

장기 시계열, 그리고 M&A

장기 시계열, 그리고 M&A



엔터/레저

Analyst **이효진**

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

Top Picks	투자판단	적정주가	관심 종목	투자판단	적정주가
JYP Ent.(035900)	Buy	51,000원	하이브(352820)	Hold	260,000원
에스엠(041510)	Buy	57,000원	강원랜드(035250)	Hold	30,000원
와이지엔터테인먼트(122870)	Buy	70,000원	스튜디오드래곤(253450)	Hold	120,000원
파라다이스(034230)	Buy	25,000원	하나투어(039130)	Hold	70,000원
			GKL(114090)	Buy	21,000원
			제이콘텐트리(036420)	Hold	51,000원
			모두투어(080160)	Hold	30,000원

Contents

산업분석

Part I	여행/카지노	09	Part II	콘텐츠	27	Part III	엔터테인먼트	33
--------	--------	----	---------	-----	----	----------	--------	----

기업분석

하나투어 (039130) 실적 구성 요소 알아보기	56	스튜디오드래곤 (253450) 돌다리를 두드리는 시간	76	하이브 (352820) 쉬어가는 구간	84
모두투어 (080160) 수용인원에 기반한 peer와의 갑축소 예상	61	제이콘텐트리 (036420) 컨택트 play	80	JYP Ent. (035900) Time has come	88
강원랜드 (035250) 당근이 필요한 때	65			에스엠 (041510) M&A 관점에서 바라보기	94
파라다이스 (034230) 우려는 기우	68			와이지엔터테인먼트 (122870) 같은 관점에서 바라보기	100
GKL (114090) 플러스 알파를 기대하며	73				

Summary

장기 시계열, 그리고 M&A

Neutral

Prologue

산업 투자 전략

I

- 엔터/레저 산업은 코로나 피해 대표 업종에 속함. 백신 공급과 함께 기대감으로 대부분의 주가는 코로나 이전을 넘어섬
- 주가가 충분히 회복한 현재 신규 진입을 위해서 미래 예상 가능한 이익이 기대치를 넘어설지, 혹은 미달할지에 대한 판단이 필요한 시기. 이를 위해 장기 시계열 분석이 필요
- 2017-2020년 성장 시계였던 산업은 엔터/카지노. 코로나 회복 이후에도 이들 산업에서는 추가 업사이드가 확보됨
- 반면, 여행사들은 동기간 여행 시장 성장에도 불구하고 실적 및 주가 하락이 지속되었음. 이는 여행산업 내 PKG 비중의 지속적 하락 때문. 2017년 43.9%였던 출국자 내 PKG 고객 비중은 1H19 29.5%까지 하락함
- 여행산업은 지속적으로 성장할 것. 그러나 FIT의 잠식 이어지며 PKG 영업이익 비중이 100%를 상회하는 국내 여행사들의 실적 하락 트렌드는 지속될 것으로 봄. 여행 산업에 대한 베팅은 국내 여행사보다는 항공이 적합
- 콘텐츠 산업은 당사 커버리지 내 유일한 코로나 수혜 종목. 그러나 전방산업에 해당하는 OTT 시장의 성숙 시장 진입 신호가 1분기부터 포착된 상황. 동 트렌드 연간 지속될 경우 전방 사업자들의 전략에도 변화가 있을 수 있음. 주의가 필요한 시기

플러스 알파는 M&A 관점에서

II

- 레저 산업에서는 여행사보다는 카지노를 선호. 범 미디어 산업 내에서는 엔터가 콘텐츠 대비 안전한 선택지
- 플러스 알파는 M&A 시장에서 기대할 수 있음
- B2C 여행사인 참좋은여행이 매출로 등장했고, K-pop 1세대를 연 에스엠 최대주주 지분 또한 언급되는 상황
- 특히 상장을 준비 중인 카카오엔터테인먼트에 에스엠이 인수된다면 한국형 레이블의 양대 산맥으로 올라설 것
- 레저 산업 내에서는 카지노 3사, 엔터 산업 내에서는 상반기 M&A 등 이벤트가 소화된 하이브보다는 M&A 가치로 평가되기 좋은 에스엠/YG/JYP 중심의 압축 투자 추천

항목	변수	Worst	Base	Best	
주 가 전 망 요 인	1. 여행	<ul style="list-style-type: none"> 백신 글로벌 항공 수급 여행자 여행 패턴 변화 	<ul style="list-style-type: none"> 2020년 상황 지속 테러/인종차별 등에 의한 여행 수요 감소 PKG 여행 시장 내 M/S 하락 가속화 	<ul style="list-style-type: none"> 백신 접종 2H21 인구 70% 이상 달성 4Q21 항공 공급 정상화 비율 70% 달성 2021년 여행수요, 2019년으로 회귀 PKG M/S 하락 연간 2-3%p 유지 	<ul style="list-style-type: none"> 2021년말 전세계 공항, 코로나 이전으로 위험 단계 하향 FIT에서 PKG로 소비자 여행 패턴 변화
	2. 카지노	<ul style="list-style-type: none"> 백신 항공 수급 중국/일본 	<ul style="list-style-type: none"> 2020년 상황 지속 사드 당시와 유사한 교류 빙하기 진입 강원랜드 규제 강화 	<ul style="list-style-type: none"> 백신 접종 2H21 인구 70% 이상 달성 4Q21 항공 공급 정상화 비율 70% 달성 중국 공항 증설에 따른 항공 노선 확대 매출총량제 불변 	<ul style="list-style-type: none"> 2021년말 전세계 공항, 코로나 이전으로 위험 단계 하향 사드 이전과 같은 제한 없는 교류 일본 파친코의 카지노 흡수 속도 가속화
	3. 콘텐츠	<ul style="list-style-type: none"> OTT 시장 국내 방송산업 변화 	<ul style="list-style-type: none"> 성숙기: OTT 콘텐츠 예산 축소 발표 글로벌 OTT 중국 진출로 인한 판권 통합 방송사 드라마 슬롯 추가 축소 	<ul style="list-style-type: none"> 성숙 초입: 넷플릭스, 신규 가입자 둔화 추이 지속 vs. 디즈니+, HBO Max M/S 상승 중국 및 중국 외 이원화된 시장 유지 방송사 드라마 전략 2020년 수준 유지 	<ul style="list-style-type: none"> OTT 시장, 2019년 성장 회귀 아이치이, 텐센트 한국 드라마 방영 방송사 드라마 투자 확대
	4. 엔터	<ul style="list-style-type: none"> Next BTS 등장 중국 M&A 	<ul style="list-style-type: none"> 사건/사고에 의한 팬덤 분열 1H22 오프라인 콘서트 재개 불발 한국 연예인의 중국 출현 및 활동 금지 매각 불발, 이전으로 회귀 	<ul style="list-style-type: none"> 2022 콘서트 완전 재개 타 국적 보유한 한국 연예인의 중국 출현 가능한 현 상황 유지 에스엠 매각 진행에 따른 내재가치 주목 ↑ 	<ul style="list-style-type: none"> 1H22 콘서트 완전 재개 강력한 팬덤 보유한 Next BTS 등장 한국인 연예인의 중국 출현 및 활동 재개 레이블화 가속: M&A 증가
산업 투자 전략		<ul style="list-style-type: none"> 비중 축소 	<ul style="list-style-type: none"> 레저: 카지노>여행 엔터: M&A 이벤트 활용, 엔터3사 추천 콘텐츠: OTT 2분기 확인 후 접근 권고 	<ul style="list-style-type: none"> 레저: 카지노>여행 엔터/콘텐츠, 이벤트 발생시 비중 확대 	
Top-picks		<ul style="list-style-type: none"> 하이브 	<ul style="list-style-type: none"> 엔터3사(YG, JYP, SM) 	<ul style="list-style-type: none"> 전 종목 매수 유효 	

기업분석

종목	투자판단	적정주가
파라다이스(034230)	Buy	25,000원
JYP Ent.(035900)	Buy	51,000원
에스엠(041510)	Buy	57,000원
와이지엔터테인먼트(122870)	Buy	70,000원
하이브(352820)	Hold	260,000원
강원랜드(035250)	Hold	30,000원
스튜디오드래곤(253450)	Hold	120,000원
하나투어(039130)	Hold	70,000원
GKL(114090)	Buy	21,000원
제이콘텐트리(036420)	Hold	51,000원
모두투어(080160)	Hold	30,000원

Hold

적정주가 (12개월)	70,000원
현재주가 (6. 2)	92,600원
상승여력	-24.4%
KOSPI	3,224.23pt
시가총액	12,908억원
발행주식수	1,394만주
유동주식비율	67.85%
외국인비중	7.88%
52주 최고/최저가	92,600원/35,800원
평균거래대금	152.4억원
주요주주(%)	
하모니아1호 유한회사 외 12 인	28.21

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	40.5	54.8	125.3
상대주가	37.2	28.5	45.8

주가그래프



자회사 정리 & 구조조정, 그리고 현금소진

- 동사의 종속기업은 1년 만에 42개에서 32개로 줄어들었으며 1분기말 종속 및 관계기업 중 청산 진행되고 있는 회사만도 15개. 1Q21 희망퇴직을 진행(154억원)하여 연간 약 400억원 비용 절감 예상
- 보유한 투자 부동산을 통해 현금을 확보하더라도 이를 담보로 한 차입금을 및 미지급금 지급, 영업종료를 위한 연결 자회사 지급보증에 활용될 것. 이를 통해 동사가 확보할 현금은 100억 수준

5년간 시장 점유율 10%p 하락한 과거 트렌드, 코로나 이후 바뀔까?

