134
단말수익	638	638	666	767	706	822	840	809	784	711	924	938	2,708	3,118	3,357	3,478
임대수익	9	9														
영업비용	**2,792**	**2,770**	**2,764**	**3,068**	**2,826**	**3,051**	**3,088**	**2,732**	**3,033**	**2,952**	**3,139**	**3,205**	**11,394**	**11,696**	**12,328**	**12,672**
영업이익	**188**	**211**	**229**	**106**	**195**	**149**	**156**	**186**	**180**	**175**	**187**	**188**	**734**	**686**	**730**	**778**
YoY																
수익	*4%*	*-1%*	*-2%*	*-5%*	*1%*	*7%*	*8%*	*4%*	*11%*	*4%*	*11%*	*11%*	*-1%*	*5.6%*	*5.5%*	*3%*
영업수익	*-1%*	*1%*	*-2%*	*0%*	*2%*	*1%*	*3%*	*3%*	*11%*	*10%*	*11%*	*9%*	*-1%*	*1%*	*11%*	*2%*
무선수익	*-3%*	*-5%*	*-4%*	*1%*	*1%*	*2%*	*3%*	*-1%*	*5%*	*6%*	*4%*	*4%*	*-3%*	*3%*	*3%*	*7%*
유선수익	*0%*	*-10%*	*0%*	*-1%*	*4%*	*19%*	*3%*	*10%*	*7%*	*11%*	*7%*	*6%*	*-3%*	*9%*	*8%*	*7%*
단말수익	*8%*	*-6%*	*-2%*	*-17%*	*11%*	*29%*	*26%*	*5%*	*11%*	*-13%*	*10%*	*16%*	*-6%*	*15%*	*8%*	*4%*
영업이익	*-5%*	*0%*	*7%*	*-47%*	*4%*	*-29%*	*-32%*	*75%*	*3%*	*31%*	*33%*	*12%*	*-11%*	*-7%*	*18%*	*4%*
가입자수(천명)																
무선가입자	13,410	13,678	13,971	14,128	14,398	14,694	14,961	15,256	15,488	15,799	16,058	16,355	14,128	15,256	16,355	17,406
순증	*228*	*267*	*294*	*156*	*270*	*296*	*267*	*295*	*232*	*311*	*259*	*297*	*945*	*1,128*	*1,099*	*1,051*
5G						387	875	1,165	1,558	2,255	3,203	4,520		1,165	4,520	7,750
LTE	12,439	12,789	13,113	13,336	13,684	13,650	13,480	13,514	13,519	13,155	12,481	11,485	13,336	13,514	11,485	9,516
CDMA	971	889	859	792	714	657	606	577	412	389	375	350	792	577	350	140
MVNO	615	682	737	768	863	958	1,038	1,091	1,171	1,252	1,334	1,417	768	1,091	1,417	1,738
IPTV	3,672	3,790	3,908	4,019	4,149	4,241	4,358	4,477	4,582	4,677	4,764	4,843	4,019	4,477	4,843	5,130
인터넷전화	4,095	4,060	4,019	3,981	3,942	3,901	3,870	3,834	3,794	3,754	3,724	3,704	3,981	3,834	3,704	3,609
초고속인터넷	3,881	3,946	4,010	4,038	4,111	4,170	4,225	4,284	4,339	4,384	4,423	4,469	4,038	4,284	4,469	4,588
PTSN	502	506	520	530	517	515	509	494	484	473	465	457	530	494	457	418
ARPU(원)	**33,250**	**32,861**	**32,245**	**31,546**	**31,051**	**31,164**	**31,217**	**30,635**	**30,492**	**31,912**	**32,809**	**32,657**	**32,452**	**31,014**	**31,967**	**32,831**
ARPU(멤버십제외)	**33,250**	**32,861**	**32,245**	**31,546**	**31,051**	**31,164**	**31,217**	**31,139**	**30,996**	**32,416**	**33,313**	**33,161**	**32,452**	**31,143**	**32,471**	**33,348**
ARPU(MVNO포함)	**32,282**	**31,937**	**31,375**	**30,731**	**30,150**	**30,119**	**30,056**	**29,439**	**29,296**	**30,716**	**31,613**	**31,461**	**31,567**	**29,935**	**30,771**	**31,602**

자료: LG유플러스, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 및 밸류에이션

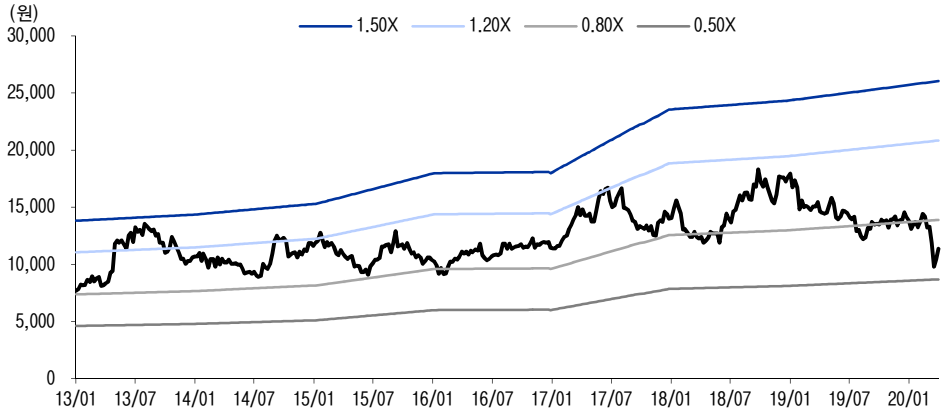
동사에 대해 투자의견은 기존의 매수를 유지하나, 목표주가는 16,000원으로 기존 대비 16% 하향 조정하도록 한다. 목표주가 하향은 5G 보급 지연을 실적 추정치에 반영한 점에 기인한다. 투자의견 매수 근거는 1) 5G에서 25% 점유율 유지와 유선에서 나홀로 두자리수 성장을 통해 실적 차별화를 입증했고, 2) LG헬로 인수를 통해 전체 가격대에서 모든 서비스를 제공하는 사업구조를 갖추었기 때문이다.

그림81 LG 유플러스 PER 밴드 차트



자료: LG유플러스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 LG 유플러스 PBR 밴드 차트



자료: LG유플러스, 이베스트투자증권 리서치센터

LG유플러스 (017670)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	4,247	3,362	6,438	7,203	8,388
현금 및 현금성자산	379	474	3,179	3,831	5,082
매출채권 및 기타채권	1,880	1,924	2,229	2,296	2,248
재고자산	455	437	473	487	434
기타유동자산	1,534	527	557	589	624
비유동자산	9,693	12,492	12,393	11,876	11,240
관계기업투자등	49	61	65	69	73
유형자산	6,466	8,861	8,981	8,643	8,150
무형자산	1,706	2,219	1,941	1,701	1,494
자산총계	**13,940**	**15,854**	**18,832**	**19,079**	**19,628**
유동부채	3,833	4,387	5,541	5,693	5,854
매입채무 및 기타재무	1,402	1,783	2,875	2,962	3,050
단기금융부채	895	966	961	958	958
기타유동부채	1,536	1,637	1,704	1,773	1,845
비유동부채	3,254	5,844	5,658	5,422	5,438
장기금융부채	2,076	4,806	4,606	4,356	4,356
기타비유동부채	1,177	1,037	1,051	1,066	1,081
부채총계	**7,087**	**10,231**	**11,198**	**11,115**	**11,291**
지배주주지분	6,853	7,081	7,365	7,695	8,068
자본금	2,574	2,574	2,574	2,574	2,574
자본잉여금	837	837	837	837	837
이익잉여금	3,447	3,674	3,959	4,289	4,661
비지배주주지분(연결)	0	269	269	269	269
자본총계	**6,853**	**7,350**	**7,633**	**7,964**	**8,336**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**11,726**	**12,382**	**13,058**	**13,450**	**13,853**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**11,726**	**12,382**	**13,058**	**13,450**	**13,853**
판매비 및 관리비	10,985	11,696	12,328	12,672	13,033
영업이익	**741**	**686**	**730**	**778**	**820**
(EBITDA)	2,413	2,754	3,112	3,095	2,988
금융손익	-67	-70	-221	-210	-197
이자비용	101	111	264	255	244
관계기업등 투자손익	2	6	23	23	23
기타영업외손익	-18	-49	69	69	70
세전계속사업이익	**658**	**574**	**601**	**660**	**715**
계속사업법인세비용	167	133	141	155	168
계속사업이익	491	441	460	505	547
중단사업이익	-10	-2	0	0	0
당기순이익	**482**	**439**	**460**	**505**	**547**
지배주주	482	439	460	505	547
총포괄이익	**475**	**439**	**460**	**505**	**547**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	6.3	5.5	5.6	5.8	5.9
EBITDA 마진률 (%)	20.6	22.2	23.8	23.0	21.6
당기순이익률 (%)	4.1	3.5	3.5	3.8	4.0
ROA (%)	3.7	2.9	2.7	2.7	2.8
ROE (%)	8.0	6.3	6.4	6.7	6.9
ROIC (%)	6.6	5.4	5.4	6.2	7.1

