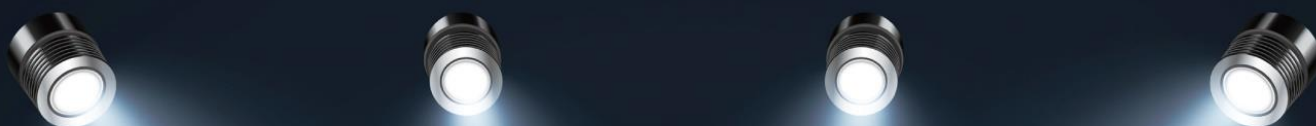


엔터테인먼트

Overweight (신규)

‘K’ 없는 K-Pop



통신/미디어/엔터 Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Top Pick

종목	투자판단	적정주가
JYP Ent. (035900)	Buy (신규)	78,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
하이브 (352820)	Buy (신규)	170,000원
에스엠 (041510)	Buy (신규)	90,000원
와이지엔터테인먼트(122870)	Buy (신규)	58,000원

Contents

Summary	3
Key Chart	4
I. 세계 속의 K-Pop	8
1. 팬덤의 무한 확장	8
2. 또 한번의 Big Wave	24
II. K-Pop 은 지금 질풍노도의 시기	29
1. 'K' 없는 K-Pop	31
2. 슬기로운 IP 활용방안	39
III. 투자전략 및 Valuation	48
1. 엔터테인먼트 산업 투자전략	48
2. Top Pick 및 Valuation	50
기업분석	53
JYP Ent.(035900) 앞마당 멀티 확장	54
하이브(352820) 변하지 않는 무형자산의 가치	61
에스엠(041510) 디스카운트 요인 해소	68
와이지엔터테인먼트(122870) 4 세대 역시 Fast Follower 전략	75

Summary

경기와 무관하게 소비가 증가하는 K-Pop 산업

저성장, 고금리의 시대. 소비와 투자가 위축되는 이 시국에도 오히려 소비가 증가하는 영역이 바로 K-Pop 산업이다. K-Pop 소비 주체인 '팬덤'은 필요가 아니라 의미를 지니기 위한 소비를 하기에 쉽게 경기를 타지 않는다. 코로나19 팬데믹에 대응한 적극적인 디지털 전략이 적중하며 글로벌 K-Pop 팬덤 확산의 계기가 되면서, 국내 문화예술저작권 무역수지는 2020년 처음으로 흑자로 돌아섰다.

앨범, 음원, YouTube로 확인한 글로벌 K-Pop 팬덤 확산 근거

글로벌 앨범 시장은 지난 20년간 연평균 -7.4%(2001년 233억달러 → 2021년 50억달러) 감소했으나, 한국 앨범 판매량은 매년 폭발적으로 증가하여 글로벌 트렌드를 역행하고 있다. 한국 앨범 수출액은 2021년 처음으로 2억달러(+63.2% YoY)를 돌파했으며, 수출 대상 국가도 2020년 115개국에서 2021년 148개국으로 늘어났다. 신규 팬덤 유입 강도를 나타내는 구보 앨범 판매량은 2021년 875만장으로 전년 대비 +135.2% 증가했다. 4대 기획사의 YouTube 구독자수는 코로나19를 계기로 빠르게 증가하고 있으며, K-Pop 아이돌의 YouTube 영상 조회수에서 더 이상 한국이 기여하는 바는 크지 않다.

이미 진행 중인 K-Pop의 현지화

K-Pop은 글로벌 대중 음악으로서 성공적인 비즈니스 견본이 되어 모방의 대상이 되기 시작했다. 필리핀 SB19, 태국 Roseberry, 미얀마 Project K 등은 K-Pop 제작 방식을 도입해 데뷔한 현지 아이돌 그룹으로 자국에서 의미 있는 성과를 내고 있다. 시스템 확장 측면에서 K-Pop 현지화 전략은 국내 기획사들에게 새로운 기회가 될 수 있다. 하이브와 Geffen Records가 합작한 미국 K-Pop 걸그룹, 에스엠의 NCT Hollywood, JYP의 A2K 프로젝트 모두 미국 시장을 겨냥하고 있다.

K-Pop 현지화 전략의 성공 방향성

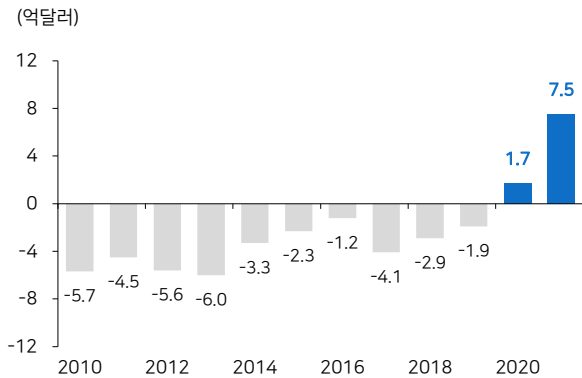
해외 그룹 뮤지션들의 숫자가 줄면서 그룹으로는 성공하기 어렵다고 말한다. 해외 걸그룹 역시 2010년대 피프스 하모니, 리틀 믹스를 제외하고는 걸출한 팀을 찾아보기 어렵다. 하지만, 이는 그룹이기 때문이 아니라 시스템의 한계로 보는 편이 바람직하다. 그룹으로서 구속력이 약했던 피프스 하모니의 멤버 탈퇴와 부족했던 팬들과의 소통, 제한적인 소비층은 우리가 알고 있는 K-Pop의 성공 공식과는 거리가 있다. 기존 K-Pop의 강점인 팬들과의 실시간 소통, 화려한 군무와 탄탄한 세계관 등을 현지화 전략에 적용할 경우 성공 가능성은 충분히 높아진다.

Top Pick: JYP Ent. 차선후주: 하이브

지난 2년간 폭발적인 이익 성장을 달성한 K-Pop 산업의 2023년 실적은 다소 부진할 전망이다. BTS의 군입대에 따른 이익 추정치 하향 조정이 불가피하고, 예년 대비 다수의 신인 그룹이 데뷔를 앞두고 있어 제작원가 부담이 커졌기 때문이다. 2023년 외형 확장 전략으로 실적 모멘텀은 아쉬울 수 있으나, 신인 그룹의 개별 성과, 그 중 현지화 전략의 초기 성과에 따라 민감한 주가 반응이 나타날 전망이다. 엔터테인먼트 산업에 대한 투자 의견 Overweight를 제시하며, 기존 아티스트의 성장과 신인 그룹의 조합이 성과로 이어질 수 있는 JYP Ent.를 Top Pick으로 선정하며, 차선후주로 하이브를 제시한다.

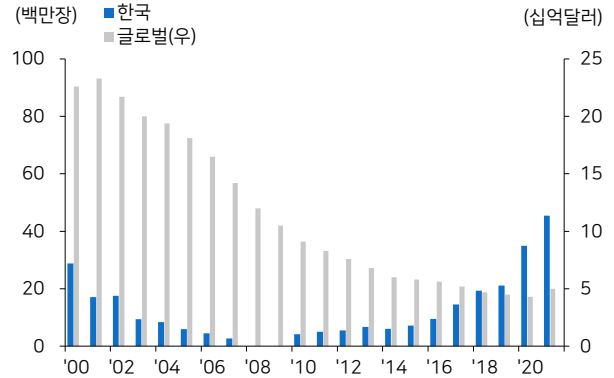
Key Chart

그림1 2020년 문화예술저작권 무역수지 첫 흑자 달성



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

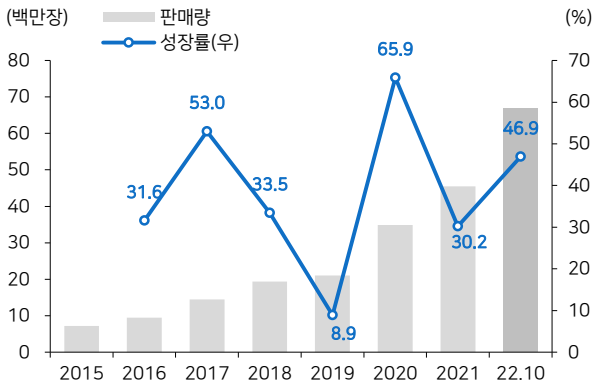
그림2 글로벌 vs 한국 피지컬 앨범 판매 추이



주: 2008년, 2009년 한국 음반 판매량 데이터 부재

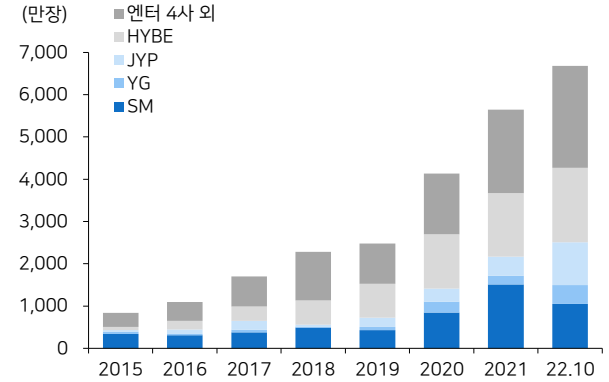
자료: 한국음반산업협회, 씨클차트, IFPI, 메리츠증권 리서치센터

그림3 씨클차트 Top 100 앨범 판매량 추이



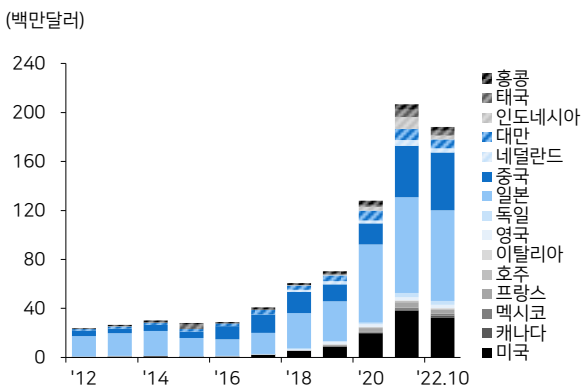
자료: 씨클차트, 메리츠증권 리서치센터

그림4 씨클차트 Top 100 4대 기획사 앨범 판매량 추이



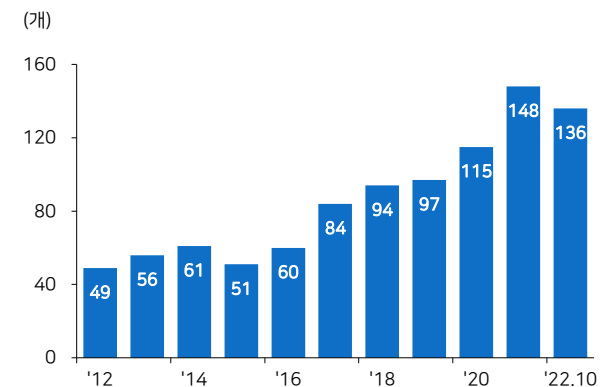
자료: 씨클차트, 메리츠증권 리서치센터

그림5 한국 앨범 수출액 추이



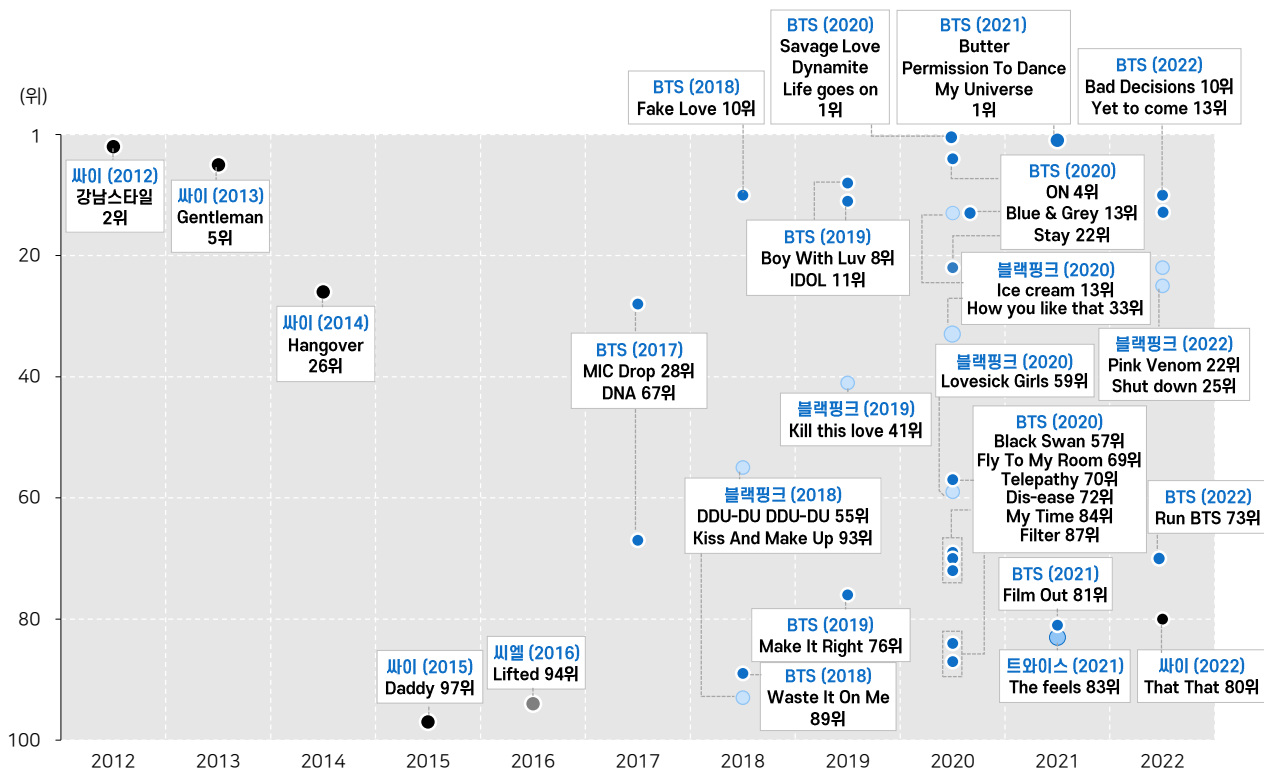
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림6 한국 앨범 수출 국가수 추이



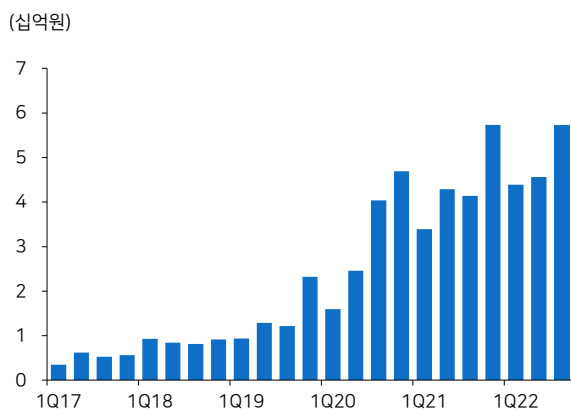
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림7 K-Pop 아티스트 빌보드 HOT 100 차트인 추이



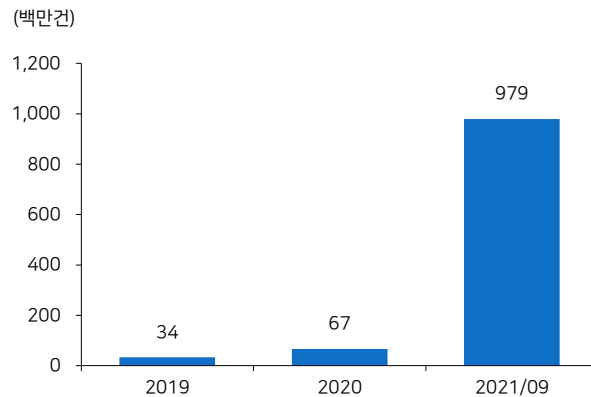
자료: Billboard, 메리츠증권 리서치센터

그림8 JYP Ent.의 YouTube 수익 추이



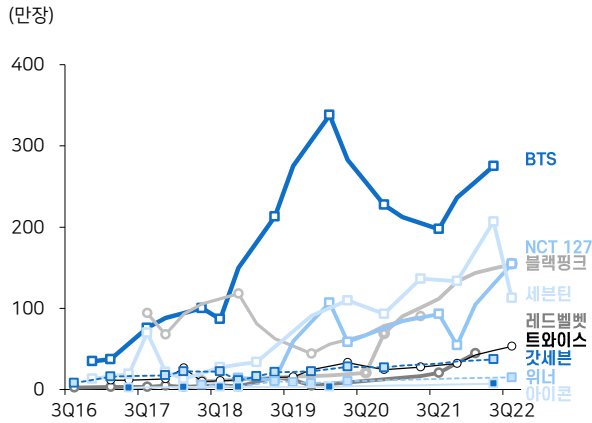
자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

