

2022. 1. 26



▲ 엔터/레저

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

스튜디오드래곤(253450)	Buy	128,000원
와이엔터(122870)	Buy	69,000원

관심종목

제이콘텐트리(036420)	Hold	69,000원
JYP Ent.(035900)	Hold	52,000원
에스엠(041510)	Hold	76,000원
하이브(352820)	Hold	260,000원

미디어엔터

바뀐 것. 그리고 바뀌지 않은 것

- ✓ 엔터: 지난 2개월은 NFT 모멘텀이 소멸된 과정이라면 이제는 2022년 실적 현실화 필요, 연간 콘서트 30% 하향 시 컨센서스 대비 영업이익 25% 하향될 것으로 전망
- ✓ 콘텐츠: 넷플릭스의 1분기 전망치 기대치 하회하며 산업 주가 하락 중, 밸류에이션 하락은 불가피하나 마진 훼손, 전략 변화 등 사업적 우려는 기우에 그칠 것
- ✓ 엔터/콘텐츠/여행/카지노 중 2022년 연간 컨센서스 하향 조정 가능성이 가장 낮은 산업은 콘텐츠, 소섹터 내 콘텐츠 산업이 가장 outperform 할 것

엔터: NFT 과열 완화가 이루어진 2개월, 남은 과정은?

지난 10월 이후 NFT 모멘텀이 엔터 업체들의 랠리를 이끌었다. 연간전망에서 밝힌 바와 같이 NFT는 1) 글로벌 주식시장 내 모멘텀으로 작용하지 않아 밸류에이션 상향 요인으로 작용할 수 없고, 2) 실적적으로 기여 또한 제한적이라고 판단한다.

지난 2개월이 NFT 모멘텀이 소멸된 과정이라면 지금부터는 오프라인 콘서트를 실현 가능한 수준으로 현실화하는 기간이 필요하다. 1월이 끝나가는 현재, 4월까지 콘서트 내역은 대부분 공개되었고, 이를 통해서는 엔터 4개사 평균 68% YoY(컨센서스)에 해당하는 이익 성장률을 달성하기 어렵다. 2022년 콘서트 매출을 기존 대비 30% 하향 시 4사 평균 영업이익은 당사 추정치 대비 16%, 컨센서스 대비 25% 조정이 필요하다. 이미 1월부터 2022년 실적 조정은 시작되었다.

콘텐츠: 넷플릭스 실적에서 2022 한국 콘텐츠 전망 읽기

넷플릭스 4분기 실적에서 발표된 1분기 가입자 순증 전망치가 시장 기대를 크게 하회하며 주가가 23% 하락했다. 전방 사업자의 성장 둔화에 대한 두려움이 한국 콘텐츠 주가 하락으로 이어졌다. 전방 밸류에이션 하락 영향으로부터 자유롭기 어렵다는 점에 대해서는 동의한다. 그러나 2022년 넷플릭스와 디즈니 전략을 고려했을 때 콘텐츠 투자 예산 증가가 저해되거나 콘텐츠 사업자들의 마진을 훼손할 수 있지 않겠냐는 사업적 우려 측면에 대해서는 동의하지 않는다.

넷플릭스 코리아에 따르면, 2022년 전년 대비 10편 늘어난 25편의 오리지널 시리즈 및 영화를 공개한다. 전년 넷플릭스의 한국 콘텐츠 투자액이 5천억원 이상 이었던 점을 고려할 때 2022년 투자액은 1조원에 달할 것으로 예상된다. 오는 2월 9일 디즈니 실적 발표에서 OTT 가입자 수 증가 전략이 아시아에 맞춰진다면, 그 수혜가 한국에 집중될 것이라는 데에는 의심의 여지가 없다.

밸류에이션 하락은 아쉬우나 실적 추가 상향 여지를 고려할 때 콘텐츠 산업 매력도는 여전히 높다고 판단된다. 엔터/콘텐츠/레저 중 컨센서스 하향 가능성이 가장 낮은 산업이 콘텐츠다. OTT 전쟁을 즐길 시기다.

표1 미디어엔터 4Q21 Preview at a Glance

(십억원)		4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	2020	2021E	2022E
스튜디오드래곤	매출액	129.8	137.7	-5.7	116.1	11.8	138.1	-6.0	525.7	469.4	654.5
	영업이익	7.2	4.6	56.9	14.6	-50.4	11.0	-34.1	49.1	53.9	97.7
	세전이익	5.0	-2.9	흑전	18.5	-72.8	9.4	-46.4	41.5	59.0	105.5
	당기순이익	4.9	-2.9	흑전	14.8	-66.7	10.1	-51.4	29.6	45.2	80.1
	영업이익률 (%)	5.6	3.3		12.6		7.9		9.3	11.5	14.9
제이콘텐트리	매출액	278.4	91.3	204.8	195.7	42.2	197.9	40.6	363.9	530.0	780.7
	영업이익	-20.4	-19.1	적지	-30.1	적지	-15.0	-35.8	-56.8	-75.1	-12.5
	세전이익	-49.4	-106.3	적지	-21.0	적지	-30.0	-64.5	-169.3	-107.8	-44.7
	당기순이익	-39.4	-103.3	적지	-17.6	적지	-17.1	-129.8	-154.0	-94.9	-34.1
	영업이익률 (%)	-7.3	-20.9		-15.4		-7.6		-15.6	-14.2	-1.6
JYP Ent.	매출액	60.9	41.7	46.1	57.3	6.4	55.9	9.1	144.4	191.1	281.2
	영업이익	14.4	10.5	37.1	18.2	-20.9	16.5	-12.7	44.1	55.8	77.7
	세전이익	14.2	5.9	142.3	19.6	-27.5	15.8	-10.1	38.0	56.8	79.2
	당기순이익	10.6	5.9	78.9	16.6	-36.3	12.3	-13.7	29.6	43.9	57.4
	영업이익률 (%)	23.7	25.2		31.8		29.6		30.6	29.2	27.6
와이지엔터테인먼트	매출액	77.9	80.4	-3.2	86.0	-9.4	78.7	-1.0	255.3	344.6	582.3
	영업이익	3.3	5.4	-38.5	9.3	-64.3	6.2	-46.5	6.0	29.5	63.7
	세전이익	2.3	8.2	-72.3	1.2	88.7	3.7	-37.4	20.5	23.1	67.5
	당기순이익	2.4	2.9	-15.9	0.6	337.3	2.4	2.9	3.2	18.1	46.8
	영업이익률 (%)	4.3	6.7		10.8		7.9		2.3	8.6	10.9
에스엠	매출액	257.5	184.2	39.8	154.4	66.8	208.0	23.8	579.9	752.5	953.5
	영업이익	17.2	1.4	1,175.8	14.1	22.4	22.4	-23.0	6.5	74.2	130.6
	세전이익	99.3	-41.2	흑전	22.7	338.6	14.7	575.7	-40.6	162.1	109.4
	당기순이익	76.0	-62.6	흑전	15.1	403.5	9.5	699.8	-80.3	121.2	83.8
	영업이익률 (%)	6.7	0.7		9.1		10.8		1.1	9.9	13.7
하이브	매출액	379.4	312.3	21.5	341.0	11.3	389.7	-2.6	796.3	1,177.4	2,010.1
	영업이익	69.3	55.6	24.6	65.6	5.5	76.7	-9.7	145.5	185.7	295.9
	세전이익	60.0	41.7	43.9	69.5	-13.7	85.1	-29.5	126.2	181.1	290.9
	당기순이익	36.7	26.7	37.6	49.7	-26.1	61.7	-40.5	87.1	123.9	202.6
	영업이익률 (%)	18.3	17.8		19.2		19.7		18.3	15.8	14.7

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

엔터테인먼트 (feat. NFT)

2021.10-2022.01 돌아보기 (feat. NFT)

지난 10월 이후 엔터테인먼트 산업의 주가 흐름을 설명하는 요소는 NFT다. 두나무와 하이브의 지분 투자를 시작으로 게임 산업 중심이었던 NFT 모멘텀은 엔터 산업으로 확대되었다. 지난 11월 연간전망 <확인의 2022>에서 밝혔던 바와 같이, 당사는 NFT를 통한 주가 상승이 지속되기 어렵다는 의견을 유지한다.

주가 상승을 위해서는

- 1) 밸류에이션 상승하거나
- 2) 실적 기여가 크거나

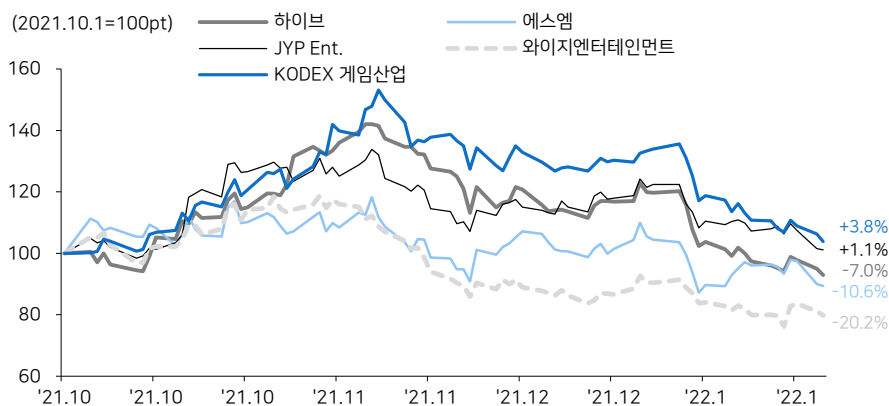
<그림1>에서와 같이 엔터는 NFT 모멘텀으로 상승했다. 10월 이후 컨택트 주식들은 조정 국면에 진입한 것과 대조적이다. 이와 같은 주가 상승이 지속되거나 혹은 높아진 주가가 유지되기 위해서는 1) 밸류에이션이 상승하거나 2) NFT를 통한 실적 기여가 주가 상승분 만큼 증가해야 한다.

1) 밸류에이션 상승?

: 글로벌 주식시장 내 모멘텀으로 작용되지 못한 NFT

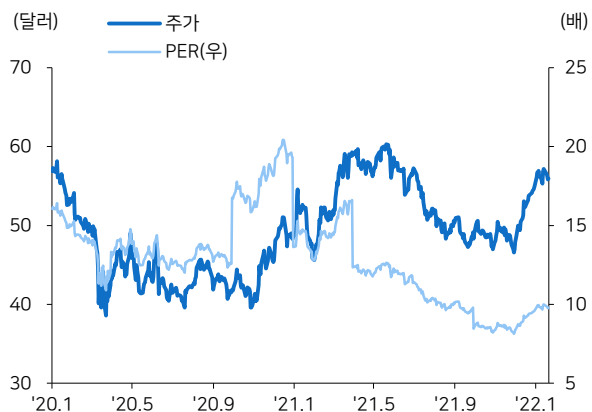
그러나 지난 4개월간 지켜본 바에 따르면, 글로벌 주식시장 내 NFT 모멘텀이 작동한 곳은 한국 뿐이다. 글로벌 엔터 사업자들의 주가는 NFT 모멘텀이 작동하지 않았고, NFT 사업을 전개하는 코인베이스 등 연관된 종목들의 상승 또한 찾아보기 어려웠다. 당사가 NFT를 근거로 엔터 산업의 밸류에이션을 상향하지 못했던 이유다.

그림1 NFT 모멘텀으로 오르고 내렸던 지난 4개월



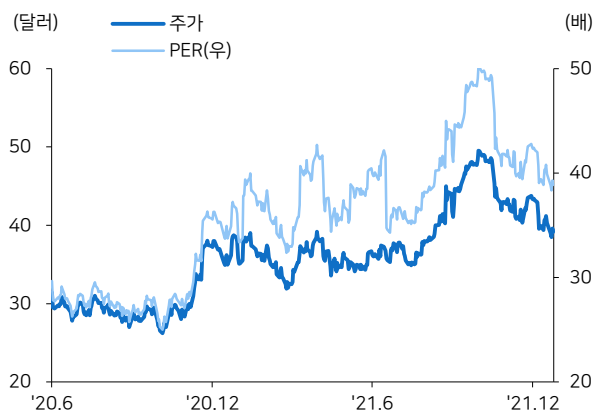
주: 2021.10 이후 엔터 4사 주가 추이 및 21년 10월 1일 대비 2022년 1월 25일 종가 수익률
 자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 Universal Music 주가 및 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 Warner Music 주가 및 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2) 그렇다면 실적 기여는?

: 대중적 팬덤 소비재 안착보다는
유통 시장에서의 실적 기여를 기대

밸류에이션이 상향되지 않더라도 NFT의 실적 기여가 펀더멘털에 영향을 미칠 만큼 크다면, 적정 가치는 상향될 수 있다. 당사는 엔터 산업이 B2C 비즈니스임에 근거하여 동 산업 내 주요 소비자인 팬덤 반응을 참고, NFT가 팬덤 내 대중적 소비재로 자리잡기는 쉽지 않다고 판단한다. 다만 2차 시장, 즉 유통 시장에서 거래가 활발하게 이루어질 경우 실적 기여는 가능하다.

NFT 시장 돌아보기

<표2>는 지난 10월과 1월(최근 30일간) 글로벌 NFT 거래대금 Top 10 프로젝트 리스트다. 목록을 통해 두 가지를 파악할 수 있다.

표2 NFT 프로젝트 2021년 11월, 1월 거래대금 순위

순위	Collection	11월				Collection	1월			
		거래대금 (백만달러)	증감	구매자	거래 수		거래대금 (백만달러)	증감	구매자	거래 수
1	Axie Infinity	627	26%	449,629	2,299,304	Meebits	2,454	24812%	999	3,683
2	CryptoPunks	147	27%	207	284	Terraforms	1,193	24259%	1,072	4,162
3	Bored Ape Yacht Club	92	7%	429	520	Loot	611	17950%	329	1,138
4	Farmers World	71	357%	11,306	253,113	CryptoPhunksV2	255	1083%	406	949
5	MekaVerse	69	16%	2,517	4,526	Mutant Ape Yacht Club	246	344%	3,058	4,609
6	Art Blocks	64	72%	2,446	5,026	Bored Ape Yacht Club	232	97%	644	810
7	Doodles	63	0%	5,916	10,423	Axie Infinity	160	63%	326,758	1,316,005
8	Kaiju Kingz	52	0%	1,656	2,947	Doodles	111	275%	1,953	3,028
9	NBA Top Shot	41	76%	72,891	1,119,114	CryptoPunks	110	19%	249	379
10	Mutant Ape Yacht Club	40	16%	1,577	2,090	OxyaOriginProject	105	0%	5,457	10,550

자료: Cryptoslam, 메리츠증권 리서치센터

1. 총 거래대금 크게 증가
: 평균가격은 하락, 발행량은 증가

첫 번째는 코인 시장 위축에도 불구하고 NFT 거래대금이 크게 증가했다는 점이다. 지난 10월 전세계 거래대금 1위를 차지한 NFT는 Axie infinity였다. 1개월간 거래대금은 약 7천억원에 달했는데, 3개월 사이 1위 프로젝트는 Meebits로 바뀌었다. Meebits는 CryptoPunks와 Autoglyphs로 유명한 Larva Labs의 새로운 NFT 프로젝트다. Meebits의 1월 거래대금은 12월 대비 약 250배 증가한 3조원이 예상된다. 코인 가격이 하락하며 NFT 평균 가격도 크게 하락했는데, 대부분 발행량 증가로 인해 총 거래대금이 늘었음을 확인할 수 있다.

2. 유행에 민감한 NFT

또한, 3개월 남짓한 짧은 기간 사이 거래대금 상위 프로젝트 순위가 완전히 뒤바뀌었다. Axie infinity와 같은 게임성 NFT들의 순위는 하락했고, 그 자리를 대부분 CryptoPunks와 같은 커뮤니티 프로젝트가 차지하고 있다. 특히 1월 글로벌 거래대금 상위 3개 프로젝트의 지난 한 달 간 거래대금 증가율은 20,000%(200배 증가)에 달해 유행에 민감하다는 것을 알 수 있다. 전세계 연예/스포츠계에서 가장 저명한 NFT 프로젝트인 NBA Topshot은 지난 10월 글로벌 거래대금 9위를 기록했으나, 1월 기준 차트 아웃되었다.

NBA Top shot과 유사한 R/S를
근거로 추정한 BTS NFT의 하이브
실적 기여도는?

당사는 산업 유사성에 근거, NBA Top shot을 참고로 BTS NFT 굿즈의 거래대금에 따른 하이브 실적 기여를 추정했다. NFT, 즉 Non-fungible token이 Fungible token과 가장 다른 점은 발행자에게 지속적으로 수익을 가져다 준다는 점이다. NBA Top shot과 유사한 5%로 R/S 비율을 설정하고 연간 1조원의 거래대금을 가정할 때 하이브 매출에 기여하는 부분은 500억원이다. (1조원*5%=500억원)

연 거래대금 1조 가정 시

1. 매출 +500억
2. GP=OP +350억
3. NP +250억
4. 기업가치 +1.3조원

NFT 굿즈 또한 초상권료가 일반 굿즈와 유사하다고 추정, 초상권료 비율을 30%로 가정 시 NFT의 하이브 매출총이익 및 영업이익 기여분은 350억원이다. 법인세율 30% 감안 시 1조원의 거래대금이 하이브의 순이익에 미치는 부분은 250억원으로 산정된다.

NFT 초기 판매 수익에 대한 기여분이 추가로 계산되어야 하나 NBA Top shot은 약 30달러의 카드팩에 5개 내외의 카드가 동봉되어 있는 등 판매 자체로부터 기여되는 수익은 크지 않다. 유사한 구조를 가정했기에 추정에서 제외했다.

1조원의 BTS NFT 연간 거래대금을 가정했을 때 NFT가 하이브의 순이익에 기여하는 부분은 250억원이며 동사 밸류에이션 PER 50배 적용 시 1.25조원에 해당한다. 즉, 1조원의 거래대금을 가정하더라도 기업 가치 상승은 1.25조원 수준에 불과하다. 10-11월 주가 상승이 과도하다고 판단했던 이유다.

NFT 사업은 업체들에 해가 될 것은 없다. 투자 비용이 크지 않기 때문이다. 다만 이를 통한 사업 본연의 가치 변화에 대한 시장의 기대치가 과도하게 높았다는 점이 부담이다. 지난 2개월 과정은 NFT에 대한 시장의 기대를 현실화한 시기였다고 생각된다.

NFT 관련 업체별 대응은 체크할 필요 있어

다만 사업에 대한 업체별 진행 상황은 체크할 필요가 있다. 상반기 하이브와 두나무의 미국 JV와 관련하여 구체화된 NFT 가이드가 발표될 것으로 기대된다. 지난 11월, 하이브는 실적 발표 컨퍼런스콜을 통해 NFT 발행을 올해 6월 이후로 예고한 바 있다.

하이브-두나무 연합체에 YG가 동참한다는 언론 보도가 있었으나 당사가 확인한 바에 따르면, 이는 사실이 아니다. YG는 추후 다른 사업자와 구체화된 청사진을 제시할 예정이다.

JYP는 지난 7월 두나무의 지분 인수를 통해 엔터업 내 NFT 관심도를 가장 빠르게 밝힌 사업자다. 상반기 중 구체화된 안을 발표할 것으로 예상된다.

디어유 메타버스와 SM의 NFT 연관성 체크 필요

이수만 총괄프로듀서가 솔라나 컨퍼런스에서 밝힌 바에 따르면, SM의 NFT 사업 진행 방향이 타 엔터 업체들과 가장 상이하다. '프로슈머' 즉, 소비자가 참여하는 형태의 NFT 사업을 예고했기 때문이다. 자회사 '디어유'가 2022년 메타버스 출시를 앞두고 있는 만큼 NFT 발행 시 메타버스 내에서 어떻게 활용될 수 있을지 향후 진행 상황을 체크할 필요가 있어 보인다.

NFT 사업 진출은 플랫폼과의 제휴 관계가 필수 요소 아냐

메타버스와 달리 NFT 사업은 거래소(플랫폼)와의 제휴 관계가 필수적이라고 판단되지는 않는다. 메타버스의 경우 이를 구현하기 위해 기술력을 보유한 VFX 사업체 등의 도움이 필요하지만, NFT 사업의 경우 개인의 용이한 접근성만큼, 기업 스스로 NFT를 등록하는 데 어려움이 없기 때문이다.

표3 엔터 4사의 NFT 관련 사업 가이드라인

회사	내용
JYP	지난 7월, 두나무가 최대주주 박진영 지분을 인수하며 추후 NFT 관련 사업 진행에 협업할 것이라고 밝힘
하이브	유상증자를 통한 지분 스왑으로 두나무와 2022년 상반기 이내 NFT 관련 사업을 영위하는 JV를 설립할 것이라고 밝힘. NFT굿즈 발행은 2022년 6월 이후로 예정 중
SM	이수만 총괄프로듀서는 솔라나 컨퍼런스에 등장, 동 블록체인을 NFT에 활용할 것이라고 밝힌 바 있음. 특이점은 팬들이 제작에 참여할 수 있는 NFT를 언급함. 이와 관련하여 저작권 문제를 논의 중이라고 밝힘
YG	자회사 YG플러스를 통해 하이브와 두나무가 설립할 NFT 사업에 동참하겠다는 언론 보도가 있었으나 추후 동사는 이를 부인함. 다른 사업자와 함께 2022년 구체화된 방안을 발표할 예정

자료: 메리츠증권 리서치센터

바닥잡기의 조건

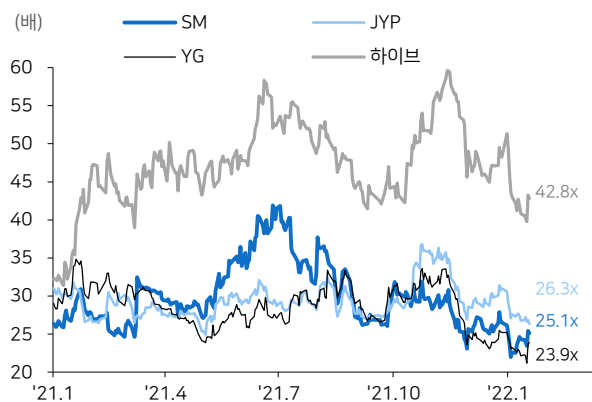
하이브 50배, 엔터 3사 25배
내외로 최근 주가 하락에도
밸류에이션 크게 낮아지지 않아

최근 주가 하락을 근거로 엔터 산업의 바텀콜이 증가하고 있다. 앞서 살펴본 바와 같이 지난 2개월간의 과정은 NFT로 상승했던 부분을 되돌리는 과정이었다. 현 주가는 당사 2022 추정치 기준 하이브는 50배, 코스닥 엔터 3사는 25배 내외 수준이다. 주가 하락에도 불구하고 업체들의 밸류에이션은 지난해 평균 대비 크게 낮아지지 않았다.