- 전세계에서 2020년 코로나 전 주가를 상회하는 여행사는 한국 패키지 여행사와 트립닷컴 뿐
- 2018년 이후 주가 하락의 이유를 되짚어야 할 시기. 여행객 증가에도 패키지 수요가 줄어들었기 때문. 동사 또한 2014년 출국자 중 동사 PKG를 이용한 고객 비중은 19.3%에서 2019년 10.8%까지 줄어듦. 당사는 코로나 이전 패키지 감소 현상이 2022년 이후 이어질 것으로 봄. 트렌드 방향성이 변화할 이유는 없기 때문
- 하나투어의 적정주가를 기존 65,000원에서 70,000원으로 상향함. 구조조정 인원 예상 상회한 부분을 반영하고 밸류에이션도 peer 대비 50% 할증한 30배(기존 20배)를 적용함. 일본 또한 지분 가치로 변경
- 당사 예상을 초과하는 수요 발생 시 인원 또한 늘려야함(비용 재증가). 즉 규모의 경제 효과 없음
- 과거를 살펴보았을 때 여행 수요를 베팅하기에 적합한 사업자는 아닌 데 반해 기대감으로 주가는 5년 내 고점 수준을 바라보는 시기. Best scenario에 맞춰진 과매수 시기라고 판단, Hold 투자이건 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	614.6	7.5	-8.0	-691	-212.9	15,562	-73.9	3.3	11.2	-4.2	362.4
2020	109.6	-114.9	-172.0	-12,675	1,465.3	9,688	-4.4	5.8	-20.3	-108.9	461.2
2021E	90.1	-108.3	-114.1	-8,189	-47.5	1,211	-11.3	76.5	-21.0	-150.3	15,766.5
2022E	408.6	40.5	16.4	1,173	-115.3	2,096	78.9	44.2	23.6	71.0	5,518.0
2023E	411.1	39.6	17.9	1,284	11.4	3,092	72.1	29.9	23.9	49.5	2,882.6

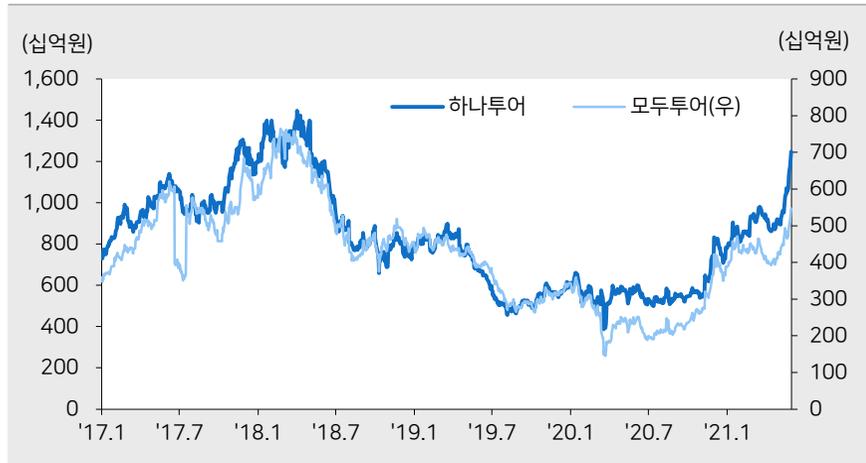
하나투어 적정주가 산정내역 및 PER/PBR 밴드

하나투어 적정주가 산정내역

(십억원)	가치	주당 가치 (원)	비고
하나투어 본사	919.8	65,986	2022 PER 30배. 적용 PER은 모두투어 대비 50% 프리미엄 (1)
하나투어JP 가치	59.3	4,255	하나투어JP 시가총액 지분율 51% 적용 (2)
적정주가 (원)	979.1	70,241	(1)+(2)

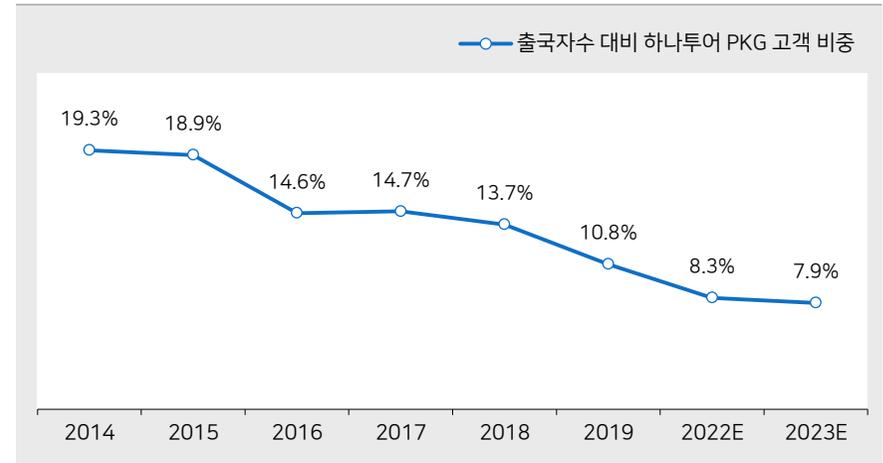
자료: 메리츠증권 리서치센터

하나투어 시가총액, 2018년 고점 수준 넘볼 정도로 팽창



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

여행 시장 내 하나투어를 비롯한 PKG 사업자들의 비중은 지속 하락



자료: 한국관광공사, 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

하나투어 실적 추정 내역

2021년 하반기 전망 시리즈 16
엔터/레저

하나투어 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
Key assumptions															
출국자수(천명)	3,388	38	140	140	228	304	1,140	2,128	6,367	6,347	5,763	6,932	3,705	3,801	25,409
%YoY	-54.3	-99.4	-97.9	-97.7	-93.3	701.7	715.5	1,422.3	2,692.2	1,987.3	405.4	225.7	-86.2	2.6	568.5
패키지송객(천명)	239	1	1	1	4	20	56	103	561	547	458	542	241	183	2,107
%YoY	-75.2	-99.9	-99.9	-99.9	-98.3	2,844.3	6,839.6	12,525.1	13,529.9	2,617.6	712.3	428.5	-91.7	-24.0	1,050.8
항공권송객(천명)	375	10	11	10	6	-10	30	165	367	377	382	814	405	192	1,940
%YoY	-35.6	-98.2	-98.0	-98.2	-98.3	N/A	161.1	1,588.9	5,575.0	N/A	1,175.8	393.8	-81.9	-52.7	911.8
패키지M/S(%)	7.0	1.8	0.6	0.6	1.8	6.6	4.9	4.8	8.8	8.6	7.9	7.8	6.5	4.8	8.3
%p YoY	-6.0	-9.6	-8.7	-8.5	-5.2	4.8	4.4	4.2	7.0	2.0	3.0	3.0	-4.3	-1.7	3.5
매출액	110.5	9.6	10.1	-20.6	7.0	6.8	32.7	43.6	99.2	93.7	107.9	107.8	109.6	90.1	408.6
%YoY	-50.4	-95.1	-94.5	N/A	-93.7	-29.0	225.1	N/A	1317.6	1280.3	229.6	147.4	-82.2	-17.8	353.5
하나투어본사	66.2	2.7	2.7	14.2	2.0	2.0	18.6	29.4	104.3	82.3	86.2	86.7	85.8	52.0	359.5
%YoY	-55.8	-97.7	-97.4	-84.4	-97.0	-25.2	578.6	107.1	5116.7	4012.8	363.4	194.7	-81.5	-39.4	591.1
종속회사	48.4	8.2	8.7	3.2	7.0	5.7	15.1	16.1	23.8	23.9	25.0	26.0	68.4	44.0	98.7
%YoY	-39.4	-90.7	-89.6	-96.0	-85.4	-30.2	74.5	404.6	238.6	320.0	65.0	61.3	-79.3	-35.7	124.4
영업이익	-27.5	-51.8	-30.2	-5.3	-41.7	-27.4	-21.1	-18.1	21.8	8.1	12.8	-2.1	-114.9	-108.3	40.5
%YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
영업이익률(%)	-24.9	-542.3	-300.2	25.7	-595.7	-403.6	-64.4	-41.6	22.0	8.6	11.8	-2.0	-104.8	-120.2	9.9
하나투어본사	-10.2	-25.6	-20.5	-7.9	-32.3	-17.8	-11.1	-12.5	22.7	8.9	11.8	0.4	-64.2	-73.7	43.8
%YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
종속회사	-17.4	-26.2	-9.8	2.7	-9.4	-9.6	-10.0	-5.7	-1.0	-0.8	1.0	-2.5	-50.7	-34.6	-3.3
%YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	N/A	N/A	N/A
SM면세점	-5.4	-10.8	-5.0	-4.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-25.3	0.0	0.0
%YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

