

와이지엔터테인먼트 (122870)

위기에도 흔들림 없는 블랙핑크

마지막 고비만 넘으면 높은 상승 잠재력이 대기 중

블랙핑크의 고성장, 트레이저의 데뷔 가시화, 자회사의 가시성 높은 턴어라운드, 그리고 동방신기 체대 6개월 전부터 SM의 주가 상승을 기억한다면 실적과 모멘텀이 점증하는 구간이다. 승리 이슈가 큰 폭의 밸류에이션 하향으로 작용하며 주가는 하락했지만, 그렇다고 해서 2020년 500억원 내외의 영업이익을 바라보는 펀더멘털의 변화는 아직 없다. 아쉽게도, 이 모든 호재에도 불구하고 국세청의 특별세무조사 결과가 나오기까지의 불확실성 때문에 보수적인 관점에서 접근할 수 밖에 없다. 다만, 관련 조사가 '계속 기업'의 근간을 흔들 정도로 마무리 되지 않는다면 높은 잠재력이 대기하고 있기에 관련 뉴스 플로우에 꾸준히 관심 가질 필요가 있다.

1Q Preview: OPM 3.3%(+0.3%p YoY)

YG의 예상 매출액/영업이익은 각각 631억원(-18% YoY)/21억원(-10%)이다. 앨범은 아이콘의 리패키지, 일본 투어는 아이콘/블랙핑크(합산 약 15만명), 그리고 블랙핑크의 아시아 투어 11회 등이 반영된다. YG플러스는 7억원의 적자가 예상되는데, 전년 동기 대비로는 7억원 개선된 것이다.

2분기에는 블랙핑크의 음반/음원 및 글로벌 투어, 그리고 플러스의 기여가 재차 시작되면서 58억원(OPM 7.7%)의 영업이익을 전망하는데, 이는 최근 2년 내 가장 높은 수준이다.

블랙핑크의 모든 것이 역대급

블랙핑크의 24시간 유튜브 조회수는 5,670만뷰로 전세계 1위를 기록했으며, 3일만에 1억부도 돌파했다. 예상했던 성과들이 나타나고 있는 가운데, 팬덤 유입 여부를 확인할 수 있는 음반 판매량도 확인할 필요가 있다. 전년 첫 앨범 만에 23만장을 판매했는데, 2019년에는 60만장(당사 추정, 2번의 앨범)을 가정하고 있다. 또한, 6월까지 확정된 블랙핑크의 글로벌 투어만 27회인데, 이는 전년 YG의 연간 기타 지역 콘서트(19회)보다 더 많다. 하반기에도 컴백(솔로/그룹) 및 투어 일정들이 추가될 것임을 감안하면 올해부터 상당한 이익 기여가 시작되고 있다.

Update

BUY

| TP(12M): 49,000원 | CP(4월 9일): 38,200원

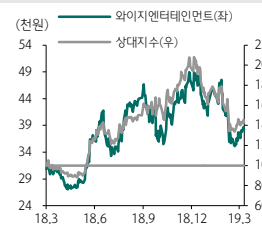
Key Data

| | |
|------------------|-------------------|
| KOSDAQ 지수 (pt) | 756.81 |
| 52주 최고/최저(원) | 48,950/27,050 |
| 시가총액(십억원) | 694.7 |
| 시가총액비중(%) | 0.27 |
| 발행주식수(천주) | 18,185.7 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 472.9 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 19.1 |
| 19년 배당금(예상, 원) | 150 |
| 19년 배당수익률(예상, %) | 0.39 |
| 외국인지분율(%) | 17.32 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 양현석 외 6인 | 21.17 |
| 네이버 | 9.13 |
| 주가상승률 | 1M 6M 12M |
| 절대 | (11.7) (7.3) 25.0 |
| 상대 | (14.1) (6.0) 44.5 |

Consensus Data

| | 2019 | 2020 |
|-----------|--------|--------|
| 매출액(십억원) | 318.3 | 430.9 |
| 영업이익(십억원) | 24.5 | 47.4 |
| 순이익(십억원) | 21.9 | 37.7 |
| EPS(원) | 1,175 | 2,008 |
| BPS(원) | 19,508 | 21,405 |

