2020년 5월 14일 I Equity Research

엔터/레저/미디어 Overweight

이 가격이면 무조건 고

- 신나게 놀아야 이익이 나는데, 불특정 다수가 모일 수 없는 불확실성 지속
- 코로나19 변수는 언택트에서 컨택트로,
  외교 변수는 일본부터 중국까지 좋아질 것
- 최선호주: 스튜디오드래곤, 에코마케팅,
  차선호주: 파라다이스, YG

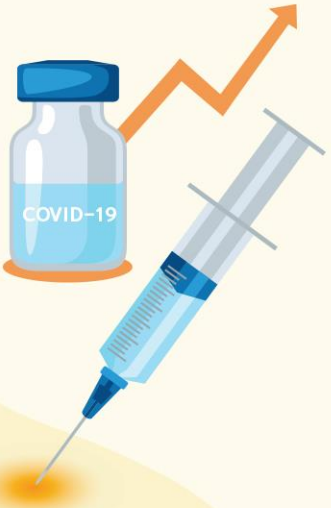
2020년 하반기 전망

Top picks 및 관심종목

스튜디오드래곤(253450) I BUY I TP 98,000원 I CP(5월13일) 77,200원
에코마케팅(230360) I BUY I TP 44,000원(상향) I CP(5월13일) 35,100원
파라다이스(034230) I BUY I TP 18,000원 I CP(5월13일) 14,300원
와이지엔터테이먼트(122870) I BUY I TP 41,000원(상향) I CP(5월13일) 30,650원

Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸
02-3771-7529
dagyeompark@hanafn.com



하나금융투자

CONTENTS

2020년 하반기 전망 Summary 3

1. 투자 전략: 이 가격이면 기간 조정 외에 잃을게 없다 4
1) Intro: 코로나19 해소를 위한 비의학적 개입 - 억제와 완화 4
2) 최선호주는 스튜디오드래곤과 에코마케팅 6

2. 드라마: 가파른 글로벌향 편성/판매 증가 기대 8
1) 넷플릭스/디즈니+의 가입자 폭증과 글로벌 제작 차질의 수혜 8
2) 중국은 한한령 완화 및 제작 산업의 변화를 기대 11
3) 영화: OTT 직행 많아졌지만 장기화될 트랜드는 절대 아니다 12
4) 넷플릭스 계약으로 리쿱율 상향 + 글로벌 편성/판매 확대 = 비중 확대 14

3. 기획사: 투어 재개 없이 반등은 쉽지 않다. 그런데 말입니다. 17
1) 라이브네이션의 티켓 환불 비율은 5~10% 수준. 소녀팬은 언제나 기다린다 17
2) 주목해야할 앨범 판매량의 이상 현상 19
3) 빅히트 상장 시 가치에 대한 고민 22
4) 반등 트리거는 명확. 주가 차별화는 신인 그룹들의 변수 23

4. 미디어: 광고주가 TV로 돌아오길 기다리는 수밖에 26
1) 코로나19와 비탄력적인 편성이 겹치면서 디 레버리지 확대 26
2) 디지털 성장과 중간광고 도입으로 TV광고 하락 상쇄 이상을 보여줘야 28
3) 하반기 광고주가 TV로 돌아오길 기대하며 30
4) 에코마케팅: 급이 다른 퍼포먼스 마케터의 회복 32

5. 카지노: 코로나19 수혜가 될 수 있을까? 34
1) 마카오 4월 GGR은 YoY -97% 34
2) 아시아 카지노 현황: 중국 VIP들이 갈 곳이 없다. 1Q 캄보디아 성장 주목 35
3) 1분기 외국인 카지노 실적 서프라이즈의 의미 37
4) 강원랜드: 감염 재확산으로 일반 영업장 재개는 더 늦춰질 듯 39
5) 영업 재개 이상의 서프라이즈를 기대할 수 있는 외인 카지노 선호 40

6. 여행: 최우선 고려 사항은 가성비가 아닌 안전이 될 것 42
1) 2020년 예상 출국자 수는 -61%, 2H20은 -46% 42
2) 연내 여행 수요 개선이 약할 수 밖에 없는 3가지 이유 44
3) 그래도 2021년을 기대하는 이유 2가지 45
4) 이연 수요는 올 것이다. 다만, 기간 조정을 충분히 감안한 투자 필요 47

Top Picks 50
스튜디오드래곤(253450) 51
에코마케팅(230360) 56

Analyst 이기훈 02-3771-7722

2020년 5월 14일 I Equity Research

엔터/레저/미디어

이 가격이면 무조건 고

신나게 놀아야 이익이 나는데, 불특정 다수가 모일 수 없는 불확실성 지속

코로나19의 대응책이 생활 방역으로 완화될 때마다 이태원 클럽과 같은 집단 감염 사례는 피할 수 없다. 그렇기에 억제와 완화책은 반복될 것이고, 치료제가 나오기 전까지 불특정 다수가 모여 놀 수 없는 불확실성이 계속될 것이다. 다만, 정부의 특별고용지원금으로 3분기까지 최소 인건비는 절감하며 버틸 수 있다는 것이 가장 큰 위안이다.

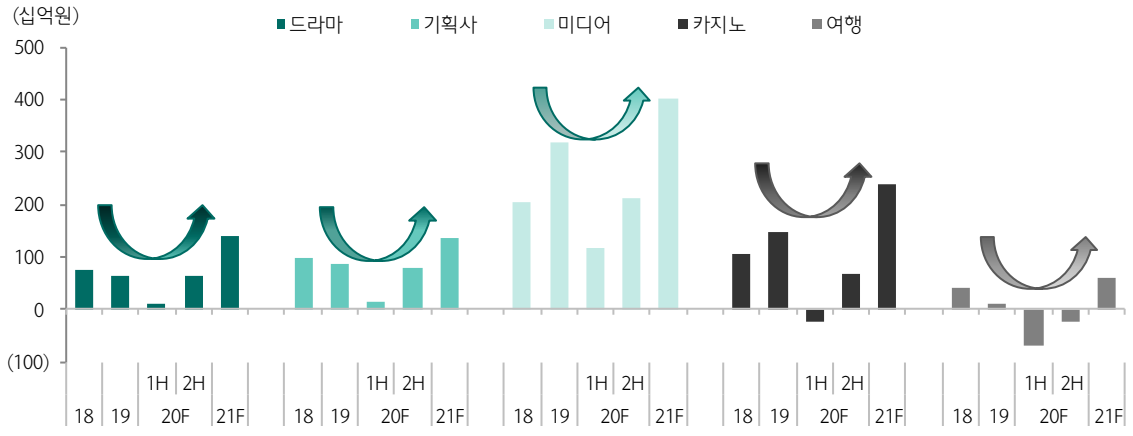
코로나19 변수는 언택트에서 컨택트로, 외교 변수는 일본부터 중국까지 좋아질 것

하반기 상당한 상승 모멘텀을 기대하는 이유는 현재 모든 변수가 최악이기 때문이다. 1) 한중일 상호간의 입국 금지, 2)불특정 다수가 모일 수 없어 극장/여행/카지노/콘서트 등의 성장률이 -90~-100% 수준이기 때문이다. 현 주가는 이런 불확실성을 충분히 반영해 과거 한한령/지소미아 등 변수가 가장 좋지 않았던 수준에 머물러 있어 모든 변수가 회복하지 않더라도 시간가치를 제외하면 잃을 게 없는 가격이다. 하반기 언택트에서 컨택트로 완화되는 동시에 외교 변수인 지소미아 이후 이연 수요 회복과 이미 다양한 증거들이 확인되고 있는 한한령 완화에 따른 컨텐츠 기업들의 중국향 매출 고성장이 겹친다는 행복한 상상이 현실화 될 수 있다.

최선호주: 스튜디오드래곤, 에코마케팅, 차선호주: 파라다이스, YG

코로나19에도 실적이 상향될 수 있는 스튜디오드래곤과 에코마케팅가 최선호주다. 스튜디오드래곤은 넷플릭스의 글로벌 제작 차질과 한한령 완화 시 글로벌향 편성/판매 증가가 예상된다. 에코마케팅은 퍼포먼스 마케팅 기반의 빠른 광고 회복에 더해 데일리앤코/오호라의 고성장이 동반되고 있다. 차선호주는 코로나19 완화 시 이전보다 성장 잠재력이 훨씬 더 커질 수 있는 파라다이스와 YG다. 상호간의 입국 금지 정상화 시 빠르게 개선되고 있는 일본 코로나19 상황과 중국 VIP 선호가 겹칠 파라다이스의 가파른 회복이 예상된다. YG는 당분간 투어 재개가 불가능하나 핵심 아티스트 중심의 중국 광고 재개와 투어가 필요 없는 신인 그룹 트레져12의 7월 데뷔가 확정되어 모멘텀이 높다.

섹터별 영업이익 성장률



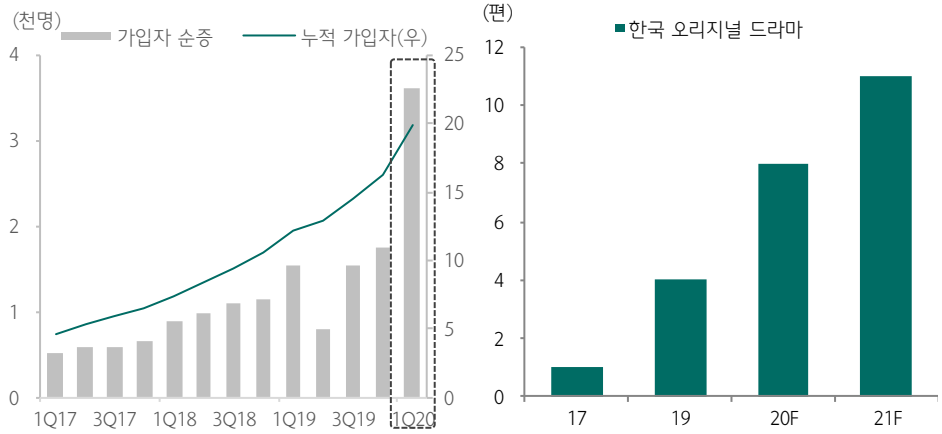
자료: 커버리지 각사, 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

Summary

넷플릭스의 아태 가입자 성장과
한국 오리지널 드라마 편수 추이

그림 1. 넷플릭스 아시아태평양 가입자 수와 한국 오리지널 드라마 편수 추이

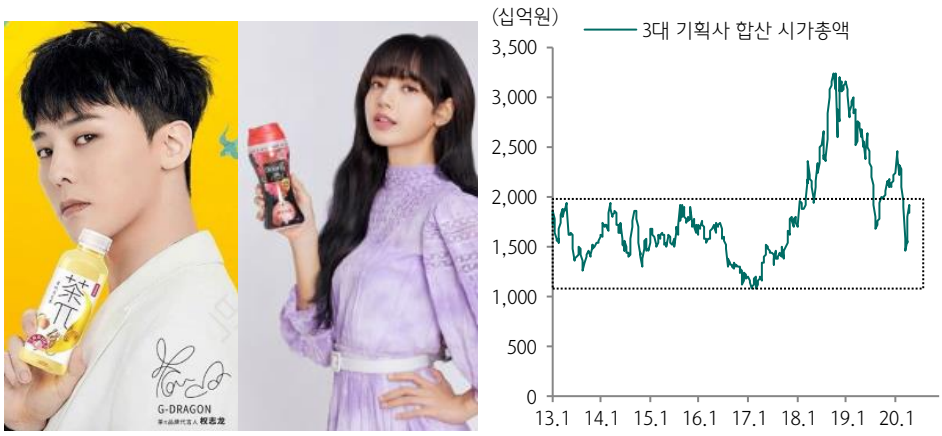


자료: 넷플릭스, 언론, 하나금융투자

최근 중국 광고 재개

3대 기획사 합산 시총 2조원 미만

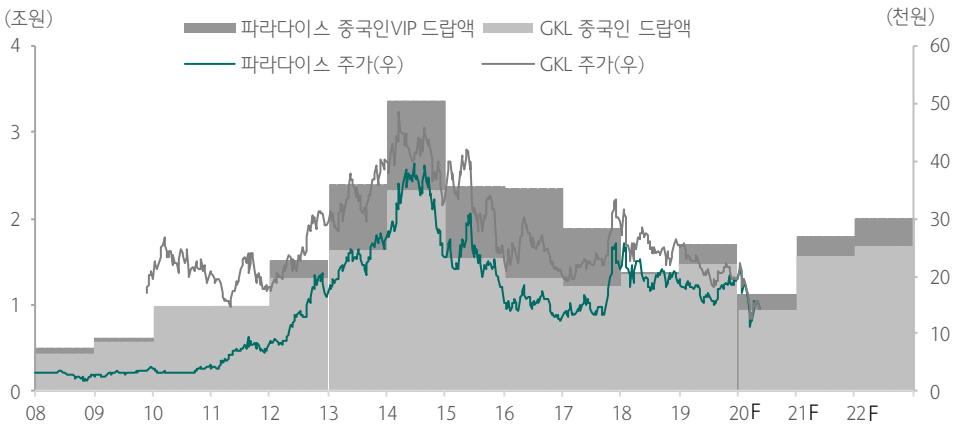
그림 2. GD/리사의 중국 광고 재개와 기획사 합산 시총



자료: 언론, 하나금융투자

외인 카지노 주가는
중국인 VIP 드랍액에 동행

그림 3. 외인 카지노 중국인 드랍액과 주가 추이



자료: 각사, 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

1. 투자 전략: 이 가격이면 기간 조정 외에 잃을게 없다

1) Intro: 코로나19 해소를 위한 비의학적 개입 - 억제와 완화

코로나19 해소 위해 비의학적으로 억제책 혹은 완화책 사용 가능

영국 임페리얼 컬리지는 3월 16일 코로나19를 의료 수요와 사망률 측면에서 약화시키기 위한 비의학적 개입에 대한 시뮬레이션 결과를 발표했다. 비의학적 개입의 방식으로는 크게 완화와 억제가 있는데,

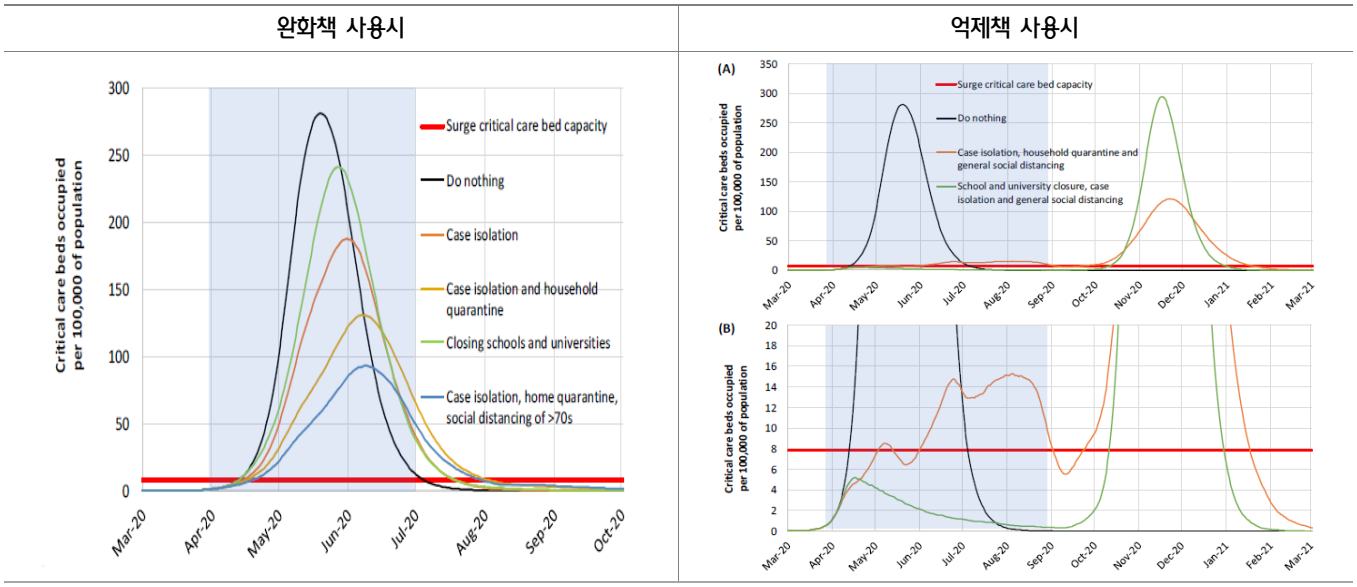
억제(R을 1미만으로 낮추 접근)
- 바이러스 확산 그래프를 발병 이전 수준으로 복구시키는 전략
- 1) 의심 환자 및 가족 구성원들의 격리, 2) 학교 폐쇄, 3) 전반적인 사회적 거리두기 등

완화(인당 2차 감염자 계수인 R을 낮추는 접근)
- 바이러스 확산을 늦추는 것에 집중하지만 퍼지는 것 자체를 막는 것은 아님
- 1) 의심 환자 및 가족 구성원들의 격리, 2) 고령자들의 사회적 거리두기 등

백신 개발 전까지는 억제책과 완화책 번갈아 사용 전망

강도 높은 억제책 사용 시 단기적인 확산을 막을 수 있지만, 백신 개발(최소 18개월 소요 전망) 전까지 지속하지 않으면 2차 확산이 불가피하다. 단, 의료 수요가 일정 수준에 도달하면 완화했다가 특정 수치 도달시 재개하는 방법으로 운영 가능하다. 반대로 완화책 사용 시 피크 시기 보건 수요를 2/3, 사망자를 절반까지 줄일 수 있지만 '이태원클럽'처럼 집단 감염 등으로 다수의 어려운 시기를 보내야 한다. 그럴 때마다 할 수 있다면 억제책도 재실행되어야 한다. 과거 아시아 및 홍콩 독감 사례도 2차 감염을 통해 최소 2년에 걸쳐 진행되었다. 영원히 억제할 수 없고, 완화 한다면 집단 감염 사례가 불가피하기에 백신이 나오기전까지 억제와 완화의 반복이 될 것이다. 이를 염두에 둔 투자 전략이 필요하다.

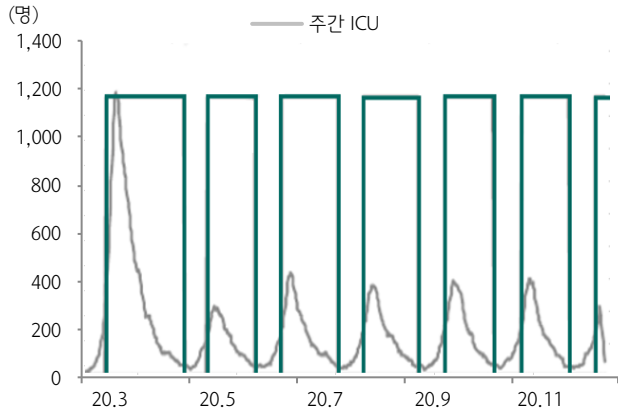
그림 1. Imperial College 추정 영국 기준 십만명 당 중환자 침상 필요 수



자료: Imperial College London, 하나금융투자

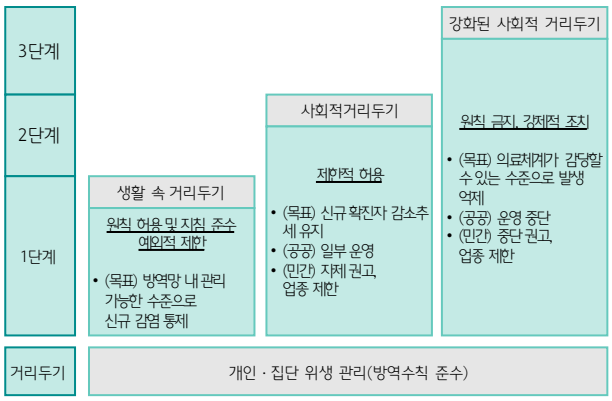
Analyst 이기훈 02-3771-7722

그림 2. 영국 ICU 기준 억제-완화책 사용시 의료 수요 시뮬레이션



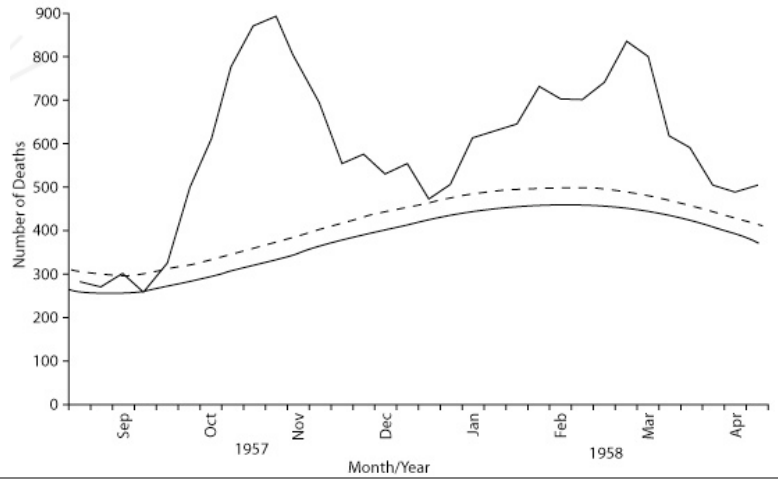
자료: Imperial College London, 하나금융투자

그림 3. 한국 단계별 거리두기 실시 내용



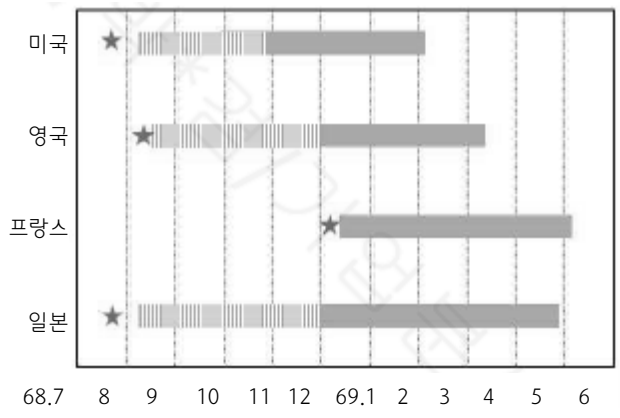
자료: 보건복지부, 하나금융투자

그림 4. 아시아 독감 1차 및 2차 확산기 미국 독감 주간 사망자 수 추이



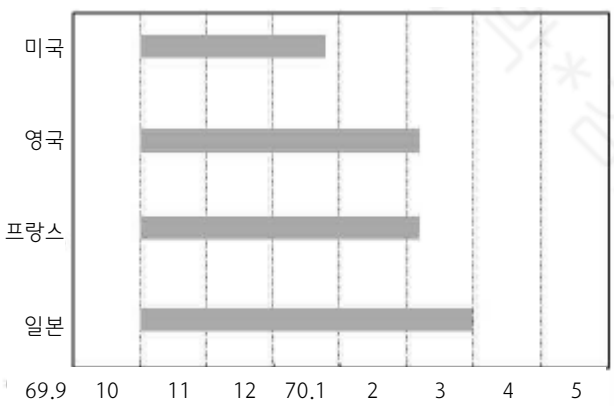
자료: Henderson et al(2009), 한국은행, 하나금융투자

그림 5. 홍콩 독감 1차 확산기



자료: Viboud et al.(2005), 한국은행, 하나금융투자
주: ★은 시작, 실선은 잠복기, 면은 확산기

그림 6. 홍콩 독감 2차 확산기



자료: Viboud et al.(2005), 한국은행, 하나금융투자

2) 최선호주는 스튜디오드래곤과 에코마케팅

코로나19 속 투자 우선순위
1) 실적 하향 변수 제한적
2) 이전 대비 성장 잠재력↑
3) 외교변수로 실적 개선 가능성↑

전술했듯이, 본질적인 치료책이 나오기 전까지 언제든지 2차 유행은 일어날 수 있다. 그렇기에 백신이 나오기 전까지는 불특정 다수가 많이 모이는 이벤트는 각 정부의 규제로 불가능하다고 전제해야 한다. 이에 기반한 투자 순서는 1) 코로나19에 따른 실적 하향 변수가 제한적이며 2) 불특정 다수가 모일 수 없어도 코로나19 완화 시 이전보다 성장 잠재력이 더 높아지며, 3) 중국 등 외교 변수 상향에 따른 가파른 실적 개선까지 기대할 수 있는 기업이다.

Top Picks
- 스튜디오드래곤
- 에코마케팅

최선호주는 코로나19 변수에서 가장 자유로운 스튜디오드래곤과 에코마케팅이다. 스튜디오드래곤은 코로나19로 미디어 총 시청 시간이 증가하면서 VOD 매출 및 OTT 가입자 증가에 따른 수혜가 예상된다. 다만, 동 섹터 내 수혜는 이익이 감소하지 않는다는 것이지 의미 있는 실적 서프라이즈를 기대할 수 있는 수준은 아니기에 주가 역시 한한령 완화 등의 이벤트 전까지는 섹터 내 아웃퍼폼을 의미한다. 2번째는 에코마케팅으로 유튜브/네이버/카카오 등 온라인으로의 광고 쏠림 현상이 더욱 가속화되는 가운데 퍼포먼스 마케팅 기업으로써 시장 기대치를 충분히 상회하는 가파른 실적이 예상된다. 2분기 실적부터 컨센서스를 크게 상회할 가능성이 높고, 오호라는 CPS 매출 기여 및 해외 매출 성장에 따른 밸류에이션 리레이팅도 기대할 수 있다.

차선호주
- 파라다이스
- YG

첫 번째 차선호주는 코로나19 완화로 상호간의 입국 금지 조치 정상화에 따른 가파른 실적이 개선이 예상되는 파라다이스다. 파라다이스/GKL 양 사 모두 1분기 사상 최저 수준의 콤프 비용으로 인한 동반 실적 서프라이즈를 기록했는데, 상호간의 입국 금지와 코로나19에서 상대적으로 안전한 국가로 부상하고 있기 때문이다. 중국인 VIP의 선호도가 높아지면서 비용 증가 없는 드랍액 성장으로 상당한 영업 레버리지도 기대할 수 있다. 마카오처럼 Mass 영업장의 경우 객장 절반 운영, 옆 자리 앉기 및 사이드 베팅 금지 등 사회적 거리두기가 당분간 지속될 가능성이 높아 Mass보다는 VIP 비중이 높은 파라다이스를 선호한다.

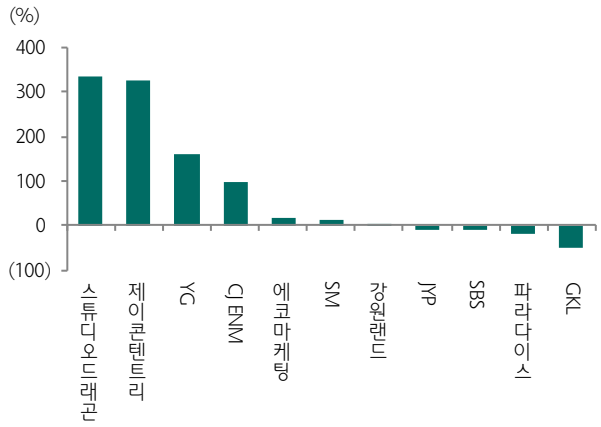
정부는 하반기 시진핑 주석의 방문을 기대하고 있고, 이미 지드래곤/리사의 중국 광고 재개 및 SM C&C의 예능 프로그램 판매 등 너무 많은 증거들을 확인하고 있다. 다만, 한한령을 풀어준다 한들 코로나19로 중국 내 콘서트/행사 등이 막혀 있는 상황이기에 국내에서 제작해 무형 자산으로 수출하는 드라마 제작사가 훨씬 더 좋은 대안이다. 그럼에도 2번째 차선호주로 YG를 제시하는데 중국 광고가 재개된 아티스트들을 보유하고 있으며, 투어가 필요 없는 신인 남자 그룹 트레져12의 데뷔로 성장 모멘텀이 충분하기 때문이다. 신인그룹 데뷔는 2Q SM 여자, 3Q YG 남자, 4Q JYP 일본 여자 및 빌리프랩(CJ ENM-빅히트 JV) 남자 등이 있다.

백신 개발시 섹터 전반 가파른 반등 예상

본질적인 해결책인 백신이 개발된다면 불특정 다수가 모일 수 있는 기획사/여행사/극장 등의 반등이 예상된다. 기획사는 언제나 기다려주는 소녀팬들이 글로벌로 확장되고 있고, 여행은 지소미아 이슈 이후 2년 가까이 일본 수요가 이연된 상황이기에 엄청난 성장이 예상된다.

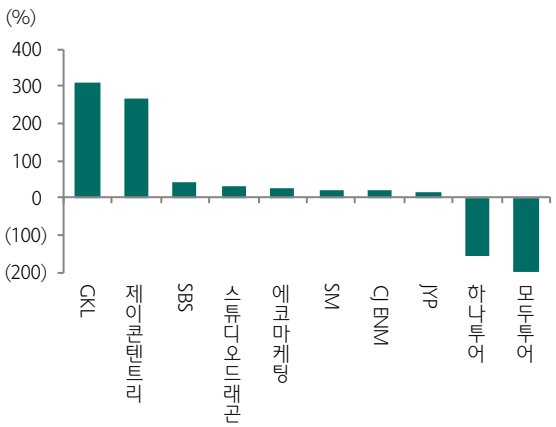
Analyst 이기훈 02-3771-7722

그림 7. 커버리지 하반기 영업이익 증가율



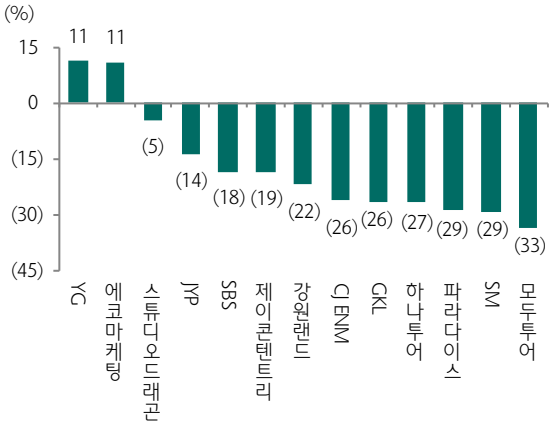
자료: 각사, 하나금융투자
주: 적자 지속/적자 전환은 미표기

그림 8. 커버리지 21년 영업이익 증가율



자료: 하나금융투자
주: 증감율 400% 이상은 미표기

그림 9. 커버리지 YTD 주가 상승률



자료: 각사, 하나금융투자

표 1. 커버리지 추정 밸류에이션

	P/E		P/B	
	20F	21F	20F	21F
CJ ENM	13.8	11.5	0.7	0.7
SBS	17.4	10.5	0.5	0.5
에코마케팅	14.9	11.7	4.2	3.3
스튜디오드래곤	44.3	33.6	4.5	4.0
제이콘텐트리	104.0	17.8	1.6	1.5
JYP	22.0	19.6	3.6	3.1
SM	23.4	19.4	1.3	1.2
YG	307.1	18.6	1.6	1.5
파라다이스		25.2	1.1	1.0
GKL	43.1	9.4	1.6	1.4
강원랜드	153.6	13.7	1.4	1.3
하나투어		19.2	2.0	1.9
모두투어		13.9	1.7	1.5

자료: 언론 보도 종합, 하나금융투자

2. 드라마: 가파른 글로벌향 편성/판매 증가 기대

1) 넷플릭스/디즈니+의 가입자 폭증과 글로벌 제작 차질의 수혜

(1) 코로나19로 코드 커팅은 가속화

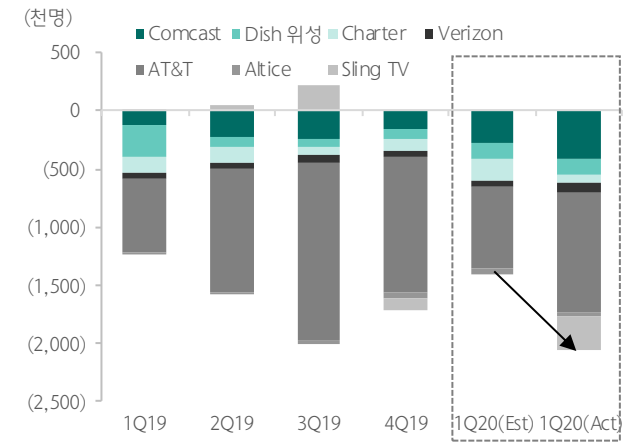
코드 커팅 가속화
- 업프론트 행사 연기
- 스포츠 재개 불투명

코로나19로 전통 매체(TV 등) 가입자 감소 및 OTT 가입자 고성장이라는 코드 커팅 현상은 더욱 가속화되고 있다. 코로나19로 컨텐츠 제작이 중단되었고, 미국 지상파의 주요 광고주들이 예산의 약 75%를 집행하는 업프론트 행사(지난해 기준 $200억 규모 광고 청약함/미 19년 TV 전체 $600억)가 코로나19영향으로 대거 밀린 상황이다. 특히, 케이블 구독자의 60%가 가장 중요한 이유로 스포츠를 꼽았는데, 다수의 프로 스포츠 재개가 불투명하기 때문이다.