그림9 틱톡(TikTok) 내 K-Pop 영상 추이



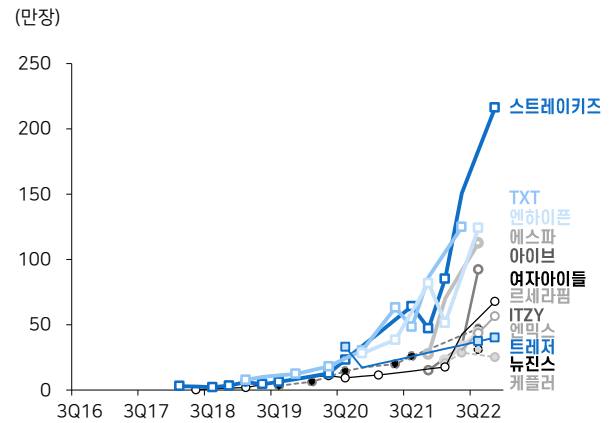
자료: TikTok, 메리츠증권 리서치센터

그림10 3세대 아이돌 앨범 초동 판매량



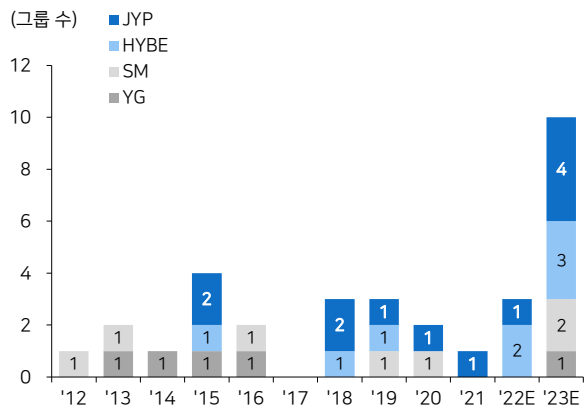
자료: 한터차트, 메리츠증권 리서치센터

그림11 4세대 아이돌 앨범 초동 판매량



자료: 한터차트, 메리츠증권 리서치센터

그림12 연도별 신인 아이돌 데뷔 추이



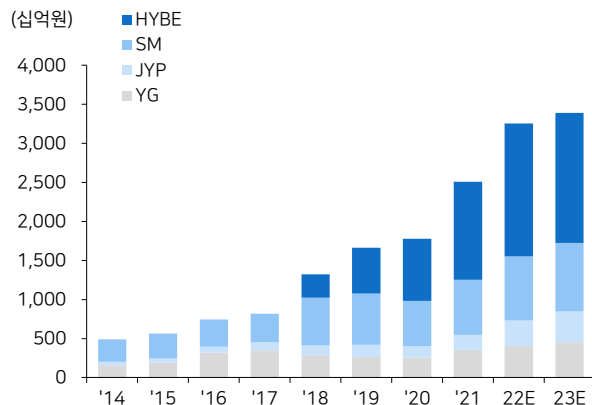
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표1 4대 기획사 현지 K-Pop 아이돌 데뷔 계획

회사	데뷔 시기	그룹명	내용
SM	1H23	NCT 도쿄 신인 보이그룹	일본 오디션 프로그램 진행 예정
	미정	NCT 할리우드	
YG	2023	베이비몬스터(가칭)	
JYP	1H23	LOUD Project Project C	보이그룹 중국 6인조 보이그룹
	2H23	A2K Nizi Project 2	미국 걸그룹 보이그룹
HYBE	4Q22	& Team	일본에서 데뷔(22.12)
	2023	신인 걸그룹(미국) Trainee A	UMG 산하 게펜 레코드(Geffen Records)와 합작 프로젝트 6인조 보이그룹
	미정	신인 보이그룹 신인 걸그룹	KOZ엔터테인먼트, 플레디스(2팀) I-LAND 시즌 2

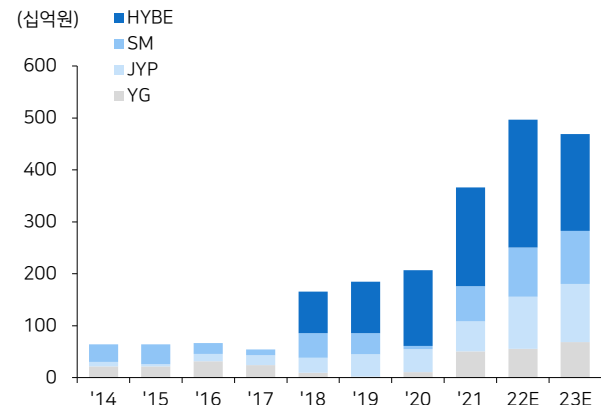
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림13 4대 기획사 합산 매출액 추이 및 전망



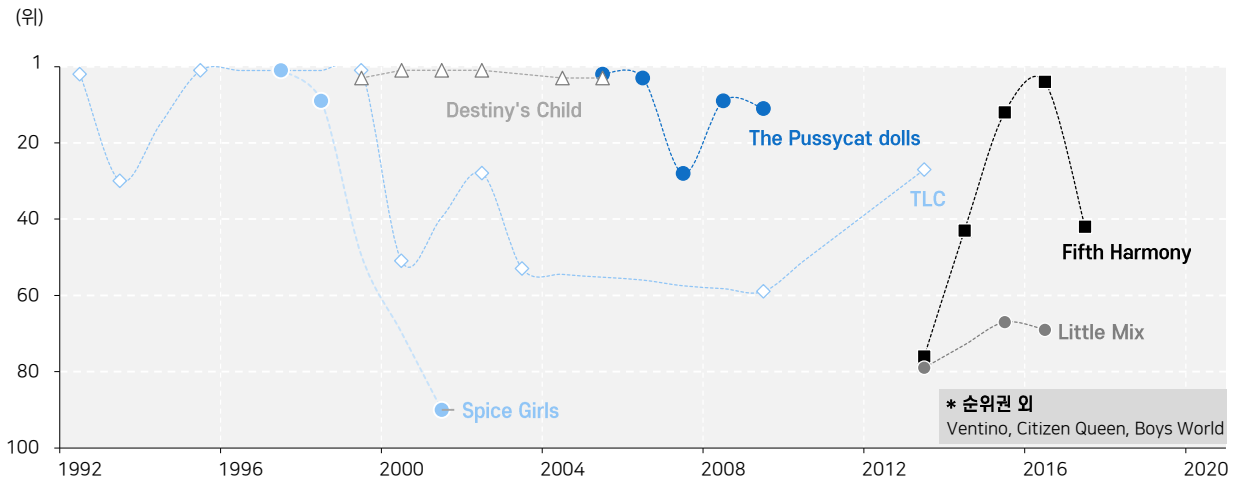
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림14 4대 기획사 합산 영업이익 추이 및 전망



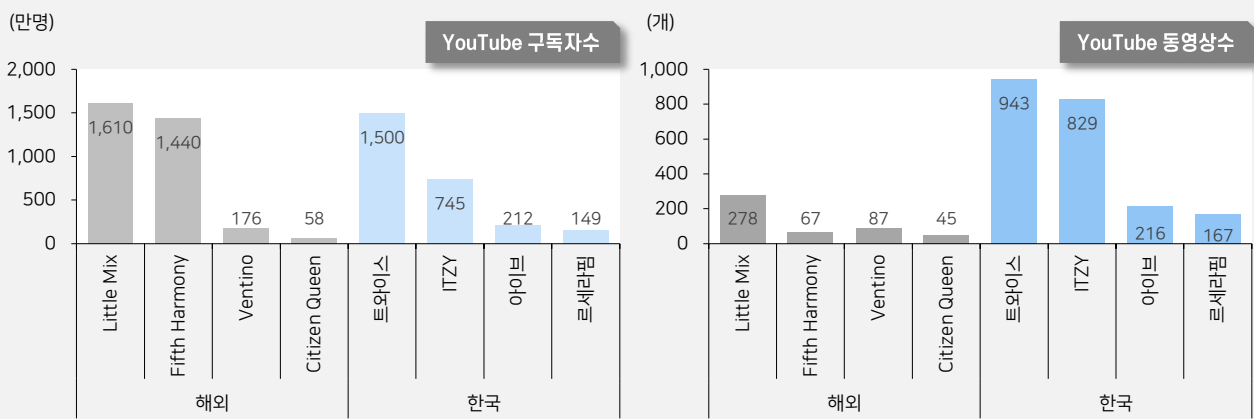
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림15 해외 주요 걸그룹 데뷔 및 빌보드 성적



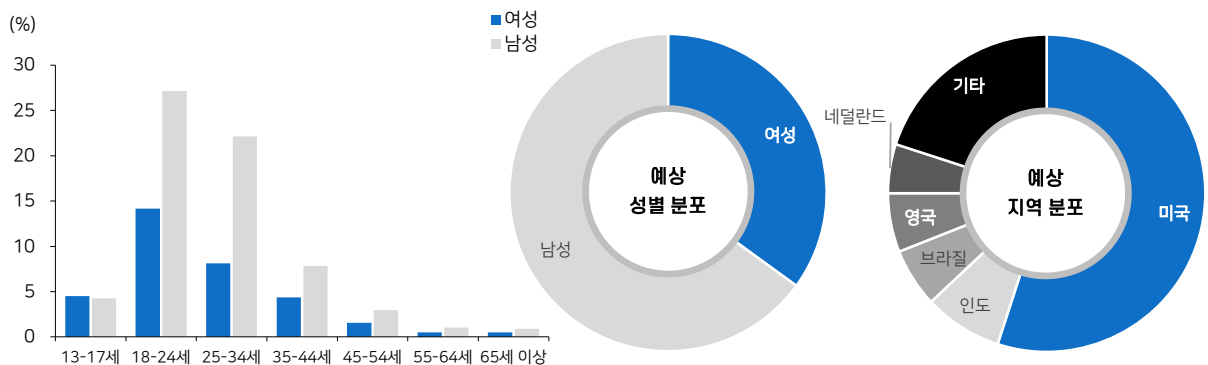
자료: Billboard, 메리츠증권 리서치센터

그림16 해외 vs 한국 걸그룹 YouTube 활동성 지표 비교



자료: Youtube, 메리츠증권 리서치센터

그림17 피프스 하모니(Fifth Harmony) YouTube 구독자 분석



자료: NoxInfluencer, 메리츠증권 리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
JYP Ent. (035900)	Buy (신규)	78,000원
하이프 (352820)	Buy (신규)	170,000원
에스엠 (041510)	Buy (신규)	90,000원
와이지엔터테인먼트 (122870)	Buy (신규)	58,000원

Industry Indepth
2022. 11. 17

▲ 통신/미디어

Analyst 정지수
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 김민영
02. 6454-4884
minyoung.kim02@meritz.co.kr

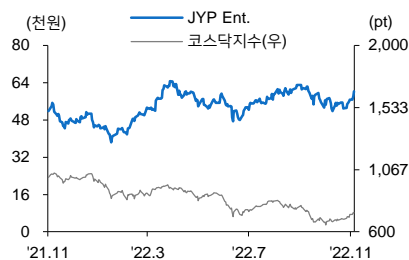
Buy (신규)

적정주가 (12개월) **78,000 원**
현재주가 (11.16) **60,300 원**
상승여력 **29.4%**

KOSDAQ	743.10pt
시가총액	21,405억원
발행주식수	3,550만주
유동주식비율	77.45%
외국인비중	29.87%
52주 최고/최저가	64,700원/38,350원
평균거래대금	212.4억원
주요주주(%)	
박진영 외 3 인	15.79

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.8	6.5	11.7
상대주가	-3.4	22.8	55.6

주가그래프



JYP Ent. 035900

앞마당 멀티 확장

- ✓ 3Q22 연결 영업이익 275억원(+50.9% YoY)으로 시장 컨센서스(277억원) 부합
- ✓ 스트레이키즈 등 아티스트들의 해외 성과로 분기 최대 매출액과 영업이익 달성
- ✓ 3Q22에 진행한 NiziU/스트레이키즈 일본 투어 관련 매출은 4Q22에 반영 예정
- ✓ 2022년 매출액 3,292억원(+69.8% YoY), 영업이익 1,003억원(+73.2% YoY) 전망
- ✓ 2023년 일본 보이그룹, 미국 걸그룹 등 K-Pop 현지화 아이돌 데뷔 본격화

3Q22 Review: 분기 최대 매출액과 영업이익 달성

3Q22 연결 매출액과 영업이익은 각각 951억원(+66.2% YoY), 275억원(+50.9% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 277억원)에 부합하며 분기 최대 실적을 달성했다. 트와이스(110만장), ITZY(103만장), NMIXX(49만장) 등 주요 아티스트 컴백에 따른 앨범 판매 증가로 음반 매출액 455억원(+30.0% YoY)을 기록했고, 공연 활동 재개로 콘서트와 MD 매출액은 각각 71억원과 157억원을 달성했다. 3Q22 진행한 NiziU/스트레이키즈 일본 투어 매출액은 4Q22에 반영 예정이다.

코로나19가 무색한 역대급 실적 달성

트와이스, 스트레이키즈에 이어 NMIXX까지 좋은 반응을 얻으면서 2022년 모든 사업 부문(음반/음원 +43.1%, 콘서트 +2,737.4%, 광고 +102.0%, 기타 +59.8% YoY)에서 고성장이 예상된다. 특히, 스트레이키즈가 지난 7일 발매한 '맥시던트' 앨범은 280만장을 판매했고, 올해에만 두번째 빌보드 200 차트 1위를 기록하며 BTS 이후 최고의 보이그룹으로서 입지를 다지고 있다.

2023년 본격적인 K-Pop 현지화 전략 가동

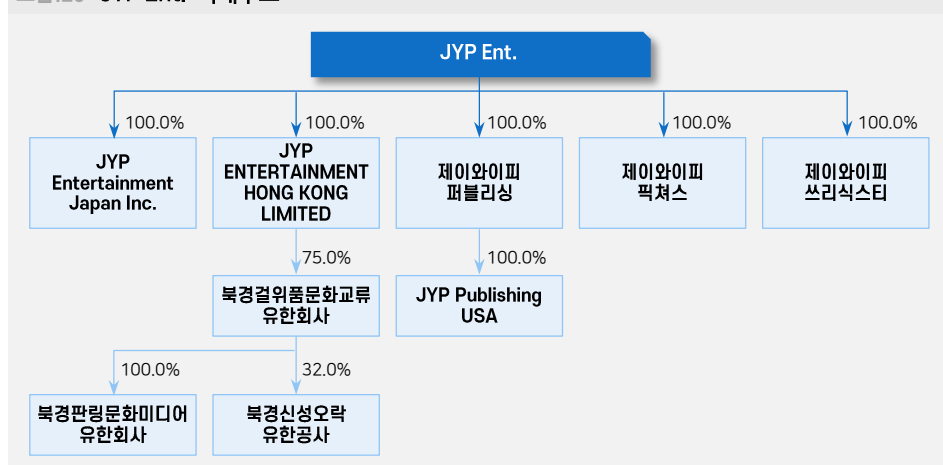
일본 니쥬(NiziU)를 통해 축적한 K-Pop 현지화 노하우를 바탕으로 2023년 에는 일본 보이그룹과 중국 보이그룹, 미국 걸그룹을 데뷔시킬 계획이다. Loud Project 포함 동시에 네 팀의 신인 그룹이 출격하는 만큼 제작원가 증가에 대한 부담은 존재하나, 현지 K-Pop 아이돌 데뷔와 관련한 시장의 기대감이 더 크게 작용할 전망이다. 투자 의견 Buy를 제시하며, 적정주가는 12M Forward EPS 2,342원에 Target Multiple 33.3배(업종 평균에 10% 할증)를 적용해 78,000원을 제시한다.

(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
2021	193.9	57.9	67.5	1,900	127.8	6,948	26.7	7.3	27.2	31.4	26.6
2022E	329.2	100.3	75.7	2,132	12.3	8,700	28.3	6.9	19.2	27.2	35.8
2023E	394.4	111.9	83.2	2,342	9.8	10,616	25.7	5.7	16.6	24.3	35.1
2024E	416.3	125.0	94.8	2,670	14.0	12,840	22.6	4.7	14.4	22.8	30.6

JYP Ent. 회사 소개

JYP Ent.는 1997년 설립되어 2013년 코스닥에 상장했으며, 주요 소속 아티스트로는 트와이스, 스트레이키즈, ITZY, 니쥬(NiziU), NMIXX 등이 있다. K-Pop 팬덤의 글로벌 확장으로 미국, 일본, 홍콩 등 현지 법인을 설립해 사업 모델을 구축 중이며, 2023년에는 미국과 일본, 중국의 현지 K-Pop 아이돌 데뷔를 앞두고 있어 관심이 주목된다. 경쟁사 대비 아티스트들의 방송 및 공연 활동이 가장 활발하고, 30% 이상의 영업이익률을 기록하며 안정적인 실적을 기록하는 점이 차별점이다.

그림126 JYP Ent. 지배구조



자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

표9 JYP Ent 소속 아티스트

Artist	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
2PM	CR			CR					
DAY6	Debut							CR	
TWICE	Debut							CR	
Stray Kids				Debut					
ITZY				Debut					
NiziU (Japan)					Debut				
Xdinary Heroes						Debut			
NMIXX							Debut		
LOUD Project								Debut	
Project C (China)									Debut (H1)
A2K (USA)									Debut (H1)
Nizi Project 2 (Japan)									Debut (H2)

주: CR(Contract Renewed)

자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

3Q22 역대 최대 매출액과 영업이익 달성

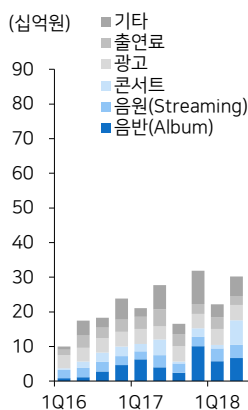
3Q22 연결 매출액과 영업이익은 각각 951억원(+66.2% YoY), 275억원(+50.9% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 277억원)에 부합하며 분기 최대 실적을 달성했다. 트와이스(110만장), ITZY(103만장), NMIXX(49만장) 등 주요 아티스트 컴백에 따른 앨범 판매 증가로 음반 매출액 455억원(+30.0% YoY)을 기록했고, 공연 활동 재개로 콘서트와 MD 매출액은 각각 71억원과 157억원을 달성했다. 3Q22 진행한 NiziU/스트레이키즈 일본 투어 매출액은 4Q22에 반영 예정이다.