Stock Price



Financial Data

| 투자지표 | 단위 | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|-----------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 십억원 | 349.9 | 285.8 | 289.1 | 402.1 | 426.6 |
| 영업이익 | 십억원 | 24.2 | 9.6 | 17.8 | 50.8 | 55.8 |
| 세전이익 | 십억원 | 30.0 | 26.4 | 19.9 | 54.5 | 62.5 |
| 순이익 | 십억원 | 17.8 | 17.8 | 12.2 | 31.6 | 36.2 |
| EPS | 원 | 931 | 911 | 624 | 1,616 | 1,852 |
| 증감률 | % | (14.9) | (2.1) | (31.5) | 159.0 | 14.6 |
| PER | 배 | 30.99 | 52.16 | 61.19 | 23.64 | 20.62 |
| PBR | 배 | 1.64 | 2.58 | 2.02 | 1.88 | 1.73 |
| EV/EBITDA | 배 | 13.77 | 50.82 | 26.48 | 12.68 | 11.99 |
| ROE | % | 5.71 | 5.07 | 3.35 | 8.24 | 8.73 |
| BPS | 원 | 17,539 | 18,407 | 18,882 | 20,360 | 22,074 |
| DPS | 원 | 150 | 150 | 150 | 150 | 200 |



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

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

표 1. YG의 유튜브 요약

(단위: 만 명, 억 회)

| | YG | 빅뱅 | 블랙핑크 | 아이콘 | 위너 | 합산 |
|-----------------|------|-------|-------|------|-----|-------|
| 구독자 수(5/20일) | 360 | 927 | 675 | 233 | 190 | 2,385 |
| 구독자 수(19/04/09) | 467 | 1,109 | 2,243 | 524 | 266 | 4,610 |
| 증가율(~04/09일) | 30% | 20% | 232% | 125% | 40% | 93% |
| 최근 1년간 누적 조회수 | 2 | 8 | 32 | 7 | 3 | 52 |
| 최근 1년간 구독자 수 증가 | 111 | 209 | 1,439 | 317 | 98 | 2,175 |
| YoY(조회수) | -13% | -19% | 173% | 189% | 18% | |
| YoY(구독자 수) | 55% | 11% | 273% | 233% | 32% | |

자료: 유튜브, 하나금융투자

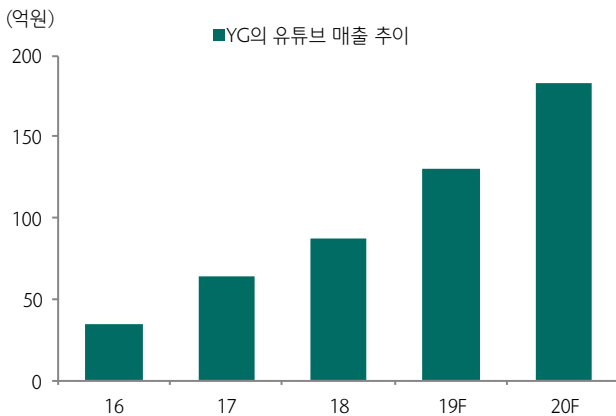
표 2. 글로벌 24시간 뮤직비디오 조회수 순위

(단위: 만회)

| 순위 | 아티스트 | 곡명 | 24시간 조회수 | 업로드 시점 |
|--------|---------------|--------------------------|----------|--------|
| 1(2) | 블랙핑크 | Kill This Love | 5,670 | 19.04 |
| 2(3) | Ariana Grande | thank u, next | 5,540 | 18.11 |
| 3(5) | BTS | IDOL | 4,590 | 18.08 |
| 4(6) | Taylor Swift | Look What You Made Me Do | 4,320 | 17.08 |
| 5(10) | Eminem | Killshot | 3,810 | 18.09 |
| 6(11) | 블랙핑크 | DDU-DU DDU-DU | 3,620 | 18.06 |
| 7(12) | 싸이 | 젠틀맨 | 3,600 | 13.04 |
| 8(13) | BTS | Fake Love | 3,590 | 18.05 |
| 9(15) | 트와이스 | Yes or Yes | 3,140 | 18.11 |
| 10(16) | Nicky Jam | X (EQUIS) | 2,970 | 18.03 |

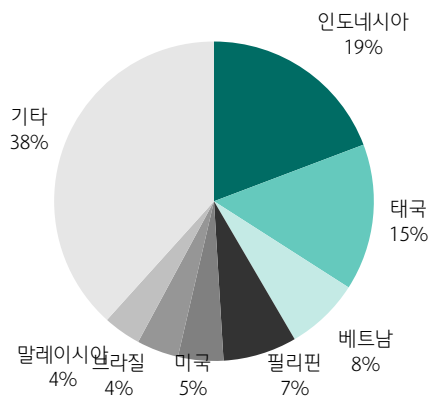
자료: 위키피디아, 하나금융투자

그림 1. YG 유튜브 매출 추이 - 18년 성장률은 YoY 36%



자료: YG, 하나금융투자

그림 2. 블랙핑크의 국가별 유튜브 조회 수(최근 90일)