OTT 가입자 폭증
- 넷플&디즈니+ 합산 4천만명 순증

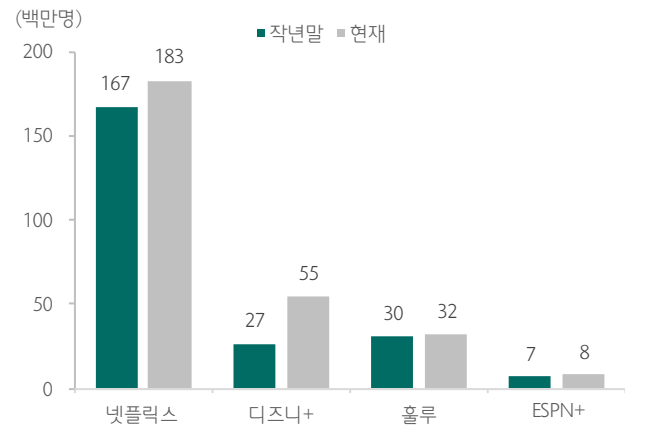
반대로, 지난 수년간 라이브러리를 축적해온 OTT는 코로나19로 가입자가 폭증하고 있다. 넷플릭스의 1분기 유료 가입자는 1.83억명으로 1,577만명 순증하면서 가이던스인 700만명을 크게 상회했는데, 연초 가격 인상으로 부진했던 미국/캐나다에서도 231만명 증가했다. 디즈니+의 성장은 더 눈부시다. 2019년 출시 당시 2024년 유료 가입자 목표를 6,000만명으로 제시했으나, 5월에 이미 5,450만명을 달성했다. 2019년 말 기준 가입자가 2,650만명임을 감안하면 1개 분기 만에 2배 이상 성장한 것이다. 1분기 양대 OTT의 합산 가입자 증가만 4,000만명이 넘는다.

그림 10. 미국 주요 케이블 가입자 순증감 - 1Q20 예상 대비 큰 낙폭



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 11. 글로벌 OTT 가입자 수 추이



자료: 각사, 하나금융투자
주: 넷플릭스, 훌루, ESPN+는 3월 말 기준, 디즈니만 5월 초 기준

(2) OTT의 문제는 글로벌 제작 차질. 한국의 편성/판매 확대 수혜 기대

글로벌 제작 차질
- 2Q, 3Q 괜찮으나,
- 해외 로케 많은 경우 재개 어려움

2~3분기에 예정된 OTT 신작들은 이미 촬영이 완료된 상황이기에 당장의 수급 차질은 없을 것이다. 그러나, 입국 금지로 인해 해외 로케이션 촬영이 많은 작품들의 제작 재개는 당분간 쉽지 않다. 넷플릭스만 보더라도 기묘한 이야기 S4, 글로우 S3, 위쳐 S2 등 2020년 말이나 2021년 상반기 방영을 목표로 했던 드라마들의 제작 차질이 발생하고 있다.

넷플릭스의 한국에 대한 투자 ↑
- 현재 제작 가능 국은 한국, 아이슬란드, 스웨덴, 노르웨이
- 현재 한국 오리지널 '21년 11편

넷플릭스는 1분기 실적발표에서 글로벌에서 드라마 제작이 가능한 나라는 한국/아이슬란드 정도이며, 그 외 5월 스웨덴, 7월 노르웨이에서 제작이 재개될 것으로 밝혔다. 이 중 아이슬란드는 코로나19로 관광객이 사라지면서 오히려 해외에서 컨텐츠 제작에 대한 관심이 증가하고 있다고 언급했다. 한국도 해외 촬영을 필요하는 드라마(수리남 등)들의 제작 차질은 불가피하나 국내 기반으로는 정상적인 상황이다. 한국의 넷플릭스 오리지널은 2019년 4편에서 2020년 8편, 그리고 2021년에는 최소 11편(확정 기준)까지 확대되고 있는 상황인데, 글로벌 제작 차질 장기화 시 한국에 대한 투자가 더 빨리 진행될 가능성이 높고, 실제 중소형 제작사들의 하반기 추가 수주 소식이 가시화 될 것으로 예상한다.

일본 제작 차질로 판권 구매 ↑
- 5월 백일의 낭군님 NHK 편성
- 최근 제이콘텐트리도 일본향 판매 소식 전함
- 흥행 성과에 따른 낭보 기대

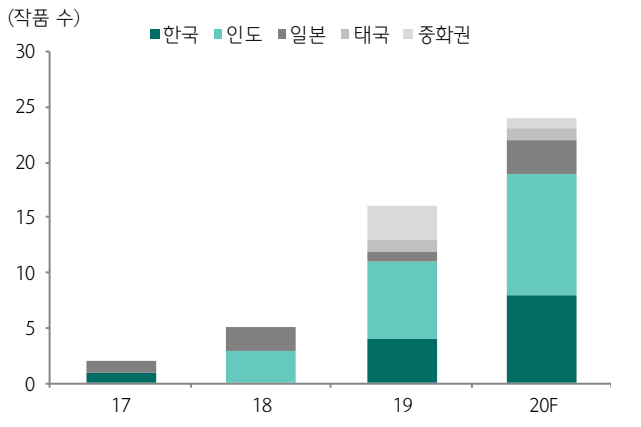
또 하나의 특이사항은 일본이다. 4월 TBS는 드라마/버라이어티 촬영 녹화를 중단했고, TV도쿄도 생방송 제외 녹화를 중단했다. 후지TV는 골든타임에 편성 예정 드라마〈안상구 신데렐라〉를 연기하고 2018년작인 〈굿닥터〉를 재방송하고 있다. NHK는 일요 대하드라마인 '기린이 온다'의 주연 배우인 사와지리 에리카의 마약 소지 혐의로 녹화가 지연된 상황에서 또 한번 중단되었다. 5월에는 제작이 재개될 수 있을 것으로 예상했으나, 일본 내 긴급사태가 5월말까지 연장되면서 제작 차질이 길어지고 있다. 이런 와중에 스튜디오드래곤의 2018년작인 〈백일의 낭군님〉이 5월 NHK에서 편성되었는데, 일본 드라마 제작 차질과 광고 악화로 인해 가성비가 높은 한국 드라마들의 판권을 대거 구매하는 것의 시작일 가능성이 높다. 제이콘텐트리도 최근 〈초콜렛〉/〈날씨가 좋으면 찾아가겠어요〉 등을 회당 $5만~$10만에 판매했다. 일본향 편성 및 판매작들의 흥행 성과에 따라 추가적인 낭보를 기대해볼 수 있는 상황이다.

표 2. 미국 내 제작 중단 중인 주요 OTT 작품 목록

서비스	작품	원 예정 시점
넷플릭스	Witcher SE2	21년 초
	Stranger Things SE4	20년 내
	Russian Doll SE2	20년 내
	Glow SE4	20년 후반
	Grace&Frankie SE7	21년 초
Disney+	Falcon and Winter Soldier	20년 8월
	Big Shot	20년 11월
	Loki	21년 초
	WandaVision	20년 12월
CBS All Access	The Good Fight	20년 4월
Hulu	Handmaid's Tale	20년 가을
AppleTV+	See	20년 후반

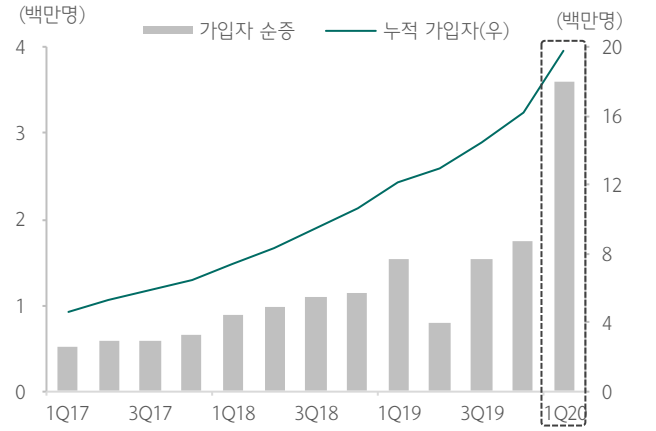
자료: Bloomberg 및 언론보도 종합, 하나금융투자

그림 12. 아시아 권역 넷플릭스 오리지널 드라마 증가 추세



자료: 위키백과 및 언론보도 종합, 하나금융투자

그림 13. 넷플릭스 아시아태평양 가입자 수 추이



자료: 넷플릭스, 하나금융투자

표 3. 넷플릭스의 한국 오리지널 드라마 제작 편수

제작사	작품명	주연	17	19	20F	21F
한국 오리지널 제작 편수			1	4	8	11
FNC 애드컬쳐	My Only Love Song	이종현, 공승연	SE1			
에이스토리	킹덤	배두나, 주지훈		SE1	SE2	SE3
에이스토리	첫사랑은 처음이라서	지수, 정채연		SE1, SE2		
스튜디오드래곤	종아하면 울리는	송강, 김소현		SE1	SE2	
스튜디오드래곤	나홀로그대	윤현민, 고성희			SE1	
스튜디오드래곤, 스튜디오N	스위트홈	송강, 이시영			SE1	SE2
CJ엔터, 스튜디오드래곤	수리남	하정우				SE1
스튜디오 329	인간수업	김동희, 정다빈			SE1	SE2
키이스트	보건교사안은영	정유미, 남주혁			SE1	SE2
넘버쓰리픽쳐스, 페이지원필름	무브 투 헤븐: 나는 유품정리사입니다	이제훈, 탕준상			SE1	SE2
싸이런픽쳐스	오징어게임	이정재, 박해수			SE1	SE2
필름몬스터, 제이콘텐트리	지금우리학교는	윤찬영				SE1
레진스튜디오	지옥	유아인(검토)				SE1
정우성 제작	고요의 바다	공유, 배두나				SE1
한준희 감독	D.P. 개의 날	정해인(검토)				SE1

자료: 언론보도 종합, 하나금융투자

2) 중국은 한한령 완화 및 제작 산업의 변화를 기대

중국 드라마 시장
- 약 21조원 규모
- 코로나19로 제작 차질

한국 드라마의 기회
- 한한령 완화 가능성
- 중국 제작비 규제 강화 가능성

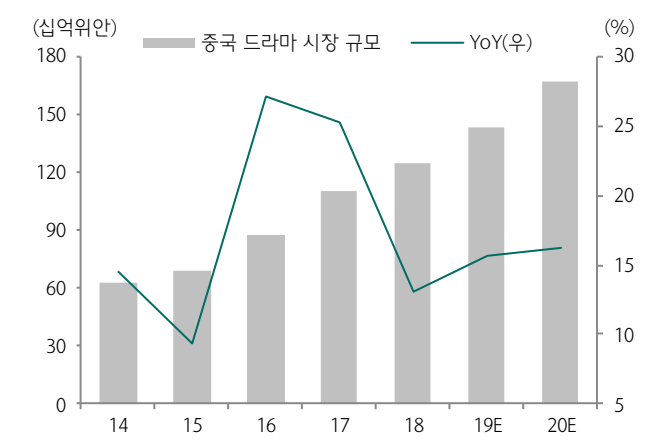
한한령 완화를 기대할 수 있을까? 우선, 중국 아이리서치에 따르면, 2018년 중국 드라마 시장 규모는 1,241억 위안(+25% YoY, 약 21조원)이며 판권 판매 및 광고에 의한 수입이 약 80%를 차지한다. 일본처럼 코로나19로 인해 제작 및 광고 수입에 차질이 발생한 상황에서 아이치이가 링크드인을 통해 한국 프로듀서 구인을 시작했다. 한국의 구작 가격은 텐트폴 16부작 기준 20~25억원 내외인 것으로 추정하는데, 동시 방영 대비 경쟁력이 높다. 제이콘텐트리는 1분기 실적 발표에서 구작 판매에 대한 가시화를 기대하고 있다고 언급했다. 구작 판매가 동시 방영(신작)으로 이어질 가능성은 추후의 얘기겠지만, 중국 광고들도 재개되고 있어 기대감이 높다. 정부가 2019년 하반기부터 시진핑 방한 가능성 시점을 특정해서 계속 소통하고 있다는 점에서 한한령 완화에 대한 기대감을 버리기는 쉽지 않다.

최근 중국 산업 내 가장 큰 변화 중 하나는 광전총국이 코로나 사태 속 일반 국민 박탈감 줄이고 청소년 건전한 가치관 심는다는 명분으로 '17년의 원칙을 재공고 하는 출연료 제한령을 2월에 발표했다. 여기에 더해 4월 중국 드라마제작산업협회는 중국 드라마 제작 예산을 회당 400만 위안(약 7억원) 수준으로 제한하자고 제안했다. '16년 중국 제작비 내 출연료 비중이 50~80%, 이후 '17년 9월 40%(주연 배우들은 이중 70% 미만), '18년 9월 회당 약 100만 위안(약 1.7억원)까지 하락한 후 또 한번 주연 배우들의 출연료가 약 40만 위안(7,000만원) 수준으로 삭감되는 것이다.

한국 구작 수급 확대시
- 드래곤 기준 연간 영업이익 약 500억원 내외↑ 가능

중국 내 제작비 규제가 현실화된다면 한국 제작사들에게는 엄청난 호재다. 주요 텐트폴 작품들에 따라 TV시청률 혹은 OTT 가입자가 증가하는데, 제작비 규제 금액이 한국 일반 드라마 수준에 불과하다는 점은 향후 한국 텐트폴 작품에 대한 선호도가 엄청 높아질 것이다. 제작 차질 및 광고 수입 감소에 따른 한국 구작 수급, 그리고 한한령 완화 기대감에 더한 제작비 규제 현실화 시 상당한 수혜가 예상된다. 제작 편수의 약 30% 및 제작비의 약 40% 수준에 판매 되더라도 스튜디오드래곤 기준 연간 영업이익은 500억원 내외 증가할 가능성이 있다.

그림 14. 드라마 시장 규모 추이



자료: IResearch, KOCCA, 하나금융투자

표 4. 중국 드라마 제작비/출연료 관련 규제 및 제안 정리

	광전총국 규제		드라마제작협회 제안
	상대 금액 상한 (17년 9월~)	절대 금액 상한 (18년 8월~)	비율 상한 제안 (20년 4월)
회당 출연료	출연료: 총 제작비의 40%	100만 위안 (약 1.7억원)	40만 위안 (약 7천만원)
시리즈당 출연료 (보통 50~70회)	주연 출연료: 출연료의 70%	5,000만 위안 (약 86.3억원)	회당 제작비 상한 400만 위안 (약 7억원)

자료: 언론 보도 취합, 하나금융투자

3) 영화: OTT 직행 많아졌지만 장기화될 트렌드는 절대 아니다

디지털 직배급의 성공
- 사냥의 시간
- 트롤: 월드 투어

사회적 거리두기로 인해 정상적인 영화 배급이 불가능한 상황에서 개봉을 준비 중이던 영화 〈사냥의 시간〉(제작사 리틀 빅 픽쳐스)이 4/23일 넷플릭스에 총 제작비 115억원에 일정 수준의 마진을 더해 판매했다. 이 외에 글로벌에서 유니버셜이 픽쳐스의 트롤 (Trolls World Tour)이 4/10일 예정된 영화 개봉을 생략하고 아마존 프라임에 회당 $19.99에 판매했다. 디지털 배급은 플랫폼에 내는 수수료 비중이 영화관에 비해 낮기 때문에 트롤 1편이 5개월간 B/O에서 거둔 규모의 수익을 디지털로 3주만에 회수(매출 기준으로는 Trolls 1.5억USD, 금번 디지털 배급 1억USD)했다. 워너 브라더스도 5월 15일 개봉 예정이던 Scoob!을 영화관 없이 개봉할 예정이다.

단, 모든 작품 직배급 불가
- 영화관 사업자의 반발
- 제작비 규모 클 경우 영화관 필수
- 한국은 배급사가 영화관 수직계열화해 영화관 개봉 패스 가능성↓

다만, 디지털 혹은 OTT로 직접 판매되는 작품은 상당히 제한적일 것이다. 유니버셜 픽쳐스가 트롤의 좋은 성과를 바탕으로 향후 영화 상영관과 디지털 동시 배급을 하겠다고 발표하자 AMC 등 미국 극장 사업자들은 향후 유니버셜 작품들의 상영금지 성명을 발표했다. 당장의 수익이 많이 나더라도 모두가 OTT로 향할 경우 영화관 산업의 생태계가 상당히 위험할 수 밖에 없다. 또한, 제작비가 많이 들어가는 대작들의 경우 영화관 없이는 BEP 달성이 쉽지 않다. 한국에서의 상황은 특수한 데, 국내 1~2위 배급사인 CJ ENM과 롯데엔터테인먼트가 계열사로 영화관을 보유하고 있기 때문이다. OTT 오리지널 수주가 아닌 이상 관계사의 직접적인 매출 악화로 이어질 결정은 하지 않을 것이다.

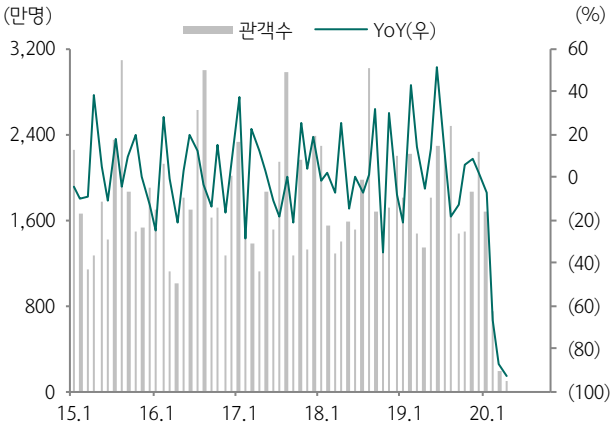
극장은 빨라도 대작들이 개봉하는 7월 반등 예상
- CJ ENM: 하반기 7편 목표
- 디즈니: 7월 뮬란으로 개봉 재개

극장은 빨라도 계절적 성수기인 7월부터 반등할 것으로 예상된다. 물론, 이태원 클럽발 2차 감염으로 김무열, 송지효 주연의 영화 〈침입자〉의 개봉이 또 한번 지연되는 등 코로나19 상황을 지켜봐야 하겠지만, CJ ENM은 하반기 예정대로 7편의 배급을 목표하고 있으며 디즈니를 포함한 할리우드 대작들 역시 7월 뮬란을 시작으로 대거 상영 재개가 예상된다. 연간 극장 관객 수는 -38% 1.41억명으로 예상하나, 장기화시 더 하향될 여지가 있다.

그림 15. 디지털 직배급 - 트롤(PVOD), 사냥의 시간(Netflix)

자료: 언론, 하나금융투자

그림 16. 극장 관객 수 추이 - 4월 97만명(YoY -93%)



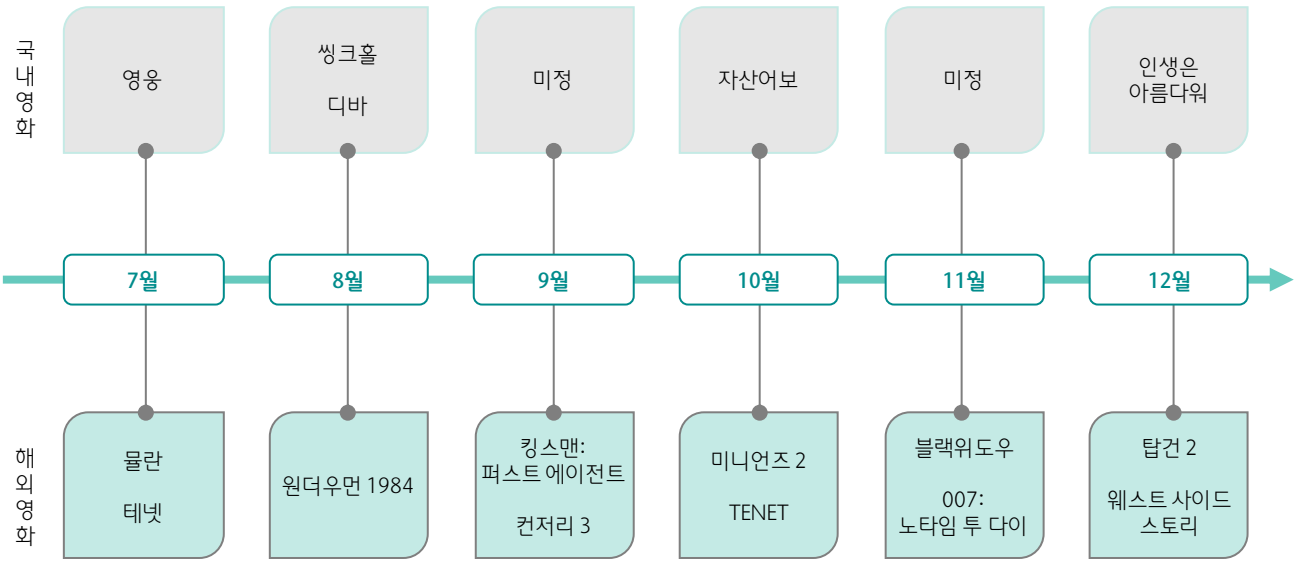
자료: KOBIS, 하나금융투자

표 5. 박스오피스 개봉 재개 흐름

제목	배급사	원 개봉 예정일	현황	비고
기생충 흑백판	CJ ENM	02월 26일	04월 29일	송강호, 이선균
사냥의 시간	리틀빅픽쳐스	02월 26일	넷플릭스 직배급	이제훈, 안재홍
콜	NEW	3월 중	미정	박신혜, 전종서
결백	소니	03월 05일	5월 27일	신혜선, 배종옥
침입자	에이스메이커	03월 12일	6월 4일(2차 연기)	송지효, 김무열
온워드	디즈니	03월 04일	미정	
뮬란	디즈니	3월 중	7월 24일	
블랙 위도우	디즈니	(국내)4월/(미국)5월	11월 6일	마블 시리즈

자료: 언론 보도, 하나금융투자

그림 17. 2020년 하반기 영화 라인업



자료: 제이콘텐트리, 하나금융투자

4) 넷플릭스 계약으로 리쿱율 상향 + 글로벌 편성/판매 확대 = 비중 확대

넷플릭스 계약으로, 최근 시청률 부진에도 드래곤 실적 컨센 상회

분명 최근 시청률 지표는 JTBC/SBS가 좋고 TVN이 부진하지만, 실적은 스튜디오드래곤이 컨센서스를 상회했다. 이는 전년 발표된 넷플릭스와의 판매 계약이 1월부터 시작되면서 리쿱율이 기존 대비 10% 내외 상향된 영향이다. 제이콘텐트리는 〈이태원클라쓰〉 실적 인식 지연을 감안하더라도 부진했는데, 5월 수목드라마 편성을 시작으로 넷플릭스 판매 계약이 시작될 것이다. 실적 눈높이는 상향되고 변동성은 낮아지는 효과가 나타날 것이다.

제이콘텐트리 5월 넷플 계약 시작

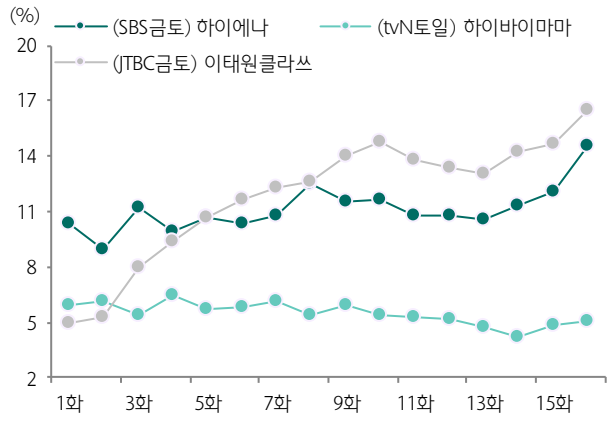
실적 변동성과 함께 주가 변동성↓

변동성이 낮아진 상황이기에 주가 역시 그런 흐름을 보여주고 있다. 실적은 견고하지만 그 이상을 기대할 수 없어 하락 장에는 방어, 상승 장에는 소외되고 있다. 즉, 글로벌향 편성/판매의 확대 없이는 박스권 흐름이 이어질 것이다. 그러나, 하반기에는 1) 넷플릭스의 글로벌 제작 차질에 따른 산업 내 전반적인 오리지널 수주 및 판매 확대 2) 중국 드라마 제작 차질(구작 판매) 및 시진핑 방한 기대감에 따른 한한령 완화를 통한 실적 레벨업이 예상된다. 만약, 전술한 2가지에 대한 변화가 없다면 주가 흐름은 제한적일 것으로 예상하나, 기대할 수 있는 근거(YG 중국 광고, C&C 예능 판매)가 과거 대비 많아진 것도 사실이다. 대작과 다작을 할 수 있어 비싸게 많이 판매할 수 있는 스튜디오드래곤이 최선호주다.

하반기 기대 포인트
1) 넷플릭스 제작 차질로 오리지널 수주/판매 확대
2) 한한령 완화

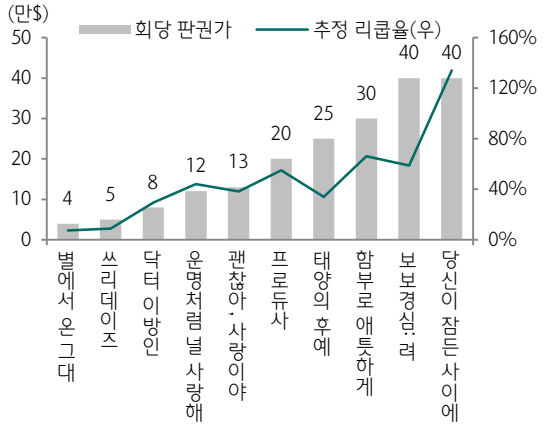
Top Pick: 스튜디오드래곤

그림 18. 1분기 각사 주요 드라마 시청률 추이



자료: 닐슨코리아, 하나금융투자

그림 19. 중국향 드라마 판매 판권 및 리쿱율 추이



자료: 언론 보도 종합, 하나금융투자

표 6. 스튜디오드래곤 2020년 주요 방영 예정 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차	최고 시청률(%)
tvN	월화	1Q	블랙독	서현진, 라미란	16	5.5
		1Q	방법	엄지원, 성동일	12	6.7
		2Q	반의반	정해인, 채수빈	12(축소)	2.4
		2Q	아는건 별로 없지만 가족입니다	한예리, 추자현	16	
		3Q	청춘기록	박보검, 박소담	16	
		4Q	루카	김래원, 이다희	12	
	수목	1Q	메모리스트	유승호, 이세영	16	3.3
		2Q	오 마이 베이비	장나라, 고준	16	
		3Q	악의 꽃	박민영, 김재욱	16	
		3Q	구미호뎐	이동욱, 조보아	16	
	토일	1Q	하이바이 마마	김태희, 이규형	16	6.5
		2Q	화양연화	유지태, 이보영	16	3.9
		3Q	싸이코지만 괜찮아	김수현	16	
		3Q	비밀의숲2	조승우, 배두나	16	
		4Q	스타트업	남주혁, 수지	16	
OCN	토일	1Q	본대로 말하라	장혁, 수영, 진서연	16	4.4
		2Q	루갈	최진혁, 박성웅	16	1.9
		3Q	트레인	윤시윤, 경수진	12	
		3Q	그들이 있었다	고수, 안소희	12	
기타	KBS주말	1Q	한번 다녀왔습니다	천호진, 차화연	50	30.2
	SBS금토	2Q	더킹: 영원의 군주	이민호, 김고은	16	11.6
	Netflix	1Q	나 홀로 그대	윤현민, 고성희	12	
		3Q	좋아하면 울리는 2	김소연, 송강	8	
		4Q	스위트홈	이시영, 이진욱, 송강	12	

자료: 언론 보도 및 각사, 하나금융투자

표 7. 제이콘텐트리 2020년 주요 방영 예정 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차	최고 시청률(%)
JTBC	월화	1Q	검사내전	이선균, 정려원	16	5.0
		1Q	날씨가 좋으면 찾아가겠어요	박민영, 서강준	16	2.7
		2Q	야식남녀	정일우, 강지영	12	
		3Q	모범형사	손현주, 장승조	16	
		4Q	에이틴어게인	김하늘, 윤상현	12	
	수목	2Q	쌍갑포차	황정음, 육성재	12	
		3Q	우리, 사랑했을까	송지효, 손호준	16	
	토일	1Q	이태원클라쓰	박서준, 김다미	16	16.5
		2Q	부부의 세계	김희애, 박해준	16	24.3
		3Q	우아한 친구들	유준상, 송윤아	16	

자료: 언론 보도 및 각사, 하나금융투자

표 8. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	469	536	610	661	112	128	131	97	120	132	140	144
편성	209	265	312	339	44	58	61	46	45	60	71	76
판매	219	228	252	274	56	60	60	43	67	60	58	43
기타	41	44	46	48	12	10	10	9	8	12	10	13
매출총이익	48	80	102	114	15	15	15	2	17	22	16	25
GPM	10%	15%	17%	17%	13%	12%	12%	2%	14%	17%	12%	17%
영업이익	29	58	78	88	11	11	11	-4	12	17	11	19
OPM	6%	11%	13%	13%	10%	8%	8%	-4%	10%	13%	8%	13%
순이익	26	49	64	73	9	7	12	-2	9	14	10	16

자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

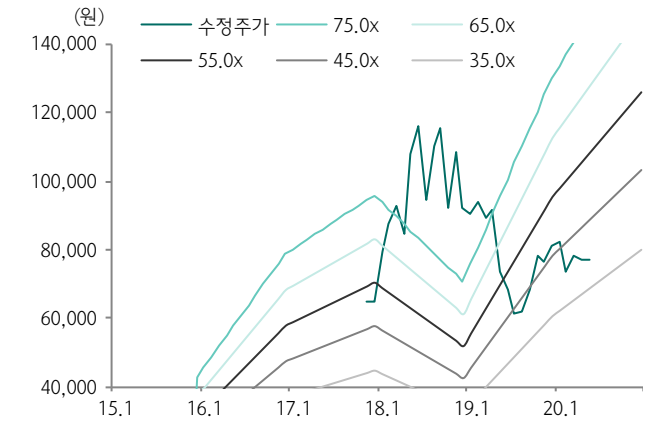
표 9. 제이콘텐트리 실적 추정

(단위: 십억원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	554	508	679	721	126	131	143	154	103	84	150	181
방송	222	291	351	378	52	49	52	69	51	71	85	85
영화	333	217	329	343	74	82	91	86	41	14	66	96
영업이익	35	17	64	73	11	16	15	(7)	(16)	(1)	10	23
방송	1	22	32	38	6	1	5	(10)	(3)	8	8	9
영화	39	(5)	32	35	5	16	11	7	(12)	(9)	2	14
OPM (%)	6	3	9	10	9	12	11	(5)	(15)	(2)	7	13
당기순이익	11	8	46	54	8	12	7	(16)	(19)	(2)	6	22

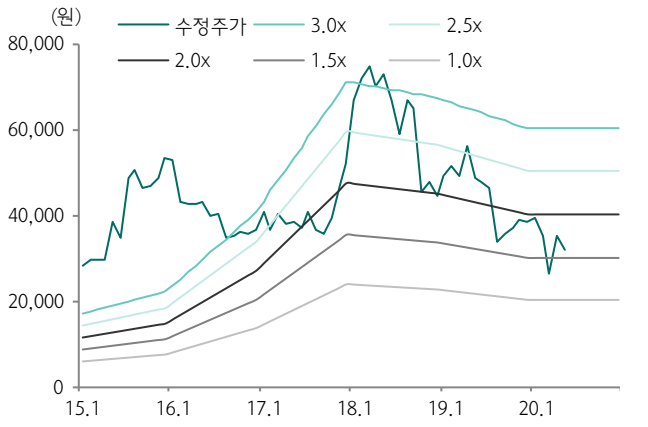
자료: 제이콘텐트리, 하나금융투자

그림 20. 스튜디오드래곤 12MF P/E 밴드차트



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 21. 제이콘텐트리 12MF P/B 밴드차트



자료: 제이콘텐트리, 하나금융투자

3. 기획사: 투어 재개 없이 반등은 쉽지 않다. 그런데 말입니다.