특히 성장주에 불리한 시장 환경은 단기적으로 큰 하락폭에도 불구하고 엔터 산업에 대한 투자 확대를 망설이게 한다. 지난 2년간 실적 성장과 더불어 밸류에이션 확장을 통해 주가 상승폭을 키웠던 엔터 산업에 대한 고민도 커지는 구간이다.

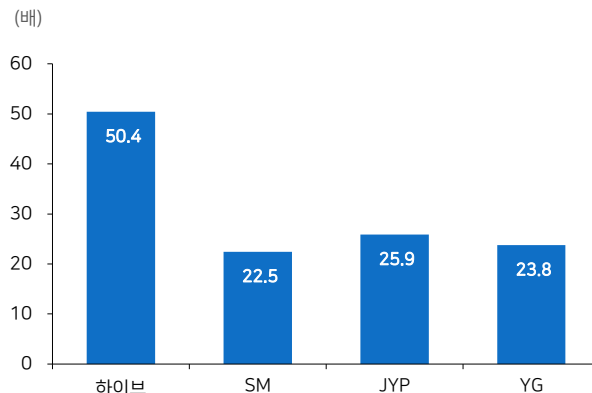
밸류에이션이 유지된다는 가정 하에 적정 가치에 대한 논의는 결국 실적으로 귀결된다. 투자자들의 다음 질문은 '2022년 엔터 업체들의 실적을 얼마나 신뢰할 수 있느냐'다. 지난 2개월이 NFT로 부풀었던 밸류에이션을 토해내는 과정이라면 앞으로 진행될 과정은 2022년 실적에 대한 눈높이를 현실화하는 기간이 예상된다.

그림4 엔터 4사 컨센서스 기준 PER 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 당사 2022 추정치 기준 엔터 4사 PER

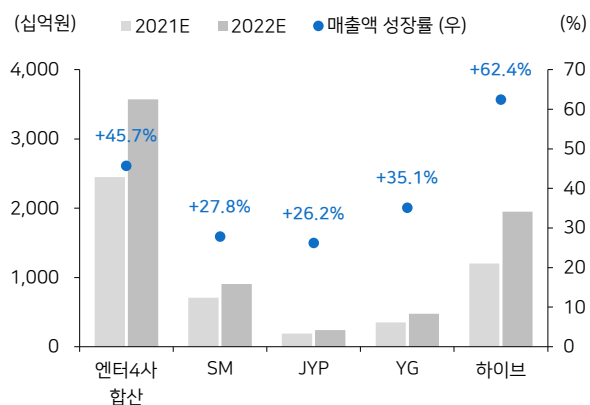


주: 상기 PER은 2021년 1월 25일 기준. 각 사 지배 순이익 기준 2022년 PER.
자료: 메리츠증권 리서치센터

<그림7>에서와 같이 시장이 추정하는 엔터 4사의 2022년 영업이익 성장률은 평균 68%에 달한다. 지난 2년간 앨범 매출이 크게 증가한 기저(high base)를 감안 시 콘서트 추정치가 이익 상승의 상당수를 설명할 것으로 추정된다.

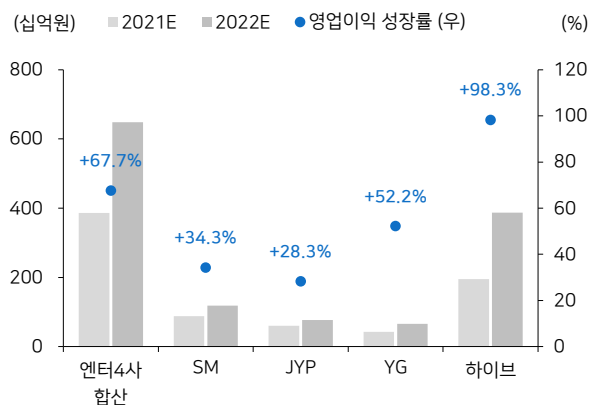
1월이 끝나가는 현재, 4월까지의 콘서트 내역은 대부분 공유되었다. 아이돌 콘서트는 상당수가 운동 경기장 非시즌을 활용해 이루어진다. 4월부터 시즌이 시작되는 점을 감안할 때 2022년 엔터 4사의 콘서트 추정치는 하향 조정될 가능성이 높다. 1월 들어 엔터 4사의 2022년 영업이익 추정치는 이미 조정 국면에 진입했다.

그림6 엔터4사 매출액 성장률 (컨센서스 기준)



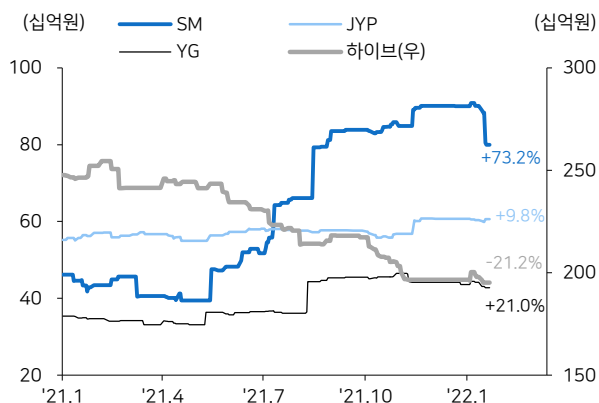
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림7 엔터4사 영업이익 성장률 (컨센서스 기준)



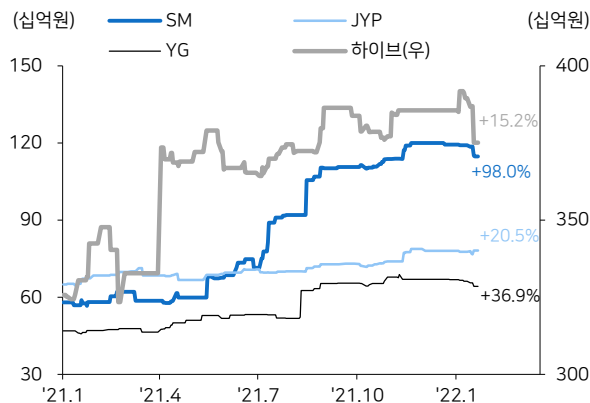
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 엔터 4사 2021 영업이익 추정치 변화 좌 우



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림9 엔터 4사 2022 영업이익 추정치 변화 좌우



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

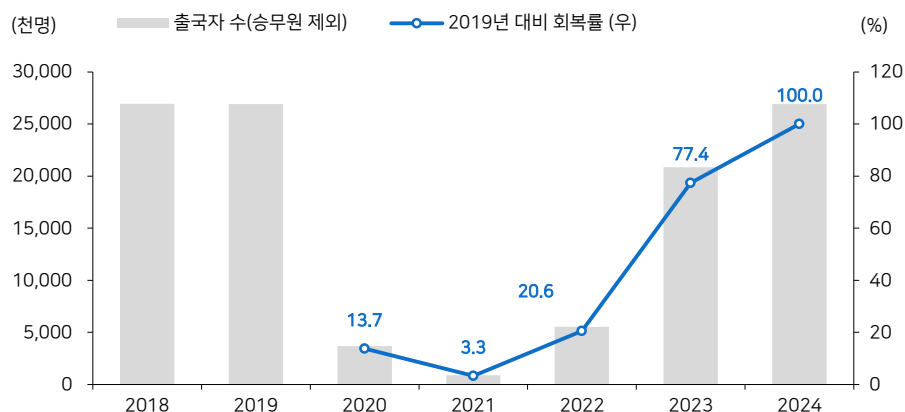
당사 레저 회복 추정치는
2022/2023 각각 21%, 72%

현재 당사의 엔터 4사 추정치는 2022년 콘서트 완전 재개를 가정한 수치다. 하이브를 제외하면 코스닥 엔터 3사의 당사 추정치는 시장과 유사한 수준이다. 2022년 및 2023년 당사의 출국자 회복 추정치는 2019년 대비 각각 21%, 72% 수준이다. 이는 오미크론 여파로 재개 시점을 현실화 한 수치인데, 이를 반영할 경우 콘서트 재개 시기 또한 조정이 필요하다.

2022 콘서트 30% 조정시 당사
추정 기준 16%, 컨센서스 대비
25% OP 하향 조정 필요

콘서트 매출을 기존 대비 30% 하향할 경우 엔터 4사의 2022년 영업이익은 당사 현재 추정치 기준 평균 16.3%, 컨센서스 대비 24.8% 조정이 필요하다.

그림10 2019년 대비 연간 출국자 수 회복률



자료: 한국관광공사, 메리츠증권 리서치센터

표4 엔터4사 시나리오 테스트: 콘서트 매출 30% 하향 시

(십억원)	2022E 영업이익			컨센서스 대비		2022E 순이익			컨센서스 대비	
	컨센서스	당사 추정	콘서트 하향시	당사 추정	콘서트 하향시	컨센서스	조정 전	콘서트 하향시	당사 추정	콘서트 하향시
HYBE	372.7	296.1	245.4	-20.6%	-34.2%	265.9	222.3	185.9	-16.4%	-30.1%
SM	114.8	130.6	120.5	13.8%	5.0%	64.3	67.2	60.5	4.4%	-6.0%
JYP	78.2	77.7	54.7	-0.7%	-30.1%	59.3	57.4	50.4	-3.1%	-14.9%
YG	64.2	63.7	55.0	-0.8%	-14.3%	39.1	38.1	32.1	-2.4%	-17.8%
4사 합산	629.8	568.0	475.5	-9.8%	-24.5%	428.5	385.0	329.0	-10.2%	-23.2%

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

콘텐츠 (feat. 넷플릭스, 그리고 디즈니)

한국 콘텐츠 산업에 전환점이 될
2022년

디즈니의 본격적인 경쟁 구도 진입 및 <오징어 게임>을 시작으로 K-contents 장르 소비가 시작되며 2022년, 한국 콘텐츠 산업이 전환점을 맞이할 것이란 기존 견해를 유지한다. 과거 신작의 관련 리콥을 상승이 주요 투자 포인트였다면, 올해 가장 달라지는 점은 이에 더해 구작의 부상이 예상된다는 점이다.

<오징어 게임>은 공개 이후 4주간 총 16.5억 시청 시간을 달성하며 넷플릭스 역대 최대 흥행작에 올랐다. 2022 골든 글러브에서는 '오일남' 역의 오영수 배우가 한국 배우 최초로 남우조연상을 수상하기도 했다. <기생충>, 방탄소년단이 각각 서구권 영화, 음악 부문의 유리천장을 뚫었다면 <오징어게임>을 시작으로 서구권 드라마 산업으로의 침투가 본격화 된 것이다.

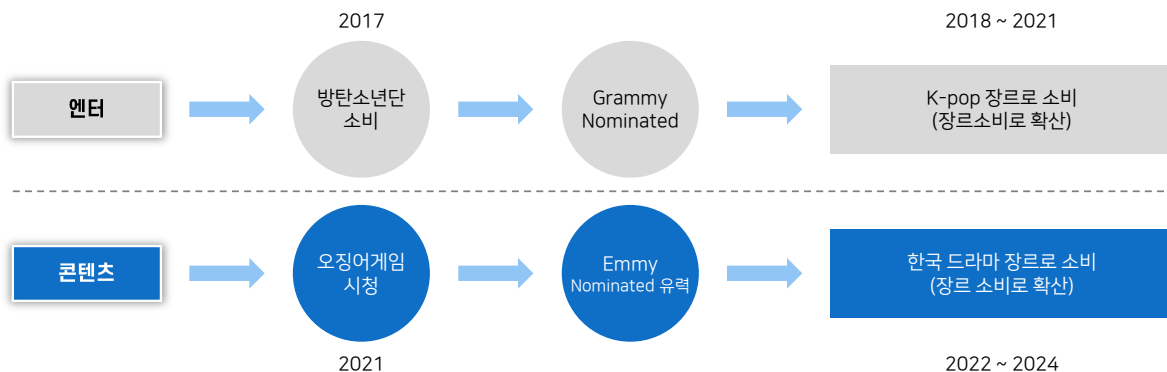
엔터 산업과 유사한 흐름이
예상되는 드라마 산업

<오징어 게임>이 단기 테마로 작용할 것이란 시장의 의견과 달리 당사는 과거 엔터 산업의 非아시아 침투와 유사한 흐름이 드라마에서도 포착될 것으로 예상한다.

2017년은 BTS의 글로벌 성공이 시장에 본격적으로 인지되기 시작한 해였다. 빌보드 수상을 시작으로 미국 내 유수 시상식에서 수상하기 시작한 시기에 해당한다. 이를 바탕으로 2020년에는 음악 부문 내 가장 권위가 높은 'Grammy'에 대중 가수로는 한국 최초로 노미네이트되기 시작했다. BTS 노래를 접한 서구권 소비자들은 이를 K-pop이라는 장르 소비로 확대했고, 지난 4년간 우리는 엔터 4개사의 해외 음원 실적을 통해 이를 확인할 수 있었다.

방탄소년단의 미국 내 수상은 투자자들에게 K-pop에 대한 새로운 비전을 제시했다. 투자자들은 아시아 중심이었던 K-pop의 수익처를 서구권까지 확대한 BTS의 전례를 다른 아티스트에게도 적용하기 시작했다. 당사는 드라마 산업도 이와 유사하게 흘러가고 있다고 판단한다.

그림11 엔터 산업과 유사하게 흘러가는 드라마 산업



<오징어 게임>의 진짜 나비 효과

넷플릭스에 따르면, <오징어 게임>은 9월 공개 이후 4주간 전세계 약 1억 4,200만 가구가 시청했다. 이는 당시 넷플릭스 유료 계정의 70%에 해당하는 엄청난 수치다. 당사는 동 드라마가 K-드라마라는 장르 소비로 확산되는 데 큰 역할을 하고 있다고 판단한다. 이는 넷플릭스의 추천 알고리즘 때문이다.

<Squid Game>은 #Korean #TV thrillers #drama 3가지 해시태그를 가지고 있다. 드라마를 시청한 넷플릭스의 70% 계정에 다수의 한국 드라마가 자동적으로 추천되었을 것으로 예상된다. 특히 10월 이후 공개된 오리지널 드라마들은 1) 이전보다 더욱 빠른 시간 내 2) 글로벌 Top 10 진입이 가능해졌는데 이는 <오징어 게임>을 통해 상당수 계정에 '한국 드라마'라는 섹션이 추가되며 진입 속도를 가속화했을 것으로 추정된다.

미국 내 한국 드라마 성장률 2021년 100%에 달해

지난 1월 21일 컨퍼런스콜에서 넷플릭스는 2021년 미국 내 한국 드라마가 전년 대비 100% 성장했다고 밝혔다. 글로벌 엔터테인먼트 산업의 트렌드를 이끈다고 볼 수 있는 미국에서의 한국 드라마 침투는 非 아시아권으로의 확대를 기대하게 하는 중요 지표다.

그림12 <오징어 게임> 이후 글로벌 Top 10 진출이 쉬워진 한국 드라마들



주: 2021년 9월 이후 넷플릭스 TV show 부문 global Top 10에 올랐던 작품들

자료: 넷플릭스, 메리츠증권 리서치센터

신작 리콥을 증대 기대

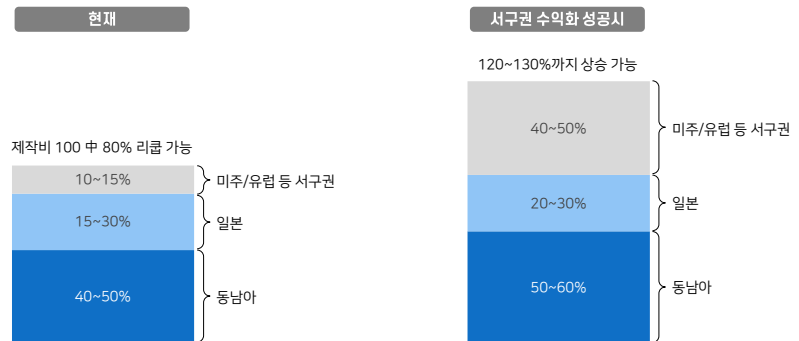
당사는 이를 통해 신작의 가치가 크게 상승할 것으로 예상한다. 2022년 중국을 제외한 전세계 판권을 OTT에 판매할 때 최대 80%가 리콥된다. 이는 국가별로 가치를 쪼갤 수 있는데 판권의 가치가 높게 측정되는 지역은 1) 인구 수가 많고 2) 지역 내 한국 드라마의 소비가 많다는 특징을 가진다.

<그림13>의 현재 판권을 80이라고 가정할 경우 이 중 일본은 20, 동남아 가치는 40~50로 판권 가치의 대부분이 아시아에서 발생하는 것으로 추정된다. 미주/유럽 등 서구권의 방영 가치는 10~20 수준으로 낮을 것으로 예상되는데 해당 지역 내 한국 드라마의 소비가 증가할 경우 지역 판권 가격은 자연스럽게 상승한다.

서구권의 한국 드라마 소비 증가 시 판권은 50% 상승 전망

서구권의 높은 소득 수준과 많은 인구가 분포해 있다. 현재의 엔터 산업만큼 서구권에서 드라마 산업이 자리잡는다면 판권은 현재 80에서 120으로 약 50% 증가할 것으로 추정된다.

그림13 드라마 수익 구조: 서구권 수익화 성공 시 기존 대비 50% 판권 상승 예상



자료: 메리츠증권 리서치센터

넷플릭스 4분기 실적 발표 후 콘텐츠 주가 급락

4분기 넷플릭스 실적 발표를 기점으로 콘텐츠 산업 또한 조정기에 진입했다. 4분기 신규 가입자 수는 830만명으로 시장 기대치였던 850만에 소폭 미달하는 수준이었다. 실적 발표 다음날 동사 주가는 20% 하락했는데 이는 4분기보다는 1분기 가이드언스에 대한 실망이라고 해석된다. 넷플릭스가 제시한 1분기 신규 가입자 수는 250만으로 기대치가 600만을 상회했던 점을 고려했을 때 시장의 실망이 이해되는 대목이다.

동사는 1분기 가이드언스에 대하여 1) 구조적 변화가 있는 것은 아니며 2) 매크로 영향으로 라틴아메리카 지역의 회복률이 느리고 3) 1Q21 역기저 부담을 고려한 현실적인 수치라고 밝혔다.

밸류에이션 하락은 불가피. 그러나
사업상 우려는 기우에 불과

전방 사업자의 성장 둔화에 대한 두려움이 콘텐츠 산업으로 이어지며 주가 하락을 야기하고 있다. 넷플릭스의 밸류에이션 하락에 따른 영향으로부터 한국 콘텐츠가 자유롭기 어렵다는 점에 대해서는 당사 또한 동의한다. 그러나 넷플릭스의 성장 둔화가 콘텐츠 투자 예산 증가를 저해하거나 콘텐츠 사업자들의 마진을 훼손할 수 있다는 사업적 측면의 우려에 대해서는 동의하지 않는다.

디즈니플러스 출시 16개월만에
구독자 1억명 달성. 그러나
그 후 성과는..

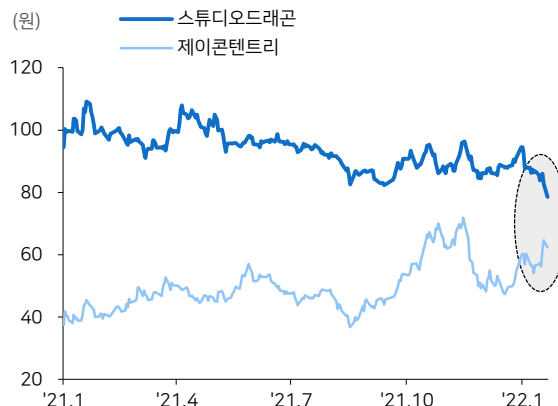
글로벌 1위 넷플릭스의 뒤를 가장 빠르게 쫓고 있는 OTT는 디즈니플러스다. 2019년 9월 론칭한 뒤 디즈니플러스는 디즈니 산하 미디어 업체들이 보유하고 있던 방대한 콘텐츠를 바탕으로, 코로나라는 혼풍을 타고 출시 16개월만에 유료 구독자 1억명을 달성했다. 그러나 2021년 1억 달성 이후 가입자 증가율은 크게 둔화되었고, 지난 3분기 디즈니플러스는 역대 최저 신규 가입자 수를 기록했다. 하반기 디즈니 주가가 부진했던 이유다.

그림14 넷플릭스 주가: 4분기 실적 발표 후 급락



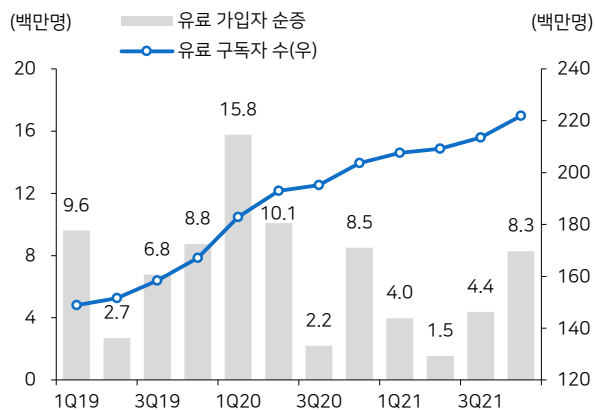
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 스튜디오드래곤, 제이콘텐트리 주가 추이



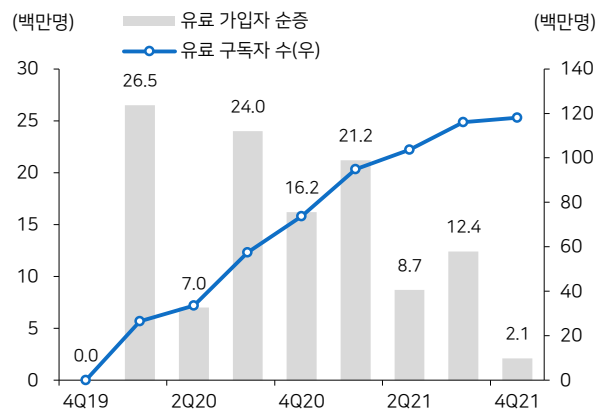
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림16 넷플릭스 분기별 가입자 순증 및 총 유료 구독자 수



자료: 넷플릭스, 메리츠증권 리서치센터

그림17 디즈니플러스의 분기별 가입자 순증 및 유료 구독 수



자료: 디즈니, 메리츠증권 리서치센터

2022년 디즈니 콘텐츠 예산 39조원으로 YoY 30% 증가

OTT에 미래를 걸고 있는 디즈니는 지난 11월, 2022년 콘텐츠 예산을 공시했다. 디즈니는 2021년 250억달러(약 30조원)에서 2022년 330억달러(약 39조원)으로 콘텐츠 예산을 크게 늘렸다. 특히 DTC(Direct To Consumer) 사업을 예산의 최우선으로 두겠다고 밝혀 증액된 상당수가 디즈니플러스 산하 OTT에 활용될 것임을 유추할 수 있다.