자료: 유튜브, 하나금융투자

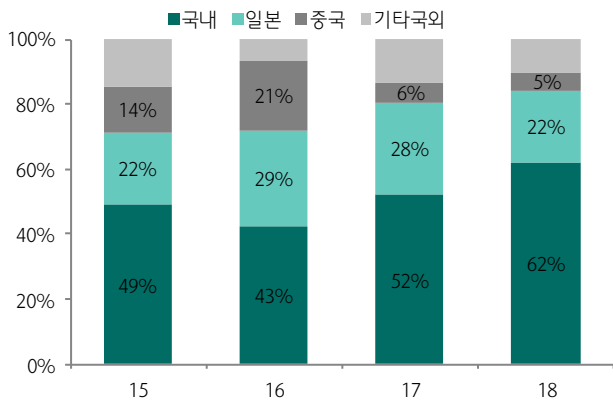
표 3. YG 실적 추정

(단위: 십억원)

| | 17 | 18 | 19F | 20F | 21F | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19F | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F |
|---------|-----|-----|-----|-----|-----|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 350 | 286 | 289 | 402 | 427 | 77 | 63 | 65 | 81 | 63 | 75 | 70 | 81 |
| 음반/음원 | 112 | 101 | 103 | 132 | 142 | 19 | 26 | 30 | 26 | 21 | 29 | 25 | 28 |
| 앨범/DVD | 18 | 11 | 14 | 23 | 25 | 2 | 3 | 3 | 2 | 1 | 4 | 3 | 5 |
| 디지털음원 | 55 | 50 | 55 | 64 | 70 | 11 | 13 | 14 | 12 | 13 | 14 | 15 | 13 |
| MD 상품 외 | 39 | 40 | 34 | 45 | 47 | 6 | 9 | 13 | 12 | 7 | 11 | 7 | 9 |
| 광고 | 40 | 30 | 31 | 35 | 33 | 7 | 8 | 7 | 8 | 8 | 8 | 7 | 8 |
| 콘서트 | 56 | 13 | 15 | 57 | 62 | 2 | 1 | 5 | 6 | 5 | 4 | 3 | 4 |
| 로열티 | 82 | 49 | 24 | 52 | 55 | 35 | 5 | 4 | 6 | 6 | 4 | 5 | 9 |
| 출연료 | 20 | 16 | 17 | 15 | 16 | 3 | 5 | 4 | 5 | 5 | 5 | 4 | 4 |
| 커미션 | 35 | 40 | 42 | 46 | 51 | 8 | 14 | 9 | 9 | 7 | 15 | 10 | 11 |
| 음악서비스 | | 19 | 46 | 55 | 58 | | 4 | 5 | 10 | 9 | 11 | 13 | 14 |
| 제작 | 4 | 17 | 10 | 10 | 10 | 3 | 0 | 1 | 12 | 2 | 0 | 4 | 4 |
| GPM(%) | 29% | 30% | 35% | 37% | 38% | 27% | 35% | 33% | 26% | 35% | 36% | 36% | 34% |
| 영업이익 | 25 | 9 | 18 | 51 | 56 | 2 | 1 | 3 | 3 | 2 | 6 | 4 | 6 |
| OPM(%) | 7% | 3% | 6% | 13% | 13% | 3% | 2% | 4% | 4% | 3% | 8% | 6% | 7% |
| 당기순이익 | 12 | 17 | 13 | 34 | 39 | 1 | (0) | 1 | 14 | 2 | 5 | 5 | 1 |