표10 JYP Ent. 3Q22 실적 Review

(십억원)	3Q22	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	95.1	57.3	66.2	67.8	40.4	85.8	10.9
JYP Ent.(별도)	79.3	51.3	54.5	57.9	36.9		
음반사업	45.5	35.0	30.0	28.5	59.6		
매니지먼트 사업	33.8	16.3	107.1	29.4	15.0		
연결자회사	12.9	15.7	-17.8	12.4	4.0		
JYP Ent. Japan	12.5	15.2	-18.1	12.0	4.2		
JYP Ent. Hongkong	0.4	0.4	-7.4	0.4	0.0		
연결조정	3.0	-9.7	-130.6	-2.5	-218.6		
영업이익	27.5	18.2	50.9	24.3	13.3	27.7	-0.7
세전이익	28.6	19.6	46.3	22.5	27.1	27.1	5.6
당기순이익	22.5	16.6	35.8	15.2	48.4	21.0	7.3

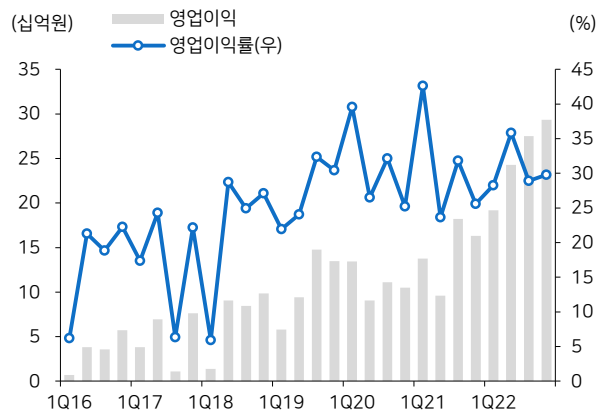
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림127 JYP Ent. 분기 매출액 추이



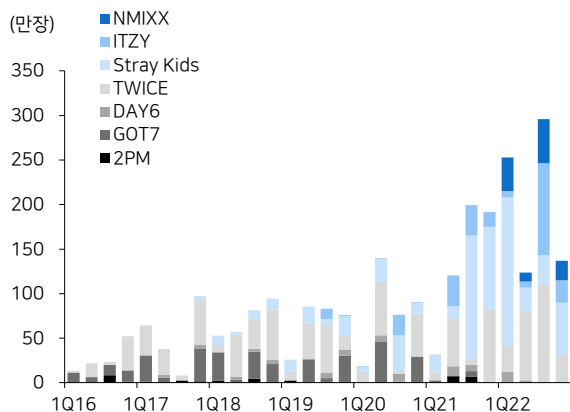
자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

그림128 JYP Ent. 분기 영업이익 추이



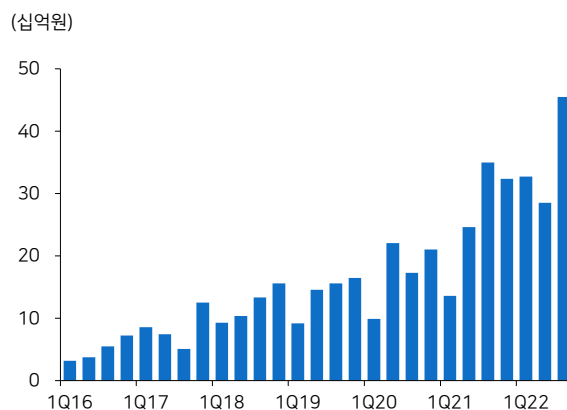
자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

그림129 JYP Ent. 아티스트 앨범 판매량 추이



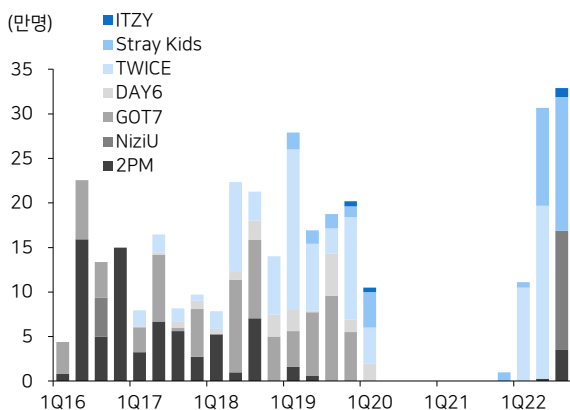
자료: 씨클차트, 메리츠증권 리서치센터

그림130 JYP Ent. 앨범 매출액 추이 및 전망



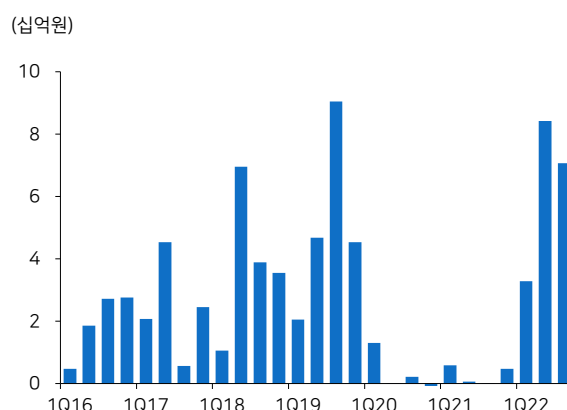
자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

그림131 JYP Ent. 아티스트 콘서트 관객수 추이



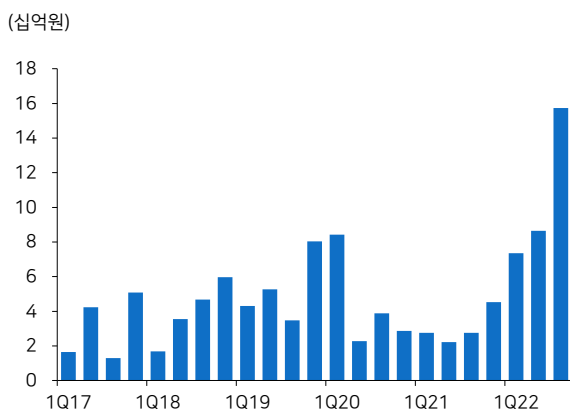
자료: Touring Data, 메리츠증권 리서치센터

그림132 JYP Ent. 콘서트 매출액 추이 및 전망



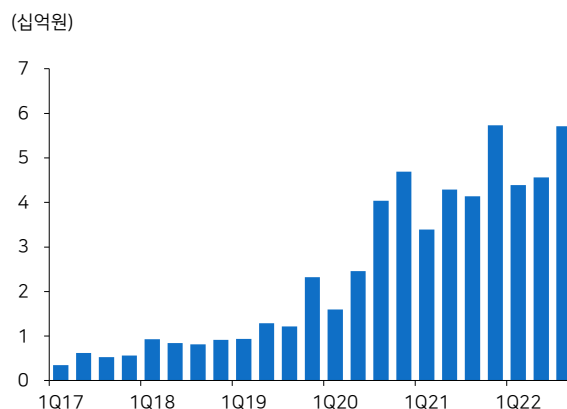
자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

그림133 JYP Ent. MD 구독자수 추이



자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

그림134 JYP Ent. YouTube 매출액 추이



자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

역대 최대 실적이 예상되는
2022년

트와이스, 스트레이키즈에 이어 NMIXX까지 좋은 반응을 얻으면서 2022년 모든 사업 부문(음반/음원 +43.1%, 콘서트 +2,737.4%, 광고 +102.0%, 기타 +59.8% YoY)에서 고성장이 예상된다. 특히, 스트레이키즈가 지난 7일 발매한 '맥시던트' 앨범은 280만장을 판매했고, 올해에만 두번째 빌보드 200 차트 1위를 기록하며 BTS 이후 최고의 보이그룹으로서 입지를 다지고 있다.

투자의견 Buy,
적정주가 78,000원 제시

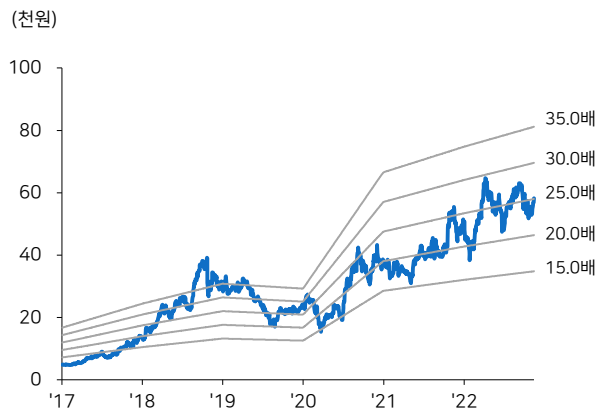
일본 니쥬(NiziU)를 통해 축적한 K-Pop 현지화 노하우를 바탕으로 2023년 에는 일본 보이그룹과 중국 보이그룹, 미국 걸그룹을 데뷔시킬 계획이다. Loud Project 포함 동시에 네 팀의 신인 그룹이 출격하는 만큼 제작원가 증가에 대한 부담은 존재하나, 현지 K-Pop 아이돌 데뷔와 관련한 시장의 기대감이 더 크게 작용할 전망이다. 투자의견 Buy를 제시하며, 적정주가는 12M Forward EPS 2,342원에 Target Multiple 33.3배(업종 평균에 10% 할증)를 적용해 78,000원을 제시한다.

표11 JYP Ent. 적정주가 Valuation

(십억원)	내용	비고
12M Forward 지배주주순이익	83.2	
EPS (원)	2,342	
Target PER(배)	33.3	업종 평균에 10% 할증
적정가치(원)	77,922	
적정주가(원)	78,000	

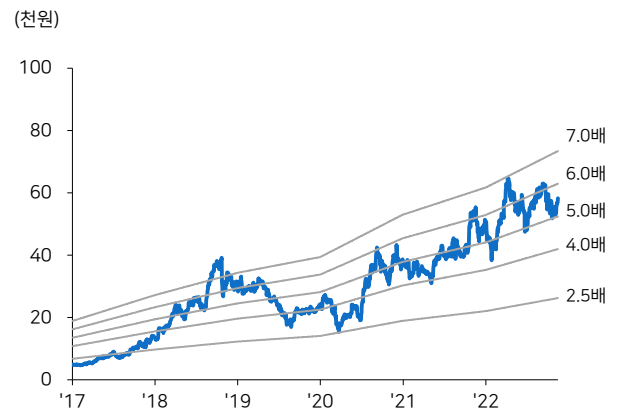
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림135 JYP Ent. PER 밴드차트



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림136 JYP Ent. PBR 밴드차트



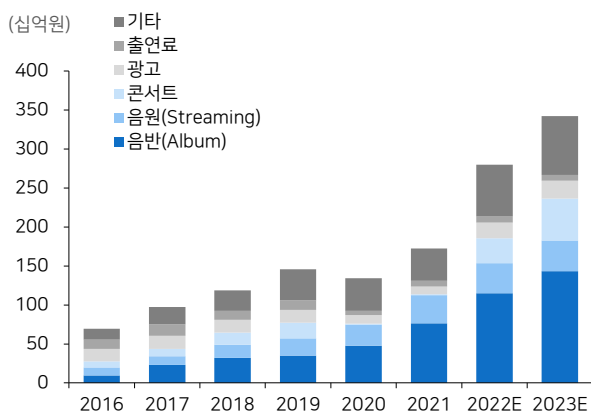
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표12 JYP Ent. 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
영업수익	32.3	40.6	57.3	63.8	67.8	67.8	95.1	98.5	193.9	329.2	394.4
% YoY	-4.9%	18.8%	65.5%	52.9%	109.8%	67.1%	66.2%	54.4%	34.3%	69.8%	19.8%
JYP Ent.(별도)	26.3	36.7	51.3	50.9	55.4	57.9	79.3	83.9	165.2	276.4	342.3
음반사업	13.6	24.6	35.0	32.4	32.7	28.5	45.5	43.4	105.6	150.1	182.5
음반(Album)	7.2	16.9	24.8	27.5	24.5	18.6	36.9	35.0	76.5	115.1	143.3
음원(Streaming)	7.8	9.2	11.1	8.2	9.2	10.8	10.1	8.3	36.3	38.5	39.2
매니지먼트 사업	12.7	12.1	16.3	18.5	22.7	29.4	33.8	40.5	59.6	126.3	159.8
콘서트	0.6	0.1	0.0	0.5	3.3	8.4	7.1	13.3	1.1	32.1	54.0
광고	2.4	2.0	2.4	3.1	4.3	4.5	5.2	6.1	9.9	20.0	22.7
출연료	0.5	0.7	2.4	3.4	2.0	1.0	1.4	3.4	7.0	7.8	7.8
기타	9.2	9.3	11.5	11.5	13.1	15.4	20.1	17.7	41.5	66.4	75.3
연결자회사	8.4	7.1	15.7	5.1	8.4	12.4	12.9	15.5	36.3	49.1	51.4
매출원가	11.3	20.6	28.8	29.1	36.4	30.3	53.3	52.7	89.7	172.8	222.5
% YoY	-18.1%	13.4%	74.4%	52.6%	223.1%	47.3%	85.3%	81.1%	33.0%	92.6%	28.8%
매출총이익	21.0	20.0	28.5	34.7	31.3	37.5	41.8	45.8	104.2	156.4	171.9
% YoY	4.1%	25.0%	57.4%	53.2%	49.0%	87.5%	46.8%	32.0%	35.4%	50.1%	10.0%
GPm(%)	65.1%	49.3%	49.7%	54.3%	46.2%	55.3%	43.9%	46.5%	53.7%	47.5%	43.6%
판매비	7.3	10.4	10.2	18.4	12.2	13.2	14.3	16.4	46.3	56.1	60.0
% YoY	7.5%	49.8%	47.1%	51.6%	67.7%	27.1%	39.4%	-10.5%	41.2%	21.3%	7.0%
영업이익	13.8	9.6	18.2	16.3	19.2	24.3	27.5	29.3	57.9	100.3	111.9
% YoY	2.5%	6.0%	63.9%	55.0%	39.1%	152.9%	50.9%	79.9%	31.2%	73.2%	11.6%
영업이익률(%)	42.6%	23.7%	31.8%	25.6%	28.3%	35.8%	28.9%	29.8%	29.9%	30.5%	28.4%
법인세차감전순이익	14.3	7.5	19.6	44.6	19.5	22.5	28.6	28.8	85.9	99.5	112.5
법인세비용	2.3	2.7	3.0	10.5	2.8	7.3	6.1	7.5	18.4	23.6	29.3
당기순이익	12.0	4.8	16.6	34.0	16.7	15.2	22.5	21.3	67.5	75.8	83.3
당기순이익률(%)	37.2%	11.9%	29.0%	53.4%	24.7%	22.4%	23.7%	21.7%	34.8%	23.0%	21.1%

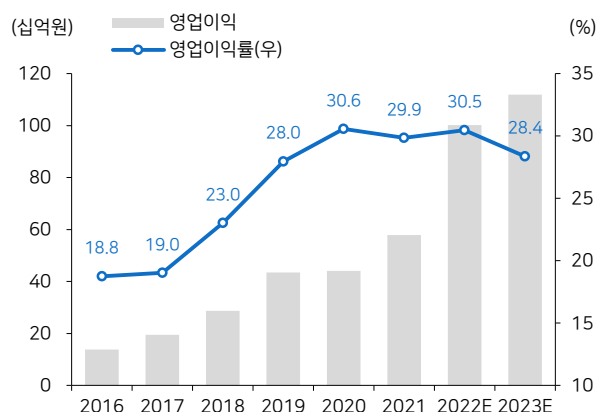
자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

그림137 JYP Ent. 매출액 추이 및 전망



자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

그림138 JYP Ent. 영업이익 추이 및 전망



자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

JYP Ent. (035900)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	144.4	193.9	329.2	394.4	416.3
매출액증가율 (%)	-7.1	34.3	69.8	19.8	5.5
매출원가	67.5	89.8	172.8	222.5	228.5
매출총이익	76.9	104.2	156.4	171.9	187.7
판매관리비	32.8	46.3	56.1	60.0	62.7
영업이익	44.1	57.9	100.3	111.9	125.0
영업이익률	30.6	29.9	30.5	28.4	30.0
금융손익	-4.0	15.9	0.3	2.2	4.2
중속/관계기업손익	-0.1	14.7	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	-2.0	-2.6	-2.4	-1.5	-0.8
세전계속사업이익	38.0	85.9	98.1	112.5	128.3
법인세비용	8.4	18.4	23.3	29.3	30.4
당기순이익	29.6	67.5	75.8	83.3	94.9
지배주주지분 순이익	29.5	67.5	75.7	83.2	94.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	22.1	45.8	86.4	90.8	100.1
당기순이익(손실)	29.6	67.5	75.8	83.3	94.9
유형자산상각비	3.7	4.1	4.1	5.4	4.6
무형자산상각비	0.4	0.6	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-11.7	-7.7	6.3	2.1	0.6
투자활동 현금흐름	-20.3	-25.6	-72.0	-37.8	-13.6
유형자산의증가(CAPEX)	-3.7	-0.4	0.0	-3.0	-2.0
투자자산의감소(증가)	-0.9	-66.2	-35.8	-17.3	-5.8
재무활동 현금흐름	-5.5	-6.5	-11.4	-13.2	-15.1
차입금의 증감	1.7	-0.7	0.8	0.4	0.1
자본의 증가	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-4.1	14.6	2.9	39.9	71.4
기초현금	38.7	34.5	49.1	52.0	91.9
기말현금	34.5	49.1	52.0	91.9	163.2

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	127.0	159.2	234.9	309.9	393.0
현금및현금성자산	34.5	49.1	52.0	91.9	163.2
매출채권	4.9	24.6	41.8	50.1	52.9
재고자산	0.5	1.4	2.4	2.9	3.1
비유동자산	97.0	158.2	189.9	204.8	208.0
유형자산	40.6	38.3	34.2	31.8	29.2
무형자산	30.8	29.6	29.5	29.5	29.5
투자자산	23.0	89.2	125.0	142.3	148.1
자산총계	224.0	317.4	424.8	514.6	600.9
유동부채	33.3	58.3	98.4	117.7	124.2
매입채무	4.4	7.9	13.5	16.2	17.1
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	8.4	13.5	16.0	16.8
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	66.8	111.9	133.7	141.0
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	1.4	1.4	1.4	1.4
이익잉여금	99.9	162.3	224.5	292.5	371.5
비지배주주지분	3.6	4.0	4.1	4.1	4.2
자본총계	186.3	250.7	312.9	381.0	460.0

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	4,068	5,462	9,273	11,111	11,727
EPS(지배주주)	832	1,900	2,132	2,342	2,670
CFPS	1,310	1,803	2,896	3,290	3,696
EBITDAPS	1,358	1,763	2,942	3,306	3,651
BPS	5,146	6,948	8,700	10,616	12,840
DPS	154	369	410	460	480
배당수익률(%)	0.4	0.7	0.7	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	46.2	26.7	28.3	25.7	22.6
PCR	29.3	28.1	20.8	18.3	16.3
PSR	9.4	9.3	6.5	5.4	5.1
PBR	7.5	7.3	6.9	5.7	4.7
EBITDA	48.2	62.6	104.4	117.4	129.6
EV/EBITDA	26.3	27.2	19.2	16.6	14.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.3	31.4	27.2	24.3	22.8
EBITDA 이익률	33.4	32.3	31.7	29.8	31.1
부채비율	20.2	26.6	35.8	35.1	30.6
금융비용부담률	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	471.9	1,541.1	2,607.6	2,492.7	2,620.5
매출채권회전율(x)	15.4	13.1	9.9	8.6	8.1
재고자산회전율(x)	253.5	206.1	170.2	147.5	138.9

