

2021. 4. 14



## ▲ 엔터/레저

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

RA **정은수**  
02. 6454-4887  
esjung@meritz.co.kr

## Neutral (하향)

## 관심종목

종목	투자판단	적정주가
와이지엔터(122870)	Buy	66,000원
파라다이스(034230)	Buy	22,000원
JYP Ent.(035900)	Buy	45,000원
GKL(114090)	Buy	21,000원
모두투어(080160)	Buy	28,000원
하나투어(039130)	Hold	65,000원
스튜디오드래곤(253450)	Hold	120,000원
제이콘텐츠(036420)	Hold	46,000원
강원랜드(035250)	Hold	30,000원
빅히트(352820)	Hold	260,000원
에스엠(041510)	Hold	35,000원

# 엔터/레저

## 변화가 필요한 때

- ✓ **레저:** 회복에 맞춰진 주가. 마지막 이벤트 앞두고 파라다이스 중심 압축 필요
- ✓ **콘텐츠:** 지난 6개월 높은 주가 상승률 통해 절대적 주가 레벨 산업 변화 반영한 상황. 산업별 우위도 바뀐다면 차익실현 욕구 높아질 것
- ✓ **엔터:** 빅히트가 빨아들인 산업 수급으로 엔터 3사는 부진한 수익률 기록. 빅히트의 시장 눈높이 낮춰야 하는 시기로 상대적으로 높여있던 엔터 3사 수급 개선 기대
- ✓ **레저/콘텐츠/엔터 상대 매력도 높지 않은 상황. 산업 의견 Neutral 하향**

## 추수

**레저** 추가 상승 여력을 예상한 기존의 근거는 1) 아직 낮은 글로벌 여행업 주가 레벨, 2) 비용 슬림화를 통한 이익 상향이었다. 특히 3월에는 금리인상 등 매크로 변화에 컨택트 주식들은 방어주 성격을 띠며 주가 상승폭을 키웠다. 현재 대부분의 레저 사업자 주가는 비용 감축 효과를 반영했으며 이제 남은 이벤트는 진짜 '여행 재개'뿐이다. 다만 파라다이스의 경우 비용 감축 효과가 주가에 충분히 반영하지 못해 추가 상승 여력이 높다고 판단한다.

**콘텐츠** 산업 환경의 방향은 변하지는 않았다. 다만 콘텐츠 사업자들은 지난 3개월 간 높은 주가 상승률을 기록하며 지금의 산업 변화가 가져올 중기 실적 변화를 상당부분 반영하고 있다. 지난 자료에서 당사가 제시한, 초록뱀을 제외한 7개 중소형 제작사들은 지난 6개월간 평균 188% 주가 수익률을 기록했다. 기술적 접근에서도 차익실현 욕구가 높아지는 시기다.

**엔터** 지난 1월 보고서를 통해 콘텐츠 사업자들의 높아진 주가로 엔터 사업자들의 비교 매력도가 상승해 매수 추천한 바 있다. 그러나 시장은 코스피이며 엔터 대장주, 그리고 각종 M&A로 뉴스가 풍부했던 빅히트로 수급이 집중되었다. 엔터 3사는 빅히트와 완벽한 대치를 이루었다. 당사 추정치에 따르면 최근 M&A를 모두 고려하더라도 빅히트의 2021, 2022년 시장 눈높이는 다소 높다고 판단한다. 시장이 기대했던 이상이 미국 아티스트 수익 인식 시스템을 고려한 현실과 갭을 좁히는 시기가 이어질 것으로 예상된다. 빅히트로 몰려있던 엔터 산업의 수급이 엔터 3사에 온기를 더할 시점이라고 판단한다.

산업 전반적으로 지난 3개월 간 높은 주가 상승률을 기록한 바 있다. 현재 다수의 종목 주가는 향후 2년 내 가능한 변화를 충분히 반영한 시기라고 판단한다. 산업에 대한 투자 의견을 Overweight(비중확대)에서 Neutral(중립)로 하향한다.



## Contents

<b>Key Chart</b>	<b>3</b>
<b>레저 : 마지막 이벤트를 앞두고</b>	<b>4</b>
하나투어/모두투어: 의미 없는 실적에서 의미 찾기	6
강원랜드: 적정주가 괴리율 축소로 투자의견 Hold 하향	9
GKL: 해외 여행 재개를 기다리며	12
파라다이스: 코로나 시기에도 EBITDA 흑자 유지	14
<b>콘텐츠: 차익 실현을 고민하는 이유</b>	<b>17</b>
스튜디오드래곤: 컨센서스 충족	22
제이콘텐츠: 콘텐츠+콘텐츠	27
<b>엔터: 완벽한 대체 관계가 되어버린 서로</b>	<b>31</b>
하이브(前 빅히트): 이상과 현실 사이	33
JYP: GOT7 과 트와이스 vs. 스키즈와 니쥬	41
YG: 엔터 Top pick 유지	45
에스엠: 답은 정해져 있고 기다리기엔 대안이 너무 많다	49

표1 엔터/레저 1Q21 Preview at a Glance											
(십억원)		1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	2019	2020E	2021E
하나투어	매출액	13.2	110.5	-88.0	-20.6	흑전	6.9	92.3	763.2	109.6	110.5
	영업이익	-21.1	-27.5	적지	-5.3	적지	-26.8	-21.5	5.9	-114.9	-50.4
	세전이익	-21.7	-34.9	적지	-19.5	적지	-29.9	-27.4	-5.7	-189.5	-60.5
	당기순이익	-14.1	-27.5	적지	-66.7	적지	-29.2	-51.8	-8.0	-172.0	-43.2
	영업이익률 (%)	-159.3	-24.9		25.7		-390.5		0.8	-104.8	-45.6
모두투어	매출액	3.5	44.3	-92.2	4.5	-23.8	3.6	-4.7	297.2	54.8	44.9
	영업이익	-4.2	-1.5	적지	-3.0	적지	-6.8	-37.8	3.2	-21.2	-4.1
	세전이익	-4.0	-0.1	적지	-37.8	적지	-8.0	-50.1	6.3	-64.1	-7.2
	당기순이익	-3.1	-0.9	적지	-39.6	적지	-6.9	-54.8	1.8	-64.5	-5.2
	영업이익률 (%)	-122.2	-3.3		-65.2		-187.3		1.1	-38.7	-9.1
강원랜드	매출액	115.7	236.0	-51.0	131.3	-11.9	133.9	-13.6	1,520.1	478.5	1,091.2
	영업이익	-80.5	-186.8	적지	-76.1	적지	-35.2	128.6	501.2	-431.6	102.5
	세전이익	-85.1	-220.4	적지	-56.6	적지	-34.0	150.2	488.9	-404.5	130.2
	당기순이익	-60.3	-156.1	적지	-33.3	적지	-19.5	208.6	334.7	-275.9	97.9
	영업이익률 (%)	-69.6	-79.1		-58.0		-26.3		33.0	-90.2	9.4
GKL	매출액	6.4	111.5	-94.3	14.9	-57.1	6.5	-1.9	490.8	184.5	109.0
	영업이익	-51.5	26.9	적전	-52.7	적지	-50.2	2.6	96.8	-88.8	-158.1
	세전이익	-51.3	20.0	적전	-42.9	적지	-48.2	6.5	95.7	-81.1	-151.6
	당기순이익	-38.9	14.7	적전	-32.7	적지	-42.3	-7.9	72.4	-64.3	-116.7
	영업이익률 (%)	-803.9	24.1		-352.5		-769.2		19.7	-48.1	-145.0
파라다이스	매출액	92.7	184.7	-49.8	104.0	-10.9	98.7	-6.1	979.4	454.4	494.9
	영업이익	-17.2	4.9	적전	-15.4	적지	-15.3	12.4	51.9	-86.3	-33.3
	세전이익	-23.9	-2.8	적지	-87.1	적지	-33.2	-28.0	15.5	-175.2	-35.9
	당기순이익	-15.4	-2.5	적지	-67.5	적지	-18.6	-16.9	15.1	-109.8	-19.2
	영업이익률 (%)	-18.6	2.6		-14.8		-15.5		5.3	-19.0	-6.7
스튜디오드래곤	매출액	114.5	120.3	-4.9	137.7	-16.9	125.9	-9.1	468.6	525.7	538.0
	영업이익	13.2	11.6	13.7	4.6	186.9	14.4	-8.3	28.7	49.1	52.0
	세전이익	n/a	12.0	n/a	-2.9	n/a	14.5	n/a	33.1	41.5	53.8
	당기순이익	n/a	8.5	n/a	-2.9	n/a	11.5	n/a	26.4	29.6	38.4
	영업이익률 (%)	11.6	9.7		3.3		11.5		6.1	9.3	9.7
제이콘텐트리	매출액	97.5	103.0	-5.4	91.3	6.7	91.7	6.3	554.2	364.4	444.6
	영업이익	-6.6	-15.6	적지	-19.1	적지	-8.3	-19.8	33.8	-56.8	-12.7
	세전이익	n/a	-18.4	n/a	-106.3	n/a	-12.1	n/a	20.8	-174.9	-36.8
	당기순이익	n/a	-14.4	n/a	-91.4	n/a	-6.1	n/a	1.1	-134.9	-26.6
	영업이익률 (%)	-6.8	-15.2		-20.9		-9.0		6.1	-15.6	-2.9
빅히트	매출액	174.5	n/a	n/a	n/a	n/a	169.5	3.0	587.2	796.3	1,049.2
	영업이익	16.0	n/a	n/a	n/a	n/a	29.1	-45.1	98.7	145.5	206.5
	세전이익	16.0	n/a	n/a	n/a	n/a	37.2	-57.1	98.5	126.2	197.5
	당기순이익	11.1	n/a	n/a	n/a	n/a	17.1	-35.2	73.8	85.7	129.6
	영업이익률 (%)	9.1	n/a		n/a		17.1		16.8	18.3	19.7
JYP Ent.	매출액	25.9	34.0	-23.9	41.7	-38.0	31.6	-18.0	155.4	144.4	184.6
	영업이익	4.7	13.4	-64.7	10.5	-54.8	9.6	-50.3	43.5	44.1	53.0
	세전이익	5.6	14.3	-61.0	5.9	-5.0	9.6	-41.8	43.0	38.0	50.4
	당기순이익	4.4	11.3	-61.1	5.8	-24.2	7.2	-38.4	31.3	29.6	36.6
	영업이익률 (%)	18.4	39.6		25.2		30.3		28.0	30.6	28.7
와이지 엔터테인먼트	매출액	52.2	52.8	-1.2	80.4	-35.1	71.7	-27.1	264.5	255.3	285.1
	영업이익	4.9	-2.5	흑전	5.4	-9.0	5.9	-17.2	0.9	6.0	23.1
	세전이익	4.6	-5.7	흑전	8.2	-44.5	8.1	-43.4	-2.0	20.5	33.9
	당기순이익	3.4	-4.2	흑전	5.4	-36.2	4.8	-28.6	-21.5	9.4	20.5
	영업이익률 (%)	9.4	-4.8		6.7		8.3		0.3	2.3	8.1
에스엠	매출액	125.7	144.8	-13.1	184.2	-31.7	140.4	-10.5	657.8	579.9	638.8
	영업이익	-2.0	1.7	적전	1.4	적전	4.1	-150.0	40.4	6.5	46.7
	세전이익	2.0	5.2	-60.8	-41.2	흑전	6.2	-66.8	11.0	-40.6	32.1
	당기순이익	3.1	-0.4	흑전	-50.5	흑전	3.2	-4.0	-9.1	-70.2	13.7
	영업이익률 (%)	-1.6	1.2		0.7		2.9		6.1	1.1	7.3

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

## 레저 : 마지막 이벤트를 앞두고

### 레저, 수익 실현이 필요한 때

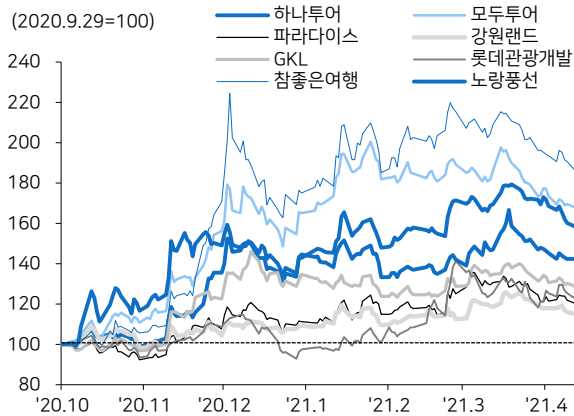
지난 6개월간 여행, 카지노로 대표되는 레저 산업은 코로나19 이전으로의 회복에 기대 높은 주가 수익률을 기록했다. 당사는 컨택트로 점철되는 코로나 피해 업종에 대한 수익 실현이 필요한 때라고 판단한다.

지난 1월 레포트를 통하여 당사는 1) 글로벌 여행 사업자들의 낮은 주가 및 2) 구조조정에 따른 회복 시 레버리지 효과가 레저 산업의 추가 상승을 견인할 것이라 밝힌 바 있다.

2월 하반기 집중적으로 진행되었던 글로벌 여행 사업자들의 4분기 컨퍼런스 콜에 따르면, 예약을 재개한 일부 지역의 지표가 코로나 이전 수준으로 빠르게 회복하고 있다고 한다. 백신 등의 추가 방역 조치(비용 증가)로 상품의 가격이 코로나 이전 대비 높은 수준임에도 불구하고 펜트업 수요가 유례없이 강한 강도로 발생하고 있는 것이다.

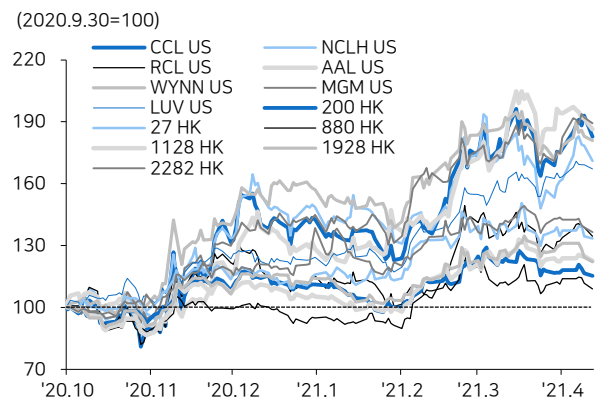
이러한 글로벌 여행 사업자들의 긍정적 예약 지표는 컨택트 주식들 중에서도 여행 산업의 주가 상승률을 높였다. 특히 금리 인상이 가파르게 진행되던 지난 3월 컨택트 산업은 방어주 성격으로 상대 수익률을 더욱 높인 바 있다.

그림1 지난 6개월간 국내 여행/카지노 주가 추이



주: 2021년 4월 13일 종가 기준  
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 지난 6개월간 글로벌 여행/카지노 주가 추이



주1: 2021년 4월 12일 종가 기준  
주2: 범례 좌측 상단 'CCL US'부터 우측 하단 '1928 HK'까지 카니발, 노르웨이 지안 크루즈, 로얄 캐리비안 크루즈, 아메리칸 에어라인스, 원 리조츠, MGM 리조츠, 사우스웨스트 에어라인스, 멜코 국제 개발, 갤럭시 엔터테인먼트, SJM 홀딩스, 윈 마카오, 진사중국, MGM 중국 홀딩스 순  
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**포트폴리오 압축이 필요한 이유**  
 : 1) 구조조정 및 회복을 반영한  
 주가, 2) 남은 단 하나의 이벤트

현재의 주가 레벨에서 당사는 레저 산업의 포트폴리오 압축이 필요하다고 판단한다. 이유는 크게 두 가지다. 첫 번째는 높아진 주가가 회복에 대한 기대를 상당 부분 반영했다는 데 있으며 두 번째는 이제 산업에서 기대할 수 있는 이벤트는 진짜 ‘여행 재개’ 단 하나뿐이기 때문이다.

회복에 대한 기대가 주가로 화답할 것이라 주장했던 이유는 1) 글로벌 여행사들의 낮은 주가 수준 및 2) 구조조정에 기인한 바 있었다. 전술한 바와 같이 글로벌 여행사업자들은 유상증자 및 지난 3개월간 주가 상승을 통해 대부분 코로나 이전 주가 수준을 회복했다. 반면, 구조조정에 대한 기대감 또한 상당수 반영되었다.

**공기업 성격 레저 업체 제외하고  
 구조조정 이루어져**

레저 사업자들의 코로나 이후 실적에 대한 기대는 구조조정에 집중되어 있었다. 공기업 성격의 강원랜드와 GKL을 제외한 하나투어, 모두투어, 파라다이스는 자발적/비자발적 구조조정이 실제 이루어진 바 있다.

모두투어의 경우 자체적인 구조조정은 없이 계약직 인원에 대해서만 재계약을 진행하지 않는 방향으로 인력을 감축했다. 반면 파라다이스는 자체적으로 강도 높은 구조조정을 진행했는데, 3분기 파라다이스 시티(인천) 비카지노 인력의 20% 감축이 있었으며 4분기에는 본사와 워커히 카지노 일부 직원에 대한 희망퇴직을 진행해 가장 타이트한 비용 다이어트를 진행한 바 있다.

이 중 가장 시장의 관심을 모았던 구조조정은 하나투어다. 당사 또한 하나투어의 직원 수가 2,300여명인 2020년초 수준 대비 800명 줄어들 경우(1,500명은 모두투어 직원수의 1.5배 수준) 인건비 절감은 연간 400억원까지 기대할 수 있을 것이라 밝힌 바 있다.

**최종 단계 앞둔 하나투어 희망퇴**

지난 3월 31일부로 마무리된 하나투어의 희망퇴직 관련 인원 규모는 아직 공개되지 않았다. 언론을 통해 유추된 규모는 당사 추정과 유사한 수준에 해당한다. 당시 하나투어는 퇴직을 신청하는 직원들에게 근속 연수에 따라 4~6개월치 급여를 위로금으로 제시한 바 있다. 현재 하나투어는 노조와 관련 사항 조정을 위한 논의 중인 것으로 알려져 있다. 이와 더불어 동사는 남아 있는 직원들을 대상으로 정부 보조 지원금을 신청할 예정이다. 정부 보조금을 취득하는 것은 구조조정이 마무리되었음을 의미한다.

## 하나투어/모두투어: 의미 없는 실적에서 의미 찾기

하나투어: 희망퇴직 비용 반영  
없다면 1분기 -211억원으로 예상

하나투어의 1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 132억원(-88.0% YoY)과 -211억원(적지 YoY)을 기록할 전망이다. 이는 지난 3분기 적자 대비 약 90억 개선된 수치인데 1) 자회사 정리, 2) 인력 소폭 감소 효과를 반영했다. 사측과 노조 간 진행 중인 희망퇴직 관련 비용이 1분기 반영될 경우 관련 적자는 일시적으로 증가할 수 있다.

2020년 말 기준 동사의 가용 현금은 350억원 수준이다. 4분기 기준 분기당 요구되는 현금 90억원으로 단순 계산 시 현 상황을 버틸 수 있는 기간은 1년 정도에 해당한다. 다행히 동사는 매각 예정 자산이 있다. 지난 1월 시도했던 본사 건물(감정가 약 1,000억원)은 털이 무산된 바 있으나 다른 매수자와 매각을 협상 중에 있다. 또한 동사는 자회사를 통해 운영 중이던 마크호텔 또한 매각 예정 자산으로 보유하고 있다. 상기 두 자산의 매각이 연내 이루어질 경우 동사는 약 2,000억원의 현금을 손에 쥌 수 있을 것으로 예상된다.

하나투어 적정주가 65,000원은  
after 코로나 시대 달성 가능한  
최대 실적을 가정한 것

동사의 적정주가 65,000원은 after 코로나 시대 동사의 구조조정 효과가 온전히 반영되었을 때의 실적(코로나 이전 대비 ASP +30%, Q -33%, 인력 조정 및 마케팅성 비용 감소를 온전히 반영한, 당사가 추정하는 동사 최대 가능 실적)에 기반한다. 현 주가는 이를 충분히 반영한 상태로 판단된다.

모두투어의 1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 35억원(-92.2% YoY)과 -44억원(적지 YoY)을 기록할 전망이다. 지난 4분기 대비 적자 규모가 소폭 증가할 것으로 예상하는 이유는 2월부터 5월까지 4개월간 진행되는 유급휴직을 고려했기 때문이다. 다만 규모 자체는 분기 기준 10억 내외 수준에 그칠 전망이다.

2020년말 기준 동사의 가용 현금 460억원 수준이다. 본사 기준 현금이 요구되는 비용은 분기당 60억원 수준으로 단순 계산 시 현 상황을 버틸 수 있는 기간은 약 2년에 해당한다. 하나투어와 달리 구조조정을 계획하고 있지는 않으나 현재의 인력으로도 회복 시 예상 가능한 본사의 영업이익은 2017년에 근접한 수준까지 가능하다.

모두투어, Top down 측면 매력  
높지 않으나 Bottom up  
측면에서는 상대적 매력 존재

하나투어와 마찬가지로 당사가 제시하는 모두투어의 적정주가 28,000원은 완전한 여행 재개 및 비용 감소를 염두해 둔 동사의 최대 가능 실적을 대상으로 한다. 산업 이벤트 측면에서 매력도는 타 산업 대비 높지 않으나 보수적 비용 집행자로 영업 회복 시 산업 내 가장 큰 이익 회복 속도를 기록할 것으로 전망된다.

표2 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
총 수탁금	495.8	5.9	7.9	6.1	8.9	15.4	58.8	137.9	3,383.4	515.7	221.0	2,473.1
% YoY	-48.9	-99.3	-99.1	-99.2	-98.2	162.0	643.4	2,163.7	-6.9	-84.8	-57.1	1,019.0
% 매출전환율	13.3	45.6	37.8	34.7	36.2	36.0	31.9	21.0	13.7	14.3	25.6	13.6
매출액	66.2	2.7	3.0	2.1	3.2	5.5	18.8	29.0	462.9	74.0	56.5	337.1
% YoY	-55.8	-97.7	-97.2	-97.7	-95.1	106.5	527.1	1,272.6	-14.6	-84.0	-23.6	496.5
영업비용	76.3	28.3	23.2	22.2	19.2	25.9	23.4	31.1	457.3	150.0	99.6	308.5
% YoY	N/A	N/A	N/A	-76.7	-74.9	-8.5	0.9	40.4	-11.3	-67.2	-33.6	209.9
% 매출액 대비	115.3	-1,058.1	774.4	1,048.7	594.8	468.8	124.6	107.3	98.8	202.8	176.2	91.5
영업이익	-10.2	-25.6	-20.2	-20.0	-15.9	-20.4	-4.6	-2.1	5.7	-76.0	-43.0	28.6
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-78.7	-1,437.3	-43.4	-166.4
영업이익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.2	-102.8	-76.2	8.5
Key assumptions (천명)												
출국자수	3,388	38	140	210	228	304	1,140	2,128	26,921	3,775	3,801	25,646
% YoY	-54.3	-99.4	-97.9	-96.6	-93.3	701.7	715.5	914.9	0.0	-86.0	0.7	574.8
패키지송객	239	1	1	1	4	20	56	100	2,907	241	181	1,928
% YoY	-75.2	-99.9	-99.9	-99.9	-98.3	2,844.3	6,839.6	12,271.4	-21.5	-91.7	-24.9	964.9
항공권송객	375	10	11	10	7	0	1	71	2,237	405	75	860
% YoY	-35.6	-98.2	-98.0	-98.2	-98.0		-89.8	624.5	2.8	-81.9	-81.6	1,053.9
패키지M/S (%)	7.0	1.8	0.6	0.4	1.8	6.6	4.9	4.7	10.8	6.4	4.8	7.5
%p YoY	-6.0	-9.6	-8.7	-8.7	-5.2	4.8	4.4	4.3	-3.0	-4.4	-1.6	2.8

자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

표3 하나투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	110.5	9.6	10.1	-20.6	13.2	12.5	35.4	49.4	763.2	109.6	110.5	475.3
% YoY	-50.4	-95.1	-94.5	-	-88.0	31.0	251.2	N/A	-7.9	-82.2	0.8	330.2
하나투어본사	66.2	2.7	3.0	2.1	3.2	5.5	18.8	29.0	462.9	74.0	56.5	337.1
% YoY	-55.8	-97.7	-97.2	-97.7	-95.1	106.5	527.1	1272.6	-14.6	-84.0	-23.6	496.5
중속회사	48.4	8.2	6.7	7.0	10.5	8.7	17.7	22.6	330.9	69.7	59.4	166.7
% YoY	-39.4	-90.7	-92.0	-91.2	-78.3	6.2	189.6	221.9	4.0	-78.9	-14.7	180.4
영업이익	-27.5	-51.8	-30.2	-5.3	-21.1	-27.2	-4.4	2.2	5.9	-114.9	-50.4	42.7
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	흑전	-76.1	적전	적지	흑전
OPM (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	4.5	0.8	-99.7	-50.6	10.7
하나투어본사	-10.2	-25.6	-20.2	-20.0	-15.9	-20.4	-4.6	-2.1	5.7	-76.0	-43.0	28.6
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-78.7	적전	적지	흑전
중속회사	-17.4	-26.2	-12.9	14.8	-5.1	-6.8	0.2	4.3	0.3	-38.9	-7.4	14.1
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	적전	적지	흑전
국내자회사	-9.2	-17.1	-7.6	-7.5	-1.9	0.7	-0.4	2.3	2.1	-41.4	0.8	2.1
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	흑전	N/A	적전	흑전	흑전
SM면세점	-5.4	-10.8	-2.7	-5.4	-	-	-	-	-2.3	-24.4	-	-
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	-	-	-	-	N/A	N/A	-	-
해외자회사	-8.5	-12.7	-5.8	-4.3	-3.3	-7.5	0.5	2.0	-1.2	-31.2	-8.2	12.0
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	흑전	N/A	N/A	N/A	흑전
일본자회사	-8.0	-7.0	-5.3	-3.8	-3.8	-2.8	0.0	0.5	5.1	-24.1	-6.1	8.3
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	흑전	N/A	N/A	N/A	흑전

주: 4Q20 마이너스 매출은 사업 정리에 따른 연간 실적 조정 때문 ; 자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

표4 모두투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 별도)												
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>총 수탁금</b>	<b>440.9</b>	<b>1.3</b>	<b>2.4</b>	<b>0.9</b>	<b>1.9</b>	<b>8.7</b>	<b>58.1</b>	<b>171.9</b>	<b>1,862.0</b>	<b>445.6</b>	<b>240.6</b>	<b>2,357.3</b>
% YoY	-14.4	-99.7	-99.5	-99.8	0.1	28,974.0	903.3	646.3	-5.7	-76.1	-46.0	879.6
% 매출전환율	7.1	132.1	44.9	272.2	55.5	9.5	11.9	14.5	11.0	8.3	14.0	7.3
<b>매출액</b>	<b>31.5</b>	<b>1.8</b>	<b>1.1</b>	<b>2.5</b>	<b>1.1</b>	<b>0.8</b>	<b>6.9</b>	<b>25.0</b>	<b>205.5</b>	<b>36.9</b>	<b>33.8</b>	<b>172.0</b>
% YoY	-51.0	-96.5	-97.6	-94.5	0.4	2,232.3	423.2	151.6	-15.8	-82.1	-8.3	408.9
<b>영업비용</b>	<b>29.5</b>	<b>8.7</b>	<b>5.9</b>	<b>3.9</b>	<b>3.8</b>	<b>4.0</b>	<b>5.8</b>	<b>18.6</b>	<b>199.8</b>	<b>48.0</b>	<b>32.1</b>	<b>147.3</b>
% YoY	-46.3	-82.4	-87.5	-92.0	6.9	210.4	106.1	61.6	-9.7	-76.0	-33.0	358.3
% 매출액 대비	93.8	489.9	545.0	155.0	348.8	481.3	83.8	74.4	97.2	130.2	95.1	85.6
인건비	13.0	5.5	3.4	1.7	13.6	13.1	13.3	15.0	63.7	23.7	55.0	58.9
% 매출액 대비	41.3	310.8	314.0	68.0	1,257.0	1,586.9	192.6	60.1	31.0	64.3	162.8	34.2
커미션수수료	11.5	0.7	0.7	0.5	0.5	0.7	0.7	7.7	88.8	13.4	9.6	57.8
% 매출액 대비	36.4	37.0	64.6	20.0	46.2	84.8	10.2	30.7	43.2	36.4	28.3	33.6
광고비	1.9	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	1.6	20.9	2.2	1.9	16.8
% 매출액 대비	6.2	3.0	9.2	4.0	9.2	12.1	1.5	6.4	10.2	6.0	5.6	9.8
<b>영업이익</b>	<b>2.0</b>	<b>-6.9</b>	<b>-4.8</b>	<b>-1.5</b>	<b>-2.7</b>	<b>-3.1</b>	<b>1.1</b>	<b>6.4</b>	<b>5.3</b>	<b>-11.2</b>	<b>1.7</b>	<b>24.7</b>
% YoY	-78.9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	흑전	흑전	-74.8	N/A	흑전	1,383.5
영업이익률(%)	6.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	16.2	25.6	2.6	-39.3	4.9	14.4
<b>Key assumptions (천명)</b>												
출국자수	3,388	38	140	114	228	304	1,140	2,128	26,921	3,775	3,801	25,646
% YoY	-54.3	-99.4	-97.9	-98.1	-93.3	701.7	715.5	914.9	0.0	-86.0	0.7	574.8
패키지 송출객	167	0	0	0	0	0	22	178	1,455	167	200	1,011
% YoY	-60.3	-100.0	-100.0	-99.3	N/A	N/A	N/A	N/A	-6.4	-88.5	19.5	405.3
항공권송객	256	26	3	2	5	22	57	72	1,434	286	156	3,433
% YoY	-17.4	-92.1	-99.3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	18.9	-80.0	-45.6	2,103.2
<b>패키지M/S(%)</b>	<b>4.9</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>2.0</b>	<b>8.6</b>	<b>5.4</b>	<b>4.6</b>	<b>5.4</b>	<b>4.0</b>
%p YoY	-0.8	-5.4	-4.6	-5.8	-2.0	5.2	-27.1	-57.4	-0.4	-0.9	0.9	-1.5

자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

표5 모두투어 분기 및 연간 실적 추정 (IFRS 연결)												
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>44.2</b>	<b>3.0</b>	<b>2.9</b>	<b>4.5</b>	<b>3.5</b>	<b>4.3</b>	<b>9.7</b>	<b>27.4</b>	<b>297.2</b>	<b>54.8</b>	<b>44.9</b>	<b>178.5</b>
% YoY	-52.1	-95.7	-95.8	-93.1	-92.2	40.5	230.6	502.8	-18.6	-81.6	-18.1	298.1
모두투어본사	37.3	1.8	1.1	2.5	1.1	0.8	6.9	25.0	242.3	42.7	33.8	172.0
% YoY	-51.0	-96.5	-97.6	-94.5	0.4	2232.3	423.2	151.6	-15.8	-82.1	-8.3	408.9
중속회사	3.3	1.3	2.1	2.4	2.8	3.6	3.7	4.6	46.5	9.2	14.6	19.8
% YoY	-75.8	-89.7	-83.8	-63.0	-17.4	167.3	75.0	91.9	-15.9	-80.3	59.4	35.4
<b>영업이익</b>	<b>-1.4</b>	<b>-9.3</b>	<b>-7.5</b>	<b>-3.0</b>	<b>-4.2</b>	<b>-4.9</b>	<b>-0.4</b>	<b>5.4</b>	<b>3.2</b>	<b>-21.2</b>	<b>-4.1</b>	<b>24.4</b>
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	흑전	-80.7	N/A	N/A	N/A
영업이익률(%)	-3.3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	19.9	1.1	-38.7	-9.1	13.7
모두투어본사	2.0	-6.9	-4.8	-1.5	-2.7	-3.1	1.1	6.4	5.3	-11.2	1.7	24.7
% YoY	-78.9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	흑전	흑전	-74.8	N/A	흑전	흑전
중속회사	-2.5	-2.6	-2.3	-1.7	-1.8	-2.0	-1.7	-2.5	-3.9	-9.7	-8.1	-3.5
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터



파라다이스를 제외하면 구조조정은 없었던 카지노 산업

당사 커버리지 대상인 카지노 기업 중 파라다이스를 제외한 강원랜드와 GKL은 정부 기관 산하로 코로나에 따른 구조조정을 거치지 않았다. 내국인을 대상으로 영업하는 강원랜드의 경우 2월 하반기부터 영업을 재개하며 숨통이 트였다. 그러나 코로나 이전 기준 매출의 70% 가까이를 해외에서 입국하는 외국인으로부터 일으키던 GKL과 파라다이스의 경우 해외 여행 재개가 필요하다. 이는 정부간 협약한 사항인 관계로 실적은 답보 상태다.