하나투어 주요 계열사

구분	회사명	현황	
종속기업	(주)제이알 제10호 위탁관리 부동산 투자회사	청산 완료	
	(주)하나티앤미디어	청산 완료	
	(주)투어팁스	청산 완료	
	(주)에이치엔티마케팅	청산 완료	
	HANA (ZHANGJIAJIE) TOUR CO. LTD	청산 완료	
	HANA (SHANGHAI) TOUR CO., LTD	청산 완료	
	HANA (QINGDAO) TOUR CO., LTD	청산 완료	
	HANA (XIAN) TOUR CO., LTD	청산 완료	
	HANA(GUILIN)TOUR CO. LTD	청산 완료	
	(주)고려여행사네트워크	지분매각 완료	
	TMARK HOTEL VATICANO S.R.L	지분매각 완료	
	(주)에스엠면세점(*1)	영업 종료	
	(주)월드스투어 (*2)	청산절차 진행 중	
	(주)하나샵	청산완료	
	HANATOUR USA INC.	청산절차 진행 중	
	VISION TOUR, INC.	청산절차 진행 중	
	HANATOUR PTE LTD	청산절차 진행 중	
	HANATOUR EU GMBH	청산절차 진행 중	
	HANATOUR TAIWAN SERVICE INC.	청산절차 진행 중	
	HANATOUR PHILIPPINES CORP.	청산절차 진행 중	
	CAMLAO HANATOUR CO., LTD.	청산절차 진행 중	
	HNT SAIPAN CORPORATION	청산절차 진행 중	
	HANA Zhuhai Marketing & Network Co., Ltd	청산절차 진행 중	
	STAR SHOP&LINE(*1)(*2)	청산절차 진행 중	
	관계기업	BEIJING YITU INTERNATIONAL TRAVEL SERVICE CO., LTD	청산 완료
		(주)센터마크호텔	지분매각 완료
(주)호텔앤에어닷컴(*2)		청산절차 진행 중	
유한회사 역동하나		청산 완료	

주: 1) 1Q21 기준

2) (*1) 4Q20 중 영업종료 완료, (*2) 당기 중 해산등기 완료

자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

하나투어(039130)

2021년 하반기 전망 시리즈 16

엔터/레저

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	614.6	109.6	90.1	408.6	411.1
매출액증가율(%)	-25.8	-82.2	-17.8	353.5	0.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	614.6	109.6	90.1	408.6	411.1
판매비와관리비	607.1	224.4	198.4	368.1	371.5
영업이익	7.5	-114.9	-108.3	40.5	39.6
영업이익률(%)	1.2	-104.8	-120.2	9.9	9.6
금융손익	-4.9	-6.8	-7.2	-7.2	-6.5
종속/관계기업관련손익	-2.8	-4.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.8	-63.7	-2.6	-4.3	-4.3
세전계속사업이익	0.7	-189.5	-118.9	29.3	31.1
법인세비용	6.2	-30.7	-1.0	11.3	11.0
당기순이익	-12.0	-218.6	-117.9	18.1	20.1
지배주주지분 손익	-8.0	-172.0	-114.1	16.4	17.9
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	408.2	208.3	85.5	527.9	571.0
현금및현금성자산	110.9	101.9	-2.1	131.5	172.2
매출채권	88.1	9.3	7.7	34.7	35.0
재고자산	33.8	2.0	1.7	7.5	7.6
비유동자산	599.3	494.9	462.0	454.9	431.3
유형자산	146.3	98.4	80.1	66.8	48.6
무형자산	40.5	42.0	32.8	25.7	20.2
투자자산	43.0	37.0	31.5	44.8	45.1
자산총계	1,007.6	703.3	547.5	982.9	1,002.3
유동부채	407.5	173.3	141.1	555.4	558.7
매입채무	66.7	7.0	5.8	26.2	26.3
단기차입금	90.8	23.9	23.9	23.9	23.9
유동성장기부채	3.4	6.8	0.0	0.0	0.0
비유동부채	382.2	404.7	403.0	409.9	410.0
사채	1.4	0.3	0.3	0.3	0.3
장기차입금	88.7	94.9	94.9	94.9	94.9
부채총계	789.7	578.0	544.1	965.4	968.7
자본금	5.8	7.0	7.0	7.0	7.0
자본잉여금	111.3	239.1	239.1	239.1	239.1
기타포괄이익누계액	0.5	2.2	2.2	2.2	2.2
이익잉여금	96.9	-79.5	-197.7	-185.3	-171.5
비지배주주지분	37.1	-9.7	-13.4	-11.7	-9.5
자본총계	217.9	125.3	3.5	17.5	33.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	28.6	-132.9	-99.0	171.3	49.7
당기순이익(손실)	-12.0	-218.6	-117.9	18.1	20.1
유형자산감가상각비	70.0	52.4	18.3	18.3	18.3
무형자산상각비	4.2	8.9	9.1	7.1	5.6
운전자본의 증감	-59.4	-55.3	-12.8	122.8	1.0
투자활동 현금흐름	-112.7	87.0	6.0	-101.3	-5.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-110.9	-4.0	0.0	-5.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	8.7	2.5	5.6	-13.4	-0.2
재무활동 현금흐름	28.6	37.9	-11.0	63.5	-3.5
차입금증감	388.8	-63.0	-11.0	67.6	0.5
자본의증가	-0.0	128.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-46.9	-9.0	-103.9	133.6	40.6
기초현금	157.7	110.9	101.9	-2.1	131.5
기말현금	110.9	101.9	-2.1	131.5	172.2
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	52,909	8,074	6,464	29,312	29,490
EPS(지배주주)	-691	-12,675	-8,189	1,173	1,284
CFPS	8,978	-4,943	-5,736	4,805	4,750
EBITDAPS	7,026	-3,952	-5,803	4,728	4,552
BPS	15,562	9,688	1,211	2,096	3,092
DPS	1,000	0	300	300	300
배당수익률(%)	2.0	0.0	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	-73.9	-4.4	-11.3	78.9	72.1
PCR	5.7	-11.3	-16.1	19.3	19.5
PSR	1.0	6.9	14.3	3.2	3.1
PBR	3.3	5.8	76.5	44.2	29.9
EBITDA	81.6	-53.6	-80.9	65.9	63.5
EV/EBITDA	11.2	-20.3	-21.0	23.6	23.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-4.2	-108.9	-150.3	71.0	49.5
EBITDA이익률	13.3	-49.0	-89.8	16.1	15.4
부채비율	362.4	461.2	15,766.5	5,518.0	2,882.6
금융비용부담률	1.4	8.2	9.2	2.1	2.3
이자보상배율(x)	0.9	-12.9	-13.1	4.6	4.2
매출채권회전율(x)	6.6	2.2	10.6	19.3	11.8
재고자산회전율(x)	14.1	6.1	49.1	89.2	54.6

모두투어 (080160) 수용인원에 기반한 peer와의 갭 축소 예상

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

Hold

적정주가 (12개월)	30,000원		
현재주가 (6. 2)	30,900원		
상승여력	-2.9%		
KOSDAQ	981.10pt		
시가총액	5,840억원		
발행주식수	1,890만주		
유동주식비율	75.94%		
외국인비중	12.14%		
52주 최고/최저가	30,900원/9,960원		
평균거래대금	91.8억원		
주요주주(%)			
우종웅 외 16 인	15.20		
JP Morgan Investment Management Inc 외 2 인	6.43		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	36.7	38.6	143.3
상대주가	37.1	27.0	84.4
주가그래프			



타이트한 비용, 크게 줄일 것도 없다

- 1Q21 동사의 연결 영업적자는 43억원으로 부문별로는 별도 -28억원, 자회사 -15억원에 해당됨
- 동사는 인위적인 구조조정을 택하지 않았음. Peer 대비 인원 수가 40% 수준에 불과했기 때문
- 지난 3월, 자유투어 지분을 매각한 정도가 자회사 단에서의 변화. 호텔 등 자회사는 동면 중

연간 수용 capa를 고려한 peer와의 갭 축소 예상

- 1분기말 동사의 별도 법인이 보유한 현금은 약 370억원으로 여행사 중 가장 많은 편에 속함
- 여행객이 증가하는 와중에도 패키지 수요 감소가 2018년 이후 부진의 원인. 2014년 출국자 중 동사 PKG를 이용한 고객 비중은 10%에 달했으나 2019년 7.5%까지 줄어듦. Peer 대비 감소폭은 적으나 방향성은 동일
- 모두투어의 적정주가를 기존 28,000원에서 30,000원으로 상향함. 밸류에이션 대상 기간(2022년) 및 적용배수(20배)는 기존과 동일하나 자회사 실적 조정을 반영한 데 따름
- 회복에 대한 대부분의 긍정적 요소들이 반영된 상황에 여행주 안정성은 1) 자금, 2) PKG M/S 방어력
- 구조조정을 거친 하나투어의 PKG 연간 수용 capa는 동사의 1.5배 수준인데 반해 양사의 시가총액은 2배 이상 벌어짐. 자회사 정리를 통해 양사의 비즈니스 구조 사실상 동일해진 상황. 갭 축소 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	297.2	3.2	1.8	95	-81.4	6,567	192.4	2.8	27.7	1.4	175.8
2020	54.8	-21.2	-64.5	-3,414	-2,950.0	2,777	-6.0	7.4	-40.7	-73.1	218.0
2021E	40.0	-14.6	-14.9	-790	-77.6	1,758	-39.1	17.6	-83.8	-34.8	275.8
2022E	235.5	31.4	26.2	1,388	-283.6	2,979	22.3	10.4	16.1	58.6	391.4
2023E	226.6	25.6	17.8	941	-31.7	3,740	32.8	8.3	18.8	28.0	324.3