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**2,069**	**2,253**	**5,358**	**2,870**	**2,950**
당기순이익(손실)	482	439	460	505	547
비현금수익비용가감	3,724	4,130	4,098	2,309	2,160
유형자산감가상각비	1,429	1,757	2,080	2,052	1,935
무형자산상각비	243	311	302	265	232
기타현금수익비용	-4	2,062	1,716	-8	-8
영업활동 자산부채변동	-1,901	-2,112	800	56	243
매출채권 감소(증가)	220	-338	-305	-67	48
재고자산 감소(증가)	-123	23	-36	-14	53
매입채무 증가(감소)	-182	68	1,092	86	89
기타자산, 부채변동	-1,816	-1,865	49	51	53
투자활동 현금	**-1,594**	**-3,214**	**-2,273**	**-1,791**	**-1,524**
유형자산처분(취득)	-1,214	-2,308	-2,200	-1,714	-1,443
무형자산 감소(증가)	-395	-233	-25	-25	-25
투자자산 감소(증가)	-4	-2	7	5	3
기타투자활동	19	-672	-55	-57	-59
재무활동 현금	**-547**	**1,220**	**-380**	**-428**	**-175**
차입금의 증가(감소)	-372	1,395	-205	-253	0
자본의 증가(감소)	-175	-175	-175	-175	-175
배당금의 지급	175	175	175	175	175
기타재무활동	0	-1	0	0	0
현금의 증가	**-71**	**96**	**2,705**	**651**	**1,251**
기초현금	450	379	474	3,179	3,831
기말현금	379	474	3,179	3,831	5,082

자료: LG유플러스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	16.0	14.1	10.8	9.8	9.1
P/B	1.1	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.2	4.1	2.3	2.0	1.7
P/CF	1.8	1.4	1.1	1.8	1.8
배당수익률 (%)	2.3	2.8	3.5	3.5	3.5
성장성 (%)					
매출액	-4.5	5.6	5.5	3.0	3.0
영업이익	-10.4	-7.4	6.4	6.5	5.5
세전이익	-1.3	-12.8	4.7	9.8	8.4
당기순이익	-12.0	-8.9	4.8	9.8	8.4
EPS	-12.0	-8.9	4.8	9.8	8.4
안정성 (%)					
부채비율	103.4	139.2	146.7	139.6	135.4
유동비율	110.8	76.6	116.2	126.5	143.3
순차입금/자기자본(x)	36.8	70.7	29.8	17.1	1.1
영업이익/금융비용(x)	7.3	6.2	2.8	3.1	3.4
총차입금 (십억원)	2,971	5,773	5,568	5,315	5,315
순차입금 (십억원)	2,523	5,200	2,277	1,359	92
주당지표(원)					
EPS	1,103	1,005	1,053	1,156	1,253
BPS	15,696	16,218	16,868	17,624	18,478
CFPS	9,632	10,463	10,439	6,444	6,200
DPS	400	400	400	400	400

KT (030200)

2020. 4. 6 | 통신

Analyst 김현용
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

희석되는 유선 1위 시장지배력

아쉽지만 성장 트랩의 탈출구는 보이지 않는다

동사 영업이익은 2011년 1.74조원을 기록한 이래 4G 실기에 따른 이익 급감을 겪었고, 이후 구조조정을 통해 1.44조원까지 회복한 이익은 작년까지 3년째 내리막을 기록했다. 구조적으로 급감세를 피하기 힘든 유선전화 수익을 커버할 만큼의 유무선 매출증가가 쉽지 않은 상황으로 파악되며, 5G 보급 초기의 기술적 반등 외 추세적인 실적 개선은 어려울 것으로 전망한다.

1위 사업자로서의 시장지배력을 유지하여 온 분야가 IPTV라고 할 수 있는데, OTT와의 경쟁 격화를 차치하더라도 후발 사업자들의 케이블 인수로 덩치가 비슷해지며 1위 프리미엄이 희석될 수 밖에 없는 상황으로 판단된다.

콘텐츠 소기의 성과 있지만, 유선 1위 프리미엄 희석이 더 문제

IPTV 1위 플랫폼에 기반하여 동사는 케이툰(올레웹툰), 오리지널 웹드라마/웹예능 등 다양한 자체 콘텐츠 제작을 도모하여 왔다. 성과가 없었던 것은 아니지만, 전사 실적을 움직이기에는 턱없이 부족한 것이 사실이다. 이런 와중에 31% 가량의 유료방송 시장을 점유중인 동사에게 있어, 기존 2위와 3위 사업자들의 점유율이 각각 24~25%가 되어버린 점은 부정적인 포인트에 해당한다.

투자의견 Hold(유지), 목표주가 23,000원(하향) 제시

동사에 대한 투자의견을 기존 Hold로 유지하고 목표주가는 23,000원으로 기존 대비 15% 하향하도록 한다. 목표주가 하향은 유선사업 1위 프리미엄 희석을 반영한 점에 기인한다. 사업규모가 3사 중 가장 큰 만큼 전사를 움직일만한 성장동인이 부족하고, 무선에서의 현상 유지와 유선에서의 시장지배력 감소는 통신주 중 가장 매력도가 떨어질 수 밖에 없는 이유이기도 하다.

Hold (maintain)

목표주가	23,000 원
현재주가	19,900 원

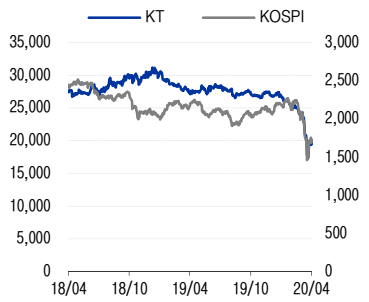
컨센서스 대비

상회	부합	하회
		O

Stock Data

KOSPI (4/3)		1,725.44 pt
시가총액		51,961 억원
발행주식수		261,112 천주
52 주 최고가/최저가		28,600 / 17,650 원
90 일 일평균거래대금		202.69 억원
외국인 지분율		46.8%
배당수익률(20.12E)		4.0%
BPS(20.12E)		54,519 원
KOSPI 대비	1 개월	-1.4%
	6 개월	-11.3%
	12 개월	-6.1%
주주구성	국민연금공단(외 1 인)	13.3%
	자사주(외 1 인)	6.1%
	KT 우리사주(외 1 인)	0.5%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	23,460	1,262	1,091	762	2,637	44.4	4,626	11.3	2.4	0.6	5.5
2019	24,342	1,151	980	669	2,371	-10.1	4,832	11.5	2.4	0.5	4.6
2020E	24,585	1,169	1,264	922	3,533	49.0	4,664	5.6	1.9	0.4	6.6
2021E	24,881	1,233	1,297	947	3,626	2.6	4,676	5.5	1.7	0.3	6.5
2022E	25,179	1,293	1,375	1,003	3,843	6.0	4,697	5.2	1.5	0.3	6.5