1) 라이브네이션의 티켓 환불 비율은 5~10% 수준. 소녀팬은 언제나 기다린다

입국 금지로 콘서트 재개 불확실

코로나19로 상호간의 입국 금지 조치가 지속되면서 매출의 핵심인 콘서트의 재개가 여전히 불확실한 상황이다. 아레나~돔 투어는 농구장/야구장, 스타디움 투어는 축구장에서 이뤄지는데 공연이 이뤄지는 과정은 1) 해당 리그의 홈/원정 스케쥴을 파악해서 2) 해당 연고팀의 원정 경기가 주말에 있는 주에 3) 프로모터들의 대관 신청 및 MG 협상을 통해 최소 수 개월전에 확정된다. 그렇기에 일반적으로 야구가 비 시즌인 겨울(1Q/4Q)에 한국/일본 등의 대규모 돔 투어들이 집중되어 있으며, 미국의 아레나 투어는 2~3분기(농구 비시즌)에 이뤄진다. 현재는 한국을 제외하면 일본/미주/유럽 등에서 프로 스포츠들의 개막(혹은 재개) 일정 조차 확실하지 않다. 즉, 투어는 아무리 빨라도 한국/일본 야구 비 시즌인 4분기에 재개될 가능성이 높다. 물론, 백신이 개발되어야 한다는 조건으로, 그 전에 불특정 다수가 이용하는 경기장에 대규모 관중이 모이는 것을 정부들이 허용할 가능성은 희박하다.

스포츠 비시즌에 돔투어 집중되는데, 한국 제외 일본/미주/유럽 스포츠 재개 일정 불확실

돔투어 빨라도 4Q 재개 가능성↑

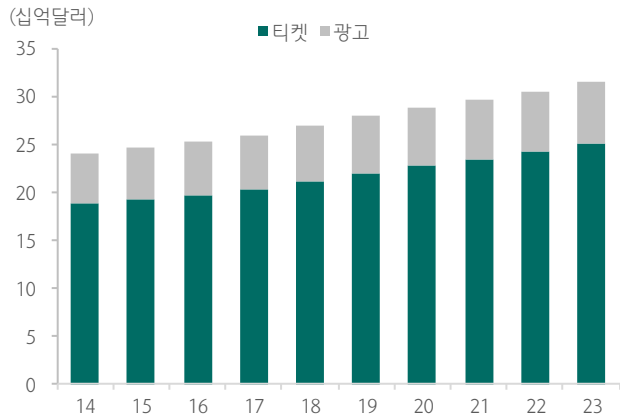
라이브네이션
- 3/12부로 모든 콘서트 잠정 중단
- 지난 2달간 취소 콘서트 약 9천개

글로벌 라이브 음악 시장의 약 60%를 점유하고 2019년 콘서트 관객 수는 9,800만명(+5% YoY)을 기록한 라이브네이션은 3/12일부터 모든 콘서트의 잠정 중단을 발표했다. 라이브네이션 기준 지난 3월부터 약 2달간 취소된 콘서트는 및 페스티벌은 9천여개(80% 연기, 20% 취소)이며, 티켓마스터는 약 6.5만개 이벤트에 이른다. 연기/취소된 이벤트 규모는 지난 10년 합산 규모보다도 크고, 이미 약 $4.8억 규모의 환불이 이뤄진 상황이다. 5/1일부터(북미/캐나다 지역 기준) 지난 2달간 연기된 공연 리스트 중 환불하지 않고 기다려주는 고객들에게는 150% 수준의 포인트(혹은 마일리지)를 제공하고 있는데, 1) 고객들의 90%가 콘서트 재개를 기대하고 있으며, 2) 환불 비율도 5~10% 수준임을 감안할 때 투어 재개 시 수요는 강하게 올라올 것으로 전망하고 있다. 일반적으로 프로모터가 콘서트 취소 등에 관해 모든 리스크를 감당했는데, 코로나19라는 특수한 상황으로 인해 향후 6~12개월 간 투어에 대해서는 개런티에 고통을 분담해주기로 해 빠른 회복이 가능할 것으로 기대했다.

지난 2달 연기/취소 이벤트 규모는 지난 10년 합산치 보다 큼

견조한 수요 유지 중으로, 투어 재개시 강한 반등 전망

그림 22. PWC 추산 글로벌 라이브 음악 시장 규모 추이



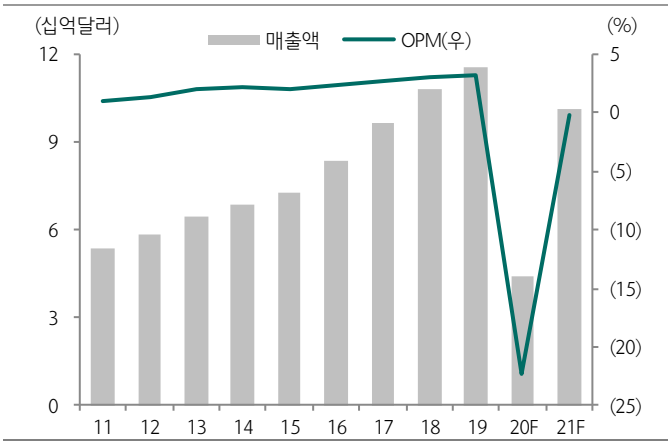
자료: PWC, 하나금융투자

표 10. 티켓마스터 내 환불 대상 이벤트 목록(4/29)

구분	이름	환불 행사 비중
스포츠	MLB	66%
	MLS	27%
	NBA	70%
	NHL	52%
콘서트	LiveNation, AEG 주최	100%
	나머지 공연	56%
미술	전시관	53%

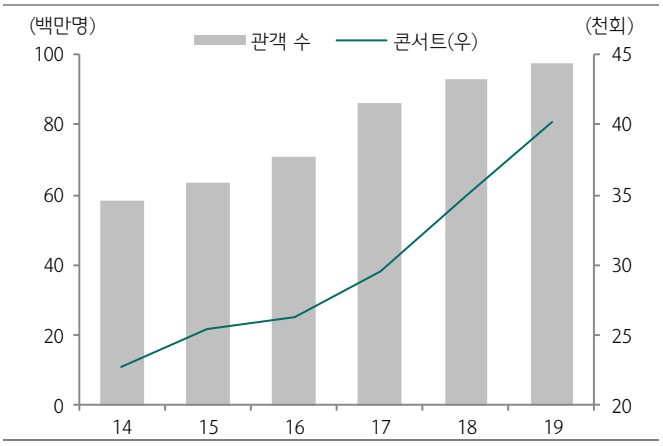
자료: Live Nation, 하나금융투자

그림 23. 라이브네이션 실적 추이 및 예상치



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 24. 라이브네이션 연간 관객 수 및 콘서트 횟수 추이



자료: LiveNation, 하나금융투자

표 11. 4대 기획사의 투어 연기/취소 현황

SM		JYP		YG		빅히트	
연기 및 취소							
태연	2/1 싱가폴(취소), 3/6-8 타이베이(연기), 4/24-6/14, 일본 11회(보류)	GOT7	2/15-29 동남아 4회(연기) 3/7 말레이시아(취소) 3/28 타이베이(연기) 5/9-10 태국 돔(취소)	위너	2/8 싱가폴(취소) 2/14-15 서울(취소)	BTS	4/11-19 서울(20만명) 취소 4-6월 북미 투어(18회) 연기, 2H19유럽(5회), 일본(10회) 중단
NCT 드림	2/7-8 마카오(연기), 2/15 싱가폴(연기), 3/13-15 일본 아레나(취소)	TWICE	3/4-5 도쿄돔(연기) 3/7-8 서울(취소) 4/15-16 도쿄돔(재연기)	악동 뮤지션	2/8~국내 투어(13회 취소)	TXT	3/7-8, 팬라이브 취소
Red Velvet	3/7-8, 일본 아레나(연기)	Stray Kids	3/21-22 오사카(취소) 4/18, 25 싱가폴, 마닐라(취소) 5/13-24 유럽 6개국(취소)	젝스 키스	3/6-8, 서울(취소)		
동방 신기	3/15-22 일본하이터치(연기) 4/25-27 도쿄돔 3회(보류)			빅뱅	4월 코첼라(10월로 연기)		
Super Junior	3/25-26 사이타마(보류)			아이콘	4/11-5/17, 일본 9회 (공연 보류)		
NCT 127	3/20 두바이(취소)						
슈퍼엠	4/23 도쿄돔(보류)						
예정(관련 일정 변동사항 미공지)							
NCT127	6/5-21 미국 6회	Stray Kids	8/9-30 동남아/일본(4회)				

자료: 언론 보도 종합, 하나금융투자

2) 주목해야 할 앨범 판매량의 이상 현상

음반 판매량은 미래 투어의 규모

아이돌 그룹의 향후 수익 추정 핵심은 앨범 판매량이다. 음원이 대중성을 확인하는 지표라면, 한 그룹에 특정하게 쓰는 첫 번째 '만 원(앨범 가격)' 규모가 향후 '십만 원(콘서트)'의 규모, 즉 팬덤을 가늠할 수 있는 가장 중요한 척도이기 때문이다. 앨범당 20만장 이하를 판매했음에도 돔 투어가 가능했던 유일한 그룹은 빅뱅으로, 이를 제외하면 예외 없이 판매량이 곧 투어 규모를 결정했다.

2번째 이내 10만장 돌파 그룹

2015년부터 데뷔한 그룹들 중 2번째 앨범 만에 10만장을 돌파한 그룹들 중 프로듀스 시리즈 기반 그룹들은 제외해서 보면
2015년 세븐틴, 트와이스
2016년 NCT127, 블랙핑크
2019년 TXT, ITZY
2020년 CRAVITY 등이 있다.

1년 안에 살아남는 1-2팀은 반드시 글로벌 투어 진행

그렇기에 기획사 산업의 실적 추정 및 투자 포인트는 상당히 명확하다. 1년에 살아남는 1~2팀이 반드시 글로벌 투어까지 간다는 가정은 언제나 유효하며, 이를 빠르게 선별할수록 투자 수익률은 상승한다. 재미있는 현상은 2017~2018년에 프로듀스 시리즈 기반의 워너원/아이즈원이 팬덤을 독식하면서 이들을 제외하면 어떤 그룹도 2번째 앨범 만에 10만장을 돌파하지 못했고, 신인 그룹들에 대한 흥행 갈증이 현재까지 모멘텀 부재로 이어지고 있다.

17-18년은 프듀의 팬덤 독식으로 2번째 내에 10만장 돌파 그룹 부재

'19년 4분기부터 앨범 판매 폭등
- 코로나19로 팬미팅 불가 상황,
- 글로벌 팬덤의 확장 증거

그런데, 2019년 4분기부터 이상 현상이 발생하기 시작했다. 세븐틴의 앨범 판매량이 전작 대비 80% 급증한 86만장을 기록했다. 이를 시작으로 2월 아이즈원은 77% 증가한 46만장, 3월 NCT 127은 172% 증가한 72만장, 4월 (여자) 아이들은 250% 증가한 15만장을 판매했다. 상당히 이례적인 성장률인 것이, 각 그룹들의 이전 앨범 판매 증가율은 다 30%를 하회했다는 점이다. 더 특이한 것은, 코로나19로 앨범 판매량에 중요한 영향을 미치는 팬미팅이 불가능했다는 점이다. 코로나19 국면에서 아시아 팬덤의 소비 여력이 갑자기 증가했을 리 없기에 이는 글로벌 팬덤의 확장으로 이해할 수 밖에 없다. BTS의 낙수 효과로 케이팝에 대한 관심이 상승하면서 2019년부터 다수의 그룹들이 미주/유럽 프로모션을 진행한 효과가 이제서야 나타나고 있는 것이다. 향후 이런 현상에 가장 부합할 그룹이 바로 블랙핑크다. 전 앨범 판매량이 32만장인데, 아이즈원이나 NCT의 앨범 판매량을 감안하면 시장의 기대치인 40만장을 훨씬 가파르게 뛰어넘을 가능성이 높다.

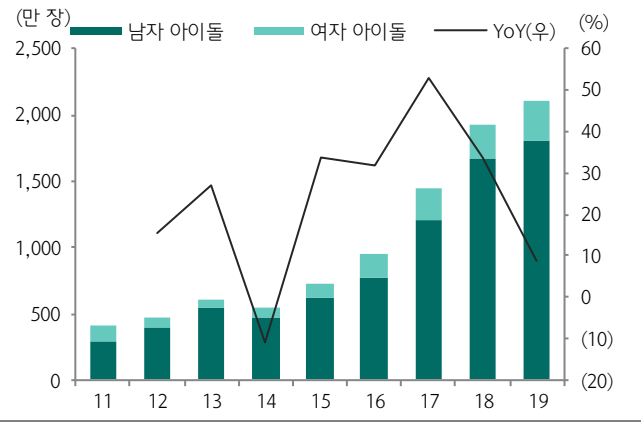
미주/유럽 프로모션 효과 덕, 블랙핑크 기대주

'20년 데뷔/흥행 신인의 성장 곡선은 더 높은 궤도 그릴 확률 높음
1) 글로벌 팬덤 확장
2) 프듀발 대규모 팬덤 공백

전술한 현상들을 정리해보면, 1) BTS의 낙수 효과에 따른 미주/유럽 프로모션 등으로 글로벌 팬덤이 확장되면서 해외 팬덤 기반이 높은 3~5년차 내외 그룹들의 성장 궤도가 급상승(세븐틴, NCT 등)하고 있다. 여기에 더해 2) 프로듀스 시리즈 종료에 따른 대규모 팬덤 공백까지 더해지면서 2020년에 데뷔 및 흥행할 신인 그룹들의 성장 곡선은 기존보다 훨씬 더 높은 궤도를 보여줄 가능성이 높다. SM의 신인 걸그룹(2Q)과, YG의 신인 보이그룹인 트레져12(7월)에 대한 기대감을 상당히 높게 가져갈 필요가 있다.

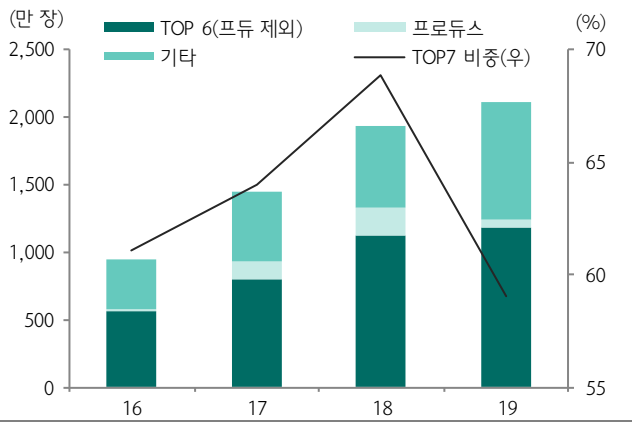
SM 신인여자, YG 트레져 기대

그림 25. 가온차트 Top100 기준 연간 앨범 판매량 추이



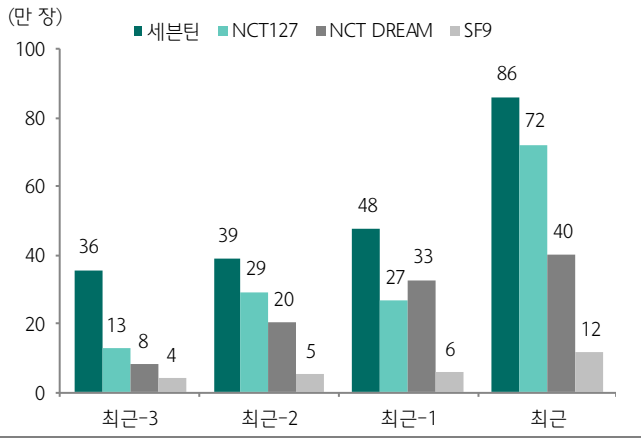
자료: 가온차트, 하나금융투자

그림 26. Top7 그룹의 음반 판매량 및 비중 추이



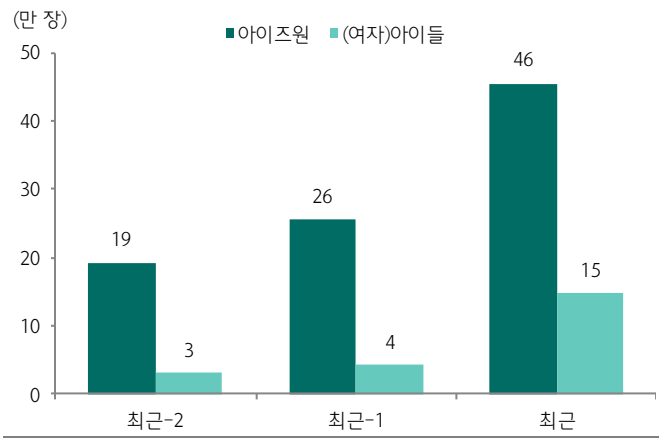
자료: 가온차트, 하나금융투자
주: TOP7 그룹은 '16년 제외 BTS, EXO, 세븐틴, TWICE, GOT7, NCT, 프로듀스 그룹

그림 27. 최근 음반 판매량 증가 남자 아이돌



자료: 가온차트, 하나금융투자

그림 28. 최근 음반 판매량 증가 여자 아이돌



자료: 가온차트, 하나금융투자

그림 29. BTS 미니 6집 사전 예약 특전

자료: 빅히트, 하나금융투자

그림 30. 트와이스 팬사인회 당첨을 위해 앨범 200장 구매한 보겸TV

자료: 유튜브, 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

표 12. 2번째 앨범 이내에 앨범 판매고 10만장 돌파 그룹 리스트

(단위: 만장)

데뷔 년도	가수명	십만장 돌파 음반	해당 앨범 판매고
15	트와이스	1번째	10
	세븐틴	2번째	15
16	NCT 127	2번째	12
	블랙핑크	2번째	32
19	ITZY	1번째	12
	TXT	1번째	21
20	CRAVITY	1번째	10

자료: 가온차트, 하나금융투자

표 13. 주요 기획사의 주요 아티스트 데뷔 현황

	SM	YG	JYP	빅히트	CJ ENM
2004년	동방신기				
2005년	슈퍼주니어				
2006년		빅뱅			
2007년	소녀시대		원더걸스		
2008년	샤이니		2AM/2PM		
2009년	F(x)	2NE1			
2010년			미쓰에이		
2011년					
2012년	EXO	이하이	백아연/15&		
2013년		악동뮤지션		BTS	
2014년	레드벨벳	위너	GOT7		
2015년		IKON	DAY6/TWICE		
2016년	NCT	블랙핑크			I.O.I
2017년					워너원
2018년			스트레이 키즈 보이 스토리(JV)		IZ*ONE
2019년	웨이션V(JV)		ITZY	TXT	X1
2020년	신인 여자	트레져12	중국 남자 일본 여자(JV)		빌리프랩(빅히트JV) JO1(JV)
2021년	신인 남자	신인 여자	신인 남자	신인 여자	

자료: 하나금융투자

3) 빅히트 상장 시 가치에 대한 고민

'20년 빅히트 역성장 불가피

빅히트의 2019년 매출액/영업이익은 각각 5,872억원(+95% YoY)/987억원(+24%)이다. 2019년에는 컴백이 1번에 불과했지만, 2020년에 2번 컴백으로 정상화를 가정하면 예상 영업이익은 1,500억원 내외이다. 다만, 코로나19 영향으로 미주/유럽 투어 이익 비중이 높아 최소 3분기 내 투어 재개가 쉽지 않는다는 점을 감안할 때 2020년 역 성장은 불가피하다.

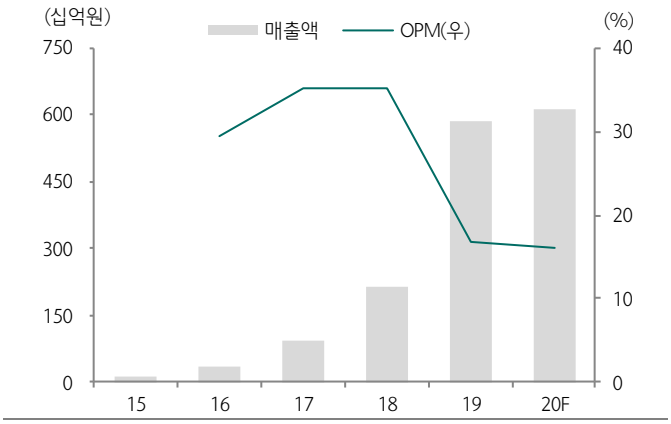
예상 시총은 P/E 50배 수준이나,
1) '20년 상장시 실적 역성장
2) 핵심그룹 입대 전
3) 글로벌 팬덤 확장에 따른 실적 확인 시점은 최소 '23년

빅히트는 여전히 상장 의지를 보이고 있는데, 예상 시가총액은 5~6조원으로 코로나19 이전 수익 추정 기반으로는 약 P/E 50배 수준이다. 브리티시 인베이젼에 비견될 BTS의 미국 팬덤 창출과, 빅뱅과 같은 아티스트적인 성장 기반으로 추후 팬덤 기반이 더 확대될 가능성이 매우 높기에 고 평가는 당연해 보인다. 다만, 1) 2020년 상장을 목표 시 코로나19로 실적이 역 성장했다는 점, 2) 과거 SM/YG의 사례에서 핵심 남자 그룹의 입대 전 주가가 부진했고 제대 후 반등했다는 점, 3) 입대가 예상되는 BTS의 제대 후 글로벌 팬덤 규모 확장에 따른 온기 실적을 확인하려면 최소 2023년은 되야 한다. 때문에 TXT와 신인 걸그룹, 그리고 빌리프랩의 성장 곡선을 감안하더라도 2023년 기준 P/E 40배 이상(혹은 시총 6조원)에 상장될 경우 투자 매력도가 상당히 제한적이다. 그래도 3대 기획사 합산 시가총액이 2조원 이하에 불과한 현 상황을 감안하면 상장 시 기존 상장 기획사들의 밸류에이션 리레이팅을 이끌어줄 가능성은 상당히 높다.

신인 그룹의 성장 곡선 감안해도 '23년 P/E 40배 이상에 상장시 투자 매력도 제한적

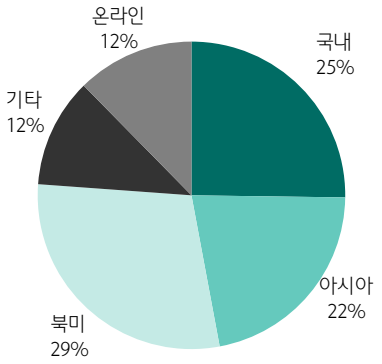
다만, 기존 상장 기획사 밸류에이션 리레이팅 촉발 가능성 有

그림 31. 빅히트 실적 추이



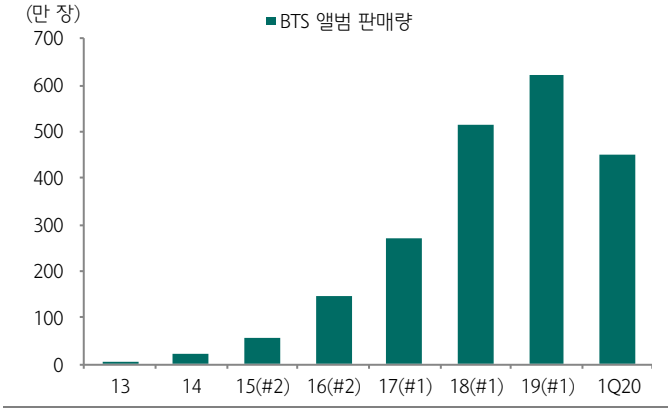
자료: 빅히트, 하나금융투자

그림 32. '19년도 빅히트 지역별 매출 구성



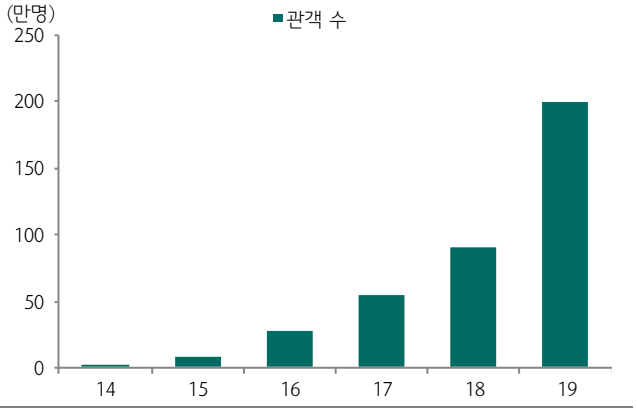
자료: 빅히트, 하나금융투자

그림 33. BTS 음반 판매량 추이(괄호 안은 연간 판매량 순위)



자료: 가온차트, 하나금융투자

그림 34. BTS 콘서트 관객 수 추이



자료: 위키백과, 하나금융투자

4) 반등 트리거는 명확. 주가 차별화는 신인 그룹들의 변수

글로벌 팬덤 확장과 콘서트 수요로 투어 재개시 기획사 회복/성장

실적은 3분기까지 모든 투어가 취소됨을 가정했으나, 사태가 장기화 시 하향될 여지가 많다. 그렇기에 주가 반등 트리거도 공연 재개로 상당히 명확하다. 전술했듯이, 데뷔 3~5년차 주요 그룹들의 앨범 판매량 급증 현상은 글로벌 팬덤의 확장을 의미하며, 라이브네이션의 실적 발표를 참고할 때 투어 재개 시 기획사의 가파른 회복 및 성장 가시성은 상당히 높다.

하반기 주목 포인트
1) 가격 매력도
2) 신인 그룹의 성장
3) 한한령 완화

상당히 뻔한 그림이기에, 하반기 주목할 포인트는 크게 3가지다. 첫 번째는 가격 매력도다. 과거 한한령/지소미아 등 시스템 리스크가 발생했을 시 주가의 저점은 차기 년도 기준 P/E 18배 혹은 P/B 1.4배 내외였다. 이를 2021년 기준으로 적용하면 JYP/SM/YG의 락 바텀은 각각 1.9만원/2.8만원/2.8만원으로, 언제든지 이를 하회한다면 콘서트 재개까지 기간 조정을 감안하더라도 충분히 매력적인 투자 가격대로 판단한다.

두 번째는 주요 그룹들(특히, 신인)의 성장 곡선이다. 기존 그룹에서는 전술했듯이 블랙핑크의 앨범 판매량에 주목할 필요가 있다. 시장 기대치가 40만장인데 NCT/아이즈원의 성장을 감안하면 이보다 훨씬 상회할 가능성이 높다. 주요 신입그룹으로는 SM 걸그룹(2Q), YG 보이그룹인 트레져12(3Q), JYP의 일본 걸그룹인 NIZI 프로젝트(4Q) 등이 있다.

마지막은 한한령 완화 여부이다. 콘서트는 안되더라도 소규모 활동인 광고나 방송 출연은 가능할 수도 있다. 이미 지드래곤/리사의 중국 광고가 연이어 재개되고 있어 단순한 기대감이 아니다. 중국향 매출 재개의 핵심 아티스트들이 소속되어 있고, 투어가 필요 없는 신인 그룹 트레져12의 7월 데뷔가 결정된 YG가 최선호주다. 다만, 투어 재개 시 한한령 완화라는 공통된 투자 포인트도 공유할 수 있어 신인 그룹들의 흥행 변수를 제외하면 기획사 간 주가 차별화는 크지 않을 것으로 판단한다.