로컬 콘텐츠 부족으로 디즈니플러스 성과 부진

보유한 콘텐츠를 통해 빠른 초기 성과를 달성한 점은 괄목할 만 하나 OTT의 성공 핵심 요인인 로컬 콘텐츠의 부족으로 retention ratio가 낮은 상태로 추정된다. OTT 성공을 평가하는 가장 중요한 지표는 '가입자 순증'이다.

아시아 신규 진출한 디즈니플러스, 최대 숙제는?

2021년 디즈니플러스는 다수 아시아에 진출했는데 한국에 런칭한 시기도 11월이었다. 다수 아시아 국가에서 연말이 되어서야 본격적으로 사업을 시작하면서 이렇다 할 성과를 내기에 절대적 시간이 부족했다. 당사는 2022년 동사의 아시아 침투가 본격화되는 원년이 될 것으로 판단한다. 신규 OTT 진입자의 가장 큰 숙제는 '얼마나 빠른 시간 내에 로컬 콘텐츠 양을 확보하느냐'다.

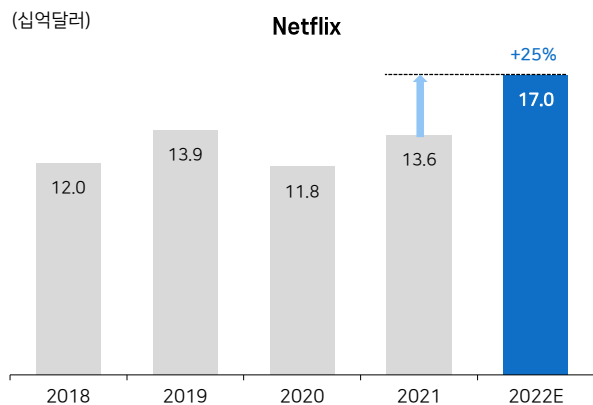
넷플릭스 전략을 모방할 것으로 예상되는 디즈니플러스

2016년 넷플릭스가 한국에 진출하고 2017년 로컬 콘텐츠 수를 채웠던 가장 쉽고, 빠른 방법이 구작 대량 구매였다. 디즈니플러스도 유사한 정책을 펼칠 것이라고 판단한다. 2022년 드라마 IP를 보유하고 있는 콘텐츠 사업자들의 구작 판매가 크게 증가할 것으로 예상하는 근거다. 구작 효과는 지난 5년간 가장 많은 IP를 쌓은 스튜디오드래곤에서 가장 강력하게 발휘될 것으로 보인다.

전방 사업자들의 총알은 2022년 크게 늘어

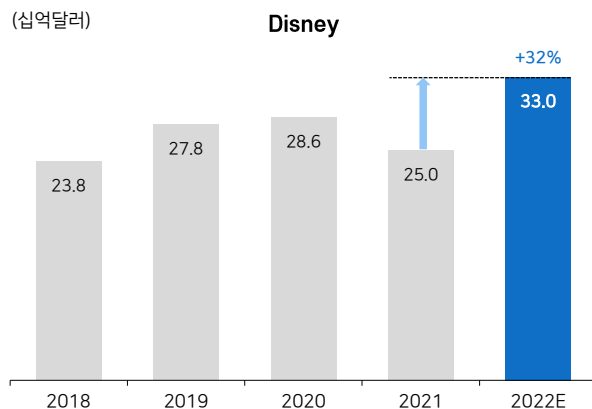
전방 사업자들의 총알도 전년 대비 크게 늘어난다. 넷플릭스는 2021년 136억 달러(16.3조원)를 지출했는데 2022년 170억달러(20.4조원)으로 전년 대비 25% 증가를 예상했다. 디즈니는 2021년 250억 달러(30조원)를 콘텐츠 예산으로 책정한 바 있으나 2022년에는 9조원 증액된 330억 달러를 지출할 것이라고 밝혔다. 이는 전년 대비 32% 증가한 금액에 해당한다.

그림18 넷플릭스 연간 콘텐츠 예산: 2022년 25% 증가



자료: 넷플릭스, 메리츠증권 리서치센터

그림19 디즈니 연간 콘텐츠 예산: 2022년 32% 증가



주: 동사의 콘텐츠 예산은 디즈니 그룹 산하 전체의 예산
자료: 디즈니, 메리츠증권 리서치센터

OTT의 전략은 사용자를 오랜 시간 플랫폼에 머물게 하는 것

OTT에서 가입자 수를 유지하는 데 쓰이는 주요 전략은 오랜 시간을 플랫폼에서 머무르게 하는 것이다. 넷플릭스를 필두로 글로벌 OTT 산업이 성장하며 영화 위주였던 미디어 산업이 드라마로 성장의 축을 옮겨갔던 이유다.

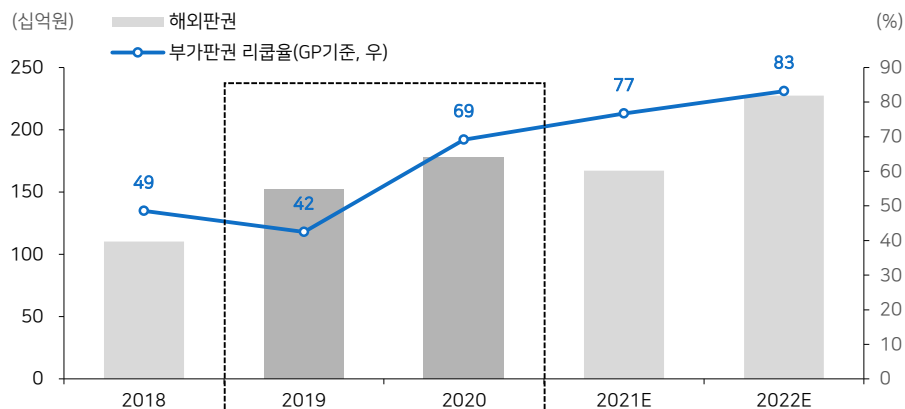
시간당 제작비 측면에서 OTT에게는 영화보다 드라마가 적합

드라마 제작비는 지난 5년간 크게 상승했지만 여전히 단위 시간당 제작비는 영화보다 낮다. OTT 입장에서는 비교적 적은 비용으로 많은 시간의 콘텐츠를 뽑아낼 수 있다는 점에서 영화보다는 드라마가 적합했다. 디즈니플러스가 <로키>, <완다 비전> 등 드라마를 선보인 이유도 OTT라는 플랫폼 성격에 기인한다고 해석된다.

디즈니플러스의 입찰이 한국 콘텐츠 시장에 중요한 이유

디즈니플러스가 한국 드라마 산업에 구매자로 본격 등장하는 것은 다른 사업자 대비 높은 중요성을 띤다. 이는 디즈니플러스와 넷플릭스의 영업권이 거의 일치하기 때문이다. 디즈니의 등장은, 한국 드라마의 신작 리콥율을 또 한 번 크게 상승하는 계기가 될 것으로 본다. 이는 2020년 넷플릭스 MOU 효과 이후 2년만이다.

그림20 넷플릭스 MOU 효과로 2020년 부가판권 크게 증가



주: 스튜디오드래곤의 제작비 대비 부가판권(GP 기준)비율 변화

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

아시아 대응에 OTT 필수 품목이 되어버린 한국 콘텐츠

올해 디즈니플러스는 아시아 본격 침투를 위해 로컬 공략용 콘텐츠를 대거 선보일 것으로 예상되는데, 이 때 필수적인 콘텐츠가 K-드라마다. 넷플릭스 Top 10 TV show 목록을 국가별로 살펴보면, 아시아 대부분 국가에서 한국 콘텐츠 비중이 70%에 달하기 때문이다. 아시아 가입자를 확보하고자 하는 OTT라면 한국 콘텐츠는 선택이 아닌, 필수가 되었다.

후발주자인 디즈니플러스는 넷플릭스 대비 콘텐츠 사업자들에게 높은 가격을 제시할 것으로 예상된다. 그렇다면 넷플릭스는 이에 어떻게 대응할까?

APAC 성장을 포기할 수 없는 넷플릭스

넷플릭스는 전세계 가입자를 지역에 따라 총 4개로 나눈다. 이 중 북미 가입자는 2/3 수준까지 침투해 추가 확보가 쉽지 않다. 라틴 아메리카와 APAC 지역이 가장 성장이 높은 곳으로 꼽히는데, 코로나로 최근 라틴 아메리카가 부진하다. 결국 넷플릭스도 APAC 성장에 집중할 것이다. 아시아 내 한국 콘텐츠 의존도를 고려했을 때 넷플릭스 또한 디즈니에 맞서 판권 확보 경쟁에 뛰어들 수 밖에 없다.

표5 넷플릭스 지역별 가입자 순증 추이

(천명)	2019				2020				2021			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
북미	1,876	-132	613	548	2,307	2,935	177	855	448	-433	73	1,191
% YoY	-24.6	-113.7	-46.2	-68.6	23.0	-2,323.5	-71.1	56.0	-80.6	-114.8	-58.8	39.3
유럽, 중동, 아프리카	4,724	1,687	3,126	4,423	6,956	2,749	759	4,456	1,810	188	1,804	3,536
% YoY	41.6	-14.7	24.1	11.1	47.2	63.0	-75.7	0.7	-74.0	-93.2	137.7	-20.6
남미	1,470	343	1,490	2,037	2,901	1,750	256	1,213	357	764	330	973
% YoY	-4.7	-77.7	12.9	3.8	97.3	410.2	-82.8	-40.5	-87.7	-56.3	28.9	-19.8
아시아	1,534	801	1,543	1,748	3,602	2,657	1,012	1,988	1,361	1,022	2,176	2,581
% YoY	71.8	-18.1	41.7	52.5	134.8	231.7	-34.4	13.7	-62.2	-61.5	115.0	29.8
Total	9,604	2,699	6,772	8,756	15,766	10,091	2,204	8,512	3,976	1,541	4,383	8,281
% YoY	16.3	-50.5	11.6	-0.9	64.2	273.9	-67.5	-2.8	-74.8	-84.7	98.9	-2.7

자료: 넷플릭스, 메리츠증권 리서치센터

지역별 차등 가격 정책을 펼치고 있는 넷플릭스

넷플릭스는 지역별 가격 차등 정책을 펼치고 있다. 인도와 같이 유료TV 가격이 낮은 지역에서는 지속적으로 가격을 낮추고 있고, 미국/캐나다와 같이 침투율이 높아 성장을 크게 기대할 수 없는 지역에서는 가격을 높이고 있다.

지난 11월 넷플릭스는 5년만에 한국 요금을 인상했다. 가격 인상 시 단기적인 가입자 이탈은 불가피하다. 한국 가입자 증가 둔화 혹은 가격 인상에 따른 이탈 시 넷플릭스의 투자 방향이 이전과 바뀔 수 있지 않냐는 일부 우려의 시각이 존재한다. 당사는 이것이 기우에 지나지 않는다고 판단한다.

Sourcing에 초점이 맞춰진 넷플릭스의 한국 전략

넷플릭스는 한국 시장을 sourcing과 operation 두 측면으로 철저하게 분리해 보고 있다고 추정된다. 다수의 made in Korea 작품이 증명했던 바처럼 넷플릭스는 한국 콘텐츠 투자를 글로벌 소비자를 대상으로 한 sourcing으로 인식하고 있다.

넷플릭스가 보는, 한국 콘텐츠를 이용한 전략이 성공적이었던 이유

지난 4분기 넷플릭스 컨퍼런스콜에서 유독 한국 콘텐츠에 관련된 논의가 많았는데, 넷플릭스는 '한국 콘텐츠를 이용한 전략이 이렇듯 성공할 수 있었던 이유가 무엇인냐는 투자자의 질문에 다음과 같이 대답했다.

넷플릭스가 보는 한국 콘텐츠의 강점은 storytelling 능력이 뛰어나다는 점이다. 그들은 이를 구현할 수 있도록 제작비를 증대시켜주고 글로벌 소비자들과 만날 수 있도록 통역 등을 지원해 'delivery'한 것이 오늘날 미국에서와 같이 한국 콘텐츠에 대한 소비가 크게 증가한 이유라고 판단했다.

표6 4분기 컨퍼런스콜에서 넷플릭스가 밝힌 '한국 콘텐츠를 이용한 전략이 성공적일 수 있었던 이유'

Nidhi Gupta

Fidelity Management & Research Company LLC

Well, speaking of content that travels well, South Korea, as you mentioned, Ted, has been a really bright spot for you. And as you said, you're launching 20 -- over 20 new shows there this year. What are sort of the unique factors that drove your success in South Korea? And more importantly, what do you think the adoption curve can look like here relative to maybe what you've seen in other markets?

Theodore A. Sarandos

Co-CEO, Chief Content Officer & Director

I'd say first and foremost, we've developed over the years an incredible team in Korea and South Korea that has worked with the talent community, that recognized the storytelling, that really works in Korea, that didn't try to make it different so it would travel but really try to find all the things about Korean cinema and Korean drama and build them up in a way that people could see kind of new levels of production value.

But it's not like we had to go in and teach anyone in South Korea how to make great content. It's an incredible market for that. And there's always been curiosity around the world. The Kdrama market has always had little pockets of success all over the place. But I think the ease of delivery that we've offered has kind of pushed that into the mainstream.

Yes, there was kind of a turning point with Parasite and Bong Joon-ho's Oscar last year that kind of opened up people's minds to it. But we saw that even way before that with Okja, working with Director Bong, that there was this incredible storytelling culture that we could tap into and that people would love Kdramas and watch them all over the world. It just wasn't that easy to find them. And in Netflix, we've been able to kind of put together the great storytelling and great delivery and a great value proposition that has grown the watching of Korean content in the U.S., the numbers I would have never believed 3 years ago. So 100% growth in 2021 over 2020.

자료: 넷플릭스, 메리츠증권 리서치센터

넷플릭스 한국 콘텐츠 구매액,
2022년 1조원에 달할 것

넷플릭스 코리아에 따르면, 2022년 넷플릭스는 2021년 대비 10편 늘어난 25편의 오리지널 시리즈 및 영화를 공개할 계획이다. 약 2배에 달하는 제작 규모 증편으로 관련 투자액도 이에 비례하는 수준으로 증대될 것이라고 밝혔다. 2021년 넷플릭스가 한국 콘텐츠를 5천억원 이상 구매했던 것을 고려했을 때 2022년 구매액은 1조원에 달할 것으로 예상된다.

한국에서 쓰일 예산은 넷플릭스
전체 예산의 5%에 달해

이는 2022년 넷플릭스 콘텐츠 예산의 5%를 상회하는 엄청난 금액이다. 한국이란 좁은 시장만을 대상으로 서비스할 목적이었다면 애초에 불가능한 수치다. 넷플릭스는 <Don't look up>과 같은 big budget 영화 비중을 조금씩 확대할 것이라고 밝혔다. 한국 투자에서도 이 부분이 드러나는데, 2월 공개 예정인 <모럴센스>를 시작으로 영화 비중이 전년 대비 확대된다고 밝혔다. 영화 라인업이 풍부한 디즈니플러스에 대한 대항책으로 해석된다.

2월 9일 디즈니플러스의 2022년
전략을 체크하자

넷플릭스의 2022년 한국 콘텐츠 투자 확대에 대한 확신은 넷플릭스 코리아의 라인업 및 4분기 동사의 컨퍼런스콜을 통해 확인할 수 있었다. 오는 2월 9일 디즈니의 실적발표가 예정되어 있다. 디즈니가 최근 몇 개 분기 동안 시장 기대치를 하회하는 가입자 수를 발표한 만큼 2022년 가입자 확대에 사활을 걸 것으로 예상된다. 디즈니플러스 성장 전략에 아시아가 중심이 된다면, 그 수혜가 한국에 집중될 것이라는 데에는 의심의 여지가 없다.

Industry Brief
2022. 1. 26

▲ 엔터/레저

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

Buy

적정주가 (12개월) 128,000 원
현재주가 (1.25) 76,700 원
상승여력 66.9%

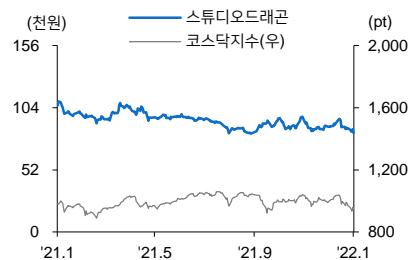
KOSDAQ 889.44pt
시가총액 23,021억원
발행주식수 3,001만주
유동주식비율 45.13%
외국인비중 11.03%
52주 최고/최저가 108,500원/76,700원
평균거래대금 129.5억원

주요주주(%)

CJ ENM 외 3 인 54.87
네이버 6.25

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.2	-19.4	-29.3
상대주가	-1.7	-4.4	-20.6

주가그래프



스튜디오드래곤 253450

2022년 아주 편안합니다

- ✓ 4분기 영업이익은 72 억원으로 컨센서스 하회. 단순 분기 배분 문제로 해석
- ✓ 2020년 <더킹>과 같은 대작 없이도 2021년 이익 성장 가능했던 이유는 구작
- ✓ 39 조원 예산을 가진 디즈니의 판권 시장 등장은 신작 리콥을 증가와 더불어 구작 구매를 기대하게 함. 라이브러리의 가치가 본격적으로 부각될 시기
- ✓ 2022년 컨센서스 아직 낮은 수준. 연중 지속 상향될 것으로 예상, Buy 유지

<지리산> 이연으로 아쉬운 4분기

스튜디오드래곤의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,298억원(-5.7% YoY)과 72억원(+56.9 YoY)로 컨센서스를 하회할 것으로 예상된다. 주요인은 <지리산> 작품의 배분이 1분기 이후로 이연되었기 때문이다. 단순 분기 배분 이슈로 펀더멘털을 훼손하는 요인은 아니라고 판단한다.

2022년 투자 포인트는?

2021년 본격화된 구작 판매는 해외 판권 내 20~25% 비중을 차지했다. 당사는 2022년 구작의 절대적 가격 및 비중이 다시 한번 크게 상승할 것으로 예상한다. 이는 디즈니플러스의 아시아 진출이 본격화되는 시기이기 때문이다. 2016년 넷플릭스가 한국에 진출하고 2017년 로컬 콘텐츠 수를 채웠던 가장 쉽고, 빠른 방법이 구작 구매였다. 디즈니플러스도 유사한 정책을 펼칠 것이라고 판단한다. 동사가 IP를 보유 드라마 수는 150개에 달한다. 구매자 증가로 신작 판권 요율 상승이 기대되는 데 더해 라이브러리의 가치가 본격적으로 부각되는 시기다. 아직 시장의 눈높이는 이를 충분히 반영하지 않았다. 연간 컨센서스가 지속적으로 상향될 것으로 예상된다.

다만 적정주가 산정의 기준이 되는 넷플릭스의 밸류에이션이 하락한 부분을 반영하여 기존 15만원이었던 동사 적정주가를 12만 8천원으로 하향한다. 지리산 이연으로 2022년 예상 영업이익은 소폭 상향되었으나 밸류에이션을 20% 하향했다. 여행/카지노/엔터/콘텐츠 중 유일하게 2022년 시장 눈높이를 하향할 필요가 없는 산업이 콘텐츠다. 넷플릭스 이슈가 다소 안정되면 동사의 이익 상승이 투자자들의 관심을 다시 환기시킬 것으로 본다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	525.7	49.1	29.6	1,044	10.9	20,309	88.7	4.6	16.3	5.7	24.3
2021E	469.4	53.9	45.2	1,507	44.3	21,808	60.4	4.2	16.4	7.2	25.4
2022E	654.5	97.7	80.1	2,670	77.2	24,478	28.7	3.1	9.9	11.5	26.1
2023E	737.5	115.0	92.3	3,075	15.2	27,553	24.9	2.8	8.6	11.8	23.5
2024E	831.0	132.3	105.0	3,498	13.7	31,051	21.9	2.5	7.2	11.9	22.8

표7 스튜디오드래곤 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	129.8	137.7	-5.7	116.1	11.8	138.1	-6.0
영업이익	7.2	4.6	56.9	14.6	-50.4	11.0	-34.1
세전이익	5.0	-2.9	흑전	18.5	-72.8	9.4	-46.4
지배순이익	5.4	-2.9	흑전	14.8	-63.7	7.8	-30.8

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

표8 스튜디오드래곤 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	120.3	161.4	106.3	137.7	117.1	106.0	116.1	129.8	525.7	469.4	654.5	737.5
(% YoY)	7.6	25.9	-19.0	41.3	-2.7	-34.3	9.2	-5.7	12.2	-10.7	39.4	12.7
드라마 부문	120.2	161.3	106.2	137.6	117.2	106.0	116.1	129.8	525.3	469.1	654.2	737.1
1. 작품 방영 매출액	45.2	65.4	45.7	40.7	43.8	28.2	36.2	41.8	197.0	150.0	180.6	186.0
작품당 편성매출	7.7	9.3	8.0	8.6	9.0	8.7	7.6	8.6	7.9	8.4	8.7	9.0
작품 수 (편)	5.9	6.1	4.9	4.8	4.9	3.3	4.8	4.9	21.6	17.8	20.8	20.8
ENM 필요 작품 수 (편)									24.0	21.0	36.0	36.0
ENM 드라마 슬롯 (개)									4.0	3.5	6.0	6.0
2. PPL	8.1	20.2	9.6	10.6	10.1	10.3	15.0	13.1	48.5	48.5	56.7	56.7
작품당 PPL	1.4	2.8	1.4	2.2	2.1	3.2	3.2	2.7	2.0	2.7	2.7	2.7
3. VOD 매출	14.1	16.3	8.8	14.0	15.5	10.7	11.8	15.4	53.2	53.4	64.0	68.8
작품당 VOD	2.4	2.7	1.8	2.9	3.2	3.3	2.5	3.2	2.5	3.0	3.2	3.3
4. 해외판권	40.5	59.4	42.1	36.3	38.1	40.2	43.1	45.9	178.3	167.3	227.5	250.2
작품당 해외판권	6.9	9.7	8.6	7.6	7.8	12.4	9.1	9.4	8.2	9.4	11.0	12.1
└중국	-	-	6.0	-	-	-	-	-	6.0	-	-	-
5. 글로벌	12.3	-	-	36.0	9.7	16.7	10.0	13.7	48.3	50.0	125.4	175.4
작품당	-	-	-	-	-	-	-	-	24.2	12.5	17.9	25.1
작품수 (편)	-	-	-	-	-	-	-	-	2.0	4.0	7.0	7.0
엔터테인먼트 부문	0.1	0.1	0.1	0.1	-	-	-	-	0.4	0.3	0.3	0.3
매출원가	103.6	139.6	85.0	122.7	93.4	85.7	95.1	111.6	450.9	385.8	523.0	584.8
매출원가율(%)	86.1	86.5	80.0	89.1	79.8	80.8	79.7	88.8	85.8	82.2	79.9	79.3
제작비	61.8	75.0	46.8	76.3	52.0	43.7	51.4	61.5	259.9	208.6	313.9	361.7
작품당 제작비	9.1	12.1	9.4	10.8	11.1	11.8	10.8	11.3	9.9	11.2	11.4	11.7
CJ ENM 수수료	10.0	13.0	10.5	15.6	8.8	11.1	11.7	14.7	49.0	46.3	65.0	71.1
감가상각	25.6	44.7	18.9	24.1	24.1	23.8	26.0	24.3	113.3	98.2	107.5	110.7
기타	6.2	6.8	8.7	6.6	8.5	7.1	6.0	6.6	28.4	32.4	36.4	41.0
판관비	5.1	4.9	5.3	10.4	5.8	6.5	6.4	11.0	25.7	29.7	33.7	37.7
판관비율(%)	4.2	3.0	5.0	7.6	5.0	6.1	5.5	8.5	4.9	6.3	5.1	5.1
매니지먼트 수수료	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
드라마 관련 판관비	5.1	4.9	5.3	10.4	5.8	-	-	-	25.7	29.7	33.7	37.7
Profitability												
EBITDA	37.2	61.6	34.9	28.7	42.0	37.6	40.6	31.6	162.4	152.2	205.2	225.7
영업이익	11.6	16.9	16.0	4.6	17.9	13.8	14.6	7.2	49.1	53.9	97.7	115.0
영업이익률(%)	9.6	10.5	15.1	3.3	15.3	13.0	12.6	5.6	9.3	11.5	14.9	15.6