자료: KT, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표35 KT 실적 추이 및 전망

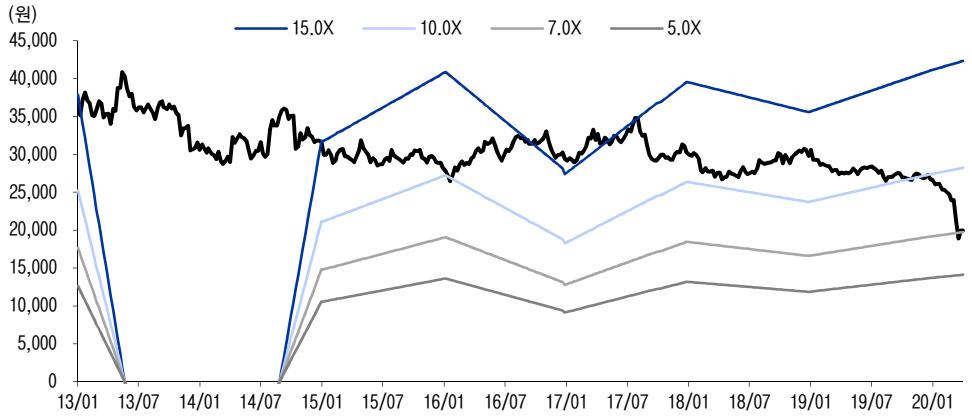
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2018	2019	2020	2021
영업수익	**5,710**	**5,807**	**5,949**	**5,995**	**5,834**	**6,099**	**6,214**	**6,196**	**5,893**	**6,160**	**6,276**	**6,257**	**23,460**	**24,342**	**24,586**	**24,881**
서비스수익	4,864	5,004	5,097	5,021	4,956	5,088	5,058	5,145	5,105	5,292	5,159	5,389	19,985	20,077	20,944	20,695
무선	1,778	1,764	1,760	1,690	1,733	1,743	1,756	1,739	1,820	1,813	1,861	1,833	6,991	6,971	7,327	7,125
무선서비스	1,660	1,645	1,639	1,617	1,627	1,644	1,656	1,640	1,676	1,710	1,772	1,718	6,561	6,527	6,876	6,712
접속	118	119	121	73	106	100	100	98	117	112	115	108	431	419	452	413
유선	1,212	1,182	1,186	1,178	1,167	1,189	1,168	1,173	1,237	1,248	1,250	1,252	4,759	4,713	4,987	4,801
유선전화	438	433	421	418	399	400	397	383	451	456	445	440	1,709	1,671	1,791	1,614
초고속인터넷	517	495	500	500	503	506	503	503	528	536	538	505	2,011	2,016	2,108	2,060
전용통신	258	254	266	260	264	283	268	287	261	277	271	278	1,038	1,103	1,088	1,126
미디어/콘텐츠	562	595	616	649	641	690	701	708	596	656	638	649	2,422	2,740	2,538	2,801
미디어	462	487	493	508	513	544	549	554	487	528	500	529	1,950	2,160	2,044	2,208
콘텐츠	100	108	123	141	129	146	153	153	110	128	138	119	472	580	495	594
금융/렌탈	833	867	882	863	839	850	836	887	889	910	861	950	3,445	3,412	3,610	3,488
기타서비스	537	597	652	641	576	616	596	639	605	653	614	672	2,427	2,427	2,543	2,481
IT/솔루션	236	262	273	271	260	294	292	305	247	288	274	282	1,042	1,151	1,092	1,176
부동산	97	108	141	129	96	85	81	83	128	111	130	130	475	345	498	353
기타자회사	204	227	238	241	220	237	222	251	227	246	233	249	911	930	955	951
상품수익	847	803	852	973	879	1,010	1,156	1,051	782	889	1,040	930	3,475	4,096	3,642	4,187
영업비용	**5,313**	**5,408**	**5,579**	**5,899**	**5,432**	**5,810**	**5,901**	**6,047**	**5,524**	**5,854**	**5,946**	**6,092**	**22,199**	**23,191**	**23,416**	**23,647**
영업이익	**397**	**399**	**370**	**96**	**402**	**288**	**313**	**148**	**419**	**305**	**329**	**165**	**1,262**	**1,151**	**1,169**	**1,233**
YoY																
영업수익	*2%*	*-1%*	*2%*	*-2%*	*2%*	*5%*	*4%*	*3%*	*1%*	*1%*	*1%*	*1%*	*0%*	*4%*	*1%*	*1%*
서비스수익	*-2%*	*-2%*	*1%*	*-1%*	*2%*	*2%*	*-1%*	*2%*	*3%*	*4%*	*2%*	*5%*	*-1%*	*0%*	*3%*	*-1%*
무선	*-1%*	*-3%*	*-3%*	*-7%*	*-3%*	*-1%*	*0%*	*3%*	*5%*	*4%*	*6%*	*5%*	*-3%*	*0%*	*5%*	*-3%*
유선	*-3%*	*-4%*	*-3%*	*-2%*	*-4%*	*1%*	*-2%*	*0%*	*6%*	*5%*	*7%*	*7%*	*-3%*	*-1%*	*6%*	*-4%*
미디어/콘텐츠	*8%*	*6%*	*8%*	*11%*	*14%*	*16%*	*14%*	*9%*	*-7%*	*-5%*	*-9%*	*-8%*	*8%*	*13%*	*-7%*	*10%*
금융/렌탈	*-2%*	*-5%*	*1%*	*-3%*	*1%*	*-2%*	*-5%*	*3%*	*6%*	*7%*	*3%*	*7%*	*-2%*	*-1%*	*6%*	*-3%*
기타서비스	*1%*	*2%*	*15%*	*13%*	*7%*	*3%*	*-9%*	*0%*	*5%*	*6%*	*3%*	*5%*	*8%*	*0%*	*5%*	*-2%*
상품수익	*28%*	*4%*	*9%*	*-7%*	*4%*	*26%*	*36%*	*8%*	*-11%*	*-12%*	*-10%*	*-11%*	*6%*	*18%*	*-11%*	*15%*
영업이익	*-5%*	*-17%*	*-2%*	*-28%*	*1%*	*-28%*	*-15%*	*54%*	*4%*	*6%*	*5%*	*11%*	*-11%*	*-9%*	*6%*	*5%*
가입자수(천명)																
총 무선 가입자	20,378	20,662	20,920	21,120	21,333	21,549	21,771	21,922	22,142	22,359	22,589	22,733	21,120	21,922	22,733	23574
순증	*363*	*284*	*258*	*200*	*213*	*216*	*222*	*150*	*220*	*217*	*230*	*144*	*1,105*	*802*	*811*	*841*
LTE	15,867	16,224	16,612	16,971	17,393	17,383	17,169	17,153	16,953	16,366	15,479	14,148	16,971	17,153	14,148	11,669
5G						419	1,055	1,419	1,869	2,706	3,843	5,424		1,419	5,424	9,300
유선서비스																
Telephony	15,478	15,343	15,163	14,992	14,830	14,554	14,386	14,185	14,022	13,747	13,579	13,378	14,992	14,185	13,378	12,617
PTSN	12,080	11,949	11,786	11,637	11,489	11,343	11,192	11,052	10,904	10,758	10,607	10,467	11,637	11,052	10,467	9,913
VoIP	3,398	3,394	3,377	3,355	3,340	3,211	3,194	3,133	3,118	2,989	2,972	2,911	3,355	3,133	2,911	2,705
Broadband	8,653	8,659	8,698	8,729	8,782	8,849	8,904	8,962	9,007	9,042	9,071	9,107	8,729	8,962	9,107	9,254
IPTV(OTV+OTS)	7,573	7,672	7,775	7,851	7,966	8,113	8,229	8,351	8,446	8,531	8,608	8,677	7,851	8,351	8,677	9,016
ARPU(원)	**82,283**	**32,320**	**32,028**	**31,450**	**31,496**	**31,745**	**31,912**	**31,347**	**30,929**	**32,507**	**33,540**	**33,416**	**31,450**	**31,347**	**32,598**	**33,899**

자료: KT, 이베스트투자증권 리서치센터

밸류에이션 및 투자의견

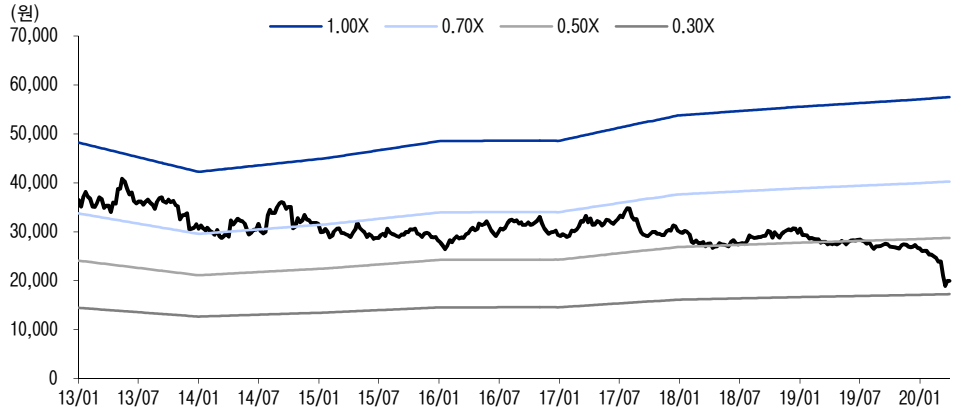
동사에 대한 투자의견을 기존 Hold로 유지하고 목표주가는 23,000원으로 기존 대비 15% 하향하도록 한다. 목표주가 하향은 유선사업 1위 프리미엄 희석을 반영한 점에 기인한다. 사업규모가 3사 중 가장 큰 만큼 전사를 움직일만한 성장동인이 부족하고, 무선에서의 현상 유지와 유선에서의 시장지배력 감소는 통신주 중 가장 매력도가 떨어질 수 밖에 없는 이유이기도 하다.