Industry Indepth
2022. 11. 17

▲ 통신/미디어

Analyst 정지수

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 김민영

02. 6454-4884

minyoung.kim02@meritz.co.kr

하이브 352820

변하지 않는 무형자산의 가치

- ✓ 3Q22 연결 영업이익 606억원(-7.7% YoY)으로 시장 컨센서스(572억원) 상회
- ✓ 고무적인 성장 지표에도 수익성은 다소 부진. 위버스 MAU 700만명 기록
- ✓ BTS 군 입대 일단락, 르세라핌, 뉴진스 등 경쟁력 있는 IP 육성 노하우는 불변
- ✓ &TEAM, Trainee A, 미국 현지 걸그룹 데뷔로 단기 제작원가 상승 불가피
- ✓ 2023년은 실적 모멘텀보단 신인 아티스트 초기 성과에 따른 주가 반응 전망

Buy (신규)

적정주가 (12개월) 170,000 원

현재주가 (11.16) 140,500 원

상승여력 21.0%

KOSPI	2,477.45pt
시가총액	58,102억원
발행주식수	4,135만주
유동주식비율	38.60%
외국인비중	15.39%
52주 최고/최저가	414,000원/109,500원
평균거래대금	332.7억원

주요주주(%)

방시혁 외 9 인	33.10
넷마블	18.21
국민연금공단	6.62

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.1	-34.8	-66.1
상대주가	6.3	-31.7	-58.9

주가그래프



3Q22 Review: 명불허전 BTS

3Q22 연결 매출액은 4,455억원(+30.6% YoY), 영업이익 606억원(-7.7% YoY)로 시장 컨센서스(영업이익 572억원)를 소폭 상회했다. 세븐틴, 뉴진스 앨범 발매와 TXT, 세븐틴 월드투어로 양호한 앨범 및 공연 매출을 기록했고, By BTS 및 투어 실적으로 MD 매출이 전년 대비 +49.5% 증가했다. 다만, 12월 데뷔 예정인 &TEAM 오디션 제작원가와 오프라인 콘서트 재개에 따른 원가율이 상승하면서 수익성은 다소 부진했다. 3Q22 위버스 MAU는 역대 최고치인 700만명(+16% QoQ)을 기록했으며, 브이라이브(V LIVE)가 12월 31일을 끝으로 서비스 종료 후 위버스와 통합될 경우 위버스의 MAU는 더욱 가파르게 상승할 전망이다. 2022년 연결 실적은 매출액 1조 7,039억원(+35.7% YoY), 영업이익 2,461억원(+29.3% YoY, OPM 14.4%)을 전망한다.

BTS를 길러낸 무형자산의 경쟁력

BTS 군 입대로 IP 경쟁력 약화는 불가피하나, BTS를 길러낸 노하우는 불변한 가치로 볼 수 있다. 하이브의 첫 걸그룹 르세라핌에 이어 뉴진스까지 데뷔 초 성적표는 매우 고무적이며, 아직 데뷔 전인 Trainee A의 경우 YouTube를 통해 1년 전부터 팬들과 소통하며 이미 구독자수 132만명을 기록했다. 다만, 르세라핌, 뉴진스, &TEAM, Trainee A, 그리고 UMG 산하 Geffen과 합작한 걸그룹까지 신인으로 분류하는 아티스트 수를 고려할 때 단기적인 제작원가 상승과 그에 따른 수익성 부진은 불가피할 전망이다. 결국 2023년에는 실적 모멘텀보다는 신인 아티스트 초기 성과에 따른 기대감이 주가에 큰 영향을 미칠 전망이다. 투자이견 Buy, 적정주가는 12M Forward EPS에 Target Multiple 36배(업종 평균에 20% 할증)를 적용한 170,000원을 제시한다.

(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
2021	1,255.9	190.3	136.8	3,606	24.0	67,998	96.8	5.1	51.6	6.8	63.8
2022E	1,703.9	246.1	261.4	6,322	72.8	74,227	22.2	1.9	16.4	8.9	64.9
2023E	1,664.6	186.3	194.5	4,703	-25.9	78,841	29.9	1.8	19.2	6.1	60.5
2024E	1,850.9	240.7	225.7	5,458	16.1	84,196	25.7	1.7	15.2	6.7	59.2

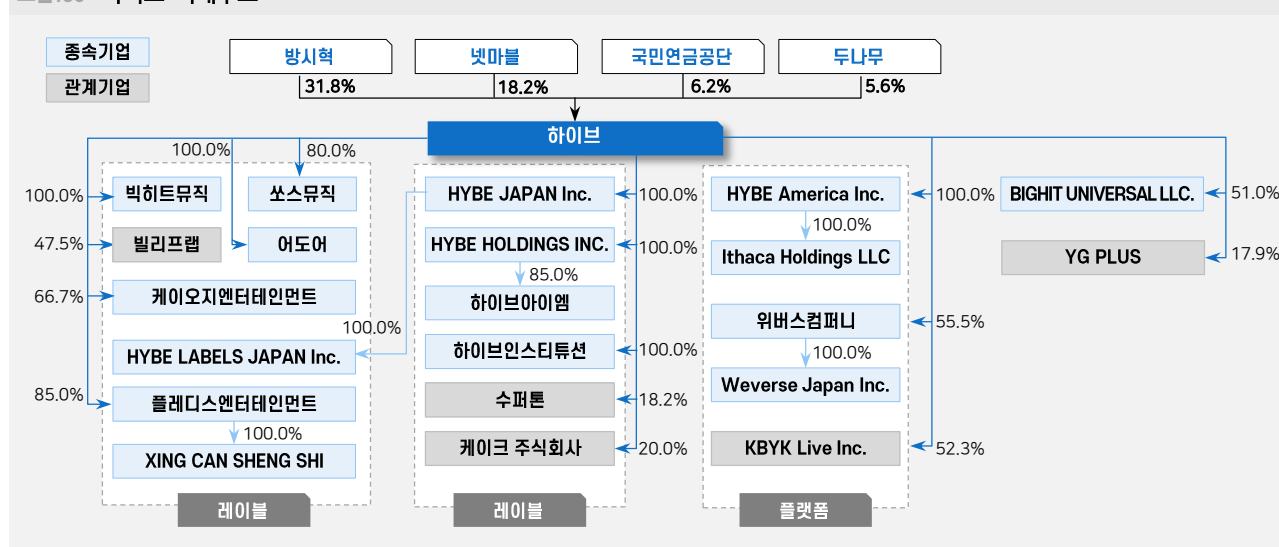
하이프 회사 소개

하이브는 2005년 2월 빅히트(Big Hit)로 시작해 2020년 10월 KOSPI 상장했고, 2021년 3월 하이브로 사명을 변경했다. 사업 영역은 크게 레이블, 솔루션, 플랫폼으로 구분되며, 빅히트 뮤직, 쏘스뮤직, 빌리프랩, 플레디스, 어도어 등 독립성과 독창성을 유지한 기획사들이 하나의 레이블을 이루어 엔터테인먼트 활동을 한다. 솔루션은 레이블의 결과물을 바탕으로 부가적인 수익을 창출하고, 플랫폼은 위버스(Weverse) 플랫폼을 통해 하이브 내 모든 콘텐츠를 연결하고 확장하는 역할을 담당한다.

BTS 공백을 매우기 위한
다수의 신인 그룹 데뷔 러쉬

2022년 5월과 7월 르세라핌과 뉴진스가 데뷔했고, 12월에는 &TEAM 데뷔를 앞두고 있다. 2023년에는 빅히트 뮤직의 차세대 보이그룹 Trainee A, Geffen과의 협력을 통한 미국 K-Pop 걸그룹, 플레디스 걸그룹 등 4팀이 추가로 데뷔할 전망이다.

그림139 하이브 지배구조



자료: 하이브, 메리츠증권 리서치센터

표13 하이브 소속 아티스트

Artist	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
방탄소년단				CR					
세븐틴	Debut						CR		
프로미스나인				Debut					
투모로우바이투게더					Debut				
르세라핌								Debut	
뉴진스								Debut	
&TEAM								Debut	
Trainee A									Debut
신인 걸그룹(미국)									Debut
신입 보이그룹									TBD
신입 걸그룹									TBD

주: CR(Contract Renewed), TBD(To be determined)

자료: 하이브, 메리츠증권 리서치센터

3Q22 영업이익 606억원(-7.7% YoY)으로 시장 기대치 소폭 상회

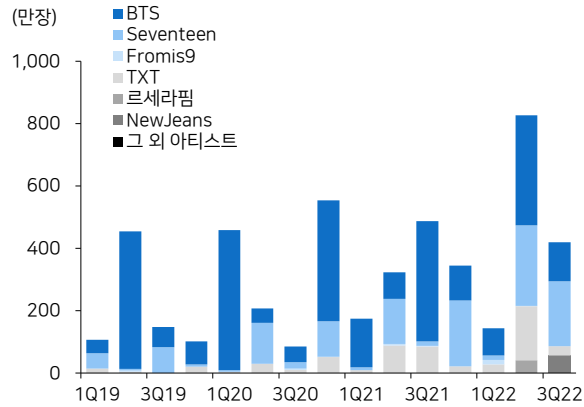
3Q22 연결 매출액은 4,455억원(+30.6% YoY), 영업이익 606억원(-7.7% YoY)로 시장 컨센서스(영업이익 572억원)를 소폭 상회했다. 세븐틴, 뉴진스 앨범 발매와 TXT, 세븐틴 월드투어로 양호한 앨범 및 공연 매출을 기록했고, By BTS 및 투어 실적으로 MD 매출이 전년 대비 +49.5% 증가했다. 다만, 12월 데뷔 예정인 &TEAM 오디션 제작원가와 오프라인 콘서트 재개에 따른 원가율이 상승하면서 수익성은 다소 부진했다. 3Q22 위버스 MAU는 역대 최고치인 700만명(+16% QoQ)을 기록했으며, 브이라이브(V LIVE)가 12월 31일을 끝으로 서비스 종료 후 위버스와 통합될 경우 위버스의 MAU는 더욱 가파르게 상승할 전망이다. 2022년 연결 실적은 매출액 1조 7,039억원(+35.7% YoY), 영업이익 2,461억원(+29.3% YoY, OPM 14.4%)을 전망한다.

표14 하이브 3Q22 실적 Review

(십억원)	3Q22	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	445.5	341.0	30.6	512.2	-13.0	404.7	10.1
직접 참여형	206.2	163.4	26.2	325.9	-36.7		
앨범	129.2	129.7	-0.4	210.9	-38.7		
공연	47.2	0.0	N/A	85.0	-44.4		
광고, 출연료	29.8	33.8	-11.7	30.0	-0.8		
간접 참여형	239.3	177.6	34.7	186.3	28.4		
MD 및 라이선싱	114.7	76.7	49.5	98.8	16.1		
콘텐츠	107.2	87.3	22.9	70.7	51.6		
팬클럽 등	17.3	13.6	27.5	16.9	2.9		
영업이익	60.6	65.6	-7.7	88.3	-31.4	57.2	5.9
세전이익	123.5	69.5	77.6	119.6	3.2	73.1	68.9
당기순이익	94.9	49.7	91.0	93.0	2.0	47.2	101.1

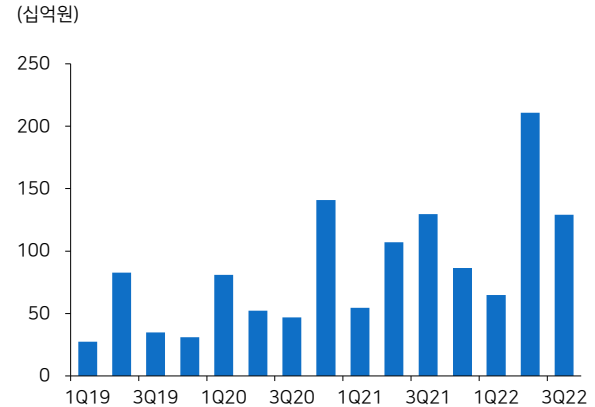
자료: 하이브, 메리츠증권 리서치센터

그림140 하이브 아티스트 앨범 판매량 추이



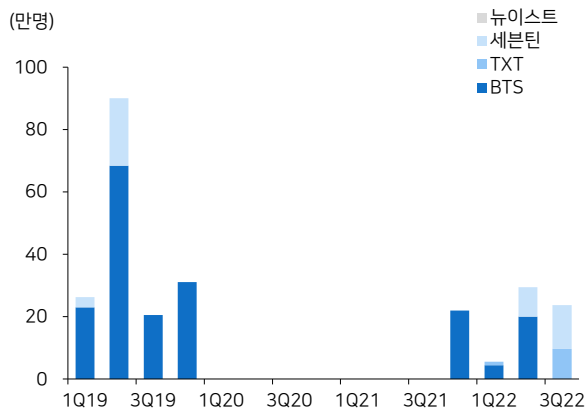
자료: 씨클차트, 메리츠증권 리서치센터

그림141 하이브 앨범 매출액 추이



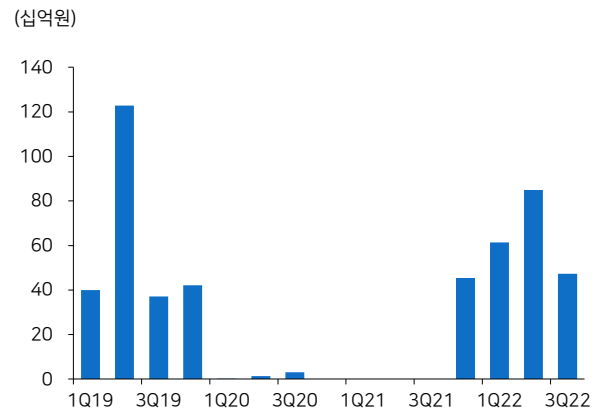
자료: 하이브, 메리츠증권 리서치센터

그림142 하이브 아티스트 콘서트 관객수 추이



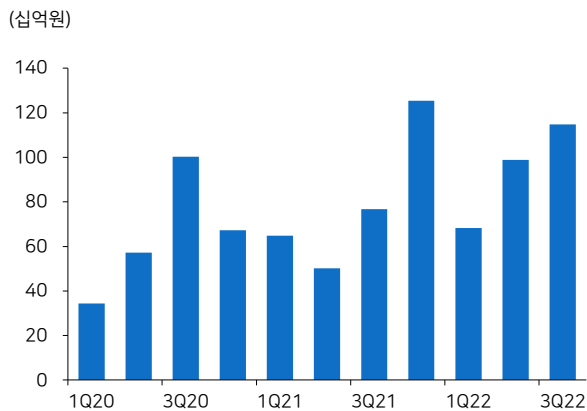
자료: Touring Data, 메리츠증권 리서치센터

그림143 하이브 콘서트 매출액 추이



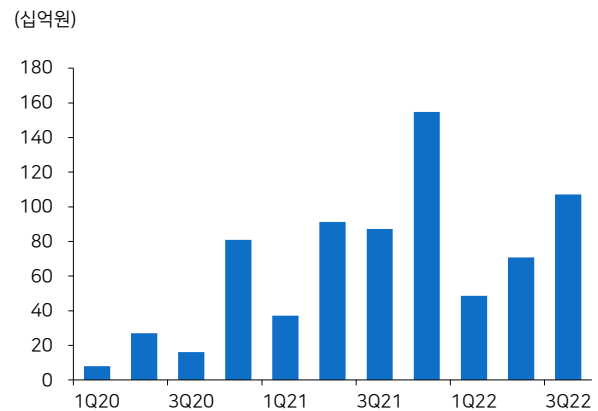
자료: 하이브, 메리츠증권 리서치센터

그림144 하이브 MD 및 라이선싱 매출액 추이



자료: 하이브, 메리츠증권 리서치센터

그림145 하이브 콘텐츠 매출액 추이



자료: 하이브, 메리츠증권 리서치센터

투자의견 Buy,
적정주가 170,000원 제시

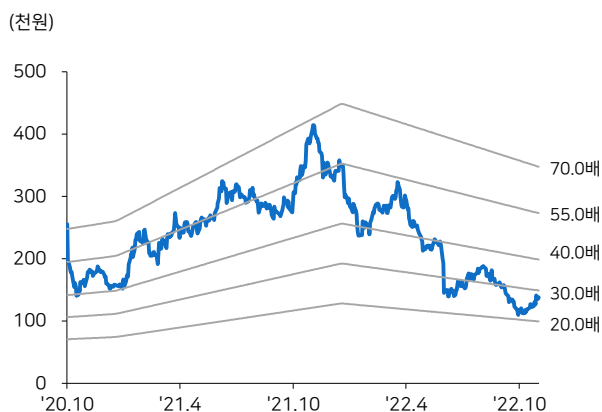
투자의견 Buy, 적정주가는 12M Forward EPS에 Target Multiple 36배(업종 평균에 20% 할증)를 적용한 170,000원을 제시한다. BTS 군 입대로 IP 경쟁력 약화는 불가피하나, BTS를 길러낸 노하우는 불변한 가치로 볼 수 있다. 하이브의 첫 걸그룹 르세라핌에 이어 뉴진스까지 데뷔 초 성적표는 매우 고무적이며, 아직 데뷔 전인 Trainee A의 경우 YouTube를 통해 1년 전부터 팬들과 소통하며 이미 구독자수 132만명을 기록했다. 다만, 르세라핌, 뉴진스, &TEAM, Trainee A, 그리고 UMG 산하 Geffen과 합작한 걸그룹까지 신인으로 분류하는 아티스트 수를 고려할 때 단기적인 제작원가 상승과 그에 따른 수익성 부진은 불가피할 전망이다. 결국 2023년에는 실적 모멘텀보다는 신인 아티스트 초기 성과에 따른 기대감이 주가에 큰 영향을 미칠 전망이다.

