



2019년 8월 13일 | Equity Research

와이지엔터테인먼트 (122870)

이슈들이 끝나봐야 알 수 있을 듯

목표주가 하향

상반기 실적을 통해 블랙핑크의 높은 팬덤(음반/투어)에 기반한 가파른 수익화 과정과 자회사가 YG에 플러스가 되고 있음을 확인했다. 그러나, 아직도 최대주주 및 빅뱅멤버들과 관련한 이슈들이 진행형이며, 아이콘의 리더 탈퇴 및 트레저 13 데뷔 지연 등 본업에도 차질이 발생하고 있다. 펀더멘털 하향과 산업의 밸류에이션 하락을 반영해 목표주가를 28,000원(-35%)으로 하향하며 불확실성이 해소되기 전까지는 매우 보수적인 관점에서 접근할 필요가 있다.

2Q Review: OPM 0.3%(-2.0%p YoY)

2분기 매출액/영업이익은 각각 781억원(+25% YoY)/2억원(-84%)으로 컨센서스(40억원)를 크게 하회했다. YG 별도 영업이익은 -1억원으로 적자 전환하였다. 음반은 블랙핑크와 위너의 컴백, 콘서트는 블랙핑크의 글로벌 투어(16회)가 반영되었으나, 음원이 89억원(-32%)으로 예상보다 크게 부진했다. 블랙핑크 음원의 국내 성과가 미흡했을 뿐만 아니라 빅뱅 공백에 따른 일본 음원 매출이 2개 분기 연속 부진한 영향이다. 비용에서는 1) 세무조사 대응에 따른 지급수수료 증가(10억원 이상) 2) 승리 콘서트 위약금(기타) 등이 반영되었으며, 영업외적으로는 텐센트 뮤직 주가 하락(약 -70억 원)으로 부진했다. YG플러스는 화장품 부문의 매출 부진에도 불구하고 본업(음악)에서의 큰 폭의 성장을 통해 21억원 영업이익을 기록했다.

3분기는 아이콘의 컴백 및 트레저13의 데뷔가 연기되면서 은지원/위너 솔로(김진우) 컴백만 반영될 것이며, 일본을 제외한 글로벌 투어 역시 블랙핑크(3회) 외에는 부재해 적자 전환(-4억원)할 것으로 전망한다.

2020년 예상 영업이익은 321억원으로 기준 대비 32% 하향

2020년 예상 영업이익을 기준 대비 32% 하향하는데 1) 수익성 좋은 음원 매출의 부진, 2) 리더 탈퇴로 인한 아이콘의 팬덤 하락과 3) 트레저13의 데뷔 지연, 그리고 4) 보수적인 비용을 가정했다.

Update

BUY

| TP(12M): 28,000원(하향) | CP(8월 12일): 23,050원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	594.17		
52주 최고/최저(원)	48,950/22,300	280.6	397.8
시가총액(십억원)	419.5	13.8	39.8
시가총액비중(%)	0.20	18.2	31.2
발행주식수(천주)	18,197.6		
60일 평균 거래량(천주)	282.5		
60일 평균 거래대금(십억원)	8.1		
19년 배당금(예상,원)	150		
19년 배당수익률(예상,%)	0.65		
외국인지분율(%)	16.60		
주요주주 지분율(%)			
양현석 외 6 인	21.15		
네이버	9.13		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(19.1) (48.7) (34.1)		
상대	(7.3) (36.9) (13.0)		

Stock Price	
(천원)	와이지엔터테인먼트(작)

Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	349.9	285.8	282.6	346.9	373.7
영업이익	십억원	24.2	9.6	(0.1)	32.1	34.7
세전이익	십억원	30.0	26.4	10.9	37.1	41.7
순이익	십억원	17.8	17.8	6.4	21.1	24.2
EPS	원	931	911	329	1,081	1,236
증감률	%	(14.9)	(2.1)	(63.9)	228.6	14.3
PER	배	30.99	52.16	70.07	21.32	18.65
PBR	배	1.64	2.58	1.24	1.18	1.12
EV/EBITDA	배	13.77	50.82	56.37	11.53	11.61
ROE	%	5.71	5.07	1.78	5.68	6.16
BPS	원	17,539	18,407	18,576	19,518	20,615
DPS	원	150	150	150	150	200



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

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

 **하나금융투자**

표 1. YG 목표주가 하향

지배주주순이익('20년)	21	십억원
주식 수	19,545	천주
EPS	1,081	원
목표 P/E	25.7	배
목표 주가	28,000	원
현재 주가	23,050	원
상승 여력	21	%

자료: 하나금융투자

표 2. YG의 유튜브 요약

(단위: 만 명, 억 회)