모두투어 적정주가 산정내역 및 PER/PBR 밴드

모두투어 적정주가 산정내역

(십억원)	가치	주당 가치(원)	비고
모두투어본사	476.0	25,184	2022년 PER 20배(과거 밸류에이션 평균값) (1)
해외사업가치	48.7	2,577	2022년 PER 20배 (2)
net cash	37.0	2,434	1Q21말 기준 현금 (3)
적정주가 (원)	570.7	30,195	(1)+(2)+(3)

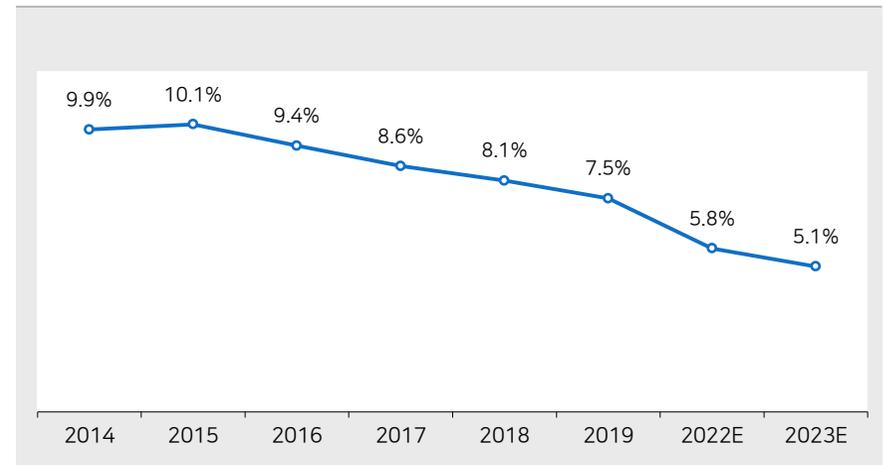
자료: 메리츠증권 리서치센터

모두투어 12M Fwd PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

2위 사업자, 모두투어도 PKG 감소 트렌드는 유사



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

모두투어 실적 추정 내역

2021년 하반기 전망 시리즈 16
엔터/레저

모두투어 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
Key assumptions															
출국자수(천명)	3,388	38	140	123	130	295	1,107	2,066	6,350	6,329	5,855	7,042	3,689	3,597	25,575
%YoY	-54.3	-99.4	-97.9	-98.0	-96.2	678.0	691.5	1,579.4	4,777.0	2,044.7	429.1	240.9	-86.3	-2.5	610.9
패키지승객(천명)	167	0	0	0	0	0	10	107	315	264	235	275	167	117	1,088
%YoY	-60.3	-100.0	-100.0	-99.9	-100.0	-100.0	16,293.4	22,386.7	N/A	N/A	2,251.4	157.1	-88.5	-30.2	831.7
항공권승객(천명)	256	26	3	2	3	22	69	41	138	531	177	221	286	135	1,067
%YoY	-17.4	-92.1	-99.3	-99.4	36.9	27,740.1	1,238.3	N/A	62.6	30.6	6.5	-12.9	-80.0	-53.0	692.5
패키지M/S(%)	4.9	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	5.2	5.0	4.2	4.0	3.9	4.5	3.2	4.3
%p YoY	-0.8	-5.4	-4.6	-5.8	-2.0	5.2	-27.1	-57.4	-2.0	3.0	1.5	2.5	-0.9	-1.3	1.0
매출액	44.2	3.0	2.9	4.5	2.4	4.1	8.7	24.8	54.3	70.6	56.9	53.8	54.8	40.0	235.5
%YoY	-52.1	-95.7	-95.8	-93.1	-94.5	34.8	195.6	445.5	2128.6	1623.5	553.7	116.9	-81.6	-26.9	488.4
모두투어본사	37.3	1.8	1.1	2.5	0.7	0.6	5.8	22.2	65.5	67.6	55.8	54.6	42.7	29.3	243.5
%YoY	-51.0	-96.4	-97.6	-94.5	0.4	2232.3	423.2	151.6	-31.9	45.1	44.7	53.9	-82.1	-35.8	775.0
종속회사	3.3	1.3	2.1	2.4	2.6	3.6	3.7	4.6	4.8	5.4	5.9	3.5	9.2	14.5	19.7
%YoY	-75.8	-89.7	-84.1	-63.0	-22.1	167.3	75.0	91.9	85.6	51.1	60.9	-24.0	-80.3	57.7	35.7
영업이익	-1.4	-9.3	-7.5	-3.0	-4.3	-5.2	-3.3	-1.9	9.9	9.6	4.7	7.3	-21.2	-14.6	31.4
%YoY	N/A	N/A	N/A												
영업이익률(%)	-3.3	-307.5	-253.2	-65.1	-174.8	-126.6	-37.5	-7.5	18.2	13.6	8.2	13.5	-38.7	-36.4	13.3
모두투어본사	2.0	-6.9	-4.8	-1.5	-2.8	-3.5	-1.7	-0.9	10.1	9.8	5.5	6.3	-11.2	-8.9	31.7
%YoY	-78.4	N/A	N/A	N/A	-96.8	N/A	N/A	N/A	N/A	48.9	124.9	N/A	N/A	N/A	N/A
종속회사	-2.5	-2.6	-2.8	-1.7	-1.8	-2.0	-1.7	-2.5	-1.0	-0.9	-1.0	-0.7	-9.7	-8.1	-3.5
%YoY	N/A	N/A	N/A												
자유투어	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0
%YoY	N/A	0.5	N/A	N/A											

자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

모두투어(080160)

2021년 하반기 전망 시리즈 16

엔터/레저

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	297.2	54.8	40.0	235.5	226.6
매출액증가율(%)	-18.6	-81.6	-26.9	488.4	-3.8
매출원가	53.1	15.0	29.0	71.1	72.7
매출총이익	244.0	39.8	11.0	164.4	153.9
판매비와관리비	240.8	61.0	25.6	132.9	128.3
영업이익	3.2	-21.2	-14.6	31.4	25.6
영업이익률(%)	1.1	-38.7	-36.4	13.3	11.3
금융손익	-0.6	-3.8	-3.4	-3.3	-2.8
종속/관계기업관련손익	1.4	-0.4	-0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.3	-38.6	0.3	4.5	0.4
세전계속사업이익	6.3	-64.1	-17.7	32.7	23.1
법인세비용	4.1	0.6	-3.2	6.0	4.9
당기순이익	2.3	-64.7	-14.5	26.6	18.2
지배주주지분 손익	1.8	-64.5	-14.9	26.2	17.8
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	203.7	86.6	67.5	199.4	209.6
현금및현금성자산	57.0	13.2	15.8	-104.8	-83.1
매출채권	23.2	0.7	0.6	3.4	3.3
재고자산	9.8	1.4	1.1	6.2	6.0
비유동자산	216.9	170.1	165.0	214.1	206.2
유형자산	183.3	136.1	134.9	133.9	128.2
무형자산	0.6	0.3	0.2	0.1	0.1
투자자산	24.0	25.9	22.1	72.5	70.2
자산총계	420.6	256.6	232.4	413.5	415.8
유동부채	139.4	60.6	56.3	201.0	190.1
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
유동성장기부채	1.8	1.8	8.8	4.2	0.0
비유동부채	128.7	115.4	114.3	128.3	127.7
사채	17.5	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	53.1	60.5	60.5	60.5	60.5
부채총계	268.1	175.9	170.6	329.4	317.8
자본금	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
자본잉여금	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0
기타포괄이익누계액	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	115.6	47.3	28.1	51.1	65.5
비지배주주지분	28.4	28.2	28.6	27.9	27.3
자본총계	152.5	80.7	61.9	84.2	98.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	26.1	-74.0	-23.1	143.2	18.6
당기순이익(손실)	2.3	-64.7	-14.5	26.6	18.2
유형자산감가상각비	8.9	9.3	6.2	6.1	5.6
무형자산상각비	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	7.8	-61.1	-12.9	112.4	-5.1
투자활동 현금흐름	-36.2	35.0	20.5	-277.9	12.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-26.7	-0.7	-5.0	-5.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-2.5	-2.0	3.8	-50.3	2.3
재무활동 현금흐름	8.0	-4.8	5.2	14.2	-9.6
차입금증감	83.3	3.9	5.2	18.5	-5.2
자본의증가	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-0.2	-43.9	2.6	-120.5	21.7
기초현금	57.2	57.0	13.2	15.8	-104.8
기말현금	57.0	13.2	15.8	-104.8	-83.1
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	15,723	2,898	2,117	12,458	11,988
EPS(지배주주)	95	-3,414	-790	1,388	941
CFPS	1,102	-448	-528	2,123	1,664
EBITDAPS	659	-617	-438	1,988	1,654
BPS	6,567	2,777	1,758	2,979	3,740
DPS	120	0	250	250	250
배당수익률(%)	0.7	0.0	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	192.4	-6.0	-39.1	22.3	32.8
PCR	16.5	-45.9	-58.5	14.6	18.6
PSR	1.2	7.1	14.6	2.5	2.6
PBR	2.8	7.4	17.6	10.4	8.3
EBITDA	12.5	-11.7	-8.3	37.6	31.3
EV/EBITDA	27.7	-40.7	-83.8	16.1	18.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.4	-73.1	-34.8	58.6	28.0
EBITDA이익률	4.2	-21.3	-20.7	16.0	13.8
부채비율	175.8	218.0	275.8	391.4	324.3
금융비용부담률	1.2	7.4	10.5	1.9	2.1
이자보상배율(x)	0.9	-5.2	-3.5	6.9	5.4
매출채권회전율(x)	12.3	4.6	61.4	117.3	67.3
재고자산회전율(x)	28.6	9.7	32.2	65.1	37.4