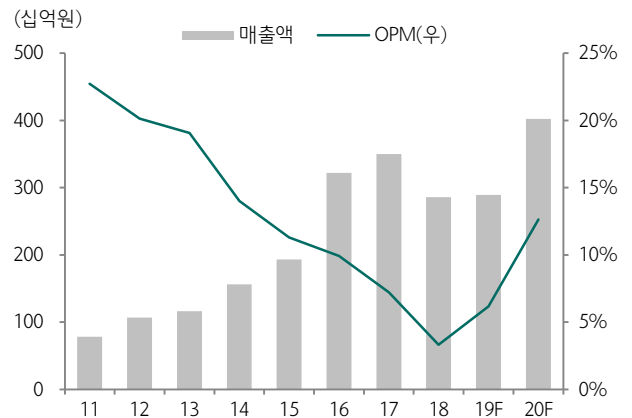
자료: YG, 하나금융투자

그림 3. 지역별 매출 비중 -2020년 일본/기타(북미) 비중 확대 전망



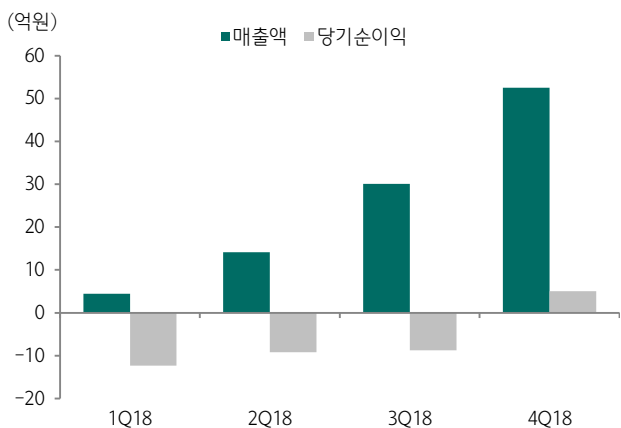
자료: YG, 하나금융투자

그림 4. YG 실적 추이 - 2018년이 저점



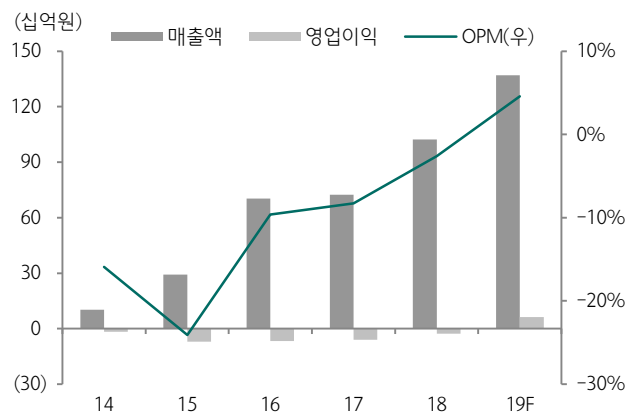
자료: YG, 하나금융투자

그림 5. 코드코스메(YG플러스 화장품 사업부) 실적 추이



자료: YG플러스, 하나금융투자

그림 6. YG플러스 연간 실적 추이



자료: YG플러스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 349.9 | 285.8 | 289.1 | 402.1 | 426.6 |
| 매출원가 | 249.2 | 200.8 | 187.8 | 253.0 | 262.8 |
| 매출총이익 | 100.7 | 85.0 | 101.3 | 149.1 | 163.8 |
| 판매비 | 76.5 | 75.4 | 83.5 | 98.4 | 108.1 |
| 영업이익 | 24.2 | 9.6 | 17.8 | 50.8 | 55.8 |
| 금융손익 | 6.1 | 23.1 | 2.5 | 4.4 | 7.5 |
| 중속/관계기업손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | (0.3) | (6.3) | (0.5) | (0.7) | (0.8) |
| 세전이익 | 30.0 | 26.4 | 19.9 | 54.5 | 62.5 |
| 법인세 | 18.1 | 8.9 | 7.1 | 20.2 | 23.1 |
| 계속사업이익 | 11.9 | 17.5 | 12.7 | 34.3 | 39.4 |
| 중단사업이익 | 0.0 | (1.6) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 11.9 | 15.9 | 12.7 | 34.3 | 39.4 |
| 비배주주지분 순이익 | (5.9) | (1.9) | 0.5 | 2.7 | 3.1 |
| 지배주주순이익 | 17.8 | 17.8 | 12.2 | 31.6 | 36.2 |
| 지배주주지분포괄이익 | 12.8 | 18.6 | 14.0 | 37.7 | 43.2 |
| NOPAT | 9.6 | 6.4 | 11.4 | 32.0 | 35.2 |
| EBITDA | 34.3 | 19.1 | 25.6 | 57.3 | 61.2 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | 8.7 | (18.3) | 1.2 | 39.1 | 6.1 |
| NOPAT증가율 | (29.9) | (33.3) | 78.1 | 180.7 | 10.0 |
| EBITDA증가율 | (12.3) | (44.3) | 34.0 | 123.8 | 6.8 |
| 영업이익증가율 | (24.1) | (60.3) | 85.4 | 185.4 | 9.8 |
| (지배주주)순이익증가율 | (4.8) | 0.0 | (31.5) | 159.0 | 14.6 |
| EPS증가율 | (14.9) | (2.1) | (31.5) | 159.0 | 14.6 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 28.8 | 29.7 | 35.0 | 37.1 | 38.4 |
| EBITDA이익률 | 9.8 | 6.7 | 8.9 | 14.3 | 14.3 |
| 영업이익률 | 6.9 | 3.4 | 6.2 | 12.6 | 13.1 |
| 계속사업이익률 | 3.4 | 6.1 | 4.4 | 8.5 | 9.2 |