그림83 KT PER 밴드 차트



자료: KT, 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 KT PBR 밴드 차트



자료: KT, 이베스트투자증권 리서치센터

KT (030200)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	11,894	11,898	12,845	13,605	14,394
현금 및 현금성자산	2,703	2,306	2,960	3,511	4,086
매출채권 및 기타채권	5,807	5,906	6,085	6,158	6,231
재고자산	684	665	657	665	673
기타유동자산	2,699	3,020	3,143	3,271	3,403
비유동자산	20,295	22,163	22,068	22,057	22,119
관계기업투자등	622	842	876	912	949
유형자산	13,068	13,785	13,814	13,858	13,915
무형자산	3,407	2,834	2,485	2,197	1,958
자산총계	**32,189**	**34,061**	**34,913**	**35,662**	**36,513**
유동부채	9,388	10,111	10,407	10,468	10,512
매입채무 및 기타재무	6,948	7,597	7,909	8,004	8,100
단기금융부채	1,369	1,187	1,117	1,027	917
기타유동부채	1,070	1,327	1,381	1,437	1,496
비유동부채	8,070	8,763	8,750	8,700	8,713
장기금융부채	5,443	6,262	6,192	6,082	6,032
기타비유동부채	2,627	2,501	2,558	2,618	2,680
부채총계	**17,458**	**18,874**	**19,157**	**19,168**	**19,225**
지배주주지분	13,203	13,667	14,236	14,973	15,768
자본금	1,564	1,564	1,564	1,564	1,564
자본잉여금	1,440	1,441	1,441	1,441	1,441
이익잉여금	11,329	11,637	12,351	13,089	13,883
비지배주주지분(연결)	1,529	1,520	1,520	1,520	1,520
자본총계	**14,731**	**15,187**	**15,756**	**16,494**	**17,288**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**23,460**	**24,342**	**24,585**	**24,881**	**25,179**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**23,460**	**24,342**	**24,585**	**24,881**	**25,179**
판매비 및 관리비	22,199	23,191	23,416	23,647	23,886
영업이익	**1,262**	**1,151**	**1,169**	**1,233**	**1,293**
(EBITDA)	4,626	4,832	4,664	4,676	4,697
금융손익	-153	-67	121	138	157
이자비용	297	268	197	193	188
관계기업등 투자손익	-2	-3	1	1	1
기타영업외손익	-16	-101	-28	-75	-76
세전계속사업이익	**1,091**	**980**	**1,264**	**1,297**	**1,375**
계속사업법인세비용	328	310	341	350	371
계속사업이익	762	669	922	947	1,003
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**762**	**669**	**922**	**947**	**1,003**
지배주주	688	619	922	947	1,003
총포괄이익	**781**	**669**	**922**	**947**	**1,003**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	5.4	4.7	4.8	5.0	5.1
EBITDA 마진률 (%)	19.7	19.8	19.0	18.8	18.7
당기순이익률 (%)	3.2	2.7	3.8	3.8	4.0
ROA (%)	2.2	1.9	2.7	2.7	2.8
ROE (%)	5.5	4.6	6.6	6.5	6.5
ROIC (%)	5.2	4.4	4.6	4.9	5.2

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**4,010**	**3,745**	**4,437**	**4,428**	**4,447**
당기순이익(손실)	762	669	922	947	1,003
비현금수익비용가감	4,072	4,519	3,407	3,502	3,466
유형자산감가상각비	2,735	3,020	2,989	2,997	3,008
무형자산상각비	630	661	506	446	396
기타현금수익비용	127	839	-88	59	61
영업활동 자산부채변동	-622	-1,130	108	-21	-22
매출채권 감소(증가)	-81	-433	-178	-73	-74
재고자산 감소(증가)	-274	-24	8	-8	-8
매입채무 증가(감소)	-168	44	311	95	96
기타자산, 부채변동	-99	-717	-33	-35	-36
투자활동 현금	**-2,704**	**-3,887**	**-3,434**	**-3,468**	**-3,504**
유형자산처분(취득)	-2,170	-3,218	-3,017	-3,041	-3,066
무형자산 감소(증가)	-726	-519	-157	-157	-157
투자자산 감소(증가)	231	-167	-69	-71	-74
기타투자활동	-39	16	-191	-199	-207
재무활동 현금	**-532**	**-250**	**-349**	**-409**	**-369**
차입금의 증가(감소)	-214	89	-140	-200	-160
자본의 증가(감소)	-299	-305	-209	-209	-209
배당금의 지급	299	305	209	209	209
기타재무활동	-19	-33	0	0	0
현금의 증가	**775**	**-398**	**654**	**551**	**575**
기초현금	1,928	2,703	2,306	2,960	3,511
기말현금	2,703	2,306	2,960	3,511	4,086

자료: KT, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	11.3	11.5	5.6	5.5	5.2
P/B	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	2.4	2.4	1.9	1.7	1.5
P/CF	1.6	1.4	1.2	1.2	1.2
배당수익률 (%)	3.7	2.9	4.0	4.0	4.0
성장성 (%)					
매출액	0.3	3.8	1.0	1.2	1.2
영업이익	-8.3	-8.8	1.6	5.5	4.9
세전이익	30.3	-10.2	29.0	2.6	6.0
당기순이익	35.8	-12.2	37.8	2.6	6.0
EPS	44.4	-10.1	49.0	2.6	6.0
안정성 (%)					
부채비율	118.5	124.3	121.6	116.2	111.2
유동비율	126.7	117.7	123.4	130.0	136.9
순차입금/자기자본(x)	21.1	28.1	21.9	16.1	10.9
영업이익/금융비용(x)	4.2	4.3	5.9	6.4	6.9
총차입금 (십억원)	6,813	7,449	7,309	7,109	6,949
순차입금 (십억원)	3,114	4,275	3,445	2,658	1,885
주당지표(원)					
EPS	2,637	2,371	3,533	3,626	3,843
BPS	50,563	52,341	54,519	57,345	60,388
CFPS	18,514	19,871	16,579	17,037	17,117
DPS	1,100	800	800	800	800

LG헬로비전 (037560)

2020. 4. 6 | 통신

Analyst 김현용
02. 3779 8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

통신에도 큰 여파를 몰고 온 코로나

Buy (maintain)

목표주가 4,500 원
현재주가 3,305 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		O

가입자 유치 및 이탈 방지에서 오프라인 영업활동 전무

코로나 사태 장기화로 3 월부터는 MVNO 와 케이블을 중심으로 동사의 가입자수가 감소세를 탈피하지 못하는 것으로 파악된다. 이는 LG 유플러스로의 피인수 직후 추진되었던 영업활동에 중대한 차질이 발생했음을 의미하는 것이다. 케이블의 경우 가입자 해지 요청시 대응을 위해 오프라인 방문권유를 하기도 하는데, 코로나로 이런 활동들이 이루어지지 못하고 있다. MVNO 는 이런 현상 외에도 경쟁사들이 앞다투어 3 만원대 LTE 무제한 요금제를 프로모션하며 경쟁이 격화된 점도 동사 가입자 약세에 영향을 준 것으로 판단된다.

1분기 실적 빨간불... 실적보다 우려되는 것은 가입자 감소

동사 1 분기 실적은 OP 55 억원(YoY -57.7%)으로 시장기대치에 못 미칠 전망이다. 기존 대비 1 분기 실적 전망치를 20% 넘게 하향한 것인데, 이는 가입자수 감소세로 인한 매출 위축 가능성에 기인한다. LG 유플러스와의 가입자 모집 시너지가 예상보다 느리다면 상반기 가입자 반등과 하반기 매출 반등의 기존 시나리오는 유지되기 어렵다고 판단된다. 아울러 LG 전자와의 렌탈사업 조율도 예상보다는 장기화될 가능성이 높다.

투자의견 매수 유지하나, 목표주가는 10% 하향 조정

동사에 대해 투자의견은 기존 매수를 유지하나, 목표주가는 4,500원으로 기존 대비 10% 하향 조정하도록 한다. 목표주가 하향은 생각보다 저조한 가입자 유치 현실을 반영하여 실적 추정치를 동일 폭 하향한 점에 기인한다.