표 14. 와이지엔터테인먼트 목표주가 상향

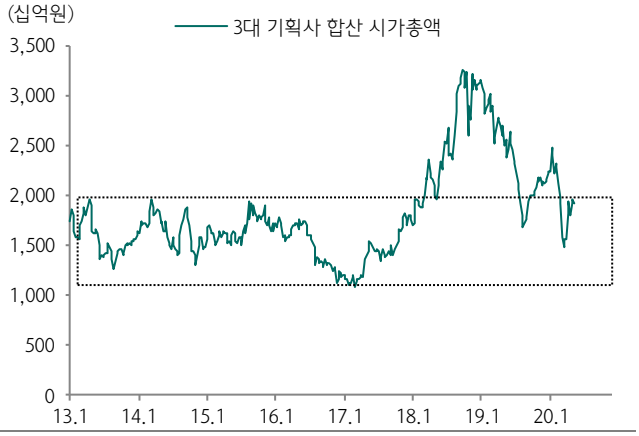
지배주주순이익('21년)	28.7	십억원
주식 수	18,203	천주
EPS	1,576	원
목표 P/E	26	배
목표 주가	41,000	원
현재 주가	30,650	원
상승 여력	34	%

자료: 하나금융투자

그림 35. 최근 재개된 중국 광고 - GD(차파이), 리사(다우니)

자료: 언론, 하나금융투자

그림 36. 엔터 3사 합산 시가 총액 – 약 1.9조원



자료: Quantiwize, 하나금융투자

표 15. JYP 실적 추이

(단위: 십억원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	155	156	184	199	26	39	46	44	28	34	45	49
음반/음원	57	63	68	74	10	15	16	17	10	17	17	18
매니지먼트	52	52	64	69	9	14	17	12	8	8	18	17
콘서트	21	23	31	34	2	5	10	5	1	2	10	9
광고	17	17	20	19	4	4	5	4	5	4	5	4
출연료	13	11	13	16	3	5	3	3	3	2	3	4
기타	47	41	52	56	8	11	12	16	9	8	10	15
GPM(%)	49%	49%	46%	46%	46%	44%	51%	53%	50%	52%	47%	48%
영업이익	43	41	46	50	6	9	15	13	6	9	12	13
OPM(%)	28%	26%	25%	25%	22%	24%	32%	30%	21%	28%	27%	26%
세전이익	43	44	50	55	7	9	14	13	7	10	14	14
당기순이익	31	32	36	39	6	7	12	6	5	7	10	10

자료: JYP, 하나금융투자

표 16. SM 실적 추정

(단위: 십억원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	658	665	693	741	131	160	173	194	139	103	243	181
SME	308	313	299	312	57	65	84	102	65	41	122	85
음반	64	70	56	54	8	13	18	25	17	10	26	17
음원	62	69	74	74	15	13	16	17	16	15	21	17
매니지먼트	181	174	169	184	33	38	50	60	32	17	76	50
SM Japan	79	69	75	76	15	16	20	28	18	8	30	13
SM C&C	167	162	182	197	35	43	40	49	35	37	40	50
DREAMMAKER	80	62	78	92	16	14	29	20	11	4	21	27
키이스트	100	137	144	159	23	33	22	22	27	19	51	39
영업이익	40	39	48	52	3	4	20	14	2	0	25	12
OPM(%)	6%	6%	7%	7%	2%	2%	11%	7%	1%	0%	10%	7%
당기순이익	(16)	28	33	37	(4)	1	9	(23)	0	3	19	6
지배주주지분	(9)	27	32	36	(1)	0	8	(17)	1	1	17	8

자료: SM, 하나금융투자

표 17. YG 실적 추정

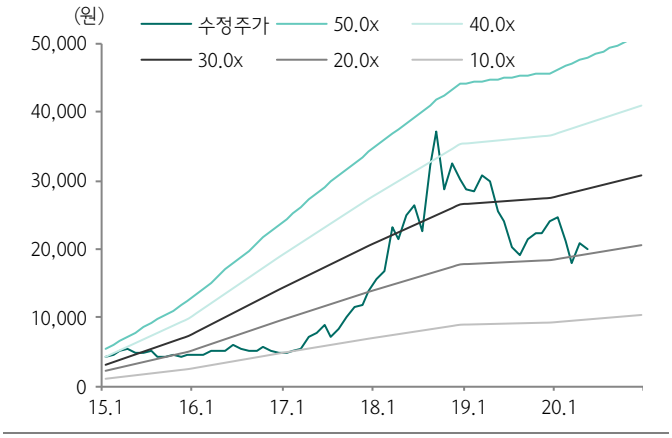
(단위: 십억원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	264	228	357	381	62	76	62	65	53	48	56	71
음반/음원	90	80	116	132	19	26	23	22	17	18	19	26
앨범/DVD	11	14	19	23	2	4	3	2	2	4	2	6
디지털음원	41	45	50	54	10	12	10	10	10	10	13	12
MD 상품 외	37	20	47	55	7	10	11	10	5	3	4	8
광고	42	42	48	52	9	10	11	12	9	10	11	12
콘서트	21	7	34	37	9	6	2	3	2	0	0	5
로열티	20	18	55	50	5	5	5	5	8	2	3	5
출연료	19	14	29	32	4	5	5	5	4	3	4	4
커미션	37	30	35	37	7	14	7	9	5	7	9	9
음악서비스	36	38	39	41	9	10	8	10	9	8	10	11
제작	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
GPM(%)	30%	35%	34%	35%	30%	30%	31%	31%	30%	33%	37%	38%
영업이익	2	6	42	50	(0)	2	(1)	1	(2)	(2)	2	7
OPM(%)	1%	2%	12%	13%	0%	3%	-2%	2%	-4%	-5%	3%	9%
당기순이익	(25)	1	30	36	10	(6)	(4)	(23)	(9)	(1)	3	8

자료: YG, 하나금융투자

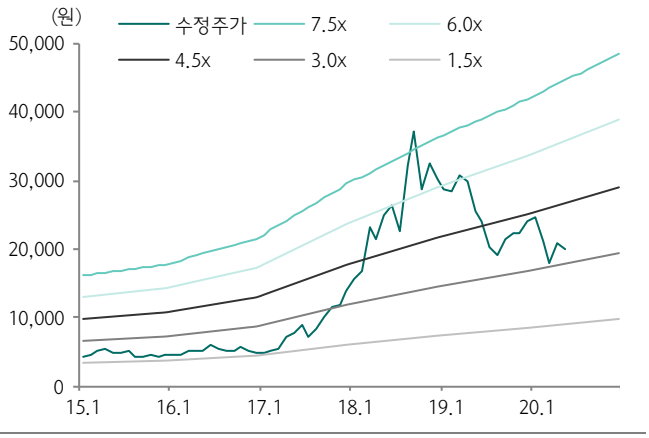
Analyst 이기훈 02-3771-7722

그림 37. JYP 12MF P/E 밴드차트



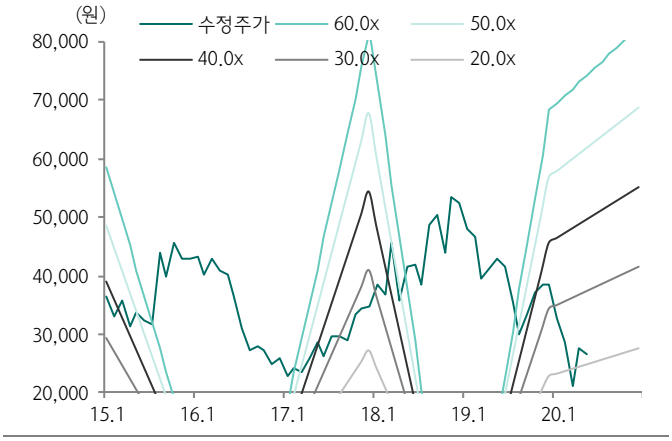
자료: JYP, 하나금융투자

그림 38. JYP 12MF P/B 밴드차트



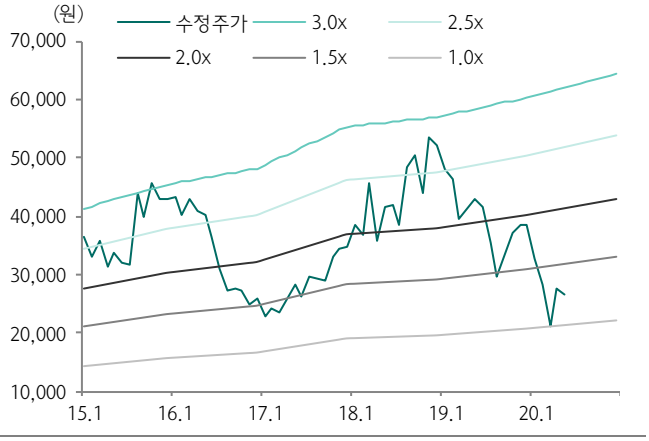
자료: JYP, 하나금융투자

그림 39. SM 12MF P/E 밴드차트



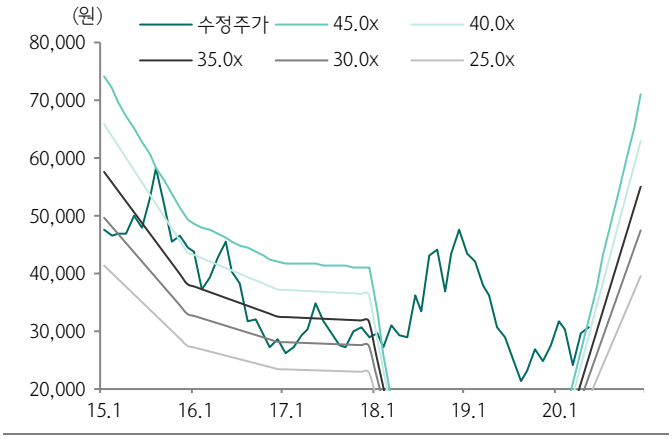
자료: SM, 하나금융투자

그림 40. SM 12MF P/B 밴드차트



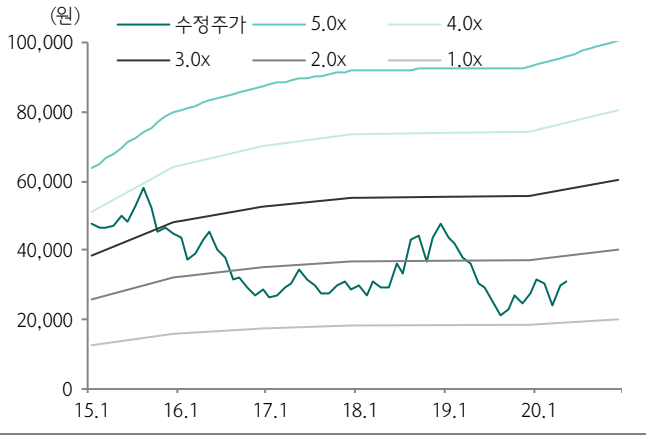
자료: SM, 하나금융투자

그림 41. YG 12MF P/E 밴드차트



자료: YG, 하나금융투자

그림 42. YG 12MF P/B 밴드차트



자료: YG, 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

4. 미디어: 광고주가 TV로 돌아오길 기다리는 수 밖에

1) 코로나19와 비탄력적인 편성이 겹치면서 디 레버리지 확대

CJ ENM 1Q20 TV광고 YoY -29%

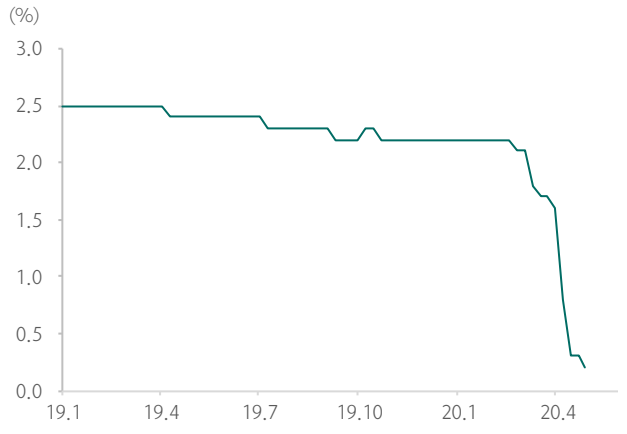
1분기 CJ ENM의 TV광고는 -29%를 기록하면서 미디어 별도 부문은 적자 전환했다. CJ ENM의 TV광고는 유튜브/카카오/네이버 등 온라인/모바일 등의 가파른 성장으로 구조적으로 어려운 영업환경 속에서도 꾸준히 성장했는데, 지소미아 이슈 이후 3개 분기 연속 역성장한 것이다. 지상파의 상황은 더 심각하다. 4월 한국방송협회 성명을 통해 광고비 매출이 1분기 -40%, 4월은 -50% 이상 하락하면서 정부의 긴급 지원 정책이 필요함을 역설했다. 한국의 GDP 성장률은 연초 2% 초반에서 5월 -0.45%까지 급감하는 등 5월 상황도 좋지 않다. 5월 KAI 광고경기 전망 지수는 4월초에 95로 전망했으나, 5월에는 86.2까지 하락했다. 광고 매출이 급감함에도 비 탄력적인 편성으로 인해 적자는 심화되고 있다. 일반적으로 드라마 촬영은 방영 1~2개 분기 전에 시작하기에 3분기까지 절감 여력은 크지 않다. 4분기가 광고 최 성수기임을 감안하면 4분기에 편성을 줄일 가능성도 높지 않다.

지상파 광고 수익 낙폭은 더 심각
- 1Q20 -40%, 4월 -50%

'20년 GDP 성장률 -0.45%

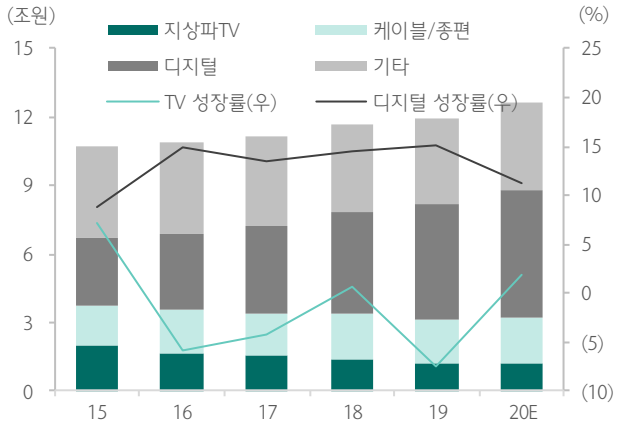
3Q까지 제작비 절감 여력 ↓나,
4Q(광고 최성수기) 편성 줄이기X

그림 43. 2020년 대한민국 GDP 성장률 컨센서스: YoY -0.45%



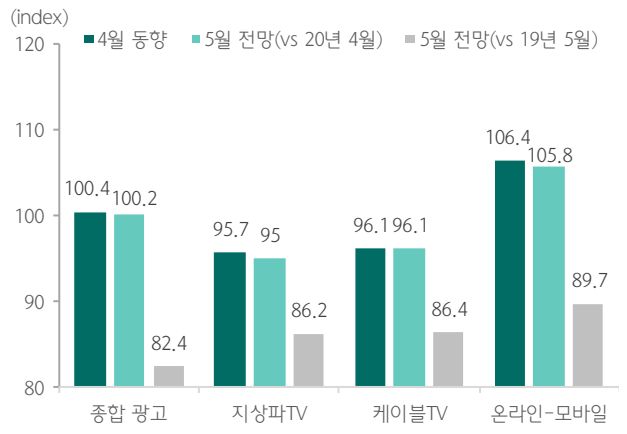
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 44. 대한민국 광고 시장 성장 추이



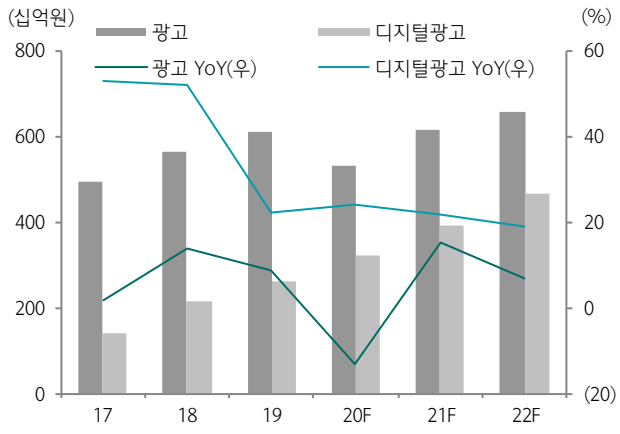
자료: 제일기획, 하나금융투자
주: TV성장률은 지상파+케이블/종편 합산, 연초 전망치로 올림픽 효과 포함한 수치

그림 45. KAI 광고경기 전망지수 동향 및 전망치



자료: KAI, 하나금융투자

그림 46. CJ ENM TV와 디지털 광고 성장률



자료: CJ ENM, 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

미국도 어려운 상황 동일

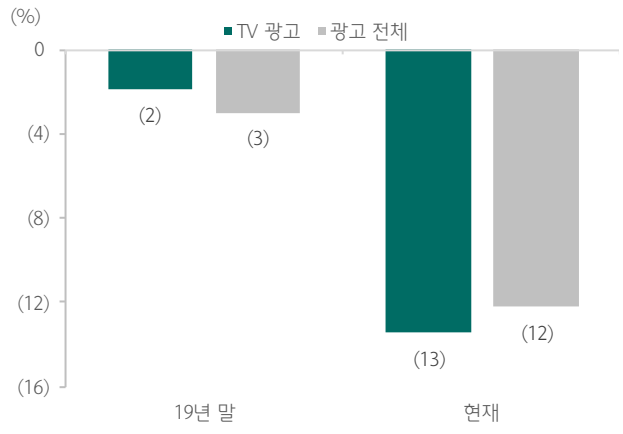
'20년 미국 TV광고 성장률 : '19년 말 -2%에서 -13%로 하향

미국의 상황도 크게 다르지 않다. 드라마 등의 제작 차질/연기와 스포츠 경기의 취소/연기로 미국 TV광고 시장 성장률은 19년 말 -2%에서 (6월까지 스포츠 이벤트가 없다는 가정하에) -13%로 하향 되었다. 2분기에는 -25% 역성장이 예상되고 있다. 3월부터 코로나19 영향이 본격화 되었음에도 1분기 코드 커팅 가속화로 넷플릭스/디즈니+는 엄청난 가입자 성장을 기록했다.

파일럿 프로그램 수도 감소세

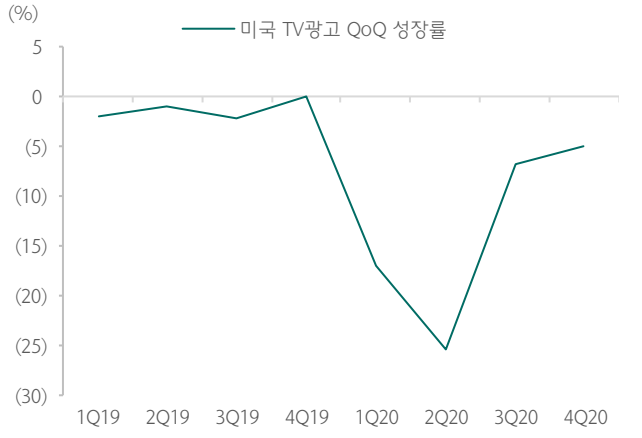
이런 형상을 보여주는 또 하나의 지표가 프로그램 편수 증가와는 반대 양상을 보이는 지상파 파일럿 프로그램 수의 감소이다. 미국 지상파는 업프론트 광고를 붙여 리스크를 낮출 수 있는 파일럿(케이블/OTT는 안함) 프로그램을 제작하는데, 콘텐츠 비용이 상승하면서 줄어드는 추세이다. 특히, 올해는 주요 광고주들이 예산의 약 75%를 집행하는 업프론트 행사가 취소되며 상황이 더욱 악화되고 있다.

그림 47. '2020년 미국 방송/전체 광고 시장 성장률 추정치 하향



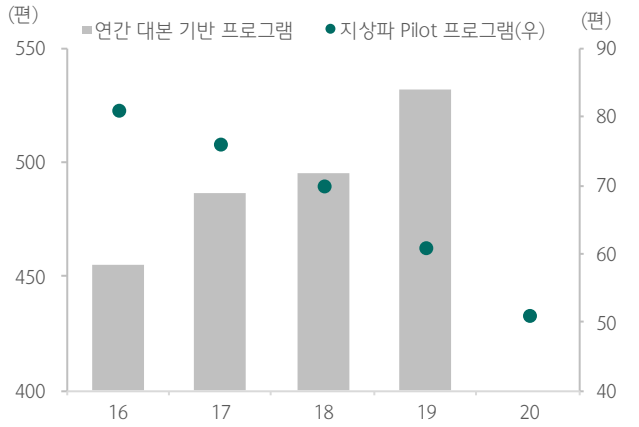
자료: Magna Global, Bloomberg, 하나금융투자

그림 48. 미국 TV광고 QoQ 성장률 전망치



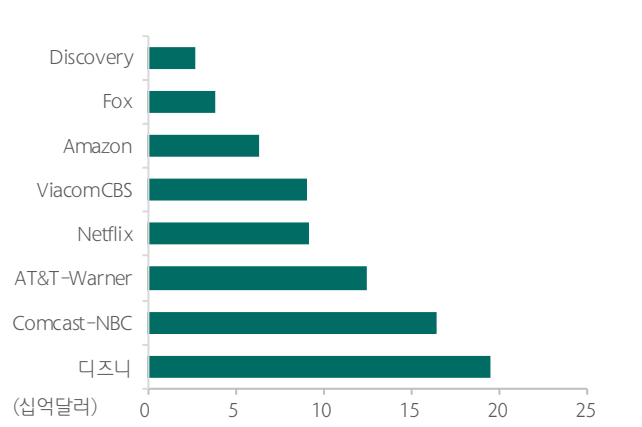
자료: Magna Global, Bloomberg, 하나금융투자

그림 49. 미국 연간 프로그램 제작 편수↑, 파일럿 제작 편수↓



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 50. '19년 추산 스포츠 제외 채널별 콘텐츠 비용



자료: 각사, Bloomberg, 하나금융투자
주: 당해 무형자산상각비 기준

CJ ENM
- 1Q20 디지털 광고 +29%
- 티빙 유료 가입자 +79%
- 유튜브 구독자 수 4배 상승

SBS
- 1Q20 유튜브 수익 100억원대
- 웨이브는 푹 대비 가입자 2배
- 더스토리웍스는 연간 15편 목표
- 지상파 중간광고 도입 가능성↑

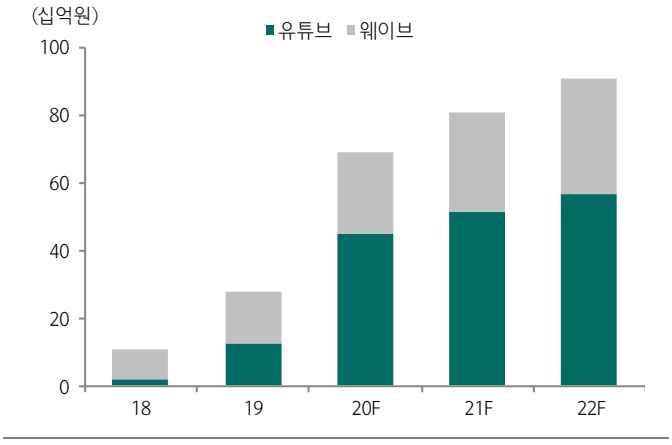
2) 디지털 성장과 중간광고 도입으로 TV광고 하락 상쇄 이상을 보여줘야

구조적인 TV광고의 하락을 디지털의 성장과 중간광고 도입으로 상쇄 그 이상을 보여줘야 성장이 가능하다. 디지털은 가파르게 성장하고 있다. CJ ENM의 디지털 성장률은 29%로, 티빙 유료가입자가 79% (YoY) 성장했으며 8월 1일 분할을 앞두고 있다. 유튜브 구독자 수도 126% (QoQ) 증가하면서 조회수는 4배 가까이 상승했다.

SBS는 유튜브 매출이 2018년 연간 20억원 수준에서 1Q20에만 100억원에 근접하고 있다. 웨이브는 JTBC의 이탈로 트래픽이 감소했지만, 가입자는 기존 Pooq 대비 2배 이상(약 140만명) 증가한 상황이다. SKT는 2023년까지 가입자 500만명, 오리지널 투자금액 3,000억원(2020년 600억원)을 목표하고 있다. SBS는 드라마 제작사 더 스토리웍스를 분사해 스튜디오S 로 변경하고 200억원의 유상 증자(3/27일)를 진행하면서 연간 15여편의 제작(OTT 등 타플랫폼향 포함 시 20여편)을 목표하고 있다. KBS의 '조선로코-녹두전'에 이어 국내 영화감독 8명과 공상과학(SF) 영화 'SF8'을 MBC와 함께 제작하고 있는 만큼 SBS에서도 수혜가 나올 것으로 예상한다. 특히, 웨이브 오리지널의 해외 유통 파트너로 NBC유니버셜을 체결한 것도 향후 레퍼런스 확보에 상당히 긍정적이다.

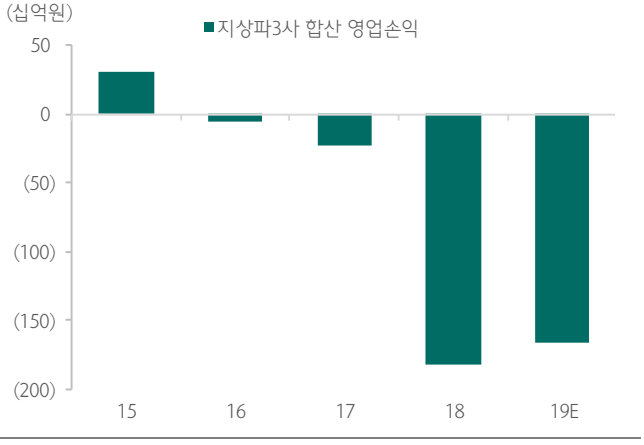
마지막으로 중간 광고의 도입에 따른 수혜가 예상된다. 2018년 12월 중간광고를 허용하는 방송법 시행령 일부개정안을 입법 예고 하였으나, 야당인 자유한국당이 원칙적으로 불허하는 방송법 개정안을 발의하고 종편이 포함된 한국신문협회 등의 반발로 무산되었다. 그럼에도 방통위는 2020년 업무계획에서 하반기 중간광고 허용 시행 방침을 알렸고, 21대 총선결과를 감안할 때 연내 통과가 거의 확정적이다. 방통위는 PCM 형태가 있다 하더라도 각 사별로 연간 150억원 내외 수익이 추가 기여할 가능성이 높다고 언급했다.

그림 51. SBS 디지털 매출 성장



자료: SBS, 하나금융투자

그림 52. 지상파 3사 합산 적자 지속



자료: 각사, 하나금융투자

표 18. SBS 유튜부 구독자 수 및 조회수 추이

채널명	구독자 수(만명)							조회 수(백만뷰)						
	17.1	18.1	19.1	20.1	20.5	YTD 순증	누적 YoY	17.1	18.1	19.1	20.1	20.5	YTD 순증	누적 YoY
SBS Entertainment	84	130	213	321	370	49	49%	784	1,141	1,647	2,583	3,253	670	75%
SBS NEWS	3	11	39	68	84	16	67%	56	215	543	882	1,134	252	71%
SBS Story	20	22	33	69	82	13	133%	294	334	411	852	1,027	175	141%
SBS KPOP Play	125	166	235	327	368	41	36%	752	977	1,251	1,749	2,055	306	49%
SBS Catch	2	8	40	93	110	17	53%	10	51	272	737	949	212	94%
SBS ENTER Play	76	92	107	145	162	17	40%	345	440	503	834	1,051	218	96%
SBS NOW	122	150	224	312	335	23	23%	1,163	1,626	2,275	3,107	3,347	240	28%
SBS Drama	66	102	164	295	383	88	86%	877	1,310	1,706	2,842	3,641	799	85%
개별 채널 소계	52	82	206	731	947	215	178%	477	675	1,450	4,179	5,873	1,694	186%
SBS Runningman	52	58	82	125	151	26	54%	477	525	677	1,092	1,597	505	107%
우와한 비디오		1	13	37	47	10	135%		6	103	362	501	139	207%
애니멀바		23	107	254	309	55	105%		144	656	1,855	2,453	598	160%
Kritter Klub			4	241	326	85	434%			14	716	1,077	361	561%
SBS World				32	59	27	640%				109	170	61	1033%
그것이 알고싶다				42	54	12	2620%				46	76	30	
합계	550	763	1,261	2,361	2,840	479	76%	4,758	6,769	10,058	17,764	22,330	4,566	86%

자료: SocialBlade, 하나금융투자

표 19. CJ ENM 유튜부 구독자 수 및 조회수 추이

채널명	구독자 수(만명)							조회 수(백만뷰)						
	17.1	18.1	19.1	20.1	20.5	YTD 순증	누적 YoY	17.1	18.1	19.1	20.1	20.5	YTD 순증	누적 YoY
CJ ENM	81	95	108	115	115	0	2%	904	1,185	1,435	1,616	1,661	45	9%
Mnet Official	114	233	504	687	722	35	20%	747	1,850	3,561	5,538	6,456	918	52%
Mnet KPOP	418	547	943	1,280	1,350	70	21%	2,464	3,262	5,023	7,676	8,622	946	46%
Tooniverse	11	30	63	94	98	4	25%	102	211	386	583	651	68	42%
OCN	4	8	20	31	34	3	36%	26	44	148	248	285	37	53%
Olive	8	10	13	33	41	8	150%	49	76	115	296	367	71	143%
디지털 전용 채널 소계	242	344	599	997	1,123	126	252%	733	1,052	2,136	5,866	8,094	2,228	171%
tvND ENT	24	26	39	132	176	44	207%	72	93	176	1,373	2,293	920	561%
tvND Classic				63	87	24	1163%				916	1,532	616	2073%
tvND Story	85	92	140	163	172	9	13%	217	4	100	295	350	55	97%
Onstyle D	23	31	41	52	56	4	25%	107	156	206	281	325	44	43%
SLICE D	29	46	56	66	66	1	15%	23	47	73	98	102	4	23%
M2	81	149	323	521	566	45	31%	314	752	1,581	2,904	3,493	589	68%
합계	1,120	1,267	2,250	3,237	3,483	246	53%	5,025	7,680	12,804	21,823	26,136	4,314	69%

자료: SocialBlade, 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

3) 하반기 광고주가 TV로 돌아오길 기대하며

최소 상반기까지 디레버리지 불가피

코로나19 완화가 소비⇒ 경기 ⇒ 광고주 회복으로 이어지면,

TV광고 회복에 더해
1) 디지털 성장
2) 중간광고 도입
3) 제작비 절감
긍정적 작용 전망

업황은 결코 녹록치 않다. TV광고(매출)은 빠르게 감소하는데 원가(편성)의 비 탄력성으로 인해 절감 여력이 크지 않아 최소 상반기까지 디 레버리지가 이어질 것이다. 하반기도 GDP의 하락 추세가 최소 진정되어야만 회복을 기대할 수 있을 것이다. 예단할 수 없지만, 코로나19 완화로 소비 ⇒ 경기 ⇒ 광고주의 회복 추세로 이어진다면 TV광고 회복에 더해 1) 촉진된 디지털 성장 2) 중간광고 도입 3) 제작비 절감 노력 등이 결합되어 긍정적으로 작용할 것이다. CJ ENM만 보면 지난 2년간 주가 상승의 가장 큰 트리거는 영화(극한직업, 기생충 등) 부문이었는데, 이 역시 하반기에 집중되어 있다. SBS는 유튜브 매출이 가파르게 성장하고 있고, 중간광고 도입 만으로도 실적 기여도가 높아 주가 상승이 기대된다. 이미 양사의 2021년 기준 P/E는 각각 11배, 10배, P/B는 각각 0.7배, 0.5배로 경기 반등 시 충분한 상승이 가능한 수준이다.

표 20. CJ ENM 실적 테이블

(단위: 십억원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	3,790	3,619	3,983	4,302	860	1,006	910	1,014	811	843	913	1,052
1. 미디어	1,678	1,668	1,874	2,045	380	426	427	445	341	400	437	490
2. 커머스	1,427	1,520	1,596	1,679	324	358	336	410	376	394	347	403
3. 영화	349	253	292	320	104	68	84	93	54	24	74	101
4. 음악	335	178	221	258	52	154	63	66	40	26	54	58
영업이익	269	261	313	345	79	87	60	43	40	64	72	86
OPM	7%	7%	8%	8%	9%	9%	7%	4%	5%	8%	8%	8%
1. 미디어	71	90	122	140	14	37	16	5	4	26	28	32
2. 커머스	149	150	160	170	42	36	29	42	38	38	33	41
3. 영화	44	18	23	26	19	10	16	(1)	(2)	0	9	11
4. 음악	6	4	8	10	5	5	(1)	(3)	(0)	0	2	2
당기순이익	59	199	239	265	49	66	31	(87)	30	54	55	60
NPM	2%	6%	6%	6%	6%	7%	3%	-9%	4%	6%	6%	6%

자료: CJ ENM, 하나금융투자

표 21. SBS 실적 추정

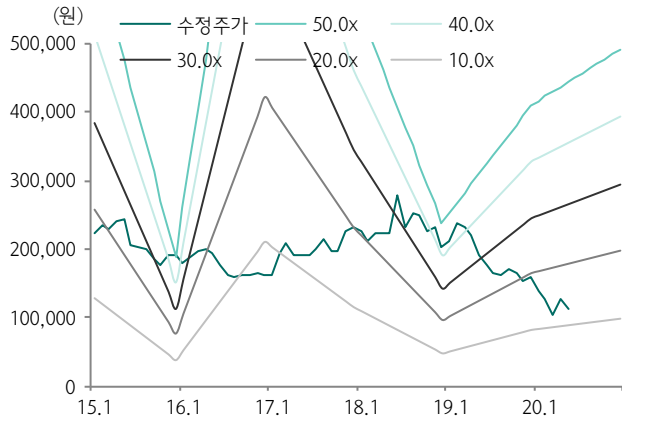
(단위: 십억원, %)

	18	19	20F	21F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출	914	818	887	886	168	221	185	244	182	222	225	258
별도	872	750	815	811	153	205	165	227	166	203	205	240
광고	433	388	361	349	83	109	88	108	70	98	89	104
사업	439	362	454	462	70	96	77	119	96	105	116	137
기타	42	67	72	75	14	16	20	16	16	19	19	18
영업이익(손실)	5	13	33	37	(28)	4	4	33	(12)	7	9	29
별도	1	6	29	33	(26)	7	(4)	29	(13)	6	5	32
기타	4	7	4	4	(2)	(3)	8	4	1	1	5	(3)
지배주주손익	5	20	23	31	(6)	(0)	17	9	(11)	5	7	23

자료: SBS, 하나금융투자

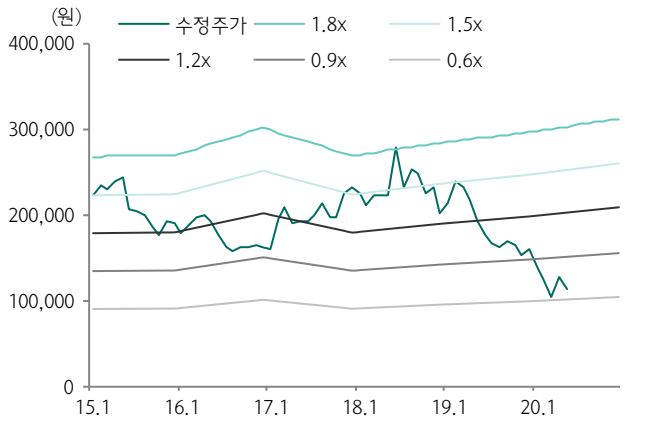
Analyst 이기훈 02-3771-7722

그림 53. CJ ENM 12MF P/E 밴드차트



자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 54. CJ ENM 12MF P/B 밴드차트

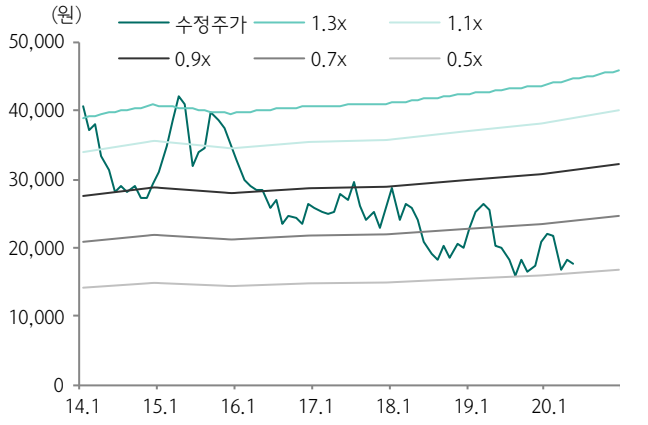


자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 55. SBS 12MF P/E 밴드차트

자료: SBS, 하나금융투자

그림 56. SBS 12MF P/B 밴드차트



자료: SBS, 하나금융투자

4) 에코마케팅: 급이 다른 퍼포먼스 마케터의 회복

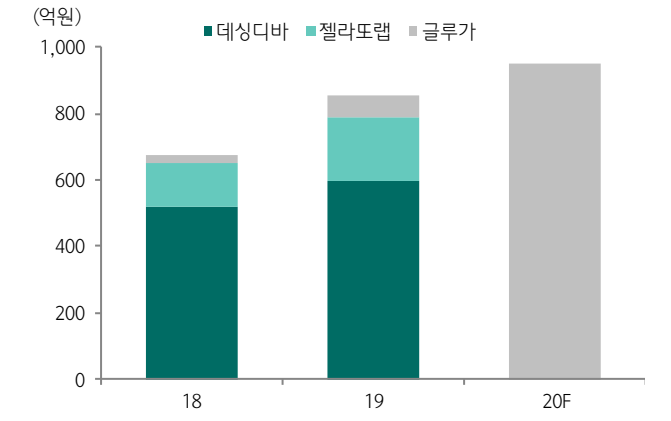
1Q20실적 부진했으나,
3월부터 온라인 광고 빠른 회복 中
퍼포먼스 기반 에코마케팅 성장 재개

코로나19로 광고 시장이 멈춰있던 2월의 부진 및 글루가에 핵심 인력 배치 영향으로 1분기 실적은 부진했다. 그러나, 3월부터 언택트 트렌드에 따른 온라인 광고가 빠르게 회복되었으며, 퍼포먼스를 기반으로 하는 에코마케팅의 성장이 재개되고 있다. 미국 트레이드데스크 역시 실적 발표에서 3월 모든 광고주가 무차별하게 광고를 집행 중단했지만, 광고 재개 시에는 섬세한 집행이 필요할 것이고, 올해 대규모 코드 커팅을 예상하고 있어 OTT(커넥티드 TV)나 데이터 드리븐 마케팅이 TV 업프론트 파이를 가져갈 것으로 기대하고 있다. 이와 비슷한 개념에서 퍼포먼스 기반의 에코마케팅의 성장을 기대하는 이유가 될 것이다.