**강원랜드: 적정주가 괴리를 축소로 투자의견 Hold 하향**

4분기 실적 발표와 함께 영업 재개한 강원랜드

강원랜드의 1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,157억원(-51.0% YoY)과 -805억원(적지 YoY)을 기록할 전망이다. 코로나 확산 방지를 위해 휴장했던 동사의 카지노 사업장은 지난 2월 15일 영업을 재개했다. 강원도 거리두기 단계에 따라 동사의 동시 입장 객장 인원이 조정되는데 영업 재개 이후 거리두기는 줄곧 1.5단계로 현재는 1,200명을 유지하고 있다. 동시 입장 객장 인원 1,200명 기준 일별 매출은 코로나 이전 대비 50% 수준으로 추정된다.

추후 거리두기가 완화될 경우 지난 11월과 마찬가지로 2,200명 이상으로 동시 수용 가능 인원이 상향될 예정이다. 카지노 산업 특성 상 영업 재개와 실적 회복 사이 시간차가 거의 발생하지 않는다. 백신 접종을 앞두고 있는 현재 동사의 매출 회복은 시간 문제다.

주가 상승에 따른 괴리를 축소로 투자의견 Hold 하향

다만 이러한 회복에 기대어 지난 6개월간 주가 상승이 실적 회복을 상당 부분 반영한 시기다. 적정 주가 30,000원을 유지하나 한달 평균 주가와 적정 주가 간 괴리율이 18.4%로 좁혀져 투자의견을 Hold로 하향한다. 적정 주가 상향을 위해서는 매출 총량제 완화와 같은 Top line 성장과 관련된 이벤트가 필요해 보인다.

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	115.7	236.0	-51.0	131.3	-11.9	133.9	-13.6
영업이익	-80.5	-186.8	적지	-76.1	적지	-35.2	128.6
세전이익	-85.1	-220.4	적지	-56.6	적지	-34.0	150.2
지배순이익	-60.3	-156.1	적지	-33.3	적지	-19.5	208.6

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

표7 강원랜드 분기 실적 추이 및 전망 분기												
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>드롭액</b>	<b>1,011.5</b>	<b>145.0</b>	<b>259.0</b>	<b>528.6</b>	<b>571.7</b>	<b>1,397.2</b>	<b>1,352.3</b>	<b>1,557.6</b>	<b>6,530.2</b>	<b>1,944.0</b>	<b>4,879.0</b>	<b>6,700.3</b>
Mass	416.1	0.0	43.8	187.3	131.4	438.0	352.5	587.3	2,694.5	647.1	1,509.1	2,821.7
슬롯머신	360.4	0.0	79.4	198.2	297.3	594.6	629.4	602.2	2,360.7	638.0	2,123.4	2,416.2
VIP테이블	235.0	145.0	135.8	143.1	143.1	364.6	370.5	368.2	1,475.0	658.9	1,246.4	1,462.4
<b>홀드율 (%)</b>	<b>21.9</b>	<b>22.0</b>	<b>24.4</b>	<b>23.9</b>	<b>19.5</b>	<b>16.4</b>	<b>22.3</b>	<b>22.2</b>	<b>22.7</b>	<b>22.8</b>	<b>20.2</b>	<b>23.3</b>
Mass	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5
슬롯머신	24.2	24.2	24.3	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.3	24.2	19.0	24.6
VIP테이블	14.0	22.0	24.5	22.8	22.0	17.6	16.9	15.3	16.8	19.8	17.2	19.1
<b>매출액</b>	<b>236.0</b>	<b>34.6</b>	<b>76.6</b>	<b>131.3</b>	<b>115.7</b>	<b>244.6</b>	<b>378.6</b>	<b>352.3</b>	<b>1,520.0</b>	<b>478.5</b>	<b>1,091.2</b>	<b>1,650.9</b>
Mass	101.8	0.0	10.7	45.8	32.1	107.1	86.2	143.6	659.0	158.3	369.1	690.1
슬롯머신	87.3	0.0	19.3	48.0	48.0	57.6	152.5	145.9	574.5	154.6	404.0	593.7
VIP테이블	32.9	31.9	33.3	32.6	31.5	64.1	62.5	56.3	248.2	130.7	214.4	279.8
비카지노	36.2	6.6	17.9	14.3	12.3	32.5	99.6	31.9	180.0	75.0	176.3	202.4
매출원가	158.1	118.3	115.0	153.2	150.5	183.0	189.9	194.6	736.7	544.5	718.0	811.5
인건비	32.9	37.3	31.0	42.0	34.3	39.0	32.0	37.5	125.9	143.2	142.7	145.8
컴프	3.3	1.0	1.0	1.0	2.0	2.4	2.6	2.4	9.7	6.1	9.4	12.4
세금	29.3	4.8	9.5	19.1	13.1	34.8	45.8	52.6	220.7	62.8	146.2	233.8
판관비	264.7	20.2	26.5	54.3	45.7	62.4	67.9	94.6	282.3	365.7	270.6	353.6
<b>영업이익</b>	<b>-186.8</b>	<b>-103.8</b>	<b>-64.9</b>	<b>-76.1</b>	<b>-80.5</b>	<b>-0.9</b>	<b>120.8</b>	<b>63.1</b>	<b>501.1</b>	<b>-431.6</b>	<b>102.5</b>	<b>485.8</b>
세전이익	-220.4	-72.3	-55.2	-56.6	-85.1	11.2	129.0	75.0	488.9	-404.5	130.2	518.0
순이익	-156.1	-45.6	-40.9	-33.3	-60.3	7.1	95.6	55.5	334.7	-275.9	97.9	367.5
<b>(% YoY)</b>												
드롭액	-35.5	-90.9	-84.9	-68.0	-43.5	863.6	422.1	194.7	6.5	-70.2	151.0	37.3
Mass	-37.9	-100.0	-93.8	-71.6	-68.4	N/A	705.6	213.6	5.3	-76.0	133.2	87.0
슬롯머신	-34.8	-100.0	-87.4	-67.1	-17.5	N/A	692.4	203.8	3.3	-73.0	232.8	13.8
VIP테이블	-31.9	-58.6	-65.0	-63.4	-39.1	151.5	172.8	157.3	14.3	-55.3	89.2	17.3
매출액	-37.5	-90.5	-81.1	-64.8	-51.0	606.2	394.3	168.3	5.7	-68.5	128.0	51.3
Mass	-37.9	-100.0	-93.8	-71.6	-68.4	N/A	705.6	213.6	5.3	-76.0	133.2	87.0
슬롯머신	-36.3	-100.0	-87.4	-67.0	-45.0	N/A	690.2	204.0	4.2	-73.1	161.4	46.9
VIP테이블	-46.3	-48.2	-49.2	-45.6	-4.3	101.0	87.7	72.8	11.4	-47.3	64.1	30.5
영업이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	16.4	N/A	흑전	373.8
순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	12.6	N/A	흑전	275.4
<b>Margin (%)</b>												
OPM	-79.1	-299.7	-84.7	-58.0	-69.6	-0.4	31.9	17.9	33.0	-90.2	9.4	29.4
NPM	-66.1	-131.5	-53.4	-25.4	-52.1	2.9	25.2	15.8	22.0	-57.6	9.0	22.3
<b>Indicator</b>												
인당드롭액 (백만원)	2.33	61.34	6.46	4.31	4.15	4.09	3.26	2.43	2.26	3.24	3.18	2.32
% YoY	10.8	2,479.9	194.8	81.8	78.1	-93.3	-49.5	-43.6	4.9	46.0	49.2	7.7
일평균방문객 (명)	8,194	79	1,145	3,063	3,063	3,754	4,505	6,958	7,932	1,637	4,203	7,925
% YoY	-1.1	-98.9	-86.6	-59.5	-62.6	4,663.7	293.4	127.1	1.5	-79.4	156.7	88.6

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

표8 강원랜드 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>드롭액</b>	<b>6,638.7</b>	<b>6,134.5</b>	<b>6,530.2</b>	<b>1,944.0</b>	<b>4,879.0</b>	<b>6,700.3</b>
Mass테이블	2,802.1	2,559.3	2,694.5	647.1	1,509.1	2,821.7
슬롯머신	2,400.7	2,284.5	2,360.7	638.0	2,123.4	2,416.2
VIP테이블	1,436.0	1,290.6	1,475.0	658.9	1,246.4	1,462.4
<b>홀드율 (%)</b>	<b>22.9</b>	<b>22.8</b>	<b>22.7</b>	<b>22.8</b>	<b>20.2</b>	<b>23.3</b>
Mass테이블	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5
슬롯머신	24.1	24.1	24.3	24.2	19.0	24.6
VIP테이블	18.0	17.3	16.8	19.8	17.2	19.1
<b>매출액</b>	<b>1,547.8</b>	<b>1,438.1</b>	<b>1,520.0</b>	<b>478.5</b>	<b>1,091.2</b>	<b>1,650.9</b>
Mass테이블	685.2	625.9	659.0	158.3	369.1	690.1
슬롯머신	579.3	551.4	574.5	154.6	404.0	593.7
VIP테이블	258.6	222.8	248.2	130.7	214.4	279.8
비카지노	124.3	166.4	180.0	75.0	176.3	202.4
매출원가	730.8	729.6	736.7	544.5	718.0	811.5
인건비	147.7	148.6	125.9	143.2	142.7	145.8
컴프	137.3	10.9	9.7	6.1	9.4	12.4
세금	227.1	208.4	220.7	62.8	146.2	233.8
판관비	286.0	277.8	282.3	365.7	270.6	353.6
<b>영업이익</b>	<b>530.9</b>	<b>430.7</b>	<b>501.1</b>	<b>-431.6</b>	<b>102.5</b>	<b>485.8</b>
세전이익	566.2	410.7	488.9	-404.5	130.2	518.0
순이익	437.6	297.3	334.7	-275.9	97.9	367.5
<b>(% YoY)</b>						
드롭액	-5.7	-7.6	6.5	-70.2	151.0	37.3
Mass테이블	-8.9	-8.7	5.3	-76.0	133.2	87.0
슬롯머신	-4.2	-4.8	3.3	-73.0	232.8	13.8
VIP테이블	-1.6	-10.1	14.3	-55.3	89.2	17.3
매출액	-8.8	-7.1	5.7	-68.5	128.0	51.3
Mass테이블	-8.8	-8.6	5.3	-76.0	133.2	87.0
슬롯머신	-4.2	-4.8	4.2	-73.1	161.4	46.9
VIP테이블	-5.3	-13.8	11.4	-47.3	64.1	30.5
영업이익	-14.2	-18.9	16.4	N/A	흑전	373.8
순이익	-3.7	-32.1	12.6	N/A	흑전	275.4
<b>Margin (%)</b>						
OPM	34.3	29.9	33.0	-90.2	9.4	29.4
NPM	28.3	20.7	22.0	-57.6	9.0	22.3
<b>Valuation (배)</b>						
EPS (원)	2,045	1,390	1,564	-1,289	458	1,718
PER	17.0	23.0	18.9	-18.2	55.6	14.8
PBR	2.1	1.9	1.7	1.5	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.8	10.4	8.0	-10.2	25.9	7.6
ROE (%)	13.0	8.4	9.2	-7.9	3.0	10.4
Dividend Yield (%)	2.8	2.8	3.0	0.0	0.0	0.0

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

## GKL: 해외 여행 재개를 기다리며

매출 90% 차지하는 서울 영업장, 3월 14일까지 휴장

GKL의 1분기 별도 매출액과 영업손실은 각각 64억원(-94.3% YoY)과 515억원(적전 YoY)으로 예상된다. 공기업 성격 상 정부 권고 사항에 충실하다 보니 영업 일수가 턱없이 부족한 분기였다. 동사 매출의 90% 가까이를 책임지는 서울 강남 및 힐튼 사업장은 2020년 11월 24일 이후 줄곧 휴장한 후 지난 3월 15일에야 영업을 재개했다. 사실상 1분기 내 영업 일수는 17일에 불과했다.

지난 3개월 상대적으로 부진했던 주가 수익률의 원인은?

반면 2020년 대비 인건비와 같은 고정비성 비용의 감축은 기대하기 어려웠다. 동사의 최대주주는 한국관광공사로 공기업 성격을 고려할 때 향후 계획도 기대하기 어렵다. 여행 재개가 된 이후 코로나 이전의 매출로 회복하는 것은 어렵지 않다. 다만 정부 고시 임금 상승률이 반영되는 점을 고려했을 때 같은 매출이라면 영업이익 체력은 이전 대비 소폭 낮을 수준을 기록할 전망이다.

다만 강원랜드와 달리 영업 회복이 없어 지난 3개월간 동사 주가는 큰 변화가 없었다. 구조조정을 통해 이익 BEP 레벨이 크게 낮아진 파라다이스 대비해서도 상대 매력도가 낮다. 카지노 업체 중 가장 부진한 주가 수익률의 원인으로 지목된다. 그러나 인바운드 여행이 재개될 경우 강원랜드가 그러하듯 매출 회복은 시간 문제일 것이다. 해외 여행 재개 시 주가는 한 단계 높아질 것으로 기대한다.

표9 GKL 분기 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>드롭액</b>	<b>767.5</b>	<b>209.1</b>	<b>304.6</b>	<b>146.3</b>	<b>47.8</b>	<b>90.4</b>	<b>245.3</b>	<b>404.3</b>	<b>4,546.2</b>	<b>1,427.4</b>	<b>787.9</b>	<b>4,966.8</b>
중국	251.1	80.3	80.9	40.9	14.9	12.5	35.3	50.7	1,199.3	526.2	113.4	2,156.4
일본	177.9	1.6	1.6	1.3	0.5	1.4	91.2	203.9	1,299.5	182.4	297.0	1,138.4
기타	262.7	105.0	192.1	85.3	24.3	51.9	60.4	46.6	717.9	645.2	183.1	214.1
홀드올 (%)	14.4	10.9	11.9	11.3	3.6	10.4	12.2	11.2	10.8	13.0	11.0	9.3
<b>매출액</b>	<b>111.5</b>	<b>23.3</b>	<b>34.8</b>	<b>14.9</b>	<b>6.4</b>	<b>28.0</b>	<b>29.6</b>	<b>45.0</b>	<b>490.8</b>	<b>184.5</b>	<b>109.0</b>	<b>458.0</b>
매출원가	76.9	47.9	55.1	58.5	50.5	50.8	56.3	72.6	356.6	238.4	230.2	337.4
인건비	35.6	33.4	35.9	43.6	36.6	34.4	36.9	44.9	145.1	148.7	152.8	158.2
컴프	7.8	0.3	0.7	-0.1	0.0	0.0	0.0	4.2	53.2	8.7	4.2	49.2
세금	14.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.4	0.5	62.1	14.0	1.3	3.1
판관비	34.6	-24.7	-20.3	-43.6	-44.1	-22.8	-26.7	-27.6	37.3	34.9	36.9	41.3
EBITDA	7.7	7.5	10.7	9.1	7.4	7.7	11.9	9.9	133.9	-50.2	-122.0	110.4
<b>영업이익</b>	<b>26.9</b>	<b>-32.1</b>	<b>-31.0</b>	<b>-52.7</b>	<b>-51.5</b>	<b>-30.5</b>	<b>-38.6</b>	<b>-37.5</b>	<b>96.8</b>	<b>-88.8</b>	<b>-158.1</b>	<b>79.3</b>
세전이익	20.0	-29.1	-29.2	-42.9	-51.3	-27.5	-36.8	-36.0	95.7	-81.1	-151.6	88.4
순이익	14.7	-23.6	-22.8	-32.7	-38.9	-20.9	-28.6	-28.3	72.4	-64.3	-116.7	67.9
<b>% YoY Growth</b>												
드롭액	-32.2	-80.8	-72.7	-87.9	-93.8	-56.7	-19.5	176.4	8.2	-68.6	-44.8	530.4
매출액	2.1	-80.2	-73.9	-88.6	-94.3	20.2	-14.8	201.2	2.2	-62.4	-40.9	320.3
영업이익	58.4	-221.4	-201.2	-331.3	-291.4	-5.0	24.6	-28.9	1,096.8	-191.7	78.0	-150.2
순이익	68.3	-217.5	-190.1	-278.6	-364.5	-11.4	25.6	-13.5	957.6	-188.9	81.4	-158.2
<b>Margin (%)</b>												
GPM	31.0	-106.0	-58.4	-292.0	-688.4	-81.6	-90.0	-61.3	27.3	-29.2	-111.2	26.3
OPM	24.1	-138.0	-89.1	-352.6	-803.9	-109.0	-130.3	-83.3	19.7	-48.1	-145.0	17.3
NPM	13.2	-101.3	-65.5	-219.0	-607.4	-74.6	-96.6	-62.9	14.8	-34.9	-107.1	14.8

자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

표10 GKL 월별 테이블 드롭액 추이

		'20.3	'20.4	'20.5	'20.6	'20.7	'20.8	'20.9	'20.10	'20.11	'20.12	'21.1	'21.2	'21.3
<b>드롭액 (십억원)</b>														
Seoul Gangnam Casino	Table Drop	45.8		46.4	47.2	48.5	57.3	44.9	39.4	28.3			-	22.6
	VIP	33.5		35.4	36.9	37.8	46.3	35.4	29.5	21.5			-	18.6
	Japan	3.6		0.6	0.7	0.4	0.5	0.4	0.7	0.4			-	0.4
	China	7.5		10.8	9.1	5.3	3.0	3.7	2.5	2.5			-	5.3
	Others	22.4		24.0	27.1	32.2	42.8	31.3	26.3	18.6			-	12.8
	Mass	12.3		11.0	10.3	10.7	11.0	9.5	9.9	6.8			-	4.0
Seoul Hilton Casino	Table Drop	34.4		33.6	33.7	30.8	32.3	26.0	23.5	16.9			-	10.2
	VIP	15.5		15.3	11.8	7.6	11.6	10.0	6.7	4.2			-	3.1
	Japan	1.6		0.0	0.0	-	-	0.0	0.0	0.0			-	0.0
	China	8.8		11.1	7.4	2.1	3.5	2.7	2.4	2.1			-	1.7
	Others	5.1		4.2	4.4	5.5	8.0	7.3	4.3	2.1			-	1.4
	Mass	18.9		18.3	21.8	23.2	20.7	16.0	16.8	12.7			-	7.1
Busan Lotte Casino	Table Drop	5.8		6.5	10.9	8.0	5.6	6.2	7.3	4.9			3.0	4.4
	VIP	2.4		2.6	6.6	4.4	1.5	2.5	2.4	1.5			1.8	2.0
	Japan	0.4		-	-	-	-	0.0	0.0	0.1			0.0	0.0
	China	0.9		0.6	2.3	1.5	0.4	0.2	0.2	0.4			0.3	0.6
	Others	1.1		2.0	4.3	2.9	1.1	2.3	2.2	1.1			1.5	1.4
	Mass	3.4		3.8	4.3	3.6	4.1	3.7	4.9	3.4			1.2	2.4
Total	Table Drop	86.0		86.5	91.8	87.3	95.2	77.1	70.2	50.1			3.0	37.2
	VIP	51.4		53.4	55.3	49.8	59.3	47.9	38.7	27.2			1.8	23.7
	Japan	5.6		0.6	0.7	0.4	0.5	0.4	0.7	0.5			0.0	0.5
	China	17.2		22.5	18.8	8.9	6.9	6.6	5.1	5.0			0.3	7.6
	Others	28.7		30.2	35.8	40.5	52.0	40.9	32.8	21.7			1.5	15.7
	Mass	34.6		33.1	36.4	37.6	35.8	29.2	31.5	22.9			1.2	13.6
	Slot Machine Drop	11.5		14.7	16.1	14.6	14.9	15.5	14.1	11.8			0.6	0.6
	Total drop	97.6		101.2	107.8	101.9	110.1	92.6	84.3	62.0			3.6	37.9
국적별 Breakdown	VIP+Mass	86.0		86.5	91.8	87.3	95.2	77.1	70.2	50.1			3.0	37.2
	Japan	6.1		0.8	0.8	0.4	0.6	0.6	0.7	0.5			0.0	0.5
	China	28.3		37.7	33.9	25.5	22.0	18.5	18.4	15.3			0.7	14.9
	Others	33.3		34.4	40.1	45.0	56.9	45.3	37.2	25.1			1.8	17.7
	No Name	18.4		13.6	17.0	16.5	15.8	12.7	13.8	9.2			0.5	4.2
<b>성장률 (% YoY)</b>														
Seoul Gangnam Casino	Table Drop	-74.2		-71.9	-68.2	-68.2	-66.2	-72.8	-81.4	-83.8			-	-50.6
	VIP	-77.7		-73.6	-68.2	-68.8	-65.5	-73.4	-83.2	-85.4			-	-44.6
	Japan	-92.2		-98.0	-98.0	-99.0	-99.0	-99.1	-98.9	-99.2			-	-87.7
	China	-88.2		-83.2	-80.3	-89.2	-94.4	-93.3	-96.2	-94.2			-	-29.6
	Others	-44.6		-37.3	-18.7	-7.8	20.9	-13.1	-47.0	-64.1			-	-42.7
	Mass	-54.9		-64.5	-67.9	-65.8	-68.9	-70.6	-72.5	-75.1			-	-67.1
Seoul Hilton Casino	Table Drop	-70.3		-71.7	-67.5	-72.9	-74.3	-75.8	-77.5	-84.8			-	-70.3
	VIP	-74.1		-75.5	-74.3	-86.3	-82.6	-80.6	-85.7	-92.1			-	-80.2
	Japan	-95.7		-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-99.9	-100.0	-100.0			-	-100.0
	China	-37.7		-27.3	-40.3	-81.2	-82.9	-80.4	-79.4	-83.4			-	-81.0
	Others	-43.2		-32.1	-40.5	-44.6	7.3	-46.5	-45.7	-74.5			-	-72.6
	Mass	-66.1		-67.5	-62.1	-60.3	-65.0	-71.4	-70.8	-78.1			-	-62.2
Busan Lotte Casino	Table Drop	-89.6		-90.2	-82.6	-84.3	-91.3	-88.3	-87.1	-90.5			-92.0	-23.7
	VIP	-94.7		-94.9	-85.9	-88.1	-96.9	-93.4	-94.2	-96.1			-93.5	-14.3
	Japan	-98.3		-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-99.7			-100.0	-94.6
	China	-95.0		-97.6	-86.4	-88.9	-98.4	-98.8	-99.1	-97.0			-96.9	-29.7
	Others	-82.6		-45.4	-40.2	-5.7	-57.7	-17.0	-43.1	-84.2			-34.8	21.9
	Mass	-69.3		-72.5	-72.6	-74.5	-74.9	-75.5	-65.7	-73.3			-87.5	-30.2
Total	Table Drop	-75.4		-75.3	-70.8	-72.5	-73.5	-76.3	-81.2	-85.1			-98.8	-56.7
	VIP	-79.8		-78.5	-73.6	-76.6	-76.2	-78.4	-85.4	-88.6			-99.0	-54.0
	Japan	-94.6		-99.3	-99.2	-99.6	-99.6	-99.5	-99.3	-99.5			-100.0	-91.7
	China	-81.9		-78.5	-75.1	-87.9	-92.9	-92.3	-95.0	-92.8			-99.6	-56.0
	Others	-48.8		-37.3	-25.3	-15.2	14.0	-22.1	-46.6	-67.4			-96.8	-45.4
	Mass	-63.2		-67.3	-65.4	-63.9	-67.7	-71.8	-70.7	-76.7			-98.2	-60.8
	Slot Machine Drop	-70.9		-63.7	-55.9	-57.7	-61.5	-61.4	-66.9	-70.8			-97.7	-94.8
	Total drop	-74.9		-74.1	-69.3	-71.0	-72.4	-74.7	-79.7	-83.6			-98.7	-61.2

주: 4월, 12월, 1월 실적은 영업정지로 인해 공시하지 않음. 자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

## 파라다이스: 코로나 시기에도 EBITDA 흑자 유지

1분기 EBITDA 흑자 기조 이어갈 것

1분기 파라다이스의 매출액과 영업이익은 각각 927억원(-49.8% YoY)과 -172억원(적전 YoY)으로 EBITDA 기준 80억 수준의 흑자가 기대된다. 지난 12월 거리두기 단계 상향에 따라 동사의 카지노 또한 휴장을 결정했다. 그러나 GKL과 달리 동사는 1월 4일 이후 영업을 재개해 1분기 휴장 기간이 거의 없었다. 특히 인바운드 관광객을 기대하기 힘든 현재 외국인 카지노 매출의 대다수는 국내 거주 외국인(해외 비자를 보유한 사람)으로부터 발생한다. 부산, 제주 등 카지노 매출은 코로나 이후 전무한데 반해 서울 카지노의 경우 코로나 이전 30% 가량의 매출이 발생하는 이유다.

구조조정 통해 월 500억에 가까웠던 월별 카지노 매출 BEP 레벨은 현재 100억대 후반까지 떨어져

동사는 지난 3분기 파라다이스시티(인천) 비카지노 인력 20%를 대상으로 구조조정을 진행했다. 이후 4분기에는 본사와 워커히 카지노를 대상으로 희망퇴직을 진행해 이익 BEP를 크게 낮췄다. 코로나 이전 기준 EBITDA BEP 레벨을 달성하는 월 카지노 매출은 400억대 후반이었으나 구조조정 후 이는 100억대 후반으로 크게 하향되었다.

월 200억 매출인 현 상황에도 분기 EBITDA는 흑자 가능

국내 거주 외국인만을 대상으로 하는 현 상황 기준 월 평균 매출은 200억원이다. 1분기 카지노 매출도 636억원으로 이와 유사하다. 동사의 분기당 감가상각 금액은 250억원으로 EBITDA 기준 80억 가량의 흑자를 예상한다. 코로나 피해 한가운데에서도 cash burning을 끊어낼 수 있었던 것은 비용 감축 효과 덕분이다.