표15 하이브 적정주가 Valuation

(십억원)	내용	비고
12M Forward 지배주주순이익	194.5	
EPS (원)	4,703	
Target PER(배)	36.0	업종 평균에 20% 할증
적정가치(원)	169,292	
적정주가(원)	170,000	

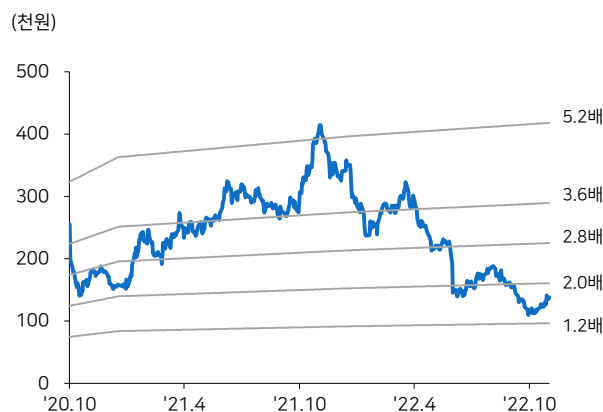
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림146 하이브 PER 밴드차트



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림147 하이브 PBR 밴드차트



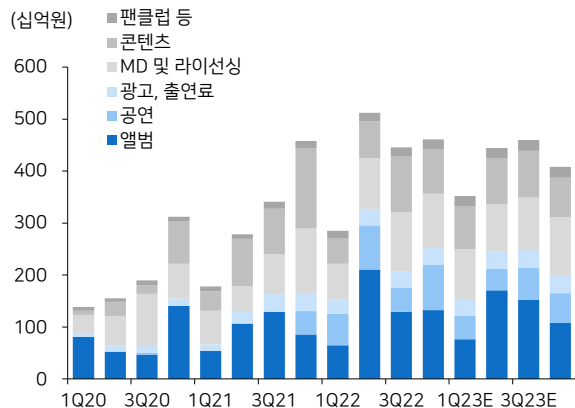
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표16 하이브 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
영업수익	178.3	278.6	341.0	457.9	285.0	512.2	445.5	461.2	1,255.9	1,703.9	1,664.6
% YoY	28.7%	79.2%	79.5%	46.6%	59.8%	83.8%	30.6%	0.7%	57.7%	35.7%	-2.3%
직접 참여형	66.7	128.6	163.4	164.1	153.6	325.9	206.2	251.8	522.9	937.5	848.1
앨범	54.5	107.0	129.7	85.7	64.6	210.9	129.2	132.6	376.9	537.3	509.0
공연	0.0	0.0	0.0	45.3	61.3	85.0	47.2	87.0	45.3	280.5	203.8
광고, 출연료	12.2	21.6	33.8	33.1	27.7	30.0	29.8	32.2	100.7	119.7	135.3
간접 참여형	111.6	150.0	177.6	293.9	131.3	186.3	239.3	209.5	733.0	766.4	816.5
MD 및 라이선싱	64.8	50.1	76.7	125.4	68.2	98.8	114.7	104.7	317.0	386.5	398.8
콘텐츠	37.2	91.3	87.3	154.7	48.5	70.7	107.2	85.1	370.4	311.5	335.1
팬클럽 등	9.6	8.6	13.6	13.8	14.5	16.9	17.3	19.7	45.6	68.4	82.7
매출원가	82.6	145.3	161.1	244.0	129.9	282.0	234.8	254.2	632.9	900.9	894.1
% YoY	0.6%	84.3%	83.1%	41.3%	57.3%	94.1%	45.8%	4.2%	50.1%	42.3%	-0.8%
매출총이익	95.8	133.3	179.9	213.9	155.1	230.2	210.7	207.1	623.0	803.1	770.6
% YoY	69.5%	74.1%	76.4%	53.2%	61.9%	72.7%	17.1%	-3.2%	66.2%	28.9%	-4.0%
GPM(%)	53.7%	47.9%	52.8%	46.7%	54.4%	45.0%	47.3%	44.9%	49.6%	47.1%	46.3%
판매비	73.0	105.3	114.3	140.1	118.0	141.9	150.1	146.9	432.8	557.0	584.2
% YoY	99.3%	125.4%	84.8%	66.8%	61.7%	34.8%	31.3%	4.9%	88.8%	28.7%	4.9%
제작비	28.6	40.3	47.9	60.8	51.9	55.7	63.3	59.0	177.7	230.0	250.2
유통수수료	13.3	15.2	18.9	24.8	13.9	23.7	21.1	23.1	72.2	81.7	89.3
무형자산상각비	3.9	10.1	14.0	12.8	13.5	14.3	14.8	16.0	40.8	58.6	59.6
지급수수료	8.4	8.0	8.1	9.3	9.1	9.9	10.0	10.9	33.9	39.9	38.8
외주가공비	17.1	26.8	18.8	22.1	19.5	24.4	24.6	25.3	84.8	93.8	91.5
MD/라이선싱 원가	1.7	4.8	6.5	10.3	10.2	13.9	16.2	12.7	23.3	53.0	54.8
영업이익	22.8	28.0	65.6	73.8	37.0	88.3	60.6	60.1	190.2	246.1	186.3
% YoY	14.5%	-6.2%	63.5%	32.8%	62.7%	215.3%	-7.7%	-18.5%	30.7%	29.3%	-24.3%
영업이익률(%)	12.8%	10.1%	19.2%	16.1%	13.0%	17.2%	13.6%	13.0%	15.1%	14.4%	11.2%
법인세차감전순이익	25.0	26.6	69.5	89.4	48.5	119.6	123.5	64.9	210.5	356.5	265.4
법인세비용	7.8	6.3	19.8	35.8	17.7	26.6	28.5	18.5	69.6	91.3	69.0
당기순이익	17.2	20.3	49.7	53.6	30.8	93.0	94.9	46.4	140.8	265.2	196.4
당기순이익률(%)	9.7%	7.3%	14.6%	11.7%	10.8%	18.2%	21.3%	10.1%	11.2%	15.6%	11.8%

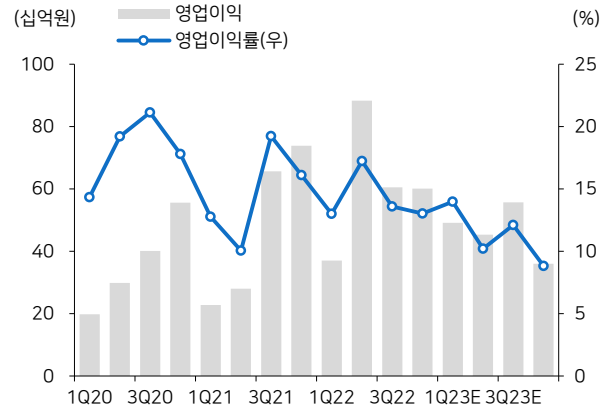
자료: 하이브, 메리츠증권 리서치센터

그림148 하이브 매출액 추이 및 전망



자료: 하이브, 메리츠증권 리서치센터

그림149 하이브 영업이익 추이 및 전망



자료: 하이브, 메리츠증권 리서치센터

하이프 (352820)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	796.3	1,255.9	1,703.9	1,664.6	1,850.9
매출액증가율 (%)	35.6	57.7	35.7	-2.3	11.2
매출원가	421.5	632.9	900.9	894.1	976.4
매출총이익	374.8	623.0	803.1	770.6	874.5
판매관리비	229.2	432.8	557.0	584.2	633.9
영업이익	145.5	190.3	246.1	186.3	240.7
영업이익률	18.3	15.1	14.4	11.2	13.0
금융손익	-13.9	6.1	22.8	22.9	19.0
종속/관계기업손익	-1.6	15.9	39.1	29.4	27.2
기타영업외손익	-3.8	-1.8	54.3	26.8	21.3
세전계속사업이익	126.3	210.5	356.5	265.5	308.1
법인세비용	39.2	69.7	91.3	69.0	87.0
당기순이익	87.1	140.8	265.2	196.4	228.0
지배주주지분 순이익	85.7	136.8	261.4	194.5	225.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	116.7	177.3	425.2	266.2	339.4
당기순이익(손실)	87.1	140.8	265.2	196.4	228.0
유형자산상각비	21.4	36.1	29.5	29.9	29.7
무형자산상각비	13.5	47.2	47.2	47.2	47.2
운전자본의 증감	-25.8	-54.1	83.3	-7.3	34.6
투자활동 현금흐름	-1,022.4	-2,110.2	-342.4	-4.2	-157.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-39.5	-54.0	-34.0	-31.3	-28.8
투자자산의 감소(증가)	-20.7	-1,073.6	-193.1	16.9	-80.3
재무활동 현금흐름	1,133.4	2,226.3	-6.6	-0.7	3.4
차입금의 증감	328.6	914.3	-6.6	-0.7	3.4
자본의 증가	935.9	1,414.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	219.5	297.4	189.4	161.0	185.8
기초현금	160.8	380.2	677.7	867.1	1,028.0
기말현금	380.2	677.7	867.1	1,028.0	1,213.9

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,389.3	2,003.1	2,319.9	2,560.1	2,845.9
현금및현금성자산	380.2	677.7	753.9	1,015.1	1,201.0
매출채권	112.3	168.2	228.2	222.9	247.9
재고자산	62.0	83.2	112.9	110.3	122.6
비유동자산	535.2	2,725.8	2,876.3	2,813.5	2,845.8
유형자산	48.4	86.9	91.4	92.7	91.9
무형자산	288.4	1,330.0	1,282.9	1,235.7	1,188.6
투자자산	33.7	1,123.2	1,316.4	1,299.4	1,379.7
자산총계	1,924.4	4,728.9	5,196.2	5,373.6	5,691.7
유동부채	296.2	586.6	722.3	709.1	771.6
매입채무	34.6	30.0	40.7	39.7	44.2
단기차입금	0.0	150.0	150.0	150.0	150.0
유동성장기부채	0.9	14.8	0.0	0.0	0.0
비유동부채	429.3	1,255.7	1,322.1	1,316.3	1,343.9
사채	0.0	332.3	332.3	332.3	332.3
장기차입금	200.1	589.7	589.7	589.7	589.7
부채총계	725.5	1,842.3	2,044.4	2,025.3	2,115.5
자본금	17.8	20.7	20.7	20.7	20.7
자본잉여금	1,132.3	2,544.4	2,544.4	2,544.4	2,544.4
기타포괄이익누계액	-0.5	60.7	60.7	60.7	60.7
이익잉여금	44.0	180.8	438.4	629.2	850.7
비지배주주지분	3.6	74.7	82.3	87.9	94.4
자본총계	1,198.9	2,886.6	3,151.8	3,348.2	3,576.2

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	27,370	33,103	41,204	40,254	44,759
EPS(지배주주)	2,946	3,606	6,322	4,703	5,458
CFPS	5,099	5,843	10,697	8,471	9,456
EBITDAPS	6,203	7,210	7,804	6,370	7,677
BPS	33,159	67,998	74,227	78,841	84,196
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	53.8	96.8	22.2	29.9	25.7
PCR	31.1	59.7	13.1	16.6	14.9
PSR	5.8	10.5	3.4	3.5	3.1
PBR	4.8	5.1	1.9	1.8	1.7
EBITDA	180.5	273.5	322.7	263.4	317.5
EV/EBITDA	27.1	51.6	16.4	19.2	15.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.5	6.8	8.9	6.1	6.7
EBITDA 이익률	22.7	21.8	18.9	15.8	17.2
부채비율	60.5	63.8	64.9	60.5	59.2
금융비용부담률	0.5	1.1	1.2	1.2	1.1
이자보상배율(x)	37.4	14.4	11.8	9.0	11.6
매출채권회전율(x)	7.7	9.0	8.6	7.4	7.9
재고자산회전율(x)	21.3	17.3	17.4	14.9	15.9

Industry Indepth
2022. 11. 17

▲ 통신/미디어

Analyst 정지수

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 김민영

02. 6454-4884

minyoung.kim02@meritz.co.kr

Buy (신규)

적정주가 (12개월) **90,000 원**
현재주가 (11.16) **71,700 원**
상승여력 **25.5%**

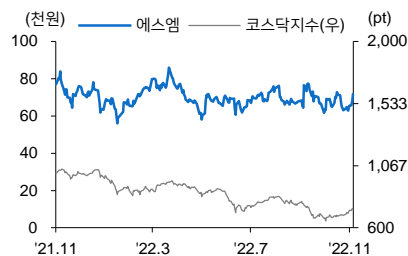
KOSDAQ	743.10pt
시가총액	17,062억원
발행주식수	2,380만주
유동주식비율	80.18%
외국인비중	10.09%
52주 최고/최저가	85,900원/56,000원
평균거래대금	451.2억원

주요주주(%)

이수만 외 13 인	19.15
국민연금공단	8.96

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.6	17.0	-10.3
상대주가	-5.4	34.8	25.0

주가그래프



에스엠 041510

디스카운트 요인 해소

- ✓ 3Q22 연결 영업이익 298억원(+111.5% YoY)으로 시장 컨센서스(254억원) 상회
- ✓ 앨범 판매량 470만장, 콘서트 모객 38만명 등 음반/음원 및 콘서트 매출 성장
- ✓ NCT127/슈퍼주니어 월드투어 및 WayV 앨범 발매로 실적 개선세 지속 전망
- ✓ 2023년 신인 보이그룹, NCT Tokyo & Hollywood 데뷔로 외연 확장 본격화
- ✓ 라이크기획 계약 조기 종료로 2023년 수익성 개선 및 디스카운트 요인 해소

3Q22 Review: 엔데믹 효과가 나타나고 있는 엔터 산업

3Q22 연결 실적은 매출액 2,381억원(+54.2% YoY), 영업이익 298억원 (+111.5% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 254억원)를 상회했다. 앨범 판매량은 에스파 미니 2집(154만장), NCT127 정규 4집(186만장) 등 470만장을 기록하며 별도 기준 음반/음원 매출액 1,351억원(+46.5% YoY)을 기록했다. 엔데믹 기조로 콘서트 활동(국내 7회, 일본 11회, 해외 7회)이 재개되면서 별도 기준 콘서트와 MD 매출액은 전년 대비 각각 +1,315.2%, +76.1% 증가했다. 연결 자회사들의 합산 매출액과 영업이익은 각각 1,163억원(+120.3% YoY), 26억원(흑전 YoY)으로 오프라인 공연 재개와 광고 수요 증가 효과가 두드러지게 나타났다.

2023년 본격적인 외연 확장

주요 아티스트 앨범 발매와 더불어 NCT127과 슈퍼주니어의 월드투어 일정으로 4Q22 약 50만명 모객을 반영함에 따라 음반/음원 및 콘서트 매출 성장세가 지속될 전망이다. 2023년 본격적인 외연 확장으로 중국 WayV 앨범 발매, 신인 보이그룹과 NCT Tokyo 데뷔를 앞두고 있다. 특히, NCT Tokyo는 2023년 초 방송을 통해 데뷔해 일본 시장을 적극 공략할 계획이다.

라이크기획 계약 종료로 디스카운트 요인 해소

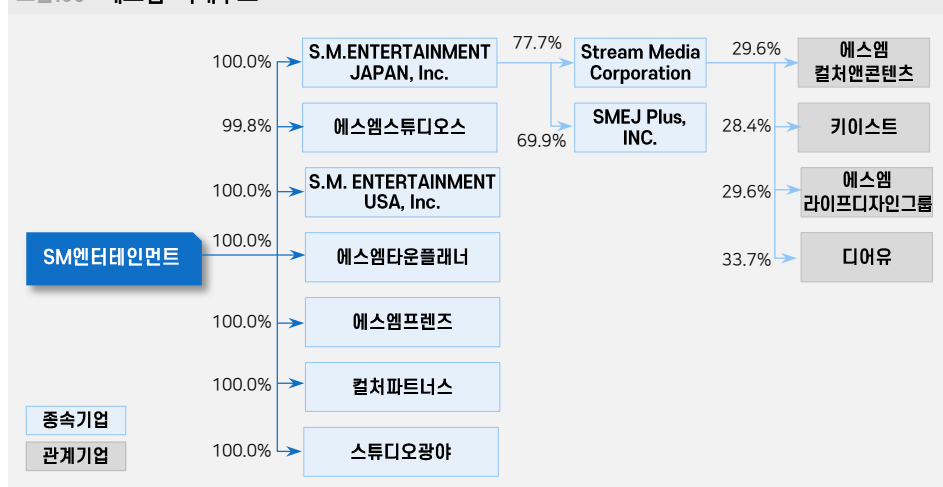
최근 동사는 라이크기획 프로듀싱 라이선스 계약을 12월 31일자로 종료한다고 밝혔다. 2021년 라이크기획 지급수수료 규모(240억원) 감안 시 2023년부터는 수익성 개선은 물론 동사의 밸류에이션 하락 요인이었던 지배구조 불확실성도 해소될 전망이다. 투자자의견 Buy를 제시하며, 적정주가는 12M Forward EPS 3,757원과 업종 평균 PER에 20% 할인 적용한 90,000원을 제시한다.

(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	적지	18,412	-9.9	1.6	7.1	-16.0	73.5
2021	701.6	67.5	133.5	5,667	흑전	25,951	13.1	2.9	11.6	25.5	66.8
2022E	819.5	94.7	104.0	4,372	-22.6	30,069	16.4	2.4	10.2	15.6	69.6
2023E	877.1	102.5	89.4	3,757	-11.9	33,721	19.1	2.1	10.6	11.8	65.0
2024E	921.9	113.6	95.7	4,020	7.0	37,642	17.8	1.9	9.0	11.3	61.9

에스엠 회사 소개

에스엠은 1995년 설립되어 2000년 4월 코스닥에 상장했으며, 주요 아티스트로는 소녀시대, 슈퍼주니어, EXO, 레드벨벳, NCT, 에스파 등이 있다. 가수 매니지먼트 시스템을 체계화하는 등 국내 엔터테인먼트 산업과 K-Pop의 한류 열풍을 선도했다. 특이사항으로는 이수만 총괄 프로듀서의 개인 회사인 라이크기획 관련 잡음이 있었으나, 최근 계약 조기 종료 계획을 밝혔고, 최대주주 지분 매각 관련 카카오, CJ ENM 등과 인수 협의가 진행 중인 것으로 파악된다.