오호라의 성장 고무적
- 해외 진출로 올해 약 천억원 기대
- CPS 매출은 2Q부터 기여 본격화

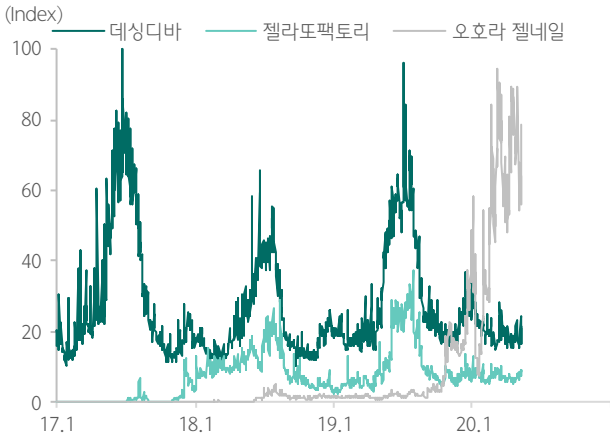
특히, 오호라의 성장도 고무적이다. 국내 젤네일 시장의 1~2위 사업자인 데싱디바/젤라또랩의 합산 매출액이 약 800억원인데, 지분 투자 이후 2개 분기에만 약 130억원을 기록했다. 일본/중국 등 해외 진출로 연내 전년 시장 규모를 뛰어 넘는 950~1,000억원의 매출을 예상하고 있다. 성장 초기 국면 높은 매체 집행비를 감안하면 CPS 매출은 2분기부터 본격적으로 기여할 가능성이 높다. 클럭의 저주파기 마사지기 역시 흔히 볼 수 있는 제품이었으나 마케팅 역량을 통해 시장을 창출하면서 성장해왔는데, 오호라도 해외로까지 시장이 확장되며 언제까지 성장할 수 있을 지 모르는 지금이 바로 가장 저평가 된 구간으로 판단한다.

그림 57. 국내 젤네일 시장 규모와 글루가 '20년 예상 매출



자료: 각사, 하나금융투자

그림 58. 국내 주요 젤네일 브랜드 네이버 검색어 트렌드

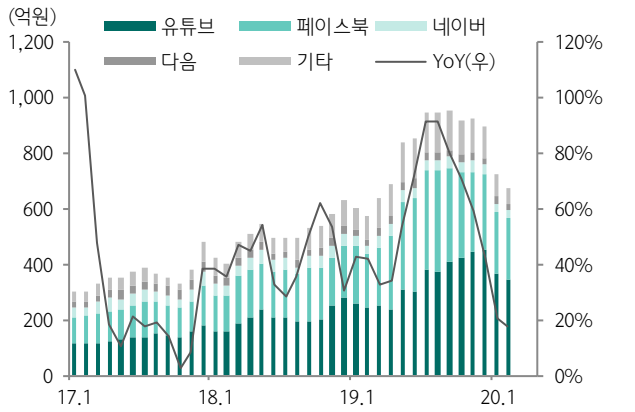


자료: 네이버트렌드, 하나금융투자

그림 59. 라쿠텐 네일 검색시 오호라 상단에 노출 중

자료: 라쿠텐, 하나금융투자

그림 60. 국내 동영상 광고 시장 플랫폼별 추이



자료: 리서치애드, 하나금융투자

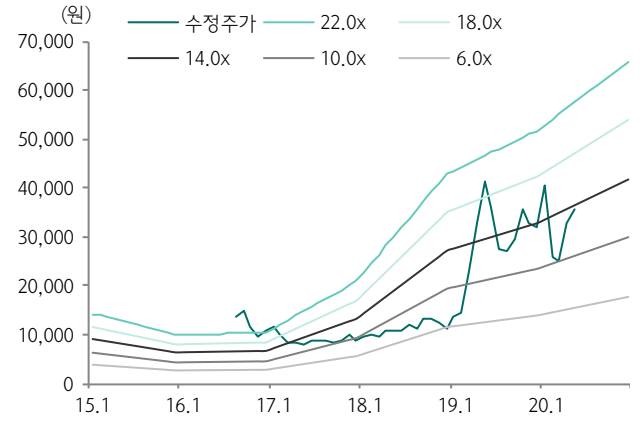
표 22. 에코마케팅 실적 추정

(단위: 억원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F
영업수익	1,114	1,269	1,458	1,548	241	249	363	261	296	354	292	328
광고대행	414	472	581	610	107	91	106	110	101	109	125	138
제품판매	699	797	877	939	134	158	257	151	195	245	167	190
영업비용	735	850	928	991	138	167	248	183	217	243	189	200
영업이익	378	420	530	558	103	81	115	78	79	111	102	127
OPM	34%	33%	36%	36%	43%	33%	32%	30%	27%	31%	35%	39%
당기순이익	334	407	516	551	91	73	110	60	87	99	99	96
NPM	30%	32%	35%	36%	38%	29%	30%	23%	30%	28%	34%	29%

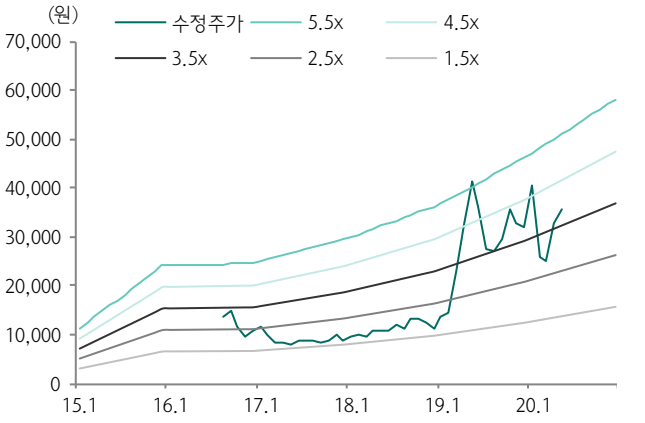
자료: 에코마케팅, 하나금융투자

그림 61. 에코마케팅 12MF P/E 밴드차트



자료: 에코마케팅, 하나금융투자

그림 62. 에코마케팅, 12MF P/B 밴드차트



자료: 에코마케팅, 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

5. 카지노: 코로나19 수혜가 될 수 있을까?

1) 마카오 4월 GGR은 YoY -97%

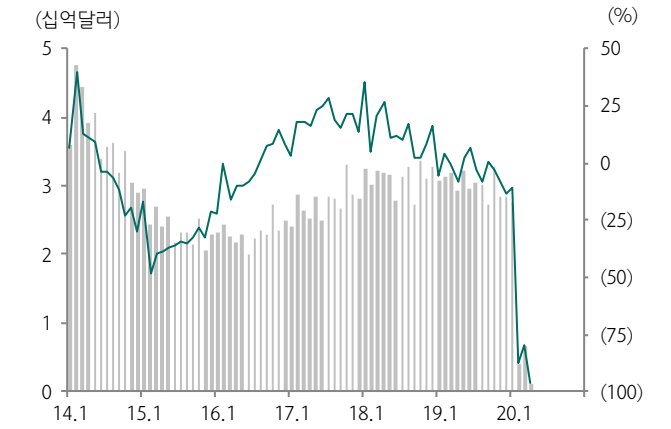
2/20이후 영업 재개에도
1) 사회적거리두기
2) IVS 발급 제한
영향으로 4월 -97%

마카오는 6월 내 이슈 해소 기대

영업 정상화시 이연 수요 예상

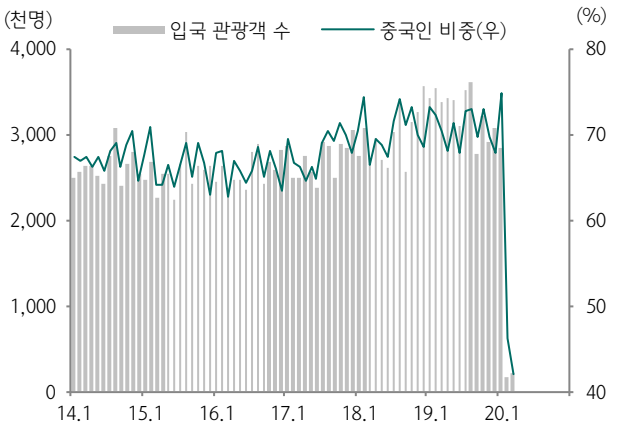
마카오는 2월 5일~19일까지 15일간 전면 카지노 영업을 중단하면서 2월 GGR은 -88%를 기록했다. 2월 20일 영업이 재개되었지만 1) 사회적 거리두기(객장의 절반만 영업, 마스크 착용 등), 2) 본토에서 마카오로의 IVS 발급 제한 등 출입 규제 등으로 4월에는 -97% 감소했다. 특히, IVS 발급이 제한된다면 입국인의 약 70%가 중국인인 마카오의 특성상 매출 회복이 불가능한 상황이다. 마카오는 6월 내 관련 이슈가 해소될 것이라고 기대하고 있으며, 고객들의 전화를 통해 억눌린 수요를 확인하고 있어 영업 정상화 시 바로 큰 폭의 실적 회복이 가능할 것으로 예상하고 있다.

그림 63. 마카오 GGR: 20년 4월 YoY -97%/YTD -69%



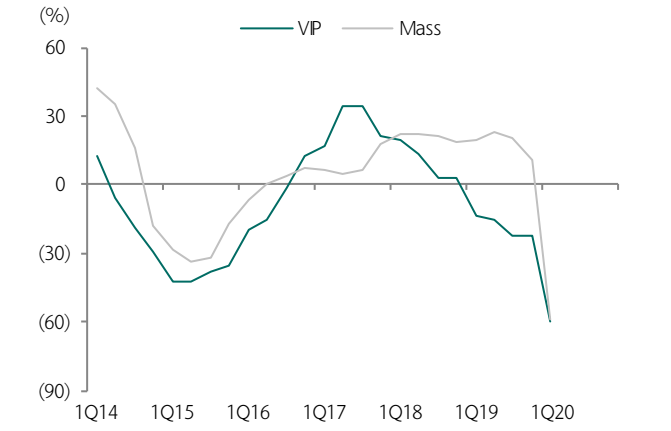
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 64. 마카오 입국자 수와 중국인 비중 추이



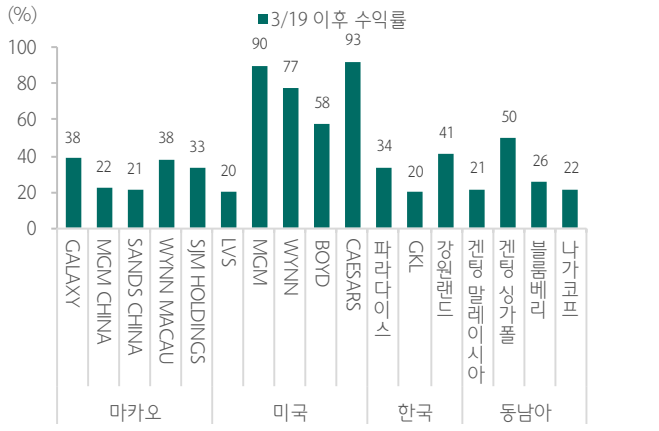
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 65. 마카오 VIP/MASS 분기별 성장률 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 66. 글로벌 카지노 기업 주가



자료: Bloomberg, 하나금융투자

2) 아시아 카지노 현황: 중국 VIP들이 갈 곳이 없다. 1Q 캄보디아 성장 주목

입국 금지로 중국인VIP 갈 곳X
- 마카오: IVS 문제
- 필리핀: 입국금지, 봉쇄령
- 카지노: 입국금지, 카지노 중단
- 캄보디아: 입국제한

주요 아시아 카지노 시장의 현황을 확인해보면 가장 큰 공통점은 상호간의 입국 금지를 통해 전체 수요의 상당 부분을 차지하는 중국인 VIP들이 갈 곳이 없어졌다는 점이다. 전술했듯이, 마카오는 본토에서의 IVS 발급이 이뤄지지 않아 4월 -97%를 기록했다.

시장 규모 2위인 필리핀은 3/22일부터 모든 외국인들의 입국이 금지된 상황이다. 5/31일까지 수도 마닐라를 포함한 메트로 마닐라 등 3개 지역에 대해 봉쇄령이 연장되었음에도 매일 수백명의 신규 확진자가 나오고 있다. 3위인 싱가포르는 초기에는 모범 방역국이었으나 3월말 외국인 노동자들의 집단 감염이 빠르게 확산되면서 3/23일부터 모든 단기 방문객의 싱가포르 입국/경유를 불허했다. 6/1일까지 카지노 운영이 중단되었다.

3월말까지 온기 영업한 Naga는 1Q20 GGR YoY +15% 상승
- 주변국 영업 중단
- 코로나19의 낮은 발병 덕

4위인 캄보디아는 3/31일부터 모든 외국인 입국 시 코로나19 음성 확인서를 필수 지참하게 하였으며, 8일부터는 모든 입국자가 2주간 자가 격리를 하고 있다. 3월말까지는 온전히 영업을 한 상황인데, 프놈펜 지역의 독점 사업자인 Naga Corp. 공시에 따르면 1분기 GGR은 $3.7억(+15% YoY, VIP GGR +25%), 카지노 순매출은 $1.7억(+4%)을 기록했다. VIP 성장의 이유를 1) 마카오/필리핀/말레이시아 등의 주변 영업장들의 폐쇄와 2) 코로나19의 낮은 발병으로 인해 중국 VIP들이 편안하게 방문했다고 언급했다.

표 23. 아태평양 주요 카지노 운영/인접국의 외국인 입국 금지/규제 내용

국가별	입국 금지/규제 내용
마카오	(3/18~)외국인 입국 금지, (3/25~)중국, 홍콩, 대만 주민 14일 내 외국 방문시 입국 금지
싱가폴	(3/4~)14일 내 한/중/이탈리아(북부)/이란 방문 외국인 입국/경유 금지, (3/23~)모든 단기 방문객 입국/경유 불허
필리핀	(3/22~)외국인 입국 금지, (3/15~5/15)루존섬 전역 이동 제한, (5/16-31)메트로 마닐라 등 3곳 수정 이동 제한
베트남	(3/18~)한달간 모든 외국인 비자발급 중단, (3/22~)모든 외국인 대상 입국 금지, (3/25-)국제선 운영 중단
태국	(3/26~5/31)모든 육해공 경로 통한 입국 금지, (4/6-5/31)모든 여객기 도착 전면 금지
캄보디아	(3/31~) 모든 외국인 입국 제한(코로나19음성 확인서 필수), (4/3~5/2)신규 비자 발급 중단, (4/8-)모든 입국자 2주 격리
한국	(2/4~)허베이성, 우한시발 입국 금지, (3/9~)대일본 무비자 입국 잠정 중단, (4/1~)모든 입국자 2주 격리, (4/13~)90개국 무비자 입국 금지
러시아	(3/18-5/1)외국인 입국 금지, (4/30-) 코로나19 역학적 상황 개선시까지 모든 외국인 입국 금지
호주	(3/20-)모든 외국 국적자 입국 금지

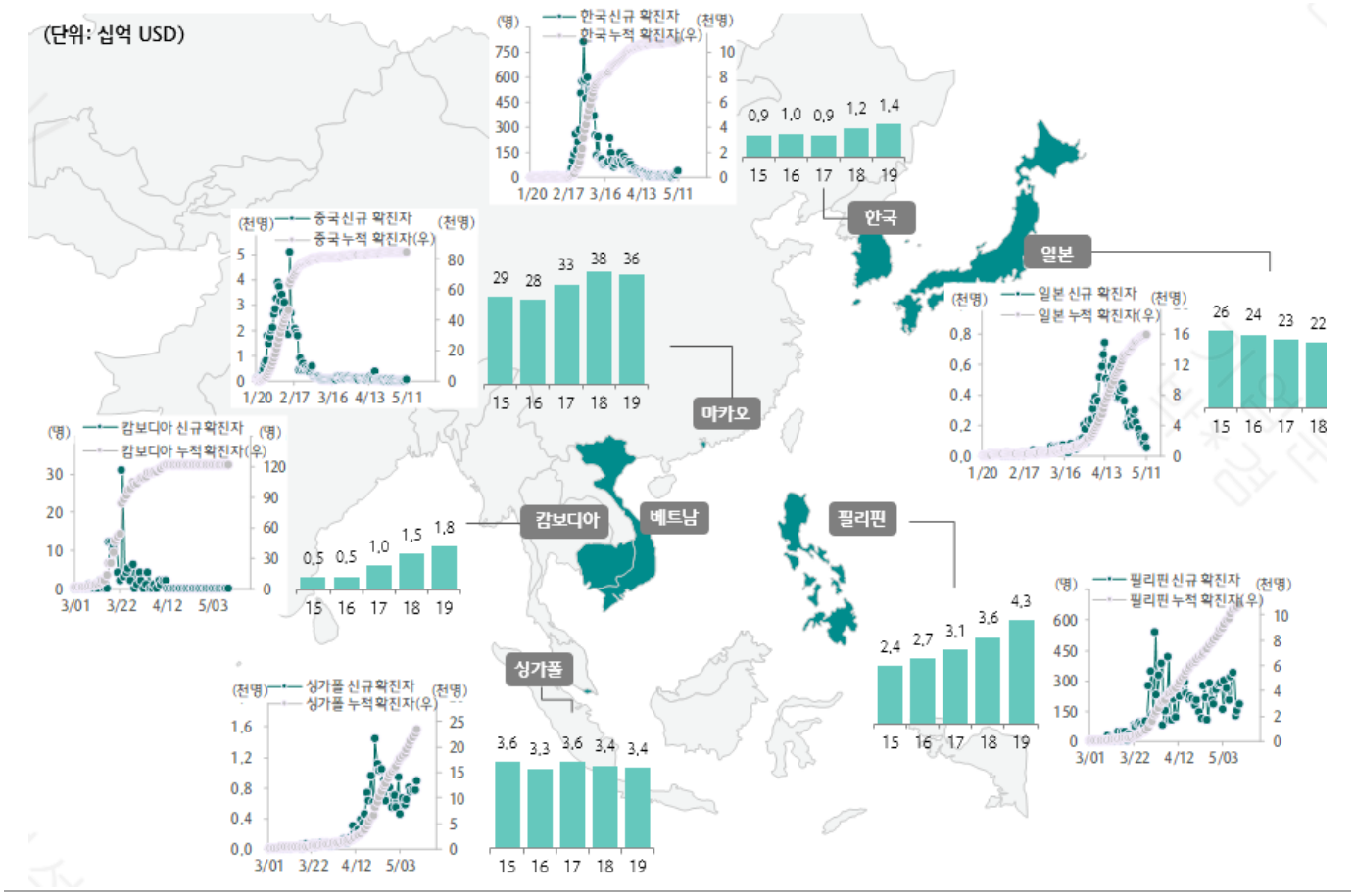
자료: 언론 보도 종합, 하나금융투자

표 24. 아시아 주요국의 MCO(Moving Control Order, 필수 시설 제외 운영 중단 및 이동 통제) 및 사회적 거리두기

국가별	입국 금지/규제 내용
싱가폴	1차 (4/7~5/4), 2차 (5/5-6/1). 학교 및 직장 대부분 폐쇄
필리핀	1차(3/15-4/14), 2차(4/15-30), 3차(5/1-5/15) 및 (5/3-5/10) 1주일간 필리핀 오가는 국제선 이착륙 불허
일본	(4/7-5/31)일본 긴급사태선언 통해 외출 자제/휴교/밀집 시설 이용 제한 요청
인도네시아	(3/20-4/3)자카르타 비상사태 선포, (4/1-30)국가 비상사태 선포, (4/22-5/22)자카르타 대규모 사회적 거리두기, (4/24-6/1)항공/항해 금지
말레이시아	1차 (3/18-31), 2차(4/1-14), 3차(4/15-28), 4차(4/29-5/12)
태국	(3/22-) 방콕 상업 시설 영업 금지, (3/26-)국가비상사태 선언해 외출 및 기업활동 자제, (4/3-)야간 통행금지령, (4/10-)주류 판매 금지
캄보디아	(3/7-4/9)개학 금지, (4/10-16)지역 간 이동 금지, (4/22-5/23) 라마단 기간 집단 예배 금지, (4/17)비상사태 시 국가 통치 특별법 통과
베트남	1차 (4/1-4/15), 2차 (4/16-4/22), 4/23부터 외출금지령 해제 및 대도시 식당 운영 및 국내 비행 재개, (5/8~)Corona IR 운영 재개
한국	(3/22-5/5)사회적 거리두기, (5/6-)생활속 거리두기로 완화, 공공시설 위험도에 따라 운영 재개
홍콩	(- 5/7) 강력한 사회적 거리두기(상가 영업 및 등교 중단), 현재는 거리두기 원칙 하에 상가 및 등교 재개 중
마카오	(4/7~)홍콩-마카오 잇는 공공 교통수단 중단, (5/3-)1월부터 단축 운영해온 Gonbei 국경, HZMB의 운영 시간 정상화

자료: 언론 보도 종합, 하나금융투자

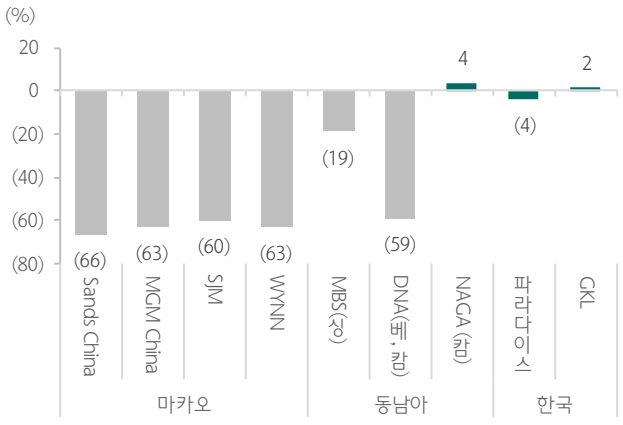
그림 67. 아시아 주요 국가별 카지노 매출 및 최근 코로나19 확진자 수 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

주: 필리핀은 PAGCOR 게이밍 매출 기준, 한국은 파라다이스와 GKL만 반영, 캄보디아는 Naga Corp만 반영

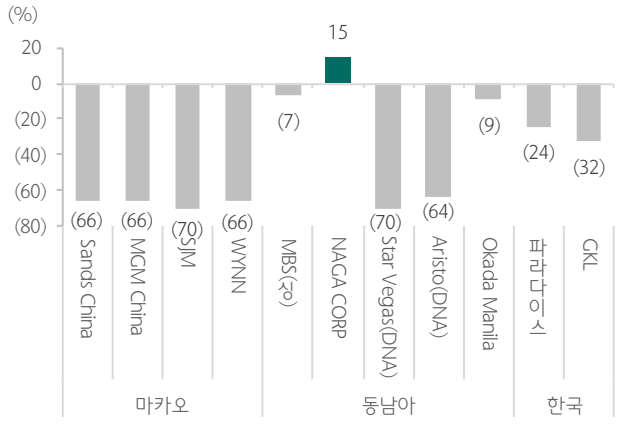
그림 68. 1Q20 아시아 주요국 카지노 기업 매출 추이



자료: 각사, 하나금융투자

주: 샌즈차이나, 파라다이스, GKL은 카지노 순매출, 나머지는 전사 순매출 기준

그림 69. 1Q20 비마카오 아시아 카지노 기업의 드랍액 추이



자료: 각사, 하나금융투자

주: 마카오는 VIP 기준

3) 1분기 외국인 카지노 실적 서프라이즈의 의미

연간 60조원 규모 아시아 카지노 시장에서 한국 비중은 2.5%
1) 정켓 투자 IR에 방문 집중
2) 파라다이스시티 제외 IR 없음

2019년 아시아 시장 규모는 약 60조원인데, 한국의 외국인 카지노 시장 규모는 연간 약 1.5조원(약 2.5% 비중)에 불과하다. 2가지 핵심 이유는 1) 마카오 1위 정켓 사업자인 썬시티(태양청)가 직접 지분을 투자한 동남아/러시아 등의 신규 복합리조트에 중국 VIP들의 방문이 집중되고 있는 것이며, 2) 한국은 파라다이스 씨티를 제외하면 신규 복합리조트가 전무하기 때문이다. 상해/북경에서 항공으로 불과 2시간에 불과한 지리적 이점을 생각하면 인지도가 거의 없는 수준이다.

지리적 이점에도 인지도↓

주변국 대비 안전성과 한중기업인간 패스트트랙 감안시 하반기에는 중국 VIP 수요↑가능성

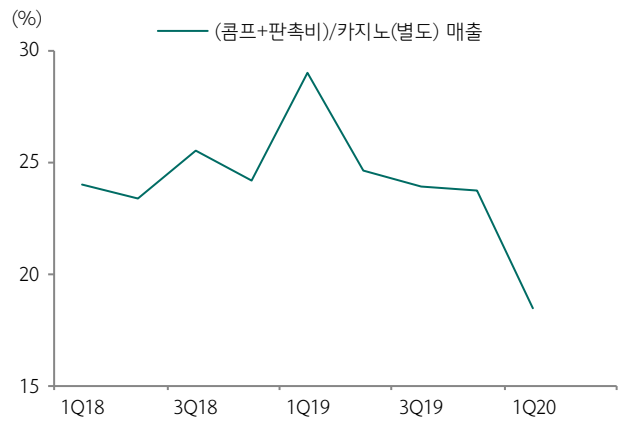
그러나, 하반기는 중국 VIP가 가장 원하는 곳이 한국일 가능성이 높은데, 코로나19 국면에서 여행의 핵심 키워드는 안전이고, 한국이 아시아에서 가장 안전한 국가 중 하나로 부상하고 있기 때문이다. 중국인은 입국 금지는 아니나 입국 시 2주간의 시설 격리 조치를 취하고 있어 입국 금지에 준하는 효과를 내고 있는 것은 사실이다. 그러나, 코로나19 현황을 점검해볼 때 필리핀이나 싱가포르에 비해 늦게 재개될 가능성은 높지 않다. 한중 기업인들의 패스트트랙 제도가 이뤄지고 있는 만큼 추후 코로나19 대응이 억제에서 완화로 넘어갈 때 예상하지 못한 수요 폭발을 경험할 수 있을 것이다. 참고로, 파라다이스는 4월 20일, GKL은 5월 6일, 강원랜드는 5월 8일부터 영업을 재개했다.

1Q20 외인 카지노 서프라이즈는 콤프/판촉비가 크게 절감된 덕
- 파라다이스 145억원(-43%)
- GKL 119억원(-41%)

3월 마지막주 영업장 휴장에도 외인카지노가 1분기 실적 서프라이즈를 기록한 데에는 상당한 의미가 있다. GKL의 경우 3월 23일부터 영업장을 폐쇄했음에도 매출은 2% 성장했는데 원가 내에서 가장 높은 비중을 차지하는 콤프/판촉비가 창사 이래 가장 낮은 수준인 119억원(-41% YoY)으로 절감되었기 때문이다. 파라다이스는 카지노 매출이 감소(-10%)했지만, 역시 콤프/판촉비가 '08년 이후 최저 수준인 145억원(-43%)을 기록했다. 이 실적을 직역해보면 프로모션이 없어도 고객들의 방문을 통해 성장했다는 것이다. 전술했듯이, 하반기에도 안전한 한국을 찾고자 하는 수요들이 나타나게 되면 매출의 정상화 뿐만 아니라 비용 통제를 통한 실적 레버리지를 크게 기대할 수 있다.