2019년 카지노 매출의 86% 회복 시 2022년 기대 영업이익은 1000억원

인바운드 여행객이 입국하게 될 경우 인원 감축에 따른 카지노 영업 상 문제는 발생하지 않을 것으로 예상된다. 파라다이스시티 감축 인원이 비카지노 인력만을 대상으로 진행되었기 때문이다. 당사 추정에 따르면 현재와 같은 비용 구조 하에서는 2019년 카지노 매출의 86% 수준인 6,800억을 2022년 달성할 경우 영업이익은 1,000억원(현 비용 구조 유지 시 이론상 영업이익은 1,700억원까지 상승)에 육박할 전망이다. 이는 EBITDA 2,000억원의 이익을 의미한다.

파라다이스, 레저 산업 최선호주로 추천

레저 대기업 대부분이 자발적/비자발적 구조조정을 진행한 바 있으나 동사의 비용 감축 효과를 따라올 사업자는 없어 보인다. 여행과는 달리 카지노의 경우 구조적 수요가 증가하던 구간에 해당했다는 사실은 향후 이익 회복에 기대감을 더욱 높일 수 있는 근간이 된다. 동사에 대한 Buy 투자 의견과 적정주가 22,000원을 유지하며 레저 산업 내 최선호주로 추천한다.

표11 파라다이스시티 최근 13개월 월별 실적 세부 데이터													
(백만원)	'20.3	'20.4	'20.5	'20.6	'20.7	'20.8	'20.9	'20.10	'20.11	'20.12	'21.1	'21.2	'21.3
<b>Drop</b>	<b>48,432</b>	<b>24,299</b>	<b>67,219</b>	<b>49,554</b>	<b>48,685</b>	<b>50,685</b>	<b>35,111</b>	<b>42,555</b>	<b>37,487</b>	<b>55,499</b>	<b>60,976</b>	<b>42,417</b>	<b>49,400</b>
Sales	6,676	3,397	7,899	4,657	6,031	5,803	3,210	4,928	5,869	9,120	9,191	7,272	13,785
Sales (table)	6,815	2,979	7,391	3,889	5,126	4,901	2,724	3,975	5,103	7,993	7,878	6,775	9,406
Sales (slot)	366	417	563	695	907	910	495	899	741	1,079	1,311	1,320	914
홀드율 (table,%)	14.1	12.3	11.0	7.8	10.5	9.7	7.8	9.3	13.6	14.4	12.9	16.0	19.0
홀드율 (total,%)	14.8	14.0	11.8	9.3	12.4	11.5	9.2	11.5	15.6	16.3	15.1	19.1	20.9
<b>YoY Growth (%)</b>													
<b>Drop</b>	<b>-75.5</b>	<b>-89.4</b>	<b>-74.3</b>	<b>-78.1</b>	<b>-77.9</b>	<b>-80.7</b>	<b>-84.8</b>	<b>-81.2</b>	<b>-81.7</b>	<b>-74.3</b>	<b>-74.8</b>	<b>-82.5</b>	<b>2.0</b>
Sales	-70.2	-83.9	-70.4	-87.9	-81.6	-83.9	-91.8	-86.6	-81.0	-76.5	-75.6	-77.0	106.5
Sales (table)	-69.0	-83.3	-65.2	-87.3	-83.5	-84.6	-92.4	-88.5	-82.8	-77.1	-77.7	-73.4	38.0
Sales (slot)	-74.0	-69.9	-61.6	-46.5	-44.8	-39.2	-68.4	-16.4	-55.6	-23.9	-19.4	-28.8	149.7
홀드율 (table,%p)	3.0	4.4	2.9	-5.7	-3.5	-2.4	-7.8	-5.8	-0.9	-1.8	-1.6	5.4	5.0
홀드율 (total,%p)	3.0	5.5	3.1	-4.9	-2.4	-1.2	-7.1	-4.2	0.3	-0.5	-0.2	7.8	6.1
<b>Drop breakdown</b>													
VIP	36,992	18,053	47,071	31,078	31,983	33,124	23,827	25,052	19,752	32,294	37,303	20,901	26,880
China VIP	12,118	3,246	3,407	774	1,144	1,664	336	590	377	925	2,066	1,237	1,324
Japan VIP	7,027	178	146	37	2	14	17	7	0	349	356	125	91
Other VIP	17,848	14,629	43,517	30,266	30,837	31,446	23,474	24,455	19,375	31,020	34,881	19,539	25,465
Mass	11,440	6,246	20,148	18,511	16,702	17,562	11,284	17,503	17,734	23,205	23,673	21,515	22,520
<b>YoY Growth (%)</b>													
VIP	-77.9	-90.6	-78.8	-83.5	-82.4	-84.8	-87.4	-86.7	-88.0	-81.2	-81.2	-89.8	-27.3
China VIP	-56.9	-91.7	-94.2	-98.3	-97.1	-95.8	-99.3	-99.0	-99.0	-97.6	-96.2	-98.1	-89.1
Japan VIP	-92.0	-99.8	-99.9	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-99.6	-99.7	-99.8	-98.7
Other VIP	-65.2	-70.9	-13.4	-39.4	-35.9	-47.4	-55.5	-54.6	-50.0	-19.6	6.4	-68.5	42.7
Mass	-62.7	-82.4	-48.4	-50.6	-57.1	-61.1	-73.1	-54.8	-55.3	-48.3	-46.3	-41.1	96.9
<b>VIP방문객 (명)</b>													
VIPs	2,594	1,139	2,972	2,442	2,246	2,247	1,469	1,823	1,612	2,344	2,184	1,758	1,677
China VIP	245	63	196	90	117	141	80	123	81	149	130	102	95
Japan VIP	367	5	4	2	2	0	6	2	0	16	28	17	15
Other VIP	1,982	1,071	2,772	2,350	2,127	2,106	1,383	1,698	1,531	2,179	2,026	1,639	1,567
<b>YoY Growth (%)</b>													
VIPs	-65.0	-86.0	-66.2	-69.1	-71.0	-72.8	-79.9	-76.9	-77.4	-69.9	-72.5	-73.8	-35.4
China VIP	-75.3	-93.9	-87.6	-93.5	-90.3	-90.4	-92.6	-93.6	-93.6	-87.9	-91.8	-91.6	-61.2
Japan VIP	-88.6	-99.9	-99.9	-99.9	-99.9	-100.0	-99.8	-99.9	-100.0	-99.5	-99.3	-99.3	-95.9
Other VIP	-38.1	-66.6	-15.2	-24.1	-30.2	-26.7	-50.4	-42.4	-43.7	-28.2	-16.9	-44.8	-20.9
<b>정킷 실적</b>													
Rolling Chip Turnover	41,782	464	1,934	2,601	11	577	295	760	2,283	547	1,260	3,016	48,105
W/L	661	8	-110	-99	-3	-9	79	113	52	157	14	-1,601	7,682
Win rate(%)	1.6	1.7	-5.7	-3.8	-27.3	-1.6	26.8	14.9	2.3	28.7	1.1	-53.1	16.0
Sales	-505	1	-55	73	-2	-8	32	54	25	48	2	-823	3,465

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표12 파라다이스 시티 연간 실적 전망

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>전체 매출액</b>	<b>302.1</b>	<b>463.3</b>	<b>177.5</b>	<b>168.4</b>	<b>344.9</b>
카지노 매출	247.1	375.6	126.9	96.2	279.7
드롭액	2,156.2	2,669.2	943.8	734.6	2,418.3
비카지노 매출	53.0	87.9	50.6	72.2	65.2
영업이익	-20.8	20.0	-66.7	-32.6	71.9
영업이익률(%)	-6.9	4.3	-37.6	-19.3	20.8
감가상각비	40.8	64.4	58.9	58.5	58.5
<b>EBITDA</b>	<b>20.0</b>	<b>84.4</b>	<b>-7.8</b>	<b>25.9</b>	<b>130.3</b>

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표13 파라다이스 시티 분기 실적 전망 분기

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>드롭액</b>	<b>532.7</b>	<b>141.1</b>	<b>134.5</b>	<b>135.5</b>	<b>152.8</b>	<b>142.8</b>	<b>175.8</b>	<b>263.2</b>	<b>2,669.2</b>	<b>943.8</b>	<b>734.6</b>	<b>2,418.3</b>
VIP드롭액	440.6	96.2	88.9	77.1	85.1	84.3	134.8	189.9	2,216.8	702.8	494.1	1,986.3
Mass드롭액	92.1	44.9	45.5	58.4	67.7	58.4	41.1	73.4	452.4	241.0	240.6	432.1
<b>전체 매출액</b>	<b>89.7</b>	<b>26.0</b>	<b>28.8</b>	<b>32.5</b>	<b>31.5</b>	<b>37.8</b>	<b>42.9</b>	<b>56.1</b>	<b>463.3</b>	<b>177.5</b>	<b>168.4</b>	<b>344.9</b>
<b>카지노 매출</b>	<b>75.8</b>	<b>16.0</b>	<b>14.6</b>	<b>19.9</b>	<b>17.8</b>	<b>23.7</b>	<b>19.9</b>	<b>34.7</b>	<b>375.6</b>	<b>126.9</b>	<b>96.2</b>	<b>279.7</b>
드롭액	532.7	141.1	134.5	135.5	152.8	142.8	175.8	263.2	2,669.2	943.8	734.6	2,418.3
비카지노매출	13.9	10.0	14.1	12.6	13.7	14.1	23.0	21.4	87.9	50.6	72.2	65.2
<b>영업이익</b>	<b>2.5</b>	<b>-28.2</b>	<b>-25.6</b>	<b>-15.4</b>	<b>-16.3</b>	<b>-11.1</b>	<b>-5.2</b>	<b>0.1</b>	<b>20.0</b>	<b>-66.7</b>	<b>-32.6</b>	<b>71.9</b>
영업이익률(%)	2.8	-108.4	-88.9	-47.4	-51.8	-29.3	-12.1	0.1	4.3	-37.6	-19.3	20.8
감가상각비	15.0	14.7	14.5	14.6	14.6	14.7	14.5	14.6	64.4	58.9	58.5	58.5
<b>EBITDA</b>	<b>17.5</b>	<b>-13.5</b>	<b>-11.0</b>	<b>-0.8</b>	<b>-1.7</b>	<b>3.6</b>	<b>9.3</b>	<b>14.7</b>	<b>84.4</b>	<b>-7.8</b>	<b>25.9</b>	<b>130.3</b>
EBITDA이익률(%)	19.5	-51.8	-38.4	-2.4	-5.5	9.7	21.8	26.1	18.2	-4.4	15.4	37.8

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

표14 파라다이스 분기 실적 전망 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>184.7</b>	<b>74.6</b>	<b>90.6</b>	<b>104.6</b>	<b>92.7</b>	<b>105.3</b>	<b>147.6</b>	<b>149.3</b>	<b>979.4</b>	<b>454.4</b>	<b>494.9</b>	<b>830.5</b>
카지노	154.3	51.5	55.1	74.4	63.6	78.2	96.9	102.0	784.1	335.4	340.8	675.6
호텔	14.3	12.0	19.6	16.1	14.3	12.0	25.3	24.1	89.3	62.0	75.8	75.8
기타	15.9	10.8	14.9	13.3	14.8	15.1	25.3	23.2	106.4	54.9	78.3	79.2
매출원가	164.2	103.7	108.5	100.8	97.1	104.5	127.2	143.0	839.9	477.2	471.9	662.6
매출총이익	20.4	-29.1	-18.0	3.8	-4.4	0.8	20.3	6.3	139.5	-22.8	23.0	167.9
판관비	15.6	15.5	13.1	19.4	12.8	14.5	12.5	16.5	87.7	63.6	56.3	69.9
<b>영업이익</b>	<b>4.8</b>	<b>-44.5</b>	<b>-31.1</b>	<b>-15.6</b>	<b>-17.2</b>	<b>-13.7</b>	<b>7.8</b>	<b>-10.2</b>	<b>51.9</b>	<b>-86.3</b>	<b>-33.3</b>	<b>98.0</b>
세전이익	-2.8	-53.7	-32.4	-86.8	-23.9	-18.9	1.6	5.3	15.5	-175.2	-35.9	91.5
순이익	-2.5	-31.9	-16.3	-59.2	-15.4	-14.5	5.2	5.6	15.1	-109.8	-19.2	30.8
<b>% YoY Growth</b>												
매출액	-8.5	-68.1	-67.0	-61.2	-49.8	41.1	63.0	42.8	24.4	-53.6	8.9	67.8
영업이익	흑전	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	적지	2,054.2	적전	적지	흑전
순이익	적지	적지	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	-171.8	적전	적지	-흑전
<b>Margin (%)</b>												
GPM	11.1	-38.9	-19.8	3.6	-4.8	0.8	13.8	4.2	14.2	-5.0	4.6	20.2
OPM	2.6	-59.6	-34.3	-14.9	-18.6	-13.0	5.3	-6.8	5.3	-19.0	-6.7	11.8
NPM	-1.3	-42.7	-18.0	-56.6	-16.6	-13.8	3.5	3.7	1.5	-24.2	-3.9	3.7

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터



## 콘텐츠: 차익 실현을 고민하는 이유

콘텐츠, 산업적 현실은 좋아지는  
방향성은 여전

1월 <콘텐츠: 중간점검>을 통해 제시한 바와 같이 중소형 제작사와 OTT 간의 직접계약 비중이 높아지고 있다는 산업적 현실은 변하지 않았다. 특히 중소형 제작사의 고질적 문제로 지적되었던 1) 실적의 연속성, 2) 편성을 받지 못하면 예측할 수 없던 매출의 불확실성은 국내 편성 이전에 글로벌 사업자들과 계약이 선진행되며 투자자들에게 제시할 수 있는 실적의 가시성을 높이고 있다.

제작비 대비 판권 비용 상승은 편성이 우선되었던 제작 결정의 선후 관계를 뒤집어

예를 들어, NEW가 제작할 웹툰 강풀 작가의 작품 <무빙>을 원작으로 하는 동명의 드라마는 글로벌 OTT와 판권 판매 계약을 맺은 것으로 추정된다. 반면 방송 편성은 JTBC가 담당한다는 뉴스가 나왔지만 양쪽 모두 편성을 확정 짓지 않았다. 예전이라면 편성이 확정되지 않았기 제작을 할 수 있을지에 대한 의구심이 먼저 떠올랐을 것이다. 그러나 글로벌 OTT 판권으로도 제작비의 상당 부분을 보존할 수 있는 구조가 되면서 결정의 선후 관계 바뀐 것이다. 이는 장기적으로 방송 채널과 갑을 관계였던 제작사의 위상을 높이는 데 일조할 전망이다.

중국 OTT 오리지널 작품 수익: 제작 수익 20% + 편성 매출(α)

당사가 파악한 바에 따르면, 일부 작품에 대해서 제작비에 20% 제작수익을 더해 OTT들이 구입하고 있다. 높은 수익을 보장하는 만큼 해외판권 또한 전세계를 대상으로 한다. 사실상 넷플릭스 오리지널과 같은 OEM 형태와 유사하다고 볼 수 있다. 그러나 일부 OTT의 경우(특히 중국) 같은 조건인 데 반해 제작사에 하나의 옵션을 추가적으로 부여하고 있다. 방송 채널 편성에 대한 수익을 제작사에게 부여하는 것이다. 스튜디오드래곤이 제작하는 <간 떨어지는 동거>가 이에 해당한다.

글로벌 OTT와의 계약 또한 중국 오리지널 수익률의 궤적을 따를 것

정리하자면 제작사 입장에서는 제작비의 20%를 제작수익으로 수취하며 방송 편성 매출에 대한 수익을 추가로 획득한다고 볼 수 있다. 방송 편성 매출의 경우 편당 8억 내외 제작비를 기준으로 60% 내외다. 당사는 <무빙>과 같은 글로벌 OTT 계약의 수익률 또한 장기적으로 이에 수렴할 것으로 예상된다.

그림3 현재 드라마 프로젝트 수익 구조

현재 드라마 프로젝트 수익 구조



그림4 미래 드라마 프로젝트 수익 예상 구조도

미래 드라마 프로젝트 수익 예상 구조도



주: 편당 8억 제작비(총 130억) 작품을 기준으로 제작비를 100으로 환산한 수치. 판권 매출은 Top tier 2의 넷플릭스 MOU 기준  
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

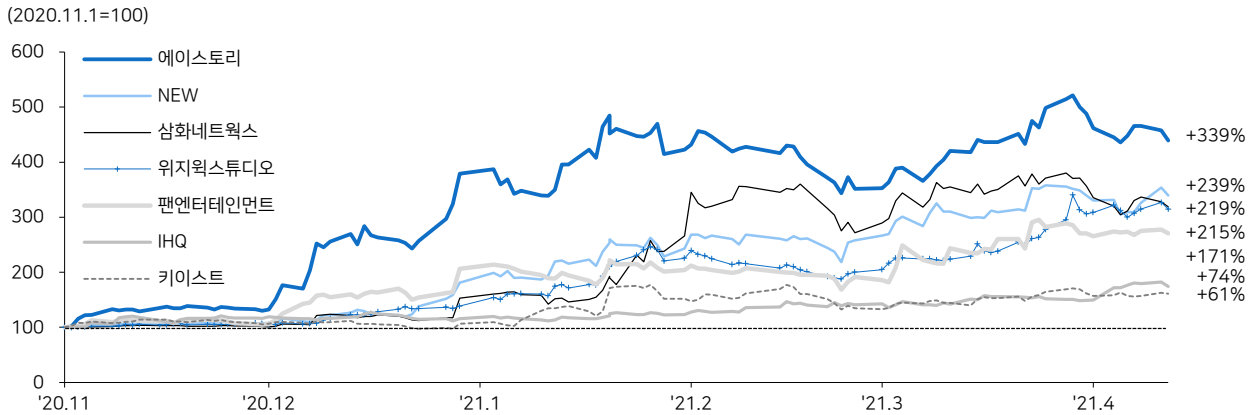
주: 글로벌 OTT형 드라마의 경우 일반 드라마 대비 편당 제작비 2배에 달함.  
반면 방송사의 편성매출은 상승폭 제한적인 점을 고려한 당사 추정치  
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

지난 3개월 변화하는 산업 흐름을 반영한 중소형 제작사들의 주가

전술한 바와 같이 산업의 흐름은 변하지 않았다. 2017-2020년 드라마 시장 성장분을 독점하다시피 했던 Top tier 2 대비 중소형 제작사를 선호하는 기존의 시각은 유지한다. 다만 산업의 변화를 제시한 후 6개월 가까운 시간이 흘렀다. 중소형 제작사들 또한 높은 주가 수익률로 화답한 바 있다.

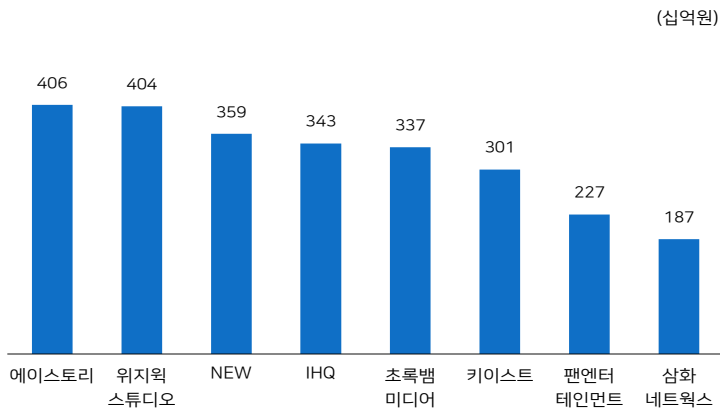
당사가 지난 1월 레포트를 통해 제시한 7개 중소형 제작사(빅히트 연관주로 움직였던 초록뱀 제외)의 평균 시가총액은 2,620억원으로 6개월간 188% 상승했다. 달라질 산업 환경에 대해 상당 부분 반영된 시기로 투자자들의 차익 실현 욕구가 높아지고 있다.

그림5 11월 이후 중소형 제작사들 주가 추이



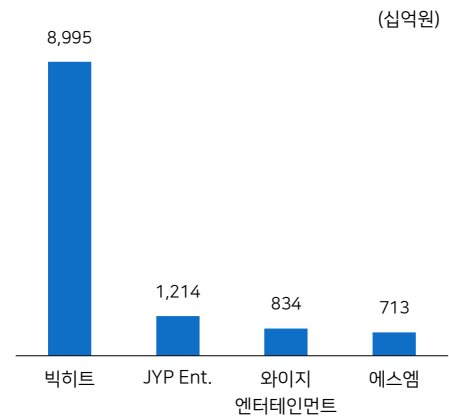
주: 2021년 4월 13일 종가 기준  
 자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 4월 13일 기준 중소형 제작사들 시가총액



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림7 4월 13일 기준 엔터 업체 시가총액



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

<p>20배 멀티플 적용 시 수렴 시가 총액은 3천억원 내외 예상</p>	<p>글로벌 OTT들의 계약이 온전히 반영된 시기를 기준으로 중소형 제작사는 평균 200억원 내외의 영업이익을 달성할 것으로 예상된다. 순이익 150억, PER 20배를 적용할 경우 중소형 제작사들의 적정 시가총액은 3천억원 내외로 전망된다. 이를 넘어서기 위해서는 1) 제작비가 2021년~2022년 높아진 수준을 다시 한번 크게 상회할 만큼 커지거나 2) 한한령 해제에 따른 중국 수익이 필요하다.</p>
<p>중소형 제작사에서 Q 성장을 크게 기대하지 않는 이유</p>	<p>대부분의 중소형 제작사는 연간 드라마 제작 편수가 최대 5편 정도로 한정되어 있다. 이는 중소형 제작사들이 한 개의 드라마 제작팀을 보유하고 있으며 한 작품당 평균 2개월의 제작 기간이 소요되기 때문이다. 과거 스튜디오드래곤이나 제이콘텐트리와 같은 전년 대비 2배, 3배의 Q 성장을 기대하기 어려운 이유다.</p> <p>물론 예외는 있다. 키이스트의 경우 2018년 SM C&amp;C 소속이던 드라마 제작 부분을 양도 받은 바 있다. 이론적으로 동시간 2개의 작품 제작이 가능하다고 볼 수 있다. 삼화네트웍스의 경우 2018년 10월 자회사 스튜디오아이콘을 설립해 동시 제작 가능 작품 수를 키웠다. 그러나 제작팀을 보유했다고 하더라도 제작에 필요한 CP, 작가, 배우 등을 같은 시간 내 모으는 데는 또 다른 노력이 필요하다. Max capa를 ‘이론적’ 이라고 표현한 이유다.</p>
<p>1) Q가 아니라면 모수가 커지면 된다</p>	<p>Q 성장에서 업체들의 이익 성장을 기대하기 어렵다면 작품당 이익 quality에서 답을 찾아야 한다. 글로벌 OTT들에게 선판매된(혹은 계약중인) 작품들의 제작비는 200억대에서 500억원 수준까지 형성되어 있다. 세트장 설립에 큰 비용이 발생했던 &lt;아스달 연대기&gt;를 제외하면 16부작 기준 평균 200억원 내외, 350억원이 최대 제작비였다. 그러나 2021년 라인업을 살펴보면, 과거 최대 제작비(편당 20억원)가 평균 제작비 수준과 유사할 정도로 제작비 규모가 커졌다.</p>
<p>드라마 제작비 또 한번의 퀀텀 점프는 VFX 비중 높은 작품일 것</p>	<p>2021년 크게 높아진 편당 제작비가 또 한번 점프업 한다면 수익률은 변하지 않더라도 모수가 커지며 이전 대비 높은 수익을 기대할 수 있다. 현재 최고 수준인 500억원을 넘는 드라마(국내 제작 및 국내 배우 기용한 작품) 제작비를 넘어서는 작품은 SF와 같이 VFX가 다수 필요한 작품이 될 가능성이 높다.</p>
<p>2) 중국 판권은 영업이익으로 직결. 글로벌 판권 통해 프로젝트 수익은 이미 플러스 진입했기 때문</p>	<p>넷플릭스를 비롯한 미국 태생의 OTT들은 중국 시장에 진출할 수 없다. 중국 정부의 콘텐츠 검열로 인해 외국 작품에 대해서는 자국 작품 대비 까다로운 절차가 요구되는데, 이로 인해 넷플릭스와 같은 글로벌 OTT들은 중국 진출을 시도하지 않는다. 덕분에 국내 제작사들은 이를 중국에 팔 수 있는 또 한번의 기회가 생긴다. 중국을 제외한 전세계 판권을 통해 대부분의 드라마 작품은 플러스 수익률을 기록한다. 중국에 팔린다면 관련 판권 수익은 모두 영업이익으로 직결되는 구조다. 투자자들이 콘텐츠 산업에서 중국에 대한 기대감을 놓지 않는 이유다.</p>

현재 기대 가능한 이익 증대  
요인은 중국 추가 수익 정도

높아진 제작비의 작품들은 아직 소비자의 평가를 받을 수 있을 정도로 가시권에 진입한 작품이 없다. 2021년 대부분 제작은 시작되나 이에 대한 결과물을 확인하기 전까지는 이전과 같은 급격한 제작비 상승을 기대하기는 어려워 보인다. 그렇다면 추가적으로 기대할 수 있는 모멘텀은 중국 추가 수익 정도다.

한한령 해제 기대감, 플러스  
알파로 여긴다면 ok

2016년 사드의 여파로 시작된 한한령은 우리에게 유령 같은 존재다. 정부 공문이 존재하지도 않아 시장에서 확인할 수 있는 정보도 별로 없다. 한한령 해체에 대한 기대를 투자 주요 포인트로 삼는다면 가시성이 높지 않아 투자자들을 설득하기 어렵다. 다만 플러스 알파로 여긴다면 감내할 수 있다고 판단한다.

당사는 한한령이 해제될 경우 배우에 집중해 중국 OTT들이 작품 계약을 진행할 가능성이 높다고 본다. 더불어 필요한 조건은 아직 방영되지 않은 작품이어야 한다. 이미 방영된 작품은 불법 경로를 통해 중국에서 이미 소비되었기 때문이다. 중국 OTT들이 높은 가격을 지불하고 한국 콘텐츠를 사가는 것은 이에 따른 신규 가입자 유입을 기대하기 때문이다. 이를 위해서는 방영되지 않았다는 조건이 필수적이다.

중국에 팔리지 않은 <펜트하우스>, 중국인들은 어떻게 배로나를 알까?

SBS에서 방영중인 <펜트하우스>의 경우 중국 OTT에 공식적으로 판매된 기록이 없다. 그러나 <펜트하우스2>가 방영되던 지난 2~3월 중국 대표 SNS인 웨이보 1위에는 '펜트하우스'가 버젓이 올라와 있다. 불법 경로를 통해 소비되고 있다는 증거다. 보지 못하는 작품이 오랜 기간 검색어 1위에 오르는 것은 불가능하다.

그림8 최근 시즌2가 마무리된 <펜트하우스>



자료: SBS, 메리츠증권 리서치센터

그림9 방영 당시 웨이보 1위 검색어 '배로나는 죽지 않았다'



주: 웨이보 실시간 검색어 캡처. 하이라이트 부분은 '배로나는 죽지 않았다'  
자료: 메리츠증권 리서치센터

산업의 흐름은 기존 추적 방향에서 어긋나지 않아

살펴본 바와 같이 산업의 흐름은 기존 우리가 추적하던 방향에서 벗어나지 않는다. 2017년~2020년 드라마 시장을 이끌었던 최대주주 넷플릭스에 이어 2021년 아이치이와 텐센트가 동남아 시장에 본격적으로 도전장을 내밀면서 한국 드라마 관련 시장은 레벨업하고 있다. 디즈니, HBO Max도 한국 드라마 해외 판권 시장에 새로이 진입했다.

토종 OTT들의 콘텐츠 투자 예고 또한 주가 상승을 부추긴 바 있어

토종 OTT들의 공격적인 콘텐츠 투자 예고 또한 드라마 투자자들을 즐겁게 했다. 웨이브는 오는 2025년까지 총 1조원 규모의 콘텐츠 제작 투자 계획을 밝혔다. OTT 산업에 발을 내딛는 KT는 지난 3월 콘텐츠/미디어 자회사 스튜디오지니를 출범시키며 2023년 기준으로 국내 콘텐츠 사업자 중 가장 높은 금액을 투자하는 사업자가 될 것이라 밝혔다. 구현모 KT 대표는 오리지널 타이틀 100개 정도에, 각각 50~ 500억원의 투자 규모를 예상한다고 설명한 바 있다.

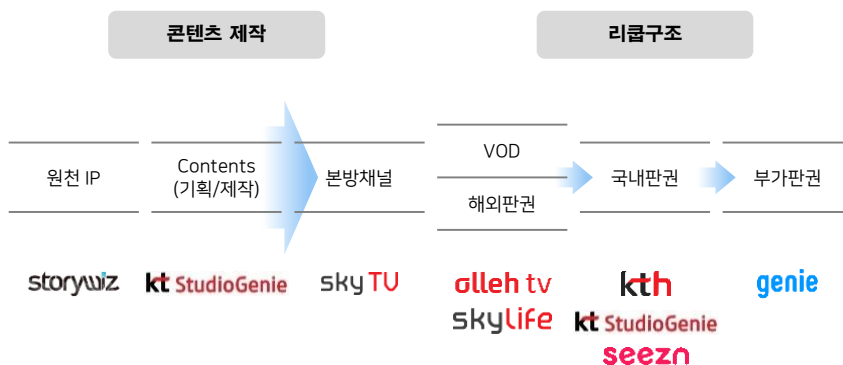
우호적 산업 환경 반영되며 지난 3개월 콘텐츠 수익률 시장 평균 크게 웃돌아

산업 환경 변화에 대한 시장의 인지도가 높아지고 국내 OTT까지 콘텐츠 확보 싸움에 뛰어들면서 중소형 콘텐츠 업체를 중심으로 한 드라마 제작사들의 수익률은 지난 3개월간 시장을 크게 웃돈 바 있다. 다만 높은 주가 수익률이 의미하는 바와 같이 관련된 뉴스들은 최근 주가 상승을 통해 상당부분 가격에 반영된 상태로 판단된다.