Hold

적정주가 (12개월)	30,000원		
현재주가 (6. 2)	29,400원		
상승여력	2.0%		
KOSPI	3,224.23pt		
시가총액	62,899억원		
발행주식수	21,394만주		
유동주식비율	58.50%		
외국인비중	20.16%		
52주 최고/최저가	29,400원/20,500원		
평균거래대금	257.4억원		
주요주주(%)			
한국광해관리공단	36.27		
강원도개발공사	5.34		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16.2	23.3	18.8
상대주가	13.5	2.3	-23.1
주가그래프			



나아진 영업환경

- 현재의 거리두기 단계 하에서 동사는 코로나 이전 대비 50% 수준의 카지노 매출이 발생하고 있음
- 단계가 하향되었던 지난 11월 동시 방문객 수를 2,200명으로 상향하자 전년 동월 대비 70% 가까운 매출이 발생한 바 있음. 1) 하이리밋 테이블 증가(이전 수준 회복), 2) 영업시간 증가 효과 덕분
- 백신 접종에 따라 추가 방역 데이터 확보 시 동시 방문객 수는 상향되며 빠르게 이전 수준의 카지노 매출 회복할 것

관건은 매출총량제

- 폐광기금 산정 기준은 기존 세전이익의 25%에서 카지노 매출의 13%로 상향되며 배당의 재원인 순이익 단에서 영구 손상이 발생한 상황
- 반면 2023년까지 보장된 하이리밋 테이블 및 영업시간 증가로 영업 환경은 개선됨
- 다만 이를 온전히 누리기 위해서는 매출 cap에 해당하는 매출총량제 상향이 필요. 이 조건 없이는 회복 이후 연간 GDP 성장률 이상의 카지노 매출 증가가 어려움
- 세금 기준 상향이란 채찍 뒤 매출총량제 완화라는 당근을 기대하며 적정주가 3만원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,520.1	501.2	334.7	1,564	12.6	17,377	18.9	1.7	8.0	9.2	19.4
2020	478.6	-431.6	-275.9	-1,289	-182.4	15,177	-18.2	1.5	-10.2	-7.9	12.2
2021E	1,003.9	90.9	94.1	440	-134.1	15,614	66.8	1.9	26.3	2.9	27.1
2022E	1,556.6	481.8	372.7	1,742	296.2	17,355	16.9	1.7	7.1	10.6	26.0
2023E	1,603.3	475.6	333.4	1,558	-10.5	18,913	18.9	1.6	6.4	8.6	24.5

강원랜드 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
드롭액	6,638.7	6,134.5	6,530.2	1,944.0	4,708.4	6,667.4
Mass테이블	2,802.1	2,559.3	2,694.5	647.1	1,533.1	2,821.7
슬롯머신	2,400.7	2,284.5	2,360.7	638.0	1,960.5	2,416.2
VIP테이블	1,436.0	1,290.6	1,475.0	658.9	1,214.8	1,429.6
홀드율 (%)	22.9	22.8	22.7	22.8	20.2	23.4
Mass테이블	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5
슬롯머신	24.1	24.1	24.3	24.2	18.9	24.6
VIP테이블	18.0	17.3	16.8	19.8	17.1	19.1
매출액	1,547.8	1,438.1	1,520.0	478.5	1,003.9	1,556.6
Mass테이블	685.2	625.9	659.0	158.3	374.9	690.1
슬롯머신	579.3	551.4	574.5	154.6	370.1	593.7
VIP테이블	258.6	222.8	248.2	130.7	208.1	273.3
비카지노	124.3	166.4	180.0	75.0	175.9	204.1
매출원가	730.8	729.6	736.7	544.5	775.7	927.3
인건비	147.7	148.6	125.9	143.2	133.1	141.5
컴프	137.3	10.9	9.7	6.1	7.3	7.3
세금	227.1	208.4	220.7	62.8	140.4	232.8
판관비	286.0	277.8	282.3	365.7	137.3	147.4
영업이익	530.9	430.7	501.1	-431.6	90.9	481.8
세전이익	566.2	410.7	488.9	-404.5	127.0	521.3
순이익	437.6	297.3	334.7	-275.9	94.1	372.7
(% YoY)						
드롭액	-5.7	-7.6	6.5	-70.2	142.2	41.6
Mass테이블	-8.9	-8.7	5.3	-76.0	136.9	84.1
슬롯머신	-4.2	-4.8	3.3	-73.0	207.3	23.2
VIP테이블	-1.6	-10.1	14.3	-55.3	84.4	17.7
매출액	-8.8	-7.1	5.7	-68.5	109.8	55.1
Mass테이블	-8.8	-8.6	5.3	-76.0	136.9	84.1
슬롯머신	-4.2	-4.8	4.2	-73.1	139.4	60.4
VIP테이블	-5.3	-13.8	11.4	-47.3	59.3	31.3
영업이익	-14.2	-18.9	16.4	N/A	N/A	430.0
순이익	-3.7	-32.1	12.6	N/A	N/A	296.2

주: 2017년 실적부터 RFRS15기준. 이전 실적은 구 회계 기준
자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

강원랜드 (035250)

2021년 하반기 전망 시리즈 16

엔터/레저

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,520.1	478.6	1,003.9	1,556.6	1,603.3
매출액증가율(%)	5.7	-68.5	109.8	55.1	3.0
매출원가	736.7	544.5	775.8	927.3	973.7
매출총이익	783.4	-65.9	228.2	629.3	629.6
판매비와관리비	282.3	365.7	137.3	147.4	153.9
영업이익	501.2	-431.6	90.9	481.8	475.6
영업이익률(%)	33.0	-90.2	9.1	31.0	29.7
금융손익	81.5	45.3	39.1	30.1	34.4
종속/관계기업관련손익	0.2	0.4	-0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-93.9	-18.7	-29.1	-27.2	-27.2
세전계속사업이익	488.9	-404.5	100.8	484.7	482.9
법인세비용	154.3	-128.6	35.1	153.9	155.9
당기순이익	334.7	-275.9	94.1	372.6	333.5
지배주주지분 손이익	334.7	-275.9	94.1	372.7	333.4

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,878.2	1,498.2	1,980.4	2,475.1	2,903.3
현금및현금성자산	60.7	66.1	484.0	963.4	1,359.2
매출채권	7.8	2.1	5.3	5.7	5.9
재고자산	3.6	2.2	5.5	5.8	6.0
비유동자산	2,559.9	2,143.5	2,265.2	2,202.2	2,134.4
유형자산	1,370.6	1,349.4	1,316.5	1,238.7	1,164.4
무형자산	3.9	3.9	3.2	2.6	2.1
투자자산	1,036.3	518.0	660.6	675.9	683.0
자산총계	4,438.1	3,641.6	4,245.5	4,677.3	5,037.7
유동부채	651.3	330.0	835.7	894.3	921.0
매입채무	3.9	1.2	3.1	3.3	3.4
단기차입금	0.0	0.0	2.7	2.7	2.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	69.0	64.6	69.3	69.9	70.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	720.4	394.6	905.0	964.2	991.1
자본금	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
자본잉여금	129.4	129.4	129.4	129.4	129.4
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	3,655.5	3,184.8	3,278.3	3,650.8	3,984.1
비지배주주지분	0.1	0.0	0.1	0.2	0.3
자본총계	3,717.8	3,247.0	3,340.5	3,713.1	4,046.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	407.9	-655.7	596.8	504.2	432.6
당기순이익(손실)	334.7	-275.9	94.1	372.6	333.5
유형자산감가상각비	72.1	76.7	78.1	77.8	74.3
무형자산상각비	0.3	0.6	0.7	0.6	0.5
운전자본의 증감	-40.1	-295.7	441.4	53.2	24.3
투자활동 현금흐름	-211.3	844.7	-185.1	-25.2	-36.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-79.6	-59.0	-45.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-55.3	518.3	-142.6	-15.4	-7.0
재무활동 현금흐름	-184.8	-183.6	6.3	0.5	0.2
차입금증감	68.0	-3.8	6.8	0.5	0.2
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	11.8	5.4	417.9	479.4	395.9
기초현금	48.9	60.7	66.1	484.0	963.4
기말현금	60.7	66.1	484.0	963.4	1,359.2