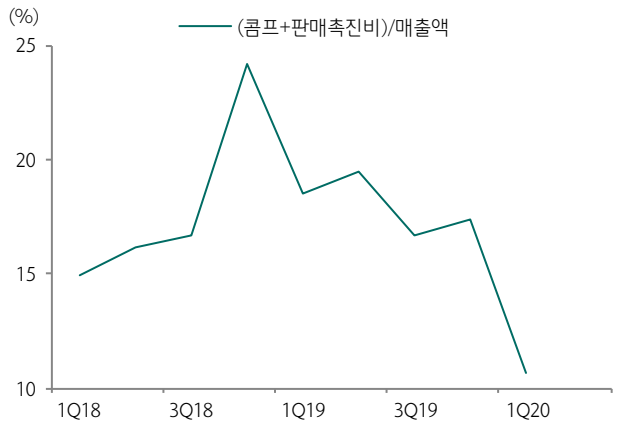
하반기 한국에 대한 수요 발현시 매출 정상화+비용 통제의 레버리지

그림 70. 파라다이스 카지노 매출 대비 콤프+판촉비 합산 비율 추이



자료: 파라다이스, 하나금융투자

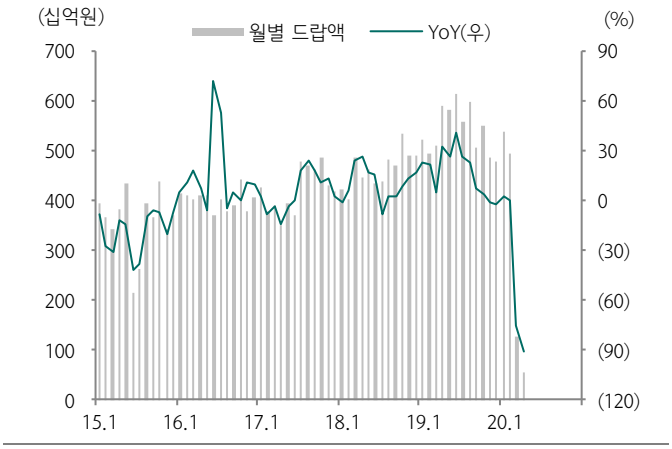
그림 71. GKL 매출 대비 콤프+판촉비 합산 비율 추이



자료: GKL, 하나금융투자

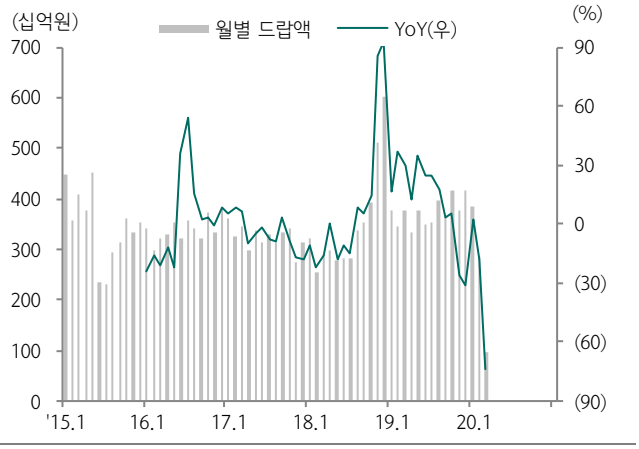
Analyst 이기훈 02-3771-7722

그림 72. 월별 드랍액 추이 – 4월 568억원(YoY -90%)



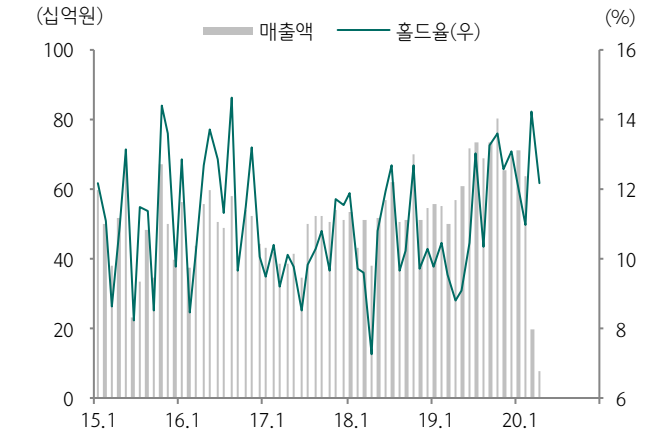
자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 73. GKL 월별 드랍액 추이 – 3월 976억원(YoY -74%)



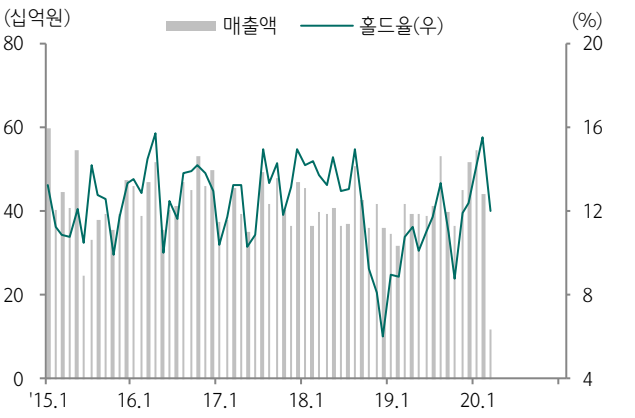
자료: GKL, 하나금융투자

그림 74. 월별 매출액 및 홀드율 – 4월 79억원, 홀드율 12.2%



자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 75. GKL 매출액 및 홀드율 추이 – 3월 117억원, 12.0%



자료: GKL, 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

4) 강원랜드: 감염 재확산으로 일반 영업장 재개는 더 늦춰질 듯

카지노 임시 휴장(2/23~5/8)

코로나 19 관련 정부 위기 경보가 '심각' 단계로 격상되면서 2월 23일부터 임시 휴장을 시작했는데, 장기화되면서 5월 8일까지 연장된 후 영업을 재개했다. 공시에 따른 예상 카지노 매출 손실은 2,759억원으로, 2019년 카지노 매출 1.3조원 대비 약 20% 손실을 기록한 것이다. 다만, 코로나19 재확산으로 일반 영업장 재개는 더 늦춰질 가능성이 높다.

매스 비중↑ 정상화까지 2년 전망

배당금 감소 가능성 낮으나,

이익 훼손 구간으로 영업장 재개 후 매수해도 될 것

마카오가 영업 재개 후 옆자리 착석 금지, 객장 절반 운용 등의 조치를 취한 것을 감안하면 공기업인 강원랜드 역시 비슷한 조치를 취할 가능성이 높다. 또한, 높은 홀드율 역시 소폭 하락할 가능성이 있는데, GKL의 힐튼점과 비슷하게 일반 고객 비중이 높고 사이드 베팅이 많은 곳이기 때문이다. 다만, 정상적인 실적 회복까지는 2년에 걸쳐 이뤄질 가능성이 상당히 높다고 판단하는 근거다. 지역사회가 주주로 참여하고 있는 만큼 배당금 감소 가능성은 낮으나, 현재 이익이 훼손되고 있는 배당주이기에 가격보다는 기간 조정의 관점에서 투자매력도가 높지는 않다. 다시 영업장이 개장해 이익 훼손이 멈춘 시점에서 매수해도 충분히 빠를 것으로 판단한다.

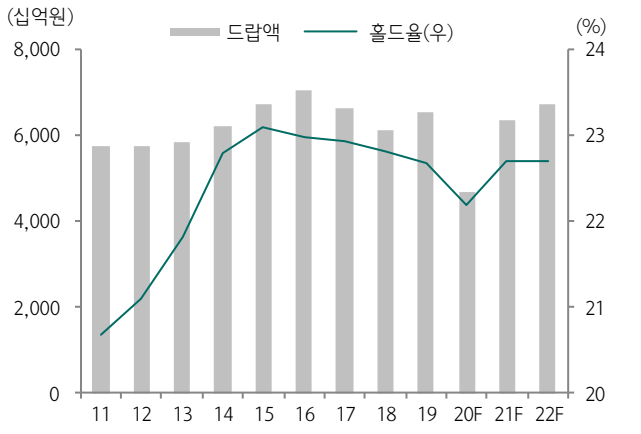
표 25. 강원랜드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F
드랍액	6,530	4,663	6,357	6,742	1,568	1,590	1,721	1,652	1,011	573	1,432	1,646
홀드율	22.7%	22.2%	22.7%	22.7%	23.1%	22.8%	22.7%	22.2%	21.9%	21.7%	22.2%	22.5%
매출액	1,520	1,101	1,489	1,577	377	364	406	373	236	139	338	388
Casino	1,342	947	1,320	1,400	329	329	353	332	200	114	290	342
Non-Casino	177	154	169	177	48	35	53	41	36	25	48	45
영업이익	501	10	475	517	125	173	139	64	(187)	(12)	100	108
OPM	33%	1%	32%	33%	33%	47%	34%	17%	-79%	-9%	30%	28%
당기순이익	334	33	373	408	102	51	129	55	(156)	8	88	93

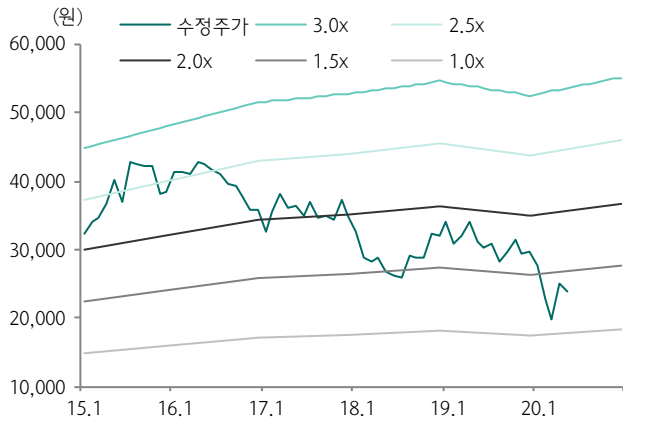
자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 76. 강원랜드 드랍액, 홀드율 추이



자료: 강원랜드, 하나금융투자

그림 77. 강원랜드 12MF P/B 밴드차트



자료: 강원랜드, 하나금융투자

5) 영업 재개 이상의 서프라이즈를 기대할 수 있는 외인 카지노 선호

코로나19 대응 완화로 넘어가며 중국인 VIP 보복적 소비 기대

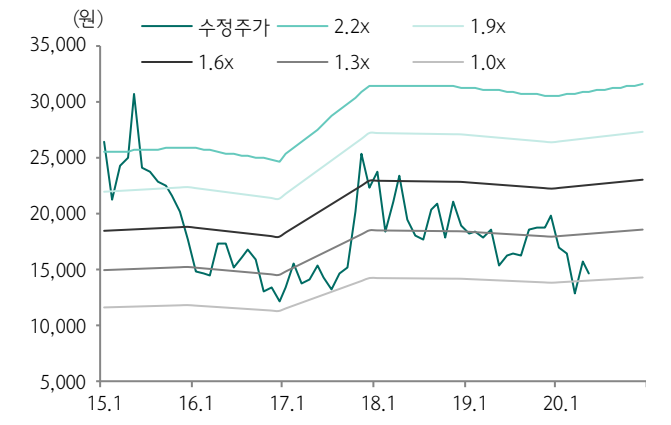
상호간의 입국 금지로 인해 연 60조원의 아시아 시장이 멈춰 있다. 각 정부들의 코로나19 대응이 억제에서 완화로 넘어가면서 하반기 중국인 VIP들의 보복 소비를 기대할 수 있다. 아시아 카지노와 관련된 뉴스를 종합해보면 1) Naga Corp.(캄보디아)가 유일하게 1분기 성장했던 요인은 주변국들의 영업장 폐쇄와 캄보디아 내 코로나19 확진자가 많지 않아 중국 VIP들이 안전하다고 느꼈기 때문이며, 2) 샌즈 카지노는 중국 VIP들의 상당히 빠른 수요 회복을 예상하고 있으며, 3) 싱가포르의 경우 영업장 규모가 작고 밀집되어 있어 사회적 거리 두기로 인해 회복이 지연될 것으로 예상하고 있다. 4) 지역별로 보면 마스크 착용이 익숙치 않는 미국보다는 아시아 쪽의 수요 회복이 빠를 것이다.

1) 입국금지/격리 이슈 완화시 중국인VIP 빠른 회복 기대
2) 한국(안전) 선호 전망
3) VIP 중심의 빠른 회복 예상

이를 적용해 보면 1) 갈 곳이 없는 중국인 VIP들의 소비는 상호간의 입국 금지 혹은 2주간 자가 격리 이슈 완화를 통해 빠르게 회복될 것이며, 2) 코로나19 상황이 주변국들 대비 상당히 안정적인 한국에 대한 중국인 VIP들의 높은 선호가 예상되며, 3) 사이드 베팅이 많은 Mass 보다는 VIP 비중이 높은 업체들의 빠른 회복이 예상된다. 일본의 코로나19 상황도 개선되고 있고, 중국 VIP들의 높은 한국 선호로 회복의 강도 및 비용 통제를 통한 실적 레버리지 기대까지 감안하면 외인 카지노의 상승 잠재 여력이 훨씬 높다. 이론적으로는 VIP 비중이 가장 높고 밸류에이션이 경험적 저점(P/B 1.1배, 1.4만원)에 있는 파라다이스를 최 선호하나, GKL의 밸류에이션 매력도 상당히 높아 비슷한 상승 여력이 있다.

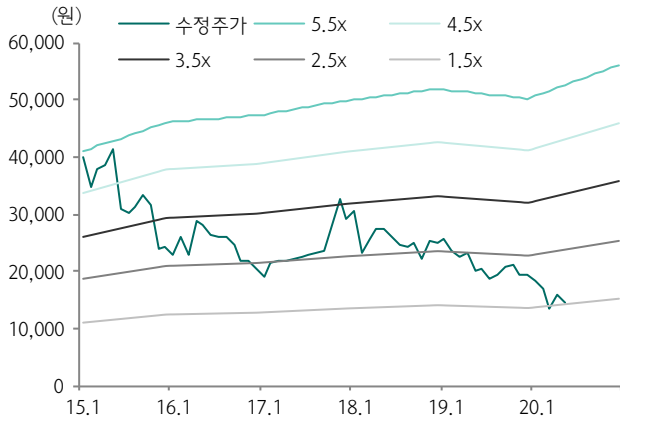
Top Pick: 파라다이스

그림 78. 파라다이스 12MF P/B 밴드차트



자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 79.GKL 12MF P/B 밴드차트



자료: GKL, 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

표 26. 파라다이스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F
드랍액	6,453	4,437	6,591	7,386	1,532	1,757	1,645	1,519	1,163	405	1,266	1,602
홀드율	11.1%	11.7%	11.8%	11.8%	9.9%	9.5%	12.1%	13.1%	12.0%	12.7%	11.5%	11.3%
매출액	979	776	1,103	1,268	202	234	274	269	185	104	222	266
카지노	408	299	407	430	87	104	108	110	78	37	84	99
호텔	89	82	94	101	20	20	25	24	14	19	23	26
기타	19	13	17	20	5	4	6	4	2	2	6	4
복합리조트	463	381	585	718	91	106	135	131	90	45	109	137
영업이익	52	15	111	155	(6)	5	41	12	5	(32)	18	24
OPM	5%	2%	10%	12%	-3%	2%	15%	5%	3%	-31%	8%	9%
당기순이익	7	(45)	55	89	(14)	(7)	42	(14)	(6)	(44)	2	2
지배주주순이익	15	(25)	53	80	(8)	(2)	34	(10)	(2)	(26)	2	2

자료: 파라다이스, 하나금융투자

표 27. GKL 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F
드랍액	4,546	2,813	4,588	4,929	1,132	1,090	1,116	1,208	768	211	690	1,144
중국인	1,466	932	1,563	1,685	372	360	350	385	251	54	232	395
일본인	1,294	698	1,272	1,382	346	306	309	333	178	29	174	317
기타	1,331	893	1,299	1,372	310	315	343	363	263	95	221	314
홀드율	10.7%	12.2%	12.0%	12.1%	9.6%	10.8%	12.0%	11.0%	14.4%	13.9%	12.5%	10.3%
매출액	491	351	559	603	109	117	133	131	112	31	88	120
매출원가	357	283	390	417	84	83	91	98	77	46	67	93
GPM	27%	19%	30%	31%	23%	29%	32%	25%	31%	-50%	24%	23%
영업이익	97	32	129	146	17	26	31	23	27	(22)	9	18
OPM	20%	9%	23%	24%	16%	23%	23%	18%	24%	-72%	10%	15%
당기순이익	72	21	97	110	9	20	25	19	15	(19)	8	18

자료: GKL, 하나금융투자

6. 여행: 최우선 고려 사항은 가성비가 아닌 안전이 될 것

1) 2020년 예상 출국자 수는 -61%, 2H20은 -46%

4월 패키지 YoY -99.9%
- 각국 정부 억제책 영향

하나/모두투어의 4월 합산 패키지 송객 수는 228명(-99.9%)이며, 5월 역시 비슷한 수준이다. 코로나19에 대한 각 정부들의 억제책으로 상호간의 입국 금지가 확대되면서 한국발 입국 역시 186개국에서 금지된 탓이다. 양 사 합산 임직원이 3,500여명이기에 수요보다 임직원 수가 더 많다. 정부의 고용지원금이 없다면 언제라도 대규모 구조조정이 나와도 이상하지 않은 심각한 상황이다. 다만, 한국이나 중국처럼 백신이 나올 때까지 억제책을 활용할 수 없기에 완화의 단계로 넘어가면서 여행 수요 역시 점진적으로 회복될 것이다.

5월도 비슷한 수준이나,
완화 단계에 따라 점진적 회복할 것

다만, 회복 시점 가늠 어려움

회복 강도는 추후의 문제이고 글로벌 여행사업자들은 향후 가이던스를 대부분 철회하는 등 완전한 회복의 시점을 가늠하기도 쉽지 않다. 국제항공운송협회(IATA)가 실시한 여론조사에서 약 60%가 코로나 억제 후 약 1-2달 후 비행기 예매 시작, 약 40%는 최소 6달을 기다릴 것이라고 응답했다. 보잉은 2019년 수준의 항공 여행 수요 회복은 2023년까지 어려울 것, 에미레이트 항공도 최소 18개월이 걸릴 것으로 전망했다. 이를 기반으로 한 2020년 출국자 수는 1,050만명(-61%, 1Q 출국자 수는 340만명)으로 분기별 성장률은 1Q부터 -54%, -98%, -70%, -19% 수준으로 예상하나 이보다 더 하향될 가능성도 있다.

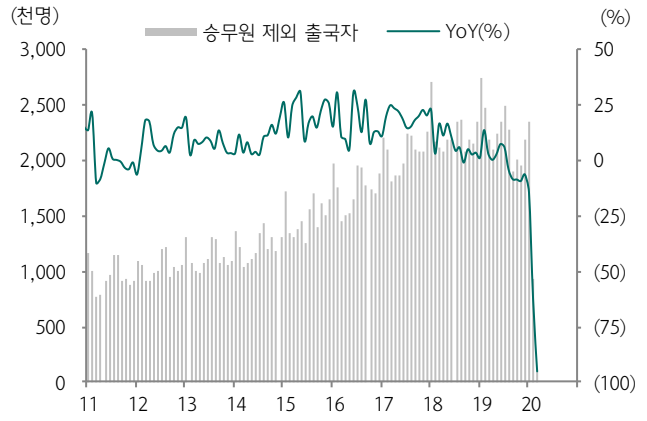
'20년 예상 출국자수 YoY -61%,
분기별 -54/-98/-70/-19% 전망

표 28. 코로나19 확산 관련 한국발 입국자에 대한 조치 현황 - 186개국(5/13)

구분	권역	주요 국가	조치 사항
입국 금지 (152개 지역)	아태평양 (35개 지역)	일본	한/중/미 등 87개 지역 체류 이력 외국인 입국 금지(3/9~5/31 한국 사증 면제 정지)
		베트남	3/22부터 모든 외국인 대상 입국 금지
		필리핀	3/22부터 비자발급/무비자 입국 전면 중단, 모든 외국인 입국 금지
		대만	3/19부터 모든 외국인 대상 대만 입경 금지, 4/23부터 대만 공항 내 환승 금지
		마카오	3/18부터 모든 외국인 대상 입국 금지
	미주(27개 지역)	캐나다	3/18부터 미국인 제외 모든 외국인 입국 금지, 4/20부터 1달간 캐나다-미국 비필수 이동 제한
		브라질	3/23부터 한/중/일/말/호/유럽발 입국 외국인 입국 금지, 4/28부터 1달간 모든 외국인 입국 금지
	유럽(43개 지역)	독일	3/17-5/15 EU+ 역외 국가 국민 입국 금지
		스페인	3/23-5/15 비EU 및 비 쉥겐협약국 입국 금지
		프랑스	3/17부터 쉥겐 /EU/영국 외 제3국 국적자 입국 금지
		이탈리아	3/17부터 관광 목적으로 입국한 외국인 입국 금지 및 3/28부터 입국 절차 강화
	중동 (15개 지역)	이스라엘	모든 외국인 입국 금지/외국에서 입국한 내국인은 14일간 자가 격리
	아프리카(31개 지역)	남아공	3/18부터 한/이/스/독/영/중/미 방문 외국인 입국 금지
	중국 지역 (28개 성)	공통	3/28부터 기존 유효 비자 및 외국인 거류허가증 소지자 입국 잠정 중단
		상하이시	3/28부터 국외 입국 모든 내외국민 14일간 지정시설 격리
		베이징시	3/25부터 모든 내외국민 핵산검사 실시 및 14일간 지정시설 격리
격리 조치 (13개 지역)	미주 (4개 지역)	미국	(사이판) 코로나19 발생국 입국자 14일간 강제 격리, (괌)/(하와이)
	유럽 (1개 지역)	벨라루스	코로나19 확진자 발생국 입국 모든 내외국민 14일간 자가격리
	기타	중동 (1개 지역), 아프리카 (7개 지역)	
검역 강화 및 권고 사항 (21개 지역)	아태평양 (5개 지역)	캄보디아	3/31부터 모든 외국인 입국제한
		파키스탄	5/15까지 국제 항공편 운항 중단
		인도	3/25-5/17 국내외 여객기 운항 중단, 3/13부터 기존 비자 효력 중단 및 신규 비자 발급 중단
	미주 (3개 지역)	멕시코	한/중/일/싱/홍 등 방문 내외국민 입국자 대상 모니터링, 4/20-5/20 멕시코-미국 비필수 이동제한
	유럽 (5개 지역)	영국	유증상자 7일간 자가 격리 및 증상 악화시 연락
	MENA(7개 지역)	짐바브웨	코로나 발병 확인국 발 외국인 대상 입국시 검사/유증상시 격리시설 이동

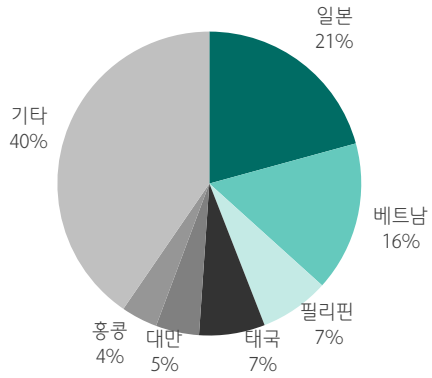
자료: 외교부, 하나금융투자

그림 80. 출국자 수 및 증감율 – 3월 YoY -95%



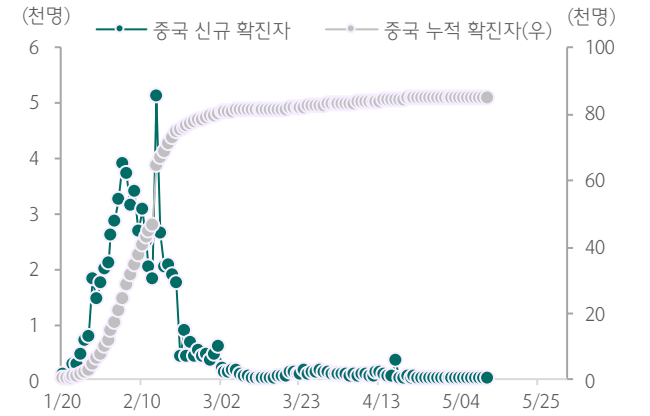
자료: 한국관광공사, 하나금융투자

그림 81. 2019년 주요 국가별 출국자 수 구성



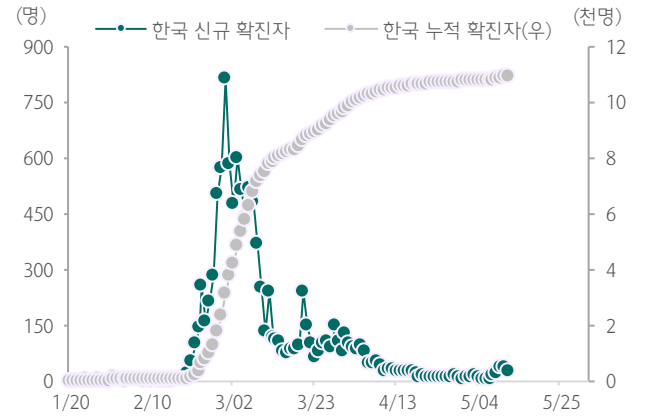
자료: 한국관광공사, 하나금융투자

그림 82. 중국 코로나19 확진자 수 추이



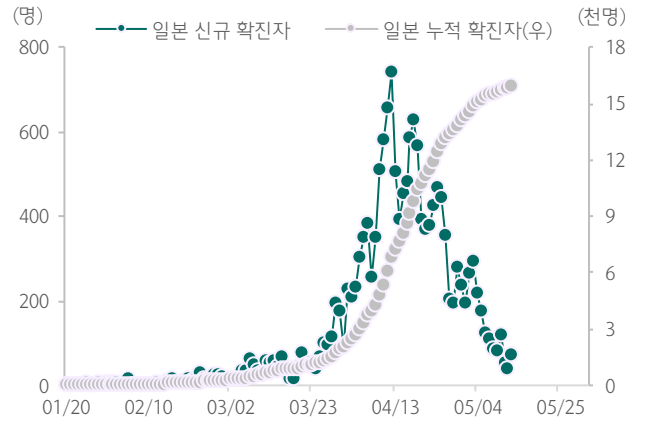
자료: WHO, CEIC, 하나금융투자

그림 83. 한국 코로나19 확진자 수 추이



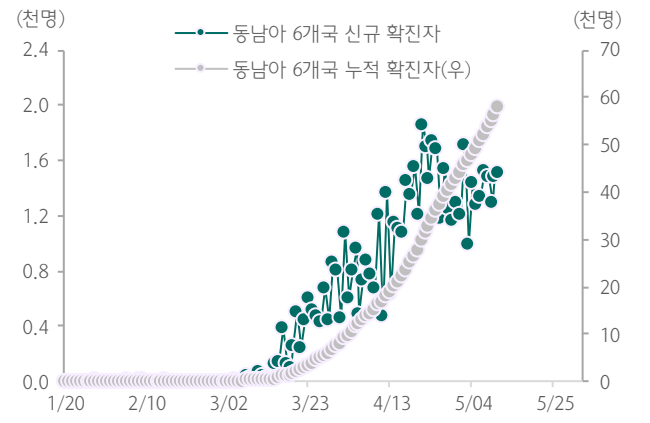
자료: WHO, CEIC, 하나금융투자

그림 84. 일본 코로나19 확진자 수 추이



자료: WHO, CEIC, 하나금융투자

그림 85. 동남아 6개국 코로나19 확진자 수 추이



자료: WHO, CEIC, 하나금융투자
주: 6개국은 베트남, 필리핀, 태국, 싱가폴, 인도네시아, 말레이시아

2) 연내 여행 수요 개선이 약할 수 밖에 없는 3가지 이유

1) 안전 문제

상호간의 입국 금지가 완화되더라도 여행 수요가 약할 수 밖에 없는 이유는 크게 3가지다. 첫 번째는 안전이 담보되어야 한다는 점이다. 포스트 코로나19 국면에서 해외여행은 곧 그 나라의 방역 시스템을 믿는다는 것이다. 마스크 착용을 불편해하고 동양인에 대한 혐오 관련 뉴스가 점증하고 있는 미국/유럽보다는 단거리 수요가 높겠지만, 상대적으로 일본/중국/동남아가 안전하다고 느껴지지도 않는다. 특히, 패키지 여행의 경우 하나투어의 영업수익 중 86% 비중을 차지하는데, 코로나19 감염 시 중증 및 사망 비율이 고 연령층일수록 높아지는 만큼 안전한 여행이 담보되기 전까지 쉽지 않다.

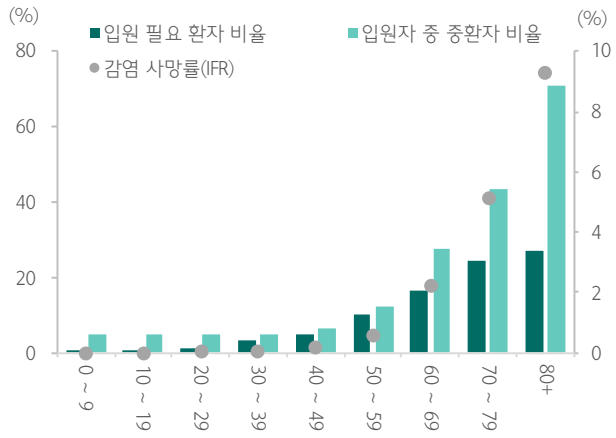
2) 공급 제한&절차 확대

두 번째는 공급 제한 및 절차 확대이다. 언론 보도를 통해 델타 항공이 6월말까지 사회적 거리두기 조치를 위해 승객 탑승량을 50~60%로 제한한다고 발표했다. 이 외에도 출국 시에는 탑승 직전 혈액 검사 등 안전을 확인하는 절차들이 확대될 것이고, 탑승 후에도 마스크 착용이 필수가 될 수도 있다. 이런 제한 사항들로 인해 해외보다는 국내 여행 증가로 이어질 가능성이 높다.

3) 소득감소&휴가 부재

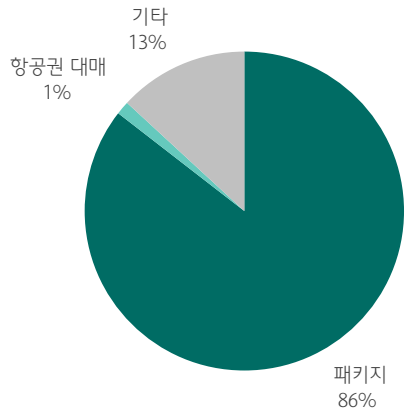
마지막으로 소득의 감소와 휴가의 부재이다. 이미 국민의 42%가 소득 감소를 경험하고 있으며, 유/무급 휴가의 소진과 늦어진 개학으로 인해 계절적 성수기인 3분기에도 어려운 영업 환경이 이어질 것이다.

그림 86. 코로나19 연령별 입원률/중환자비율 및 사망률 추정



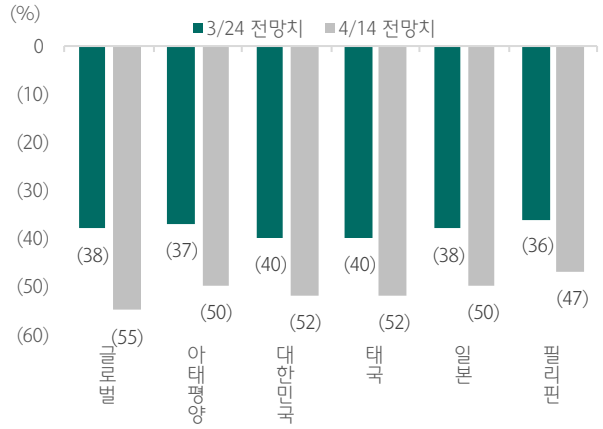
자료: Imperial College London, 하나금융투자

그림 87. 하나투어 영업수익 비중



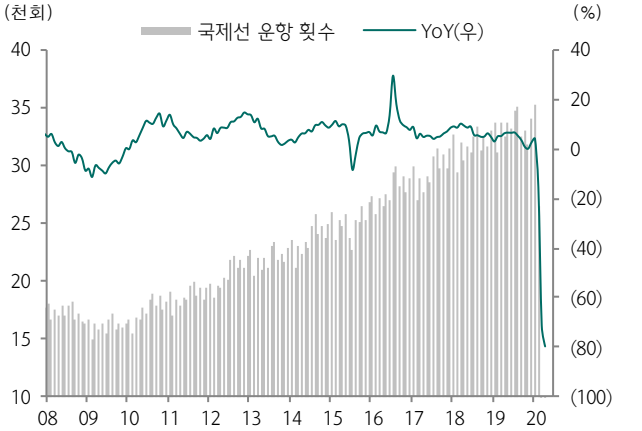
자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 88. IATA 추산 글로벌 항공 여객 수익 전년비 감소폭



자료: IATA, 하나금융투자

그림 89. 4월 인천공항 국제선 운항 횟수는 6,659회(YoY -79.5%)



자료: 인천공항공사, 하나금융투자

3) 그래도 2021년을 기대하는 이유 2가지

(1) 이연된 일본 수요 회복 시 하나투어 시장점유율 확대될 것

일본 중심 이연 수요

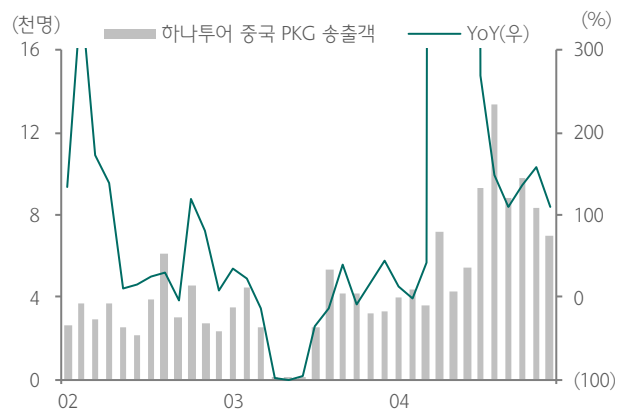
첫 번째는 이연 수요, 특히 일본이다. 해외 여행 경험이 오래도록 축적되어 있어 수요가 완전히 사라지지는 않을 것이고, 여행 시 첫 번째 고려 사항인 가격적인 측면에서 가장 매력적인 일본에 대한 수요는 언제나 높을 것이다. 2019년 8월 일본과의 정치적 이슈로 일본 여행 수요가 80~90% 급감하였었는데, 2011년 후쿠시마 원전 사태 및 2017년 사드 규제 등 과거 급격한 수요의 하락 국면을 참고해보면 회복에는 12개월 이상이 필요했고, 이번에도 반복된다면 2021년 가파른 수요 회복이 있을 것이다.