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

표9 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
	빈센조	2.20-5.2	20부	박재범	김희원	송중기, 전여빈, 옥택연	SD, 로고스필름
	나빌레라	3.22-4.27	12부	이은미	한동화	송강, 박인환, 홍승희	SD, 더그레이트쇼
	마인	5.8-6.27	16부	백미경	이나정	이보영, 김서형	SD, JS픽처스
	열망	5.10-6.29	16부	임메아리	권영일	박보영, 서인국	SD, 스튜디오앤뉴
	보이스4	6.18.7.31	14부	마진원	신용휘	송승헌, 이하나	SD, 키이스트
	악마판사	7.3-8.22	16부	문윤석	최정규	지성, 김민정, 박진영(GOT7)	SD, 스튜디오앤뉴
	너는 나의 봄	7.5-8.24	16부	이미나	정지현	서현진, 김동욱, 윤박	SD(화앤담픽처스)
	더 로드: 1의 비극	8.4-9.9	12부	윤희정	김노원	지진희, 윤세아	SD, 더 그레이트 쇼
	갯마을 차차차	8.28-10.17	16부	신하은	유제원	신민아, 김선호	SD, 지티스트
	하이클래스	9.6-10.26	16부	현정	최병길	조여정, 김지수, 하준	프로덕션h, h월드픽처스
	홀타운	9.22-10.28	12부	주진	박현석	유재명, 한예리, 엄태구	SD, 씨제스엔터
	해피니스	11.5-12.11	12부	한상운	안길호	한효주, 박형식	SD
	어사와 조이	11.8-12.28	16부	이재운	유종선	옥택연, 김혜윤	SD, 몽작소
	멜랑꼴리아	11.10-12.30	16부	김지운	김상협	임수정, 이도현	SD, 본팩토리
	배드 앤 크레이지	12.17-22.01.22	12부	김새봄	유선동	이동욱, 위하준, 한지은	SD
	불가살	12.18-22.02.06	16부	권소라, 서재원	장영우	이진욱 권나라 이준	SD, 쇼러너스
OCN	타임즈	2.20-3.28	12부	이새봄	윤종호	이서진, 이주영, 김영철	SD, 이야기사냥꾼(아크미디어)
그 외	좋아하면 울리는2	3월 12일	6부	이아연, 서보라	김진우	김소현, 정가람	SD
	당신의 운명을 쓰고 있습니다	3월 26일	10부	은선우	김민정	전소니, 기도훈	SD(화앤담픽처스)
	간 떨어지는 동거	5.26-7.15	16부	백선우, 최보림	남성우, 안지숙	장기용, 헤리	SD, JTBC스튜디오, 스튜디오N
	유미의 세포들 시즌1	9.17-10.30	14부	송재정	이상엽	김고은, 안보현, 이유비	SD, 메리카우, 스튜디오N
	마녀식당으로 오세요	7월 16일	8부	이영숙	소재현, 이수현	송지호, 남지현	SD, 아폴론스튜디오
	킹덤: 아신전	7월 23일	2부	김은희		전지현	바람픽처스, BA엔터, SD
tvN/OCN (EX-LIBRARY)	마우스	3.3-5.6	20부	최란	최준배	이승기, 이희준, 경수진	하이그라운드, 빅투스
	다크홀	4.30-6.5	12부	정이도	김봉주	김옥빈, 이준혁	영화사 우상, 키워미디어
	슬기로운 의사생활2	6.17-9.16	12부	이우정	신원호	조정석, 유연석, 전미도, 김대명	CJ ENM
	지리산	10.23-12.12	16부	김은희	이응복	전지현, 주지훈	에이스토리, 바람픽처스, SD
	키마이라	10.30-12.19	16부	이진매	김도훈	박해수, 이희준, 수현	JS픽처스

주: 1) SD-스튜디오드래곤

2) Ex-library는 모회사 방영 작품 중 동사가 IP를 보유하지 않는 작품

자료: 스튜디오드래곤 제공 자료 및 언론 자료 참조하여 메리츠증권 리서치센터 정리

표10 2022년 스튜디오드래곤 드라마 Library

	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	고스트 닥터	1.3-3.1	16부	김선수	부성철	정지훈, 유이, 김범,	SD, 본팩토리
	스물다섯 스물하나	2.12-4.3	16부	권도은	정지현	김태리, 남주혁	SD(화앤담픽쳐스)
	군검사 도베르만	3.7-4.26	16부	윤현호	진창규	안보현, 조보아	SD
	우리들의 블루스		16부	노희경	김태규	이병헌, 김우빈, 신민아	SD, 지티스트
	살인자의 쇼핑목록		16부	이언희	한지완	김설현, 이광수	비온드제이, SD
	아일랜드		20부	장윤미	박배중	차은우, 김남길, 이다희	SD, 와이랩
	별들에게 물어봐		16부	서숙향		이민호, 공효진	키이스트, SD
	별똥별		16부	최영우	이수현	이성경, 김영대, 윤종훈	SD, 메이스엔터테인먼트
	아다마스		16부	최태강	박승우	자성, 서지혜, 이수경	SD, 메이스엔터테인먼트
	링크: 먹고 사랑하라, 죽이게			백미경	김희원	여진구, 문가영	SD, 씨제스엔터
	작은 아씨들			정서경	김희원	김고은, 남지현, 박지후	SD
	빅마우스			하람	오충환	이종석, 윤아	에이스토리, SD
그 외	유미의 세포들 시즌2	1H22		송재정	이상엽	김고은, 안보현, 이유비	SD, 메리카우, 스튜디오N
	돼지의 왕			탁재영	김대진	김동욱, 김성규	SD, 히든시퀀스
	소녀심판			김민석	홍종찬	김혜수, 김무열, 이성민	길픽쳐스, SD(지티스트)
	방과후 전쟁활동		10부				
	The big door prize		10부				SD, SKYDANCE
tvN/OCN (EX-LIBRARY)	마녀식당으로 오세요	1월 재편성	8부	이영숙	소재현, 이수현	송지효, 남지현	SD, 아폴론스튜디오
	킬힐	1H22		신광호, 이춘우	노도철	김하늘, 이혜영	유비컬쳐, 메이퀀픽쳐스

주: 1) SD-스튜디오드래곤

2) Ex-library는 모회사 방영 작품 중 동사가 IP를 보유하지 않는 작품

자료: 스튜디오드래곤 제공 자료 및 언론 자료 참조하여 메리츠증권 리서치센터 정리

표11 스튜디오드래곤 적정주가 산출 내역

가치 및 적용 밸류에이션	비고
2022년 예상 EBITDA (십억원)	205.2 (1) 2020년 EBITDA
적용 밸류에이션 (배)	17.7 (2) Netflix EV/EBITDA의 58%(플랫폼社 대비 IP보유자 과거 평균치)에 10% 할증
적정 시가총액 (십억원)	3,853 (1) * (2)+2021년말 순현금 가감
적정주가 (원)	128,382

자료: 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	525.7	469.4	654.5	737.5	831.0
매출액증가율 (%)	12.2	-10.7	39.4	12.7	12.7
매출원가	451.0	385.8	523.0	584.8	659.0
매출총이익	74.8	83.6	131.4	152.7	172.0
판매관리비	25.7	29.7	33.7	37.7	39.7
영업이익	49.1	53.9	97.7	115.0	132.3
영업이익률	9.3	11.5	14.9	15.6	15.9
금융손익	-3.8	5.9	8.6	9.5	6.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.8	-0.8	-0.8	-0.8	0.0
세전계속사업이익	41.5	59.0	105.5	123.7	138.7
법인세비용	11.9	13.8	25.4	31.4	33.7
당기순이익	29.6	45.2	80.1	92.3	105.0
지배주주지분 순이익	29.6	45.2	80.1	92.3	105.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	5.2	150.1	139.0	175.2	215.6
당기순이익(손실)	29.6	45.2	80.1	92.3	105.0
유형자산상각비	2.9	1.6	1.2	0.9	0.7
무형자산상각비	113.3	98.2	107.5	110.7	120.8
운전자본의 증감	-144.1	12.2	-40.1	-18.0	-4.5
투자활동 현금흐름	-16.3	-25.6	-93.5	-88.9	-93.6
유형자산의증가(CAPEX)	-7.2	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-166.7	0.9	-3.1	-1.4	-1.6
재무활동 현금흐름	0.0	18.6	18.6	-2.5	-2.5
차입금의 증감	0.7	19.7	20.9	0.4	0.4
자본의 증가	149.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-10.7	143.1	64.1	83.8	119.6
기초현금	59.8	49.1	192.2	256.3	340.1
기말현금	49.1	192.2	256.3	340.1	459.7

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
유동자산	228.3	357.1	468.4	573.4	716.9
현금및현금성자산	49.1	192.2	256.3	340.1	459.7
매출채권	106.7	95.2	132.8	149.6	168.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	529.0	463.7	458.2	448.0	428.0
유형자산	7.6	6.1	4.9	4.0	3.4
무형자산	230.4	167.7	160.2	149.4	128.6
투자자산	180.1	179.1	182.2	183.6	185.2
자산총계	757.3	820.8	926.6	1,021.4	1,144.9
유동부채	132.1	151.3	174.2	175.5	192.7
매입채무	5.9	5.3	7.4	8.3	9.4
단기차입금	0.0	20.0	40.0	40.0	40.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	15.8	15.0	17.7	18.9	20.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	148.0	166.3	191.9	194.4	212.9
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	470.0	470.0	470.0	470.0	470.0
기타포괄이익누계액	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
이익잉여금	122.9	168.1	248.3	340.6	445.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	609.4	654.6	734.7	827.0	932.0

Key Financial Data

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	18,532	15,643	21,805	24,571	27,687
EPS(지배주주)	1,044	1,507	2,670	3,075	3,498
CFPS	5,803	5,057	6,811	7,483	8,457
EBITDAPS	5,828	5,122	6,877	7,549	8,457
BPS	20,309	21,808	24,478	27,553	31,051
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	88.7	60.4	28.7	24.9	21.9
PCR	16.0	18.0	11.3	10.3	9.1
PSR	5.0	5.8	3.5	3.1	2.8
PBR	4.6	4.2	3.1	2.8	2.5
EBITDA	165.3	153.7	206.4	226.6	253.8
EV/EBITDA	16.3	16.4	9.9	8.6	7.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.7	7.2	11.5	11.8	11.9
EBITDA 이익률	31.4	32.7	31.5	30.7	30.5
부채비율	24.3	25.4	26.1	23.5	22.8
금융비용부담률	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	84.8	46.7	42.5	39.7	45.3
매출채권회전율(x)	5.5	4.6	5.7	5.2	5.2
재고자산회전율(x)					

Industry Brief
2022. 1. 26

▲ 엔터/레저

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

Buy

적정주가 (12개월) 69,000 원
현재주가 (1.25) 49,150 원
상승여력 40.4%

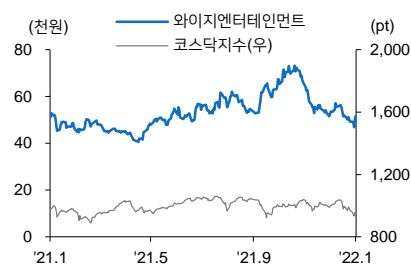
KOSDAQ	889.44pt
시가총액	9,065억원
발행주식수	1,844만주
유동주식비율	74.08%
외국인비중	6.94%
52주 최고/최저가	73,100원/40,600원
평균거래대금	221.9억원

주요주주(%)

양현석 외 4 인	20.78
네이버	9.01
국민연금공단	8.40

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.0	-12.5	-5.1
상대주가	4.3	3.8	6.6

주가그래프



와이지엔터테인먼트 122870

여름이 오기를 기다리며

- ✓ 4분기 영업이익은 33억원으로 기대치 하회 예상
- ✓ 신보가 민호 솔로 앨범 1개에 그쳤고 〈조선구마사〉 관련 손실을 반영한 데 따름
- ✓ 2021년 신보 발매는 2020년 대비 부진. 엔터 4사 중 가장 부진했던 주가 원인
- ✓ 상반기 트레저, 신인 걸그룹 시작으로 늦봄부터 아티스트들의 본격적 활동 전망
- ✓ 아티스트의 활동재개가 Peer들과 벌어진 갭을 메울 주가 드라이버로 작용할 것

4Q21 Preview: 맛있는 실적

YG의 4분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 779억원(-3.2% YoY)과 33억원(-38.5% YoY)으로 시장 기대치를 하회할 것으로 예상된다. 민호 솔로 앨범을 제외하면 신보 판매가 없어 별도 영업이익은 48억원으로 맛있는 실적이 전망된다. 3분기 YG 플러스의 보유 주식 처분에 따른 일회성 이익 75억원 기저가 사라지며 4분기 영업이익은 36억원을 가정했다.

2021년 상반기 SBS에서 방영되었던 〈조선구마사〉가 역사 논란으로 조기종영된 바 있다. 동 작품은 SBS, 와이지, 롯데 등이 공동으로 제작했다. 동사의 프로젝트 지분율을 고려, 손실분을 40억원으로 가정했다.

길어진 겨울. 여름이 오기를 기다리며

2021년 트레저는 앨범 1개 발매에 그쳤고 동사 앨범 내 가장 큰 비중을 차지하는 블랙핑크의 완전체 앨범은 발매되지 않았다. 늦봄, 아티스트들의 본격적인 프로모션이 시작될 전망이다. 다만 이로 인해 연중 실적 공백 시기가 길어짐을 감안, 적정주가 산정의 기준이 되는 2022년 엔터업(본사+JP+Asia) 순이익을 기존 대비 8.8% 하향했다. 실적 변동을 반영, 동사 적정주가를 기존 7만 7천원에서 6만 9천원으로 하향한다.

콘서트 중심의 동사 특성 상 상반기 아티스트 관련 이벤트는 신인 걸그룹 데뷔 정도로 압축된다. 오랜 공백기로 투자자들의 관심은 감소했고, 엔터 4개사 중 가장 큰 주가 하락폭을 기록한 원인으로 지목된다. 블랙핑크의 글로벌 투어 리스트 발표 혹은 신인 걸그룹의 대중성 확보가 얼마나 빠른 시간 내에 이루어지느냐에 따라 수급 개선 시기가 결정될 것으로 전망한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	255.3	6.0	9.4	515	-112.7	19,082	86.8	2.3	34.9	2.7	28.5
2021E	344.6	29.5	15.8	858	469.8	19,908	64.9	2.8	17.4	4.4	34.5
2022E	582.3	63.7	40.9	2,218	158.5	22,126	22.2	2.2	9.6	10.6	49.9
2023E	659.3	69.0	44.7	2,422	9.2	24,548	20.3	2.0	8.9	10.4	50.7
2024E	725.3	78.9	46.8	2,537	4.7	27,085	19.4	1.8	7.7	9.8	50.4

표12 와이지엔터테인먼트 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	77.9	80.4	-3.2	86.0	-9.4	78.7	-1.0
영업이익	3.3	5.4	-38.5	9.3	-64.3	6.2	-46.5
세전이익	2.3	8.2	-72.3	1.2	88.7	3.7	-37.4
지배순이익	14.9	5.4	175.9	-3.1	흑전	4.0	270.6

자료: 와이지엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

표13 와이지엔터테인먼트 적정주가 6만9천원 산정내역

(십억원)	2022 OP	2022 NP	적용배수 (배)	적정가치	지분율 (%)	YG 보유가치	주당 가치 (원)
YG본사	47.1	34.2	33	1,127.1	100%	1,127.1	61,108
YG JP	5.2	4.1	33	136.5	100%	136.2	7,386
YG Asia	0.1	0.1	28	2.5	100%	2.5	137
합계	52.4	38.4				1,265.8	68,630.4

자료: 와이지엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

표14 와이지엔터테인먼트 주요 아티스트 활동 추정

	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
빅뱅 '06, '11, '15년 재계약				
아이콘 '15년 데뷔 '22년 만료	4월 Mnet '킹덤' 출연			
위너 '14년 데뷔 '21년 재계약(5y)			12/7 민호 정규 3집 "TO INFINITY" (10만장)	
블랙핑크 '16년 데뷔 '23년 만료		8/3 일본앨범 9/10 리사 'LALISA' (70만장)		
트레저 '20년 데뷔 '27년 만료			10/2 올림픽홀 온오프라인 팬미팅	2/15 미니4집 '더 세컨드 스텝 : 챕터 원' (36만장 가정)
New girl group '22년 데뷔 '29년 만료				

주: 상기 자료는 과거 아티스트 활동 내역에 기반한 당사 추정치임

자료: 메리츠증권 리서치센터

표15 YG 엔터테인먼트 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
매출 추정												
매출	35.1	27.5	40.3	50.7	60.5	49.2	50.0	38.9	149.9	188.4	328.7	368.7
음반/음원 사업	13.1	10.7	20.2	31.9	34.5	26.1	24.1	17.1	74.3	97.0	135.8	147.4
음반 매출	1.7	2.3	9.1	18.3	11.8	8.0	10.9	3.9	31.4	29.7	65.3	72.1
음원 매출	9.9	8.3	11.1	13.6	22.8	18.1	13.2	13.2	42.9	67.3	70.5	75.3
콘서트+로열티	8.4	4.8	4.5	2.2	3.6	2.1	7.1	1.9	19.8	14.6	113.0	137.3
광고	8.0	7.2	8.3	9.5	9.8	11.9	11.8	12.8	33.1	46.2	50.9	52.9
출연료	3.0	4.1	1.7	2.6	5.4	5.7	2.2	5.7	11.3	23.8	21.6	23.7
커미션	4.9	0.6	3.3	2.5	2.7	1.2	1.4	1.4	11.3	6.8	7.4	7.4
% YoY												
매출	-15.8	-27.4	14.5	53.6	72.2	78.9	24.0	-23.4	1.4	25.7	74.4	12.2
음반/음원 사업	-10.8	-27.9	49.3	170.4	162.8	143.3	19.3	-46.5	41.6	30.5	40.0	8.5
음반 매출	-25.5	-51.8	229.1	731.8	595.0	246.8	19.7	-78.9	160.6	-5.4	119.9	10.4
음원 매출	-12.8	-14.4	12.6	42.9	129.4	118.5	19.0	-3.0	6.2	56.7	4.8	6.8
콘서트+로열티	-39.9	-52.6	-39.3	-69.6	-57.7	-55.9	58.2	-14.1	-48.6	-26.3	672.7	21.5
광고	8.3	-11.5	-9.4	-7.1	22.2	64.5	41.1	33.8	-5.5	39.5	10.2	3.9
출연료	-5.4	10.1	-63.1	-31.1	82.6	37.1	30.9	122.1	-25.1	110.6	-9.3	10.0
커미션	207.5	-27.5	561.0	147.0	-44.6	93.1	-57.0	-41.7	185.2	-39.9	8.0	-
원가 추정												
매출원가	22.5	17.8	27.1	35.2	38.8	31.1	32.5	24.1	102.6	126.5	229.3	266.3
% to sales	63.9	64.7	67.2	69.5	64.1	63.2	65.0	62.0	68.4	67.1	69.8	72.2
% YoY	-28.5	-34.0	6.7	109.6	72.8	74.7	19.8	-31.6	2.0	23.3	81.3	16.2
판매관리비	10.8	9.4	11.2	11.8	12.9	11.3	10.5	10.0	43.3	44.7	52.5	60.7
% to sales	30.8	34.3	27.9	23.3	21.3	23.0	21.0	25.7	28.9	23.7	16.0	16.5
% YoY	15.1	-14.2	18.4	23.1	19.2	19.8	-6.7	-15.4	9.7	3.2	17.5	15.7
이익 추정												
매출총이익	12.7	9.7	13.2	15.5	21.7	18.1	17.5	14.8	47.3	62.0	99.4	102.3
% YoY	23.0	-11.1	34.8	-4.4	71.2	86.7	32.5	-4.7	0.3	30.9	60.4	3.0
매출총이익률(%)	36.1	35.3	32.8	30.5	35.9	36.8	35.0	38.0	31.6	32.9	30.2	27.8
영업이익	1.9	0.3	2.0	3.7	8.8	6.8	7.0	4.8	7.7	27.4	47.1	50.6
% YoY	105.9	흑전	553.6	-43.6	374.9	2,532.3	257.0	30.0	1.8	253.6	72.1	7.5
영업이익률(%)	5.3	0.9	4.9	7.2	14.5	13.8	14.0	12.3	5.2	14.5	14.3	13.7