Stock Data

KOSPI (4/3)		1,725.44 pt
시가총액		2,560 억원
발행주식수		77,447 천주
52 주 최고가/최저가		9,390 / 2,420 원
90 일 일평균거래대금		9.35 억원
외국인 지분율		10.9%
배당수익률(20.12E)		2.5%
BPS(20.12E)		12,659 원
KOSPI 대비	1 개월	-14.5%
	6 개월	-32.9%
	12 개월	-44.7%
주주구성	LG 유플러스(외 1 인)	50.0%
	SK 텔레콤(외 1 인)	8.6%
	Sable (Asia) Limited	6.7%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	1,171.4	67.3	51.4	39.2	507	35.8	336.9	18.1	3.7	0.7	3.8
2019	1,108.4	30.4	-91.9	-95.2	-1,229	적전	239.7	-5.3	4.1	0.5	-9.5
2020E	1,208.1	46.8	45.9	35.8	462	흑전	290.0	7.1	2.1	0.3	3.7
2021E	1,263.4	72.0	71.7	55.9	722	56.3	311.3	4.4	1.6	0.2	5.6
2022E	1,306.0	81.0	81.3	63.4	819	13.4	312.0	3.9	1.2	0.2	6.0

자료: LG헬로비전, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표36 LG 헬로비전 실적추이

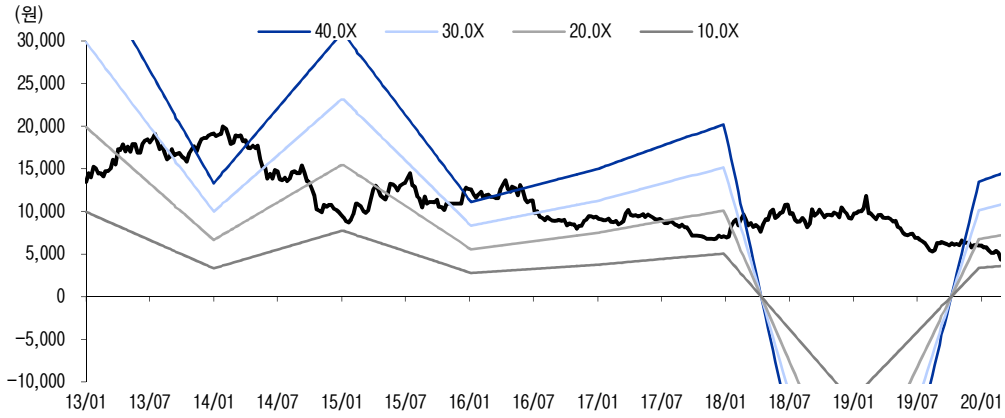
(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017	2018	2019
영업수익	**275.2**	**275.7**	**278.2**	**290.8**	**286.5**	**291.3**	**297.7**	**302.6**	**275.6**	**285.4**	**273.4**	**227.8**	**1,119.9**	**1,171.4**	**1,108.4**
TV	95.7	95.1	95.9	96.7	94.7	94.6	93.9	94.4	91.9	90.3	90.1	89.4	383.4	377.5	361.8
아날로그	12.9	12.5	12.4	12.3	13.5	13.3	13.0	12.1	11.3	11.0	10.7	10.5	50.0	51.9	43.5
디지털	82.8	82.6	83.5	84.5	81.2	81.3	80.9	82.2	80.6	79.4	79.4	78.9	333.3	325.6	318.3
인터넷&전화	39.1	38.5	37.6	37.9	35.7	35.0	34.0	33.7	32.3	31.7	31.1	31.7	153.1	138.5	125.7
인터넷	28.8	28.5	28.2	27.9	28.2	28.4	27.9	27.8	26.9	26.4	26.0	25.7	113.4	112.2	105.0
VoIP	10.3	10.1	9.4	10.0	7.5	6.6	6.1	5.9	5.4	5.3	5.1	5.0	39.7	26.2	20.7
광고	63.5	66.4	62.5	68.2	62.6	66.6	65.5	64.9	63.9	65.3	65.0	58.5	260.6	259.5	252.6
홈쇼핑	57.0	57.2	53.5	58.8	55.5	57.7	57.0	56.0	57.1	56.9	57.0	50.1	226.4	226.2	221.1
지역광고	6.5	9.2	9.0	9.5	7.1	8.9	8.5	8.8	6.8	8.4	8.0	8.4	34.2	33.3	31.5
MVNO	69.7	64.1	67.2	69.6	73.1	63.9	65.4	58.8	56.6	56.6	52.9	52.7	270.5	261.2	218.8
기타	7.2	11.7	15.0	18.3	20.4	31.2	39.0	50.8	30.9	41.5	34.3	46.6	52.3	141.3	153.3
영업이익	**17.6**	**19.1**	**18.5**	**17.6**	**13.1**	**15.7**	**20.5**	**18.6**	**13.0**	**9.9**	**4.3**	**3.0**	**72.9**	**67.3**	**30.4**
EBITDA	**77.4**	**76.9**	**73.3**	**73.7**	**81.3**	**83.8**	**88.5**	**86.5**	**79.0**	**74.8**	**67.9**	**10.9**	**301.4**	**340.1**	**239.7**
당기순이익	**9.8**	**5.9**	**4.6**	**8.6**	**6.5**	**8.5**	**13.1**	**11.6**	**7.5**	**4.2**	**-2.8**	**-104.8**	**28.9**	**39.7**	**-100.8**
YoY															
영업수익	*-1%*	*-2%*	*-1%*	*11%*	*4%*	*6%*	*7%*	*4%*	*-4%*	*-2%*	*-8%*	*-25%*	*2%*	*5%*	*-6%*
TV	*-2%*	*-2%*	*-2%*	*1%*	*-1%*	*0%*	*-2%*	*-2%*	*-3%*	*-5%*	*-4%*	*-4%*	*-1%*	*-2%*	*-4%*
아날로그	*-13%*	*-12%*	*-9%*	*-6%*	*5%*	*7%*	*5%*	*-1%*	*-16%*	*-18%*	*-17%*	*-14%*	*-10%*	*4%*	*-16.%*
디지털	*0%*	*0%*	*0%*	*2%*	*-2%*	*-2%*	*-3%*	*-3%*	*-1%*	*-2%*	*-2%*	*-4%*	*1%*	*-2%*	*-2%*
인터넷&전화	*-8%*	*-6%*	*-6%*	*-4%*	*-9%*	*-9%*	*-10%*	*-11%*	*-10%*	*-9%*	*-9%*	*-8%*	*-6%*	*-10%*	*-9%*
인터넷	*-8%*	*-7%*	*-5%*	*-5%*	*-2%*	*0%*	*-1%*	*0%*	*-5%*	*-7%*	*-7%*	*-8%*	*-6%*	*-1%*	*-6%*
VoIP	*-10%*	*-6%*	*-9%*	*-3%*	*-26%*	*-34%*	*-36%*	*-41%*	*-28%*	*-21%*	*-17%*	*-16%*	*-7%*	*-34%*	*-21%*
광고	*-6%*	*0%*	*-8%*	*35%*	*-2%*	*0%*	*5%*	*-5%*	*2%*	*-2%*	*-1%*	*0%*	*3%*	*0%*	*-3%*
홈쇼핑	*-4%*	*-3%*	*-10%*	*48%*	*-3%*	*1%*	*7%*	*-5%*	*3%*	*-1%*	*0%*	*-11%*	*4%*	*0%*	*-2%*
지역광고	*-16%*	*25%*	*5%*	*-12%*	*8%*	*-3%*	*-5%*	*-7%*	*-5%*	*-6%*	*-6%*	*-5%*	*-1%*	*-3%*	*-5%*
MVNO	*5%*	*-7%*	*0%*	*4%*	*5%*	*0%*	*-3%*	*-16%*	*-23%*	*-11%*	*-19%*	*-10%*	*0%*	*-3%*	*-16%*
기타	*43%*	*59%*	*110%*	*107%*	*184%*	*166%*	*159%*	*178%*	*51%*	*33%*	*-12%*	*-8%*	*84%*	*170%*	*8%*
영업이익	*-30%*	*-21%*	*-22%*	*-159%*	*-25%*	*-18%*	*11%*	*6%*	*-1%*	*-39%*	*-80%*	*-132%*	*70%*	*-7%*	*-70%*
EBITDA	*-13%*	*-11%*	*-14%*	*137%*	*5%*	*9%*	*21%*	*17%*	*-3%*	*-11%*	*-23%*	*-94%*	*3%*	*13%*	*-33%*
당기순이익	*-49%*	*-61%*	*-72%*	*-129%*	*-34%*	*44%*	*183%*	*36%*	*16%*	*-51%*	*-122%*	*-1,044%*	*34%*	*37%*	*-354%*
가입자수(천명)															
케이블TV	4,150	4,173	4,194	4,180	4,253	4,232	4,221	4,199	4,212	4,203	4,185	4,157	16,697	16,905	16,757
아날로그	1,461	1,463	1,473	1,473	1,550	1,547	1,519	1,457	1,465	1,454	1,443	1,438	5,870	6,073	5,801
디지털	2,688	2,710	2,721	2,707	2,703	2,685	2,701	2,742	2,747	2,749	2,741	2,719	10,827	10,832	10,956
디지털비중	65%	65%	65%	65%	64%	63%	64%	65%	65%	65%	66%	66%	65%	65%	65%
인터넷	830	828	824	813	811	808	798	783	777	776	771	761	3,294	3,201	3,085
VoIP	584	565	545	527	511	494	478	459	443	428	412	397	2,221	1,943	1,680
MVNO	865	857	853	858	858	842	815	786	773	762	734	698	3,433	3,300	2,967
ARPU(원)															
케이블TV	7,771	7,676	7,713	7,788	7,440	7,597	7,537	7,609	7,442	7,329	7,353	7,322			
아날로그	3,016	2,947	2,908	2,892	2,743	2,865	2,875	2,815	2,691	2,620	2,590	2,542			
디지털	10,121	9,977	10,057	10,181	9,880	9,946	9,950	9,952	9,730	9,579	9,617	9,594			
인터넷	11,375	11,247	11,211	11,188	10,961	11,156	11,116	11,112	11,017	10,825	10,699	10,709			
VoIP	5,963	6,027	5,869	6,414	5,306	5,278	5,516	6,061	5,165	5,432	5,274	5,497			
MVNO	21,691	21,872	22,320	22,400	20,947	22,951	23,431	23,209	23,207	23,098	22,906	22,715			