절대적 주가 레벨 산업 변화 반영한 상황. 산업별 우위도 바뀐다면 단기간 높은 수익 기록한 콘텐츠 차익실현 욕구 커질 것

특히 지난 3월 금리 인상으로 성장주 및 IT 중심의 대형주들이 부진한 가운데 중소형 제작사들이 순환적으로 주가가 상승했는데 이는 레저 산업과 마찬가지로 미디어 산업이 시장에 neutral한 성격을 지니기 때문으로 파악된다. 이는, 기술적으로 대형주의 랠리가 시작된다면 동 산업으로 일시적으로 몰린 수급이 빠져나갈 가능성이 높다는 뜻이다. 실적을 고려한 주가의 절대 레벨 측면, 산업별 우위도 측면 모두에서 지금은 콘텐츠의 차익 실현이 필요한 시기라고 판단하는 이유다.

그림10 KT 콘텐츠 제작 및 리쿱 구조 (투자회수율)



자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

## 스튜디오드래곤: 컨센서스 총족

### 2Q20 실적은 컨센서스 총족 전망

스튜디오드래곤의 1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,145억원(-4.9% YoY)과 132억원(흑전 YoY)로 눈높이를 충족하는 실적이 예상된다. 넷플릭스 오리지널 <좋아하면 울리는2>은 시즌1 대비 10억 높은 90억원 판매(6편, 편당 15억원)를 가정했다.

### <스위트홈> 후광효과로 평균 판매 요율 상승

넷플릭스 오리지널을 제외한 해외판권 수익은 408억원으로 전년 동기와 유사할 전망이다. 이는 편당 해외 판권의 실질적 상승을 의미한다. 1Q20에는 16부작 기준 5.9개의 드라마가 매출로 인식된 바 있으나 1Q21에는 4.9개로 작품 수가 약 17% 감소했기 때문이다. 전세계적 호평을 받은 <스위트홈>의 효과가 평균 단가 상승으로 나타나고 있다.

반면 감가상각은 241억원으로 전분기와 유사한 수준을 가정했다. <여신강림>, <철인왕후>, <경이로운 소문>과 같이 1분기 종료된 드라마 제작비의 전부 상각 및 넷플릭스 MOU 대상 작품인 <빈센조>(4월 종료)의 1분기 방영 회차에 대한 90% 이상 상각을 가정한 데 따른다.

무형자산 감가상각에 대해서는 4분기>2분기>1, 3분기 순으로 회계감사가 보수적으로 적용된다. 이를 고려했을 때 당사가 추정한 감가상각의 분기별 변동이 동분기 연결 영업이익을 소폭 변화시킬 수 있으나 단순 분기 배분으로 연간 실적을 바꿀만한 요소는 아니라고 판단된다.

### 새로운 수익구조를 지닌 작품이 방영되는 2분기

2분기 방영될 작품 중 <간 떨어지는 동거>는 투자자들의 관심이 필요하다. 스튜디오드래곤의 새로운 수익구조 모델이기 때문이다. 이 작품은 중국 OTT 오리지널로 제작된다. 작품의 수익 구조는 제작비의 20%를 제작 수익으로 수취한다는 점에서 넷플릭스 오리지널 납품과 비슷하다. 중국 OTT의 경우 우리나라 방송 채널에서의 방영에 대하여 사실상 관심이 없다. 중국 OTT를 이용하는 국내 소비자가 전무한 수준이기 때문이다. 덕분에 당사는 방송 채널에서의 추가 수익이 가능하다.

### <간 떨어지는 동거> 프로젝트 수 익률은 최소 20%에서 최대 70% 까지 가능

다만 수익 구조에 대해서는 추가 파악이 필요하다. CJ ENM에서 동 작품에 대한 편성 매출 리쿱율을 다른 작품 수준으로 유지해 줄 것인지, 그리고 편성 매출에 대해 중국 OTT가 수익 배분을 요청하는지 등에 대한 확인이 필요하다. 당사는 <간 떨어지는 동거>의 제작비를 편당 10억으로 가정, 16부작 기준 약 30억원의 제작수익 및 편당 3억원(총 50억원)의 편성 매출(동사 몫)을 가정했다. 동 프로젝트의 수익률은 최소 20%에서 최대 70%(편당 매출 5억원 수취 및 OTT 수익배분 없다고 가정)까지 가능하다.

다만 이는 Q의 증가가 아니다. 기존 동사의 IP 작품이 방영되었을 슬랏에 동 작품이 방영되는 것이기 때문에 IP 보유 작품에 대한 해외 판권은 2분기 190억원으로 1분기 대비 크게 하락할 것으로 예상된다. 다만 오리지널 작품을 포함한 총 판권 매출은 430억원으로 1분기 대비 소폭 감소한 수준을 예상한다.

동사는 4분기 컨퍼런스콜을 통해 2021년 제작 편수는 전년 대비 9편 증가한 30편을 예고했다. 반면 제작비는 2020년과 유사한 수준을 제시했는데 숏폼/미드폼 작품 비중이 증가하며 평균 제작비는 하향될 것으로 보인다. 특히 2020년 기준 연간 이익의 40%를 기여했던 연간 가장 큰 텐트폴 작품이 2021년에는 타사 IP가 되면서 텐트폴 수익의 부재를 예상한다. 당사와 시장의 눈높이 차이는 <지리산> 관련 이익에 해당한다.

적정주가 12만원 유지

동사의 적정주가 12만원을 유지한다. 메가박스를 보유한 제이콘텐츠리가 콘텐츠 사업자로 레저 사업자들과 함께 1분기 높은 수익률을 기록한 데 반해 동사 주가는 지난 1월 고점을 노리는 정도에 불과했다. 당분간 이와 같은 박스권 흐름이 지속될 것으로 예상된다.

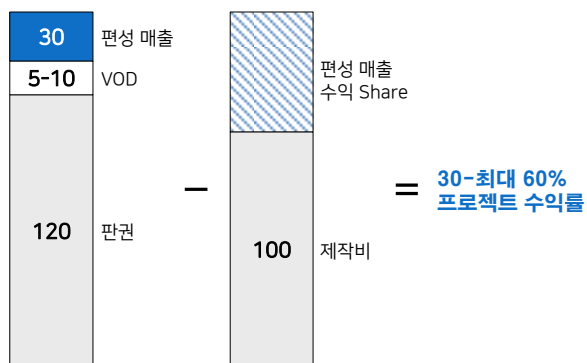
스튜디오드래곤은 계열사와의 관계, 산업 내 우호적 위치에 힘입어 지난 4년간 산업 성장의 수혜를 가장 크게 경험했다. 2021년부터는 IP를 제공하던 중소형 제작사들의 높아진 협상력, 계열사의 전략적 Q 정책으로 인해 기존의 이점을 내려 놓는 시기가.

앞장서는 국내 드라마 산업의 1인자

반면 국내 1위 드라마 제작사답게 제작사들이 가야 할 미래 방향성을 가장 먼저 시도하고 있다. 동사는 미국 제작사와 편당 100억원 규모의 대작을 준비 중이다. 미국 시장 진출을 통해 입지가 강화된다면 중소형 제작사들과 좁혀진 밸류에이션은 다시 프리미엄으로 바뀔 수 있을 것으로 판단한다. 다만 결과물을 확인하기까지 시간이 필요해 보인다.

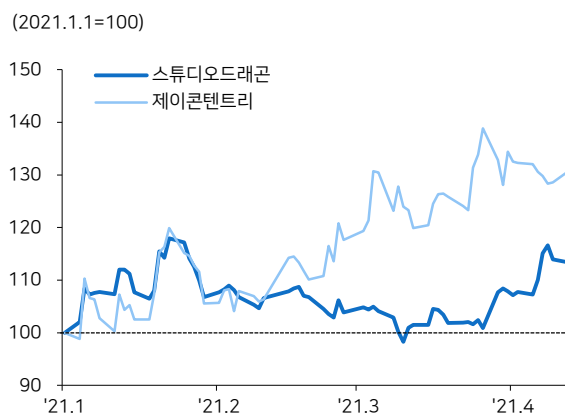
그림11 중국 OTT 오리지널 드라마의 수익 구조

미래 드라마 프로젝트 수익 예상 구조도



주: 글로벌 OTT향 드라마의 경우 일반 드라마 대비 편당 제작비 2배에 달함.  
반면 방송사의 편성매출은 상승폭 제한적인 점을 고려한 당사 추정치  
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림12 1월 이후 제이콘텐츠리 스튜디오드래곤 주가 추이



주: 2021년 4월 13일 종가 기준  
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>120.3</b>	<b>161.4</b>	<b>106.3</b>	<b>137.7</b>	<b>114.5</b>	<b>104.2</b>	<b>122.4</b>	<b>197.0</b>	<b>468.6</b>	<b>525.7</b>	<b>538.4</b>	<b>566.9</b>
(% YoY)	7.6	25.9	-19.0	41.3	-4.9	-35.4	15.1	43.1	23.5	12.2	2.4	5.3
<b>드라마 부문</b>	<b>120.2</b>	<b>161.3</b>	<b>106.2</b>	<b>137.6</b>	<b>114.5</b>	<b>104.2</b>	<b>122.4</b>	<b>197.0</b>	<b>468.2</b>	<b>525.3</b>	<b>538.1</b>	<b>566.6</b>
<b>1. 작품 방영 매출액</b>	<b>45.2</b>	<b>65.4</b>	<b>45.7</b>	<b>40.7</b>	<b>40.6</b>	<b>37.0</b>	<b>40.6</b>	<b>83.0</b>	<b>208.7</b>	<b>197.0</b>	<b>201.2</b>	<b>178.7</b>
작품당 편성매출	7.7	9.3	8.0	8.6	8.3	8.3	8.3	8.6	6.6	8.4	8.5	8.8
작품 수 (편)	5.9	6.1	4.9	4.8	4.9	3.9	4.9	5.0	31.8	21.6	18.6	18.6
ENM 필요 작품 수 (편)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	38.0	24.0	24.0	24.0
ENM 드라마 슬롯 (개)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	6.5	4.0	4.0	4.0
<b>2. PPL</b>	<b>8.1</b>	<b>20.2</b>	<b>9.6</b>	<b>10.6</b>	<b>10.1</b>	<b>10.1</b>	<b>9.6</b>	<b>11.2</b>	<b>40.2</b>	<b>48.5</b>	<b>41.0</b>	<b>42.6</b>
작품당 PPL	1.4	2.8	1.4	2.2	2.1	0.0	0.0	0.0	1.3	2.0	1.9	2.0
<b>3. VOD 매출</b>	<b>14.1</b>	<b>16.3</b>	<b>8.8</b>	<b>14.0</b>	<b>14.0</b>	<b>14.1</b>	<b>8.8</b>	<b>15.4</b>	<b>58.9</b>	<b>53.2</b>	<b>52.3</b>	<b>53.9</b>
작품당 VOD	2.4	2.7	1.8	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	2.5	2.8	2.9
<b>4. 해외판권</b>	<b>40.8</b>	<b>59.4</b>	<b>42.1</b>	<b>36.3</b>	<b>40.8</b>	<b>19.0</b>	<b>44.2</b>	<b>60.7</b>	<b>152.4</b>	<b>178.6</b>	<b>164.7</b>	<b>189.4</b>
작품당 해외판권	6.9	9.7	8.6	7.6	8.4	4.9	9.1	12.1	4.8	8.3	8.8	10.2
↳중국	N/A	N/A	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.0	11.0	11.0
<b>5. 글로벌</b>	<b>12.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>36.0</b>	<b>9.0</b>	<b>24.0</b>	<b>19.2</b>	<b>26.8</b>	<b>8.0</b>	<b>48.0</b>	<b>79.0</b>	<b>102.0</b>
작품당	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.0	24.0	19.7	20.4
작품수 (편)	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0	4.0	5.0
<b>엔터테인먼트 부문</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>
<b>매출원가</b>	<b>103.6</b>	<b>139.6</b>	<b>85.0</b>	<b>122.7</b>	<b>95.6</b>	<b>90.3</b>	<b>105.4</b>	<b>166.9</b>	<b>420.7</b>	<b>450.9</b>	<b>458.3</b>	<b>467.3</b>
매출원가율(%)	86.1	86.5	80.0	89.1	83.5	86.2	79.7	88.8	84.9	85.8	85.1	82.4
제작비	61.8	75.0	46.8	76.3	53.2	58.5	61.5	107.2	232.7	259.9	280.4	278.9
작품당 제작비	9.1	12.1	9.4	10.8	0.0	0.0	0.0	0.0	7.8	10.4	10.5	10.8
CJ ENM 수수료	10.0	13.0	10.5	15.6	12.1	8.3	11.1	17.7	47.2	49.0	49.1	55.1
<b>감가상각</b>	<b>25.6</b>	<b>44.7</b>	<b>18.9</b>	<b>24.1</b>	<b>24.1</b>	<b>16.7</b>	<b>24.1</b>	<b>33.8</b>	<b>115.0</b>	<b>113.3</b>	<b>98.7</b>	<b>101.7</b>
기타	6.2	6.8	8.7	6.6	6.2	6.8	8.7	7.9	19.4	28.4	29.7	31.3
판관비	5.1	4.9	5.3	10.4	5.6	5.4	5.8	10.9	19.2	25.7	27.7	29.4
판관비율(%)	4.2	3.0	5.0	7.6	4.9	5.2	4.8	5.5	4.1	4.9	5.1	5.2
매니지먼트 수수료	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
드라마 관련 판관비	5.1	4.9	5.3	10.4	0.0	0.0	0.0	0.0	19.2	25.7	27.7	29.4
<b>Profitability</b>												
<b>EBITDA</b>	<b>37.2</b>	<b>61.6</b>	<b>34.9</b>	<b>28.7</b>	<b>37.3</b>	<b>25.2</b>	<b>35.2</b>	<b>53.0</b>	<b>143.7</b>	<b>162.4</b>	<b>151.1</b>	<b>171.9</b>
<b>영업이익</b>	<b>11.6</b>	<b>16.9</b>	<b>16.0</b>	<b>4.6</b>	<b>13.2</b>	<b>8.5</b>	<b>11.1</b>	<b>19.2</b>	<b>28.7</b>	<b>49.1</b>	<b>52.4</b>	<b>70.2</b>
드라마 부문	11.5	16.9	16.0	4.6	0.0	0.0	0.0	0.0	28.3	49.0	52.4	70.2
엔터테인먼트부문	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.1	0.0	0.0
영업이익률(%)	9.6	10.5	15.1	3.3	11.6	8.2	9.1	9.8	6.1	9.3	9.7	12.4
드라마 부문(%)	9.6	10.5	15.1	3.4	0.0	0.0	0.0	0.0	6.0	9.3	9.7	12.4
엔터테인먼트부문(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	N/A	20.0	-14.3	-3.9

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터



**표16 2020년 스튜디오드래곤 드라마 Library**

	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	머니게임	1.15-3.5	16부	이영미	김상호	고수, 이성민, 심은경	SD, JS픽처스
	방법	2.10-3.17	12부	연상호	김용완	엄지원, 성동일, 조민수	SD, 레진스튜디오
	하이바이, 마마!	2.22-4.19	16부	권혜주	유제원	이규형, 김태희	SD, 엠아이
	메모리스트	3.11-4.30	16부	안도하, 황하나	김휘, 소재현	유승호, 이세영	SD, 스튜디오605
	반의반	3.23-5.12	12부	이숙연	이상엽	정해인, 채수빈	SD, The Unicorn, 무비락
	화양연화	4.25-6.14	16부	전희영	손정현	유지태, 이보영	SD, 본팩토리
	오 마이 베이비	5.13-7.2	16부	노선재	남기훈	고준, 박병은, 정건주	SD, 스튜디오앤뉴
	(아는 건 별로 없지만)가족입니다	6.1-7.21	16부	김은정	권영일	한예리, 김지석, 추자현	SD
	<b>사이코지만 괜찮아</b>	<b>6.20-8.9</b>	<b>16부</b>	<b>조용</b>	<b>박신우</b>	<b>김수현</b>	<b>SD, Story TV</b>
	약의 꽃	7.29-9.23	16부	유정희	김철규	이준기, 문채원	SD, 몬스터유니온
	비밀의 숲2	8.15-10.4	16부	이수연	박현석	조승우, 배두나, 최무성	SD, 에이스팩토리
	청춘기록	9.7-10.27	16부	하명희	안길호	박보검, 장기용, 박소담	SD, 팬엔터테인먼트
	구미호연	10.7-12.3	16부	한우리	강신호	이동욱, 조보아	SD, 하우픽처스
	<b>스타트업</b>	<b>10.17-12.6</b>	<b>16부</b>	<b>박혜련</b>	<b>오충환</b>	<b>배수지, 남주혁</b>	<b>SD, 하이스토리</b>
	여신강림	12.9-21.2.4	16부	이시은	김상협	차은우, 문가영	SD, 스튜디오N, 본팩토리
낮과 밤	11.30-21.1.19	16부	신유담	소재현	남궁민, 김설현, 이청아	SD, 김중학프로덕션, 스토리바인픽처스	
철인왕후	12.12-21.2.14	20부	박계옥, 최진영	윤성식	신혜선, 김정현, 배종옥	SD, YG스튜디오플렉스, 크레이브웍스	
OCN	본대로 말하라	2.1-3.22	16부	고영재, 한기현	김상훈	장혁, 전서연, 최수영	SD, 에이치하우스
	루갈	3.28-5.3	16부	도현	강철우	최진혁, 박성웅	SD, 리엔엔터
	트레인	7.11~8.16	12부	박가연	류승진	김재욱	SD, doFRAME
	미씽: 그들이 있었다	8.29-10.11	12부	반기리, 정소영	김성수	고수, 허준호, 안소희	SD, 메이스엔터테인먼트
경이로운 소문	11.28-21.1.24	16부	여지나	유선동	조병규, 유준상, 김세정	SD, 네오엔터테인먼트	
그 외	<b>더 킹: 영원의 군주</b>	<b>4/17~6/6</b>	<b>16부</b>	<b>김은숙</b>	<b>백상훈</b>	<b>이민호, 김고은, 우도환</b>	<b>SD</b>
	나홀로 그대	2월 7일	12부	류용재, 김환채, 최성준	이상엽	윤현민, 고성희	SD, JS픽처스
	스위트홈	4Q20	10부		이응복	송강, 이진욱, 이시영	SD, 스튜디오N
한번 다녀왔습니다	3/28~9/13	50부	양희승	이재상	이민정, 이상엽, 이정은	SD, 본팩토리	
tvN/OCN (EX-LIBRARY)	슬기로운 의사생활	3/12~5/28	12부	이우정	신원호	조정석, 유연석, 김대명	CJ ENM, 에이즈커밍
	번외수사	5.23~6.28	12부	이유진	강효진	차태현, 이선빈, 장진희	OCN, 콘텐츠 지움
	산후조리원	11.2-11.24	8부	김지수, 최윤희, 윤수민	박수원	박하선, 엄지원	
	써치	10.17-11.15	10부	구모, 고명주	임대웅	장동윤, 정수정, 문정희	반딧불

주: 1) SD-스튜디오드래곤  
 2) 하이라이트 된 작품은 편당 10억원이 넘는 텐트폴  
 3) Ex-library는 모회사 방영 작품 중 동사가 IP를 보유하지 않는 작품  
 자료: 스튜디오드래곤 제공 자료 및 언론 자료 참조하여 메리츠증권 리서치센터 정리

표17 2021년 스튜디오드래곤 드라마 Library							
	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	루카: 더 비기닝	2.1-3.9	12부	천성일	김홍선	김래원, 이다희	SD, 테이크원컴퍼니, H하우스
	<b>빈센조</b>	<b>2.20-4.11</b>	<b>16부</b>	<b>박재범</b>	<b>김희원</b>	<b>송중기, 전여빈, 옥택연</b>	<b>SD, 로고스필름</b>
	나빌레라	3.22-4.27	12부	이은미	한동화	송강, 박인환, 홍승희	SD, 더그레이트쇼
	마인	5.1-6.20	16부	백미경	이나정	이보영, 김서형	SD, JS픽처스
	멸망	5.10-6.29	16부	임메아리	권영일	박보영, 서인국	SD, 스튜디오앤뉴
	<b>너는 나의 봄</b>	<b>2H21</b>	<b>16부</b>	<b>이미나</b>	<b>정지현</b>	<b>서현진, 김동욱, 윤박</b>	<b>SD(화앤담픽처스)</b>
	악마판사	2H21	16부	문윤석	최정규	지성, 박규영, 박진영(GOT7)	SD, 스튜디오앤뉴
	스물다섯 스물하나	2H21	16부	권도은	정지현	남주혁, 김태리	SD(화앤담픽처스)
	갯마을 차차차	2H21	16부	신하은	유제원	신민아, 김선호	SD, 지티스트
	하이클래스	2H21	16부	현정	최병길	조여정, 김지수, 하준	프로덕션h, h월드픽처스
잠중록	2H21	16부	정현정	이종재			
OCN	타임즈	2.20-3.28	12부	이세봄	윤종호	이서진, 이주영, 김영철	SD, 이야기사냥꾼
	<b>보이스4</b>	<b>6.19-8.8</b>	<b>16부</b>	<b>마진원</b>	<b>신용휘</b>	<b>송승헌, 이하나</b>	<b>SD, 키이스트</b>
	아일랜드	8.21-10.24	20부	장윤미	박배중	차은우, 김남길, 서예지	SD, 와이랩
	제5열	11.xx-12.xx	16부	남상욱, 황인호, 이승영	이승영		
그 외	좋아하면 울리는2	3월 12일	6부	이아연, 서보라	김진우	김소현, 정가람	SD
tvN/OCN (EX-LIBRARY)	슬기로운 의사생활2	4월 예상	16부	이우정	신원호	조정석, 유연석, 전미도, 김대명	CJ ENM
	지리산	2H21	16부	김은희	이응복	전지현, 주지훈	에이스토리, SD
	다크홀	4.23-5.30	12부	정이도	김봉주	김옥빈, 이준혁	영화사 우상, 키워미디어
	마우스	3.3-5.6	20부	최란	최준배	이승기, 이희준, 경수진	하이그라운드, 빅투스
	간 떨어지는 동거	5.12-7.1	16부	백선우, 최보림	남성우, 안지숙	장기용, 헤리	SD, JTBC스튜디오, 스튜디오N

주: 1) SD-스튜디오드래곤  
 2) 하이라이트 된 작품은 편당 10억원이 넘는 텐트폴  
 3) Ex-library는 모회사 방영 작품 중 동사가 IP를 보유하지 않는 작품  
 자료: 스튜디오드래곤 제공 자료 및 언론 자료 참조하여 메리츠증권 리서치센터 정리

## 제이콘텐츠리: 콘텐츠+컨텐츠

메가박스 타격으로 부진한 실적  
당분간 이어져

제이콘텐츠리의 1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 975억원(-5.4% YoY)과 -66억원(적지 YoY)을 기록할 전망이다. 부문별로는 메가박스 -133억원, 방송 부문 75억원이 예상된다.

1분기 박스오피스는 전분기와 유사한 수준으로 메가박스 매출 또한 4분기와 유사한 1분기가 예상된다. 다만 4분기 연간 배분에 따른 비용 증가가 매년 있었던 점을 감안하여 1분기 적자 규모는 전분기 158억원에서 25억원 개선된 133억원을 전망한다.

반면 방송 부문의 해외 판권 매출은 301억원으로 역대 최대치를 기록할 전망이다. 동사에 따르면 넷플릭스 MOU 작품에 해당되는 <시지프스>를 제외하고도 <선배, 그 립스틱을 바르지 마요>와 <허쉬>가 넷플릭스 수준의 리콥율에 타 OTT에 판권 판매가 이루어졌다. 판매가 완료된 작품들은 전액 상각을 전제했다.

2020년 두드러지게 낮아진 JTBC  
시청자 층: 드라마 편성 전략 변화  
여부 눈 여겨 볼 때

다만 <선배 그 립스틱 바르지 마요>가 3월초 종영된 이후 월화 드라마 슬롯은 (단막극 두 세편 제외) 비워져 있다. 4월 현재 향후 편성 작품 또한 결정된 바 없다. 장년층은 타 중편 채널로 빼앗기고 젊은 층은 넷플릭스를 통해 시청하면서 JTBC의 시청자 층은 지난해부터 낮아지고 있다. 방송사의 주수익원인 광고 수익 측면에서도 JTBC가 영향을 받고 있을 것으로 추정된다. 드라마는 방송 콘텐츠 중 시간당 자금이 가장 많이 투여되는 콘텐츠에 해당한다. JTBC의 드라마 편성 전략 또한 CJ ENM의 그것을 따라가지 말라는 법은 없다. 유의해 지켜볼 부분이다.

스튜디오드래곤과 제이콘텐츠리  
프로젝트 수익률 차이 이해하기

프로젝트 수익 면에서 볼 때 동사의 방송사 리콥율은 스튜디오드래곤 대비 약 10%p 낮다. 더불어 스튜디오드래곤의 경우 PPL 수익이 회사로 귀속되나 중앙미디어 그룹의 경우 대부분 JTBC로 귀속된다고 알려져 있다. 방송사 리콥율과 PPL에서만 스튜디오드래곤 대비 동사는 15~20%p 열위에 있다. 반면 동사는 VOD와 해외판권 등 스튜디오드래곤이 모회사에 지불하는 유통판권 수수료(15%)를 지급하지 않는다. 동사 내부적으로 영업 조직을 보유하고 있기 때문이다.

차이는 있지만 결과는 유사

정리해보면, 방송사+PPL 수익률은 제이콘텐츠리가 경쟁사 대비 15~20%p 열위, VOD 및 해외판권에 대해서는 15%p 우위로 이론적으로 스튜디오드래곤 대비 제이콘텐츠리의 영업이익률이 소폭 낮다. 2020년 기준 스튜디오드래곤의 영업이익률은 9.3%를 기록했으며 2021년은 소폭 개선된 9.5%를 예상한다.

제작 투자 비용 80% 2021년 상  
각을 가정할 경우 2021년 JTBC  
스튜디오 영업이익 263억원 추정

JTBC스튜디오의 2021년 영업이익은 213억원으로 예상된다. 영업이익률은 7.6%에 해당한다. 2022년 스튜디오드래곤 현재 수준인 9%대 진입을 예상하나 현재의 긍정적 산업 환경만을 반영한 수치로 1) NEW가 IP를 보유한 <무빙>이 JTBC에서 방영되거나 2) 공급을 담당하는 제작사들의 수익 배분 목소리가 높아질 경우 예상 수익률은 하락할 수 있다.

지난 1월 텐센트의 JTBC스튜디오 투자유치에 관련된 기사가 나오면서 동사의 주가는 레벨업했다. 심지어 이 뉴스는 지난 11월 이미 공시된 바 있어 상당수 투자자들이 인지하고 있었다. 일반적으로 뉴스가 나올 경우 ‘셀온뉴스’ 현상이 일어나지만, 1월 동사의 주가는 이를 시작으로 고공행진을 시작했다.

뉴스의 인지율이 높았다는 점, 콘텐츠 peer의 주가는 부진했다는 점을 고려했을 때 동 뉴스만으로 주가를 설명하기는 어렵다. 컨택트 사업자에 대한 비중이 필요하던 투자자들에게 메가박스를 보유한 동사는 좋은 대안이 떠올랐을 것이다.

레저 파트에서 살펴본 바와 같이 코로나19 피해를 입은 업종 대부분은 자발적/비자발적 몸집 축소하기를 진행한 바 있다. 그러나 동사의 경우 2019년 말 42개였던 영화관 수를 지난해 50개까지 늘렸다. 허리를 졸라매는 인건비 절감에도 불구하고 비용 감소가 두드러지지 않는 이유다.

**영화 산업에 대한 소고**

영화 제작사를 보유한 많은 미디어 업체들이 OTT 산업에 진출하면서 OTT와 영화 동시 개봉을 적용하는 작품 비중을 늘리고 있다. 우리는 지난 5년간 넷플릭스를 비롯한 OTT의 성장이 전세계 영화관 관객수 성장을 저지한 것을 지켜본 바 있다. 영화관의 편에 서있던 기존 할리우드 큰 손들의 이 같은 입장 변화는 향후 영화관 산업의 미래를 어렵게 한다.

**시장 성장이 멈추면 OP는 하락한다**

물론 ATP 상승을 통해 시장 규모는 코로나 이전과 같은 단 자릿수 성장을 이어갈 수 있다. 그러나 2017년부터 2019년까지 영화관 당 이익은 지속적으로 하락했다. 매출은 비슷하더라도 인건비, 임차료를 비롯한 비용 증가가 이익을 훼손시켰기 때문이다. 코로나19로 인한 극단적 피해의 회복은 가능하겠으나 회복 이후 예상 가능한 영업이익은 현 구조를 고려했을 때 코로나 이전 대비 낮은 수준을 예상하는 것이 합리적이다.