	YG	빅뱅	블랙핑크	아이콘	위너	합산
구독자 수(18/5/20일)	360	927	675	233	190	2,385
구독자 수(19/8/12)	490	1,150	2,915	595	290	5,440
증가율(~8/12일)	36%	24%	332%	155%	53%	128%
최근 1년간 누적 조회수	2	7	44	7	3	62
최근 1년간 구독자 수 증가	101	175	1,856	320	81	2,534
YoY(조회수)	-20%	-18%	164%	100%	7%	
YoY(구독자 수)	15%	-10%	183%	130%	-6%	

자료: 유튜브, 하나금융투자

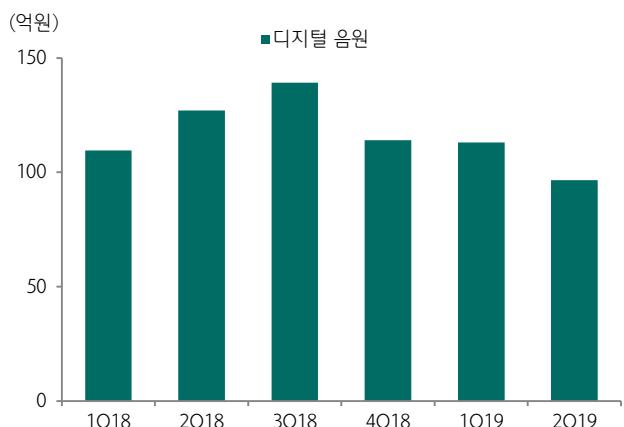
표 3. YG 실적 추정

(단위: 십억원)

	17	18	19F	20F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F
매출액	350	286	283	347	77	63	65	81	65	78	66	74
음반/음원	112	101	94	113	19	26	30	26	21	25	23	26
앨범/DVD	18	11	14	20	2	3	3	2	2	4	2	5
디지털음원	55	50	42	48	11	13	14	12	10	9	11	12
MD 상품 외	39	40	39	45	6	9	13	12	9	12	9	9
광고	40	30	37	41	7	8	7	8	9	10	9	9
콘서트	56	13	19	32	2	1	5	6	9	6	2	2
로열티	82	49	22	50	35	5	4	6	5	5	5	7
출연료	20	16	18	5	3	5	4	5	4	5	5	5
커미션	35	40	42	46	8	14	9	9	7	14	10	11
음악서비스		19	49	56		4	5	10	9	13	13	14
제작	4	17	1	5	3	0	1	12	1	0	0	0
GPM(%)	29%	30%	31%	38%	27%	35%	33%	26%	27%	29%	33%	34%
영업이익	25	9	(0)	32	2	1	3	3	(2)	0	(0)	2
OPM(%)	7%	3%	-0%	9%	3%	2%	4%	4%	-3%	-0%	-1%	3%
당기순이익	12	16	6	22	1	0	1	14	7	(6)	0	5

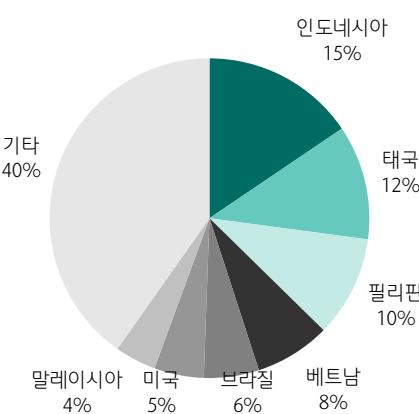
자료: YG, 하나금융투자

그림 1. 디지털 음원 매출 추이



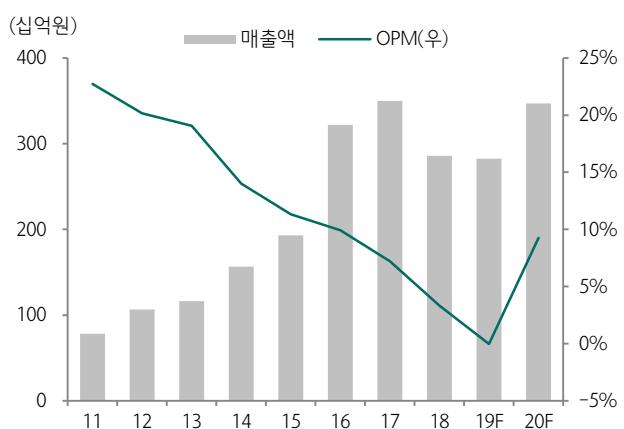
자료: YG, 하나금융투자

그림 2. 블랙핑크의 국가별 유튜브 조회 수(최근 90일)