자료: LG헬로비전, 이베스트투자증권 리서치센터

투자의견 및 밸류에이션

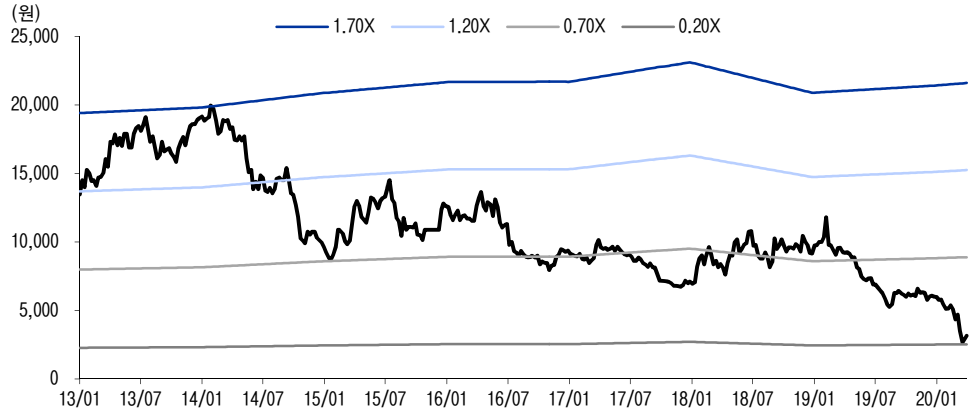
동사에 대해 투자의견은 기존 매수를 유지하나, 목표주가는 4,500원으로 기존 대비 10% 하향 조정하도록 한다. 목표주가 하향은 생각보다 저조한 가입자 유치 현실을 반영하여 실적 추정치를 동일 폭 하향한 점에 기인한다.

그림85 LG헬로비전 PER 밴드 차트



자료: LG헬로비전, 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 LG헬로비전 PBR 밴드 차트



자료: LG헬로비전, 이베스트투자증권 리서치센터

LG헬로비전 (037560)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	332.0	275.6	434.3	535.4	656.0
현금 및 현금성자산	107.4	79.6	209.1	300.0	412.6
매출채권 및 기타채권	179.1	158.0	178.7	186.9	193.1
재고자산	16.4	5.2	12.2	12.8	13.2
기타유동자산	29.0	32.9	34.2	35.6	37.0
비유동자산	1,603.7	1,419.6	1,385.0	1,340.8	1,287.6
관계기업투자등	29.0	10.2	10.6	11.0	11.5
유형자산	691.8	659.7	686.7	694.5	684.9
무형자산	777.9	591.0	522.6	463.5	412.5
자산총계	**1,935.7**	**1,695.1**	**1,819.2**	**1,876.2**	**1,943.6**
유동부채	353.4	577.3	585.8	600.2	609.5
매입채무 및 기타재무	109.6	112.1	112.5	117.7	121.6
단기금융부채	149.9	342.3	345.3	349.3	349.3
기타유동부채	93.8	123.0	128.0	133.2	138.6
비유동부채	529.6	255.5	253.0	245.5	246.0
장기금융부채	513.1	243.7	240.7	232.7	232.7
기타비유동부채	16.5	11.9	12.4	12.9	13.4
부채총계	**882.9**	**832.9**	**838.8**	**845.7**	**855.5**
지배주주지분	1,052.8	950.5	980.4	1,030.5	1,088.1
자본금	193.6	193.6	193.6	193.6	193.6
자본잉여금	190.1	190.1	190.1	190.1	190.1
이익잉여금	669.1	566.7	596.7	646.8	704.4
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**1,052.8**	**950.5**	**980.4**	**1,030.5**	**1,088.1**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**1,171.4**	**1,108.4**	**1,208.1**	**1,263.4**	**1,306.0**
매출원가	116.9	90.0	132.9	139.0	143.7
매출총이익	**1,054.5**	**1,018.4**	**1,075.2**	**1,124.4**	**1,162.3**
판매비 및 관리비	987.2	988.0	1,028.4	1,052.4	1,081.4
영업이익	**67.3**	**30.4**	**46.8**	**72.0**	**81.0**
(EBITDA)	336.9	239.7	290.0	311.3	312.0
금융손익	-11.5	-11.8	-2.3	-1.7	-1.1
이자비용	18.4	19.5	16.2	16.1	16.1
관계기업등 투자손익	0.2	-18.8	-0.3	-0.3	-0.3
기타영업외손익	-4.5	-91.6	1.6	1.6	1.6
세전계속사업이익	**51.4**	**-91.9**	**45.9**	**71.7**	**81.3**
계속사업법인세비용	12.2	3.3	10.1	15.8	17.9
계속사업이익	39.2	-95.2	35.8	55.9	63.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**39.2**	**-95.2**	**35.8**	**55.9**	**63.4**
지배주주	39.2	-95.2	35.8	55.9	63.4
총포괄이익	**39.2**	**-95.2**	**35.8**	**55.9**	**63.4**
매출총이익률 (%)	90.0	91.9	89.0	89.0	89.0
영업이익률 (%)	5.7	2.7	3.9	5.7	6.2
EBITDA 마진률 (%)	28.8	21.6	24.0	24.6	23.9
당기순이익률 (%)	3.3	-8.6	3.0	4.4	4.9
ROA (%)	2.1	-5.2	2.0	3.0	3.3
ROE (%)	3.8	-9.5	3.7	5.6	6.0
ROIC (%)	3.3	1.5	2.8	4.3	5.1

현금흐름표

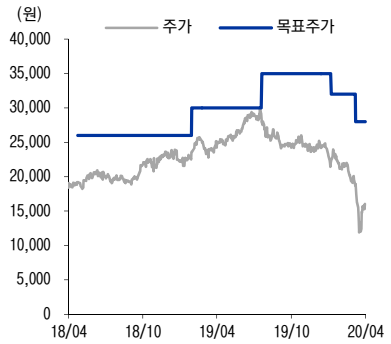
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**260.6**	**250.2**	**345.2**	**297.2**	**297.5**
당기순이익(손실)	39.2	-95.2	35.8	55.9	63.4
비현금수익비용가감	317.3	413.8	332.1	240.0	231.8
유형자산감가상각비	157.2	157.9	161.1	166.5	166.4
무형자산상각비	112.4	51.4	82.1	72.7	64.6
기타현금수익비용	7.9	204.4	89.0	0.8	0.8
영업활동 자산부채변동	-81.2	-44.1	-22.7	1.3	2.4
매출채권 감소(증가)	3.1	7.2	-20.7	-8.2	-6.2
재고자산 감소(증가)	3.0	5.6	-7.1	-0.6	-0.4
매입채무 증가(감소)	-9.7	-12.0	0.4	5.2	3.9
기타자산, 부채변동	-77.6	-44.9	4.7	4.9	5.1
투자활동 현금	**-210.2**	**-114.0**	**-209.9**	**-196.5**	**-179.2**
유형자산처분(취득)	-175.5	-102.5	-188.1	-174.4	-156.7
무형자산 감소(증가)	-26.8	-17.4	-13.6	-13.6	-13.6
투자자산 감소(증가)	11.3	5.8	-1.7	-1.8	-1.8
기타투자활동	-19.2	0.1	-6.4	-6.7	-7.0
재무활동 현금	**-7.8**	**-164.0**	**-5.8**	**-9.8**	**-5.8**
차입금의 증가(감소)	-2.0	-158.2	0.0	-4.0	0.0
자본의 증가(감소)	-5.8	-5.8	-5.8	-5.8	-5.8
배당금의 지급	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**42.7**	**-27.8**	**129.6**	**90.9**	**112.6**
기초현금	64.7	107.4	79.6	209.1	300.0
기말현금	107.4	79.6	209.1	300.0	412.6