**기대감 반영된 주가. Hold 투자 의견 유지**

제이콘텐츠리에 대한 적정주가 46,000원을 유지한다. 당사가 추정된 JTBC스튜디오의 가치는 1.2조원으로 당사의 2022년 추정치(OPM 10%) 기준 PER 55배에 해당한다. 동사는 SI 투자로 높아진 콘텐츠 매력과 컨택트 컨셉을 보유해 지난 6개월간 100% 가까운 수익률을 기록했다. 컨택트 산업의 매력도가 하락하는 시기이며 콘텐츠 가치에 대한 충분한 평가가 반영된 주가로 판단된다. Hold 투자 의견을 유지한다.

표18 제이콘텐츠리 1Q21 Preview							
(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	97.5	103.0	-5.4	91.3	6.7	91.7	6.3
영업이익	-6.6	-15.6	적지	-19.1	적지	-8.3	-19.8
세전이익	n/a	-18.4	n/a	-106.3	n/a	-12.1	n/a
지배순이익	n/a	-14.4	n/a	-91.4	n/a	-6.1	n/a

자료: 제이콘텐츠리, 메리츠증권 리서치센터

표19 제이콘텐트리 분기별 실적 전망												
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>JTBC스튜디오 (드라마 제작 및 JTBC 콘텐츠 유통)</b>												
<b>매출액</b>	<b>43.4</b>	<b>53.0</b>	<b>56.2</b>	<b>55.3</b>	<b>75.2</b>	<b>63.7</b>	<b>75.6</b>	<b>63.6</b>	<b>188.9</b>	<b>207.9</b>	<b>278.1</b>	<b>316.8</b>
작품 방영 매출	12.1	10.6	26.6	24.5	30.1	25.5	26.0	22.5	53.2	73.8	104.1	123.8
작품당 매출액	4.4	4.0	7.7	6.4	7.3	7.3	6.3	6.9	5.3	5.5	6.9	7.3
작품수 (편)	2.8	2.6	3.4	3.8	4.1	3.5	4.1	3.3	10.0	12.7	15.0	17.0
제이콘 IP신규 보유 (편)	2.8	2.6	1.7	1.9	2.1	1.8	2.1	1.6	12.0	13.0	15.0	16.0
VOD매출	18.4	20.0	16.0	17.5	17.9	16.9	17.2	20.0	15.8	18.9	26.5	31.1
드라마	5.4	2.5	5.4	5.4	6.6	5.3	6.6	8.0	15.8	18.9	26.5	31.1
편당 VOD	2.0	1.0	1.6	1.4	1.6	1.5	1.6	2.4	1.3	1.5	1.8	1.9
드라마 외	12.9	17.5	10.5	12.1	11.3	11.6	10.5	12.1	58.6	53.0	45.6	45.6
해외판권	18.1	16.9	21.3	29.5	32.3	26.4	32.0	37.4	59.6	85.8	128.2	134.6
드라마 (중국 외)	16.0	11.0	15.0	18.5	30.1	20.3	25.4	25.9	42.0	60.5	101.7	106.7
중국 向	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0
드라마 외	2.1	5.9	6.3	11.0	2.3	6.2	6.6	11.5	15.6	25.3	26.6	27.9
<b>영업이익</b>	<b>-0.7</b>	<b>6.7</b>	<b>7.7</b>	<b>0.5</b>	<b>7.5</b>	<b>3.9</b>	<b>4.1</b>	<b>5.8</b>	<b>13.8</b>	<b>14.2</b>	<b>21.3</b>	<b>31.5</b>
영업이익률(%)	-1.8	12.6	13.8	0.8	9.9	6.1	5.5	9.1	7.3	6.8	7.6	9.9
<b>IP투자 (드라마 및 영화투자)</b>												
<b>매출액</b>	<b>13.7</b>	<b>11.0</b>	<b>3.2</b>	<b>19.2</b>	-	-	-	-	<b>73.4</b>	<b>47.0</b>	-	-
% YoY	-20.5	-46.6	-82.1	9.7	-	-	-	-	5.0	-35.9	-	-
<b>영업이익</b>	<b>-1.9</b>	<b>2.4</b>	<b>1.5</b>	<b>-5.9</b>	-	-	-	-	<b>-13.4</b>	<b>-3.9</b>	-	-
영업이익률(%)	-13.7	21.7	46.0	-30.7	-	-	-	-	-18.2	-8.3	-	-
<b>메가박스</b>												
<b>매출액</b>	<b>41.1</b>	<b>13.1</b>	<b>29.5</b>	<b>21.3</b>	<b>22.3</b>	<b>29.5</b>	<b>38.2</b>	<b>76.5</b>	<b>327.9</b>	<b>105.8</b>	<b>166.5</b>	<b>376.4</b>
상영매출	22.7	6.3	14.0	11.0	11.5	14.0	16.8	44.2	190.4	54.0	86.5	240.0
매점매출	6.8	1.6	4.3	2.7	2.1	4.3	3.7	15.5	61.6	16.2	25.6	67.4
기타매출	6.0	3.3	4.6	2.0	2.3	4.6	9.2	8.2	34.7	15.9	24.4	34.7
% YoY	-44.3	-84.0	-67.8	-73.6	-45.8	111.4	29.7	259.6	3.4	-67.7	57.4	126.0
상영매출	-47.5	-87.0	-73.7	-75.8	-49.1	122.1	20.0	303.3	9.3	-71.7	57.4	126.0
매점매출	-51.8	-89.9	-73.4	-82.9	-69.1	82.4	-14.6	472.0	11.7	-73.7	60.4	177.3
기타매출	-13.8	-66.5	-52.3	-75.7	-61.8	40.2	99.2	315.0	13.6	-54.1	57.7	163.8
<b>영업이익</b>	<b>-12.2</b>	<b>-22.3</b>	<b>-15.1</b>	<b>-15.8</b>	<b>-13.3</b>	<b>-11.8</b>	<b>-10.8</b>	<b>0.3</b>	<b>39.1</b>	<b>-65.5</b>	<b>-35.7</b>	<b>24.8</b>
영업이익률(%)	-29.8	-169.8	-51.3	-74.5	-59.8	-40.1	-28.3	0.4	11.9	-61.9	-21.4	6.6
<b>Total</b>												
<b>매출액</b>	<b>103.0</b>	<b>76.3</b>	<b>93.1</b>	<b>91.8</b>	<b>97.5</b>	<b>93.1</b>	<b>113.8</b>	<b>140.2</b>	<b>554.2</b>	<b>364.4</b>	<b>444.6</b>	<b>693.3</b>
JTBC콘텐츠허브	43.4	53.0	56.2	55.3	75.2	63.7	75.6	63.6	188.9	207.9	278.1	316.8
IP투자	13.7	11.0	3.2	19.2	-	-	-	-	73.4	47.0	-	-
메가박스	41.1	13.1	29.5	21.3	22.3	29.5	38.2	76.5	327.9	105.8	166.5	376.4
연결조정	4.8	-0.8	4.2	-3.9	-	-	-	-	-36.0	3.6	-	-
<b>영업이익</b>	<b>-15.6</b>	<b>-14.2</b>	<b>-7.8</b>	<b>-15.8</b>	<b>-6.6</b>	<b>-8.9</b>	<b>-8.6</b>	<b>11.5</b>	<b>35.4</b>	<b>-53.5</b>	<b>-12.7</b>	<b>54.7</b>
JTBC콘텐츠허브	-0.7	6.7	7.7	0.5	7.5	3.9	4.1	5.8	13.8	14.2	21.3	31.5
IP투자	-1.9	2.4	1.5	-5.9	-	-	-	-	-13.4	-3.9	-	-
메가박스	-12.2	-22.3	-15.1	-15.8	-13.3	-11.8	-10.8	0.3	39.1	-65.5	-35.7	24.8
연결조정	0.1	-1.1	-2.0	5.5	-0.8	-1.0	-2.0	5.5	-4.1	1.7	1.7	-1.6

주: 2021년 기점으로 제이콘텐트리 IP 투자 부문(제이콘텐트리 스튜디오)은 JTBC스튜디오로 흡수합병됨  
 자료: 제이콘텐트리, 메리츠증권 리서치센터

방영년도	제목	방영 기간	제작사	작가	연출	주연배우	총편수	비고
2020	이태원 클라쓰	1.31-3.21	쇼박스, 지음	광진	김성윤	박서준, 김다미	16부	금토
	날씨가 좋으면 찾아가겠어요	2.24-4.14	에이스팩토리	한가람	한지승	서강준, 박민영	16부	월화
	부부의 세계	3.27-5.16	JTBC S	주현	모완일	박해준, 김희애	16부	금토
	야식남녀	5.25-6.30	JTBC S, 블러썬스토리	최진원	조남국	손현주, 장승조, 이엘리아	12부	월화
	쌍갑포차	5.20-6.25	JTBC S, 삼화네트웍스	하윤아	전창근	황정음, 육성재	12부	수목
	닥터 포스터	5.22-7.4	<부부의 세계> 원작인 BBC 작품				10부	금토
	모범형사	7.6-8.25	JTBC S, 블러썬스토리	최진원	조남국	손현주, 장승조, 이엘리아	16부	월화
	우아한 친구들	7.10-9.5	스튜디오앤뉴, 제이씨앤	박효연, 김경선	송현욱	유준상, 송윤아, 김성오	17부	금토
	우리, 사랑했을까	7.8-9.2	JTBC S, 길픽쳐스	이승진	김도형	송지효, 손호준	16부	수목
	18 어게인	9.21-11.10	JTBC S	김도연, 안은빈, 최이륜	하병훈	김하늘, 윤상현	16부	월화
	사생활	10.7-11.26	도레미엔터테인먼트	유성열	송지원	서현, 고경표, 김효진	16부	수목
	경우의 수	9.25-11.28	JTBC S, 콘텐츠지음	조승희	최성범	웅성우, 신예은	16부	금토
	라이브온	11.17-21.1.12	키이스트, JTBC S	방유정	김상우	정다빈, 황민현	8부	화
	런온	12.16~2.4	메이스, 콘텐츠지음	박인숙	이재훈	임시완, 신세경, 최수영	16부	수목
허쉬	12.11-2.6	키이스트, JTBC S	김정민	최규식	황정민,윤아	16부	금토	
2021	선배, 그 립스틱 바르지마요	1.18-3.9	JTBC S	채윤	이동윤	원진아, 로운	16부	월화
	시지프스: the myth	2.17-4.8	JTBC S	이제인, 전찬호	진혁	조승우, 박신혜	16부	수목
	괴물	2.19-4.10	셀트리온엔터, JTBC S	김수진	심나연	신하균, 여진구	16부	금토
	경로를 이탈하였습니다	3.15-3.16	JTBC S(드라마하우스)	최이소	장지연	남지현, 박지영	2부	월화
	아이를 찾습니다	3.22-3.23	JTBC S(드라마하우스)	김보라	조용원	박혁권, 장소연	2부	월화
	로스쿨	4.14-6.3	공감동하우스, 스튜디오피닉스, JTBC S	서인	김석윤	김명민, 류혜영, 이정은	16부	수목
	언더커버	4.23-6.12	Story TV, JTBC S	백철현, 송지훈, 정혜은	송현욱	지진희, 김현주	16부	금토
	월간 집	6.16-8.5	JTBC S(드라마하우스)	명수현	이창민	김지석, 정소민	16부	수목
	알고 있지만	6.25-8.14	비온드, 스튜디오N	정원	김가람	송강, 한소희	16부	금토
	너를 닮은 사람	2H21	셀트리온엔터, JTBC S	유보라	임현욱	고현정, 신현빈, 김재영	16부	월화
	날아올라라 나비	2H21	셀트리온엔터, JTBC S	박연선	김다예, 보경	김향기, 최다니엘, 오윤아	16부	
	인간실격	2H21	씨제스엔터, JTBC S(드라마하우스)	김지혜	허진호, 박홍수	전도연, 류준열	16부	
	설강화	2H21	JTBC S(드라마하우스)	유현미	조현탁	정해인, 지수(블랙핑크)	16부	수목
	인사이드	2H21	에이스팩토리	문만세	민연홍	강하늘	16부	
아침이 밝아올 때까지	2H21	JTBC S		이정효	한석규, 정유미, 이희준	16부		
지금 우리 학교는	2H20	필름몬스터 by JTBC S	천성일	이재규, 김남수	윤찬영, 박지후, 조이현	6부	Netflix	

주: 1) 제이콘텐츠리는 '힘센여자 도봉순'부터 IP투자를 시작함. 이후 작품은 '더 패키지'를 제외하고 모두 제이콘텐츠리 본사가 IP보유

2) 'JTBC S' 는 JTBC 스튜디오를 의미함

자료: JTBC, 메리츠증권 리서치센터

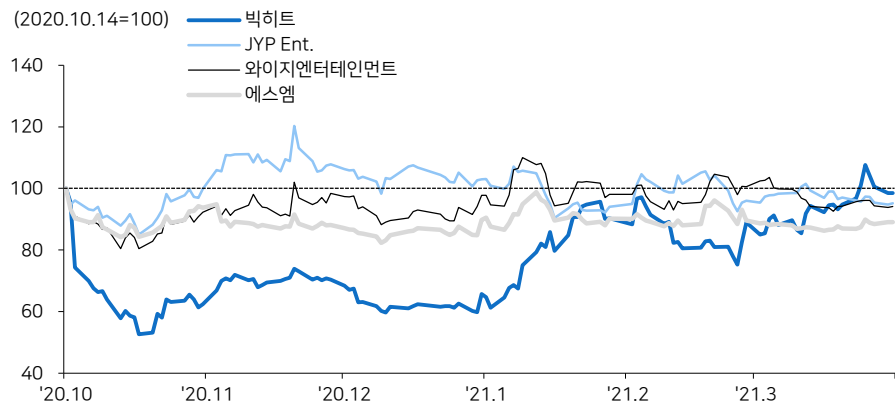
## 엔터: 완벽한 대체 관계가 되어버린 서로

빅히트 상장 후 엔터 3사의  
주가 추이

빅히트(4월 14일 ‘하이브’ 로 사명 변경하였으나 편의상 혼용)가 상장되기 직전  
을 기점으로 엔터 3사는 고점을 형성하고 주가가 큰 힘을 받지 못했다. 지난 11월  
까지 진행되었던 ‘빅히트 상장에 대비했던 엔터3사 물량 털어내기 작업’이 마무리  
되며 반등하는 듯 했지만 지난 1월 빅히트의 3개월 락업이 해제되면서 엔터를 투  
자하고자 하는 포트폴리오가 빅히트로 집중된 바 있다.

이처럼 엔터 3사는 빅히트와 완벽한 대체 관계가 되어버렸다. 이는 곧 빅히트로  
몰려 있는 엔터 포트폴리오가 완화될 경우 올려 있던 엔터 3사 주가가 다시 지지  
개를 펼 수 있다는 의미이기도 하다.

그림13 대체관계가 되어버린 빅히트 vs. 엔터3사



주: 엔터 4사 10월 빅히트 상장 이후 시가총액 추이, 빅히트는 상장 시초가 기준  
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

지난 3개월간 빅히트에는 많은 변화가 있었다. 주요한 사건으로는 1) YG플러스  
지분인수를 통한 소속 아티스트 위버스 입점, 2) 네이버 브이라이브 인수를 통한  
팬 커뮤니티 플랫폼 최대 사업자 등극, 3) 스쿠터 브라운이 이끄는 Ithaca  
holdings 인수가 있었다.

일시	이벤트	주요 내용	예상 효과
2021.01.27	빅히트, YG plus 18% 지분 취득	▪ YG plus 지분 취득 대가로 YG 아티스트 관련 상품의 온라인 판매를 위버스컴퍼니로 일임	▪ 위버스 판매 수수료 증가
2021.01.27	위버스컴퍼니에 네이버 3자배정 유상증자 진행	▪ 네이버는 브이라이브 현물출자(평가금액 2천억원) 및 현금 1,500억원을 지불하고 위버스컴퍼니 지분 49% 확보	▪ 플랫폼 경쟁 우려 완화 ▪ 브이라이브는 소폭의 적자 사업(당사 추정). 통합 후 기존 아티스트 콘텐츠 제작을 위해 지급되던 마케팅 비용을 없애 사업 적자 축소 예정
2021.02.10	KBYK live에 UMG, YG 지분투자	▪ 빅히트와 키스위가 각각 59:41 투자해 설립한 합작법인 KBYK live의 디지털 라이브 스트리밍콘서트 서비스 플랫폼 Venuelive에 YG와 유니버설뮤직그룹의 지분 투자 ▪ 신규 지분투자자의 소속 아티스트 온라인 콘서트 예정	▪ YG와 UMG 아티스트들은 대부분 유튜브를 통해 진행했던 온라인 콘서트가 반영되는 장소만 바뀐 것. 횟수가 증가하지 않는 한 각 사의 큰 효과 없을 것 ▪ 다만 베뉴라이브 매출은 증가 가능. 2020년 9월 설립된 KBYK Live의 2020년 매출은 5,800만원. 기술 수수료를 수취하는 수익 구조로 추정됨
2021.04.02	Ithaca holdings 인수	▪ 1.2조에 Ithaca holdings 인수 ▪ Ithaca holdings는 저스틴 비버, 아리아나 그란데의 매니지먼트를 담당하는 SB project의 모회사	▪ 빅히트의 미국 내 입지 확보

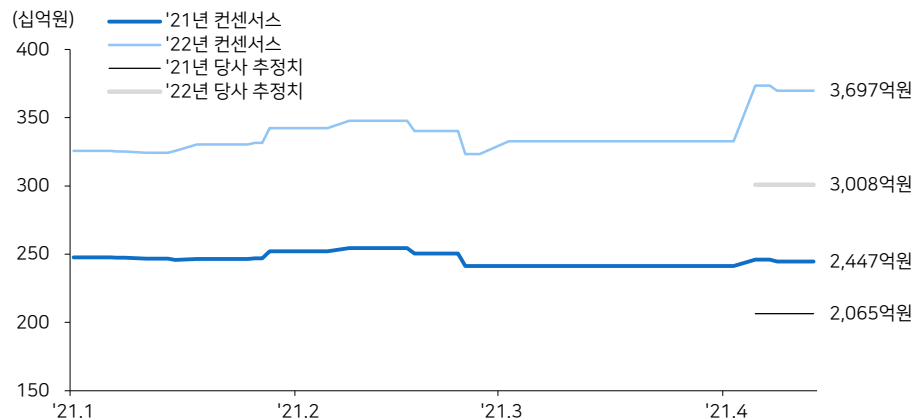
자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

인수 발표를 반영한 시장의 기대치는 2022년 기준 5천억대까지 치솟아

이러한 이벤트에 힘입어 동사의 주가는 3개월 보호예수 물량이 해제되는 시점을 기점으로 수직 상승했고 발표된 이벤트와 함께 시장의 기대치는 크게 높아졌다. 특히 콘서트가 온기 반영될 것으로 추정되어 있는 2022년 영업이익 컨센서스는 3,700억원에 달하며 최고 5,500억원까지 기대하기도 한다.

당사가 추정하는 동사의 2021년과 2022년 연결 영업이익은 각각 2,065억원과 3,008억원으로 컨센서스 대비 각각 20%, 25% 낮다. 1) 위버스의 이익 기여 효과 및 2) Ithaca holdings 관련 실적이 조정되며 시장 눈높이는 향후 하향될 가능성이 높다.

그림14 2021년/2022년 빅히트 영업이익 컨센서스 추이 및 당사 추정치



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터



## 하이브(前 빅히트): 이상과 현실 사이

현실 가능한 2022년 순이익에 플랫폼 밸류에이션 50배 적용한 적정주가는 26만원

빅히트의 적정주가를 26만원으로 제시하며 상승 여력에 기반, 투자의견을 Hold로 하향한다. 적정주가는 2022년 예상 당기 순이익의 50배를 적용했다. 투자자들의 의견처럼 동사를 플랫폼 사업자로 규정하는 바에 맞추어 플랫폼 사업자 밸류에이션을 활용했다. 엔터 사업자에게 주어진 적 없는 높은 밸류에이션을 적용하더라도 실적 추정 고려 시 상승 여력은 제한적이다. 당사의 적정주가 26만원이 내재하는 시가총액은 희석 물량 고려 시 10조원에 해당한다.

표22 유상증자와 주식매수 선택권을 고려한 실질 주식수

구분	주식수 (천주)	비고
2021.04.02 기준 상장 주식수	35,624	
미행사 주식매수 선택권	450	
Ithaca holdings 관련 주주 신주 배정	863	4.2 공시된 제3자 유상증자 내역
주주배정 우선 유상증자	2,228	4.2 공시된 시장 조달 유상증자 내역
<b>총 주식수</b>	<b>39,165</b>	
상장 주식 대비 희석율	9.9%	
<b>2021.04.13 기준 내재 시가총액</b>	<b>9.9조원</b>	

자료: 메리츠증권 리서치센터

2020년 국내 단일 앨범 판매량 2위에 달하는 세븐틴을 보유한 '플레디스'를 인수한 효과에 힘입어 방탄소년단의 매출 비중은 2019년 97.4%에서 84.7%로 하락했으나 여전히 절대 비중이 높다.

1분기 실적 눈높이 하향 조정 필요

1분기 실적 또한 방탄소년단의 높은 의존도가 드러난다. 1분기 동사의 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,745억원과 160억원으로 시장 기대치(290억원)를 하회할 것으로 예상된다. 방탄소년단의 활동이 뜸해지면 지난해 하반기와 같은 분기당 400~500억원을 기록하기 어렵다. 당사의 분기별 실적 추정이 높은 변동성을 보이는 것 또한 아티스트 활동이 발생해야 수익이 발생하는 구조에 기인한다.

표23 빅히트 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출 추정</b>								
연결 매출	174.5	342.6	177.0	355.1	587.2	796.3	1,049.2	1,383.6
YoY	n/a	16.5	-6.9	13.7	94.9	35.6	31.8	31.9
본사 매출	78.9	199.5	107.5	158.2	416.7	453.4	550.7	802.5
YoY	n/a	7.9	11.1	-7.9	94.5	8.8	21.5	45.7
자회사 합산	118.4	349.7	143.4	325.3	0.0	0.0	955.2	1,002.4
YoY	n/a	60.9	-16.1	9.7	-100.0	n/a	n/a	4.9
Pledis	11.4	31.9	7.9	51.2	N/A	69.6	102.3	88.2
YoY	n/a	57.3	-32.0	35.6	N/A	N/A	47.0	-13.8
SourceMusic	0.8	2.7	0.0	2.7	3.0	8.1	6.3	5.9
YoY	n/a	5.0	n/a	-36.3	N/A	166.9	-22.5	-5.6
Bighit JP	5.3	8.4	5.3	8.4	106.8	24.2	65.5	105.5
YoY	n/a	-20.1	0.0	0.0	N/A	-77.3	170.2	61.1
Bighit solutions JP	1.8	4.9	3.7	6.7	N/A	12.3	17.1	21.2
YoY	n/a	34.5	0.0	36.4	N/A	N/A	39.9	23.8
Wiverse	26.2	107.9	25.1	72.4	78.2	219.1	231.7	226.8
YoY	n/a	37.1	-63.7	1.7	N/A	180.2	5.7	-2.1
<b>이익 추정</b>								
연결 영업이익	16.0	74.8	27.0	82.5	98.7	145.5	206.5	300.8
YoY	n/a	50.3	-32.7	57.2	23.5	47.4	41.9	45.7
영업이익률	9.1	21.8	15.2	23.2	16.8	18.3	19.7	21.7
본사 영업이익	11.9	48.2	10.1	29.9	85.9	86.9	106.4	167.6
YoY	n/a	32.2	-54.6	5.9	33.9	1.3	22.3	57.6
영업이익률	15.1	24.2	9.4	18.9	20.6	19.2	19.3	20.9
자회사 합산	0.0	-1.0	-1.9	3.1	12.9	-0.2	100.2	133.2
YoY	n/a	n/a	n/a	-87.4	-18.4	-101.7	-46,257.2	33.0
Pledis	1.5	8.5	1.7	16.2	N/A	15.5	28.0	27.6
YoY	n/a	10.8	9.7	157.6	N/A	N/A	80.1	-1.6
SourceMusic	-1.0	-1.0	-3.5	-0.9	N/A	N/A	-6.3	-4.4
YoY	n/a	n/a	n/a	n/a	N/A	N/A	N/A	N/A
Bighit JP	0.1	0.4	0.1	0.4	14.4	1.4	1.0	9.4
YoY	n/a	-53.3	0.0	0.0	n/a	-90.4	-26.4	822.2
Bighit solutions JP	1.8	4.9	3.7	6.7	N/A	12.3	17.1	21.2
YoY	n/a	34.5	0.0	36.4	N/A	N/A	39.9	23.8
Wiverse	0.0	3.9	2.0	7.7	N/A	11.0	13.6	12.8
YoY	n/a	-22.5	-66.8	n/a	N/A	N/A	23.2	-5.5
Bighit America*	0.0	0.2	9.3	9.3	0.9	-0.6	18.9	37.3
YoY	n/a	n/a	n/a	4,227.0	n/a	적전	흑전	97.7

주: Ithaca holdings는 Bighit America의 100% 자회사

자료: 빅히트, 메리츠증권 리서치센터

표24 빅히트엔터테인먼트 주요 아티스트 활동 추정				
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
<b>방탄소년단</b> '12년 데뷔 '18년 재계약	구작 70만장 (1월 25만장+2월 24만장+3월 21만장)	5월 온콘 2회 (동접 110만명 가정) 5월 디지털싱글 6월 EP (530만장 가정)		10월 오프콘(5천명*20만원*2회) 동시 온콘(동접 100만 가정) 11월 스페셜 앨범 (260만장 가정)
<b>TXT</b> '19년 데뷔 '26년 만료	1/20 일본 정규1집 'Still Dreaming' 3/6 팬미팅 (블루홀)	5월 미니4집 (50만장 가정)	9월 미니5집 (60만장 가정)	10월 정규 1집 60만 11월 온콘 (동접 5만)
<b>여자친구</b> '15년 데뷔 '21년 재계약必		6월 미니 10집 (8만장 가정)		재계약
<b>뉴이스트</b> '12년 데뷔, '19년 재계약		4/19 정규 2집 'Romanticize' (20만장 가정)		
<b>세븐틴</b> '15년 데뷔 '22년 재계약	1/23 온콘(위버스) 동접 5만 가정	4/21 일본 싱글 3집 '히토리자나이' 4/27 일본 온라인 팬미팅, 토크쇼 5월 미니 8집 (133만장 가정)		11월 정규3집 (100만장 가정) 재계약 전 마지막 앨범 가정
<b>엔하이픈</b> '20.11 데뷔 '27년 만료	2/6,7 팬미팅 (블루홀)	4월 미니 2집 (45만장 가정)		
<b>New girl group</b> '21.07 데뷔 가정			7월 디지털싱글 데뷔 가정	
<b>New JP idol</b> '21.10 데뷔 가정				10월 데뷔앨범(15만장 가정)

자료: 메리츠증권 리서치센터

### Ithaca holdings에 대하여

#### 투자자들의 기대 1. Ithaca holdings의 기여

지난 4월 2일 당사는 미국 매니지먼트 회사인 Ithaca holdings 지분 100%를 인수했다. Ithaca holdings는 저스틴 비버, 아리아나 그란데가 속한 SB project 레이블의 모회사다. 그간 Ithaca holdings를 이끌었던 스캇 브라운(필명 스쿠터 브라운)을 포함하여 레이블 대표 2명 및 주요 아티스트들은 제3자 유상증자에 참여하는 형태로 빅히트 지분을 취득할 예정이다. 투자자들이 실적을 기대하는 첫 번째 카테고리인 인수된 Ithaca holdings의 기여다.

미국에 지속적인 접점을 보유하고 싶던 빅히트에게 Ithaca holdings는 이러한 의미일 가능성이 크다. 당사는 기존 유니버설 계열을 통해 진행되고 있던 방탄소년단과 투마로우바이투게더(이하 TXT)의 미국 에이전시를, 피인수 회사로 변경될 경우 비용의 내재화 측면에서 긍정적일 것이라 판단한다. 그러나 당사는 이에 대해서는 고려하지 않고 있다.

한국은 아티스트 관련 수익이 A부터 Z까지 회사로 귀속되는 구조

Ithaca holdings의 수익 구조를 이해하기 위해서는 미국 매니지먼트 시스템의 이해가 필요하다. 미국은 아티스트 소속의 개념이 한국과 다르다. 한국의 경우 아티스트 인큐베이션부터 데뷔, 이후 활동까지 소속사가 중심이 되어 진행된다. 이 때문에 음반/음원 수익, 그리고 광고/방송활동/콘서트 등 아티스트로부터 발생하는 수익이 모두 회사에 귀속된다. 아티스트는 발생 매출에서 비용을 제한 후 일정 비율을 수취하는 로열티 제도다.