자료: 와이즈엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

표16 YG 엔터테인먼트 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
매출 추정												
연결 매출	52.8	55.2	66.9	80.4	97.0	83.7	86.0	77.9	255.3	344.6	582.3	659.3
% YoY	-18.3	-29.4	5.0	70.8	83.7	51.7	28.6	-3.1	0.7	35.0	69.0	13.2
본사 매출	35.1	27.5	40.3	50.7	60.5	49.2	50.0	38.9	149.9	188.4	328.7	368.7
% YoY	-15.8	-27.4	14.5	53.6	72.2	78.9	24.0	-23.4	1.4	25.7	74.4	12.2
자회사 합산	17.7	27.7	26.5	29.7	36.5	34.5	36.0	39.0	101.6	146.0	253.5	281.6
% YoY	-22.9	-31.3	-6.8	110.8	106.5	24.6	35.6	31.3	-3.9	43.7	73.6	11.1
YG Ent. JP	5.1	7.2	0.9	1.0	1.0	0.8	1.6	1.6	14.1	5.1	81.9	74.3
% YoY	16.8	62.1	-63.5	-75.8	-80.2	-89.4	80.5	72.4	-7.1	-64.2	1,520.2	-9.2
YG Ent. Asia	0.7	1.3	0.3	0.5	0.2	0.3	0.1	0.1	2.8	0.6	3.7	4.0
% YoY	5,083.2	7,631.9	1,433.6	3,068.2	-72.1	-77.7	-75.3	-88.1	4,222.2	-78.0	491.8	8.8
YG Plus	19.3	27.1	30.4	30.3	26.6	41.2	44.6	36.4	107.1	148.7	148.7	163.6
% YoY	-19.6	-34.4	-2.7	8.4	37.7	52.0	46.6	20.0	-14.0	38.8	-0.0	10.0
이익 추정												
연결 영업이익	-2.5	1.5	1.7	5.4	7.8	9.1	9.3	3.3	6.0	29.5	63.7	69.0
% YoY	적지	흑전	흑전	-47.3	흑전	523.6	461.5	-38.6	42.2	391.9	115.9	8.4
영업이익률(%)	-4.8	2.6	2.5	6.7	8.0	10.8	20.2	4.3	2.3	10.9	10.9	10.5
본사 영업이익	1.9	0.3	2.0	3.7	8.8	6.8	7.0	4.8	7.7	27.4	47.1	50.6
% YoY	105.9	흑전	553.6	-43.6	374.9	2,532.3	257.0	30.0	1.8	253.6	72.1	7.5
영업이익률(%)	5.3	0.9	4.9	7.2	14.5	13.8	14.0	12.3	5.2	14.5	14.3	13.7
자회사 영업이익	-4.4	1.2	-0.3	1.7	-1.0	2.3	10.3	-1.4	-1.7	10.1	16.6	18.4
% YoY	적지	86,406	적지	-53.7	적지	89.3	흑전	적전	적지	흑전	63.2	10.9
YG Ent. JP	0.5	1.6	-0.3	-0.1	0.1	-0.4	-0.5	-0.5	1.6	-1.4	5.2	8.4
% YoY	흑전	흑전	적지	적지	-76.3	적전	적지	적지	흑전	적전	흑전	62.2
YG Ent. Asia	-0.3	-0.0	-0.1	-0.3	-0.3	-0.1	-0.3	-0.5	-0.8	-1.1	0.1	-0.8
% YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적전
YG Plus	-2.7	0.6	2.1	6.1	1.4	4.6	10.7	3.6	6.1	20.3	14.0	14.5
% YoY	적지	-64.6	흑전	831.2	흑전	625.1	421.8	-41.6	흑전	231.2	-31.2	3.6
세전이익	-8.7	13.2	3.2	2.0	21.9	-1.6	0.5	2.3	20.5	23.1	67.5	72.9
% YoY	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	-83.5	13.3	흑전	12.6	192.7	7.9
지배주주순이익	-4.2	7.2	1.0	5.4	6.3	-2.2	-3.1	14.9	9.4	15.8	40.9	44.7
% YoY	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	적전	175.8	흑전	67.9	158.7	9.2

자료: 와이지엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

와이지엔터테인먼트 (122870)

Income Statement

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	255.3	344.6	582.3	659.3	725.3
매출액증가율 (%)	0.7	35.0	69.0	13.2	10.0
매출원가	174.5	232.9	347.1	396.0	435.6
매출총이익	80.8	111.7	235.2	263.3	289.7
판매관리비	74.8	82.2	171.5	194.3	210.8
영업이익	6.0	29.5	63.7	69.0	78.9
영업이익률	2.3	8.6	10.9	10.5	10.9
금융손익	18.0	-19.0	7.3	5.9	2.4
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.5	12.6	-3.4	-2.0	0.0
세전계속사업이익	20.5	23.1	67.5	72.9	81.3
법인세비용	6.9	13.0	20.7	21.8	27.7
당기순이익	3.2	18.1	46.8	51.1	53.5
지배주주지분 순이익	9.4	15.8	40.9	44.7	46.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	25.8	44.2	69.7	66.6	65.4
당기순이익(손실)	3.2	18.1	46.8	51.1	53.5
유형자산상각비	13.9	23.8	17.8	13.4	10.0
무형자산상각비	2.0	0.7	0.6	0.6	0.6
운전자본의 증감	9.0	1.7	4.4	1.4	1.2
투자활동 현금흐름	-11.0	49.1	-33.7	-10.9	-9.4
유형자산의증가(CAPEX)	-32.1	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	67.0	-12.2	-32.3	-10.5	-9.0
재무활동 현금흐름	-10.4	-0.7	5.5	1.8	1.5
차입금의 증감	-2.1	-0.7	5.5	1.8	1.5
자본의 증가	8.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	4.1	92.6	41.5	57.4	57.6
기초현금	47.8	51.9	144.4	185.9	243.3
기말현금	51.9	144.4	185.9	243.3	300.8

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
유동자산	245.4	307.3	431.8	516.1	596.6
현금및현금성자산	51.9	144.4	185.9	243.3	300.8
매출채권	20.5	27.7	46.8	53.0	58.3
재고자산	33.3	45.0	76.0	86.0	94.7
비유동자산	297.5	285.2	299.0	295.5	293.8
유형자산	164.9	141.1	123.2	109.9	99.8
무형자산	47.0	46.3	45.7	45.1	44.5
투자자산	77.4	89.5	121.8	132.3	141.3
자산총계	542.8	592.5	730.8	811.6	890.5
유동부채	103.9	135.1	225.5	254.8	279.9
매입채무	17.0	22.9	38.8	43.9	48.3
단기차입금	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
유동성장기부채	2.8	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	16.4	16.8	17.8	18.2	18.5
사채	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
장기차입금	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3
부채총계	120.3	151.8	243.3	273.0	298.4
자본금	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4
자본잉여금	217.9	217.9	217.9	217.9	217.9
기타포괄이익누계액	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2
이익잉여금	124.6	140.5	181.4	226.0	272.8
비지배주주지분	71.2	73.5	79.4	85.8	92.6
자본총계	422.6	440.7	487.5	538.6	592.1

Key Financial Data

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	13,960	18,692	31,572	35,748	39,322
EPS(지배주주)	515	858	2,218	2,422	2,537
CFPS	927	2,948	4,582	4,609	4,855
EBITDAPS	1,199	2,926	4,453	4,500	4,855
BPS	19,082	19,908	22,126	24,548	27,085
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	86.8	64.9	22.2	20.3	19.4
PCR	48.2	18.9	10.7	10.7	10.1
PSR	3.2	3.0	1.6	1.4	1.2
PBR	2.3	2.8	2.2	2.0	1.8
EBITDA	21.9	53.9	82.1	83.0	89.5
EV/EBITDA	34.9	17.4	9.6	8.9	7.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.7	4.4	10.6	10.4	9.8
EBITDA 이익률	8.6	15.7	14.1	12.6	12.3
부채비율	28.5	34.5	49.9	50.7	50.4
금융비용부담률	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	8.5	44.2	88.0	85.1	92.7
매출채권회전율(x)	14.2	14.3	15.6	13.2	13.0
재고자산회전율(x)	10.3	8.8	9.6	8.1	8.0

Industry Brief
2022. 1. 26

▲ 엔터/레저

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

Hold

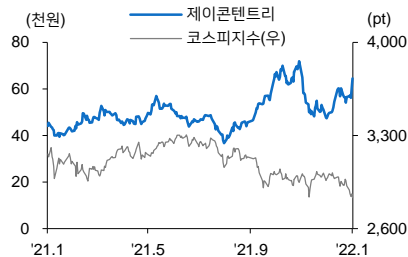
적정주가 (12개월) 69,000 원
현재주가 (1.25) 60,100 원
상승여력 14.8%

KOSPI	2,720.39pt
시가총액	10,997억원
발행주식수	1,830만주
유동주식비율	55.22%
외국인비중	2.38%
52주 최고/최저가	71,900원/36,750원
평균거래대금	415.5억원

주요주주(%)	
중앙홀딩스 외 2 인	43.91
국민연금공단	9.99

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	20.9	27.7	37.5
상대주가	33.9	52.8	62.2

주가그래프



제이콘텐트리 036420

이벤트 플레이

- ✓ 4분기 영업적자는 204 억원으로 시장 기대치 하회
- ✓ 12 월 거리두기 단계 상향되며 영화관 영업 제한에 따른 영향 및 드라마 부문 4분기 상시적으로 증가하는 감가상각을 반영한 수치
- ✓ 넷플릭스 오리지널 드라마 공개 스케줄에 따른 단기 주가 등락 지속
- ✓ Top line 은 고성장, 그러나 아쉬운 Bottom line 지속. Hold 투자 의견 유지

4분기는 기대 낮추어야

제이콘텐트리의 4분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 2,784 억원(+204.8% YoY)과 -204 억원(적지 YoY)로 시장 기대치를 하회할 것으로 예상된다. 부문별로는 메가박스 -135 억원, 드라마 부문 -69 억원을 예상한다. 4분기 영화관 회복이 일부 이루어지며 메가박스는 전분기(-161 억원) 대비 소폭 축소된 적자가 예상된다. 동 수준의 적자는 감가상각 감안 시 BEP 에 해당하는 레벨로 이자 비용 부담 정도가 연간 동사의 현금 소요분이다.

드라마 부문은 Q 증가에도 불구하고 JTBC 스튜디오는 4분기 감가상각이 상시 증가하는 분기임을 감안, 전분기 대비 100 억원 증액 추정했다. 당사가 추정하는 JTBC 스튜디오의 4분기 영업이익은 9 억원(YoY flat)이다. 다만 자회사들의 적자는 3분기 80 억원과 유사할 것으로 추정했다.

긍정적 Top line, 아쉬운 Bottom line

동사 드라마 부문의 2022년 이익 기대치는 낮출 필요가 있다. 슬롯 증가로 높은 Top line 성장은 예상되지만 지난 3분기부터 높아진 자회사 적자가 이익을 억누른다. 더불어 M&A 관련 영업권 상각도 bottom line 을 억누른다. 2022년, 상장된 대부분의 한국 드라마 업체들이 역대 최대 실적을 기록할 것으로 기대되는 데 반해 동사의 부진은 다소 아쉽다.

넷플릭스 오리지널 공개 스케줄에 따른 단기적 주가 등락이 지속되고 있다. <D.P>, <지옥>에 이어 오는 1월 28일에는 <지금 우리 학교는>이 공개될 예정이다. 이벤트 플레이가 주가 리레이팅으로 이어지기는 어렵다고 판단한다. Peer 와 유사하게 넷플릭스 밸류에이션 하향분을 반영하여 적정주가를 기존 7만 6천원에서 6만 9천원으로 하향하며 Hold 투자 의견을 유지한다.

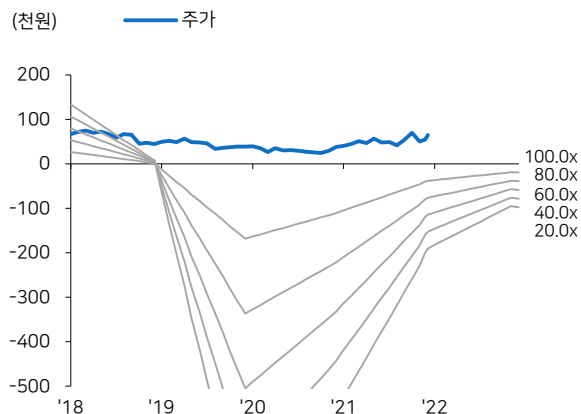
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	363.9	-56.8	-134.9	-8,422	-1,403.3	11,841	-4.5	3.2	32.3	-52.6	459.1
2021E	530.0	-75.1	-94.9	-5,540	-42.3	10,884	-9.9	5.0	24.2	-48.3	217.2
2022E	780.7	-12.5	-36.6	-1,998	-66.4	8,886	-30.1	6.8	14.2	-20.2	202.8
2023E	912.4	17.4	-17.4	-950	-58.8	7,936	-63.2	7.6	10.1	-11.3	206.7
2024E	958.0	9.9	-24.2	-1,321	39.0	6,615	-45.5	9.1	16.0	-18.2	213.6

표17 제이콘텐트리 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	278.4	91.3	204.8	195.7	42.2	197.9	40.6
영업이익	-20.4	-19.1	적지	-30.1	적지	-15.0	-35.8
세전이익	-49.4	-106.3	적지	-21.0	적지	-30.0	-64.5
지배순이익	-35.0	-91.4	적지	-20.1	적지	-12.0	-191.4

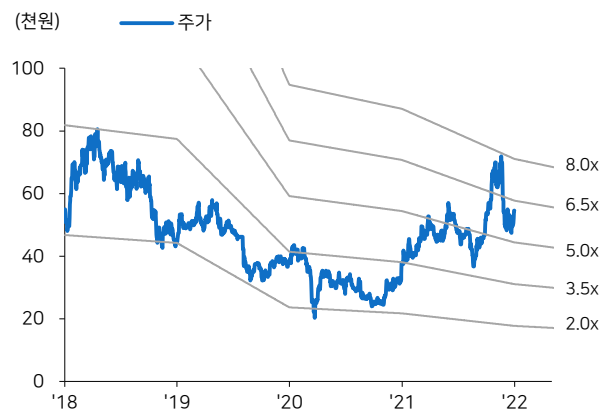
자료: 제이콘텐트리, 메리츠증권 리서치센터

그림21 제이콘텐트리 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림22 제이콘텐트리 Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표18 가치합산 방식을 통해 산출한 적정주가 69,000원

(십억원)	적용 value (배)	EBITDA	가치	주당 가치 (원)	비고
방송부문 (1)	16.0	142.5	1,096.8	76,131	JTBC 스튜디오 지분율(54%)을 고려한 2022년 EBITDA에 peer EBITDA 적용배수 16배를 적용 후 2021E 순차입금 가감
영화부문 (2)	5.6	46.6	20.2	1,399	글로벌 영화관 EBITDA 평균 7배 대비 20% 할인 적용 후 2022년 수취 적용. 지분율 90.8% 반영 후 2021E 순차입금 가감
순차입금 (3)			118.0	8,191	2021년말 예상 본사 순차입금
(1) + (2) - (3)			999.0	69,340	(1)+(2)-(3)

자료: 메리츠증권 리서치센터

표19 제이콘텐트리 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
JTBC스튜디오 (드라마 제작 및 JTBC 콘텐츠 유통)												
매출액	43.4	53.0	56.2	55.3	84.1	77.5	160.5	230.6	207.9	347.5	477.9	536.1
작품 방영 매출	12.1	10.6	26.6	24.5	26.9	20.7	16.9	27.1	73.8	80.0	108.0	120.5
작품당 매출액	4.4	4.0	7.7	6.4	6.5	7.2	10.0	7.2	5.5	6.4	6.8	7.1
작품수 (편)	2.8	2.6	3.4	3.8	4.1	2.9	1.7	3.8	12.7	12.4	16.0	17.0
제이콘 IP신규 보유 (편)	2.8	2.6	1.7	1.9	2.1	2.9	0.8	1.9	13.0	12.4	16.0	16.0
VOD매출	18.4	20.0	16.0	17.5	16.8	28.3	13.5	17.7	18.9	26.0	36.7	40.4
드라마	5.4	2.5	5.4	5.4	8.7	6.5	5.2	5.6	18.9	26.0	36.7	40.4
편당 VOD	2.0	1.0	1.6	1.4	2.1	2.3	3.1	1.5	1.5	2.1	2.3	2.5
드라마 외	12.9	17.5	10.5	12.1	8.1	21.8	8.3	12.1	53.0	50.3	50.3	50.3
해외판권	18.1	16.9	21.3	29.5	34.2	21.6	21.5	35.1	85.8	112.4	152.6	173.6
드라마 (중국 외)	16.0	11.0	15.0	18.5	29.6	18.7	16.4	30.0	60.5	94.7	134.0	154.0
중국 向	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
드라마 외	2.1	5.9	6.3	11.0	4.6	2.9	5.1	5.1	25.3	17.8	18.7	19.6
영업이익	-0.7	6.7	7.7	1.0	13.1	-0.8	-4.7	0.9	14.7	8.4	15.2	16.3
영업이익률(%)	-1.7	12.6	13.8	1.8	15.5	-1.1	-2.9	0.4	7.1	2.4	3.2	3.0
메가박스												
매출액	41.1	13.9	29.5	21.3	18.1	23.1	30.9	33.8	105.8	105.9	226.1	299.6
상영매출	22.7	6.3	14.0	11.0	12.5	12.6	21.0	20.9	54.0	67.1	141.7	208.5
매점매출	6.8	2.4	4.3	2.7	0.7	1.7	2.0	3.0	16.2	7.5	42.8	61.7
기타매출	6.0	3.3	4.6	2.0	3.8	4.7	4.5	4.7	15.9	17.7	20.3	8.0
% YoY	-44.3	-83.0	-67.8	-73.6	-56.0	65.8	4.8	58.7	-67.7	0.1	113.5	32.5
상영매출	-47.5	-87.0	-73.7	-75.8	-44.9	100.1	50.2	90.9	-71.7	0.1	113.5	32.5
매점매출	-51.8	-84.8	-73.4	-82.9	-89.8	-26.0	-52.4	12.7	-73.7	24.3	111.2	47.2
기타매출	-13.8	-66.5	-52.3	-75.7	-36.6	41.5	-2.4	135.6	-54.1	-53.5	467.4	44.3
영업이익	-12.2	-22.3	-15.1	-15.8	-19.0	-17.9	-16.1	-13.5	-65.5	-66.5	-6.1	22.8
영업이익률(%)	-29.8	-160.2	-51.3	-74.5	-105.1	-77.3	-52.3	-39.9	-61.9	-62.8	-2.7	7.6
Total												
매출액	103.0	76.3	93.1	91.3	120.1	140.9	195.7	278.4	363.9	530.0	780.7	912.4
JTBC스튜디오	43.4	53.0	56.2	55.3	84.1	77.5	160.5	230.6	207.9	347.5	477.9	536.1
메가박스	41.1	13.9	29.5	21.3	18.1	23.1	30.9	33.8	105.8	105.9	226.1	299.6
연결조정	4.8	-1.5	4.2	14.0	18.0	40.3	4.3	14.0	21.5	76.6	76.6	76.6
영업이익	-15.6	-14.2	-7.8	-19.1	-3.7	-20.9	-30.1	-20.4	-56.8	-75.1	-12.5	17.4
JTBC스튜디오	-0.7	6.7	7.7	1.0	13.1	-0.8	-4.7	0.9	14.7	8.4	15.2	16.3
메가박스	-12.2	-22.3	-15.1	-15.8	-19.0	-17.9	-16.1	-13.5	-65.5	-66.5	-6.1	22.8
연결조정	-0.8	-1.0	-2.0	-3.8	2.2	-2.2	-9.2	-7.9	-7.5	-17.0	-21.6	-21.6

주: 2021년 기점으로 제이콘텐트리 IP 투자 부문(제이콘텐트리 스튜디오)은 JTBC스튜디오로 흡수합병됨

자료: 제이콘텐트리, 메리츠증권 리서치센터

표20 2021~2022 JTBC 드라마 라인업

방영년도	제목	방영 기간	제작사	작가	연출	주연배우	총편수	비고
2021	선배, 그 립스틱 바르지마요	1.18-3.9	JTBC S	채운	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	4.14-6.9	공감동하우스, 스튜디오피닉스, JTBC S	서인	김석운	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	6.19-8.21	비온드J, 스튜디오N, JTBC S	정원	김가람	송강, 한소희	10부	토
	인간실격	9.4-10.24	씨제스엔터, JTBC S(드라마하우스)	김지혜	허진호, 박홍수	전도연, 류준열	16부	금토
	너를 닮은 사람	10.13-12.2	셀트리온엔터, JTBC S	유보라	임현욱	고현정, 신현빈, 김재영	16부	수목
	구경이	10.30-12.5	키이스트	성초이	이정흠	이영애	12부	금토
	IDOL: The Group	11.8-12.14	JTBC S, 미디어그룹테이크투	정윤정	노종찬	안희연, 광시양, 김민규	12부	월화
	공작도시	12.8-22.01.27	하이스토리디앤씨, JTBC스튜디오	손세동	황기용	수애, 김강우	16부	수목
	설강화	12.18-22.02.19	JTBC S(드라마하우스)	유현미	조현탁	정해인, 지수(블랙핑크)	16부	토일
	한사람만	12.20-22.02.08	키이스트, JTBC S	문정민	오현중	안은진, 박수영(레드벨벳)	16부	월화
	D.P	8.27	클라이맥스스튜디오	김보통, 한준희	한준희	정해인, 구교환, 김성균	6부	NFX
	지옥	11.19	클라이맥스스튜디오	최규석	연상호	유아인, 박정민	6부	NFX
2022	기상청 사람들	2.12-4.3	엔피오 Ent, JTBC S	선영	차영훈	박민영, 송강, 윤박	16부	토일
	서른, 아홉	2.16-4.7	JTBC S, 롯데컬처웍스	유영아	김상호	손예진, 전미도	16부	수목
	인사이더	4.16-		문만세	민연홍	강하늘, 이유영	16부	
	그린마더스클럽	4.20-	JTBC S, 메가폰	신이원	라하나	이요원, 추자현	16부	
	나의 해방일지	1H22	스튜디오피닉스, 초록됰, JTBC S	박해영	김석운	이민기, 김지원	16부	
	재벌집 막내아들	1H22	JTBC S, 래몽래인	김태희, 장은재	정대운	송중기	16부	
	모범형사2	2H22				손현주, 장승조, 김효진	16부	
	디 앰파이어: 법의 제국					김선아, 이미숙, 안재욱	16부	
	나쁜엄마						16부	
	지금 우리 학교는	1월 28일	필름몬스터 by JTBC S	천성일	이재규, 김남수	윤찬영, 박지후, 조이현	6부	NFX
	종이의 집 한국어판		콘텐츠 지음(Jcon)	류용재	김홍선	유지태, 박해수, 김윤진		NFX

주: 'JTBC S' 는 JTBC 스튜디오를 의미함

자료: JTBC, 메리츠증권 리서치센터

제이콘텐츠리 (036420)

Income Statement

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	363.9	530.0	780.7	912.4	958.0
매출액증가율 (%)	-31.4	45.7	47.3	16.9	5.0
매출원가	236.2	412.4	550.9	677.1	711.0
매출총이익	127.7	117.6	229.8	235.3	247.0
판매관리비	184.5	192.7	242.3	217.8	237.2
영업이익	-56.8	-75.1	-12.5	17.4	9.9
영업이익률	-15.6	-14.2	-1.6	1.9	1.0
금융손익	-86.4	-21.3	-20.7	-25.1	-25.0
중속/관계기업손익	-2.9	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-23.2	-11.5	-11.5	-11.5	-11.5
세전계속사업이익	-169.3	-107.8	-44.7	-19.2	-26.7
법인세비용	-20.9	-12.9	-10.7	-5.2	-7.2
당기순이익	-154.0	-94.9	-34.1	-14.0	-19.5
지배주주지분 순이익	-134.9	-94.9	-36.6	-17.4	-24.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	39.1	181.4	-70.5	186.8	133.1
당기순이익(손실)	-154.0	-94.9	-34.1	-14.0	-19.5
유형자산상각비	53.5	55.5	55.5	55.5	55.5
무형자산상각비	49.9	106.1	127.3	165.6	86.4
운전자본의 증감	13.9	114.7	-219.3	-20.2	10.7
투자활동 현금흐름	-344.6	-517.7	-153.4	-173.5	-157.5
유형자산의증가(CAPEX)	-42.2	-50.0	-2.0	-2.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-14.8	-10.9	-1.4	-4.8	-1.7
재무활동 현금흐름	366.4	271.5	-16.4	-18.1	-19.3
차입금의 증감	465.1	171.5	-16.4	-18.1	-19.3
자본의 증가	9.7	100.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	60.9	-64.8	-240.3	-4.8	-43.7
기초현금	64.0	124.8	60.1	-180.3	-185.1
기말현금	124.8	60.1	-180.3	-185.1	-228.8