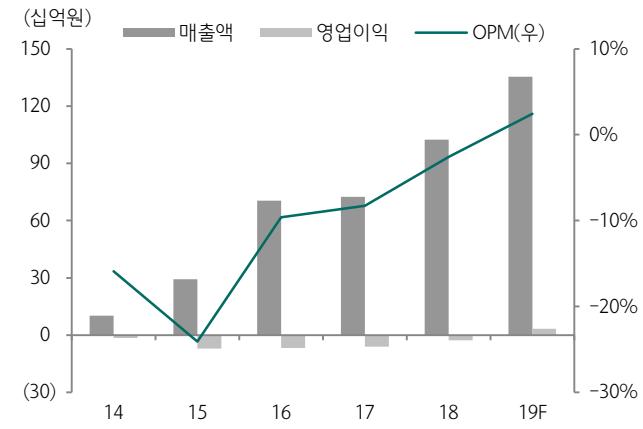
자료: 유튜브, 하나금융투자

그림 3. YG 실적 추이 – 2019년 적자 전환할 듯



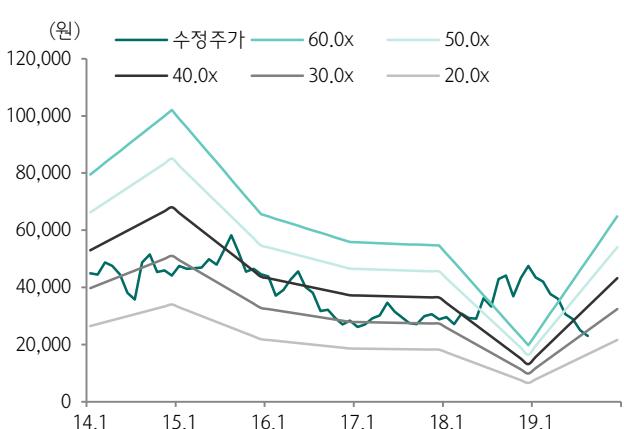
자료: YG, 하나금융투자

그림 4. YG플러스 실적 추이 – YG에 플러스



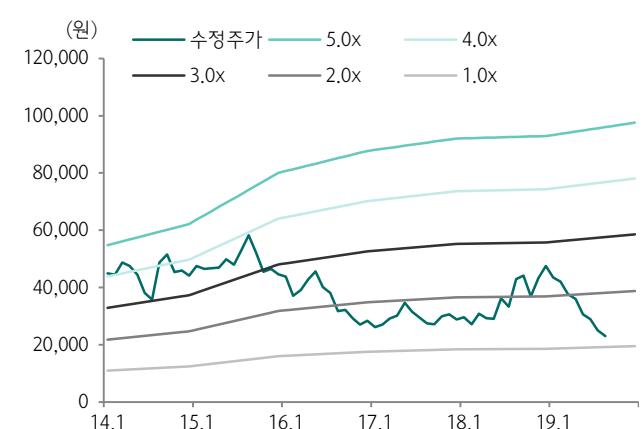
자료: YG, 하나금융투자

그림 5. 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 6. 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	349.9	285.8	282.6	346.9	373.7
매출원가	249.2	200.8	195.9	216.8	232.9
매출총이익	100.7	85.0	86.7	130.1	140.8
판관비	76.5	75.4	87.3	98.1	106.2
영업이익	24.2	9.6	(0.1)	32.1	34.7
금융순익	6.1	23.1	11.5	5.7	7.8
종속/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	10.9	37.1	41.7
법인세	18.1	8.9	4.5	14.8	15.4
계속사업이익	11.9	17.5	6.4	22.3	26.3
중단사업이익	0.0	(1.6)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	11.9	15.9	6.4	22.3	26.3
비지배주주지분 순이익	(5.9)	(1.9)	0.0	1.1	2.1
지배주주순이익	17.8	17.8	6.4	21.1	24.2
지배주주지분포괄이익	12.8	18.6	7.1	24.4	28.8
NOPAT	9.6	6.4	(0.0)	19.3	21.9
EBITDA	34.3	19.1	7.2	38.6	40.1
성장성(%)					
매출액증가율	8.7	(18.3)	(1.1)	22.8	7.7
NOPAT증가율	(29.9)	(33.3)	(100.0)	N/A	13.5
EBITDA증가율	(12.3)	(44.3)	(62.3)	436.1	3.9
영업이익증가율	(24.1)	(60.3)	적전	흑전	8.1
(지배주주)순익증가율	(4.8)	0.0	(64.0)	229.7	14.7
EPS증가율	(14.9)	(2.1)	(63.9)	228.6	14.3
수익성(%)					
매출총이익률	28.8	29.7	30.7	37.5	37.7
EBITDA이익률	9.8	6.7	2.5	11.1	10.7
영업이익률	6.9	3.4	(0.0)	9.3	9.3
계속사업이익률	3.4	6.1	2.3	6.4	7.0