표25 Ithaca holdings 주요 경영진 및 아티스트 대상 주식 배정 내역

제3자 배정 대상자	배정 주식수	비고
Scott Braun	462,380	Ithaca holdings 최대주주
Scott Borchetta	166,537	Big Machine CEO. 테일러 스위프트를 발굴한 경험 有
Arianna Grande Butera	53,557	SB project 소속 주요 아티스트
Justin Drew Bieber	53,557	SB project 소속 주요 아티스트. Scott Braun과 12세부터 함께함
Jose Alvaro Osorio Balvin	21,423	
Allison Kaye Scarinzi	26,778	
외 33명	78,977	
<b>총 배정 주식수</b>	<b>863,209</b>	

자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

표26 Ithaca holdings 매입 조건

구분	외화금액	원화금액
합병대가	약 USD 937백만	약 1조 582억원
인수대상회사 차입금 상환 자금	약 USD 113백만	약 1,276억원
<b>합계</b>	<b>약 USD 1,050백만</b>	<b>약 1조 1,858억원</b>

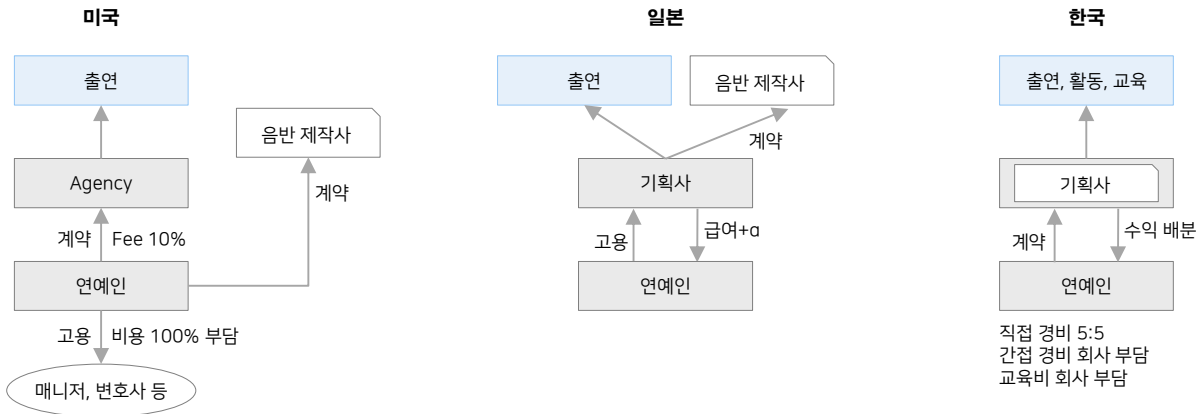
주: 적용 환율은 2021.04.02 기준 서울외국환중개 고시환율인 1,129.3원/USD  
 합병 대가는 계약에 따라 정산기준일 현재의 순순전자본 및 순부채(현금) 등의 변동을 고려하여 변경될 수 있음  
 자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

저스틴 비버, 아리아나 그란데가 유니버설 소속이다?

그러나 미국의 경우 아티스트가 중심이 되어 크게 음반 제작을 담당하는 회사와 홍보 및 매니지먼트를 담당하는 에이전시를 개별적으로 계약하는 구조를 띤다. 저스틴 비버와 아리아나 그란데의 음반 distribution 소속이 유니버설로 되어있는 이유 또한 이 때문이다.

SB project는 저스틴 비버와 아리아나 그란데의 방송활동/콘서트 투어에 대한 매니지먼트 역할을 담당한다. 한국과 달리 미국의 에이전시 계약은 유연성이 높은 것으로 알려져 있다. 예를 들면, 2018년 아리아나 그란데는 스쿠터 브라운을 해고한 적이 있다(몇 개월 후 아리아나 그란데는 재계약 했다).

그림15 주요국 연예 매니지먼트 구조 비교



자료: 아주대학교 산학협력단, 문화체육관광부, 메리츠증권 리서치센터

계약 구속성 대가로 빅히트 주식 취득 자금이 저스틴 비버와 아리아나 그란데에게 부여되었을 것

유상증자와 함께 공시된 증권신고서에 따르면, Ithaca holdings는 빅히트로 피인수되기 약 6개월 전부터 주요 아티스트들에 대한 계약을 체결했다. 계약의 구속성이 약한 미국 매니지먼트 구조로 인해 인수 직전 주요 아티스트들의 계약 구속력을 획득하고 이에 대한 대가로 아티스트들에게 빅히트의 주식을 bonus stock으로 지급한 것으로 추정된다. Ithaca holdings 아티스트들의 제3자 유상증자 참여 자금의 출처라고 추정하는 대목이다.

방송/콘서트 활동 순수익의 20~30%를 '아티스트가 회사에게' 배분해주는 미국 시스템

아주대학교 정경훈 교수가 문체부에 제출했던 <연예 매니지먼트 산업 수익구조 연구>에 따르면 아티스트 활동의 순수익의 20~30%를 매니지먼트 회사가 수취한다. 2019년 발표된 저스틴 비버와 아리아나 그란데의 콘서트 수익을 통한 Ithaca holdings의 매출은 약 580억원으로 추정된다. 빅히트에 따르면 2019년 방탄소년단의 콘서트 매출은 2,000억원이었으며 GPM은 10~20%였다. Ithaca holdings 콘서트 기여 매출을 추정하는 데 활용한 GPM은 저스틴 비버와 아리아나 그란데 각각 40%, 30%를 가정했다.

에이전시의 홍보 역할이 미국 연예계에서는 아티스트의 성패를 좌우한다. 이는 곧 각 매니저들이 인센티브 형식으로 회사 매출 대부분을 수취한다는 의미이기도 하다. 2019년과 2020년 Ithaca holdings의 OPM은 각각 22%, 12%다. 테일러 스위프트 앨범에 대한 수익이 반영되었던 점을 감안(2020년 매각)하여 콘서트 수익에 대해 OPM 30%를 가정했다.

Ithaca holdings의 2022년 기여 영업이익은 373억원으로 추정

이를 기반으로 한 Ithaca holdings(법인상 빅히트America에 해당)의 2022년 매출액과 영업이익은 각각 1,244억원과 373억원으로 추정한다.

**표27 2019년 저스틴 비버와 아리아나 그란데 콘서트 수익을 활용한 동사 매출 구조**

저스틴 비버			아리아나 그란데		
콘서트 수	미국	78	콘서트 수	미국	78
	미국 외	84		미국 외	19
	Total	162		Total	97
관람객수	Total (만명)	300	관람객수	Total (만명)	
콘서트 수익	(십억원)	389.4	콘서트 수익	(십억원)	172.2
콘서트 예상 순수익	40% 가정	155.8	콘서트 예상 순수익	30% 가정	51.6
<b>매니지먼트 수익(=SB prj. 매출)</b>	<b>30% 가정</b>	<b>46.7</b>	<b>매니지먼트 수익(=SB prj. 매출)</b>	<b>30% 가정</b>	<b>15.5</b>
영업이익	30% 가정	14.0	영업이익	30% 가정	4.6

주: 환율 1,180원 가정; 자료: 메리츠증권 리서치센터

**표28 Ithaca holdings의 2019년/2020년 매출 및 영업이익**

구분	외화 기준(천 USD)		원화기준(십억원)	
	2019	2020	2019	2020
매출액	137.2	131.7	159.9	155.4
영업이익	29.9	16.2	34.9	19.1
OPM (%)			22%	12%

주: 2020년말과 2019년말 기준환율 1,180.5원/\$, 1,165.65원/\$ 환산

자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

### 위버스컴퍼니 실적에 대하여

2020년 위버스 영업이익 120억원

빅히트가 공개한 2020년 위버스 결제 금액은 3.3조원에 달한다. 이는 거래 금액으로 동기간 위버스 매출은 2,200억원, 약 7%에 해당한다. 방탄소년단의 온라인 콘서트를 성공적으로 개최했고, 3조원이 넘는 결제 금액을 발생시킨 위버스 컴퍼니의 2020년 영업이익은 120억원이다.

기대하는 게 실적 성장이라면 위버스가 아닌 '위버스샵'을 봐야 한다

지난 9월 발간한 <2020 마지막 퍼즐>에서 언급한 바와 마찬가지로 위버스는 결제 기능을 기초로 하는 플랫폼이 아니다. 위버스의 성격은 아티스트와 팬들이 소통할 수 있는 소통의 장이란 측면이 더욱 크다. 결제를 위해서는 '위버스샵'이라는 별도의 플랫폼을 거쳐야 한다.

투자자들의 기대 2.  
Ithaca holdings 아티스트의 위버스 입점 효과

Ithaca holdings를 인수한 빅히트에 거는 투자자들의 또 하나의 기대는 저스틴 비버, 아리아나 그란데를 비롯한 Ithaca holdings 매니지먼트 소속 아티스트들이 위버스(실적의 측면에서 보면 위버스샵)에 기인할 효과다.

당사는 위버스 아티스트가 증가한다는 측면에서 사용자의 즐거움은 배가 될 수 있겠으나 기업 가치 추정에 기반이 되는 이익의 측면에서 기여도는 크지 않을 것으로 본다. 이유는 다음과 같다.

위버스샵은 목적성이 뚜렷한 플랫폼

위버스샵은 팬덤 기반의 플랫폼 성격 상 이용자의 목적이 뚜렷하다. 방탄소년단의 팬덤은 방탄소년단의 굿즈를 구입할 수 있는 유일한 창구가 위버스샵이기 때문에 위버스샵을 방문한다. 반면 미국의 경우 팬덤 중심의 문화가 아니다. 유니버설, 소

니뮤직, 워너뮤직이 앨범 시장 감소를 예상하는 이유다. 전세계에서 앨범 시장이 유례없이 성장하는 국가가 한국이다. 이유는 간단하다. 팬덤이 구매하는 상품이기 때문이다.

온라인 콘서트에 대한 독점 권리는 수익 증대에 도움이 될 것

미국 매니지먼트 계약 구조에서 보이는 바와 같이 미국은 아티스트가 중심이 되어 distribution과 매니지먼트 회사를 각각 계약하는 구조다. 개인 사업자와 유사하다. 위버스샵을 통해 저스틴 비버와 아리아나 그란데의 온라인 콘서트를 독점할 수 있게 된다면 매출 측면에서 긍정적 효과가 기대된다. 그러나 굿즈 판매에 대해 당사는 지켜볼 필요가 있다고 판단한다.

미국 사업자들은 저스틴 비버 응원을 못 만들었던 것일까, 안 만들었던 것일까

미국 아티스트 대비 두 아티스트의 팬 페이스가 한국 팬덤의 성격을 일부 띠고 있기는 하다. 그러나 미국의 팬 문화는 한국과 같이 RM의 컵홀더를 사는 문화와는 거리가 있다. 미국 팬 문화에서 소비되는 굿즈 대부분은 기념품적 성격을 띤다. 디즈니랜드를 방문한 기념으로 기념품을 사는 것과 유사하다. 투자자들이 기대하는 바는 저스틴비버 응원봉 등 방탄소년단의 팬덤 소비를 Ithaca 아티스트들에게 적용시키는 것이다. 그러나 미국 사업자들이 과연 여태 야미밤과 같은 응원봉을 만들기 어려워서 판매하지 않아 왔는지는 고민해 볼 문제다. 필자는 이것이 양국의 공연 문화 차이에서 온다고 판단한다.

더불어 개인 사업자 개념의 미국 아티스트 계약 구조를 고려했을 때 한국 아이돌과 같은 수익 구조를 기대하기는 어려워 보인다. 다만 기존 타 채널을 통해 판매되던 굿즈를 위버스샵으로 집중시킨다면 유통수수료 수익 증가는 기대할 수 있다.

필자는 지금도 쿠팡으로 아리아나 그란데 향수를 살 수 있다

빅히트 또한 향후 방향성을 이보다는 아티스트들의 개인 사업을 통해 판매되는 제품들을 위버스샵에 입점시키는 형태를 고려하고 있다. 당사는 이에 대한 수익 기여 또한 크지 않을 것으로 예상한다. 다른 플랫폼을 통해 충분히 구매할 수 있기 때문이다. 예를 들면, 아리아나 그란데는 화장품 사업을 영위하고 있다. 필자는 쿠팡을 통해 지금도 아리아나 그란데의 향수를 살 수 있다. 다시 한번 말하지만 위버스샵은 목적성이 뚜렷한 플랫폼이다.

브이라이브 인수에 따른 고정비 증가도 위버스 관련 이익 추정을 보수적으로 산정하는 이유

브이라이브 인수에 따른 통합 작업을 고려할 경우 위버스의 2021년 영업이익은 136억원으로 예상된다. 네이버 산하에서 브이라이브는 규모의 매출을 일으키지 않은 것으로 파악된다. 영업이익 또한 미진하거나 소폭의 적자로 추정된다. 이러한 구조는 위버스에도 유사할 것으로 본다. 넥슨 發 IT 인력의 높아진 몸값도 2021년 고정비 상승을 예상하는 이유다.

### 다시 실적으로 돌아오면

전술한 바를 반영한 2021년과 2022년 빅히트의 예상 영업이익은 각각 2,065억원과 3,008억원에 해당한다. 백신 접종률 1%대인 현 상황을 고려하여 하반기 방탄소년단 콘서트 2회(거리두기를 반영, 회당 5,000명 및 ATP 20만원 가정) 및 온라인 콘서트 동시 방영을 가정했다. 동사에 따르면 2019년 방탄소년단의 전세계 콘서트 투어 매출은 2천억원으로 GPM은 10~20%를 기록했다. 콘서트 투어 횟수 및 ATP 소폭 상승을 고려한 방탄소년단의 2022년 추정 콘서트 투어 매출은 2,700억원으로 GPM 20%를 가정했다.

일반적으로 콘서트 투어 시 굿즈 판매가 적극적으로 발생한다. 그러나 2020년 동사는 관련 매출을 위버스샵으로 귀속시키는 데 이미 성공한 바 있다. 콘서트가 재개되더라도 추가적인 굿즈 매출을 제한적으로 추정하는 이유다.

<2020 마지막 퍼즐>에서 언급한 바와 같이 Ithaca holdings 인수전 기준 구조를 고려했을 때 이익의 핵심은 변하지 않았다. 기업의 가치가 이익과 멀티플의 함수라면 동사의 기업 가치는 현 주가가 충분히 반영한 상태라고 판단한다. Ithaca holdings의 실적에 대한 기대 또한 미국 아티스트 시스템을 고려했을 때 눈높이를 낮출 필요가 있다.

### M&A 효과 고려해도 2022년 이익의 peak-out 전망은 유지

매출의 80% 이상을 차지하는 방탄소년단의 완전체 활동이 마무리되는 2022년은 2020년 연결 영업이익 증가의 대부분을 설명했던 플레디스의 '세븐틴' 재계약이 예정되어 있다. 동사가 지속적인 인수 합병을 통해 방탄소년단의 의존도를 낮추려는 것 또한 이러한 맥락에서 이해할 수 있다.

Ithaca holdings 외 유니버설뮤직 소속 아티스트들의 위버스 입점이 있었지만 한국과 다른 미국의 pop 문화에서 향후 위버스샵에 실적에 얼마나 기여할 수 있을지 미지수다.

추가 M&A를 제외하면 2022년 현 구조 상 동사의 이익이 정점을 찍을 것이란 기존 관점을 유지한다. 수익화에 똑똑한 빅히트의 전략이 연간 1,000억원에 가까운 이익을 만들었던 본질은 변하지 않았다고 본다. 단기간 다량의 M&A가 발표되며 동사의 실적 추정이 가파르게 상향되었다. 시장의 큰 이상과 각자의 본질에 근거한 현실 사이에 괴리를 좁힐 시기로 판단한다.



## JYP: GOT7과 트와이스 vs. 스키즈와 니쥬

### 전통적 비수기 1분기

JYP의 1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 259억원(-23.8% YoY)과 47억원(-64.6% YoY)로 예상된다. ITZY를 제외한 1분기는 전통적인 엔터업의 비수기다. 특히 지난해 1분기의 경우 트와이스 일본 아레나 콘서트가 반영된 기저 효과(high base effect)가 존재한다. 4월 7일 발매된 니쥬 싱글 2집과 더불어 한국 소속 아티스트들의 앨범이 발매되며 2분기 영업이익은 100억대 레벨을 회복할 수 있을 것으로 예상된다.

JYP의 2021년 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,846억원(+27.8% YoY)과 530억원(+20.1% YoY)을 전망한다. 오프라인의 경우 4분기 국내 콘서트(8만명 규모)를 가정했다. 이를 제할 경우 영업이익은 448억원으로 조정된다.

2019년 동사의 영업이익은 GOT7과 트와이스가 양분해 기여한 바 있다. GOT7은 2020년을 끝으로 동사와의 계약이 해지되었으며 트와이스는 2022년 재계약을 앞둔 7년차 걸그룹이다. 이들의 낮아진 실적 기여를 스트레이키즈와 니쥬의 성장이 방어하는 형태다. 니쥬 실적 기여가 대다수를 차지하는 JYP JP의 영업이익은 2021년 126억에서 2022년 208억으로 증가할 전망이다. 이는 2019년 5년차였던 트와이스의 이익 기여를 JV 소속인 니쥬가 이루어 낼 것으로 예상한 수치로 보수적 추정이라고 보기 어렵다.

수익 방어를 위해 next artist, 특히 남자 아이돌이 필요하다. 다행히 중국인으로 구성된 프로젝트C가 데뷔를 준비 중이며 니쥬의 남자 버전을 일본에서 계획 중에 있다. 니쥬와 마찬가지로 2021년 프로젝트를 진행해 방영한 후 2022년 데뷔 예정이다.

동사는 전통적인 걸그룹의 명가다. GOT7, 스트레이키즈 등 성과를 보여준 남자 아이돌도 선보인 바 있으나 대중의 JYP 남자 아이돌에 대한 인지도는 아직 2PM에 머무르고 있다. 중국과 일본에서 준비 중인 남자 아이돌이 성공한다면 동사의 수익성 위주의 사업 능력과 결합하여 높은 시너지가 발생할 것으로 기대한다. 다만 이를 증명하기까지 시간이 소요되며 관련하여 향후 2-3년간 투자가 필요한 시기로 2017~2019년 연평균 50%에 달했던 이익 성장률은 2020~2023년까지 14%로 기대치를 낮추어야 할 것으로 전망한다.

다만 ESG 측면에서 결점을 가지지 않은 한국 엔터주라는 점(수급 관점), 활동 비수기에도 버틸 수 있는 가벼운 비용 구조는 동사의 여전한 장점이다.

표29 JYP 엔터테인먼트 별도 기준 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출 추정</b>												
매출	30.0	32.6	31.1	36.3	18.1	41.2	40.0	45.9	146.8	130.0	145.2	180.4
음반/음원 사업	9.9	22.1	17.3	24.4	8.8	28.1	24.9	15.5	55.9	73.8	77.3	74.4
매니지먼트 사업	3.0	10.9	14.4	14.7	9.3	13.1	15.1	30.4	91.2	43.0	67.9	106.0
출연료 등	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	9.0	21.3	1.4	9.1	27.9
광고	3.5	2.6	3.1	2.7	2.4	3.1	3.5	3.3	17.2	11.9	12.3	12.7
초상권 외	0.8	0.7	1.9	3.0	1.1	1.3	1.8	3.0	12.9	6.4	7.2	15.3
기타	14.6	7.6	9.3	9.0	5.8	8.7	9.6	15.2	39.8	40.5	39.2	50.1
<b>% YoY</b>												
매출	13.8	-11.9	-26.2	-11.9	-39.6	26.2	28.5	26.5	17.6	-11.4	11.7	24.3
음반/음원 사업	7.9	51.2	10.7	48.3	-11.0	27.1	43.7	-36.6	15.0	31.9	4.8	-3.7
매니지먼트 사업	-80.8	-52.6	-48.3	-40.6	208.9	20.1	4.9	107.3	31.2	-52.9	58.0	56.1
출연료 등	-37.1	-100.0	-99.5	-100.0	-100.0	-100	221.2	N/A	32.8	-93.6	567.4	205.6
광고	-8.2	-39.9	-33.4	-39.5	-31.4	19.0	13.8	22.6	3.7	-31.0	3.6	3.2
초상권 외	-76.3	-83.3	-23.7	10.5	39.3	77.4	-4.3	0.6	-0.6	-50.4	12.7	112.0
기타	125.7	-20.4	-12.8	-31.0	-60.4	14.8	2.8	68.4	51.3	2.0	-3.2	27.7
<b>원가 추정</b>												
매출원가	13.8	17.9	15.7	19.1	7.1	25.0	17.2	28.0	78.7	66.5	77.4	103.3
% to sales	46.0	54.9	50.5	52.6	39.3	60.7	43.1	61.1	53.7	51.1	53.3	57.3
% YoY	-3.0	-17.0	-29.8	-7.2	-48.4	39.6	9.7	46.8	14.0	-15.6	16.4	33.5
판매관리비	5.9	6.0	6.0	8.3	6.7	7.2	7.0	9.8	26.6	26.2	30.7	34.6
% to sales	19.7	18.4	19.3	22.9	36.9	17.5	17.6	21.2	18.1	20.2	21.1	19.2
% YoY	6.0	-11.4	-20.7	23.2	13.1	20.4	17.0	17.5	12.5	-1.6	17.1	12.9
<b>이익 추정</b>												
매출총이익	16.2	14.7	15.4	17.2	11.0	16.2	22.8	17.9	68.0	63.5	67.8	77.1
% YoY	33.4	-4.8	-22.1	-16.6	-32.1	9.9	47.7	3.9	22.0	-6.6	6.7	13.8
매출총이익률(%)	54.0	45.1	49.5	47.4	60.7	39.3	56.9	38.9	46.3	48.9	46.7	42.7
<b>영업이익</b>	<b>10.4</b>	<b>8.8</b>	<b>9.4</b>	<b>8.8</b>	<b>4.3</b>	<b>9.0</b>	<b>15.7</b>	<b>8.1</b>	<b>39.2</b>	<b>37.4</b>	<b>37.1</b>	<b>42.5</b>
% YoY	114.7	1.1	-23.2	-34.6	-58.5	1.9	67.4	-7.7	54.3	-4.7	-0.7	14.5
영업이익률(%)	34.7	27.0	30.2	24.2	23.8	21.8	39.4	17.7	26.7	28.8	25.6	23.6

자료: JYP Ent., 매리츠증권 리서치센터

표30 JYP 엔터테인먼트 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출 추정</b>												
연결 매출	34.0	34.1	34.6	41.7	25.9	50.8	48.1	59.9	155.5	144.4	184.6	250.2
% YoY	28.9	-12.8	-24.1	-6.0	-23.9	48.7	38.9	43.7	24.6	-7.1	27.8	35.5
본사 매출	30.0	32.6	31.1	36.3	18.1	41.2	40.0	45.9	146.8	130.0	145.2	180.4
% YoY	13.8	-11.9	-26.2	-11.9	-39.6	26.2	28.5	26.5	17.6	-11.4	11.7	24.3
자회사 합산	18.1	3.1	7.0	11.7	9.0	15.4	15.3	23.0	43.4	39.9	62.7	100.8
% YoY	115.1	-52.7	-56.6	-5.1	-50.5	394.3	118.8	97.3	63.5	-8.1	57.1	60.9
JYP Ent. JP	17.1	3.1	6.0	9.9	7.8	14.4	14.3	21.2	40.1	36.1	57.8	96.0
% YoY	135.6	-46.5	-61.8	-12.3	-54.5	368.3	137.8	114.5	70.7	-9.9	60.0	66.0
JYP Ent. HK	0.8	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	2.0	2.7	3.8	3.8
% YoY	-29.8	-91.4	193.8	401.7	22.1	2,981.0	0.0	0.0	-15.1	36.8	40.1	0.0
제이와이피픽쳐스	0.2	0.0	0.0	0.8	0.2	0.0	0.0	0.8	1.3	1.0	1.0	1.0
% YoY	468.8	N/A	N/A	0.0	0.0	N/A	N/A	0.0	87.4	-21.9	0.0	0.0
<b>이익 추정</b>												
연결 영업이익	13.4	9.1	11.1	10.5	4.7	13.7	18.7	15.3	43.5	44.1	53.0	66.4
% YoY	132.3	-3.9	-24.6	-22.1	-64.7	51.7	68.5	46.0	51.2	1.6	20.1	25.3
영업이익률(%)	39.6	26.5	32.2	25.2	18.4	27.1	39.0	25.6	27.9	30.6	28.7	26.6
본사 영업이익	10.4	8.8	9.4	8.8	4.3	9.0	15.7	8.1	39.2	37.4	37.1	42.5
% YoY	114.7	1.1	-23.2	-34.6	-58.5	1.9	67.4	-7.7	54.3	-4.7	-0.7	14.5
자회사 합산	3.0	0.3	1.7	1.7	0.4	4.8	3.0	7.2	4.2	6.7	15.4	23.5
% YoY	223.0	-64.7	-31.6	4,129.0	-85.6	1,777.2	74.1	321.5	27.4	59.4	129.2	52.1
세전이익	14.2	7.9	9.9	5.9	5.6	12.6	17.6	14.7	43.0	38.0	50.4	63.5
% YoY	99.3	-8.7	-30.6	-54.4	-61.0	58.9	76.6	150.5	42.4	-11.7	32.7	26.1
지배주주순이익	11.3	4.7	7.7	5.9	4.4	7.7	13.6	10.9	31.3	29.6	36.6	45.7
% YoY	76.3	-30.9	-34.5	-6.7	-61.1	63.5	78.0	83.6	31.3	-5.4	23.6	24.7

자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

표31 JYP 엔터테인먼트 주요 아티스트 활동 추정					
	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
<b>2PM</b> 2008 데뷔 2015, 2018 재계약				9월 미니앨범 가정(15만장 가정)	
<b>갯세븐</b> 2014 데뷔 2021 해체	11/30 정규앨범 'Breath of Love: Last Piece' (34.1만장)  진영, tvN '악마판사' 촬영 시작				
<b>DAY6</b> 2015.9 데뷔 2022 만료			5/11 미니앨범 (7.9만장 가정)		10월 미니앨범 (6.7만장 가정)
<b>트와이스</b> 2015.10 데뷔 2022 만료	10/26 정규 2집 'Eyes wide open' (48만장) 11/18 일본 싱글 7집	3/6 일본 온라인 라이브	5/12 일본 싱글 8집 'Kura Kura' 6월 미니 10집 (45만장 가정)	9월 미니11집 (43만장 가정)	
<b>Stray Kids</b> 2018.3 데뷔	11/22 V live 콘서트 11/4 일본 미니앨범 (9만장)	2/20 V live 팬미팅	4월 Mnet '킹덤' 출연 5월 미니 6집 (50만장 가정)		10월 미니7집 (56만장 가정)
<b>ITZY</b> 2019.2 데뷔 2026 만료		1/22 영어 앨범 발매	4/30 미니 4집 'Guess who' (27만장 가정)		11월 정규 1집 (22만장 가정)
<b>NiziU</b> 2020.12 데뷔	12/2 싱글 'Step and a step' (47만장)		4/7 일본 싱글 2집 (55만장 가정)		

자료: 메리츠증권 리서치센터

## YG: 엔터 Top pick 유지

### 1분기 실적은 컨센서스 충족 예상

와이지엔터테인먼트의 1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 485억원(-8.3% YoY)과 49억원(흑전 YoY)로 시장 컨센서스와 유사한 실적이 예상된다.

로제 솔로 및 트레저 정규 앨범이 견인한 앨범 판매량은 약 70만장이 예상된다. 트레저의 경우 트와이스식 활동 주기를 갖겠다고 이야기한 바 있어 1분기 한국/일본 정규 앨범 발매에 이어 2, 3분기 추가 싱글 앨범 발매를 가정했다. JTBC 방영 예정 드라마인 <설강화> 촬영 중인 블랙핑크 멤버 지수의 스케줄을 고려했을 때 블랙핑크 완전체의 앨범 컴백은 하반기로 예상된다.

트레저 정규 앨범 초동 물량은 20만장 수준으로 27장의 정규 1집 판매량을 달성했다. 데뷔 만 1년이 되지 않은 신인인 점을 감안했을 때 2021년 트레저 앨범 판매량은 총 90만장을 달성할 것으로 예상된다.

### 온라인 판매에 대한 위버스 일임 계약, 어떤 결과를 가져올까?

위버스컴퍼니와 YG 계열사의 계약을 통해 동사 아티스트의 굿즈 등 온라인 판매 권리가 하이브(前 빅히트)의 위버스로 일임되었다. 방탄소년단을 통해 보여준 위버스의 상품 판매 능력이 동사에 적용된다면 투자자들의 가려운 부분이던 ‘인기 대비 낮은 수익화’ 또한 해결될 가능성이 높다. 다만 어느 정도의 성과를 거둘지에 대해서는 좀더 관찰이 필요해 실적에는 반영하지 않았다.

- 1) JYP와 갭메우기 필요
- 2) 자회사 정리로 깔끔해진 구조
- 3) 다음 리레이팅 이벤트인 ‘중국’ 이벤트에 적합한 사업자

동사의 적정주가 66,000원을 유지한다. 1) 근 2년 내 peer인 JYP와 유사한 이익 레벨을 달성할 것으로 예상되는 데 반해 시가총액은 JYP의 70% 수준에 불과하다. 갭 메우기를 예상하는 이유다. 2) 특히 2020년부터 별도 이익을 잡아먹던 자회사들을 정리하면서 동사의 연결 이익과 별도 이익의 상관관계가 크게 높아진 점도 긍정적이다.

향후 1년 안에 섹터 리레이팅을 일으킬 수 있는 이벤트는 다시 한번 ‘중국’이다. 3) 중국에서 가시적 성과를 내고 있으면서 한한령이 실제로 해제될 경우 수혜가 예상되는 엔터 사업자는 YG와 빅히트다. 예상 가능한 이벤트에도 적합하고 peer와의 실적 갭이 줄어드는 구간이다. 엔터 산업 내 YG가 가장 아웃퍼폼 할 것 이란 기존 전망을 유지한다.