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
유동자산	330.0	738.8	564.7	611.4	585.5
현금및현금성자산	124.8	490.1	249.8	245.0	201.3
매출채권	58.4	51.1	75.3	88.0	92.4
재고자산	26.3	38.4	56.5	66.1	69.4
비유동자산	1,145.5	1,478.7	1,449.2	1,385.0	1,394.7
유형자산	273.6	268.1	214.6	161.1	105.5
무형자산	272.8	600.5	623.2	607.6	671.2
투자자산	111.3	122.2	123.6	128.4	130.1
자산총계	1,475.5	2,217.4	2,013.9	1,996.3	1,980.2
유동부채	645.2	648.8	490.7	502.6	524.4
매입채무	2.2	3.1	4.6	5.4	5.7
단기차입금	238.5	338.5	338.5	338.5	338.5
유동성장기부채	232.9	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	566.4	869.6	858.3	842.8	824.4
사채	179.8	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
장기차입금	21.6	521.6	521.6	521.6	521.6
부채총계	1,211.6	1,518.4	1,348.9	1,345.4	1,348.7
자본금	81.9	93.3	93.3	93.3	93.3
자본잉여금	154.3	242.9	242.9	242.9	242.9
기타포괄이익누계액	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
이익잉여금	-51.9	-146.7	-183.3	-200.7	-224.8
비지배주주지분	69.9	499.9	502.4	505.8	510.4
자본총계	263.9	699.0	665.0	651.0	631.5

Key Financial Data

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	22,716	30,952	42,665	49,862	52,355
EPS(지배주주)	-8,422	-5,540	-1,998	-950	-1,321
CFPS	3,289	4,386	8,683	12,406	7,669
EBITDAPS	2,912	5,056	9,310	13,033	8,296
BPS	11,841	10,884	8,886	7,936	6,615
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-4.5	-9.9	-30.1	-63.2	-45.5
PCR	11.5	12.4	6.9	4.8	7.8
PSR	1.7	1.8	1.4	1.2	1.1
PBR	3.2	5.0	6.8	7.6	9.1
EBITDA	46.6	86.6	170.4	238.5	151.8
EV/EBITDA	32.3	24.2	14.2	10.1	16.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-52.6	-48.3	-20.2	-11.3	-18.2
EBITDA 이익률	12.8	16.3	21.8	26.1	15.8
부채비율	459.1	217.2	202.8	206.7	213.6
금융비용부담률	6.5	7.3	5.3	4.5	4.2
이자보상배율(x)	-2.4	-1.9	-0.3	0.4	0.2
매출채권회전율(x)	5.8	9.7	12.4	11.2	10.6
재고자산회전율(x)	14.0	16.4	16.5	14.9	14.1

Industry Brief
2022. 1. 26

▲ 엔터/레저

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

JYP Ent. 035900

지켜볼 시기

- ✓ 4분기 영업이익은 144 억원으로 기대치 소폭 하회 예상
- ✓ 지난 2달간 하락은 NFT로 상승한 부분이 되돌려진 과정
- ✓ 신인 걸그룹의 빠른 안착, 니쥬의 실적 기여도 상승이 실적 상향 조건
- ✓ 2022년 오프라인 콘서트 현실 가능한 수준으로의 실적 조정 과정 남아있는 반면 밸류에이션은 아직 26배. 투자의견 Hold 하향

Hold

적정주가 (12개월) 52,000 원
현재주가 (1.25) 41,850 원
상승여력 24.3%

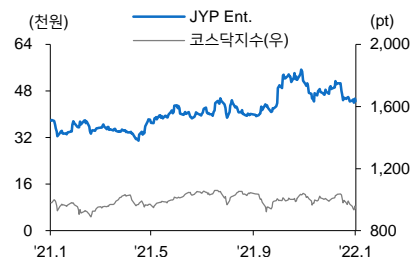
KOSDAQ	889.44pt
시가총액	14,856억원
발행주식수	3,550만주
유동주식비율	77.45%
외국인비중	23.77%
52주 최고/최저가	55,400원/30,950원
평균거래대금	269.9억원

주요주주(%)

박진영 외 3인	15.79
국민연금공단	6.12

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.3	0.0	11.0
상대주가	-3.0	18.7	24.7

주가그래프



무난한 4분기

JYP의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 609억원(+46.1% YoY)과 144억원(+37.1% YoY)로 시장 기대치 소폭 하회할 것으로 예상된다. 트와이스 정규 앨범 및 스트레이키즈 스페셜 앨범 발매로 역대 최대 앨범 판매를 기록했던 3분기(193만장)와 유사한 192만이 예상된다. 트와이스 국내 오프라인 콘서트가 일부 있었으나 거리두기 제한 등을 고려했을 때 이익 기여는 크지 않았을 것으로 추정된다. 반면 컨설팅 및 라운드 프로젝트 관련 비용이 일회성으로 인식되는 시기인 점을 고려했고, 엔터 업체 전반적으로 2021년 실적이 최대치를 달성한 만큼 4분기 인센티브를 일부 반영했다.

NFT가 만든 산

2022년 당사가 추정하는 JYP의 연결 영업이익은 777억원으로 시장과 유사한 수준을 기대한다. 이는 2022년 2분기 이후 콘서트 정상화를 가정한 수치다. 현 상황을 고려할 때 정상화 시기는 늦춰질 가능성이 높다. 현 주가는 2022년 PER 기준 26배에 해당한다. 지난 10월 이후 NFT 모멘텀이 엔터에 불어오면서 동사를 비롯한 엔터 업체들이 약 2달여간 랠리를 펼친 바 있다. 연간전망에서 밝힌 바와 같이 NFT는 글로벌 모멘텀이 아니므로 밸류에이션 상향 요소로 작용할 수 없다. 결국 실적으로 NFT가 기여하는 부분을 고려해야 하는데 당사는 이 영향이 미미할 것으로 판단한다.

지난 2개월간의 하락은 NFT 모멘텀이 소멸되던 시기로 판단된다. 오프라인 콘서트를 실현 가능한 수준으로 현실화하는 실적 조정 기간이 남아 있다. 연간 콘서트 매출 30% 하향 조정시 현 주가는 PER 30배에 해당한다. 니쥬나 신인 그룹의 실적 기여도가 예상을 크게 상회해야 실적 상향 조정이 가능할 것으로 보인다. 상승 여력 축소로 투자의견을 Hold로 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	144.4	44.1	29.5	832	-5.2	5,146	46.2	7.5	26.3	17.3	20.2
2021E	191.1	55.8	44.0	1,238	48.3	6,217	40.9	8.2	27.9	21.8	21.9
2022E	281.2	77.7	57.4	1,617	30.6	7,620	25.9	5.5	15.9	23.4	25.9
2023E	318.7	83.3	66.0	1,860	15.0	9,238	22.5	4.5	14.1	22.1	24.2
2024E	332.9	87.1	70.0	1,972	6.0	10,967	21.2	3.8	12.9	19.5	21.3

표21 JYP Ent. 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	60.9	41.7	46.1	57.3	6.4	55.9	9.1
영업이익	14.4	10.5	37.1	18.2	-20.9	16.5	-12.7
세전이익	14.2	5.9	142.3	19.6	-27.5	15.8	-10.1
지배순이익	10.6	5.8	81.7	16.5	-35.9	10.2	3.9

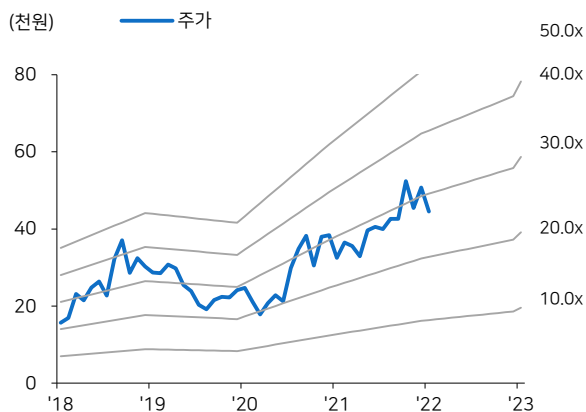
자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

표22 JYP Ent. 주요 아티스트 활동 추정

	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
2PM 2008 데뷔 2015, 2018 재계약	6/28 정규7집 'MUST'(14.1만장) 6월 7.4만장/ 7월 6.7만장	8/29 일본앨범 'With me Again' 9/4 Vlive 팬미팅		1/22 준호 팬미팅 @블루스퀘어 홀 1/23 팬미팅+V live
DAY6 2015.9 데뷔 2022 만료	4/19 미니7집 'negentropy' (11.0만장)	7/5 유닛 미니2집 'Right through Me'(7.1만장)	9/6 영케이 디지털 싱글	
트와이스 2015.10 데뷔 2022 만료	5/12 일본 싱글 8집 'Kura Kura' 6/9 미니 10집 'Taste of love' (52.3만)	7/28 일본 정규3집 'Perfect world'	10/1 영어 싱글 'The Feels' 11/12 정규3집 'Formula' (80만장) 12/24-26 올림픽 체조경기장 3회	3월 미국 콘서트 7회
Stray Kids 2018.3 데뷔 2025 만료	4월 Mnet '킹덤' 출연 6/26 디지털싱글 'Mixtape: 애'	8/23 정규2집 'NOEASY' (136만장)	10/13 일본 싱글 2집 11/29 스페셜 'Christmas Eve' (74만장)	2/12-13 팬미팅 (2회, 올림픽홀) 2/13 V live 팬미팅 (동시방출)
ITZY 2019.2 데뷔 2026 만료	4/30 미니 4집 'Guess who' (35만장)	9/1 일본디싱 'WHAT'z ITZY' 9/24 정규 1집 'Crazy in Love' (48.8만장/3Q 33.6만&4Q 15.2만)	12월 일본 베스트 1집	2/19 팬미팅 예스24홀 (온오프동시) 3월 일본 앨범 가정
NiziU 2020.12 데뷔	4/7 일본 싱글 2집 (50만장)		11/24 정규 1집 'U' (60만장 가정)	
엑스디너리 히어로즈 2021.12 데뷔			12/6 디지털싱글 'Happy Death Day'	

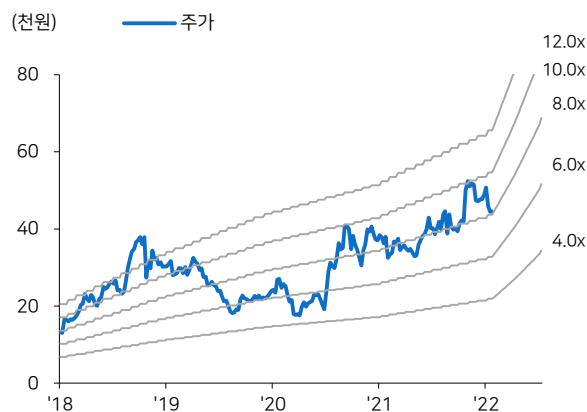
주: 상기 자료는 과거 아티스트 활동 내역에 기반한 당사 추정치임; 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림23 JYP Ent. 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림24 JYP Ent. Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표23 JYP 엔터테인먼트 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
매출 추정												
매출	30.0	32.6	31.1	36.3	26.3	36.7	51.3	54.0	130.0	168.4	234.4	247.7
음반/음원 사업	9.9	22.1	17.3	21.1	13.6	24.6	35.9	37.1	70.4	111.3	136.7	148.5
매니지먼트 사업	3.0	10.9	14.4	13.6	13.2	13.4	18.4	16.9	41.9	61.8	97.7	99.2
출연료 등	1.3	0.0	0.0	-0.2	0.3	0.1	0.4	2.2	1.4	3.0	31.3	35.2
광고	3.5	2.6	3.1	2.7	3.1	2.5	3.2	2.9	11.9	11.8	11.4	11.2
초상권 외	0.8	0.7	1.9	3.0	0.6	1.4	3.2	3.2	6.4	8.4	8.4	9.6
기타	14.6	7.6	9.3	8.2	9.2	9.3	11.5	8.5	39.8	38.6	46.5	43.2
% YoY												
매출	13.8	-11.9	-26.2	-11.9	-12.2	12.6	64.9	48.9	-11.4	29.5	39.2	5.6
음반/음원 사업	7.9	51.2	10.7	27.8	37.0	11.5	107.5	76.3	25.9	58.1	22.9	8.6
매니지먼트 사업	-80.8	-52.6	-48.3	-44.9	340.9	22.4	27.5	24.1	-54.0	47.5	58.0	1.5
출연료 등	-37.1	-100.0	-99.5	적전	-76.0	7,664.3	663.7	흑전	-93.6	120.3	941.3	12.2
광고	-8.2	-39.9	-33.4	-40.2	-11.4	-2.3	5.0	10.3	-31.2	-0.2	-3.4	-1.7
초상권 외	-76.3	-83.3	-23.7	10.5	-25.7	92.3	66.7	8.1	-50.4	31.5	-	14.2
기타	125.7	-20.4	-12.8	-37.1	-37.0	22.9	23.4	3.7	-	-3.0	20.5	-7.1
원가 추정												
매출원가	13.8	17.9	15.7	19.1	10.9	21.0	27.4	30.8	66.5	90.1	125.7	132.2
% to sales	45.9	54.8	50.5	52.7	41.6	57.2	53.3	57.1	51.1	53.5	53.6	53.4
% YoY	-3.2	-17.2	-29.8	-7.0	-20.5	17.5	74.2	61.1	-15.6	35.6	39.5	5.2
판매관리비	5.9	6.0	6.0	8.3	6.0	8.5	8.5	12.2	26.1	35.2	44.3	49.7
% to sales	19.6	18.3	19.3	22.9	22.8	23.2	16.5	22.5	20.1	20.9	18.9	20.1
% YoY	5.3	-11.9	-20.7	23.6	2.6	42.8	41.5	46.1	-1.8	34.5	26.0	12.2
이익 추정												
매출총이익	16.2	14.8	15.4	17.2	15.4	15.7	23.9	23.2	63.5	78.3	108.7	115.4
% YoY	33.7	-4.7	-22.2	-16.7	-5.1	6.6	55.5	35.2	-6.6	23.2	38.9	6.2
매출총이익률(%)	54.1	45.2	49.5	47.3	58.4	42.8	46.7	42.9	48.9	46.5	46.4	46.6
영업이익	10.4	8.8	9.4	8.8	9.4	7.2	15.5	11.0	37.4	43.1	64.4	65.7
% YoY	113.8	1.0	-23.1	-34.4	-9.5	-18.0	64.4	25.1	-4.7	15.3	49.5	2.0
영업이익률(%)	34.5	26.9	30.2	24.3	35.6	19.6	30.1	20.4	28.7	25.6	27.5	26.5

자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

표24 JYP 엔터테인먼트 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
매출 추정												
연결 매출	34.0	34.1	34.6	41.7	32.3	40.6	57.3	60.9	144.4	191.1	281.2	318.7
% YoY	28.9	-12.8	-24.1	-6.0	-4.9	18.8	65.5	46.1	-7.1	32.3	47.2	13.3
본사 매출	30.0	32.6	31.1	36.3	26.3	36.7	51.3	54.0	130.0	168.4	234.4	247.7
% YoY	13.8	-11.9	-26.2	-11.9	-12.2	12.6	64.9	48.9	-11.4	29.5	39.2	5.6
자회사 합산	17.5	3.0	7.0	9.0	8.4	6.6	16.1	12.1	36.4	43.3	75.7	103.6
% YoY	132.8	-57.3	-55.9	-31.4	-51.8	121.9	131.3	35.0	-16.1	19.0	75.0	36.8
JYP Ent. JP	17.1	3.1	6.0	9.9	8.0	6.6	15.2	12.1	36.1	42.0	74.0	101.8
% YoY	135.6	-46.5	-61.8	-12.3	-53.4	115.6	153.1	22.2	-9.9	16.2	76.3	37.6
JYP Ent. HK	0.1	-0.1	0.9	-0.9	0.4	-	0.9	-	0.0	1.3	1.7	1.7
% YoY	-43.2	적전	2,944.6	적전	302.2	적지	-8.1	적지	-98.9	6,163.2	33.2	-
제이와이피픽쳐스	0.2	-	-	-	0.0	-	-	-	0.2	0.0	0.0	0.0
% YoY	468.8	적지	적지	적지	-100.0	적지	적지	적지	-82.8	-100.0	-	-
이익 추정												
연결 영업이익	13.4	9.1	11.1	10.5	13.8	9.6	18.2	14.4	44.1	55.8	77.7	83.3
% YoY	132.3	-3.9	-24.6	-22.1	2.5	6.0	63.8	37.1	1.6	26.5	39.1	7.3
영업이익률(%)	39.6	26.5	32.2	25.2	42.6	23.7	31.8	23.7	30.6	29.2	27.6	26.1
본사 영업이익	10.4	8.8	9.4	8.8	9.4	7.2	15.5	11.0	37.4	43.1	64.4	65.7
% YoY	113.8	1.0	-23.1	-34.4	-9.5	-18.0	64.4	25.1	-4.7	15.3	49.5	2.0
자회사 합산	3.1	0.3	1.7	1.7	4.4	2.4	2.8	3.4	6.8	12.9	13.4	17.8
% YoY	227.8	-63.0	-31.8	4,061.1	42.6	795.6	60.9	99.7	60.0	91.2	3.8	32.6
세전이익	14.2	7.9	9.9	5.9	14.3	7.5	19.5	14.2	38.0	55.5	77.0	82.4
% YoY	99.3	-8.7	-30.6	-54.4	0.4	-5.7	96.7	142.2	-11.7	46.2	38.7	6.9
지배주주순이익	11.3	4.7	7.7	5.8	12.0	4.8	16.5	10.6	29.6	43.9	57.4	66.0
% YoY	76.3	-30.9	-34.5	-8.2	6.1	2.6	115.5	81.8	-5.6	48.8	30.6	15.0

자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

JYP Ent. (035900)

Income Statement

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	144.4	191.1	281.2	318.7	332.9
매출액증가율 (%)	-7.1	32.3	47.2	13.3	4.4
매출원가	67.5	91.4	126.4	132.9	138.4
매출총이익	76.9	99.7	154.9	185.8	194.5
판매관리비	32.8	43.6	77.0	102.3	107.5
영업이익	44.1	55.8	77.7	83.3	87.1
영업이익률	30.6	29.2	27.6	26.1	26.2
금융손익	-4.0	1.7	2.4	3.3	4.3
종속/관계기업손익	-0.1	-0.0	-0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.0	-0.7	-0.9	0.0	0.0
세전계속사업이익	38.0	56.8	79.2	86.6	91.3
법인세비용	8.4	11.9	20.2	20.6	21.3
당기순이익	29.6	43.9	57.4	66.0	70.0
지배주주지분 순이익	29.5	44.0	57.4	66.0	70.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	22.1	50.3	66.1	72.1	74.3
당기순이익(손실)	29.6	43.9	57.4	66.0	70.0
유형자산상각비	3.7	3.7	3.7	4.2	3.1
무형자산상각비	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-11.7	2.5	4.9	1.7	1.0
투자활동 현금흐름	-20.3	-23.4	-45.1	-18.8	-7.1
유형자산의증가(CAPEX)	-3.7	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.9	-2.7	-5.2	-2.2	-0.8
재무활동 현금흐름	-5.5	-4.8	-5.2	-7.4	-8.6
차입금의 증감	1.7	0.5	0.9	0.4	0.1
자본의 증가	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-4.1	22.2	15.8	45.9	58.6
기초현금	38.7	34.5	56.7	72.5	118.4
기말현금	34.5	56.7	72.5	118.4	177.0

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
유동자산	127.0	177.3	247.6	316.2	383.4
현금및현금성자산	34.5	56.7	72.5	118.4	177.0
매출채권	19.0	25.1	36.9	41.9	43.7
재고자산	0.5	0.6	0.9	1.0	1.0
비유동자산	97.0	96.0	97.5	95.5	93.1
유형자산	40.6	36.9	33.2	29.1	25.9
무형자산	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8
투자자산	23.0	25.7	30.9	33.1	33.9
자산총계	224.0	273.3	345.1	411.7	476.5
유동부채	33.3	44.1	64.9	73.6	76.8
매입채무	4.4	5.8	8.6	9.7	10.2
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	4.4	5.0	6.2	6.7	6.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	37.7	49.1	71.1	80.2	83.7
자본금	17.9	17.9	17.9	17.9	17.9
자본잉여금	77.0	77.0	77.0	77.0	77.0
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	99.9	137.9	187.7	245.2	306.5
비지배주주지분	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5
자본총계	186.3	224.2	274.0	331.4	392.8

Key Financial Data

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	4,068	5,382	7,922	8,978	9,378
EPS(지배주주)	832	1,238	1,617	1,860	1,972
CFPS	1,310	1,619	2,204	2,437	2,541
EBITDAPS	1,358	1,676	2,291	2,465	2,541
BPS	5,146	6,217	7,620	9,238	10,967
DPS	154	180	230	260	260
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	46.2	40.9	25.9	22.5	21.2
PCR	29.3	31.3	19.0	17.2	16.5
PSR	9.4	9.4	5.3	4.7	4.5
PBR	7.5	8.2	5.5	4.5	3.8
EBITDA	48.2	59.5	81.3	87.5	90.2
EV/EBITDA	26.3	27.9	15.9	14.1	12.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.3	21.8	23.4	22.1	19.5
EBITDA 이익률	33.4	31.1	28.9	27.5	27.1
부채비율	20.2	21.9	25.9	24.2	21.3
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	471.9	444.9	530.4	502.1	500.8
매출채권회전율(x)	8.8	8.7	9.1	8.1	7.8
재고자산회전율(x)	253.5	366.9	383.6	342.3	329.1

Industry Brief
2022. 1. 26

▲ 엔터/레저

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

Hold

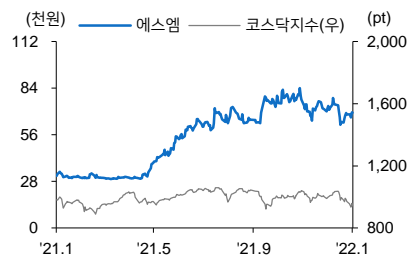
적정주가 (12개월) 76,000 원
현재주가 (1.25) 63,500 원
상승여력 19.7%

KOSDAQ	889.44pt
시가총액	15,079억원
발행주식수	2,376만주
유동주식비율	79.64%
외국인비중	13.21%
52주 최고/최저가	84,000원/29,450원
평균거래대금	465.9억원

주요주주(%)	
이수만 외 12 인	18.91
국민연금공단	6.16
KB자산운용	5.13

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.8	0.0	88.1
상대주가	-0.1	18.7	111.4

주가그래프



에스엠 041510

열일한 2021 을 뒤로하고

- ✓ 4분기 영업이익은 172 억원으로 시장 컨센서스 하회 전망
- ✓ 2022 년 연결 영업이익 1,306 억원 전망
- ✓ 엔터 본업 기준 현 주가는 2022 년 PER 31 배에 해당
- ✓ 실적 및 모멘텀 받으며 지난해 동사 주가 151% 상승. 실적 성장폭 2022 년 다소 둔화 및 모멘텀 소멸기로 쉬어가는 구간 이어질 전망

기대치는 높았지만 무난한 실적이 예상되는 4분기

에스엠의 4 분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,575 억원(+39.8% YoY)과 172 억원(+1,176% YoY)로 시장 기대치를 하회할 것으로 예상된다. NCT, 에스파 등 신보 효과에 힘입어 419 만장을 기록한 것으로 추정한다. 이는 역대 2 번째 높은 판매고에 해당한다. 기존 추정치 대비 30 억원 영업이익이 상향되었는데 이는 앨범 관련 일부 원가 조정에 따른다. 3 분기 특별 상여가 지급되었으나 코로나 기간임에도 불구하고 SM 본사의 이익이 역대 최대치를 기록한 만큼 4 분기 전년 수준의 인건비를 추정했다.