과거 일본향 수요
'11년 후쿠시마 사태로 -42%였으나,
'17년까지 CAGR 39% 기록

일본향 수요

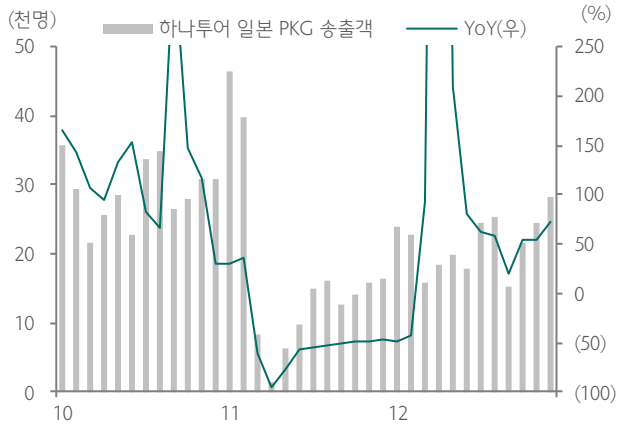
일본향 레버리지가 가장 높은 하나투어의 경우 2011년 후쿠시마 원전 사태로 일본 송객 수가 20만명(-42%)으로 감소한 이후 2017년 141만명(CAGR 39%)으로 무려 7배 성장했다. 이 기간 FIT를 포함한 시장점유율은 16.8% → 22.7%까지 상승했다. 이후 2년간 각각 21.8%/19.0%로 하락했는데, 2018년 하반기 역대급 태풍으로 인한 자연재해와 2019년 지소미아 이슈로 일본 여행 수요가 감소했기 때문이다. 일본향 여행 수요와 하나투어의 시장점유율 흐름이 상당히 유사하게 나타났다는 점을 감안할 때 2019년 76만명까지 하락한 수요 반등 시 다시 한번 특급 회복기를 기대할 수 있을 것이다.

그림 90. 사스 구간 하나투어 중국 PKG 송출객 수 추이



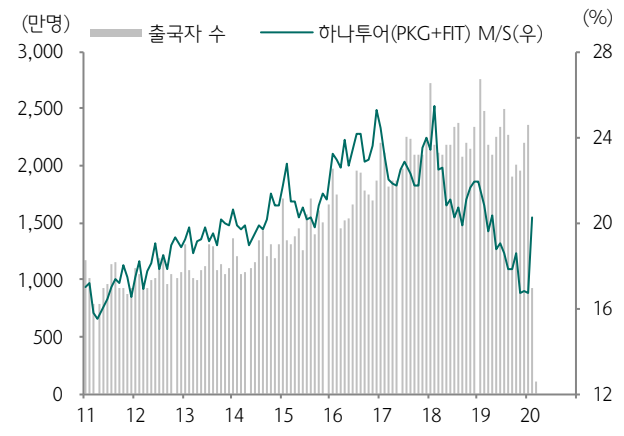
자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 91. 후쿠시마 원전 이후 하나투어 일본 PKG 송출객 수 추이



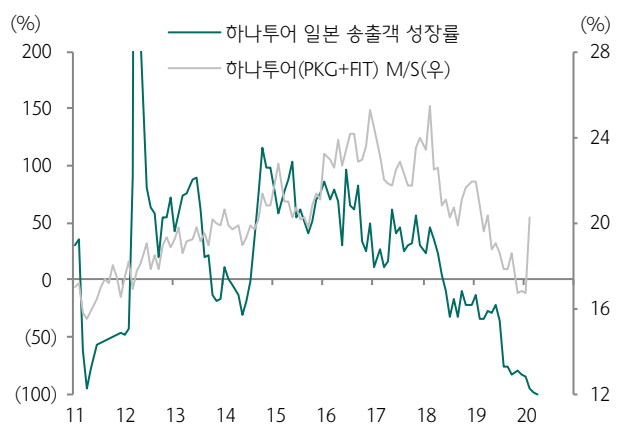
자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 92. 출국자 수 대비 하나투어 M/S 추이



자료: 하나투어, 한국관광통계, 하나금융투자

그림 93. 본 송출객 증가율과 유사한 하나투어 M/S 추이



자료: 하나투어, 한국관광통계, 하나금융투자

(2) 장기전에서 투자 유치가 유리할 수 밖에 없는 대형사

코로나19에도 대형사들은 투자 유치

코로나19가 확산되고 있음에도 Airbnb는 실버레이크, 피델리티 등을 통해 $20억 이상의 투자(물론, 기업가치는 감소했다)를, Expedia도 실버레이크와 아폴로 등 PE를 통해 $12억의 투자를 유치했다. BOOKING도 1분기 $40억 규모의 사채를 발행하면서 유동성을 확보했다. 이유는 간단하다. 과거의 경험이 얘기하듯, 이런 역대급 위기에서 유동성이 부족한 중소형 업체들의 파산 등에 따른 자연스러운 산업 내 구조조정이 발생할 것이고 회복기에는 살아남을 업체들의 경쟁 완화 등에 따른 점유율 상승이 나타날 수 밖에 없기 때문이다.

추후 회복기에 살아남은 업체들의 점유율 상승 필연적이기 때문

하나투어
- 3월 1,300억원 현금 수혈

모두투어
- 5~600억원대 현금 보유

한국도 마찬가지다. 하나투어의 경우 면세점/호텔 등 유동자산에 대한 투자가 수 년간 집행되면서 어려운 경영환경에 직면하였으나 3월 IMM PE의 경영참여를 동반한 3자 배정 유상증자를 통해 약 1,300억원의 현금을 수혈했다. 2위 업체인 모두투어 역시 500~600억원의 현금을 보유하고 있다. 분기당 100억원 내외의 적자를 기록한다 하더라도 최소 1년 이상은 버틸 수 있는 체력을 보유하고 있는 것이다. 여행 산업 내 구조조정이 빠르게 진행되지 않는 것처럼 보이지만 정부의 특별고용지원으로 인해 인건비 절감으로 미뤄지고 있는 것이다. 해당 지원이 9월까지이고, 4분기에도 약한 수요가 예상되기에 이후 겨우 숨만 쉬고 있는 중소형사들의 가파른 구조조정이 시작될 가능성이 높다.

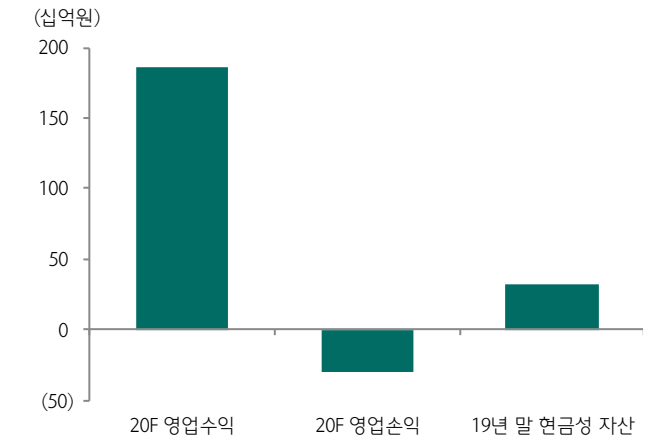
4Q 이후 중소형사 구조조정 시작 가능성↑

표 29. 사모 업계의 OTA 플랫폼 대상 투자 모음 (단위: 십억USD)

연도	투자자	투자 대상	규모
19	General Atlantic	Kiwi.com	미상
	SoftBank	OYO Hotels&Home	1.50
	Blue Flag Partners	Life House	0.10
	Qiming Venture Partners	RedDoorz	0.05
	Fidelity, Valor Equity Partners	Sonder	0.21
	SoftBank	GetYourGuide	0.48
	SoftBank	Klook	0.23
20	Sixth Street, Silver Lake	Airbnb	1.00
	Silver Lake, Apollo	Expedia	1.20

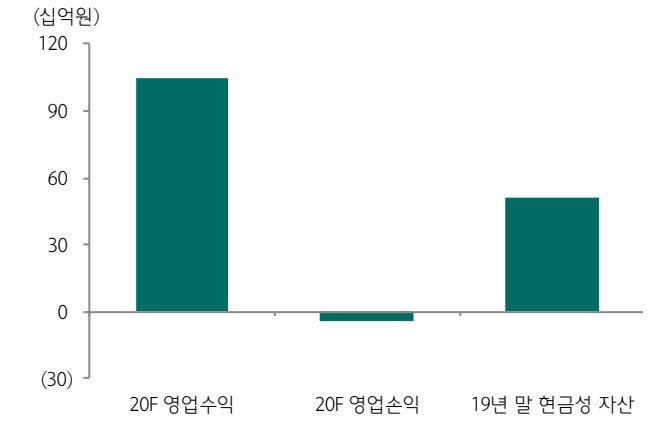
자료: 하나금융투자

그림 94. 하나투어 '20년 실적 전망 및 19년 말 기준 현금성 자산



자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 95. 모두투어 '20년 실적 전망 및 19년 말 기준 현금성 자산



자료: 모두투어, 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

4) 이연 수요는 올 것이다. 다만, 기간 조정을 충분히 감안한 투자 필요

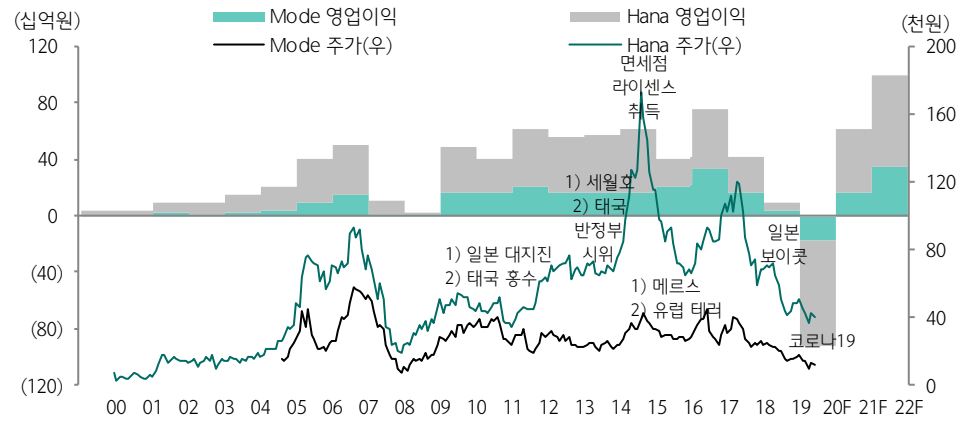
입국 금지 완화 전까지 적자 불가피
백신 개발해도 완전 회복X일 것이나,

1) 이연 수요 발현
2) 비핵심사업 구조조정
3) 경험적 저점 수준의 주가
감안시 기회 있으나, 기간 조정 필요

구간별 선호도는
- 코로나19 중: 모두투어
- 코로나19 이후: 하나투어
양사 주가 차별화는 크지 않을 것

상호 입국 금지 조치가 완화될 때까지 대규모 적자는 불가피하다. 전술했듯이, 정부의 고용 지원금이 없었다면 이미 몇몇 업체들이 파산해도 이상하지 않은 상황이다. 백신이 개발된 후에도 여행객들이 완전히 안전하다고 느끼기 전까지 완전한 회복은 쉽지 않다. 그러나, 1) 오래된 해외 여행 경험 축적에 따른 이연 수요 발현(2021년 예상 출국자 수 2,310만명 (+120%), 2) 코로나19를 기회 삼은 비 핵심 사업 구조조정(면세점, 호텔 등), 3) 그리고 경험적 저점 수준의 주가를 감안할 때 향후 2~3년에 걸친 회복기를 감안하면 분명한 투자 기회가 있다. 다만, 수요 회복을 확인하기 전까지는 최소 3~6개월간의 시간이 필요한 만큼 기간 조정을 충분히 감안한 투자를 고려해야 한다. 최선호주는 코로나19 구간에서는 상대적으로 비용 통제 능력이 탁월한 모두투어이나, 포스트 코로나19에서는 구조조정까지 마무리되어 이익 레버리지까지 기대할 수 있는 하나투어이다. 물론, 경험상 양 사간의 주가 차별화는 크지 않을 것이다.

그림 96. 하나투어, 모두투어 영업이익 및 주가 흐름 추이



자료: 각사, 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

표 30. 하나투어 주요 가정

(단위: 천명, 천원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F
출국자수	26,921	10,499	23,098	25,870	7,409	6,687	6,666	6,159	3,388	134	2,000	4,978
하나투어 송객 수	5,107	2,060	4,283	5,170	1,541	1,293	1,205	1,068	655	27	448	931
패키지	2,906	872	2,441	3,052	964	765	620	558	239	1	155	477
항공권(FIT)	2,201	1,188	1,842	2,118	577	528	585	510	416	26	293	453
YoY												
출국자수	0%	-61%	120%	12%	6%	4%	-2%	-8%	-54%	-98%	-70%	-19%
하나투어 송객 수	-13%	-60%	108%	21%	-7%	-6%	-12%	-26%	-58%	-98%	-63%	-13%
패키지	-22%	-70%	180%	25%	-12%	-14%	-24%	-38%	-75%	-100%	-75%	-14%
항공권(FIT)	2%	-46%	55%	15%	3%	8%	5%	-6%	-28%	-95%	-50%	-11%
하나투어 M/S	19%	20%	19%	20%	21%	19%	18%	17%	19%	20%	22%	19%
ASP												
패키지	746	880	704	683	674	719	809	835	1,064	1,079	889	784
항공권(FIT)	553	608	547	542	555	512	582	558	582	615	699	573
YoY												
패키지	13%	18%	-20%	-3%	9%	7%	13%	28%	58%	50%	10%	-6%
항공권(FIT)	-1%	10%	-10%	-1%	4%	-3%	-4%	5%	5%	20%	20%	3%

자료: 하나투어, 하나금융투자

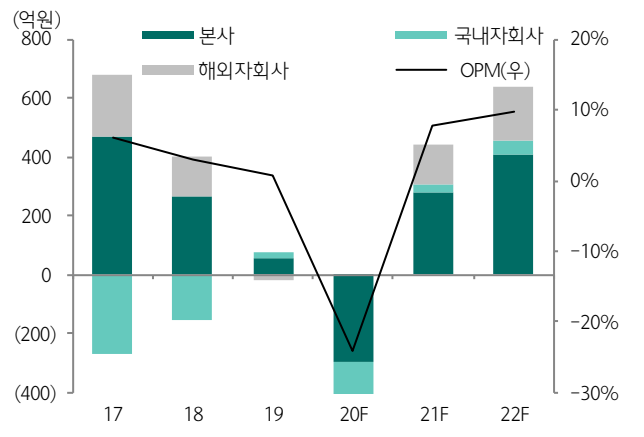
표 31. 하나투어 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F
수탁금	3,383	1,490	2,726	3,231	970	821	842	751	496	17	342	634
매출 전환율	14%	12%	14%	14%	15%	14%	13%	12%	15%	24%	9%	12%
영업수익	763	308	563	663	223	194	183	163	111	11	63	123
본사	463	185	382	455	150	115	107	91	73	4	30	78
국내 자회사	89	51	77	86	20	24	23	22	13	6	13	20
면세점	130	54	45	50	27	31	35	36	24	1	15	13
해외자회사	113	37	85	103	33	33	26	21	8	2	9	18
영업이익	6	(75)	44	64	13	4	(3)	(8)	(28)	(30)	(18)	2
본사	6	(29)	28	40	13	(1)	(2)	(4)	(10)	(11)	(8)	(1)
OPM	1%	-24%	8%	10%	6%	2%	-2%	-5%	-25%	-274%	-29%	1%
당기순이익	(12)	(76)	32	44	9	(4)	(7)	(11)	(35)	(30)	(17)	6

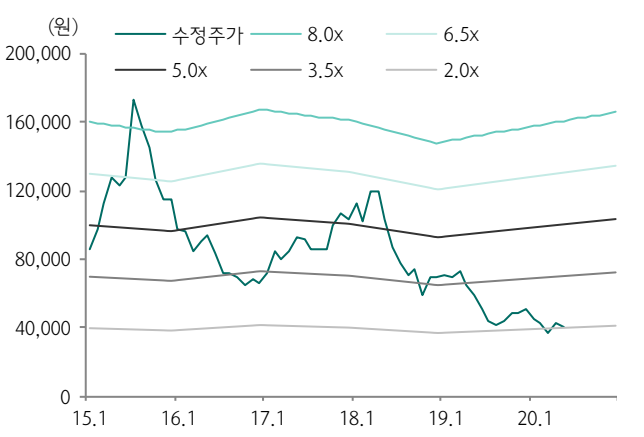
자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 97. 하나투어 부문별 영업이익



자료: 하나투어, 하나금융투자

그림 98. 하나투어 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나투어, 하나금융투자

표 32. 모두투어 주요 가정

(단위: 천명, 천원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F
출국자수	26,921	10,499	23,098	25,870	7,409	6,687	6,666	6,159	3,388	134	2,000	4,978
모두투어 송객 수	2,889	1,284	2,885	3,283	730	692	732	734	423	36	216	609
패키지	1,453	523	1,223	1,435	420	368	311	354	157	5	76	285
항공권(FIT)	1,436	761	1,662	1,848	310	325	422	380	266	31	140	324
YoY												
출국자수	0%	-61%	120%	12%	6%	4%	-2%	-8%	-54%	-98%	-70%	-19%
모두투어 송객 수	5%	-56%	125%	14%	-4%	6%	12%	6%	-42%	-95%	-70%	-17%
패키지	-7%	-64%	134%	17%	-7%	-2%	-8%	-10%	-63%	-99%	-75%	-19%
항공권(FIT)	19%	-47%	118%	11%	-1%	19%	33%	27%	-14%	-90%	-67%	-15%
모두투어 M/S	11%	12%	12%	13%	10%	10%	11%	12%	12%	27%	11%	12%
ASP												
패키지	839	864	803	828	856	802	902	801	1,048	1,122	947	736
항공권(FIT)	511	458	435	426	501	448	466	422	422	479	480	422
YoY												
패키지	-4%	3%	-7%	3%	-2%	-7%	-4%	-4%	22%	40%	5%	-8%
항공권(FIT)	-7%	-5%	-2%	-1%	-1%	-7%	-16%	-15%	-16%	7%	3%	0%

자료: 모두투어, 하나금융투자

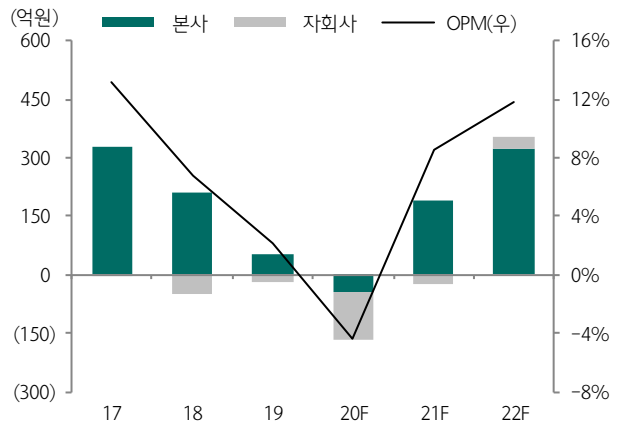
표 33. 모두투어 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F
수탁금	1,876	783	1,691	1,967	515	440	477	444	277	21	139	346
여행알선	1,218	452	983	1,187	360	295	280	283	164	6	72	210
항공권대매	658	331	709	780	155	145	197	160	112	15	67	137
매출 전환율	16%	17%	16%	17%	18%	16%	15%	15%	16%	34%	18%	17%
영업수익	297	135	273	335	92	71	69	65	44	7	24	59
본사	242	105	224	272	78	57	56	51	37	3	18	47
국내 자회사	61	35	55	69	16	15	15	16	8	5	8	14
영업이익	3	(17)	17	35	9	(0)	(2)	(4)	(1)	(9)	(5)	(2)
OPM	1%	-13%	6%	11%	10%	0%	-3%	-5%	-3%	-125%	-19%	-3%
당기순이익	2	(16)	17	30	8	(1)	(0)	(4)	(1)	(8)	(4)	(2)

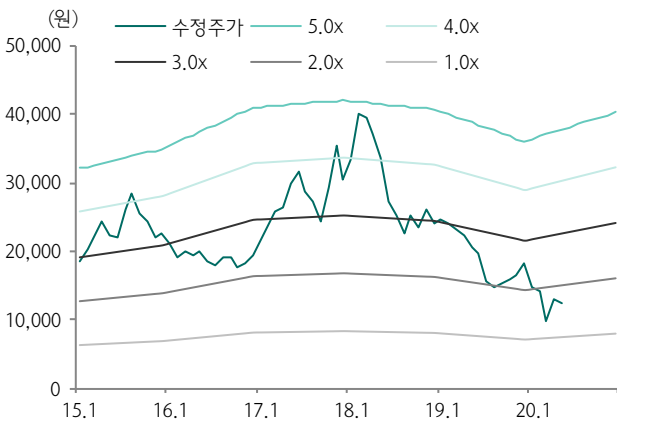
자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 99. 모두투어 부문별 영업이익



자료: 모두투어, 하나금융투자

그림 100. 모두투어 12MF P/B 밴드차트



자료: 모두투어, 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

스튜디오드래곤 (253450) 51
에코마케팅 (230360) 56

Analyst 이기훈 02-3771-7722

2020년 5월 14일

스튜디오드래곤(253450)

고성장 방어주

실적 하향 조정이 없는 것만으로도 섹터 내 탑픽 자격

모이거나 놀아야 이익이 나는 섹터 내에서 실적이 하향 되지 않는 스튜디오드래곤에 대한 최선호주 의견을 유지한다. 상반기 견고한 실적에 더해 하반기 넷플릭스/중국 등의 편성/판매 확대 소식이 나타난다면 주가는 지루한 박스권을 뚫어낼 것이다. 한한령 완화로 중국 동시 방영이 가능하다면 영업이익은 500억원 이상 바로 증가할 수 있는 높은 성장 잠재력도 보유했다. 고성장이 가능한 방어주다.

높아진 실적 가시성과 낮아진 변동성

1분기 국내 판매 성장(+4%)이 제한적임에도 영업이익은 기대할 수 있는 상단인 116억원을 기록했다. 사랑의 불시착을 제외하면 흥행 갈증이 여전히 높은 상황에서도 1월부터 시작되는 넷플릭스향 리쿱율 상향 계약이 시작되었기 때문이다. 또한, 넷플릭스 오리지널 판매로 인해 해외 판매도 24% 성장했다. 타 제작사 대비 흥행에 대한 변수가 낮아지고 있는 것이 상당히 아쉽지만, 반대로 리쿱율 상향에 따른 실적 가시성은 더욱 높아지고 있다.

하반기 글로벌 편성/판매 확대가 가능할 것

정부는 시진핑 주석의 방한 시점을 여전히 연내로 소통하고 있다. 지드래곤/리사의 중국 광고 및 SM C&C의 프로그램 선 판매 등 한한령 완화에 대한 증거를 이미 많이 확인한 상황에서 기대감이 높아질 수 밖에 없다. 또한, 중국 드라마제작협회에서 회당 7억원 수준까지 제작비를 낮추자고 제안했다. 실제 현실화된다면 대작의 흥행이 곧 가입자 성장인 만큼 한국 텐트폴 드라마 판매에 대한 기대감도 점증할 것이다.

또한, 자국 냉 컨텐츠 제작이 현실화 되더라도 해외에서 다수가 모이는 촬영을 허가해줄 가능성은 상당히 제한적이다. 그렇기에 넷플릭스 뿐만 아니라 일본 역시 '백일의 낭군님'이 5월 NHK에서 방영되는 등 글로벌 제작 차질에 따른 한국 드라마의 편성/판매 확대 가능성이 상당히 높다고 판단한다.

Top Picks

BUY

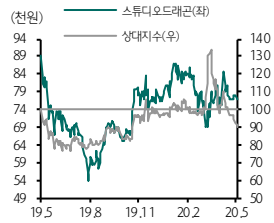
| TP(12M): 98,000원 | CP(5월13일): 77,200원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	691.53
52주 최고/최저(원)	87,000/54,000
시가총액(십억원)	2,169.0
시가총액비중(%)	0.85
발행주식수(천주)	28,096.4
60일 평균 거래량(천주)	349.6
60일 평균 거래대금(십억원)	27.1
20년 배당금(예상,원)	0
20년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	8.17
주요주주 지분율(%)	
CJ ENM 외 5 인	61.31
	0.00

주가상승률	1M	6M	12M
절대	2.3	2.7	(5.3)
상대	(11.8)	(1.7)	(2.9)

Consensus Data	2020	2021
매출액(십억원)	546.0	628.9
영업이익(십억원)	58.1	74.4
순이익(십억원)	47.1	59.9
EPS(원)	1,677	2,132
BPS(원)	16,893	18,931

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	379.6	468.7	536.0	609.9	660.9
영업이익	십억원	39.9	28.7	58.5	77.8	87.7
세전이익	십억원	45.6	33.1	63.3	83.6	94.6
순이익	십억원	35.8	26.4	48.7	64.3	72.8
EPS	원	1,278	941	1,734	2,290	2,592
증감률	%	21.7	(26.4)	84.3	32.1	13.2
PER	배	72.30	85.93	44.52	33.71	29.78
PBR	배	6.46	5.31	4.55	4.01	3.53
EV/EBITDA	배	21.14	14.89	15.53	15.88	15.94
ROE	%	9.31	6.37	10.76	12.64	12.61
BPS	원	14,305	15,242	16,976	19,266	21,859
DPS	원	0	0	0	0	0

Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸
02-3771-7529
dagyeompark@hanafn.com

Analyst 이기훈 02-3771-7722

2분기 더킹 판매로 견조한 실적 기대

집콕 수혜로 인한 VOD 판매 증가와 수익성 좋은 텐트폴 드라마 '더 킹:영원의 군주' 판매 영향으로 2분기도 영업이익 170억원(YoY +57%)으로 견조할 예정이다. 여기에 더해 하반기 세가지 기대감이 겹쳐지며 주가가 빠르게 회복할 가능성이 높다.

표 1. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	469	536	610	661	112	128	131	97	120	132	140	144
편성	209	265	312	339	44	58	61	46	45	60	71	76
판매	219	228	252	274	56	60	60	43	67	60	58	43
기타	41	44	46	48	12	10	10	9	8	12	10	13
매출총이익	48	80	102	114	15	15	15	2	17	22	16	25
GPM	10%	15%	17%	17%	13%	12%	12%	2%	14%	17%	12%	17%
영업이익	29	58	78	88	11	11	11	(4)	12	17	11	19
OPM	6%	11%	13%	13%	10%	8%	8%	-4%	10%	13%	8%	13%
순이익	26	49	64	73	9	7	12	(2)	9	14	10	16

자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

표 2. 스튜디오드래곤 2020년 주요 방영 예정 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차	최고 시청률(%)
tvN	월화	1Q	블랙독	서현진, 라미란	16	5.5
		1Q	방법	엄지원, 성동일	12	6.7
		2Q	반의반	정해인, 채수빈	12(축소)	2.4
		2Q	아는건 별로 없지만 가족입니다	한예리, 추자현	16	
		3Q	청춘기록	박보검, 박소담	16	
		4Q	루카	김래원, 이다희	12	
	수목	1Q	메모리스트	유승호, 이세영	16	3.3
		2Q	오 마이 베이비	장나라, 고준	16	
		3Q	악의 꽃	박민영, 김재욱	16	
		3Q	구미호뎐	이동욱, 조보아	16	
	토일	1Q	하이바이 마마	김태희, 이규형	16	6.5
		2Q	화양연화	유지태, 이보영	16	3.9
		3Q	싸이코지만 괜찮아	김수현	16	
		3Q	비밀의숲2	조승우, 배두나	16	
		4Q	스타트업	남주혁, 수지	16	
OCN	토일	1Q	본대로 말하라	장혁, 수영, 진서연	16	4.4
		2Q	루갈	최진혁, 박성웅	16	1.9
		3Q	트레인	윤시윤, 경수진	12	
		3Q	그들이 있었다	고수, 안소희	12	
기타	KBS주말	1Q	한번 다녀왔습니다	천호진, 차화연	50	30.2
	SBS금토	2Q	더킹: 영원의 군주	이민호, 김고은	16	11.6
	Netflix	1Q	나 홀로 그대	윤현민, 고성희	12	
		3Q	좋아하면 울리는 2	김소현, 송강	8	
		4Q	스위트홈	이시영, 이진욱, 송강	12	

자료: 언론 보도 및 각사, 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

하반기 3가지 모멘텀

1) 넷플릭스 오리지널 수주 가속화

2) 한한령 완화 기대감

3) 일본향 구작 판매

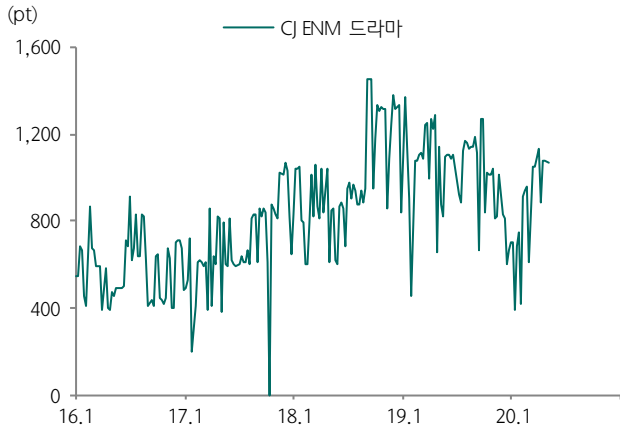
첫째로, 하반기부터 넷플릭스 오리지널 수주 가속화 가능성이 있다. 코로나19의 글로벌 확산으로 인해 세계 곳곳에서 드라마 제작 차질이 일어나고 있으며, 넷플릭스는 1Q20 실적 발표에서 한국과 아이슬란드를 제외한 대부분의 지역에서 정부 권고로 프로그램 제작을 중단 중이라고 밝혔다. 2분기까지는 신작 방영 일정에 영향이 거의 없을 예정이나, 코로나19 영향이 얼마나 장기화될 지 알 수 없는 상황에서 1)아시아의 가입자 폭증(QoQ +22%) 및 지역 내 높은 한국 드라마 선호도, 2) 코로나19 방역 역량, 3) 상대적으로 높은 제작비 경쟁력 등을 감안하면 개연성이 높다.

둘째로, 하반기 중 예상되는 시진핑 방한에 따른 한한령 완화 기대감이다. 넷플릭스라는 안정적인 콘텐츠 공급처를 확보한 상황에서 한한령 완화시 발생할 중국 판권 수익은 이익 기여가 매우 높을 예정이며, 무형자산이기에 가장 빠르게 실적으로 연결될 수 있다. 지난 16일 지드래곤의 중국 광고 재개에 소식에 스튜디오드래곤이 커버리지 내 가장 높은 주가 상승을 보인 것도 이러한 맥락에서 이해할 수 있다.

마지막으로, 오는 17일부터 18년작 '백일의 낭군님' 이 일본 지상파 NHK에 편성될 예정인데, 일본 내 코로나19 확산으로 제작 차질이 발생한 영향으로 보인다. 당장의 수익 기여는 크지 않을 것이나, 흥행 시 추가적인 판매에 따른 잠재적인 성장성이 기대된다.

결국, 2분기 호실적에 더해 하반기 1)넷플릭스 오리지널 수주, 2) 한한령 완화, 3) 일본향 구작 판매의 세가지 기대감이 겹쳐질 것이기에 현 주가(P/E는 20년 기준 45배, 21년 기준 34배) 수준에서는 상승 여력이 높다고 판단한다.