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	7,105	2,237	4,693	7,276	7,494
EPS(지배주주)	1,564	-1,289	440	1,742	1,558
CFPS	2,345	-1,458	838	2,687	2,476
EBITDAPS	2,681	-1,656	793	2,618	2,573
BPS	17,377	15,177	15,614	17,355	18,913
DPS	900	0	0	0	900
배당수익률(%)	3.0	0.0	0.0	0.0	3.1
Valuation(Multiple)					
PER	18.9	-18.2	66.8	16.9	18.9
PCR	12.6	-16.1	35.1	10.9	11.9
PSR	4.2	10.5	6.3	4.0	3.9
PBR	1.7	1.5	1.9	1.7	1.6
EBITDA	573.5	-354.3	169.7	560.2	550.5
EV/EBITDA	8.0	-10.2	26.3	7.1	6.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.2	-7.9	2.9	10.6	8.6
EBITDA이익률	37.7	-74.0	16.9	36.0	34.3
부채비율	19.4	12.2	27.1	26.0	24.5
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자상배율(x)	255.6	-230.1	203.5		
매출채권회전율(x)	172.4	96.2	270.9	283.2	278.0
재고자산회전율(x)	635.3	165.1	263.8	275.8	270.7

파라다이스 (034230) 우려는 기우

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

Buy

적정주가 (12개월)	25,000원
현재주가 (6. 2)	19,800원
상승여력	26.3%
KOSDAQ	981.10pt
시가총액	18,007억원
발행주식수	9,094만주
유동주식비율	47.67%
외국인비중	6.06%
52주 최고/최저가	19,850원/12,100원
평균거래대금	192.5억원
주요주주(%)	
파라다이스글로벌 외 8인	46.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.0	21.5	35.6
상대주가	10.3	11.3	2.8

주가그래프



구조조정 효과

- 1분기 동사의 카지노 매출은 630억원, 영업적자 120억원 기록. 감가상각 250억원을 고려 시 EBITDA 130억원의 흑자. 3Q20 P-city 비카지노 20% 인력 구조조정 및 4분기 본사/워커힐 희망퇴직이 반영된 결과
- 코로나 이전 동사의 매출 대비 약 30%가 발생하는 상황. 국내 거주 외국인만을 대상으로 영업을 진행하고 있기 때문. 현재와 같은 월 200억원 내외의 카지노 매출을 기준으로 EBITDA 흑자가 발생하는 구조

제주 드림타워 우려는 기우

- 드림타워는 공항과의 접근성 및 제주 무비자 관광이 가능하다는 점에서 우호적 환경을 보유함
- 문제는 항공 노선. 제주 공항은 2018년 이미 full-capa를 넘어선 상황. 제2 제주공항 없이는 서울/인천 카지노의 중국 및 일본 고객을 앗아가기 어려움

회복 이후 코로나 이전 성장 이어갈 것

- 코로나 회복 효과 이후에도 중국 노선 확대 및 일본 카지노 시장 침투율 높아지며 성장 이어갈 것
- 동사의 적정주가를 기존 22,000원에서 25,000원으로 상향함. 적용배수는 기존과 동일하나 예상을 상회한 구조조정 효과 및 대상 기간 이연(Fwd12M) 효과를 반영함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	979.4	51.9	15.1	166	-115.2	13,924	118.9	1.4	18.8	1.2	116.3
2020	453.9	-86.2	-118.1	-1,299	-2,579.6	12,583	-11.8	1.2	177.0	-9.8	131.1
2021E	491.5	-32.8	-87.3	-960	-37.5	11,624	-20.6	1.7	151.2	-7.9	153.0
2022E	833.8	92.2	26.2	288	-130.0	11,911	68.8	1.7	19.4	2.4	166.2
2023E	954.1	113.8	61.7	678	135.8	12,590	29.2	1.6	16.1	5.5	162.1

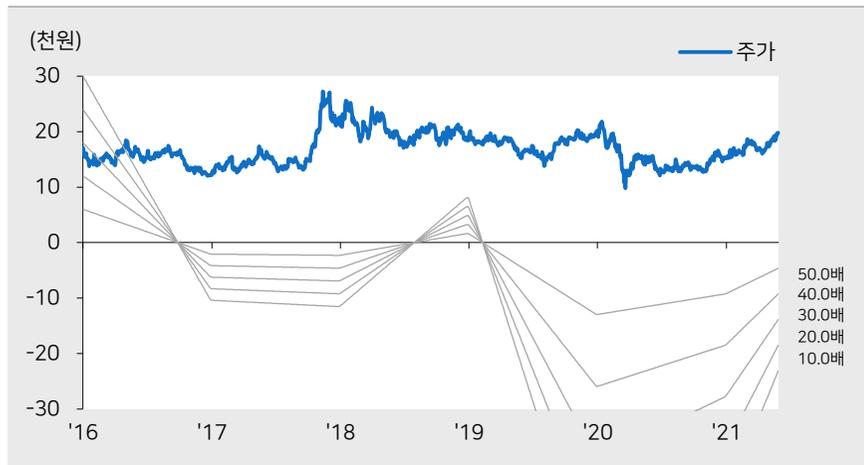
파라다이스 적정주가 산정내역 및 PER/PBR 밴드

파라다이스 적정주가 산정내역

(십억원)	EBITDA	적용배수	가치 (십억원)	비고
별도	48.9	16.8	851.2	EBITDA에 기반한 적정 가치 산출 후 순현금 반영
P-city	131.8	21.0	2,657.0	EBITDA에 기반한 적정 가치 산출 후 차입금 가감
합산			2,312.5	별도 적정가치와 P-city 지분율(55%)를 반영한 가치의 합산
적정주가 (원)			25,428	

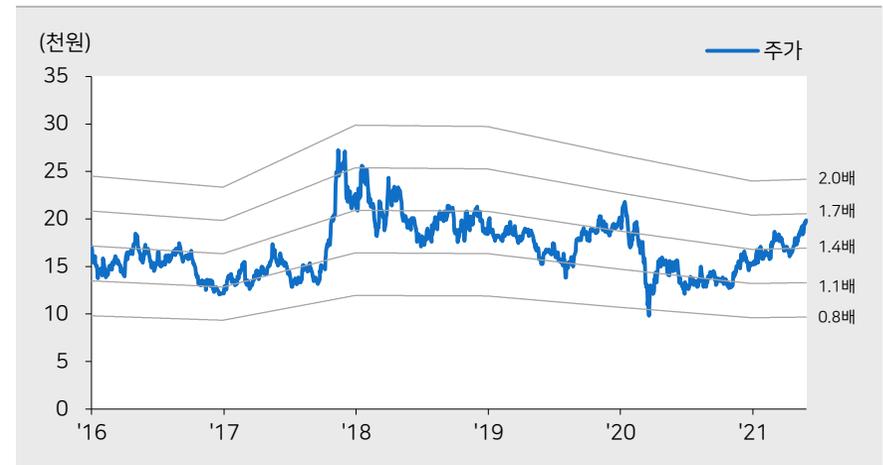
자료: 메리츠증권 리서치센터

파라다이스 12M Fwd PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

파라다이스 PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

파라다이스 영업장별 실적 전망

(십억원)		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
1. 서울 워커힐	드롭액	2,335	2,446	2,295	2,389	2,581	1,077	1,199
	% YoY	-28.7	4.7	-6.1	4.1	8.0	-58.3	11.3
	VIP							
	중국인	1,014	898	660	523	674	121	113
	일본인	528	631	653	761	770	123	277
	매출액	351	350	272	293	291	173	155
	% YoY	-15.8	-0.1	-22.5	8.1	-0.9	-40.3	-10.7
2. 제주그랜드	드롭액	586	569	398	225	390	97	102
	% YoY	-28.7	-2.9	-30.0	-43.4	72.9	-75.2	6.0
	매출액	47	55	33	25	40	10	10
	% YoY	-22.0	16.6	-41.0	-24.7	64.6	-75.4	4.6
3. 파라다이스 시티 (인천)	드롭액	1,017	875	1,365	2,156	2,669	944	735
	% YoY	-15.4	-13.9	55.9	58.0	23.8	-64.6	-22.2
	VIP							
	중국인	635	451	410	435	514	144	98
	일본인	242	270	502	891	1,119	197	104
	매출액	95	96	197	302	463	177	179
	% YoY	-12.4	0.8	105.8	53.1	53.4	-61.7	1.0
4. 부산 (3Q15부터)	드롭액	744	941	1,018	805	813	212	413
	% YoY	-22.2	26.5	8.1	-20.9	1.0	-73.9	94.5
	매출액	73	102	72	68	76	24	65
	% YoY	-8.7	38.2	-28.7	-6.1	11.1	-68.7	175.4
<연결법인 실적>	드롭액	4,339	4,832	5,076	5,576	6,453	2,330	2,449
	% YoY	-18.1	11.3	5.1	9.8	15.7	-63.9	5.1
	VIP							
	중국인	2,375	2,341	1,891	1,379	1,684	302	338
	일본인	910	1,222	1,517	2,009	2,257	375	544
	매출액	538.8	616.0	590.9	705.1	888.3	391.0	409.3
	% YoY	-9.7	14.3	-4.1	19.3	26.0	-56.0	4.7