M&A, NFT 모멘텀 소멸기

2022 년 당사가 추정하는 SM 의 연결 영업이익은 1,306 억원으로 시장 대비 100 억원 높다. 차이는 키이스트 관련 이익 추정 차이로 예상되며 엔터 본업과 관련된 이익은 시장과 유사한 수준이다. 동 추정치는 콘서트 완전 재개를 고려한 수치다. 현 주가는 2022 년 PER 기준 23 배에 해당하며 엔터 본업+디어유 실적 기준으로는 PER 31 배에 해당한다.

지난 2/3 분기 동사의 주가 모멘텀은 M&A 이슈로 요약되며 4 분기는 타 엔터업체와 마찬가지로 NFT 모멘텀이 작용했다. NFT 가 밸류에이션 상향을 불러오기 어렵다는 것을 지난 2 달간 확인한 바 있다. 이번이 없다면 M&A 이슈도 소멸기에 접어들다. 지난해 동사의 주가는 151% 상승했다. 성공적인 신인의 안착과 NCT 의 이익 기여가 본격화된 덕이다. 2022 년 동 흐름이 크게 바뀔 가능성은 없으나 이익 성장폭은 콘서트 재개를 고려하더라도 다소 하향 안정화되는 시기다. 엔터 3 사가 보유한 신인 모멘텀을 동사는 보유하지 않아 이벤트 면에서 매력도가 다소 하락한다. 지난해 높은 주가 상승에 대한 소화 기간이 당분간 이어질 것으로 예상된다.

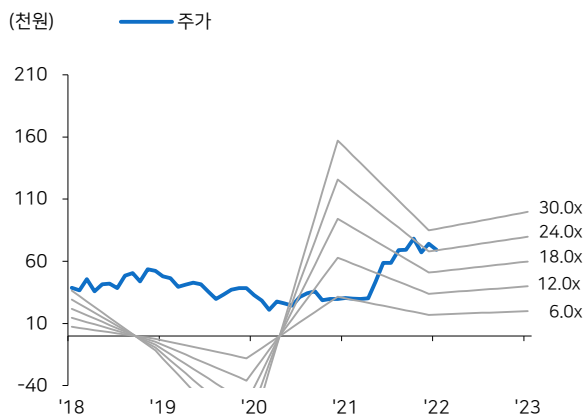
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	579.9	6.5	-70.2	-2,992	393.6	18,412	-9.9	1.6	7.1	-16.0	73.5
2021E	752.5	74.2	123.4	5,236	-250.1	23,380	14.2	3.2	12.0	25.0	79.1
2022E	953.5	130.6	67.2	2,828	-31.4	26,208	22.5	2.4	6.1	11.4	87.9
2023E	1,180.3	160.1	78.0	3,284	16.1	29,493	19.3	2.2	6.0	11.8	92.7
2024E	1,298.3	173.9	89.6	3,773	14.9	33,265	16.8	1.9	5.0	12.0	90.7

표25 에스엠 주요 아티스트 활동 추정

	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
동방신기 2004 데뷔 2013, 2018 재계약			12/8 최강창민 일본 미니앨범 'Human'	1/13 최강창민 솔로앨범 'Devil' (2만장)
슈퍼주니어 2005 데뷔 2015 재계약	4/25 온라인 팬미팅 5/3 예성 미니 4집 (11.2만장) 5월 VLive 콘서트 1회		11/2 D&E 정규 1집 'Countdown' (25만장)	1/25 규현 미니앨범 '연애소설 (Love Story)' (11만장 가정)
소녀시대 2007 데뷔 2017 일부 재계약		7/6 태연 디지털싱글 'Weekend'		2월 태연 정규 3집 (15만 가정)
샤이니 2008 데뷔 2018 재계약	4/12 리팩 (11.8만장) 5/2 태민 VLive 콘서트 5/18 태민 미니3집 'Advice' (13.5만장) 5월 태민 군입대	7/28 일본 미니앨범 'SUPERSTAR' 9/27 키 솔로 'BAD LOVE' (7만장)	12/21 민호 팬미팅+V live@광운대 동해문화예술관	
엑소 2012 데뷔 2022 재계약 必	5/6 백현 군입대 6/7 스페셜 앨범 'Don't fight the feeling' (121.6만장)	7/26 디오 미니1집 '공감' (37만장)	11/30 카이 미니 2집 'Peaches' (25만장) 12/12 카이 V live 콘서트	
레드벨벳 2014 데뷔 2023 재계약	4/5 웬디 솔로 미니1집 'Like water' (14.7만장) 5/31 조이 스페셜 'Hello' (10만장)	8/16 미니 6집 'Queendom' (33만장 가정)		
NCT 2016 데뷔 2023 만료	4월 WayV/드림/127 Vlive 각 1회씩 5/10 드림 정규1집 'Hot sauce' (205만) 6/28 드림 리팩 'Hello future' (124.6만) 2Q 86.9만/3Q 37.7만	9/17 127 정규 3집 'Sticker' (23만)	10/25 127 리팩 'Favorite' (115만장) 11월 정규 3집 'Universe' (163만장) 12/17-19 127 고척돔 콘서트 3회 (5천명*15만*3회) 22억	3월 WayV 미니 (30만장 가정)
에스파 2020 데뷔	5/17 디지털 싱글 'Next level'		10/5 미니 1집 'Savage' (57.4만장)	

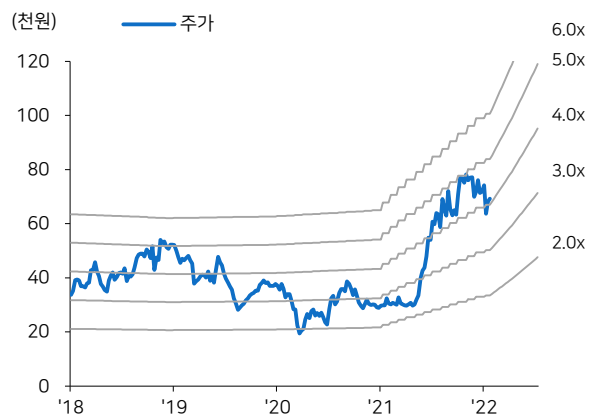
주: 상기 자료는 과거 아티스트 활동 내역에 기반한 당사 추정치임 ; 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림25 에스엠 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림26 에스엠 Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표26 에스엠 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	257.5	184.2	39.8	154.4	66.8	208.0	23.8
영업이익	17.2	1.4	1,175.8	14.1	22.4	22.4	-23.0
세전이익	99.3	-41.2	흑전	22.7	338.6	14.7	575.7
지배순이익	83.7	-50.5	흑전	15.5	441.2	10.1	725.9

자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

표27 SM 엔터테인먼트 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
매출 추정												
매출	68.4	74.6	58.6	101.0	87.6	117.2	92.2	108.2	302.6	405.2	492.3	494.9
음반/음원 사업	37.8	53.0	38.7	61.6	58.5	93.1	62.9	74.3	191.1	288.7	279.7	289.9
음반 매출	18.9	33.8	19.5	41.7	38.3	72.5	41.8	50.1	113.9	202.8	184.8	195.0
음원 매출	18.9	19.2	19.2	19.9	20.1	20.6	21.1	24.2	77.2	86.0	95.0	94.9
매니지먼트 사업	30.5	21.6	19.9	39.4	29.2	24.1	29.3	34.0	111.4	116.6	212.5	204.9
출연료 등	13.5	5.0	6.7	16.1	6.0	8.3	8.6	11.9	41.3	34.8	86.8	70.5
광고	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	18.0	18.0	23.8	27.4
초상 외	12.5	12.1	8.7	18.8	18.7	11.3	16.2	17.6	52.1	63.8	102.0	107.1
% YoY												
매출	20.0	15.5	-30.0	-1.2	28.0	57.1	57.3	7.2	-1.6	33.9	21.5	0.5
음반/음원 사업	60.2	98.5	14.5	46.7	54.7	75.7	62.5	20.6	51.5	51.1	-3.1	3.6
음반 매출	125.0	154.1	10.8	67.5	102.9	114.4	114.4	20.2	77.4	78.0	-8.9	5.5
음원 매출	24.3	43.3	18.5	16.4	6.4	7.4	9.9	21.4	24.7	11.4	10.5	-0.1
매니지먼트 사업	-8.7	-42.9	-60.1	-34.6	-4.3	11.6	47.2	-13.8	-38.6	4.6	82.3	-3.6
출연료 등	3.4	-63.2	-64.9	136.8	-55.6	66.0	28.4	-26.4	-21.4	-15.9	149.7	-18.7
광고	-30.8	-15.1	-33.8	-13.5	-	-	-	-	-24.4	-	32.2	15.0
초상 외	-9.7	-36.0	-63.8	-61.0	49.6	-6.6	86.2	-6.4	-50.4	22.5	59.8	5.0
원가 추정												
매출원가	45.3	40.0	37.3	63.5	55.5	64.4	51.9	65.2	186.1	236.9	293.8	280.7
% to sales	66.2	53.6	63.6	62.9	63.4	54.9	56.2	60.2	61.5	58.5	59.7	56.7
% YoY	36.5	-10.0	-28.8	-3.2	22.5	61.0	39.1	2.6	-4.9	27.3	24.0	-4.5
판매관리비	15.2	17.9	17.5	29.7	14.7	27.6	22.9	30.4	80.2	95.6	111.4	113.1
% to sales	22.2	23.9	29.9	29.4	16.8	23.5	24.8	28.1	26.5	23.6	22.6	22.9
% YoY	-0.2	-1.7	11.6	15.7	-3.1	54.5	30.7	2.4	7.4	19.2	16.6	1.5
이익 추정												
매출총이익	23.1	34.6	21.3	37.5	32.1	52.8	40.4	43.1	116.6	168.3	198.4	214.1
% YoY	-3.0	72.0	-31.9	2.5	38.9	52.6	89.1	14.8	4.2	44.4	17.9	7.9
매출총이익률(%)	33.8	46.4	36.4	37.1	36.6	45.1	43.8	39.8	38.5	41.5	40.3	43.3
영업이익	7.8	16.7	3.8	7.9	17.4	25.2	17.5	12.7	36.2	72.7	87.0	101.0
% YoY	-9.2	761.6	-75.5	-28.5	122.6	50.6	355.1	61.6	-2.5	100.7	19.6	16.1
영업이익률(%)	11.4	22.4	6.5	7.8	19.8	21.5	18.9	11.7	12.0	17.9	17.7	20.4

자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

표28 SM 엔터테인먼트 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
매출 추정												
연결 매출	144.7	135.9	115.0	184.2	154.2	186.4	154.4	257.5	579.9	752.5	953.5	1,180.3
% YoY	10.7	-14.9	-33.7	-5.0	6.6	37.2	34.2	39.8	-11.8	29.8	26.7	23.8
본사 매출	68.4	74.6	58.6	101.0	87.6	117.2	92.2	108.2	302.6	405.2	492.3	494.9
% YoY	20.0	15.5	-30.0	-1.2	28.0	57.1	57.3	7.2	-1.6	33.9	21.5	0.5
자회사 합산	76.3	61.3	56.4	83.2	66.7	69.2	62.1	149.2	277.2	347.2	461.2	685.4
% YoY	3.5	-35.5	-37.2	-9.3	-12.7	12.9	10.2	79.4	-20.9	25.3	32.8	48.6
SM C&C	33.8	26.6	27.2	43.0	26.4	32.6	28.6	45.1	130.6	132.7	139.4	146.4
% YoY	-4.0	-37.8	-31.7	-12.1	-22.1	22.8	5.0	5.0	-21.7	1.6	5.0	5.0
SM Japan	14.3	7.6	11.7	1.3	1.3	6.1	9.3	1.1	34.9	27.9	123.5	129.7
% YoY	-4.0	-52.4	-41.8	-95.3	-90.7	-20.3	-20.3	-20.3	-56.0	-20.3	343.3	5.1
Dream Maker	4.0	5.4	5.8	6.7	4.3	4.3	3.7	4.3	21.9	16.6	78.0	217.1
% YoY	-75.4	-61.4	-80.4	-66.3	8.0	-20.4	-35.8	-35.8	-72.5	-24.0	369.4	178.3
디어유	1.7	4.2	5.9	7.2	8.9	9.5	10.7	11.2	19.0	40.3	52.7	64.7
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	423.5	126.2	81.4	56.0	N/A	112.3	30.7	22.8
키이스트	31.5	19.6	5.9	-8.9	11.0	8.1	4.9	76.0	48.1	100.0	110.0	121.0
% YoY	34.7	-41.1	-72.8	적전	-65.0	-58.7	-17.4	흑전	-52.0	107.9	10.0	10.0
이익 추정												
연결 영업이익	1.7	13.2	-9.7	1.3	15.4	27.5	14.1	17.2	6.5	74.2	130.6	160.1
% YoY	-40.3	240.1	적전	-90.2	815.6	108.9	흑전	1,178.0	-83.9	1,041.9	76.1	22.5
영업이익률(%)	1.2	9.7	-8.4	0.7	10.0	14.7	9.1	6.7	1.1	9.9	13.7	13.6
본사 영업이익	7.8	16.7	3.8	7.9	17.4	25.2	17.5	12.7	36.2	72.7	87.0	101.0
% YoY	-9.2	761.6	-75.5	-28.5	122.6	50.6	355.1	61.6	-2.5	100.7	19.6	16.1
영업이익률(%)	11.4	22.4	6.5	7.8	19.8	21.5	18.9	11.7	12.0	17.9	17.7	20.4
자회사 영업이익	-6.1	-3.6	-13.5	-6.5	-2.0	2.3	-3.4	4.5	-29.7	1.4	43.6	59.1
% YoY	적지	적전	적전	적전	적지	흑전	적지	흑전	적전	흑전	2,937.8	35.4
SM C&C	-3.5	-1.4	-2.0	2.6	-3.1	0.5	-0.4	2.6	-4.4	-0.4	-0.4	-0.4
% YoY	적지	적전	적전	-26.7	적지	흑전	적지	-	적전	적지	적지	적지
SM Japan	-0.3	0.1	-5.6	-4.5	-1.5	-1.5	-4.6	-3.5	-10.3	-11.1	5.0	5.1
% YoY	적전	-97.6	적전	적전	적지	적전	적지	적지	적전	적지	흑전	2.4
Dream Maker	-	-0.9	-0.9	0.7	-0.5	-0.7	-1.0	0.7	-1.1	-1.5	4.7	5.2
% YoY	적지	적전	적전	124.4	적지	적지	적지	-	적전	적지	흑전	10.0
디어유	-1.3	-0.1	0.9	0.2	3.2	3.4	4.2	3.1	-0.3	13.9	18.3	26.3
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	흑전	흑전	366.7	1,439.0	N/A	흑전	31.8	43.7
키이스트	2.4	-0.8	-1.4	1.5	0.9	-1.0	-0.7	2.6	1.7	1.9	15.9	19.7
% YoY	흑전	적전	적지	흑전	-61.5	적지	적지	71.7	흑전	11.7	752.3	24.1
SM Beijing	0.2	0.2	0.2	0.2	1.7	0.9	-0.5	-0.5	0.8	1.6	3.1	4.1
% YoY	흑전	적지	-	-	750.0	325.0	적전	적전	흑전	93.8	96.8	34.4

자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

에스엠 (041510)

Income Statement

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	579.9	752.5	953.5	1,180.3	1,298.3
매출액증가율 (%)	-11.8	29.8	26.7	23.8	10.0
매출원가	381.1	494.9	555.9	554.9	610.4
매출총이익	198.8	257.6	397.6	625.4	687.9
판매관리비	192.3	183.5	266.9	465.3	514.0
영업이익	6.5	74.2	130.6	160.1	173.9
영업이익률	1.1	9.9	13.7	13.6	13.4
금융손익	-9.4	-0.2	0.5	1.9	3.3
중속/관계기업손익	-13.0	98.9	-7.0	-7.0	0.0
기타영업외손익	-24.6	-10.7	-14.8	-10.7	-14.8
세전계속사업이익	-40.6	162.1	109.4	144.3	162.4
법인세비용	39.8	46.0	35.6	46.9	50.6
당기순이익	-80.3	121.2	83.8	97.3	111.8
지배주주지분 순이익	-70.2	123.4	67.2	78.0	89.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	45.4	204.1	170.5	150.6	139.9
당기순이익(손실)	-80.3	121.2	83.8	97.3	111.8
유형자산상각비	30.8	30.8	30.8	-9.3	-6.9
무형자산상각비	40.9	14.4	11.4	9.1	7.2
운전자본의 증감	-25.7	40.7	47.3	53.4	27.8
투자활동 현금흐름	-42.5	-54.4	-63.8	-74.9	-39.0
유형자산의증가(CAPEX)	-8.1	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	13.1	-29.0	-33.8	-38.1	-19.9
재무활동 현금흐름	16.2	13.6	3.5	-23.9	3.0
차입금의 증감	-33.4	13.6	3.5	-23.9	3.0
자본의 증가	65.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	12.5	163.3	110.2	51.8	103.9
기초현금	285.0	297.5	460.8	571.1	622.8
기말현금	297.5	460.8	571.1	622.8	726.7

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
유동자산	646.5	914.0	1,145.5	1,333.7	1,508.7
현금및현금성자산	297.5	461.1	571.7	623.4	727.3
매출채권	136.5	177.1	224.4	277.8	305.5
재고자산	11.4	14.8	18.8	23.2	25.6
비유동자산	422.4	406.2	397.8	436.1	455.7
유형자산	91.5	60.7	29.8	39.1	46.0
무형자산	177.9	163.6	152.2	143.1	135.9
투자자산	97.5	126.6	160.4	198.5	218.4
자산총계	1,068.9	1,320.2	1,543.3	1,769.9	1,964.4
유동부채	433.8	560.0	694.7	818.7	898.7
매입채무	177.6	230.4	292.0	361.4	397.6
단기차입금	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
유동성장기부채	22.3	31.4	29.7	0.0	0.0
비유동부채	18.9	22.9	27.5	32.7	35.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	452.7	582.9	722.2	851.4	934.1
자본금	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7
자본잉여금	310.4	310.4	310.4	310.4	310.4
기타포괄이익누계액	-5.2	-5.2	-5.2	-5.2	-5.2
이익잉여금	95.4	218.7	285.9	363.9	453.5
비지배주주지분	184.3	182.2	198.8	218.2	240.4
자본총계	616.1	737.3	821.2	918.5	1,030.3

Key Financial Data

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	24,729	31,930	40,154	49,705	54,675
EPS(지배주주)	-2,992	5,236	2,828	3,284	3,773
CFPS	3,745	8,985	6,867	5,986	6,712
EBITDAPS	3,336	5,064	7,280	6,732	7,334
BPS	18,412	23,380	26,208	29,493	33,265
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-9.9	14.2	22.5	19.3	16.8
PCR	7.9	8.3	9.2	10.6	9.5
PSR	1.2	2.3	1.6	1.3	1.2
PBR	1.6	3.2	2.4	2.2	1.9
EBITDA	78.2	119.3	172.9	159.9	174.2
EV/EBITDA	7.1	12.0	6.1	6.0	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-16.0	25.0	11.4	11.8	12.0
EBITDA 이익률	13.5	15.9	18.1	13.5	13.4
부채비율	73.5	79.1	87.9	92.7	90.7
금융비용부담률	0.7	0.5	0.4	0.3	0.2
이자보상배율(x)	1.5	19.6	30.7	43.5	56.0
매출채권회전율(x)	4.4	4.8	4.7	4.7	4.5
재고자산회전율(x)	44.3	57.4	56.8	56.2	53.2

Industry Brief
2022. 1. 26

▲ 엔터/레저

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

하이브 352820

눈높이 현실화까지 시간이 필요하다

- ✓ 4분기 영업이익은 693 억원으로 기대치 하회 예상
- ✓ 총매출 인식하는 콘서트 영향으로 탑라인은 역대 최대 달성하나 이익 측면에서는 BTS 구보 판매가 크게 기여했을 것으로 예상
- ✓ 2022년 추정 영업이익은 2,959 억원으로 예상. 컨센서스는 3,751 억원
- ✓ NFT 모멘텀 소멸 후 현 주가 기준 PER 50 배. 눈높이 현실화 필요

Hold

적정주가 (12개월) **260,000 원**
현재주가 (1.25) **271,000 원**
상승여력 **-4.1%**

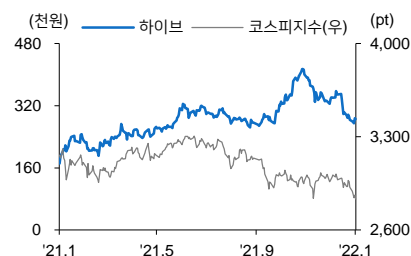
KOSPI	2,720.39pt
시가총액	112,068억원
발행주식수	4,135만주
유동주식비율	36.50%
외국인비중	16.19%
52주 최고/최저가	414,000원/191,070원
평균거래대금	1,075.2억원

주요주주(%)

방시혁 외 9 인	33.12
넷마블	18.21
국민연금공단	7.08

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-20.4	-10.6	34.5
상대주가	-11.9	7.0	58.7

주가그래프



콘서트 말고 앨범이 이끈 4분기

하이브의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 3,794 억원(+21.5% YoY)과 693 억원(+24.6% YoY)로 시장 기대치를 하회할 것으로 예상된다. 신보의 경우 세븐틴 미니앨범 하나에 그쳤지만 방탄소년단의 구보 약 100 만장을 비롯 총 477 만장이 판매고를 기록하며 앨범 판매 측면에서는 3분기와 유사한 실적이 예상된다. BTS 의 미국 콘서트가 약 400 억원 반영되었으나 GPM 은 10% 안팎으로 예상된다. 2019 년 BTS 의 글로벌 투어 당시 동사가 밝힌 콘서트 매출과 GPM 은 각각 2 천억원, 10~15% 수준이었음을 참조했다. 판관비의 경우 3분기 대비 약 300 억원 증가한 수준을 예상한다. 이는 2020 년 3/4분기 차이 수준으로 연말 발생하는 비용의 증분을 유사하게 추정했다.