투자지표

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 931 | 911 | 627 | 1,618 | 1,852 |
| BPS | 17,539 | 18,407 | 18,885 | 20,365 | 22,074 |
| CFPS | 2,245 | 1,277 | 1,141 | 2,857 | 3,228 |
| EBITDAPS | 1,792 | 976 | 1,317 | 2,935 | 3,133 |
| SPS | 18,292 | 14,625 | 14,796 | 20,570 | 21,826 |
| DPS | 150 | 150 | 150 | 150 | 200 |
| 주가지표(배) | | | | | |
| PER | 31.0 | 52.2 | 60.9 | 23.6 | 20.6 |
| PBR | 1.6 | 2.6 | 2.0 | 1.9 | 1.7 |
| PCFR | 12.9 | 37.2 | 33.5 | 13.4 | 11.8 |
| EV/EBITDA | 13.8 | 50.8 | 26.4 | 12.7 | 12.0 |
| PSR | 1.6 | 3.2 | 2.6 | 1.9 | 1.8 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | 5.7 | 5.1 | 3.4 | 8.2 | 8.7 |
| ROA | 3.3 | 3.0 | 2.0 | 5.0 | 5.3 |
| ROIC | 7.0 | 2.9 | 4.0 | 9.8 | 9.4 |
| 부채비율 | 35.1 | 32.2 | 31.7 | 34.5 | 33.1 |
| 순부채비율 | (32.8) | 3.5 | (23.0) | (12.5) | (10.7) |
| 이자보상배율(배) | 14.0 | 4.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산 | 307.2 | 232.7 | 357.2 | 365.8 | 374.1 |
| 금융자산 | 219.0 | 68.3 | 189.8 | 145.2 | 140.6 |
| 현금성자산 | 98.9 | 58.6 | 181.5 | 138.2 | 134.7 |
| 매출채권 등 | 40.9 | 31.0 | 32.5 | 34.2 | 35.9 |
| 재고자산 | 18.5 | 23.2 | 23.4 | 32.6 | 34.6 |
| 기타유동자산 | 28.8 | 110.2 | 111.5 | 153.8 | 163.0 |
| 비유동자산 | 276.4 | 361.6 | 247.6 | 294.4 | 327.9 |
| 투자자산 | 118.9 | 188.3 | 47.1 | 65.5 | 69.5 |
| 금융자산 | 104.7 | 22.3 | 22.5 | 31.3 | 33.2 |
| 유형자산 | 86.7 | 105.4 | 136.3 | 168.0 | 200.2 |
| 무형자산 | 63.1 | 60.7 | 56.9 | 53.7 | 50.9 |
| 기타비유동자산 | 7.7 | 7.2 | 7.3 | 7.2 | 7.3 |
| 자산총계 | 583.6 | 594.3 | 604.8 | 660.2 | 702.0 |
| 유동부채 | 73.3 | 62.7 | 63.4 | 86.5 | 91.5 |
| 금융부채 | 1.7 | 3.4 | 3.4 | 3.4 | 3.4 |
| 매입채무 등 | 55.0 | 37.2 | 37.6 | 52.3 | 55.5 |
| 기타유동부채 | 16.6 | 22.1 | 22.4 | 30.8 | 32.6 |
| 비유동부채 | 78.2 | 82.2 | 82.2 | 82.8 | 82.9 |
| 금융부채 | 75.5 | 80.7 | 80.7 | 80.7 | 80.7 |
| 기타비유동부채 | 2.7 | 1.5 | 1.5 | 2.1 | 2.2 |
| 부채총계 | 151.5 | 144.9 | 145.6 | 169.3 | 174.5 |
| 지배주주지분 | 342.8 | 359.7 | 369.0 | 398.0 | 431.4 |
| 자본금 | 9.3 | 9.3 | 9.3 | 9.3 | 9.3 |
| 자본잉여금 | 209.5 | 209.5 | 209.5 | 209.5 | 209.5 |
| 자본조정 | 1.8 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |
| 기타포괄이익누계액 | (1.8) | (1.6) | (1.6) | (1.6) | (1.6) |
| 이익잉여금 | 124.1 | 139.7 | 149.0 | 177.8 | 211.3 |
| 비지배주주지분 | 89.3 | 89.7 | 90.2 | 92.9 | 96.1 |
| 자본총계 | 432.1 | 449.4 | 459.2 | 490.9 | 527.5 |
| 손금유부채 | (141.8) | 15.8 | (105.7) | (61.2) | (56.6) |