주: 파라다이스시티 2017년 4월 이전 실적은 인천 올림푸스 호텔
자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

파라다이스 실적 추정 내역

2021년 하반기 전망 시리즈 16
엔터/레저

파라다이스 분기 실적 추정 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	184.7	74.6	90.6	104.0	96.6	97.5	147.6	149.8	181.9	198.4	235.9	217.5
카지노	154.3	51.5	55.1	74.4	63.6	69.7	97.0	102.1	147.5	165.8	188.7	176.5
호텔	14.3	12.0	19.6	16.1	15.5	12.8	25.3	24.5	15.5	12.8	25.3	24.5
기타	15.9	10.8	14.9	13.3	13.3	15.0	25.3	23.2	18.9	19.8	21.9	16.5
매출원가	164.2	103.7	108.5	100.6	95.7	101.9	126.4	142.1	152.0	160.4	174.0	178.1
매출총이익	20.4	-29.1	-18.0	3.4	0.9	-4.4	21.3	7.7	30.0	38.0	61.9	39.4
판관비	15.6	15.5	13.1	18.9	13.1	15.6	11.5	18.0	15.4	21.6	14.8	25.2
영업이익	4.8	-44.5	-31.1	-15.4	-12.2	-20.1	9.8	-10.3	14.6	16.4	47.1	14.2
세전이익	-2.8	-53.7	-31.9	-87.1	-26.2	-23.7	4.9	2.9	17.3	16.8	45.2	11.6
순이익	-2.5	-31.9	-16.3	-59.2	-18.2	-18.8	8.5	3.6	10.2	15.4	25.6	-19.4
% YoY Growth												
매출액	-8.5	-68.1	-67.0	-61.4	-47.7	30.6	63.0	44.0	88.3	103.5	59.8	45.2
영업이익	흑전	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	380.4	흑전
순이익	적지	적지	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	201.8	적전
Margin (%)												
GPM	11.1	-38.9	-19.8	3.3	0.9	-4.5	14.4	5.1	16.5	19.2	26.2	18.1
OPM	2.6	-59.6	-34.3	-14.8	-12.6	-20.6	6.6	-6.9	8.0	8.2	20.0	6.5
NPM	-1.3	-42.7	-18.0	-56.9	-18.9	-19.2	5.7	2.4	5.6	7.8	10.8	-8.9

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

파라다이스 시티 실적 추정

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E
전체 매출액	137.7	302.1	463.3	177.5	179.2
카지노 매출	118.7	245.6	377.5	129.2	105.8
드룸액	1,365	2,156	2,669	944	735
비카지노 매출	20.6	52.7	87.9	50.6	70.7
영업이익	-2.1	-20.8	20.0	-66.7	-27.0
영업이익률(%)	-1.0%	-6.9%	4.3%	-37.6%	-15.1%
감가상각비	17.8	40.8	64.4	58.9	58.3
EBITDA	15.8	20.0	84.4	-7.8	31.3

주: 파라다이스시티는 2017년 4월 오픈. 위 자료는 3Q17 이후 실적
자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

파라다이스 (034230)

2021년 하반기 전망 시리즈 16

엔터/레저

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	979.4	453.9	491.5	833.8	954.1
매출액증가율(%)	24.4	-53.7	8.3	69.6	14.4
매출원가	839.9	477.0	466.1	664.6	740.6
매출총이익	139.5	-23.2	25.5	169.2	213.5
판매비와관리비	87.7	63.0	58.2	77.0	99.7
영업이익	51.9	-86.2	-32.8	92.2	113.8
영업이익률(%)	5.3	-19.0	-6.7	11.1	11.9
금융손익	-47.8	-50.3	-62.6	-61.2	-43.7
종속/관계기업관련손익	20.7	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-9.3	-39.0	-1.2	-1.2	0.0
세전계속사업이익	15.5	-175.4	-96.6	29.8	70.1
법인세비용	8.8	-8.5	7.6	-1.4	-3.6
당기순이익	6.7	-166.9	-104.2	31.2	73.7
지배주주지분 손이익	15.1	-118.1	-87.3	26.2	61.7

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	532.2	520.9	615.2	912.7	1,092.4
현금및현금성자산	221.6	142.3	145.9	309.2	421.9
매출채권	31.5	5.4	7.8	11.3	13.1
재고자산	6.2	6.7	9.7	14.0	16.2
비유동자산	2,938.2	2,792.6	2,748.2	2,709.8	2,667.1
유형자산	2,197.0	2,129.7	2,077.7	2,027.8	1,979.8
무형자산	263.0	204.6	203.7	202.8	201.9
투자자산	23.9	35.7	44.1	56.5	62.7
자산총계	3,470.4	3,313.5	3,363.3	3,622.5	3,759.6
유동부채	632.4	361.9	437.3	549.0	554.2
매입채무	4.2	1.9	2.8	4.0	4.6
단기차입금	77.4	149.1	149.1	149.1	149.1
유동성장기부채	242.9	41.2	41.2	41.2	41.2
비유동부채	1,233.7	1,518.1	1,596.7	1,713.0	1,771.1
사채	99.7	231.6	231.6	231.6	231.6
장기차입금	726.2	913.9	913.9	913.9	913.9
부채총계	1,866.2	1,880.0	2,034.0	2,261.9	2,325.3
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	295.0	297.2	297.2	297.2	297.2
기타포괄이익누계액	306.1	304.1	304.1	304.1	304.1
이익잉여금	644.3	520.6	433.3	459.5	521.1
비지배주주지분	337.9	289.2	272.2	277.3	289.3
자본총계	1,604.2	1,433.6	1,329.3	1,360.6	1,434.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	156.8	-155.8	86.7	286.3	174.1
당기순이익(손실)	6.7	-166.9	-104.2	31.2	73.7
유형자산감가상각비	100.4	94.9	52.0	49.9	48.0
무형자산상각비	10.4	6.7	0.9	0.9	0.9
운전자본의 증감	11.8	-144.0	138.0	204.3	51.6
투자활동 현금흐름	-222.5	-98.7	-86.7	-128.2	-64.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-84.9	-8.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	20.2	-11.7	-8.4	-12.4	-6.2
재무활동 현금흐름	79.6	175.0	3.5	5.3	2.6
차입금증감	350.7	179.9	3.5	5.3	2.6
자본의증가	0.0	2.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	14.5	-79.3	3.6	163.3	112.7
기초현금	207.1	221.6	142.3	145.9	309.2
기말현금	221.6	142.3	145.9	309.2	421.9

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	10,770	4,991	5,405	9,168	10,492
EPS(지배주주)	166	-1,299	-960	288	678
CFPS	2,097	393	208	1,559	1,789
EBITDAPS	1,788	169	221	1,573	1,789
BPS	13,924	12,583	11,624	11,911	12,590
DPS	100	0	200	200	200
배당수익률(%)	0.5	0.0	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	118.9	-11.8	-20.6	68.8	29.2
PCR	9.4	39.0	95.4	12.7	11.1
PSR	1.8	3.1	3.7	2.2	1.9
PBR	1.4	1.2	1.7	1.7	1.6
EBITDA	162.6	15.4	20.1	143.0	162.7
EV/EBITDA	18.8	177.0	151.2	19.4	16.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.2	-9.8	-7.9	2.4	5.5
EBITDA이익률	16.6	3.4	4.1	17.2	17.0
부채비율	116.3	131.1	153.0	166.2	162.1
금융비용부담률	5.3	12.0	13.4	7.9	5.2
이자보상배율(x)	1.0	-1.6	-0.5	1.4	2.3
매출채권회전율(x)	36.5	24.6	74.5	87.3	78.3
재고자산회전율(x)	152.6	70.4	60.1	70.5	63.2

GKL(114090) 플러스 알파를 기대하며

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

Buy

적정주가 (12개월)	21,000원		
현재주가 (6. 2)	19,050원		
상승여력	10.2%		
KOSPI	3,224.23pt		
시가총액	11,784억원		
발행주식수	6,186만주		
유동주식비율	48.99%		
외국인비중	4.96%		
52주 최고/최저가	19,050원/11,750원		
평균거래대금	79.3억원		
주요주주(%)			
한국관광공사	51.00		
국민연금공단	10.04		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16.2	13.4	25.7
상대주가	13.4	-5.9	-18.6
주가그래프			



낮은 주가 탄력도의 원인

- 동사의 최대주주는 한국관광공사로 공기업 성격. 파라다이스와 같은 고정비성 비용 감축이 없었던 이유
- 같은 공기업 성격의 강원랜드는 영업회복이 포착되나 동사는 큰 변화가 없었음
- 영업 회복 탄력도, 구조조정 측면에서 열위인 점이 낮은 주가 탄력도의 원인으로 지목됨

매물로 나온 영업장

- 동사의 영업장은 서울 2곳(코엑스, 명동 힐튼)과 부산 1곳(부산 롯데) 총 3 곳을 보유함
- 이 중 명동 힐튼 호텔이 최근 매물로 등장함. 같은 지역권 내에서의 이동에는 영업장 이전에 제한이 없는 만큼 이동의 이유가 생긴다면 다른 호텔로 옮기는 데 문제는 없음