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	18.1	-5.3	7.1	4.4	3.9
P/B	0.7	0.5	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	3.7	4.1	2.1	1.6	1.2
P/CF	2.0	1.6	0.7	0.8	0.8
배당수익률 (%)	0.8	1.2	2.5	2.5	2.5
성장성 (%)					
매출액	4.6	-5.4	9.0	4.6	3.4
영업이익	-7.6	-54.9	54.3	53.7	12.4
세전이익	24.9	적전	흑전	56.3	13.4
당기순이익	35.8	적전	흑전	56.3	13.4
EPS	35.8	적전	흑전	56.3	13.4
안정성 (%)					
부채비율	83.9	87.6	85.6	82.1	78.6
유동비율	93.9	47.7	74.1	89.2	107.6
순차입금/자기자본(x)	52.0	50.6	35.8	24.7	13.0
영업이익/금융비용(x)	3.7	1.6	2.9	4.5	5.0
총차입금 (십억원)	663	586	586	582	582
순차입금 (십억원)	548	481	351	255	141
주당지표(원)					
EPS	507	-1,229	462	722	819
BPS	13,594	12,272	12,659	13,306	14,050
CFPS	4,604	4,114	4,750	3,821	3,811
DPS	75	80	80	80	80

자료: LG헬로비전, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

제일기획 목표주가 추이

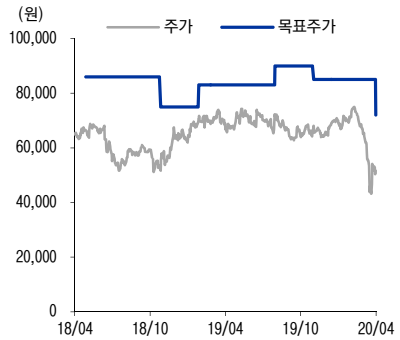


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.01.12	변경	김현용			
2018.12.22	Buy	26,000	-8.5		-13.2
2019.02.01	Buy	30,000	-0.5		-13.1
2019.07.23	Buy	35,000	-20.1		-28.6
2020.01.10	Buy	32,000	-25.2		-32.9
2020.03.10	Buy	28,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

이노션 목표주가 추이

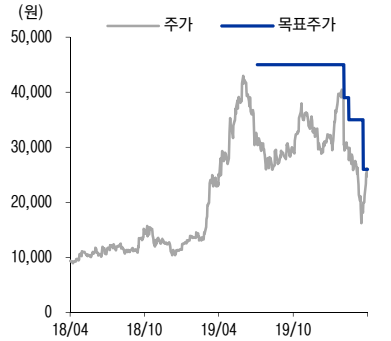


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2016.12.09	변경	김현용			
2018.01.29	Buy	86,000	-17.9		-28.9
2018.10.29	Buy	75,000	-7.2		-16.4
2019.01.29	Buy	83,000	-10.5		-15.6
2019.08.02	Buy	90,000	-19.9		-25.9
2019.11.04	Buy	85,000	-11.8		-22.8
2020.04.06	Buy	72,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

에코마케팅 목표주가 추이

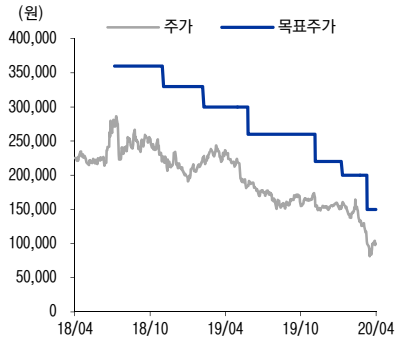


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.07.08	변경	김현용			
2019.07.08	Buy	45,000	-10.1		-29.8
2020.02.06	Buy	39,000	-20.9		-22.7
2020.02.18	Buy	35,000	-14.6		-29.0
2020.03.24	Buy	26,000	0.6		-13.2
2020.04.06	Hold	26,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

CJ ENM 목표주가 추이

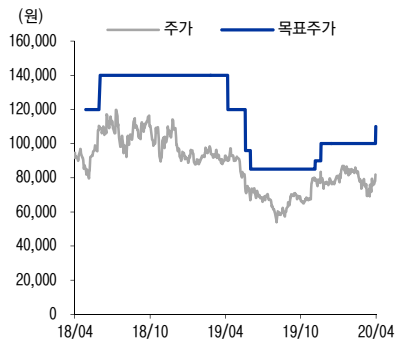


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.07.09	변경	김현용			
2018.07.09	Buy	360,000	-20.4		-31.8
2018.11.05	Buy	330,000	-29.1		-35.5
2019.02.11	Buy	300,000	-18.7		-26.6
2019.05.29	Buy	260,000	-26.3		-35.3
2019.11.08	Buy	220,000	-27.5		-30.2
2020.01.13	Buy	200,000	-17.8		-28.6
2020.03.13	Buy	150,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

스튜디오드래곤 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.01.11	변경	김현용			
2018.01.11	Buy	72,000	10.3		0.0
2018.01.22	Buy	100,000	-9.0		-18.5
2018.03.12	Buy	120,000	-8.0		-21.9
2018.06.04	Buy	140,000	-14.4		-28.0
2019.04.10	Buy	120,000	-18.9		-26.2
2019.05.23	Buy	96,000	-21.7		-24.5
2019.06.04	Buy	85,000	-5.8		-21.1
2019.11.08	Buy	90,000	-7.3		-12.9
2019.11.22	Buy	100,000	-13.0		-20.7
2020.04.06	Buy	110,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

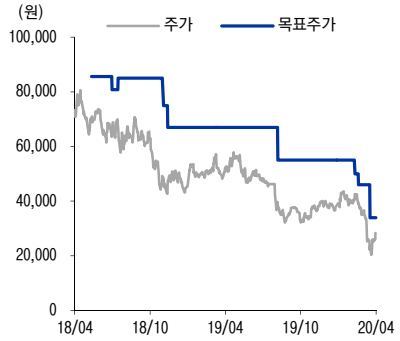
SBS 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2017.01.16	변경	김현용			
2017.08.16	Buy	35,000	-20.4		-28.2
2017.11.15	Buy	30,000	-4.0		-15.3
2018.01.30	Buy	35,000	-17.7		-30.1
2018.07.24	Buy	26,000	-10.0		-23.4
2019.01.15	Buy	30,000	-10.3		-21.4
2019.03.11	Buy	36,000	-24.2		-29.5
2019.04.08	Buy	37,000	-22.8		-30.4
2019.05.16	Buy	33,000	-30.8		-35.0
2019.06.05	Buy	31,000	-27.4		-29.1
2019.06.14	Buy	34,000	-31.9		-43.6
2019.08.16	Buy	25,000	-26.4		-33.6
2019.09.23	Buy	27,000	-16.1		-31.1
2020.01.31	Buy	30,000	-19.8		-22.5

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.02.05	Buy	35,000	-26.0		-40.4
2020.03.30	Buy	26,000			

제이콘텐트리 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.01.12	변경	김현용			
2018.01.08	Buy	66,564	-11.1		-21.7
2018.01.22	Buy	76,073	-7.9		-13.1
2018.02.05	Buy	85,582	-13.4		-21.0
2018.03.06	Buy	95,091	-15.3		-22.8
2018.05.14	Buy	85,582	-14.0		-20.0
2018.07.03	Buy	80,828	-16.8		-28.0
2018.11.05	Buy	75,000	-35.5		-39.5
2018.11.15	Buy	67,000	-13.6		-25.8
2019.08.09	Buy	55,000	-20.8		-31.8
2020.02.12	Buy	50,000	-14.8		-17.2
2020.02.21	Buy	46,000	-14.7		-28.9
2020.03.20	Buy	34,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

JYP Ent. 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.04.22	변경	김현용			
2019.04.22	Buy	43,000	-26.6		-38.2
2019.07.08	Buy	34,000	-32.2		-39.8
2019.08.16	Buy	30,000	-10.5		-26.8
2020.01.20	Buy	35,000	-22.0		-36.4
2020.04.06	Buy	28,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

에스엠 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2017.10.30	Buy	42,000	-5.6		-14.7
2018.01.29	Buy	50,000	-6.9		-20.0
2018.04.03	Buy	60,000	-20.3		-35.4
2018.05.15	Buy	50,000	-15.9		-19.4
2018.06.04	Buy	53,000	5.8		-12.0
2019.02.11	변경	김현용			
2019.02.11	Buy	60,000	-16.8		-28.8
2019.04.22	Buy	55,000	-12.8		-24.0
2019.07.08	Buy	50,000	-23.0		-31.2
2019.08.16	Buy	38,000	4.3		-9.3
2020.03.12	Buy	32,000	-26.9		-31.5
2020.03.19	Buy	29,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