그림150 에스엠 지배구조



자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

표17 에스엠 소속 아티스트

Artist	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
동방신기				CR					
슈퍼주니어	CR								
소녀시대			CR(5명)						
샤이니				CR					
f(x)									
EXO									
레드벨벳							CR		
NCT		Debut							
NCT127		Debut							
NCT Dream		Debut							
WayV					Debut				
Aespa						Debut			
NCT 도쿄									Debut (H1)
신인 보이그룹									Debut (H1)
NCT 할리우드									TBD

주: CR(Contract Renewed), TBD(To be determined)

자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

3Q22 연결 영업이익 298억원 (+111.5% YoY) 기록

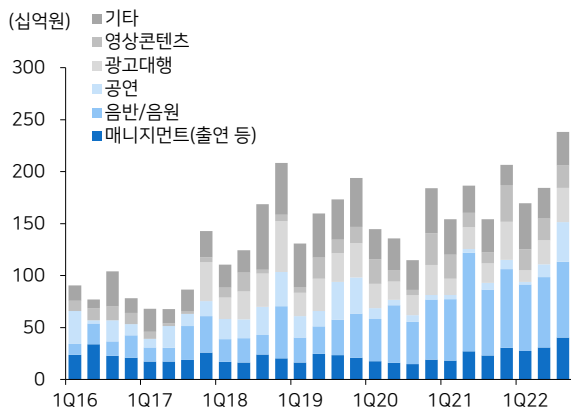
3Q22 연결 실적은 매출액 2,381억원(+54.2% YoY), 영업이익 298억원(+111.5% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 254억원)를 상회했다. 앨범 판매량은 에스파 미니 2집(154만장), NCT127 정규 4집(186만장) 등 470만장을 기록하며 별도 기준 음반/음원 매출액 1,351억원(+46.5% YoY)을 기록했다. 엔데믹 기조로 콘서트 활동(국내 7회, 일본 11회, 해외 7회)이 재개되면서 별도 기준 콘서트와 MD 매출액은 전년 대비 각각 +1,315.2%, +76.1% 증가했다. 연결 자회사들 합산 매출액과 영업이익은 각각 1,163억원(+120.3% YoY), 26억원(흑전 YoY)으로 오프라인 공연 재개와 광고 수요 증가 효과가 두드러지게 나타났다.

표18 에스엠 3Q22 실적 Review

(십억원)	3Q22	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	238.1	154.4	54.2	184.4	29.1	211.3	12.7
SME(별도)	135.1	92.2	46.5	111.1	21.7		
음반/음원	72.0	62.9	14.5	66.8	7.7		
출연(방송/광고/행사)	24.3	12.4	96.4	14.9	63.2		
콘서트	10.9	0.8	1,315.2	4.2	159.7		
MD/라이선싱/화보	26.4	15.0	76.1	23.7	11.4		
기타	1.5	1.2	24.5	1.4	5.5		
연결자회사	116.3	52.8	120.3	77.9	49.2		
SM C&C	47.7	28.6	66.9	36.5	30.7		
KEYEAST	16.1	4.9	231.0	16.1	0.0		
DREAM MAKER	24.5	3.7	569.6	3.9	528.3		
SMC	23.6	12.7	85.6	17.4	35.2		
SMEJ Plus	4.4	3.0	46.9	4.0	10.0		
영업이익	29.8	14.1	111.5	19.4	53.6	25.4	17.2
세전이익	39.6	22.7	74.9	36.8	7.6	29.9	32.6
당기순이익	29.2	15.1	93.2	25.4	15.0	18.7	55.9

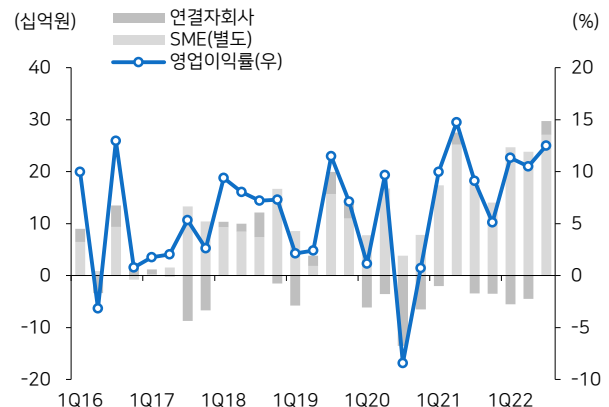
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림151 에스엠 분기 매출액 추이



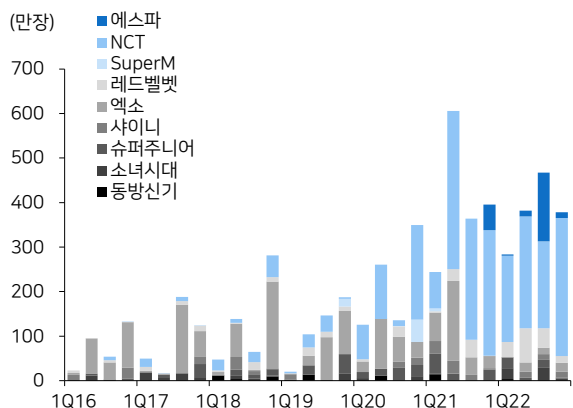
자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

그림152 에스엠 분기 영업이익 추이



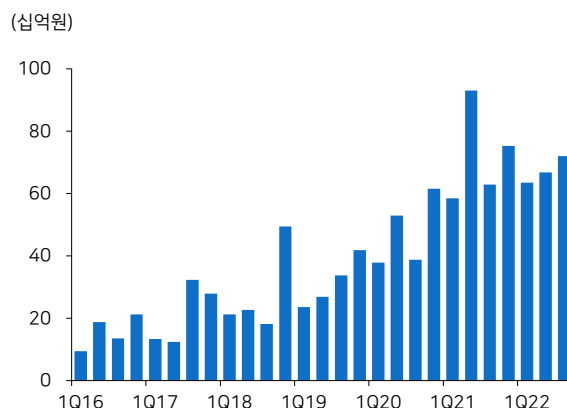
자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

그림153 에스엠 아티스트 앨범 판매량 추이



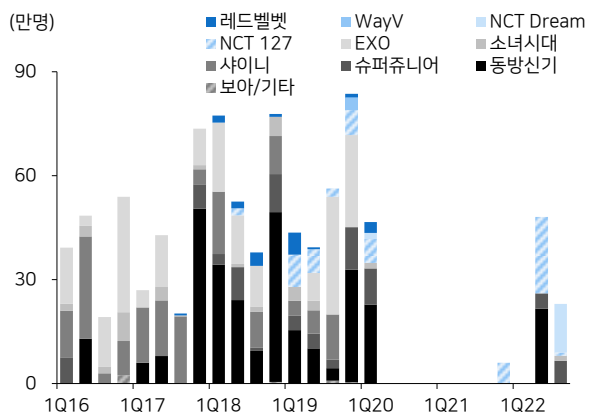
자료: 씨클차트, 메리츠증권 리서치센터

그림154 에스엠 앨범 매출액 추이



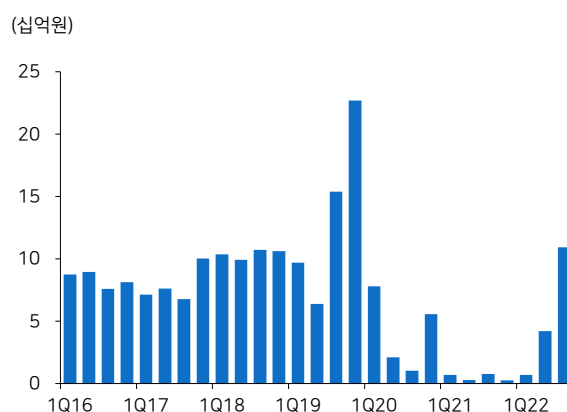
자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

그림155 에스엠 아티스트 콘서트 관객수 추이



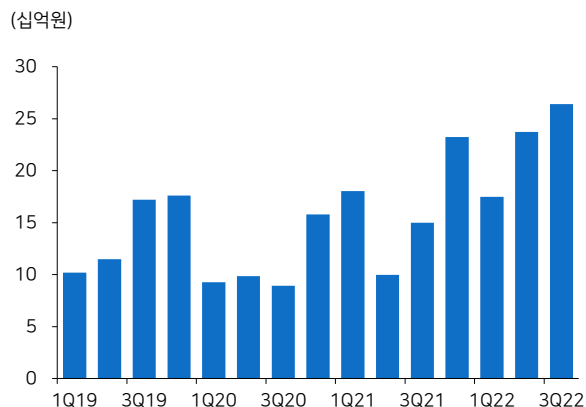
자료: Touring Data, 메리츠증권 리서치센터

그림156 에스엠 콘서트 매출액 추이



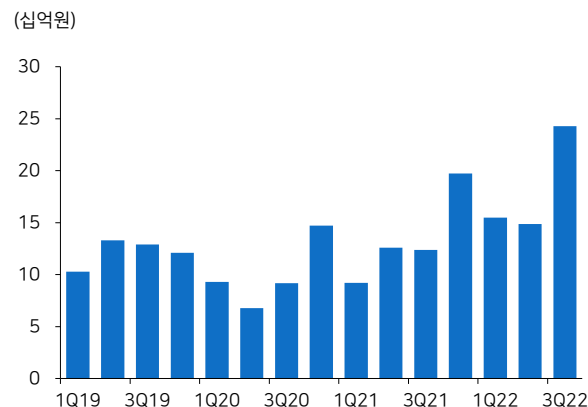
자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

그림157 에스엠 MD 및 라이선싱 매출액 추이



자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

그림158 에스엠 출연(방송/광고/행사) 매출액 추이



자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

2023년 본격적인 외연 확장

주요 아티스트 앨범 발매와 더불어 NCT127과 슈퍼주니어의 월드투어 일정으로 4Q22 약 50만명 모객을 반영함에 따라 음반/음원 및 콘서트 매출 성장세가 지속될 전망이다. 2023년 본격적인 외연 확장으로 중국 WayV 앨범 발매, 신인 보이 그룹과 NCT Tokyo 데뷔를 앞두고 있다. 특히, NCT Tokyo는 2023년 초 방송을 통해 데뷔해 일본 시장을 적극 공략할 계획이다.

투자의견 Buy,
적정주가 90,000원 제시

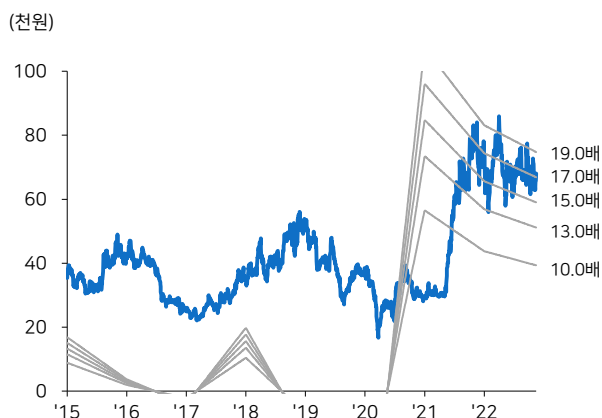
최근 동사는 라이크기획 프로듀싱 라이선스 계약을 12월 31일자로 종료한다고 밝혔다. 2021년 라이크기획 지급수수료 규모(240억원) 감안 시 2023년부터는 수익성 개선은 물론 동사의 밸류에이션 하락 요인이었던 지배구조 불확실성도 해소될 전망이다. 투자의견 Buy를 제시하며, 적정주가는 12M Forward EPS 3,757원과 업종 평균 PER(30배)에 20% 할인 적용한 90,000원을 제시한다.

표19 에스엠 적정주가 Valuation

(십억원)	내용	비고
12M Forward 지배주주순이익	89.4	
EPS (원)	3,757	
Target PER(배)	24.0	업종 평균에 20% 할인
적정가치(원)	90,172	
적정주가(원)	90,000	

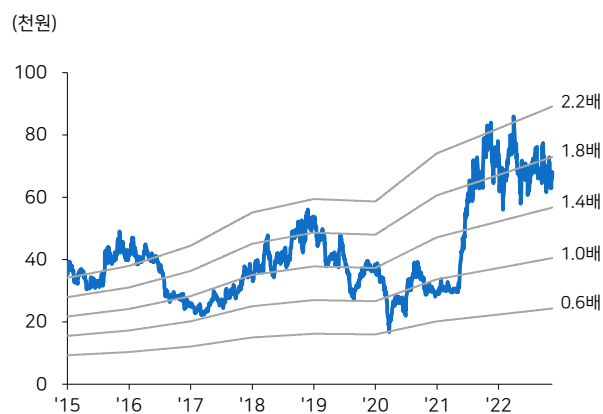
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림159 에스엠 PER 밴드차트



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림160 에스엠 PBR 밴드차트



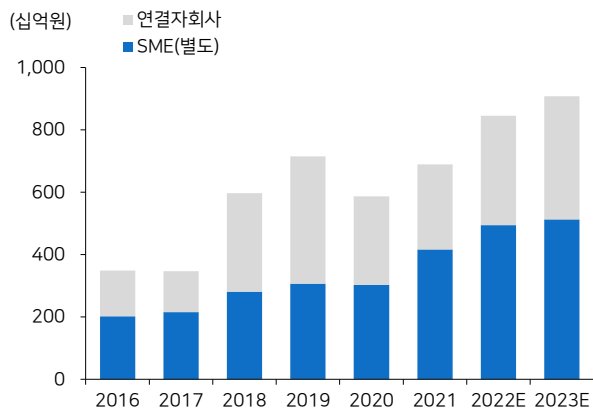
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표20 에스엠 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	154.2	186.4	154.4	206.5	169.4	184.4	238.1	227.5	701.6	819.5	877.1
% YoY	6.6%	37.2%	34.2%	12.1%	9.8%	-1.1%	54.2%	10.2%	21.0%	16.8%	7.0%
SME(별도)	87.6	117.2	92.2	120.2	114.9	111.1	135.1	133.4	417.2	494.5	513.5
음반/음원	58.5	93.1	62.9	75.3	63.5	66.8	72.0	72.5	289.7	274.9	295.2
출연(방송/광고/행사)	9.2	12.6	12.4	19.7	15.5	14.9	24.3	17.8	53.9	72.4	67.5
콘서트	0.7	0.3	0.8	0.3	0.7	4.2	10.9	17.2	2.0	33.1	38.7
MD/라이선싱/화보	18.0	10.0	15.0	23.2	17.5	23.7	26.4	22.8	66.2	90.4	99.7
기타	1.2	1.3	1.2	1.6	17.6	1.4	1.5	3.1	5.2	23.6	12.4
연결자회사	58.9	61.4	52.8	99.6	54.9	77.9	116.3	101.9	272.6	351.0	394.9
SM C&C	26.4	32.6	28.6	52.2	22.0	36.5	47.7	47.8	139.7	154.0	165.8
KEYEAST	11.0	8.1	4.9	22.5	13.7	16.1	16.1	17.6	46.5	63.5	69.6
DREAM MAKER	4.0	4.3	3.7	8.7	4.2	3.9	24.5	16.0	20.7	48.6	72.0
SMC	14.3	13.4	12.7	13.1	11.6	17.4	23.6	16.7	53.4	69.3	71.1
매출총이익	57.0	81.5	64.6	61.2	68.8	63.1	80.5	79.5	264.4	291.8	294.7
GPm(%)	37.0%	43.7%	41.9%	29.6%	40.6%	34.2%	33.8%	34.9%	37.7%	35.6%	33.6%
영업이익	15.4	27.5	14.1	10.6	19.2	19.4	29.8	26.4	67.5	94.7	102.5
% YoY	815.6%	108.9%	흑전	684.6%	25.0%	-29.5%	111.5%	149.8%	939.6%	40.3%	8.2%
영업이익률(%)	10.0%	14.7%	9.1%	5.1%	11.3%	10.5%	12.5%	11.6%	9.6%	11.6%	11.7%
SME(별도)	17.4	25.2	17.5	14.1	24.7	23.8	27.1	32.9	74.1	108.5	142.4
연결자회사	-2.0	2.3	-3.4	-3.5	-5.5	-4.4	2.6	1.4	-6.6	-5.9	-8.6
SM C&C	-3.1	0.5	-0.4	4.2	-3.1	0.9	1.2	1.9	1.2	0.8	2.9
KEYEAST	0.9	-1.0	-0.7	1.7	-0.3	10.3	-4.8	1.0	1.0	6.2	3.8
DREAM MAKER	-0.5	-0.7	-1.0	-0.4	-0.6	-0.4	-2.5	-1.4	-2.6	-4.8	-3.3
법인세차감전순이익	15.2	24.9	22.7	110.4	35.4	36.8	39.6	34.2	173.1	148.8	131.0
법인세비용	6.5	8.6	7.6	17.3	9.8	11.5	10.5	10.3	39.9	42.0	39.3
당기순이익	8.7	16.3	15.1	93.1	25.6	25.4	29.2	24.0	133.2	104.1	91.7
당기순이익률(%)	5.6%	8.8%	9.8%	45.1%	15.1%	13.7%	12.2%	10.5%	19.0%	12.7%	10.5%

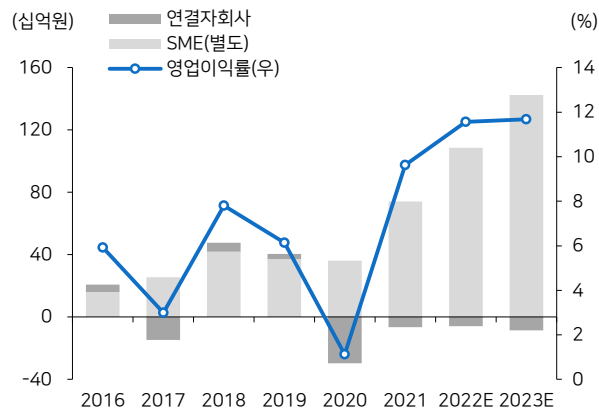
자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