표32 YG 엔터테인먼트 별도 기준 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출 추정</b>												
매출	35.1	27.5	40.3	50.7	36.7	38.9	34.2	63.8	147.8	149.9	172.0	313.7
음반/음원 사업	13.1	10.7	20.2	31.9	23.8	25.5	17.9	36.5	52.5	74.3	102.0	110.3
음반 매출	1.7	2.3	9.1	18.3	9.7	12.7	3.8	20.2	12.0	31.4	44.9	47.0
음원 매출	9.9	8.3	11.1	13.6	14.0	12.8	14.1	16.2	40.4	42.9	57.1	63.4
콘서트+로열티	8.4	4.8	4.5	2.2	0.0	0.0	0.0	10.9	38.6	19.8	10.9	140.1
광고	8.0	7.2	8.3	9.5	7.3	8.2	9.7	10.8	35.0	33.1	35.9	38.6
출연료	3.0	4.1	1.7	2.6	3.2	4.6	3.2	3.2	15.1	11.3	14.3	15.7
커미션	4.9	0.6	3.3	2.5	2.5	0.6	3.3	2.5	4.0	11.3	8.9	8.9
<b>% YoY</b>												
매출	-15.8	-27.4	14.5	53.6	4.7	41.4	-15.3	25.9	-9.9	1.4	14.7	82.4
음반/음원 사업	-10.8	-27.9	49.3	170.4	80.8	138.0	-11.3	14.2	-13.5	41.6	37.2	8.2
음반 매출	-25.5	-51.8	229.1	731.8	475.7	448.5	-57.7	10.5	3.1	160.6	43.0	4.7
음원 매출	-12.8	-14.4	12.6	42.9	41.2	55.0	26.5	19.1	-17.4	6.2	33.0	10.9
콘서트+로열티	60.1	47.4	60.7	30.4	0.0	0.0	0.0	493.4	66.0	51.4	54.8	1,288.0
광고	8.3	-11.5	-9.4	-7.1	-9.1	13.0	15.9	13.1	43.6	-5.5	8.4	7.6
출연료	-5.4	10.1	-63.1	-31.1	10.0	10.0	95.6	27.3	28.9	-25.1	26.5	10.0
커미션	207.5	-27.5	561.0	147.0	10.0	10.0	95.6	27.3	-39.5	185.2	-21.4	0.0
<b>원가 추정</b>												
매출원가	22.5	17.8	27.1	35.2	20.5	18.7	23.3	43.1	100.6	102.6	105.6	207.4
% to sales	64.1	64.7	67.2	69.4	55.7	48.0	68.3	67.5	68.1	68.4	61.4	66.1
% YoY	-28.3	-34.1	6.7	109.5	-9.0	4.9	-14.0	22.4	-7.9	2.0	2.9	96.5
판매관리비	10.8	9.4	11.2	11.8	11.5	10.8	13.0	12.1	39.5	43.2	47.4	61.5
% to sales	30.8	34.2	27.9	23.3	31.4	27.8	38.0	18.9	26.7	28.8	27.6	19.6
% YoY	14.9	-14.5	18.4	22.9	6.7	15.2	15.4	2.5	-7.2	9.5	9.7	29.7
<b>이익 추정</b>												
매출총이익	12.6	9.7	13.2	15.5	16.3	20.2	10.8	20.7	47.2	47.3	66.4	106.3
% YoY	22.3	-11.0	34.8	-4.3	29.1	108.5	-18.0	33.8	-14.0	0.3	40.3	60.1
매출총이익률(%)	35.9	35.3	32.8	30.6	44.3	52.0	31.7	32.5	31.9	31.6	38.6	33.9
영업이익	1.9	0.3	2.0	3.7	4.7	9.4	-2.1	8.7	7.6	7.9	20.6	44.1
% YoY	111.1	N/A	553.6	-43.1	149.3	3031.9	N/A	133.8	-56.6	3.4	162.5	113.5
영업이익률(%)	5.4	1.1	4.9	7.3	12.9	24.2	-6.3	13.6	5.1	5.2	12.0	14.0

자료: 와이즈엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

표33 YG 엔터테인먼트 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출 추정</b>												
연결 매출	52.8	55.2	66.9	83.4	52.2	63.4	69.8	102.9	264.5	258.2	288.3	540.9
% YoY	-18.3	-29.4	5.0	77.0	-1.2	15.0	4.3	23.5	-1.7	1.8	11.7	87.6
본사 매출	35.1	27.5	40.3	50.7	36.7	38.9	34.2	63.8	147.8	149.9	172.0	313.7
% YoY	-15.8	-27.4	14.5	53.6	4.7	41.4	-15.3	25.9	-9.9	1.4	14.7	82.4
자회사 합산	17.7	27.7	26.5	32.7	15.5	24.5	35.6	39.1	116.7	104.6	114.7	227.9
% YoY	-22.8	-31.3	-6.8	131.6	-12.8	-11.3	34.1	19.7	11.2	-1.1	9.6	98.7
YG Ent. JP	5.1	7.2	0.9	1.0	5.4	0.0	0.0	7.8	15.2	14.1	13.1	93.6
% YoY	16.8	62.1	-63.5	-75.8	5.6	N/A	N/A	712.8	-69.1	-7.1	-7.2	613.4
YG Ent. Asia	0.7	1.3	0.3	0.5	0.3	2.2	2.4	0.7	0.1	2.8	5.5	5.9
% YoY	50.8	76.3	14.3	30.7	-0.6	0.7	8.2	0.2	-0.6	42.2	1.0	0.1
YG Plus	19.3	27.1	30.4	30.3	20.3	29.8	33.4	33.4	124.5	107.1	116.9	128.6
% YoY	-19.6	-34.4	-2.7	8.4	5.0	10.0	10.0	10.0	33.1	-14.0	9.1	10.0
<b>이익 추정</b>												
연결 영업이익	-2.5	1.5	1.7	5.4	4.9	5.5	1.1	11.6	0.9	6.0	23.1	66.5
% YoY	N/A	N/A	N/A	-47.3	N/A	276.0	-33.0	114.6	-95.5	42.2	285.1	188.1
영업이익률(%)	-4.8	2.6	2.5	6.5	9.4	8.6	1.6	11.3	0.3	2.3	8.0	12.3
본사 영업이익	1.9	0.3	2.0	3.7	4.7	9.4	-2.1	8.7	7.6	7.9	20.6	44.1
% YoY	N/A	N/A	N/A	-43.1	149.3	3,031.9	N/A	133.8	-56.6	3.4	162.5	113.5
영업이익률(%)	5.4	1.1	4.9	7.3	12.9	24.2	-6.3	13.6	5.1	5.2	12.0	14.0
자회사 영업이익	-4.4	1.2	-0.3	1.7	0.2	-3.9	3.3	2.9	-6.7	-1.9	2.4	22.4
% YoY	N/A	N/A	N/A	-54.6	N/A	N/A	N/A	73.0	N/A	N/A	N/A	817.3
YG Ent. JP	0.5	1.6	-0.3	-0.1	-0.1	-1.0	-1.0	0.3	-2.5	1.6	-1.8	11.6
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
YG Ent. Asia	-0.3	0.0	-0.1	-0.3	0.0	1.4	1.7	0.1	-1.3	-0.8	3.2	3.3
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	3.0
YG Plus	-2.7	0.6	2.1	6.1	0.3	2.6	2.6	2.6	0.0	6.1	8.1	8.6
% YoY	N/A	-64.6	N/A	831.2	N/A	316.6	24.3	-58.2	n/a	n/a	0.3	0.1
세전이익	-5.7	14.4	3.5	8.2	4.6	11.9	2.9	14.4	-2.0	20.5	33.9	77.3
% YoY	N/A	N/A	N/A	88.2	N/A	-17.4	-15.7	75.2	N/A	1,072.3	65.2	128.2
지배주주순이익	-4.2	7.2	1.0	5.4	3.4	6.5	0.6	9.9	-21.5	9.4	20.5	48.4
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-9.9	-41.3	83.9	N/A	N/A	117.4	136.6

자료: 와이즈엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

표34 YG 엔터테인먼트 주요 아티스트 활동 추정					
	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
<b>빅뱅</b> (2006, '11,'15 재계약)					
<b>아이콘</b> (2015.10 데뷔) 2022년 만료		1/25 바비 솔로 (1만장)	4월 Mnet '킹덤' 출연중		
<b>위너</b> (2014.8 데뷔) 2021년 만료	10/30 송민호 정규2집 (9.8만장)	3/29 강승윤 정규1집 (2Q 10만장 가정)			
<b>블랙핑크</b> (2016.8 데뷔) 2023년 만료	10/2 정규 1집 'The Album' (124.5만장) 지수, JTBC '설강화' 촬영 시작	3/12 로제 솔로 (52.2만장(초동 36만장)) 1Q 5.2+39만=44.2만/2Q 8만	6월 리사 솔로 (70만장 가정)		10월 미니 3집 (140만장 가정)
<b>트레저</b> (2020.8 데뷔) 2027 만료	11/6 Chapter3 (23.2만장)	1/11 정규1집 'treasure effect' (26.8만장(1월))  3/31 일본 싱글 1집	6월 미니 4집 (30만장 가정)	9월 미니 5집 (33만장 가정)	

자료: 메리츠증권 리서치센터



## 에스엠: 답은 정해져 있고 기다리기엔 대안이 너무 많다

### 1Q21 연결 영업이익 기대치 하회 예상

에스엠의 1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,226억원(-15.3% YoY)과 -20억원(적전 YoY)로 시장 컨센서스를 하회하는 실적이 예상된다. 전년 동기의 일본 콘서트 등 기저효과(high base effect)에도 불구하고 별도 실적은 73억원(-6.2% YoY)으로 선방을 예상된다. 슈퍼주니어, 샤이니 등 고연차 아티스트들의 앨범 성과가 예상보다 우수했고, 솔로로 100만장 이상 달성이 가능한 백현 앨범이 3월 30일 발매되며 일부 실적이 2분기로 이연 반영될 것임을 감안 시 선방한 별도 실적이었다고 평가한다.

### 자회사 비수기 및 적자 지속

건조한 별도 실적에도 불구하고 자회사 실적이 부진하다. 광고 비수기로 SM C&C 적자가 전년과 유사한 수준인 27억원(vs. 35억원 in 1Q20)을 예상하며 SM JP은 지난 3분기부터 높아진 고정비 부담을 반영해 4분기 45억원 적자 대비 소폭 개선된 34억원 적자를 예상한다. 전년 동기 키이스트의 <하이에나> 실적이 반영된 바 있으나 동분기는 큰 작품이 없어 디어유의 실적 개선과 키이스트 하락이 서로 상쇄될 것으로 본다. F&B 등 기타 자회사 실적은 전년 수준을 가정했다.

SM의 2021년 연결 매출 및 영업이익은 6,388억원(+10.2% YoY)과 467억원(+618.5% YoY)을 기록할 전망이다. 별도 영업이익은 443억원(+22.5% YoY)으로 고연차 아티스트들의 귀환이 앨범 성장을 이끌고 있으며 4분기 국내 콘서트 일부 재개를 가정했다.

### 적정주가 3만5천원으로 하향 조정

동사의 적정주가를 기존 4만원에서 35,000원으로 13% 하향한다. 적정주가가 내포하는 시가총액은 8,100억원이다. 아티스트 신상 변화에 따른 활동의 조정으로 별도 영업이익을 기존 대비 12% 하향했고, SM JP 판관비 부담이 연간 120억원 증가(기존 80~100억원 추정)하며 이익의 영구 손상을 반영한 데 따른다. 적정주가 산정의 기준이 되는 시기는 기존 2022년으로 동일하다.

### 비음악 사업 부분 통합한 'SM studio' 설립

최근 동사는 비음악 사업 부분인 SM C&C, 키이스트, 미스틱스토리, SM 라이프디자인, 디어유에 대한 보유 지분을 통합해 SM studio를 설립했다. 공시에 따르면 드라마, 예능, 뉴미디어 분야 통합 관리를 통한 그룹 경영 효율화가 목표다. 이로 인해 SM Ent는 크게 1) 별도, 2) SM JP, 3) SM Beijing, 4) 드림 메이커, 5) SM studio, 그리고 6) F&B를 비롯한 적자 자회사로 이루어져 있다.

언급한 'F&B를 비롯한 적자 자회사'의 연간 적자는 2020년 기준 약 200억원에 달한다. 이는 동기간 별도 영업이익의 절반에 달하는 높은 수치다. 1) 건조한 별도 영업이익을 갹아먹는 자회사 실적 영향으로 부진한 연결 영업이익을 기록하고 있다. 이에 더해 2) 별도 법인의 순이익/영업이익 비율은 국세청 세무조사 효과가 있던 2020년을 제외하더라도 2017년 이후 절반에 미치지 못하고 있다. 그룹 전체적인 슬림화가 필요한 시기다.

산업 매력도 하락 및 대체재 등장으로 동사의 상대 매력도 하락

본업의 이익 성장율도 높은 편이 아닌 관계로 산업 내 동사의 선호도는 상대적으로 열위에 놓여졌다. 타 산업 대비 엔터 산업의 상대 매력도가 2020년 대비 하락했고, 특히 코스피에 엔터 사업자 중 가장 큰 빅히트가 등장하며 이러한 현상은 심화되고 있다. 그럼에도 불구하고 동사에 대한 Buy 투자 의견을 유지했던 이유는 한한령 해제 시 NCT의 중국 활동이 실적에 기여할 수 있다는 기대감 때문이었다. 현재 NCT 레이블인 WayV가 중국에서 활동하고 있지만 과거 엑소M과 같은 성과에는 미치지 못한다.

투자의견 Hold 하향

주가가 가벼워진 만큼 중국발 훈풍이 불 경우 동사 주가는 빠르게 반응할 수 있다. 그러나 중 이벤트에 기대거나 자회사 턴어라운드에 따른 본업 가치 부각을 기다리기에 투자자들에게 대안이 너무 많아졌다. 적정주가 하향에 따른 상승 여력 축소로 투자의견을 Hold로 하향한다.

표35 에스엠 1Q21 Preview

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	125.7	144.8	-13.1	184.2	-31.7	140.4	-10.5
영업이익	-2.0	1.7	적전	1.4	적전	4.1	-150.0
세전이익	2.0	5.2	-60.8	-41.2	흑전	6.2	-66.8
지배순이익	3.1	-0.4	흑전	-50.5	흑전	3.2	-4.0

자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

표36 에스엠 적정주가 산정 내역

(십억원)	2022 OP	2022 NP	적용배수 (배)	적정가치	지분율 (%)	SM 보유가치	주당 가치 (원)
SM본사	54.4	29.9	22	657.9	100	657.9	28,054
SM JP	1.1	0.8	28	22.1	100	22.1	941
SM Beijing	5.6	3.9	33	129.4	100	129.4	5,516
<b>합계</b>	<b>61.1</b>	<b>34.6</b>				<b>809</b>	<b>34,511</b>

자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

표37 에스엠스튜디오스(SM Studios) 설립 관련 에스엠 및 자회사 현물출자 내역

상장 증권		
에스엠컬처엔터테인먼트		28,265,158주
키이스트		4,318,364주
에스엠라이프디자인그룹		13,483,865주
	평가액 소계:	1,686억원
비상장 증권		
미스틱스토리		122,619주
디어유		12,000,000주
	평가액 소계:	709억원
에스엠	<b>현금</b>	50억원
	총 취득금액:	2,446억원

자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

표38 SM 엔터테인먼트 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출 추정</b>												
<b>매출</b>	<b>68.4</b>	<b>74.6</b>	<b>58.6</b>	<b>101.0</b>	<b>61.4</b>	<b>70.9</b>	<b>55.7</b>	<b>99.6</b>	<b>307.5</b>	<b>302.6</b>	<b>287.6</b>	<b>360.1</b>
음반/음원 사업	37.8	53.0	38.7	61.6	42.3	50.3	37.0	39.9	126.1	191.1	170.8	196.1
음반 매출	18.9	33.8	19.5	41.7	21.4	28.4	15.6	19.9	64.2	113.9	86.5	109.3
음원 매출	18.9	19.2	19.2	19.9	20.9	21.9	21.5	20.0	61.9	77.2	84.3	86.7
매니지먼트 사업	30.5	21.6	19.9	39.4	19.1	24.6	20.4	60.9	181.3	111.4	116.8	164.0
출연료 등	13.5	6.5	8.2	16.1	5.0	6.7	6.7	20.1	52.6	41.3	41.0	74.4
광고	4.5	3.1	3.1	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	23.8	18.0	18.0	20.7
초상 외	12.5	12.1	8.7	18.8	9.6	13.4	9.2	36.3	105.0	52.1	57.9	69.0
<b>% YoY</b>												
<b>매출</b>	<b>20.0</b>	<b>15.5</b>	<b>-30.0</b>	<b>-1.2</b>	<b>-10.3</b>	<b>-4.9</b>	<b>-4.9</b>	<b>-1.4</b>	<b>9.2</b>	<b>-1.6</b>	<b>-4.9</b>	<b>25.2</b>
음반/음원 사업	60.2	98.5	14.5	46.7	11.9	-5.2	-4.3	-35.2	12.9	51.5	-10.6	14.8
음반 매출	125.0	154.1	10.8	67.5	13.2	-16.1	-20.2	-52.3	-3.7	77.4	-24.0	26.4
음원 매출	24.3	43.3	18.5	16.4	10.6	14.0	11.9	0.5	37.6	24.7	9.2	2.9
매니지먼트 사업	-8.7	-42.9	-60.1	-34.6	-37.4	13.9	2.3	54.6	6.8	-38.6	4.9	40.4
출연료 등	3.4	-52.6	-57.3	136.8	-63.0	34.0	0.0	24.8	-12.0	-21.4	-0.8	81.6
광고	-30.8	-42.5	-55.1	-13.5	0.0	0.0	0.0	0.0	-15.7	-24.4	0.0	15.0
초상 외	-9.7	-36.0	-63.8	-61.0	-23.2	10.7	5.3	93.2	28.1	-50.4	11.1	19.2
<b>원가 추정</b>												
매출원가	45.3	40.0	37.3	63.5	39.0	38.6	34.5	53.1	195.6	186.1	165.2	217.6
% to sales	66.2	53.6	63.7	62.9	63.6	54.4	62.0	53.3	63.6	61.5	57.5	60.4
% YoY	36.5	-10.0	-28.8	-3.2	-13.8	-3.5	-7.4	-16.4	13.5	-4.9	-11.2	31.7
판매관리비	15.2	17.9	17.5	29.7	15.0	18.1	15.4	29.5	74.7	80.3	78.0	88.1
% to sales	22.2	24.0	29.9	29.4	24.5	25.5	27.6	29.7	24.3	26.5	27.1	24.5
% YoY	-0.2	-1.5	11.6	15.9	-1.2	1.2	-12.1	-0.5	10.7	7.5	-2.8	12.9
<b>이익 추정</b>												
매출총이익	23.1	34.6	21.3	37.5	22.3	32.3	21.2	46.6	111.9	116.5	122.4	142.5
% YoY	-3.0	72.0	-32.0	2.4	-3.3	-6.6	-0.7	24.2	2.3	4.1	5.1	16.4
매출총이익률(%)	33.8	46.4	36.3	37.1	36.4	45.6	38.0	46.7	36.4	38.5	42.5	39.6
<b>영업이익</b>	<b>7.8</b>	<b>16.7</b>	<b>3.8</b>	<b>7.9</b>	<b>7.3</b>	<b>14.2</b>	<b>5.8</b>	<b>17.0</b>	<b>37.2</b>	<b>36.2</b>	<b>44.3</b>	<b>54.4</b>
% YoY	-9.2	759.9	-75.7	-28.1	-6.2	-14.9	52.1	115.6	-11.2	-2.6	22.5	22.6
영업이익률(%)	11.4	22.4	6.5	7.8	11.9	20.0	10.4	17.1	12.1	12.0	15.4	15.1

자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

표39 SM 엔터테인먼트 연결 기준 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출 추정</b>												
연결 매출	144.7	135.9	115.0	184.2	125.7	142.0	144.9	226.1	657.8	579.9	638.8	802.7
% YoY	10.7	-14.9	-33.7	-5.0	-13.1	4.5	26.0	22.8	7.4	-11.8	10.2	25.7
본사 매출	68.4	74.6	58.6	101.0	61.4	70.9	55.7	99.6	307.5	302.6	287.6	360.1
% YoY	20.0	15.5	-30.0	-1.2	-10.3	-4.9	-4.9	-1.4	9.2	-1.6	-4.9	25.2
자회사 합산	76.3	61.3	56.4	83.2	64.3	71.1	89.2	126.5	350.3	277.3	351.2	442.6
% YoY	3.5	-35.5	-37.1	-9.3	-15.7	16.0	58.2	52.1	6.0	-20.9	26.7	26.0
SM C&C	33.8	26.6	27.2	43.0	32.1	27.9	28.6	45.1	166.7	130.6	133.7	140.4
% YoY	-4.0	-37.8	-31.7	-12.1	-5.0	5.0	5.0	5.0	-15.4	-21.7	2.4	5.0
SM Japan	13.0	7.6	11.7	1.3	1.3	16.0	24.6	2.8	79.4	34.9	73.5	98.1
% YoY	-12.6	-52.4	-41.8	-95.3	-90.7	110.3	110.3	110.3	-16.3	-56.0	110.3	33.6
Dream Maker	4.0	5.4	5.7	6.7	5.8	6.7	19.0	32.0	79.6	21.9	63.5	99.8
% YoY	-75.4	-61.4	-80.6	-66.3	44.0	24.1	230.1	377.7	36.5	-72.5	190.4	57.2
키이스트	31.5	19.6	5.9	-8.9	34.6	21.6	21.6	22.2	100.2	48.1	100.0	110.0
% YoY	34.7	-41.1	-72.8	N/A	10.0	10.0	265.4	N/A	-3.4	-52.0	107.9	10.0
<b>이익 추정</b>												
연결 영업이익	1.7	13.2	-9.7	1.3	-2.0	14.2	12.3	22.2	40.4	6.5	46.7	71.3
% YoY	-40.3	240.1	N/A	-90.2	N/A	7.7	N/A	1,550.9	-15.4	-83.9	618.5	52.8
영업이익률(%)	1.2	9.7	-8.4	0.7	-1.6	10.0	8.5	9.8	6.1	1.1	7.3	8.9
본사 영업이익	7.8	16.7	3.8	7.9	7.3	14.2	5.8	17.0	37.2	36.2	44.3	54.4
% YoY	-9.2	760	-75.7	-28.1	-6.2	-14.9	52.1	115.6	-11.2	-2.6	22.5	22.6
영업이익률(%)	11.4	22.4	6.5	7.8	11.9	20.0	10.4	17.1	12.1	12.0	15.4	15.1
자회사 영업이익	-6.1	-3.5	-13.5	-6.6	-9.3	0.0	6.5	5.2	3.2	-29.7	2.3	16.9
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-45.3	N/A	N/A	626.8
SM C&C	-3.5	-1.4	-2.0	2.6	-2.7	-0.6	-1.2	3.4	4.8	-4.4	-1.2	-1.2
% YoY	N/A	N/A	N/A	-26.7	N/A	N/A	N/A	30.6	N/A	N/A	N/A	N/A
SM Japan	-0.3	0.1	-5.6	-4.5	-3.4	-0.5	1.2	-3.1	13.6	-10.3	-5.9	1.1
% YoY	-33.6	21.5	-10.3	-6.5	-16.8	10.8	-5.1	-3.2	-0.2	n/a	n/a	n/a
Dream Maker	0.0	-0.9	-0.9	0.7	-0.9	0.7	3.3	0.3	6.0	-1.1	3.4	6.0
% YoY	N/A	N/A	N/A	124.4	N/A	N/A	N/A	-55.4	24.0	N/A	N/A	77.1
키이스트	2.4	-0.8	-1.0	1.5	1.4	0.2	6.1	7.5	-1.5	1.7	15.2	24.2
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	-41.8	N/A	N/A	397.6	N/A	N/A	809.6	59.2
SM Beijing	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	1.2	-0.9	0.8	2.2	5.6
% YoY	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	100.0	100.0	500.0	N/A	N/A	175.0	154.5

자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

표40 SM엔터테인먼트 주요 아티스트 활동 추정					
	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
<b>동방신기</b> 2004 데뷔 2013, 2018 재계약		1/18 유노윤호 미니 2집 'NOIR' (13.8만장)			
<b>슈퍼주니어</b> 2005 데뷔 2015 재계약	11/18 태연 일본 앨범 12/15 미니 4집 'What do I call' (9.9만)	1/27 일본 정규 2집 'Star' 3/16 정규 10집 'The Renaissance' (43.3만장(초동 25만장))	4월 일본 정규 앨범 5월 VLive 콘서트 1회	9월 D&E 미니 5집 (25만장 가정)	
<b>소녀시대</b> 2007 데뷔, 2017 일부 재계약	11/9 태민 정규3집 'Act2' (12.3만장)			9월 미니 5집 (10만장 가정)	
<b>샤이니</b> 2008 데뷔, 2018 재계약	10/26 찬 군입대 11/30 카이 미니 앨범(34.4만장) 12/6 시우민 제대	2/22 정규7집 (28.1만장)	5월 VLive 콘서트 1회 6월 일본 정규 앨범	7월 태민 입대 가정	11월 미니 6집 (28만장 가정)
<b>엑소</b> 2012 데뷔 2019 재계약		1/3 백현 V live 팬미팅 (11만) 1/20 백현 일본 앨범 'baekhyun' 3/30 백현 미니3집 Bambi (110만장) →1Q 59만/2Q 510만 가정	4월 백현 군입대	8월 세&찬 미니(50만장 가정)	
<b>레드벨벳</b> 2014 데뷔 2021 만료			4/5 웬디 솔로 미니1집 (15만장 가정)	재계약	
<b>NCT</b> 2016 데뷔 2023 만료	10/12 정규2집 'Pt.1' (129만장) 11/23 정규2집 'Part.2'(93.7만/1월 30만) 11/30 Vlive 콘서트(W43k, 동접 20만) 12월 127 일본 미니2집 '러브홀릭'	3/10 WayV 미니 Kickback (22.7만장)	4월 드림 정규1집 (90만장 가정) 4월 WayV/드림/127 Vlive 각 1회씩		10월 127 미니 5집 (140만장 가정)
<b>슈퍼 M</b> 2019 데뷔	9/25 정규1집 'Super One' (50.2만장)		4/9 미니앨범 Super M (50만장 가정)		
<b>에스파</b> 2020 데뷔	11/17 싱글 '블랙맘바' 데뷔	2/5 디지털 싱글 'Forever'	6월 미니 1집 가정 (10만장 가정)		11월 미니 2집 (13만장 가정)

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 강원랜드 (035250)

### Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>1,438.1</b>	<b>1,520.1</b>	<b>478.6</b>	<b>1,091.2</b>	<b>1,650.9</b>
매출액증가율 (%)	-7.1	5.7	-68.5	128.0	51.3
매출원가	729.6	736.7	544.5	718.1	811.5
매출총이익	708.5	783.4	-65.9	373.1	839.4
판매관리비	277.8	282.3	365.7	270.6	353.6
<b>영업이익</b>	<b>430.7</b>	<b>501.2</b>	<b>-431.6</b>	<b>102.5</b>	<b>485.8</b>
영업이익률	30.0	33.0	-90.2	9.4	29.4
금융손익	39.4	81.5	45.3	27.4	39.9
중속/관계기업손익	-0.1	0.2	0.4	0.0	0.0
기타영업외손익	-59.3	-93.9	-18.7	27.4	27.4
세전계속사업이익	410.7	488.9	-404.5	157.3	553.1
법인세비용	113.5	154.3	-128.6	54.7	190.7
<b>당기순이익</b>	<b>297.2</b>	<b>334.7</b>	<b>-275.9</b>	<b>97.9</b>	<b>367.4</b>
지배주주지분 순이익	297.3	334.7	-275.9	97.9	367.5

### Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>1,759.0</b>	<b>1,878.2</b>	<b>1,498.2</b>	<b>2,036.4</b>	<b>2,528.2</b>
현금및현금성자산	48.9	60.7	66.1	542.8	1,018.6
매출채권	9.8	7.8	2.1	5.6	6.1
재고자산	1.2	3.6	2.2	5.8	6.2
<b>비유동자산</b>	<b>2,472.2</b>	<b>2,559.9</b>	<b>2,143.5</b>	<b>2,263.4</b>	<b>2,204.9</b>
유형자산	1,314.0	1,370.6	1,349.4	1,324.3	1,249.2
무형자산	0.9	3.9	3.9	3.2	2.6
투자자산	981.0	1,036.3	518.0	663.7	680.8
<b>자산총계</b>	<b>4,231.2</b>	<b>4,438.1</b>	<b>3,641.6</b>	<b>4,299.8</b>	<b>4,733.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>636.0</b>	<b>651.3</b>	<b>330.0</b>	<b>885.2</b>	<b>950.5</b>
매입채무	3.6	3.9	1.2	3.3	3.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>8.4</b>	<b>69.0</b>	<b>64.6</b>	<b>69.7</b>	<b>70.3</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>644.5</b>	<b>720.4</b>	<b>394.6</b>	<b>954.9</b>	<b>1,020.7</b>
<b>자본금</b>	<b>107.0</b>	<b>107.0</b>	<b>107.0</b>	<b>107.0</b>	<b>107.0</b>
<b>자본잉여금</b>	<b>129.4</b>	<b>129.4</b>	<b>129.4</b>	<b>129.4</b>	<b>129.4</b>
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	3,524.5	3,655.5	3,184.8	3,282.6	3,649.9
비지배주주지분	0.0	0.1	0.0	0.1	0.2
<b>자본총계</b>	<b>3,586.8</b>	<b>3,717.8</b>	<b>3,247.0</b>	<b>3,344.9</b>	<b>3,712.4</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>363.9</b>	<b>407.9</b>	<b>-655.7</b>	<b>677.9</b>	<b>502.3</b>
당기순이익(손실)	297.2	334.7	-275.9	97.9	367.4
유형자산상각비	66.0	72.1	76.7	75.1	75.1
무형자산상각비	0.1	0.3	0.6	0.7	0.6
운전자본의 증감	-39.2	-40.1	-295.7	504.2	59.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-202.1</b>	<b>-211.3</b>	<b>844.7</b>	<b>-205.5</b>	<b>-27.0</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-103.3	-79.6	-59.0	-50.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-455.6	-55.3	518.3	-145.7	-17.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-202.4</b>	<b>-184.8</b>	<b>-183.6</b>	<b>4.4</b>	<b>0.5</b>
차입금의 증감	-1.4	68.0	-3.8	4.4	0.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-56.7	11.8	5.4	476.8	475.8
기초현금	105.6	48.9	60.7	66.1	542.8
기말현금	48.9	60.7	66.1	542.8	1,018.6