와이지엔터테인먼트 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2017.11.13	Buy	37,000	12.8		-17.0
2018.07.27	Buy	42,000	16.5		-0.7
2019.02.11	변경	김현용			
2019.02.11	Buy	55,000	-13.6		-27.8
2019.04.22	Buy	46,000	-18.7		-30.0
2019.07.08	Buy	39,000	-23.5		-32.9
2019.08.13	Buy	31,000	15.5		-14.8
2020.04.06	Buy	28,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

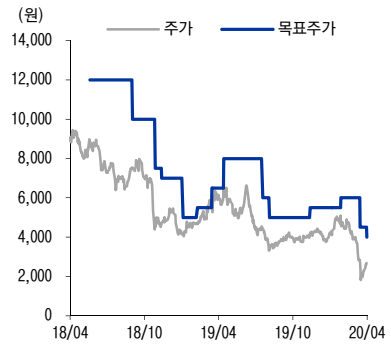
CJ CGV 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2017.08.11	Buy	92,000	-16.5		-25.2
2018.01.22	Buy	105,000	-24.1		-34.0
2018.08.10	Buy	85,000	-30.2		-40.0
2018.10.19	Buy	62,000	-22.4		-34.6
2019.08.09	Buy	50,000	-23.0		-31.8
2019.11.19	Buy	55,000	-28.4		-38.4
2020.02.12	Buy	44,000	-33.1		-40.4
2020.03.06	Buy	40,000	-37.0		-52.1
2020.04.06	Buy	30,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

NEW 목표주가 추이

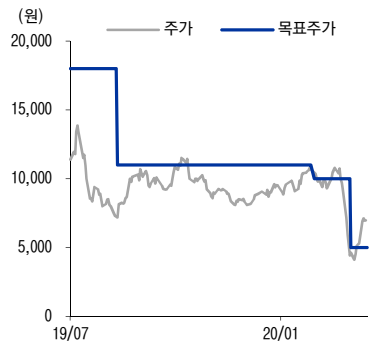


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2015.04.14	변경	김현용			
2018.02.05	Buy	12,000	-20.5		-33.1
2018.09.04	Buy	10,000	-20.2		-30.0
2018.10.30	Buy	7,500	-33.3		-36.9
2018.11.15	Buy	7,000	-22.1		-30.5
2019.01.07	Buy	5,000	-4.4		-9.8
2019.02.11	Buy	5,500	6.7		-5.9
2019.03.19	Buy	6,500	-1.4		-8.7
2019.04.17	Buy	8,000	-17.1		-33.3
2019.07.22	Buy	6,000	-26.4		-33.3
2019.08.07	Buy	5,000	-15.3		-22.9
2019.11.15	Buy	5,500	-8.4		-21.8
2020.01.30	Buy	6,000	-18.3		-29.5
2020.03.17	Buy	4,500	-40.2		-48.3

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.04.06	Buy	4,000			

에이스토리 목표주가 추이

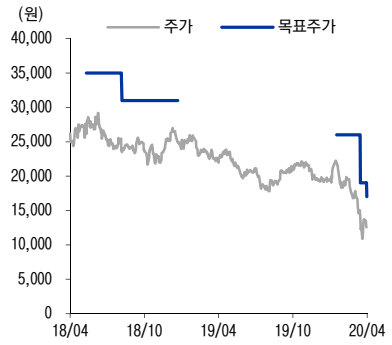


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.07.19	변경	김현용			
2019.07.19	Buy	18,000	-23.1		-45.1
2019.08.29	Buy	11,000	4.5		-14.0
2020.02.17	Hold	10,000		-56.0	-6.9
2020.03.20	Hold	5,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

GKL 목표주가 추이

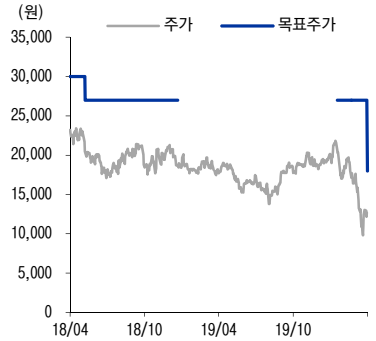


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.05.14	Buy	35,000	-16.7		-25.6
2018.08.09	Buy	31,000	-12.9		-22.0
2018.12.26		커버리지제외			
2020.01.20	신규	김현용			
2020.01.20	Buy	26,000	-16.0		-29.4
2020.03.18	Buy	19,000	-27.9		-32.7
2020.04.06	Buy	17,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

파라다이스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.04.03	Buy	30,000	-18.8		-24.9
2018.05.11	Buy	27,000	-20.7		-28.0
2018.12.26		커버리지제외			
2020.01.20	신규	김현용			
2020.01.20	Buy	27,000	-19.3		-35.8
2020.04.06	Buy	18,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

모두투어 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.02.02	Buy	45,000	-10.1		-25.8
2018.08.06	Buy	29,000	-5.3		-18.0
2018.12.26		커버리지제외			
2020.01.20	신규	김현용			
2020.01.20	Buy	25,000	-29.8		-38.7
2020.03.11	Buy	18,000	-25.3		-45.3
2020.04.06	Hold	11,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

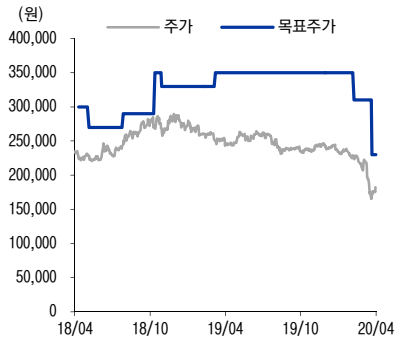
하나투어 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.02.02	Buy	160,000	-22.2		-34.3
2018.07.13	Buy	120,000	-32.8		-36.2
2018.08.03	Buy	95,000	-15.0		-24.9
2018.12.26		커버리지제외			
2020.01.20	신규	김현용			
2020.01.20	Buy	70,000	-23.9		-33.1
2020.03.17	Buy	52,000	-25.3		-34.5
2020.04.06	Hold	40,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

SK 텔레콤 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.04.13	Hold	300,000	-22.8		-24.8
2018.05.08	Hold	270,000	-8.7		-14.1
2018.07.30	Buy	290,000	-1.7		-8.7
2018.10.15	Buy	350,000	-18.3		-20.9
2018.10.31	Buy	330,000	-12.3		-18.3
2019.03.11	Buy	350,000	-24.6		-30.0
2020.02.10	Buy	310,000	-26.3		-31.9
2020.03.24	Buy	230,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

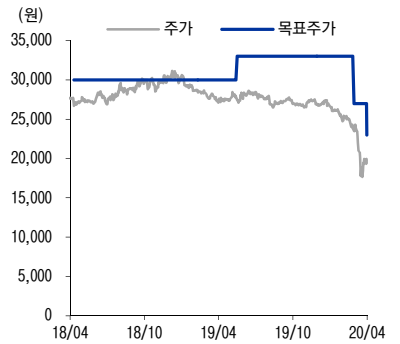
LG 유플러스 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.03.14	Buy	17,000	-11.8		-23.2
2018.07.27	Buy	18,000	1.7		-9.5
2018.10.15	Buy	20,000	-9.0		-15.6
2019.01.30	Buy	18,500	-14.6		-21.5
2019.08.12	Buy	17,000	-14.4		-19.9
2020.03.02	Buy	19,000	-30.0		-39.9
2020.04.06	Buy	16,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

KT 목표주가 추이

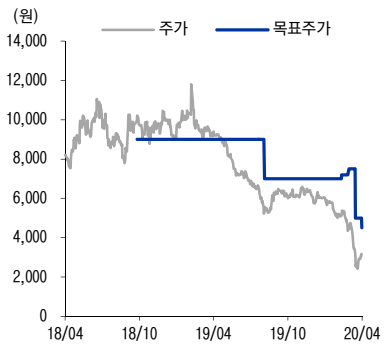


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.04.13	Hold	30,000	3.8		-4.6
2019.04.14	Hold	30,000	-5.2		-7.7
2019.05.20	Buy	33,000	-13.3		-18.0
2020.03.02	Hold	27,000	-10.0		-22.5
2020.04.06	Hold	23,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

LG 헬로비전 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.09.28	Hold	9,000		-41.9	-1.8
2019.08.07	Hold	7,000	-5.7		-14.7
2020.02.13	Buy	7,200	-25.4		-30.2
2020.03.02	Buy	7,500	-36.9		-44.6
2020.03.18	Buy	5,000	-36.6		-43.5
2020.04.06	Buy	4,500			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김현용)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.4% 5.6%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 4. 1 ~ 2020. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)