그림161 에스엠 매출액 추이 및 전망



자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

그림162 에스엠 영업이익 추이 및 전망



자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

에스엠 (041510)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	579.9	701.6	819.5	877.1	921.9
매출액증가율 (%)	-11.8	21.0	16.8	7.0	5.1
매출원가	381.1	437.2	527.6	582.4	611.9
매출총이익	198.8	264.4	291.8	294.7	310.0
판매관리비	192.3	196.9	197.1	192.2	196.4
영업이익	6.5	67.5	94.7	102.5	113.6
영업이익률	1.1	9.6	11.6	11.7	12.3
금융손익	-9.4	1.2	-1.9	-1.3	-0.3
종속/관계기업손익	-13.0	96.4	21.4	8.7	8.8
기타영업외손익	-24.6	8.1	3.3	8.1	3.3
세전계속사업이익	-40.6	173.1	148.8	131.0	140.2
법인세비용	39.8	39.9	42.0	37.0	37.1
당기순이익	-80.3	133.2	104.1	91.7	98.1
지배주주지분 손익	-70.2	133.5	104.0	89.4	95.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	45.4	122.6	146.3	121.2	123.4
당기순이익(손실)	-80.3	133.2	104.1	91.7	98.1
유형자산상각비	30.8	26.8	26.8	7.5	8.0
무형자산상각비	40.9	37.2	11.3	8.9	7.1
운전자본의 증감	-25.7	11.0	26.8	13.1	10.2
투자활동 현금흐름	-42.5	-82.6	-67.3	-39.2	-31.8
유형자산의증가(CAPEX)	-8.1	-22.2	-12.0	-10.8	-9.7
투자자산의감소(증가)	0.2	16.1	-28.4	-13.9	-10.8
재무활동 현금흐름	16.2	-6.8	17.3	-22.7	-3.5
차입금의 증감	-33.4	54.0	22.0	-18.0	1.3
자본의 증가	65.1	51.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	12.5	33.8	96.2	59.3	88.1
기초현금	285.0	297.5	331.3	427.5	486.8
기말현금	297.5	331.3	427.5	486.8	574.9

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	646.5	769.5	957.5	1,052.0	1,167.4
현금및현금성자산	297.5	331.3	447.4	506.7	594.8
매출채권	136.5	97.3	113.7	121.7	127.9
재고자산	11.4	14.4	16.8	18.0	18.9
비유동자산	422.4	545.5	547.9	556.2	561.6
유형자산	91.5	66.6	51.9	55.2	56.9
무형자산	177.9	144.8	133.5	124.6	117.5
투자자산	97.5	179.9	208.3	222.2	233.0
자산총계	1,068.9	1,314.9	1,505.4	1,608.2	1,729.1
유동부채	433.8	400.7	486.1	499.1	524.5
매입채무	177.6	169.2	197.7	211.6	222.4
단기차입금	6.5	2.7	2.7	2.7	2.7
유동성장기부채	22.3	0.9	19.6	0.0	0.0
비유동부채	18.9	125.8	131.5	134.3	136.5
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	526.5	617.6	633.4	660.9
자본금	11.7	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	310.4	361.6	361.6	361.6	361.6
기타포괄이익누계액	-5.2	-12.7	-12.7	-12.7	-12.7
이익잉여금	95.4	235.8	335.1	422.0	515.3
비지배주주지분	184.3	172.2	172.3	172.4	172.5
자본총계	616.1	788.4	887.8	974.8	1,068.1

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	24,729	29,770	34,454	36,862	38,744
EPS(지배주주)	-2,992	5,667	4,372	3,757	4,020
CFPS	3,745	6,225	6,870	6,247	6,537
EBITDAPS	3,336	5,580	5,582	4,996	5,407
BPS	18,412	25,951	30,069	33,721	37,642
DPS	0	200	200	200	200
배당수익률(%)	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	-9.9	13.1	16.4	19.1	17.8
PCR	7.9	11.9	10.4	11.5	11.0
PSR	1.2	2.5	2.1	1.9	1.9
PBR	1.6	2.9	2.4	2.1	1.9
EBITDA	78.2	131.5	132.8	118.9	128.7
EV/EBITDA	7.1	11.6	10.2	10.6	9.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-16.0	25.5	15.6	11.8	11.3
EBITDA 이익률	13.5	18.7	16.2	13.6	14.0
부채비율	73.5	66.8	69.6	65.0	61.9
금융비용부담률	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
이자보상배율(x)	1.5	16.5	16.2	17.2	20.4
매출채권회전율(x)	4.4	6.0	7.8	7.5	7.4
재고자산회전율(x)	44.3	54.3	52.5	50.4	49.9

Industry Indepth
2022. 11. 17

▲ 통신/미디어

Analyst 정지수

02. 6454-4863

jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 김민영

02. 6454-4884

minyoung.kim02@meritz.co.kr

Buy (신규)

적정주가 (12개월) 58,000 원

현재주가 (11.16) 43,300 원

상승여력 33.9%

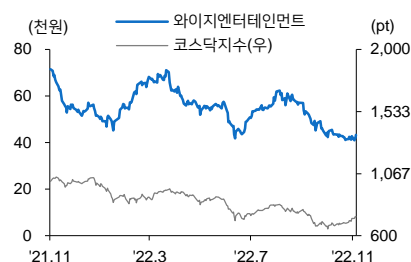
KOSDAQ	743.10pt
시가총액	8,075억원
발행주식수	1,865만주
유동주식비율	74.29%
외국인비중	10.04%
52주 최고/최저가	71,100원/41,000원
평균거래대금	176.6억원

주요주주(%)

양현석 외 7 인	20.63
네이버	8.91
국민연금공단	7.39

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.8	-21.6	-36.8
상대주가	-12.2	-9.6	-11.9

주가그래프



와이지엔터테인먼트 122870

4 세대 역시 Fast Follower 전략

- ✓ 3Q22 연결 영업이익 155억원(-10.4% YoY)으로 시장 컨센서스(200억원) 하회
- ✓ 블랙핑크는 4Q22부터 2Q23까지 45회 월드 투어 진행 예정. 개런티 상향 기대
- ✓ 트레저도 미니 2집으로 컴백해 4Q22 일본에서 24회의 투어 진행 예정
- ✓ 2022년 연결 매출액 4,030억원(+13.3% YoY), 영업이익 558억원(+10.3% YoY)
- ✓ 4세대 걸그룹 중 가장 늦게 등장하는 베이비몬스터(가칭) 1H23 출격 준비

3Q22 Review: 블랙핑크의 귀환

3Q22 연결 실적은 매출액 1,147억원(+33.4% YoY), 영업이익 155억원(-10.4% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 200억원)를 하회했다. 2년만에 컴백한 블랙핑크가 9월 16일 발매한 정규 2집 앨범은 258만장 판매되며 앨범 매출 성장(+135.1% YoY)을 견인했으나, 음원 정산 이익 일부가 4Q22로 이연되면서 수익성은 시장 기대치에 못 미쳤다.

2023년 상반기까지 실적 모멘텀은 가장 우수

성공적으로 컴백한 블랙핑크는 지난 10월 15일부터 2023년 6월 21일까지 월드 투어를 진행 중이다. 지난 2019년 월드 투어(34회)보다 11회 늘어난 총 45회 공연이 예정되어 있으며, 블랙핑크의 글로벌 인지도 고려 시 월드 투어 개런티 정산 금액은 이전 대비 크게 개선될 전망이다. 트레저 역시 10월 4일 미니 2집 앨범으로 컴백해 4Q22 일본에서 24회의 투어를 진행할 예정이다. 2022년 연결 매출액은 4,030억원(+13.3% YoY), 영업이익 558억원(+10.3% YoY)을 전망한다.

주인공은 가능 늦게 등장하는 법?!

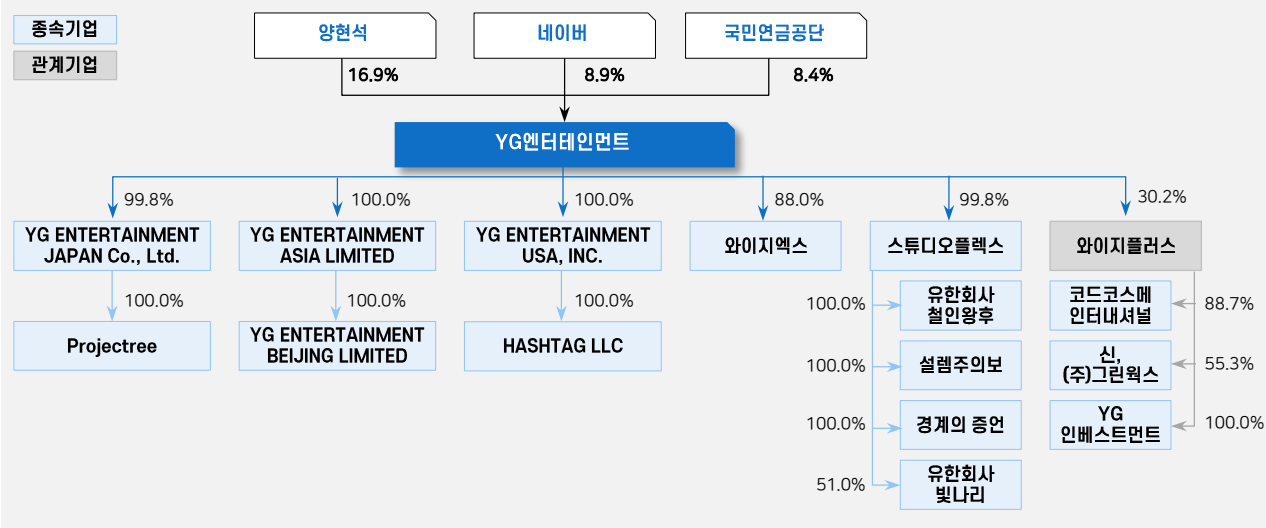
4세대 걸그룹 경쟁이 치열하게 전개되는 가운데 동사의 차세대 걸그룹 베이비몬스터(가칭)는 2023년 상반기 경쟁에 뛰어든 전망이다. 베이비몬스터가 과거 3세대 걸그룹 경쟁에서 블랙핑크처럼 가장 늦게 데뷔하고도 제일 성공적인 행보를 보일 수 있을지 귀추가 주목된다. 투자 의견 Buy를 제시하며, 적정주가는 12M Forward EPS 2,415원과 업종 평균 PER에 20% 할인(아티스트 컴백 주기 고려)한 Target Multiple 24배를 적용해 58,000원을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	255.3	10.8	9.4	515	흑전	19,082	86.8	2.3	28.7	2.7	28.5
2021	355.6	50.6	6.7	361	619.8	20,471	154.2	2.7	15.5	1.8	28.7
2022E	403.0	55.8	32.7	1,758	126.3	20,813	24.6	2.1	8.5	8.5	27.0
2023E	452.2	68.4	45.0	2,415	15.1	21,506	17.9	2.0	7.5	11.4	25.3
2024E	494.8	81.1	55.0	2,947	16.2	22,350	14.7	1.9	6.7	13.4	23.6

와이지엔터테인먼트 회사 소개

와이지엔터테인먼트는 1996년 설립되어 2011년 코스닥에 상장했으며, 소속 아티스트는 빅뱅, 위너, 블랙핑크, 트레저 등이 있다. 국내 대형 기획사들의 경우 외부에서 곡을 사오는 방식이 보편화됐으나, 동사는 내부 프로듀서를 통한 곡 작업을 선호하는 만큼 음악적 색채가 뚜렷하다는 특징이 있다. 다만, 소속 아티스트들의 컴백 시기가 일정하지 않다는 점은 밸류에이션 할인 요인으로 작용하기도 한다. 2023년 상반기에는 4대 기획사 중 가장 늦게 4세대 걸그룹을 데뷔시킬 전망이며, 현지 K-Pop 아이돌 육성에도 적극적으로 참여할 계획이다.

그림163 와이지엔터테인먼트 지배구조



자료: 와이지엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

표21 와이지엔터테인먼트 소속 아티스트

Artist	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
빅뱅	CR					CR			
WINNER							CR		
IKON	Debut								
블랙핑크		Debut							
트레저						Debut			
베이비몬스터									Debut

주: CR(Contract Renewed)

자료: 와이지엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

3Q22 영업이익 155억원(-10.4% YoY)으로 시장 컨센서스 하회

3Q22 연결 실적은 매출액 1,147억원(+33.4% YoY), 영업이익 155억원(-10.4% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 200억원)를 하회했다. 2년만에 컴백한 블랙핑크가 9월 16일 발매한 정규 2집 앨범은 258만장 판매되며 앨범 매출 성장(+135.1% YoY)을 견인했으나, 음원 정산 이익 일부가 4Q22로 이연되면서 수익성은 시장 기대치에 못 미쳤다.

2022년 연결 영업이익 558억원(+10.3% YoY) 전망

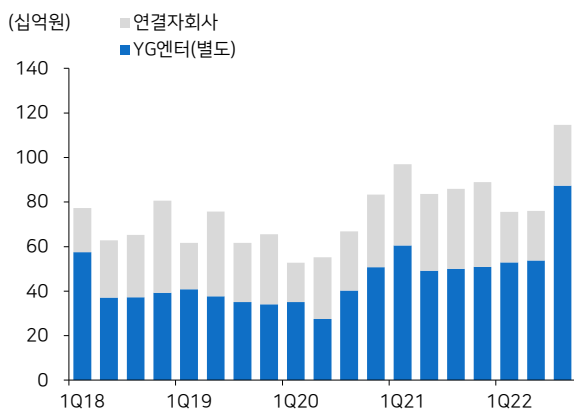
성공적으로 컴백한 블랙핑크는 지난 10월 15일부터 2023년 6월 21일까지 월드투어를 진행 중이다. 지난 2019년 월드 투어(34회)보다 11회 늘어난 총 45회 공연이 예정되어 있으며, 블랙핑크의 글로벌 인지도 고려 시 월드 투어 개런티 정산 금액은 이전 대비 크게 개선될 전망이다. 트레저 역시 10월 4일 미니 2집 앨범으로 컴백해 4Q22 일본에서 24회의 투어를 진행할 예정이다. 2022년 연결 매출액은 4,030억원(+13.3% YoY), 영업이익 558억원(+10.3% YoY)을 전망한다.

표22 와이지엔터테인먼트 3Q22 실적 Review

(십억원)	3Q22P	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	114.7	86.0	33.4	76.0	50.8	120.4	-4.8
YG엔터(별도)	87.4	50.0	74.8	53.8	62.5		
제품 매출	47.1	27.5	71.1	25.9	82.1		
콘서트	0.0	0.0	N/A	4.0	-99.1		
광고	17.1	11.8	45.4	16.0	7.0		
로열티	2.3	7.1	-67.9	3.3	-30.5		
출연료	5.1	2.2	136.0	3.1	64.4		
기타(커미션)	15.7	1.4	995.8	1.5	948.3		
연결자회사	27.3	36.0	-24.2	22.3	22.5		
영업이익	15.5	17.3	-10.4	9.3	66.5	20.0	-22.3
세전이익	17.4	9.2	88.4	15.8	10.2	22.4	-22.3
당기순이익	15.4	0.6	2,633.0	8.6	78.8	15.0	2.5

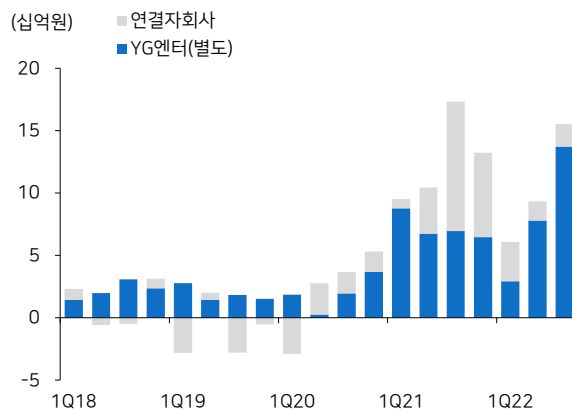
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림164 와이지엔터테인먼트 별도 & 자회사 매출액 추이



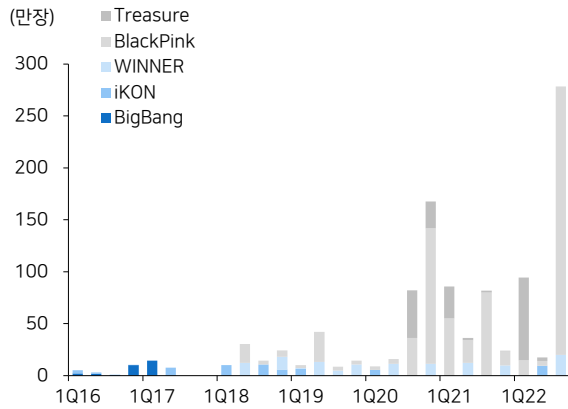
자료: 와이지엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

그림165 와이지엔터테인먼트 별도 & 자회사 영업이익 추이



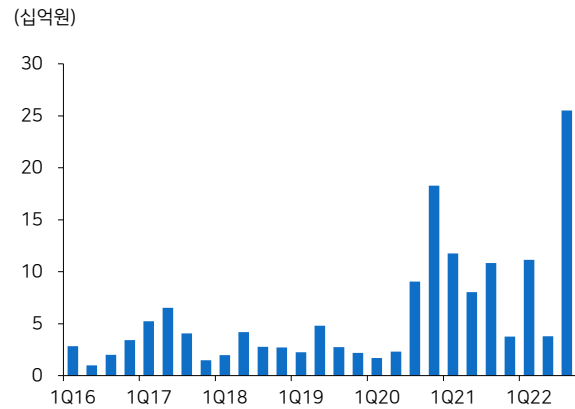
자료: 와이지엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