### Key Financial Data

	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	6,722	7,105	2,237	5,100	7,717
EPS(지배주주)	1,390	1,564	-1,289	458	1,718
CFPS	2,302	2,345	-1,458	939	2,776
EBITDAPS	2,322	2,681	-1,656	833	2,624
BPS	16,765	17,377	15,177	15,634	17,351
DPS	900	900	0	0	0
배당수익률(%)	2.8	3.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	23.0	18.9	-18.2	54.6	14.6
PCR	13.9	12.6	-16.1	26.6	9.0
PSR	4.8	4.2	10.5	4.9	3.2
PBR	1.9	1.7	1.5	1.6	1.4
EBITDA	496.8	573.5	-354.3	178.3	561.4
EV/EBITDA	10.4	8.0	-10.2	19.4	5.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	8.4	9.2	-7.9	3.0	10.4
EBITDA 이익률	34.5	37.7	-74.0	16.3	34.0
부채비율	18.0	19.4	12.2	28.5	27.5
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	1,834.7	255.6	-230.1		
매출채권회전율(x)	199.1	172.4	96.2	281.8	282.2
재고자산회전율(x)	1,174.7	635.3	165.1	274.3	274.8

## 빅히트 (352820)

## Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>301.4</b>	<b>587.2</b>	<b>796.3</b>	<b>1,049.2</b>	<b>1,383.6</b>
매출액증가율 (%)		94.9	35.6	31.8	31.9
매출원가	190.0	385.7	421.5	541.6	850.9
매출총이익	111.4	201.5	374.8	507.6	532.7
판매관리비	31.5	102.8	229.2	301.1	231.9
<b>영업이익</b>	<b>79.9</b>	<b>98.7</b>	<b>145.5</b>	<b>206.5</b>	<b>300.8</b>
영업이익률	26.5	16.8	18.3	19.7	21.7
금융손익	-126.6	1.0	-13.9	-4.6	-4.9
중속/관계기업손익	-0.1	-0.9	-1.6	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.7	-0.4	-3.8	0.0	0.0
세전계속사업이익	-48.5	98.5	126.3	202.0	295.9
법인세비용	22.0	26.1	39.2	60.2	89.4
<b>당기순이익</b>	<b>-70.5</b>	<b>72.4</b>	<b>87.1</b>	<b>141.8</b>	<b>206.5</b>
지배주주지분 순이익	-70.5	73.8	85.7	129.6	203.0

## Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>171.7</b>	<b>294.7</b>	<b>1,389.3</b>	<b>1,009.8</b>	<b>1,328.1</b>
현금및현금성자산	58.1	160.8	380.2	541.2	753.2
매출채권	49.2	94.6	112.3	148.0	195.1
재고자산	5.7	13.0	62.0	81.6	107.7
비유동자산	33.8	68.3	535.2	1,386.6	1,380.9
유형자산	8.8	8.2	48.4	45.4	43.2
무형자산	6.3	25.7	288.4	1,274.9	1,261.3
투자자산	8.3	14.7	33.7	41.4	51.5
<b>자산총계</b>	<b>205.5</b>	<b>363.0</b>	<b>1,924.4</b>	<b>2,396.4</b>	<b>2,709.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>105.5</b>	<b>174.6</b>	<b>296.2</b>	<b>192.5</b>	<b>253.9</b>
매입채무	13.6	25.3	34.6	45.5	60.1
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	1.0	0.9	0.0	0.0
비유동부채	12.8	14.9	429.3	863.2	908.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.2	200.1	600.1	600.1
<b>부채총계</b>	<b>118.3</b>	<b>189.5</b>	<b>725.5</b>	<b>1,055.7</b>	<b>1,161.8</b>
자본금	0.8	0.8	17.8	17.8	17.8
자본잉여금	199.6	213.5	1,132.3	1,132.3	1,132.3
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.1	-0.5	-0.5	-0.5
이익잉여금	-115.5	-41.7	44.0	183.6	386.9
비지배주주지분	0.0	-0.7	3.6	5.8	9.0
<b>자본총계</b>	<b>87.3</b>	<b>173.5</b>	<b>1,198.9</b>	<b>1,340.7</b>	<b>1,547.2</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>74.7</b>	<b>91.7</b>	<b>116.7</b>	<b>156.6</b>	<b>200.4</b>
당기순이익(손실)	-70.5	72.4	87.1	141.8	206.5
유형자산상각비	2.9	8.1	21.4	3.0	2.3
무형자산상각비	1.1	1.2	13.5	13.5	13.5
운전자본의 증감	2.7	4.7	-25.8	-1.7	-21.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-45.1</b>	<b>12.2</b>	<b>-1,022.4</b>	<b>-255.8</b>	<b>-21.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-6.6	-4.8	-39.5	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-8.5	-7.2	-20.7	-7.7	-10.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-1.4</b>	<b>-1.4</b>	<b>1,133.4</b>	<b>405.4</b>	<b>8.3</b>
차입금의 증감	21.7	-7.2	328.6	405.4	8.3
자본의 증가	200.4	13.9	935.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	28.6	102.7	219.5	306.2	187.1
기초현금	29.5	58.1	160.8	380.2	686.4
기말현금	58.1	160.8	380.2	686.4	873.6

## Key Financial Data

	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	14,427	23,469	27,696	29,453	38,839
EPS(지배주주)	-3,373	2,950	2,982	3,638	5,699
CFPS	3,037	3,642	5,159	6,261	8,887
EBITDAPS	4,017	4,319	6,277	6,261	8,887
BPS	3,085	6,113	33,554	37,473	43,180
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	0.0	0.0	53.7	69.4	44.3
PCR	0.0	0.0	31.0	40.3	28.4
PSR	0.0	0.0	5.8	8.6	6.5
PBR	0.0	0.0	4.8	6.7	5.8
EBITDA	83.9	108.1	180.5	223.0	316.6
EV/EBITDA	-1.0	-1.4	27.1	38.7	26.6
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-80.8	56.5	12.5	10.2	14.1
EBITDA 이익률	27.8	18.4	22.7	21.3	22.9
부채비율	135.5	109.2	60.5	78.7	75.1
금융비용부담률	0.5	0.2	0.5	0.7	0.5
이자보상배율(x)	50.1	78.3	37.4	27.7	40.3
매출채권회전율(x)	6.1	8.2	7.7	8.1	8.1
재고자산회전율(x)	52.8	62.9	21.3	14.6	14.6

## 에스엠 (041510)

### Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>612.2</b>	<b>657.8</b>	<b>579.9</b>	<b>638.8</b>	<b>802.7</b>
매출액증가율 (%)	67.6	7.4	-11.8	10.2	25.7
매출원가	409.5	442.2	381.1	401.5	459.5
매출총이익	202.7	215.6	198.8	237.4	343.2
판매관리비	155.0	175.2	192.3	190.7	271.9
<b>영업이익</b>	<b>47.8</b>	<b>40.4</b>	<b>6.5</b>	<b>46.7</b>	<b>71.3</b>
영업이익률	7.8	6.1	1.1	7.3	8.9
금융손익	4.5	-2.9	-9.4	-0.6	-0.3
중속/관계기업손익	-6.4	-10.8	-13.0	-9.1	-8.2
기타영업외손익	0.2	-15.7	-24.6	-10.7	-14.8
세전계속사업이익	46.0	11.0	-40.6	26.3	48.1
법인세비용	22.6	27.1	39.8	11.7	17.3
<b>당기순이익</b>	<b>23.4</b>	<b>-16.2</b>	<b>-80.3</b>	<b>17.8</b>	<b>38.0</b>
지배주주지분 손이익	30.6	-9.1	-70.2	13.7	28.6

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>120.0</b>	<b>92.0</b>	<b>45.4</b>	<b>74.0</b>	<b>115.9</b>
당기순이익(손실)	23.4	-16.2	-80.3	17.8	38.0
유형자산상각비	12.9	25.5	30.8	30.8	30.8
무형자산상각비	27.1	38.2	40.9	14.4	11.4
운전자본의 증감	52.4	-4.8	-25.7	13.9	38.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-127.0</b>	<b>-52.9</b>	<b>-42.5</b>	<b>-16.9</b>	<b>-51.5</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-10.4	-13.5	-8.1	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-24.6	44.1	13.1	-9.9	-27.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>46.0</b>	<b>5.9</b>	<b>16.2</b>	<b>10.7</b>	<b>2.6</b>
차입금의 증감	-5.4	39.9	-33.4	10.7	2.5
자본의 증가	49.2	26.4	65.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	41.9	47.7	12.5	67.8	66.9
기초현금	195.5	237.3	285.0	297.5	365.3
기말현금	237.3	285.0	297.5	365.3	432.2

### Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>537.4</b>	<b>628.7</b>	<b>646.5</b>	<b>750.0</b>	<b>915.9</b>
현금및현금성자산	237.3	285.0	297.5	365.6	432.8
매출채권	124.3	129.4	136.5	150.3	188.9
재고자산	11.5	14.8	11.4	12.6	15.8
<b>비유동자산</b>	<b>465.1</b>	<b>486.9</b>	<b>422.4</b>	<b>387.1</b>	<b>372.5</b>
유형자산	93.4	105.7	91.5	60.7	29.8
무형자산	186.0	199.3	177.9	163.6	152.2
투자자산	151.7	109.3	97.5	107.4	135.0
<b>자산총계</b>	<b>1,002.5</b>	<b>1,115.6</b>	<b>1,068.9</b>	<b>1,137.2</b>	<b>1,288.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>394.2</b>	<b>437.0</b>	<b>433.8</b>	<b>482.9</b>	<b>592.4</b>
매입채무	178.7	190.8	177.6	195.6	245.8
단기차입금	7.3	6.9	6.5	6.5	6.5
유동성장기부채	36.4	35.6	22.3	31.4	29.7
<b>비유동부채</b>	<b>32.1</b>	<b>45.9</b>	<b>18.9</b>	<b>20.3</b>	<b>24.0</b>
사채	6.9	9.3	0.0	0.0	0.0
장기차입금	3.3	2.7	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>426.4</b>	<b>482.9</b>	<b>452.7</b>	<b>503.2</b>	<b>616.5</b>
자본금	11.5	11.7	11.7	11.7	11.7
자본잉여금	219.1	245.3	310.4	310.4	310.4
기타포괄이익누계액	-10.1	-6.8	-5.2	-5.2	-5.2
이익잉여금	174.3	164.5	95.4	109.0	138.3
비지배주주지분	151.9	188.6	184.3	188.4	197.2
<b>자본총계</b>	<b>576.1</b>	<b>632.8</b>	<b>616.1</b>	<b>633.9</b>	<b>671.9</b>

### Key Financial Data

	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	27,227	28,215	24,729	27,240	34,228
EPS(지배주주)	1,361	-390	-2,992	584	1,220
CFPS	4,725	5,220	3,745	3,195	4,222
EBITDAPS	3,902	4,467	3,336	3,916	4,842
BPS	18,424	18,944	18,412	18,996	20,241
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	38.4	-98.5	-9.9	52.1	24.9
PCR	11.1	7.4	7.9	9.5	7.2
PSR	1.9	1.4	1.2	1.1	0.9
PBR	2.8	2.0	1.6	1.6	1.5
EBITDA	87.8	104.1	78.2	91.8	113.6
EV/EBITDA	12.9	7.8	7.1	5.5	3.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	8.0	-2.1	-16.0	3.1	6.2
EBITDA 이익률	14.3	15.8	13.5	14.4	14.1
부채비율	74.0	76.3	73.5	79.4	91.7
금융비용부담률	0.4	0.6	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	18.7	10.4	1.5	12.6	17.6
매출채권회전율(x)	5.0	5.2	4.4	4.5	4.7
재고자산회전율(x)	60.8	50.1	44.3	53.3	56.6



**Compliance Notice**

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

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

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

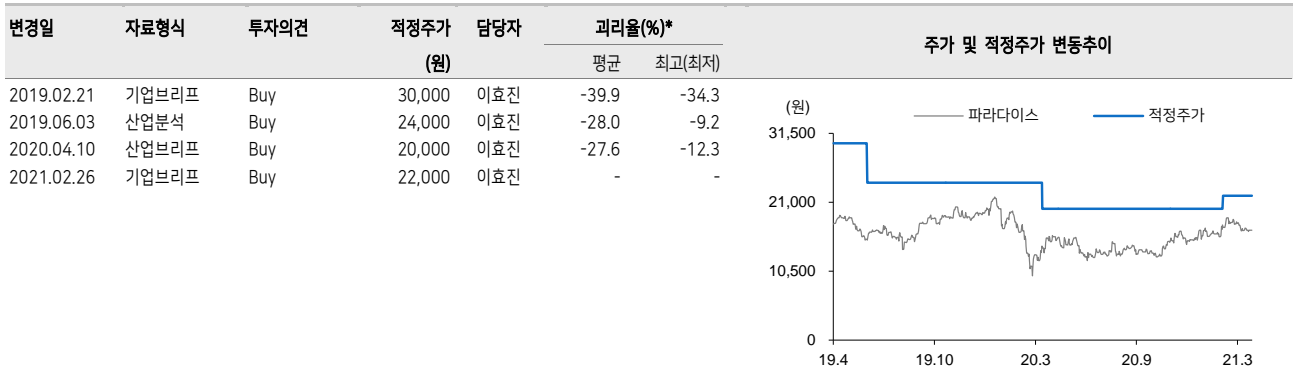
**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

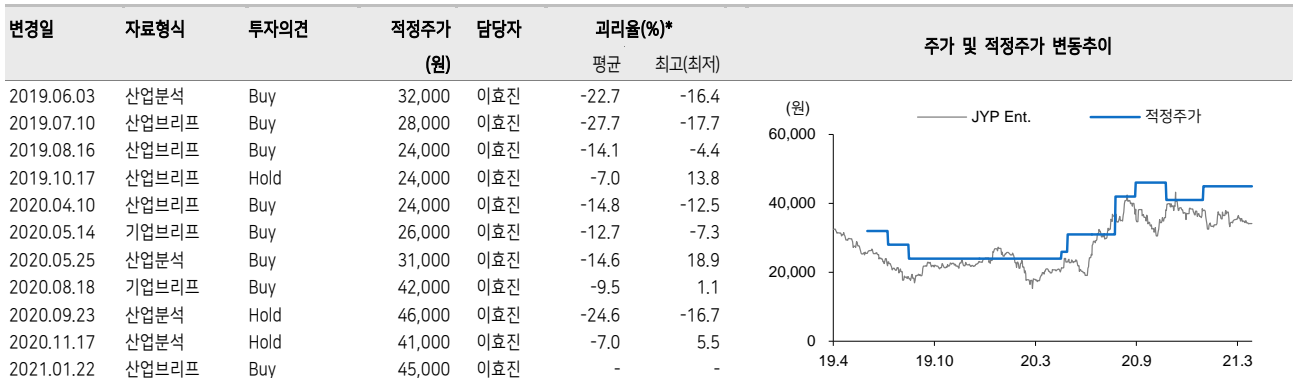
**파라다이스 (034230) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



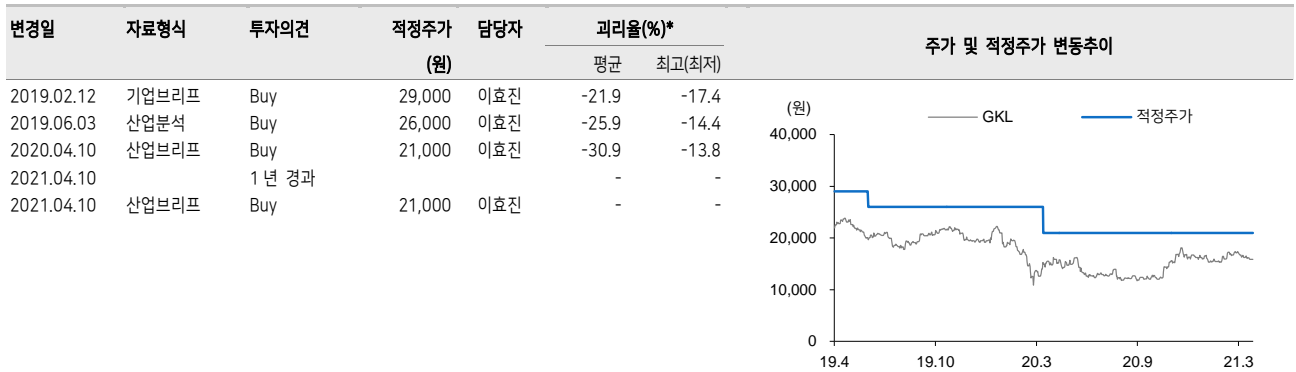
**JYP Ent. (035900) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



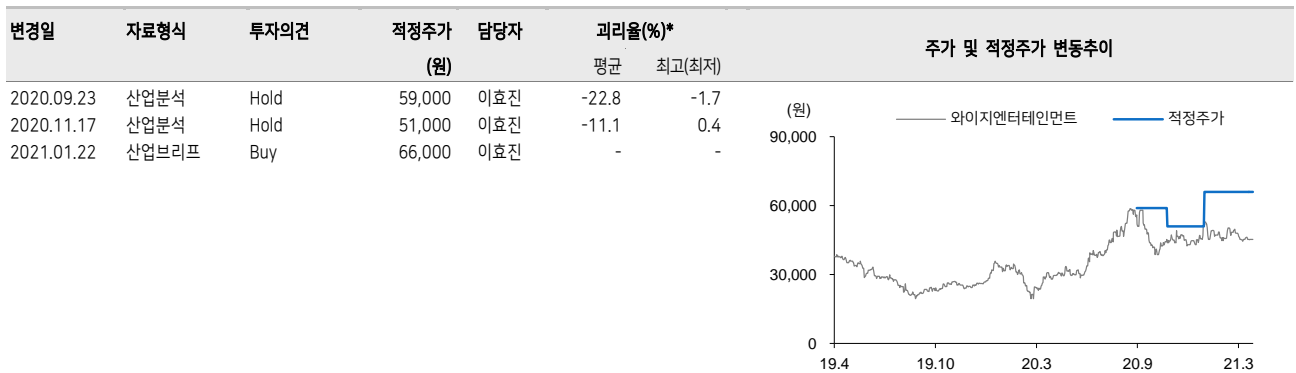
**GKL (114090) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



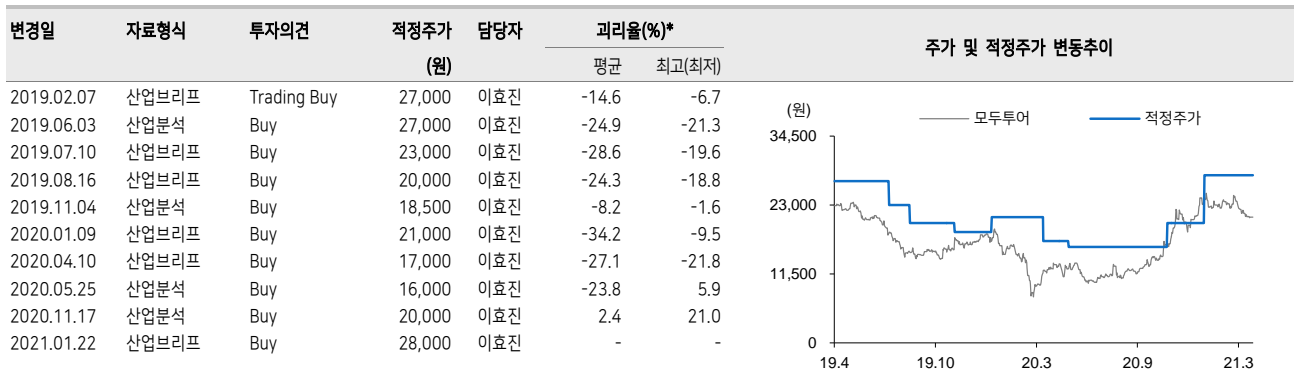
**와이지엔터테인먼트 (122870) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



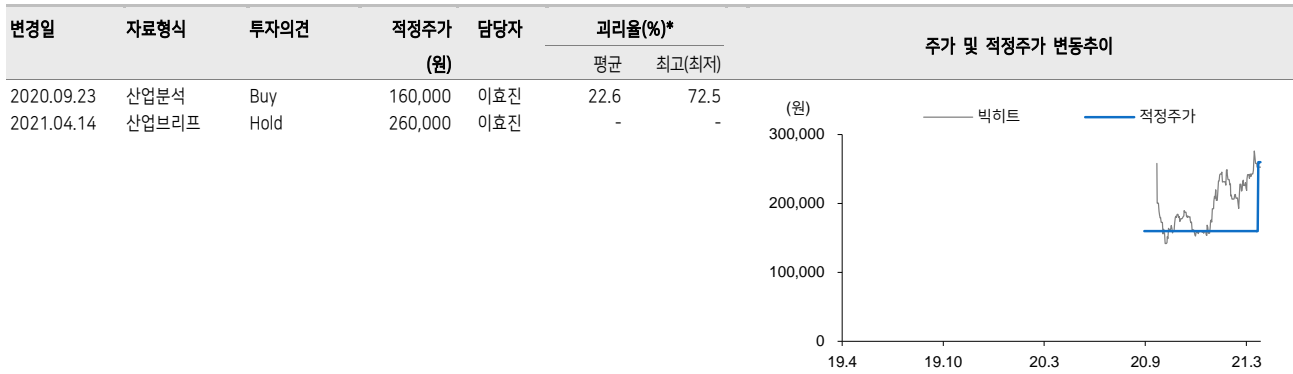
**모두투어 (080160) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



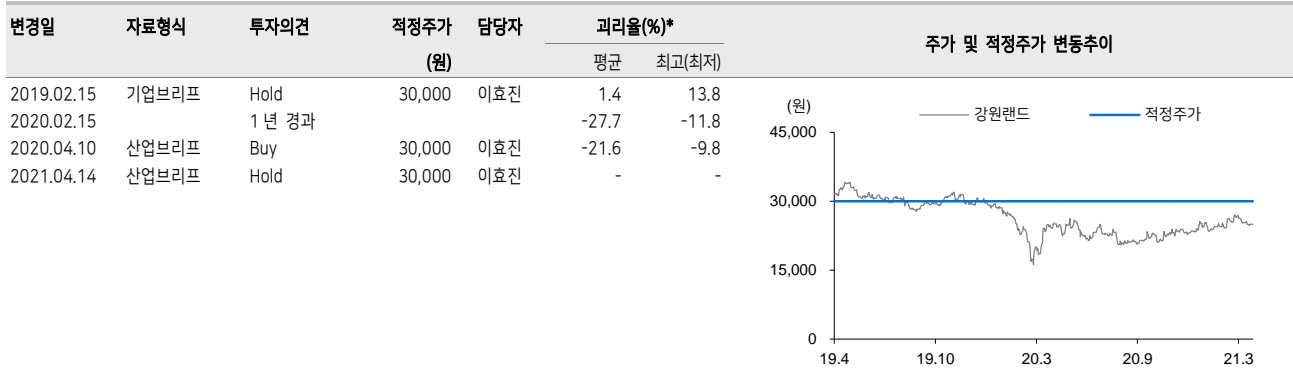
**빅히트 (352820) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



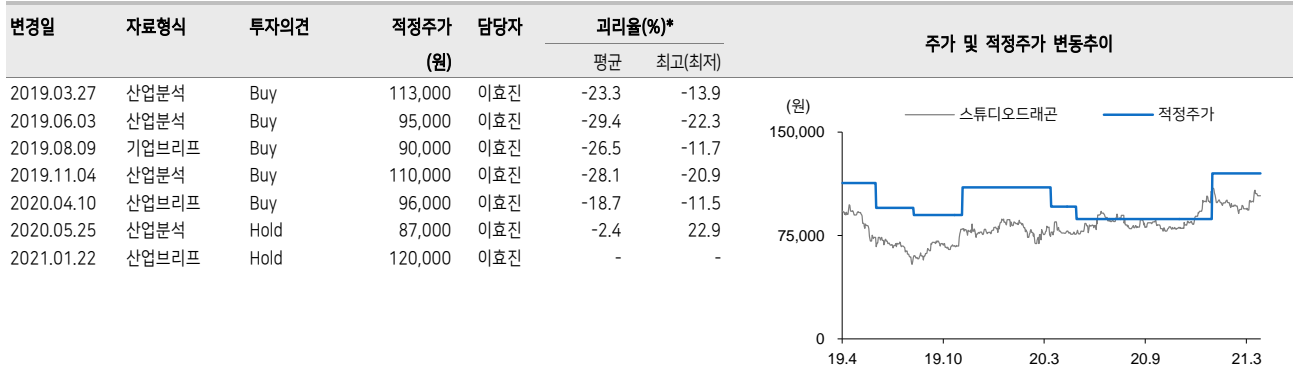
**강원랜드 (035250) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



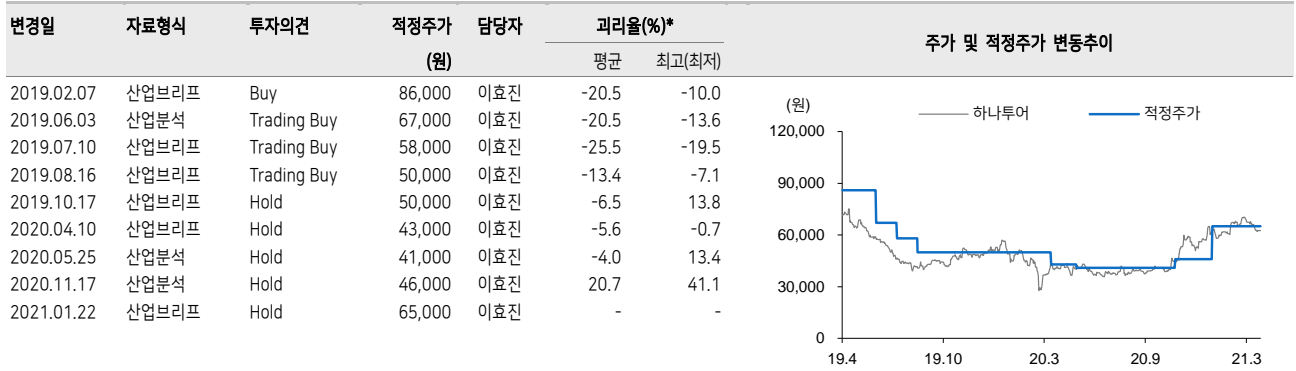
**스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



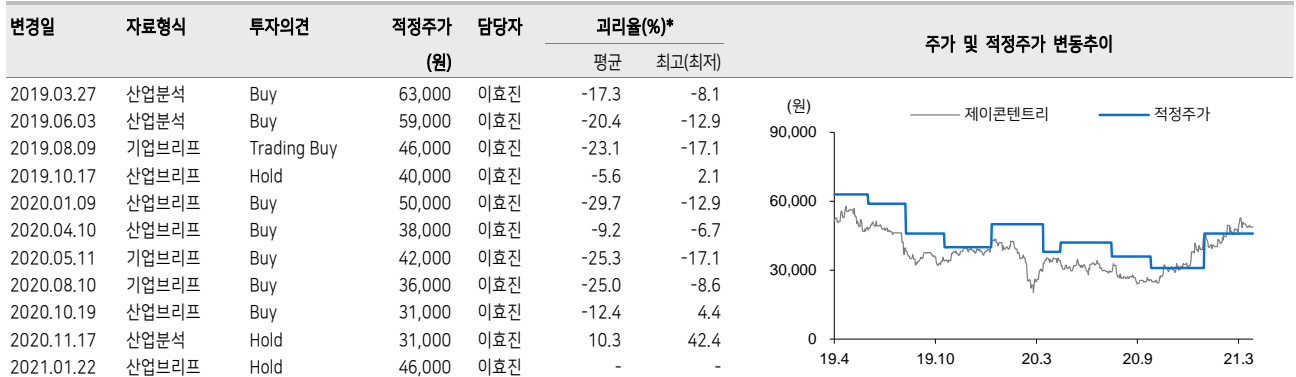
**하나투어 (039130) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



**제이콘텐트리 (036420) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



**에스엠 (041510) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