그림 1. CJ ENM 드라마 상위 50위 CPI 지수(~20년 4월)

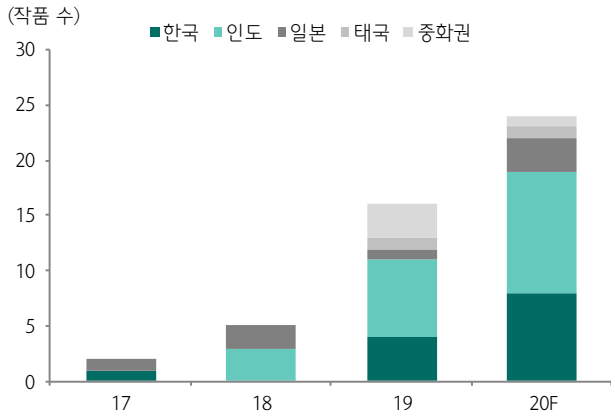


자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 2. 5월 일본 NHK 종합TV에 편성된 백일의 낭군님

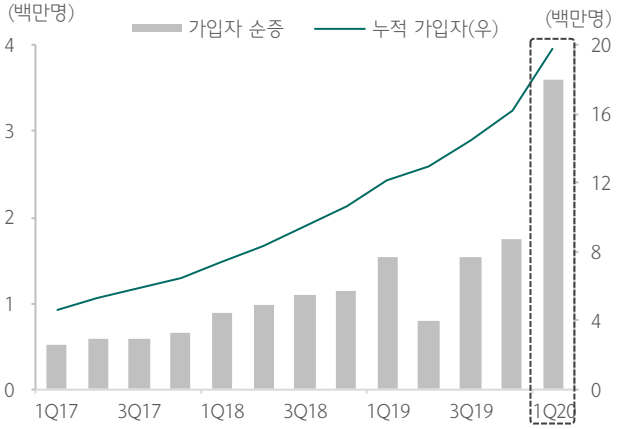
자료: 언론, 하나금융투자

그림 3. 아시아 권역 넷플릭스 오리지널 드라마 증가 추세



자료: 위키백과 및 언론보도 종합, 하나금융투자

그림 4. 넷플릭스 아시아태평양 가입자 수 추이

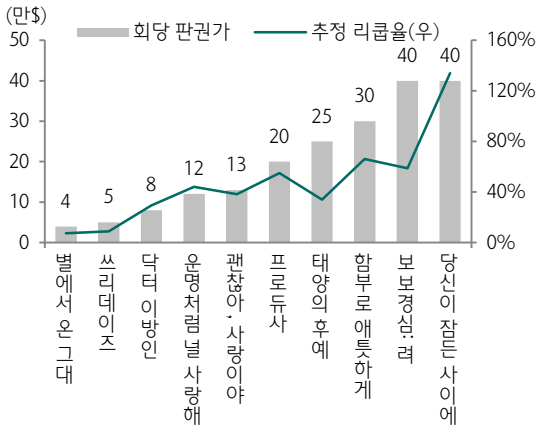


자료: 넷플릭스, 하나금융투자

그림 5. 미국 드라마 제작 참여 및 넷플릭스 오리지널 확대

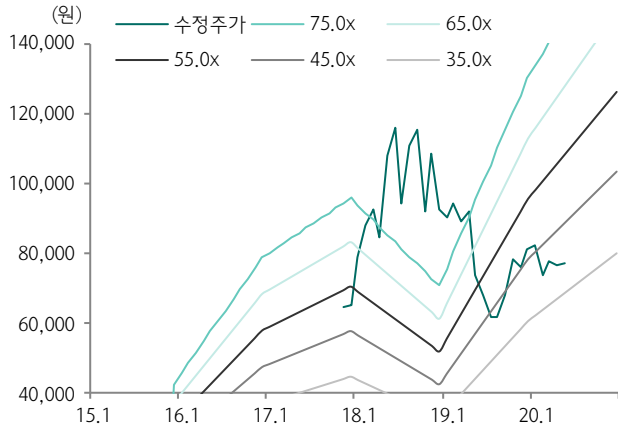
자료: 언론, 하나금융투자

그림 6. 중국향 드라마 판매 판권 추이



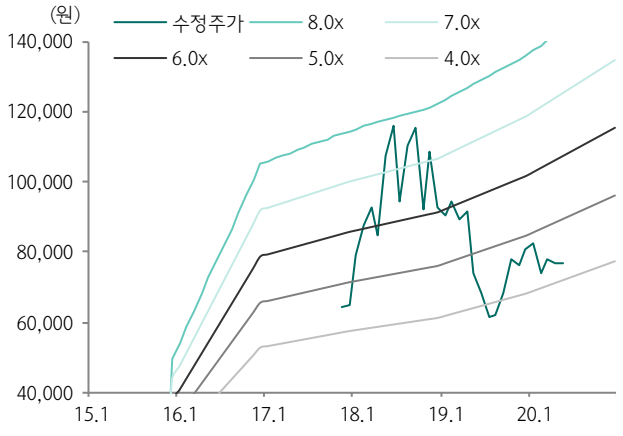
자료: 언론, 하나금융투자

그림 7. 12MF P/E 밴드차트



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 8. 12MF P/B 밴드차트



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**379.6**	**468.7**	**536.0**	**609.9**	**660.9**
매출원가	324.0	420.8	456.1	508.3	546.7
매출총이익	55.6	47.9	79.9	101.6	114.2
판관비	15.7	19.2	21.4	23.8	26.5
영업이익	**39.9**	**28.7**	**58.5**	**77.8**	**87.7**
금융손익	6.1	4.3	4.8	5.7	6.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.3)	0.1	0.0	0.0	0.0
세전이익	**45.6**	**33.1**	**63.3**	**83.6**	**94.6**
법인세	9.8	6.6	14.6	19.2	21.8
계속사업이익	35.8	26.4	48.7	64.3	72.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**35.8**	**26.4**	**48.7**	**64.3**	**72.8**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**35.8**	**26.4**	**48.7**	**64.3**	**72.8**
지배주주지분포괄이익	34.7	25.7	48.7	64.3	72.8
NOPAT	31.3	22.9	45.0	59.9	67.5
EBITDA	115.2	145.5	125.3	116.1	109.6
성장성(%)					
매출액증가율	32.4	23.5	14.4	13.8	8.4
NOPAT증가율	20.4	(26.8)	96.5	33.1	12.7
EBITDA증가율	55.0	26.3	(13.9)	(7.3)	(5.6)
영업이익증가율	20.9	(28.1)	103.8	33.0	12.7
(지배주주)순익증가율	50.4	(26.3)	84.5	32.0	13.2
EPS증가율	21.7	(26.4)	84.3	32.1	13.2
수익성(%)					
매출총이익률	14.6	10.2	14.9	16.7	17.3
EBITDA이익률	30.3	31.0	23.4	19.0	16.6
영업이익률	10.5	6.1	10.9	12.8	13.3
계속사업이익률	9.4	5.6	9.1	10.5	11.0

대차대조표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**247.2**	**244.5**	**379.4**	**503.4**	**612.8**
금융자산	159.5	116.4	232.9	336.6	432.2
현금성자산	153.0	59.8	170.5	267.7	358.8
매출채권 등	69.0	83.8	95.8	109.0	118.1
재고자산	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	18.1	44.3	50.7	57.8	62.5
비유동자산	**265.2**	**337.1**	**271.2**	**233.9**	**212.6**
투자자산	3.7	13.4	14.3	15.3	15.9
금융자산	3.3	6.2	7.0	8.0	8.7
유형자산	1.0	1.2	0.5	0.2	0.1
무형자산	**198.5**	**233.1**	**167.1**	**129.1**	**107.3**
기타비유동자산	**62.0**	**89.4**	**89.3**	**89.3**	**89.3**
자산총계	**512.4**	**581.6**	**650.6**	**737.2**	**825.5**
유동부채	**108.2**	**145.1**	**165.4**	**187.7**	**203.1**
금융부채	0.0	2.0	2.3	2.6	2.8
매입채무 등	59.9	66.2	75.7	86.2	93.4
기타유동부채	48.3	76.9	87.4	98.9	106.9
비유동부채	**2.9**	**8.2**	**8.2**	**8.2**	**8.2**
금융부채	**2.1**	**7.9**	**7.9**	**7.9**	**7.9**
기타비유동부채	0.8	0.3	0.3	0.3	0.3
부채총계	**111.1**	**153.3**	**173.6**	**195.9**	**211.3**
지배주주지분	**401.3**	**428.3**	**477.0**	**541.3**	**614.1**
자본금	**14.0**	**14.0**	**14.0**	**14.0**	**14.0**
자본잉여금	320.1	321.7	321.7	321.7	321.7
자본조정	0.3	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	(0.8)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
이익잉여금	67.6	93.5	142.3	206.6	279.4
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**401.3**	**428.3**	**477.0**	**541.3**	**614.1**
순금융부채	(157.3)	(106.4)	(222.7)	(326.1)	(421.4)

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,278	941	1,734	2,290	2,592
BPS	14,305	15,242	16,976	19,266	21,859
CFPS	4,280	5,346	4,503	4,111	3,835
EBITDAPS	4,108	5,185	4,459	4,131	3,902
SPS	13,539	16,698	19,077	21,708	23,522
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	72.3	85.9	44.5	33.7	29.8
PBR	6.5	5.3	4.5	4.0	3.5
PCFR	21.6	15.1	17.1	18.8	20.1
EV/EBITDA	21.1	14.9	15.5	15.9	15.9
PSR	6.8	4.8	4.0	3.6	3.3
재무비율(%)					
ROE	9.3	6.4	10.8	12.6	12.6
ROA	7.4	4.8	7.9	9.3	9.3
ROIC	14.8	8.5	17.1	28.6	38.0
부채비율	27.7	35.8	36.4	36.2	34.4
순부채비율	(39.2)	(24.9)	(46.7)	(60.2)	(68.6)
이자보상배율(배)	343.0	58.1	71.0	91.8	100.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**(29.1)**	**(12.2)**	**113.6**	**98.1**	**87.2**
당기순이익	35.8	26.4	48.7	64.3	72.8
조정	74.5	104.3	63.3	32.0	13.2
감가상각비	75.3	116.8	66.8	38.2	21.9
외환거래손익	(0.5)	0.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.3)	(13.1)	(3.5)	(6.2)	(8.7)
영업활동 자산부채 변동	(139.4)	(142.9)	1.6	1.8	1.2
투자활동 현금흐름	**140.6**	**(81.0)**	**(2.4)**	**(0.3)**	**4.5**
투자자산감소(증가)	0.1	(9.7)	(0.9)	(1.0)	(0.7)
유형자산감소(증가)	(0.2)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
기타	140.7	(70.8)	(1.5)	0.7	5.2
재무활동 현금흐름	**(9.7)**	**(0.0)**	**(0.5)**	**(0.5)**	**(0.7)**
금융부채증가(감소)	(7.9)	7.8	0.3	0.3	0.2
자본증가(감소)	0.5	1.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.3)	(9.5)	(0.8)	(0.8)	(0.9)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**101.7**	**(93.2)**	**110.7**	**97.3**	**91.1**
Unlevered CFO	120.0	150.0	126.5	115.5	107.7
Free Cash Flow	(29.3)	(12.8)	113.6	98.1	87.2

자료: 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

2020년 5월 14일

에코마케팅 (230360)

벌써 더 좋아지고 있습니다

목표주가 상향

온라인 광고 쏠림과 퍼포먼스 마케팅 기반의 높은 경쟁력을 기반으로 본업이 가파르게 회복하고 있다. 데일리앤코는 분기 기준 사상 최대 매출액도 기대할 수 있는 수준이며, 핵심 CPS인 오호라의 매출 기여도 2분기부터 시작될 것이다. 코로나19 영향에도 2020년 상반기 영업이익은 190억원으로 전년 대비 3% 증익할 것이다. 1) 실적 추정 상향과 2) 본업과 자회사의 동반 고성장 재개로 밸류에이션을 상향으로 목표주가를 44,000원(+10%)으로 상향한다. 하반기 최선호주다.

2Q Preview: OPM 26.7%(-16.2%p YoY)

2분기 매출액/영업이익은 각각 354억원(+42% YoY)/111억원(+36%)으로 기존 예상치 및 컨센서스(95억원)를 상회할 것으로 전망한다. 본업은 3월부터 이미 턴어라운드 한 이후에 4월에도 꾸준히 성장하고 있다. 자회사에서는 클럭 마사지기가 일매출 10억원을 돌파했다. 1분기 자회사 매출이 195억원임을 감안하면 4~5월만으로도 이에 근접한 실적이 예상된다. 6월의 분위기를 지켜봐야 하겠으나 사상 최대 매출을 기록한 전년 3분기(363억원)도 상회할 가능성이 있다.

1분기 매출 서프라이즈를 다시 봐야하는 이유

글루가의 매출액이 2019년 29억원에서 1Q20 130억원대로 고성장하면서 투자자들은 지분법이익뿐만 아니라 별도에서도 CPS 이익 기여가 있다고 추정하고 있다. 그러나, 성장 초기 높은 매체비(광고비)를 감안하면 1분기 관련한 CPS는 거의 없는 수준이다. 그럼에도 1Q 별도 매출이 서프라이즈로 시작했다는 것은 상당히 긍정적이다. 2Q에 계절적 성수기에 진입하는 만큼 분기 매출이 1Q 대비 최소 50% 성장한 200억원대에 진입하면서 CPS 실적 기여가 예상되며 아무리 늦어도 3분기부터는 폭발적으로 성장할 것이다. 이미 일본/중국에서도 마케팅을 하고 있는 만큼 국내 라이프싸이클 논란이 발생하기도 전에 해외 매출의 고성장이 시작될 것이며, 해외에서 얼마만큼 성장할 지 모르는 긍정적인 불확실성이 실적 뿐만 아니라 밸류에이션 리레이팅을 이끌어 줄 것이다.

Top Picks

BUY

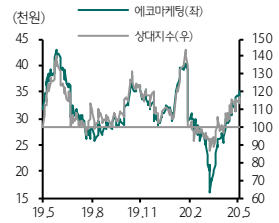
| TP(12M): 44,000원(상향) | CP(5월13일): 35,100원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	691.53
52주 최고/최저(원)	43,000/16,200
시가총액(십억원)	568.6
시가총액비중(%)	0.22
발행주식수(천주)	16,198.9
60일 평균 거래량(천주)	236.7
60일 평균 거래대금(십억원)	6.4
20년 배당금(예상,원)	780
20년 배당수익률(예상,%)	2.22
외국인지분율(%)	3.23
주요주주 지분율(%)	
김철웅 외 3 인	53.33
한국투자밸류자산운용	5.01

주가상승률	1M	6M	12M
절대	38.2	1.7	0.7
상대	19.2	(2.6)	3.2

Consensus Data	2020	2021
매출액(십억원)	121.3	132.0
영업이익(십억원)	39.4	46.5
순이익(십억원)	37.1	43.0
EPS(원)	2,212	2,570
BPS(원)	8,389	9,992

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	62.1	111.4	126.9	145.8	154.8
영업이익	십억원	16.9	37.8	42.0	53.0	55.8
세전이익	십억원	19.6	42.1	51.6	65.3	69.8
순이익	십억원	15.4	31.6	38.1	48.5	55.1
EPS	원	949	1,949	2,354	2,992	3,402
증감률	%	99.8	105.4	20.8	27.1	13.7
PER	배	12.02	16.52	14.91	11.73	10.32
PBR	배	2.13	4.89	4.18	3.32	2.67
EV/EBITDA	배	6.92	11.67	11.35	8.45	7.35
ROE	%	19.46	32.65	31.44	31.55	28.69
BPS	원	5,353	6,585	8,389	10,581	13,133
DPS	원	390	670	780	1,000	1,140

Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸
02-3771-7529
dagyeompark@hanafn.com

Analyst 이기훈 02-3771-7722

1Q20실적 부진했으나,
3월부터 온라인 광고 빠른 회복 中
퍼포먼스 기반 에코마케팅 성장 재개

코로나19로 광고 시장이 멈춰있던 2월의 부진 및 글루가에 핵심 인력 배치 영향으로 1분기 실적은 부진했다. 그러나, 3월부터 언택트 트렌드에 따른 온라인 광고가 빠르게 회복되었으며, 퍼포먼스를 기반으로 하는 에코마케팅의 성장이 재개되고 있다. 미국 트레이드데스크 역시 실적 발표에서 3월 모든 광고주가 무차별하게 광고를 집행 중단했지만, 광고 재개 시에는 섬세한 집행이 필요할 것이고, 올해 대규모 코드 커팅을 예상하고 있어 OTT(커넥티드 TV)나 데이터 드리븐 마케팅이 TV 업프론트 파이를 가져갈 것으로 기대하고 있다. 이와 비슷한 개념에서 퍼포먼스 기반의 에코마케팅의 성장을 기대하는 이유가 될 것이다.

표 1. 에코마케팅 TP 상향 (단위: 억원)

지배주주순익(12MF)		
광고	5,898	지배주주순익 *24배
데일리앤코	1,253	지배주주순익 *12배
	7,151	
주식 수	16,199	천주
목표 주가	44,000	원
현재 주가	35,100	원
상승 여력	25	%

자료: 하나금융투자

표 2. 에코마케팅 실적 추정 (단위: 억원)

	19	20F	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F
영업수익	1,114	1,269	1,458	1,548	241	249	363	261	296	354	292	328
광고대행	414	472	581	610	107	91	106	110	101	109	125	138
제품판매	699	797	877	939	134	158	257	151	195	245	167	190
영업비용	735	850	928	991	138	167	248	183	217	243	189	200
영업이익	378	420	530	558	103	81	115	78	79	111	102	127
OPM	34%	33%	36%	36%	43%	33%	32%	30%	27%	31%	35%	39%
당기순이익	334	407	516	551	91	73	110	60	87	99	99	96
NPM	30%	32%	35%	36%	38%	29%	30%	23%	30%	28%	34%	29%

자료: 에코마케팅, 하나금융투자

오호라의 성장 고무적
- 해외 진출로 올해 약 천억원 기대
- CPS 매출은 2Q부터 기여 본격화

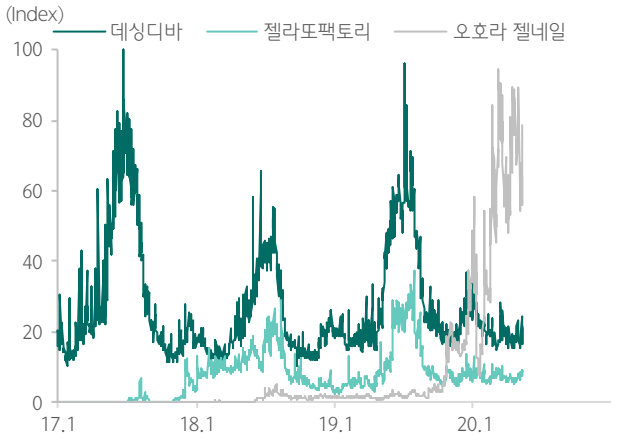
특히, 오호라의 성장도 고무적이다. 국내 젤네일 시장의 1~2위 사업자인 데싱디바/젤라또랩의 합산 매출액이 약 800억원인데, 지분 투자 이후 2개 분기에만 약 130억원을 기록했다. 일본/중국 등 해외 진출로 연내 전년 시장 규모를 뛰어 넘는 950~1,000억원의 매출을 예상하고 있다. 성장 초기 국면 높은 매체 집행비를 감안하면 CPS 매출은 2분기부터 본격적으로 기여할 가능성이 높다. 클럭의 저주파기 마사지기 역시 흔히 볼 수 있는 제품이었으나 마케팅 역량을 통해 시장을 창출하면서 성장해왔는데, 오호라도 해외로까지 시장이 확장되며 언제까지 성장할 수 있을 지 모르는 지금이 바로 가장 저평가 된 구간으로 판단한다.

Analyst 이기훈 02-3771-7722

그림 1. 라쿠텐 네일 검색시 오호라 상단에 노출 중

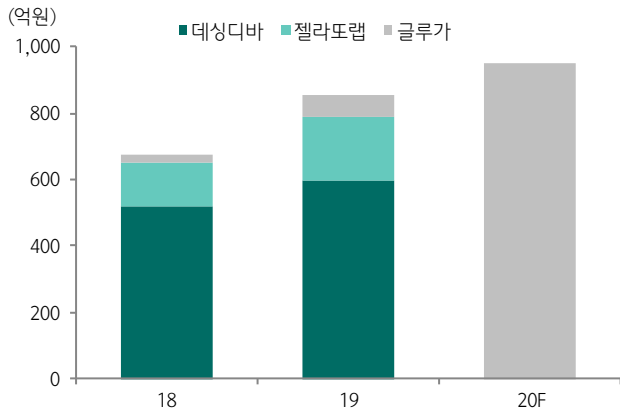
자료: 리서치애드, 하나금융투자

그림 2. 국내 주요 젤네일 브랜드 네이버 검색어 트렌드



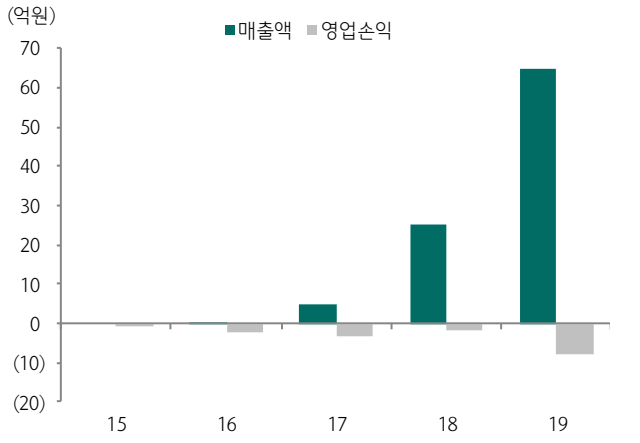
자료: 네이버트렌드, 하나금융투자

그림 3. 국내 젤네일 시장 규모와 글루가 '20년 예상 매출



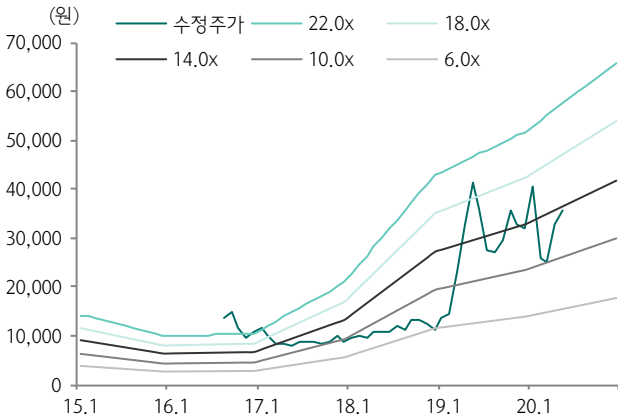
자료: 각사, 하나금융투자

그림 4. 글루가 연간 실적 추이



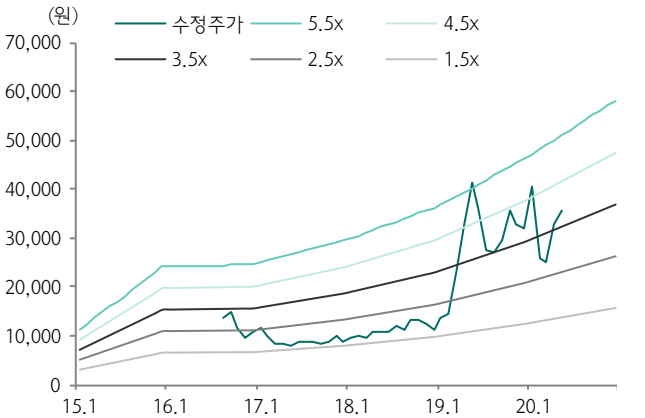
자료: 중소기업현황정보시스템, 하나금융투자

그림 5. 12MF P/E 밴드차트



자료: 에코마케팅, 하나금융투자

그림 6. 12MF P/B 밴드차트



자료: 에코마케팅, 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**62.1**	**111.4**	**126.9**	**145.8**	**154.8**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	62.1	111.4	126.9	145.8	154.8
판관비	45.2	73.5	85.0	92.8	99.1
영업이익	**16.9**	**37.8**	**42.0**	**53.0**	**55.8**
금융손익	1.5	1.4	1.9	2.1	2.3
종속/관계기업손익	0.0	(0.2)	4.2	6.3	7.6
기타영업외손익	1.2	3.1	3.5	3.9	4.1
세전이익	**19.6**	**42.1**	**51.6**	**65.3**	**69.8**
법인세	3.6	8.8	10.8	13.7	14.6
계속사업이익	16.0	33.4	40.7	51.6	55.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**16.0**	**33.4**	**40.7**	**51.6**	**55.1**
비지배주주지분 순이익	0.6	1.8	2.6	3.1	0.0
지배주주순이익	**15.4**	**31.6**	**38.1**	**48.5**	**55.1**
지배주주지분포괄이익	15.6	32.0	38.6	48.9	52.2
NOPAT	13.8	30.0	33.2	41.9	44.1
EBITDA	17.8	39.5	42.6	53.6	56.3
성장성(%)					
매출액증가율	157.7	79.4	13.9	14.9	6.2
NOPAT증가율	119.0	117.4	10.7	26.2	5.3
EBITDA증가율	114.5	121.9	7.8	25.8	5.0
영업이익증가율	113.9	123.7	11.1	26.2	5.3
(지배주주)순익증가율	100.0	105.2	20.6	27.3	13.6
EPS증가율	99.8	105.4	20.8	27.1	13.7
수익성(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA이익률	28.7	35.5	33.6	36.8	36.4
영업이익률	27.2	33.9	33.1	36.4	36.0
계속사업이익률	25.8	30.0	32.1	35.4	35.6

대차대조표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**102.9**	**119.4**	**154.1**	**195.9**	**239.1**
금융자산	68.9	65.0	91.7	126.0	164.8
현금성자산	13.0	39.7	65.0	97.7	135.9
매출채권 등	22.1	28.9	33.2	36.5	38.8
재고자산	4.3	15.8	18.0	20.7	22.0
기타유동자산	7.6	9.7	11.2	12.7	13.5
비유동자산	**14.4**	**20.2**	**20.4**	**20.9**	**20.9**
투자자산	2.1	6.4	7.3	8.4	8.9
금융자산	2.1	2.6	3.0	3.4	3.7
유형자산	1.5	3.0	2.7	2.4	2.1
무형자산	**10.9**	**10.7**	**10.4**	**10.1**	**9.9**
기타비유동자산	**(0.1)**	**0.1**	**(0.0)**	**(0.0)**	**(0.0)**
자산총계	**117.4**	**139.6**	**174.5**	**216.9**	**260.0**
유동부채	**24.3**	**29.3**	**32.3**	**36.0**	**37.7**
금융부채	1.4	0.9	1.0	1.2	1.3
매입채무 등	19.8	19.7	22.5	25.8	27.4
기타유동부채	3.1	8.7	8.8	9.0	9.0
비유동부채	**5.2**	**0.9**	**0.9**	**1.0**	**1.0**
금융부채	**4.7**	**0.4**	**0.4**	**0.4**	**0.4**
기타비유동부채	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
부채총계	**29.5**	**30.2**	**33.2**	**37.0**	**38.8**
지배주주지분	**86.7**	**106.6**	**135.9**	**171.4**	**212.7**
자본금	**1.6**	**1.6**	**1.6**	**1.6**	**1.6**
자본잉여금	32.6	32.8	32.8	32.8	32.8
자본조정	1.5	3.2	3.2	3.2	3.2
기타포괄이익누계액	0.1	0.6	0.6	0.6	0.6
이익잉여금	50.9	68.5	97.7	133.2	174.6
비지배주주지분	**1.2**	**2.8**	**5.4**	**8.5**	**8.5**
자본총계	**87.9**	**109.4**	**141.3**	**179.9**	**221.2**
순금융부채	(62.8)	(63.7)	(90.3)	(124.4)	(163.1)

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	949	1,949	2,354	2,992	3,402
BPS	5,353	6,585	8,389	10,581	13,133
CFPS	1,291	2,762	3,153	3,973	4,213
EBITDAPS	1,098	2,437	2,631	3,308	3,476
SPS	3,834	6,874	7,837	8,999	9,557
DPS	390	670	780	1,000	1,140
주가지표(배)					
PER	12.0	16.5	14.9	11.7	10.3
PBR	2.1	4.9	4.2	3.3	2.7
PCFR	8.8	11.7	11.1	8.8	8.3
EV/EBITDA	6.9	11.7	11.3	8.4	7.4
PSR	3.0	4.7	4.5	3.9	3.7
재무비율(%)					
ROE	19.5	32.6	31.4	31.5	28.7
ROA	14.6	24.6	24.3	24.8	23.1
ROIC	57.3	81.6	66.9	78.2	78.1
부채비율	33.5	27.6	23.5	20.6	17.5
순부채비율	(71.5)	(58.2)	(63.9)	(69.1)	(73.7)
이자보상배율(배)					

현금흐름표

(단위: 십억원)

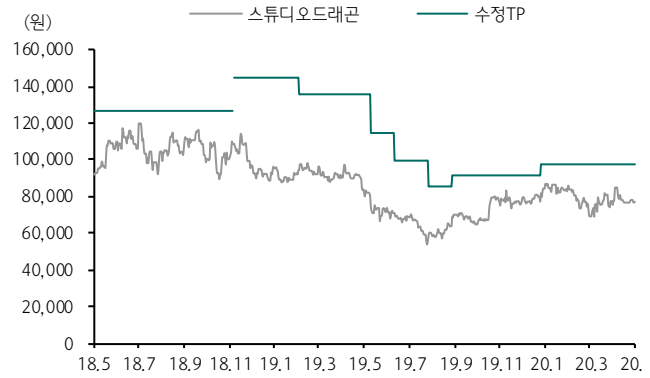
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**14.5**	**21.3**	**36.4**	**48.1**	**53.0**
당기순이익	16.0	33.4	40.7	51.6	55.1
조정	3.3	7.8	0.6	0.6	0.5
감가상각비	0.9	1.6	0.6	0.6	0.5
외환거래손익	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
기타	2.2	6.0	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(4.8)	(19.9)	(4.9)	(4.1)	(2.6)
투자활동 현금흐름	**(12.5)**	**26.3**	**(2.3)**	**(2.7)**	**(1.1)**
투자자산감소(증가)	(0.6)	(4.3)	(0.9)	(1.1)	(0.5)
유형자산감소(증가)	(0.2)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(11.7)	31.1	(1.4)	(1.6)	(0.6)
재무활동 현금흐름	**(2.7)**	**(20.8)**	**(8.8)**	**(12.8)**	**(13.7)**
금융부채증가(감소)	(0.7)	(4.7)	0.1	0.2	0.1
자본증가(감소)	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.4)	(2.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(2.0)	(13.9)	(8.9)	(13.0)	(13.8)
현금의 증감	**(0.8)**	**26.7**	**25.4**	**32.6**	**38.2**
Unlevered CFO	20.9	44.7	51.1	64.4	68.2
Free Cash Flow	14.3	20.7	36.4	48.1	53.0

자료: 하나금융투자

Analyst 이기훈 02-3771-7722

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

스튜디오드래곤



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.1.8	BUY	98,000		
19.9.10	BUY	92,000	-19.62%	-9.35%
19.8.9	BUY	86,000	-29.08%	-23.84%
19.6.24	BUY	100,000	-34.39%	-29.60%
19.5.23	BUY	115,000	-37.57%	-34.61%
19.2.15	BUY	136,000	-32.90%	-27.72%
18.11.19	BUY	145,000	-33.79%	-21.31%
18.11.19	담당자변경	145,000		
18.11.18	담당자변경			-
18.5.24	BUY	127,000	-16.74%	-5.67%

에코마케팅

날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.14	BUY	44,000		
20.4.29	BUY	40,000	-16.79%	-12.50%
20.3.16	BUY	33,000	-25.01%	-5.76%
20.2.6	BUY	40,000	-30.61%	-22.88%
19.8.5	BUY	43,000	-25.75%	-5.93%
19.6.27	BUY	54,000	-43.81%	-31.94%
19.6.19				-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 5월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 05월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2020년 05월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.