그림166 와이지엔터테인먼트 아티스트 앨범 판매량 추이



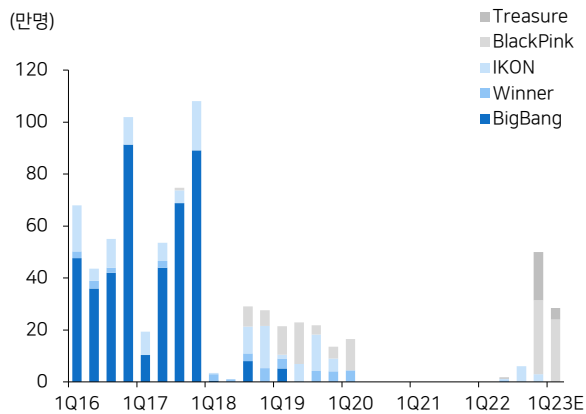
자료: 씨클차트, 메리츠증권 리서치센터

그림167 와이지엔터테인먼트 앨범 매출액 추이



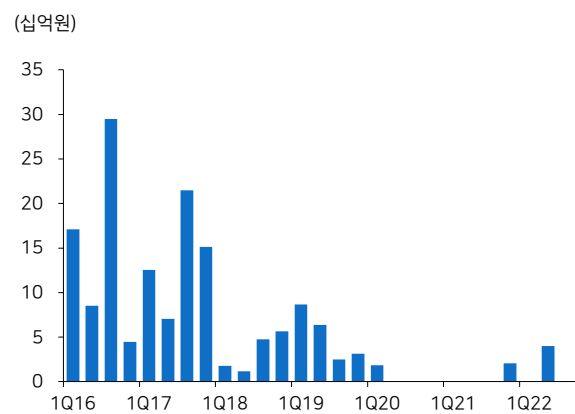
자료: 와이지엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

그림168 와이지엔터테인먼트 아티스트 콘서트 관객수 추이



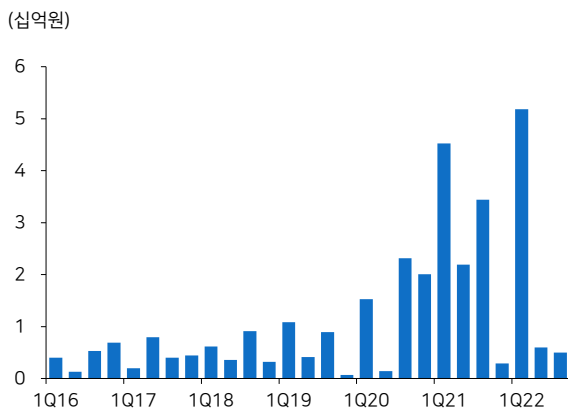
자료: Touring Data, 메리츠증권 리서치센터

그림169 와이지엔터테인먼트 콘서트 매출액 추이



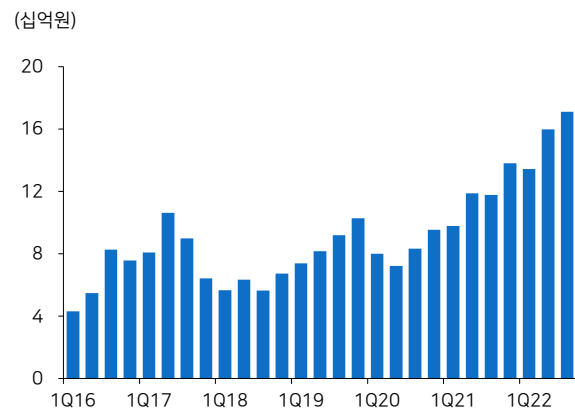
자료: 와이지엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

그림170 와이지엔터테인먼트 MD 매출액 추이



자료: 와이지엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

그림171 와이지엔터테인먼트 광고 매출액 추이



자료: 와이지엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

투자의견 Buy,
적정주가 58,000원 제시

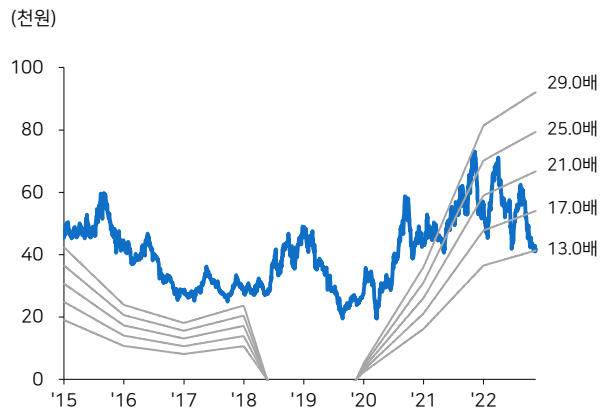
4세대 걸그룹 경쟁이 치열하게 전개되는 가운데 동사의 차세대 걸그룹 베이비몬스터(가칭)는 2023년 상반기 경쟁에 뛰어들 전망이다. 베이비몬스터가 과거 3세대 걸그룹 경쟁에서 블랙핑크처럼 가장 늦게 데뷔하고도 제일 성공적인 행보를 보일 수 있을지 귀추가 주목된다. 투자의견 Buy를 제시하며, 적정주가는 12M Forward EPS 2,415원과 업종 평균 PER에 20% 할인(아티스트 컴백 주기 고려)한 Target Multiple 24배를 적용해 58,000원을 제시한다. 현재 주가는 PER 밴드 차트 하단에 불과해 추가적인 주가 하락은 제한적이라는 판단이다.

표23 와이지엔터테인먼트 적정주가 Valuation

(십억원)	내용	비고
12M Forward 지배주주순이익	45.0	
EPS (원)	2,415	
Target PER(배)	24.0	산업 평균에 20% 할인
적정가치(원)	57,963	
적정주가(원)	58,000	

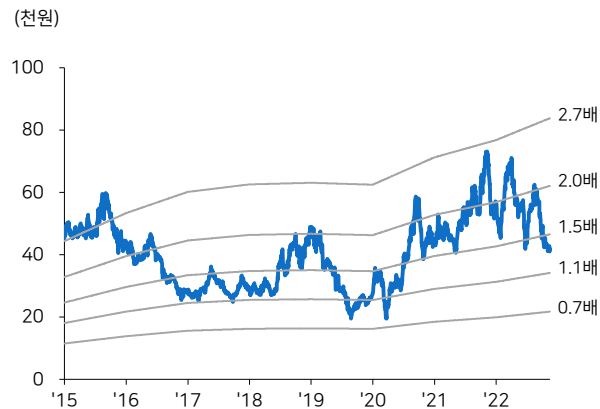
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림172 와이지엔터테인먼트 PER 밴드차트



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림173 와이지엔터테인먼트 PBR 밴드차트



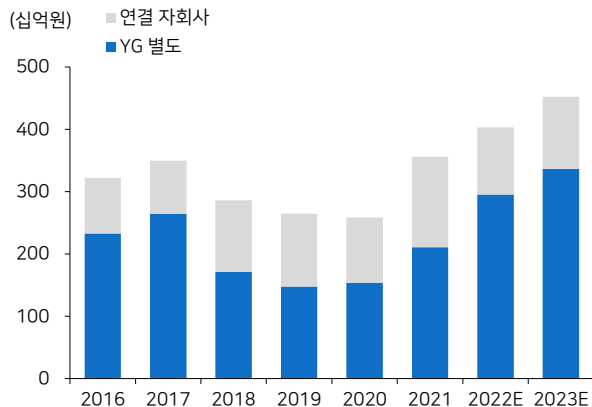
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표24 와이지엔터테인먼트 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	97.0	83.7	86.0	89.0	75.5	76.0	114.7	136.8	355.6	403.0	452.2
% YoY	83.7%	51.7%	28.6%	6.7%	-22.2%	-9.1%	33.4%	53.7%	37.7%	13.3%	12.2%
YG엔터(별도)	60.5	49.2	50.0	50.9	52.9	53.8	87.4	101.2	210.6	295.3	336.4
제품 매출	39.1	28.3	27.5	25.9	28.8	25.9	47.1	47.9	120.8	149.6	174.2
콘서트	0.0	0.0	0.0	2.1	0.0	4.0	0.0	15.6	2.1	19.6	40.8
광고	9.8	11.9	11.8	13.8	13.4	16.0	17.1	17.4	47.2	63.9	69.9
로열티	3.6	2.1	7.1	3.5	2.5	3.3	2.3	8.3	16.2	16.3	22.6
출연료	5.4	5.7	2.2	4.1	2.8	3.1	5.1	4.5	17.3	15.6	17.1
기타(커미션)	2.7	1.2	1.4	1.6	5.5	1.5	15.7	7.5	7.0	30.2	11.7
연결자회사	36.5	34.4	36.0	38.1	22.6	22.3	27.3	35.6	145.1	107.7	115.7
YG엔터 Japan	1.0	0.8	1.6	1.6	1.2	1.7	1.7	1.7	5.0	6.3	6.6
YG엔터 Asia	0.2	0.3	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.7	0.4	0.4
YG엔터 USA	0.2	0.3	0.4	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5	1.5	1.6	1.6
YG Plus	26.6	41.2	44.6	42.0	30.5	32.6	36.5	42.8	154.3	142.4	147.9
기타	8.5	-8.1	-10.7	-6.2	-9.3	-12.4	-11.5	-9.7	-16.5	-42.9	-40.7
영업이익	9.5	10.5	17.3	13.2	6.1	9.3	15.5	24.8	50.6	55.8	68.4
% YoY	흑전	276.9%	370.6%	148.5%	-36.0%	-10.7%	-10.4%	87.2%	370.4%	10.3%	22.6%
영업이익률(%)	9.8%	12.5%	20.2%	14.9%	8.1%	12.3%	13.6%	18.1%	14.2%	13.8%	15.1%
YG엔터(별도)	8.8	6.8	7.0	6.5	2.9	7.8	13.7	24.0	29.0	48.5	67.2
연결자회사	-1.0	2.3	2.3	-3.8	-1.2	0.8	1.1	-0.7	-0.1	-0.1	-3.6
YG엔터 Japan	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
YG엔터 Asia	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
YG Plus	-0.3	4.6	2.7	-3.1	-0.6	2.1	2.4	0.1	3.9	4.0	0.6
기타	1.7	1.4	8.0	10.5	4.4	0.8	0.7	1.5	21.7	7.3	4.8
법인세차감전순이익	22.2	0.9	9.2	28.7	6.2	15.8	17.4	28.7	61.1	68.1	82.5
법인세비용	13.2	0.0	0.0	1.8	0.0	6.2	2.0	6.3	15.0	14.6	22.3
당기순이익	8.7	-1.6	0.6	15.2	5.8	8.6	15.4	22.4	22.9	52.2	60.2
당기순이익률(%)	8.9%	-1.9%	0.7%	17.1%	7.7%	11.3%	13.4%	16.4%	6.4%	12.9%	13.3%

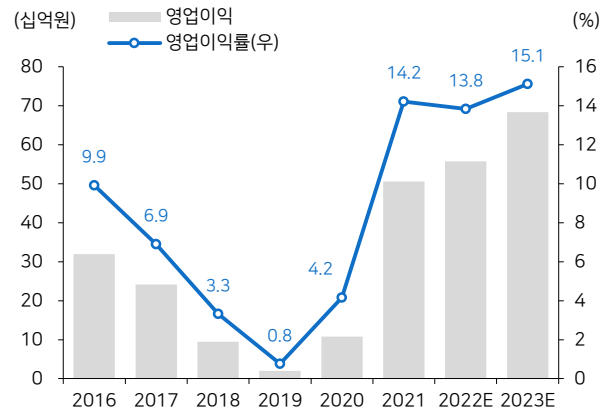
자료: 와이지엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

그림174 와이지엔터테인먼트 매출액 추이 및 전망



자료: 와이지엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

그림175 와이지엔터테인먼트 영업이익 추이 및 전망



자료: 와이지엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

와이지엔터테인먼트 (122870)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	255.3	355.6	403.0	452.2	494.8
매출액증가율 (%)	0.7	39.3	13.3	12.2	9.4
매출원가	174.5	243.6	268.3	298.5	323.6
매출총이익	80.8	112.0	134.7	153.7	171.3
판매관리비	74.8	83.1	86.3	90.1	95.0
영업이익	10.8	50.6	55.8	68.4	81.1
영업이익률	4.2	14.2	13.8	15.1	16.4
금융손익	18.0	-7.1	2.0	4.3	4.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.5	17.6	10.3	9.8	10.2
세전계속사업이익	20.5	61.1	68.1	82.5	95.8
법인세비용	6.9	15.0	14.6	22.3	23.5
당기순이익	3.2	22.9	52.2	60.2	70.0
지배주주지분 순이익	9.4	6.7	32.7	45.0	55.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	25.8	36.9	82.0	89.4	99.5
당기순이익(손실)	3.2	22.9	52.2	60.2	70.0
유형자산상각비	13.9	12.8	35.2	33.9	32.7
무형자산상각비	2.0	1.4	0.5	0.4	0.4
운전자본의 증감	9.0	-17.4	-5.8	-5.2	-3.5
투자활동 현금흐름	-11.0	-77.0	20.3	-36.3	-34.5
유형자산의증가(CAPEX)	-32.1	-32.3	-31.0	-30.0	-29.0
투자자산의감소(증가)	67.0	-40.4	-5.4	-5.6	-4.9
재무활동 현금흐름	-10.4	32.5	-5.4	-6.0	-5.1
차입금의 증감	-2.1	2.5	-0.8	-1.4	-0.4
자본의 증가	8.1	0.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	4.1	-7.6	96.9	47.1	60.0
기초현금	47.8	51.9	44.2	141.1	188.1
기말현금	51.9	44.2	141.1	188.1	248.1

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	245.4	243.9	295.1	354.2	424.7
현금및현금성자산	51.9	44.2	141.1	188.1	248.1
매출채권	20.5	37.6	42.6	47.8	52.3
재고자산	33.3	11.3	12.8	14.4	15.7
비유동자산	297.5	377.6	378.3	379.7	380.5
유형자산	164.9	193.0	188.8	184.9	181.3
무형자산	47.0	44.5	44.0	43.6	43.2
투자자산	77.4	129.0	134.4	140.0	144.9
자산총계	542.8	621.5	673.5	733.9	805.2
유동부채	103.9	104.8	109.5	112.6	118.0
매입채무	17.0	20.7	23.5	26.4	28.8
단기차입금	4.0	3.9	2.9	2.9	1.9
유동성장기부채	2.8	0.5	2.0	0.0	1.0
비유동부채	16.4	34.0	33.6	35.4	35.9
사채	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	10.3	14.5	12.5	12.5	11.5
부채총계	120.3	138.7	143.2	148.0	153.9
자본금	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4
자본잉여금	217.9	218.2	218.2	218.2	218.2
기타포괄이익누계액	-1.2	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
이익잉여금	124.6	131.4	141.9	154.9	170.6
비지배주주지분	71.2	105.2	142.2	184.9	234.4
자본총계	422.6	482.8	530.3	585.9	651.2

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	13,960	19,293	21,683	24,247	26,534
EPS(지배주주)	515	361	1,758	2,415	2,947
CFPS	927	3,297	5,413	6,142	6,757
EBITDAPS	1,459	3,511	4,917	5,507	6,123
BPS	19,082	20,471	20,813	21,506	22,350
DPS	0	250	250	250	250
배당수익률(%)	0.0	0.4	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	86.8	154.2	24.6	17.9	14.7
PCR	48.2	16.9	8.0	7.0	6.4
PSR	3.2	2.9	2.0	1.8	1.6
PBR	2.3	2.7	2.1	2.0	1.9
EBITDA	26.7	64.7	91.4	102.7	114.2
EV/EBITDA	28.7	15.5	8.5	7.5	6.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.7	1.8	8.5	11.4	13.4
EBITDA 이익률	10.4	18.2	22.7	22.7	23.1
부채비율	28.5	28.7	27.0	25.3	23.6
금융비용부담률	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	15.3	63.6	68.2	86.8	106.2
매출채권회전율(x)	14.2	12.2	10.0	10.0	9.9
재고자산회전율(x)	10.3	15.9	33.4	33.3	32.9

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 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	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

JYP Ent. (035900) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.11.17	산업분석	Hold	41,000	이효진	-7.0	5.5	
2021.01.22	산업브리프	Buy	45,000	이효진	-21.7	-11.9	
2021.06.03	산업분석	Buy	51,000	이효진	-19.8	-10.9	
2021.08.18	기업브리프	Buy	56,000	이효진	-26.5	-19.9	
2021.10.07	산업브리프	Buy	52,000	이효진	-7.3	6.5	
2022.01.26	산업브리프	Hold	52,000	이효진	-1.8	24.4	
2022.04.11	산업분석	Hold	64,000	이효진	-11.3	0.8	
2022.11.17				담당자 변경	-	-	
2022.11.17	산업분석	Buy	78,000	정지수	-	-	

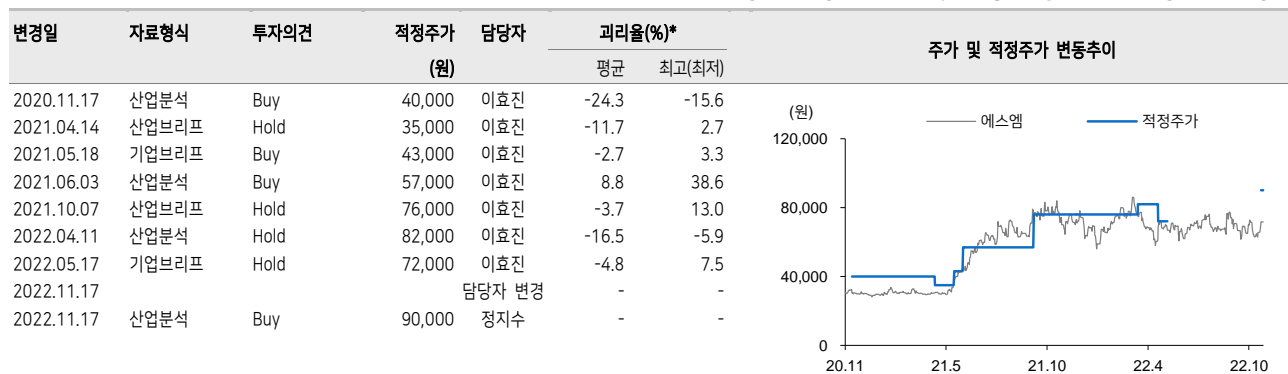
하이브 (352820) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.09.23	산업분석	Buy	158,400	이효진	22.6	72.5	
2021.04.14	산업브리프	Hold	257,400	이효진	-4.2	0.6	
2021.05.04	기업브리프	Hold	260,000	이효진	15.0	59.2	
2022.05.04	1년 경과				-13.9	-5.0	
2022.06.02	산업분석	Hold	240,000	이효진	-35.5	-5.0	
2022.11.17				담당자 변경	-	-	
2022.11.17	산업분석	Buy	170,000	정지수	-	-	

에스엠 (041510) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



와이지엔터테인먼트 (122870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