눈높이 맞출 때까지 시간이 필요하다

지난 10~11 월 이루어졌던 NFT 모멘텀이 최근 소멸되고 있다. 글로벌 주식시장 내 NFT 테마가 작동한 곳이 한국에 한정되었다는 점을 상기했을 때 NFT 가 엔터 산업 내 또 다시 모멘텀으로 작용할 가능성은 높지 않다고 본다.

2022 년 당사가 추정하는 하이브의 연결 영업이익은 2,959 억원으로 시장 대비 8 백억원 낮다. 당사 추정치는 2022 년 콘서트 매출 조정이 진행되지 않은 수치다. BTS 의 군입대가 올해 말 시작된다는 가정이 변하지 않는다면 2023 년은 감익이 예상된다. 당사가 50 배 이상으로 밸류에이션을 상향하지 못하는 이유다. 성장주에 불리한 시장 환경은 지난 2 년간 밸류에이션을 지속적으로 높여온 엔터 산업에 다소 부담으로 작용하고 있다. NFT 모멘텀이 소멸된 과정이 지난 2 개월이었다면, 지금부터는 실적을 현실화하는 과정이 예상된다.

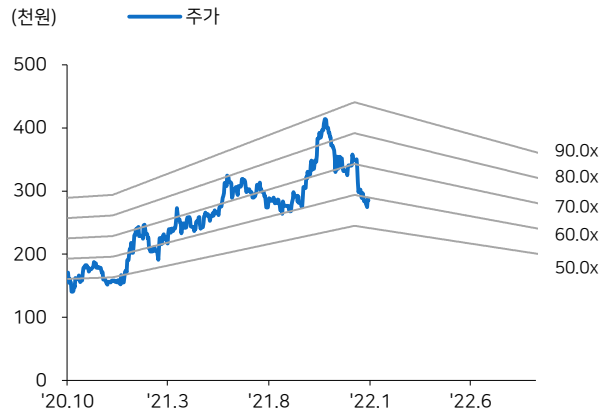
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	796.3	145.5	85.7	2,946	4.6	33,159	53.8	4.8	27.1	12.5	60.5
2021E	1,177.4	185.7	130.4	3,436	9.2	31,856	101.6	11.0	69.7	10.4	81.8
2022E	2,010.1	295.9	222.2	5,373	50.0	36,680	50.4	7.4	34.2	15.7	87.6
2023E	1,583.7	225.7	161.9	3,915	-24.0	40,347	69.2	6.7	43.6	10.2	71.8
2024E	1,425.3	240.7	172.7	4,176	10.1	44,385	64.9	6.1	40.4	9.9	62.6

표29 하이브 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	379.4	312.3	21.5	341.0	11.3	389.7	-2.6
영업이익	69.3	55.6	24.6	65.6	5.5	76.7	-9.7
세전이익	60.0	41.7	43.9	69.5	-13.7	85.1	-29.5
지배순이익	45.1	28.5	57.9	47.7	-5.4	53.5	-15.8

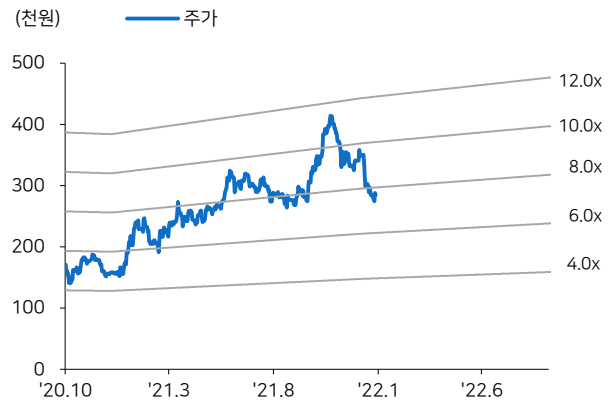
자료: 하이브, 메리츠증권 리서치센터

그림27 하이브 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림28 하이브 Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

표30 하이브 주요 아티스트 활동 추정

	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
방탄소년단 '12년 데뷔 '18년 (7년 재계약)	5/21 디지털싱글 'Butter' 6월 온콘 2회 (동점 133만명 가정) 6/16 일본 싱글 'BTS, the best'	7/9 싱글 앨범(265만장)	10/24 온콘 (동점 99만명 가정) 11/12월 미국 콘서트 4회 (5만명*ATP 20만원=400억원) 12/2 LA 온콘	3월 서울 콘서트
TXT '19년 데뷔 '26년 만료	5/31 정규2집 '혼돈의 장-Freeze' (78.4만장)	8/17 리팩 '혼돈의 장-Fight or Escape' (64만장)	10/3 12월 온콘 (동점 5만) 11/10 일본 EP 'Chaotic Wonderland'	2월 일본 싱글 가정
여자친구 '15년 데뷔 계약만료				
뉴이스트 '12년 데뷔, '19년 재계약	4/19 정규 2집 'Romanticize' (20.6만)		11/26-28 잠실실내체육관 3회 (4천명*3회*15만원 가정)	
세븐틴 '15년 데뷔 '21년 재계약	4/21 일본 싱글 3집 '히토리자나이' 4/27 일본 온라인 팬미팅, 토크쇼 5/13 디에잇 디지털솔로 3집 6/18 미니 8집 'Your Chice' (150만/2Q 139.2만/3Q 10만)	7월 재계약 완료	10/22 미니9집 'Attaca' (208만장) 11/14,21 온콘 2회	3월 일본 정규 가정
엔하이픈 '20.11 데뷔 '27년 만료	4/26 미니 2집 'BORDER: CARNIVAL' (63.6만장)		10/12 정규1집 'DIMENSION: DILEMMA' (110만장)	1/10 리팩 'DIMENSION : ANSWER' (초동 51.4만장/63만장 가정)
프로미스나인 (2018.01 데뷔, 22 영입) 2025 만료				1/17 미니4집 'Midnight Guest' (13만장 가정)
New girl group (2022 데뷔)				3월 디지털 싱글 데뷔 가정
New JP idol (2022 데뷔 가정)				

주: 상기 자료는 과거 아티스트 활동 내역에 기반한 당사 추정치임

자료: 메리츠증권 리서치센터

표31 하이브 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
매출 추정								
연결 매출	178.3	278.6	341.0	379.4	796.3	1,177.4	2,010.1	1,583.6
% YoY	0.3	0.8	0.8	0.2	35.6	47.9	70.7	-21.2
본사 매출	95.1	123.7	154.9	154.2	453.4	532.7	923.1	678.7
% YoY	-0.1	0.5	0.4	-0.0	8.8	17.5	73.3	-26.5
자회사 합산	139.0	273.3	283.7	348.0	-	1,059.5	1,454.2	1,498.1
% YoY	0.9	0.9	0.8	0.1	적지	적지	37.3	3.0
Pledis	12.9	36.9	13.8	49.6	69.6	113.1	176.6	210.6
% YoY	N/A	0.8	0.2	0.3	N/A	62.4	56.2	19.2
SourceMusic	1.8	0.7	0.7	-	8.1	3.2	0.9	4.6
% YoY	0.2	-0.3	-0.4	N/A	166.9	-60.3	-72.1	409.0
Bighit JP	4.0	9.7	-	9.7	24.2	65.5	105.5	145.5
% YoY	-0.4	1.7	N/A	-0.0	-77.3	170.2	61.1	37.9
HYBE solutions JP	3.1	3.3	15.6	3.7	12.3	25.7	26.3	21.3
% YoY	N/A	-0.2	2.9	-0.2	N/A	110.0	2.3	-18.9
Wiverse	37.2	58.7	79.9	82.9	219.1	258.7	350.7	318.3
% YoY	-0.1	0.5	0.7	-0.1	180.2	18.0	35.6	-9.2
이익 추정								
연결 영업이익	22.8	28.0	65.6	69.3	145.5	185.7	295.9	225.7
% YoY	0.1	-0.1	0.6	0.2	47.4	27.6	59.4	-23.7
영업이익률 (%)	12.8	10.1	19.2	18.3	18.3	15.8	14.7	14.3
본사 영업이익	14.0	14.9	26.3	19.9	86.9	79.8	123.7	88.3
% YoY	-0.2	-0.2	-0.1	-0.0	1.3	-8.2	55.0	-28.6
영업이익률 (%)	14.7	12.1	17.0	12.9	19.2	15.0	13.4	13.0
자회사 합산	-0.9	4.6	5.1	14.8	-0.4	110.6	172.2	137.4
% YoY	N/A	-0.6	-0.5	-0.6	적전	흑전	55.6	-20.2
Pledis	1.1	5.0	3.6	15.2	15.5	24.9	37.0	37.7
% YoY	N/A	-0.4	1.3	1.4	N/A	60.4	48.4	2.1
SourceMusic	-0.2	-1.0	-0.9	-1.0	-2.3	-3.1	-6.1	-8.1
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	적전	적지	적지	적지
Bighit JP	-1.0	0.8	-0.3	0.4	1.4	0.0	14.4	10.3
% YoY	N/A	N/A	N/A	-	-90.4	-99.2	124,171	-28.6
HYBE solutions JP	3.1	3.3	15.6	3.7	12.3	25.7	26.3	21.3
% YoY	N/A	-0.2	2.9	-0.2	N/A	110.0	2.3	-18.9
Wiverse	1.2	-2.8	5.1	-3.4	15.6	0.1	10.1	6.7
% YoY	-0.6	N/A	-0.5	N/A	N/A	-99.1	7,407.4	-34.2
Bighit America*	-0.4	-2.9	-0.8	1.7	-0.6	-2.4	29.9	27.2
% YoY	N/A	N/A	N/A	7.0	적전	적지	흑전	-8.8

주: Ithaca holdings는 Bighit America의 100% 자회사

자료: 빅히트, 메리츠증권 리서치센터

하이프 (352820)

Income Statement

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	796.3	1,177.4	2,010.1	1,583.7	1,425.3
매출액증가율 (%)	35.6	47.9	70.7	-21.2	-10.0
매출원가	421.5	556.3	940.7	751.8	639.0
매출총이익	374.8	621.1	1,069.4	831.9	786.3
판매관리비	229.2	435.4	773.5	606.2	545.6
영업이익	145.5	185.7	295.9	225.7	240.7
영업이익률	18.3	15.8	14.7	14.3	16.9
금융손익	-13.9	-4.6	-5.0	-4.4	-3.9
종속/관계기업손익	-1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.8	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	126.3	181.1	290.9	221.3	236.8
법인세비용	39.2	57.2	88.3	67.2	67.2
당기순이익	87.1	123.9	202.6	154.0	169.6
지배주주지분 순이익	85.7	130.4	222.2	161.9	172.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	116.7	103.9	81.3	313.3	222.5
당기순이익(손실)	87.1	123.9	202.6	154.0	169.6
유형자산상각비	21.4	3.0	2.3	1.7	1.3
무형자산상각비	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5
운전자본의 증감	-25.8	-36.6	-137.1	144.0	38.1
투자활동 현금흐름	-1,022.4	-259.7	-50.6	25.9	9.6
유형자산의증가(CAPEX)	-39.5	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-20.7	-11.6	-25.3	12.9	4.8
재무활동 현금흐름	1,133.4	408.6	20.6	-10.6	-3.9
차입금의 증감	328.6	408.6	20.6	-10.6	-3.9
자본의 증가	935.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	219.5	110.9	164.5	228.3	228.2
기초현금	160.8	380.2	491.2	655.6	884.0
기말현금	380.2	491.2	655.6	884.0	1,112.1

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,389.3	1,014.1	1,461.2	1,513.4	1,654.2
현금및현금성자산	380.2	509.1	694.5	880.7	1,071.3
매출채권	112.3	166.1	283.5	223.4	201.0
재고자산	62.0	91.6	156.4	123.2	110.9
비유동자산	535.2	1,390.5	1,399.9	1,371.8	1,352.2
유형자산	48.4	45.4	43.2	41.5	40.2
무형자산	288.4	1,274.9	1,261.3	1,247.8	1,234.3
투자자산	33.7	45.3	70.5	57.6	52.8
자산총계	1,924.4	2,404.6	2,861.1	2,885.2	3,006.4
유동부채	296.2	201.3	343.7	270.8	243.7
매입채무	34.6	51.1	87.3	68.7	61.9
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	429.3	880.3	991.9	934.8	913.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	200.1	600.1	600.1	600.1	600.1
부채총계	725.5	1,081.7	1,335.7	1,205.6	1,157.3
자본금	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8
자본잉여금	1,132.3	1,132.3	1,132.3	1,132.3	1,132.3
기타포괄이익누계액	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
이익잉여금	44.0	166.0	365.5	517.2	684.1
비지배주주지분	3.6	5.5	8.6	11.0	13.6
자본총계	1,198.9	1,322.9	1,525.5	1,679.5	1,849.1

Key Financial Data

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	27,370	31,034	48,608	38,296	34,466
EPS(지배주주)	2,946	3,436	5,373	3,915	4,176
CFPS	5,099	5,330	7,537	5,826	6,179
EBITDAPS	6,203	5,330	7,537	5,826	6,179
BPS	33,159	31,856	36,680	40,347	44,385
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	53.8	101.6	50.4	69.2	64.9
PCR	31.1	65.5	36.0	46.5	43.9
PSR	5.8	11.2	5.6	7.1	7.9
PBR	4.8	11.0	7.4	6.7	6.1
EBITDA	180.5	202.2	311.7	240.9	255.5
EV/EBITDA	27.1	69.7	34.2	43.6	40.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.5	10.4	15.7	10.2	9.9
EBITDA 이익률	22.7	17.2	15.5	15.2	17.9
부채비율	60.5	81.8	87.6	71.8	62.6
금융비용부담률	0.5	0.6	0.4	0.5	0.5
이자보상배율(x)	37.4	24.9	39.7	30.3	32.3
매출채권회전율(x)	7.7	8.5	8.9	6.2	6.7
재고자산회전율(x)	21.3	15.3	16.2	11.3	12.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료 공표일 현재 에스엠의 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다. 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 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

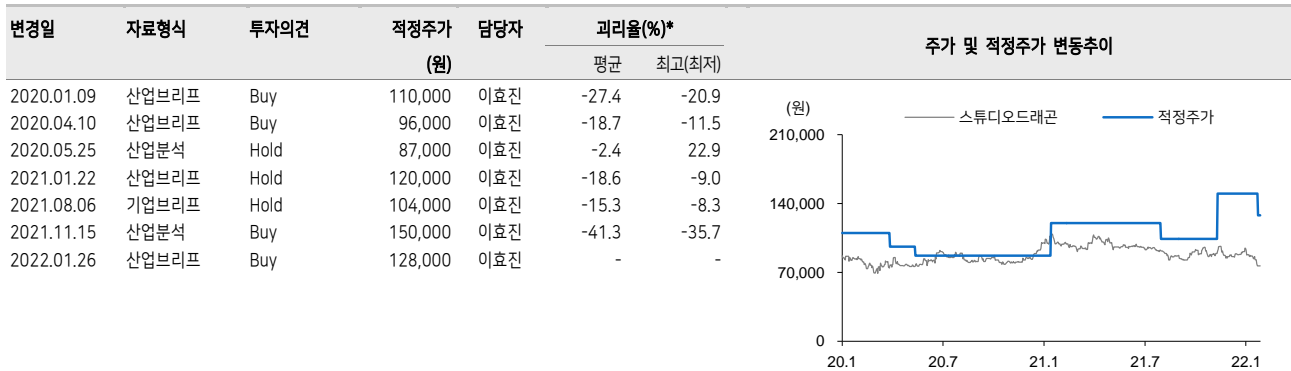
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

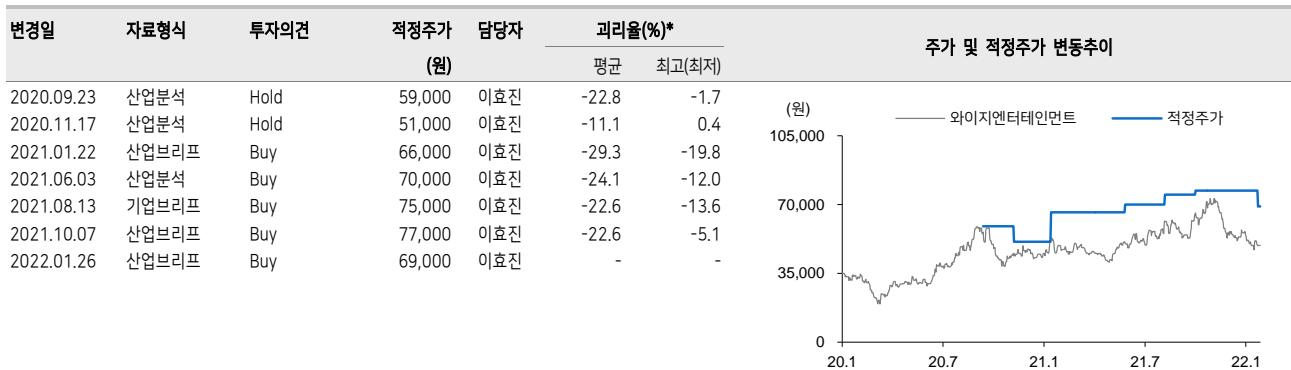
스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



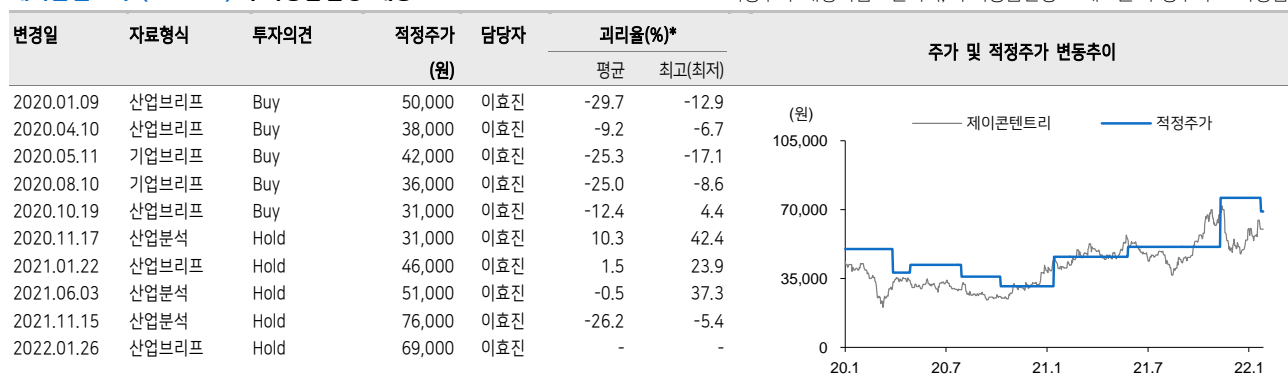
와이지엔터테인먼트 (122870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



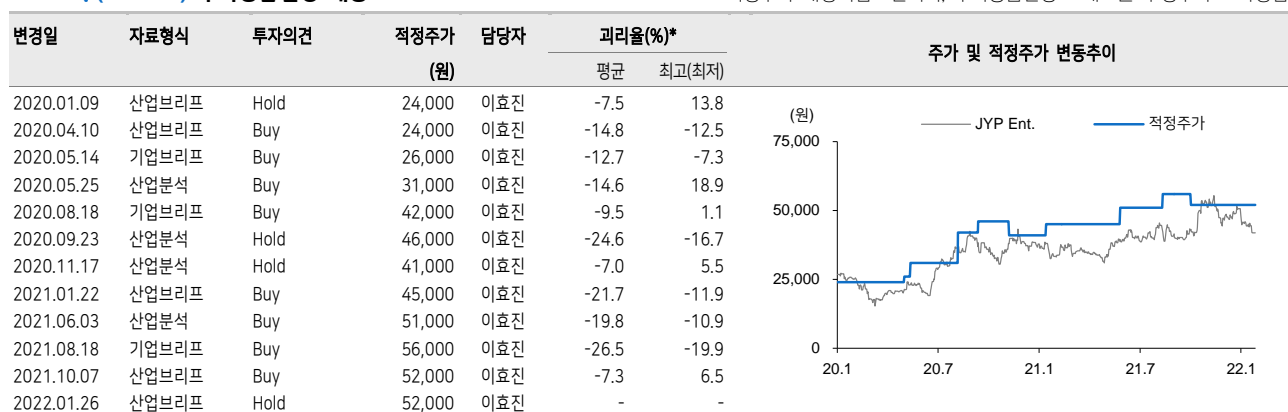
제이콘텐트리 (036420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



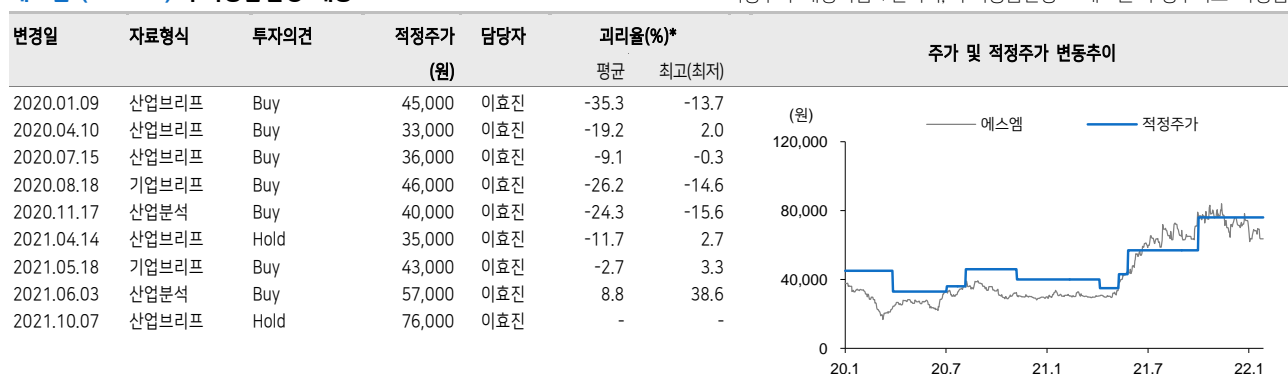
JYP Ent. (035900) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



에스엠 (041510) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



하이브 (352820) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