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	931	911	329	1,081	1,236
BPS	17,539	18,407	18,576	19,518	20,615
CFPS	2,245	1,277	689	1,973	2,174
EBITDAPS	1,792	976	369	1,973	2,051
SPS	18,292	14,625	14,450	17,736	19,107
DPS	150	150	150	150	200
주가지표(배)					
PER	31.0	52.2	70.1	21.3	18.7
PBR	1.6	2.6	1.2	1.2	1.1
PCFR	12.9	37.2	33.4	11.7	10.6
EV/EBITDA	13.8	50.8	56.4	11.5	11.6
PSR	1.6	3.2	1.6	1.3	1.2
재무비율(%)					
ROE	5.7	5.1	1.8	5.7	6.2
ROA	3.3	3.0	1.1	3.4	3.7
ROIC	7.0	2.9	(0.0)	6.0	6.0
부채비율	35.1	32.2	31.8	33.4	32.9
순부채비율	(32.8)	3.5	(22.5)	(13.8)	(9.4)
이자보상배율(배)	14.0	4.6	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

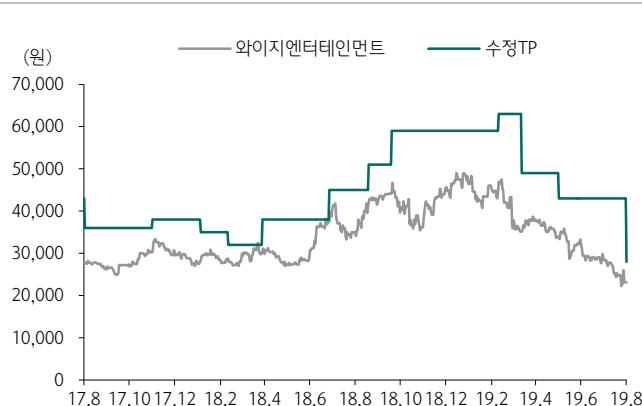
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	307.2	232.7	350.6	344.8	340.1
금융자산	219.0	68.3	186.2	149.4	130.8
현금성자산	98.9	58.6	177.9	142.4	124.8
매출채권 등	40.9	31.0	32.5	34.2	35.9
재고자산	18.5	23.2	22.9	28.1	30.3
기타유동자산	28.8	110.2	109.0	133.1	143.1
비유동자산	276.4	361.6	246.5	285.4	319.3
투자자산	118.9	188.3	46.1	56.5	60.9
금융자산	104.7	22.3	22.0	27.0	29.1
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	7.2	7.2	7.3
자산총계	583.6	594.3	597.2	630.2	659.4
유동부채	73.3	62.7	62.0	75.2	80.7
금융부채	1.7	3.4	3.4	3.4	3.4
매입채무 등	55.0	37.2	36.8	45.1	48.6
기타유동부채	16.6	22.1	21.8	26.7	28.7
비유동부채	78.2	82.2	82.2	82.5	82.7
금융부채	75.5	80.7	80.7	80.7	80.7
기타비유동부채	2.7	1.5	1.5	1.8	2.0
부채총계	151.5	144.9	144.2	157.7	163.3
지배주주지분	342.8	359.7	363.3	381.7	403.2
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	143.2	161.6	183.1
비지배주주지분	89.3	89.7	89.7	90.8	92.9
자본총계	432.1	449.4	453.0	472.5	496.1
순금융부채	(141.8)	15.8	(102.1)	(65.4)	(46.8)

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	21.9	22.5	13.1	11.0	23.0
당기순이익	11.9	15.9	6.4	22.3	26.3
조정	16.8	3.9	7.4	6.1	5.0
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	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(6.8)	2.7	(0.7)	(17.4)	(8.3)
투자활동 현금흐름	(53.8)	(65.6)	109.1	(43.8)	(37.8)
투자자산감소(증가)	(7.9)	(70.8)	142.2	(10.5)	(4.4)
유형자산감소(증가)	(30.0)	(25.8)	(35.0)	(35.0)	(35.0)
기타	(15.9)	31.0	1.9	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)	119.3	(35.5)	(17.5)
Unlevered CFO	42.9	25.0	13.5	38.6	42.5
Free Cash Flow	(8.4)	(3.4)	(21.9)	(24.0)	(12.0)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

와이지엔터테인먼트



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.8.13	BUY	28,000		
19.5.14	BUY	43,000	-32.32%	-16.63%
19.3.25	BUY	49,000	-25.20%	-21.02%
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%
17.6.2	BUY	43,000	-28.31%	-22.09%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 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	88.3%	11.1%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 8월 12일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 08월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2019년 08월 13일 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.