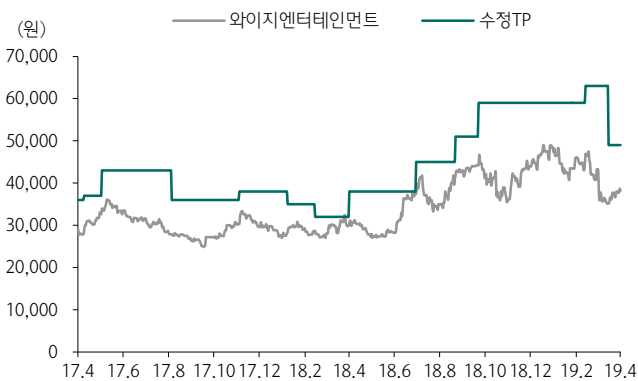
현금흐름표

(단위: 십억원)

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| 영업활동 현금흐름 | 21.9 | 22.5 | 17.8 | 11.1 | 36.6 |
| 당기순이익 | 11.9 | 15.9 | 12.7 | 34.3 | 39.4 |
| 조정 | 16.8 | 3.9 | 7.4 | 6.2 | 4.9 |
| 감가상각비 | 10.1 | 9.5 | 7.9 | 6.6 | 5.5 |
| 외환거래손익 | 0.7 | 0.0 | (0.5) | (0.5) | (0.5) |
| 지분법손익 | (1.6) | 0.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 7.6 | (6.3) | 0.0 | 0.1 | (0.1) |
| 영업활동 자산부채 변동 | (6.8) | 2.7 | (2.3) | (29.4) | (7.7) |
| 투자활동 현금흐름 | (53.8) | (65.6) | 108.1 | (51.7) | (37.4) |
| 투자자산감소(증가) | (7.9) | (70.8) | 141.1 | (18.4) | (4.0) |
| 유형자산감소(증가) | (30.0) | (25.8) | (35.0) | (35.0) | (35.0) |
| 기타 | (15.9) | 31.0 | 2.0 | 1.7 | 1.6 |
| 재무활동 현금흐름 | 70.8 | 1.4 | (2.9) | (2.7) | (2.7) |
| 금융부채증가(감소) | 10.3 | 6.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본증가(감소) | 50.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | 13.7 | (2.5) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | (3.5) | (2.9) | (2.9) | (2.7) | (2.7) |
| 현금의 증감 | 36.5 | (40.3) | 122.9 | (43.3) | (3.5) |
| Unlevered CFO | 42.9 | 25.0 | 22.2 | 55.8 | 63.1 |
| Free Cash Flow | (8.4) | (3.4) | (17.2) | (23.9) | 1.6 |

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

와이지엔터테인먼트



| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|----------|------|--------|---------|---------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 19.3.25 | BUY | 49,000 | | |
| 19.2.22 | BUY | 63,000 | -36.74% | -24.60% |
| 18.10.1 | BUY | 59,000 | -27.25% | -17.03% |
| 18.8.31 | BUY | 51,000 | -15.51% | -13.33% |
| 18.7.9 | BUY | 45,000 | -17.50% | -7.11% |
| 18.4.10 | BUY | 38,000 | -19.09% | 0.26% |
| 18.2.23 | BUY | 32,000 | -8.38% | 1.25% |
| 18.1.17 | BUY | 35,000 | -16.51% | -11.86% |
| 17.11.13 | BUY | 38,000 | -20.78% | -12.24% |
| 17.8.14 | BUY | 36,000 | -23.02% | -14.58% |
| 17.5.12 | BUY | 43,000 | -26.25% | -15.93% |
| 17.4.18 | BUY | 37,000 | -16.14% | -10.81% |
| 17.3.20 | BUY | 36,000 | -20.35% | -18.06% |

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 | 92.2% | 7.2% | 0.6% | 100.0% |

* 기준일: 2019년 04월 09일

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 04월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 04월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.