플러스 알파를 기대하며

- 강원랜드에서 포착된 바와 같이 외국인 카지노의 회복은 mass 관광객 회복을 선행할 것
- 서울/인천 지역권 내 P-city 등장으로 2018년/2019년 고전했으나 영업장 이전이 논의된다면 투자자들의 관심 환기시키며 상승 탄력도 높아질 것

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	490.8	96.8	72.4	1,170	-6.9	9,460	16.6	2.1	6.5	12.6	55.4
2020	184.5	-88.8	-64.3	-1,040	-188.9	7,863	-16.1	2.1	-16.0	-12.0	45.7
2021E	107.9	-135.3	-101.4	-1,640	57.7	6,094	-11.6	3.1	-10.5	-23.5	83.7
2022E	463.5	80.6	62.6	1,012	-161.7	6,395	18.8	3.0	10.2	16.2	75.3
2023E	474.5	93.0	71.6	1,157	14.4	6,842	16.5	2.8	9.4	17.5	82.7

GKL 연간 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
드롭액	3,886.2	4,202.6	4,546.2	1,427.4	787.9	4,416.3
중국인	1,112.1	1,341.1	1,199.3	526.2	113.4	2,371.6
일본인	1,174.0	1,094.5	1,299.5	182.4	297.0	1,299.5
기타	614.6	691.1	717.9	645.2	183.1	745.1
홀드율 (%)	12.6	11.5	10.8	13.0	11.0	10.6
매출액	501.3	480.3	490.8	184.5	107.8	463.5
매출원가	354.9	339.8	356.6	238.4	212.5	345.7
인건비	124.0	118.7	145.1	148.7	148.6	152.8
쿠폰	64.4	53.5	53.2	8.7	4.2	51.3
세금	61.8	60.4	62.1	14.0	9.4	59.5
판관비	0.0	9.1	37.3	34.9	30.6	37.2
EBITDA	N/A	121.3	133.9	-50.2	-98.9	112.1
영업이익	0.0	131.5	96.8	-88.8	-135.3	80.5
세전이익	N/A	104.0	95.7	-81.1	-131.2	80.8
순이익	0.0	6.8	72.4	-64.3	-101.4	62.6
(% YoY)						
드롭액	-4.8	8.1	8.2	-68.6	-44.8	460.5
매출액	-8.6	-4.2	2.2	-62.4	-41.5	329.7
EBITDA	N/A	N/A	10.4	-137.5	97.1	-213.4
영업이익	N/A	N/A	-26.4	-191.7	52.3	-159.6
순이익	N/A	N/A	957.6	-188.9	57.7	-161.7

자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	490.8	184.5	107.9	463.5	474.5
매출액증가율(%)	2.2	-62.4	-41.5	329.7	2.4
매출원가	356.6	238.4	212.6	345.7	345.1
매출총이익	134.1	-53.9	-104.7	117.7	129.4
판매비와관리비	37.3	34.9	30.6	37.2	36.4
영업이익	96.8	-88.8	-135.3	80.6	93.0
영업이익률(%)	19.7	-48.1	-125.4	17.4	19.6
금융손익	7.5	6.7	-0.4	-2.0	-2.0
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-8.6	1.0	-2.2	-2.2	-2.2
세전계속사업이익	95.7	-81.2	-137.8	76.4	88.8
법인세비용	23.3	-16.8	-29.8	18.2	21.7
당기순이익	72.4	-64.3	-101.4	62.6	71.6
지배주주지분 순이익	72.4	-64.3	-101.4	62.6	71.6
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	457.1	347.3	334.2	338.8	434.4
현금및현금성자산	132.2	101.9	72.4	-65.6	70.3
매출채권	13.3	7.6	23.0	69.5	56.4
재고자산	2.5	3.7	11.0	33.3	27.0
비유동자산	452.4	361.2	358.1	354.6	338.7
유형자산	80.7	67.3	58.1	54.9	39.4
무형자산	9.1	7.3	6.9	6.5	6.1
투자자산	230.3	150.6	150.7	150.7	150.7
자산총계	909.4	708.5	692.4	693.4	773.1
유동부채	211.8	128.8	226.8	199.6	257.4
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	11.9	59.8	59.8	59.8
유동성장기부채	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
비유동부채	112.5	93.2	88.7	98.3	92.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
부채총계	324.3	222.1	315.4	297.8	349.9
자본금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9
자본잉여금	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	533.0	434.2	324.7	343.4	371.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	585.2	486.4	376.9	395.6	423.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	117.6	-139.0	-61.9	-70.6	170.9
당기순이익(손실)	72.4	-64.3	-101.4	62.6	71.6
유형자산감가상각비	36.7	38.4	36.0	31.2	15.5
무형자산상각비	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
운전자본의 증감	-9.4	-81.0	11.7	-164.7	83.5
투자활동 현금흐름	-51.6	164.1	-3.5	-59.3	8.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-5.5	-6.2	-21.6	-28.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-52.7	79.7	-0.2	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-65.0	-55.1	35.9	-8.0	-43.9
차입금증감	98.2	-1.4	42.2	0.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	0.9	-30.3	-29.5	-137.9	135.9
기초현금	131.2	132.2	101.9	72.4	-65.6
기말현금	132.2	101.9	72.4	-65.6	70.3
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	7,934	2,982	1,744	7,493	7,671
EPS(지배주주)	1,170	-1,040	-1,640	1,012	1,157
CFPS	2,259	-683	-1,477	1,848	1,797
EBITDAPS	2,165	-811	-1,598	1,812	1,760
BPS	9,460	7,863	6,094	6,395	6,842
DPS	659	0	130	710	710
배당수익률(%)	3.4	0.0	0.7	3.7	3.7
Valuation(Multiple)					
PER	16.6	-16.1	-11.6	18.8	16.5
PCR	8.6	-24.4	-12.9	10.3	10.6
PSR	2.5	5.6	10.9	2.5	2.5
PBR	2.1	2.1	3.1	3.0	2.8
EBITDA	133.9	-50.2	-98.9	112.1	108.8
EV/EBITDA	6.5	-16.0	-10.5	10.2	9.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.6	-12.0	-23.5	16.2	17.5
EBITDA이익률	27.3	-27.2	-91.7	24.2	22.9
부채비율	55.4	45.7	83.7	75.3	82.7
금융비용부담률	0.8	1.9	3.6	1.0	0.9
이자보상배율(x)	25.4	-25.6	-34.6	18.0	20.8
매출채권회전율(x)	45.3	17.6	7.0	10.0	7.5
재고자산회전율(x)	198.4	60.0	14.7	20.9	15.7

스튜디오드래곤(253450) 돌다리를 두드리는 시간

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

Hold

적정주가 (12개월)	120,000원
현재주가 (6. 2)	97,500원
상승여력	23.1%
KOSDAQ	981.10pt
시가총액	29,254억원
발행주식수	3,000만주
유동주식비율	37.81%
외국인비중	12.31%
52주 최고/최저가	109,200원/77,000원
평균거래대금	207.3억원

주요주주(%)	
CJ ENM 외 3 인	55.94
네이버	6.26

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.6	21.4	24.8
상대주가	-5.4	11.3	-5.4



(+) 그리고 (-)

- 2021년 동사의 연결 매출 및 영업이익은 각각 5,581억원(+6.2% YoY)과 569억원(+15.9% YoY)로 전망됨
- 한국 콘텐츠의 높아진 위상은 단연 동사의 영향이 큼. <스위트홈>, <빈센조>가 글로벌 흥행에 성공한 동사의 최근 작품들에 해당함. 2021년 buyer들과 높아진 협상력의 원천
- 반면, 높아진 중소형 콘텐츠의 위상으로 인해 유통 마진 성격의 동사가 누릴 수 있던 IP 이익이 2021년부터 낮아질 전망. 2분기 <어느날 우리집 현관으로 멸망이 들어왔다>, <마인>이 이에 해당하는 대표적 작품들

미래 먹거리 그리고 전방산업

- 6월 1일, 동사는 미국 제작사 스카이드랜스와 공동으로 시즌제 'The Big Door Prize'를 제작한다고 밝힘. 투자자들이 기다리던 미국 드라마 청사진이 구체화됨
- 다만 앞서 산업 part에서 짚은 바와 같이 전방 산업의 성숙시장 진입에 해당하는 시그널이 처음으로 포착된 만큼 산업에 대한 주의를 높여야 할 시기
- 동사 밸류에이션 산정기준인 넷플릭스의 성장 잠재력 약화에 따른 밸류에이션 하락, 산업 변화에 따른 힘의 균형을 고려할 때 적정주가 상향 여력은 크지 않는 상황. 기존 투자의견을 유지함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	468.7	28.7	26.4	942	-26.3	15,242	85.9	5.3	14.9	6.4	35.8
2020	525.7	49.1	29.6	1,044	10.9	20,309	88.7	4.6	16.3	5.7	24.3
2021E	558.1	56.9	41.6	1,388	32.9	21,696	70.3	4.5	17.4	6.6	26.0
2022E	570.8	68.2	50.3	1,675	20.7	23,371	58.2	4.2	15.7	7.4	27.0
2023E	645.7	62.0	46.7	1,556	-7.1	24,927	62.7	3.9	20.7	6.4	25.6

스튜디오드래곤 실적 추정 내역

2021년 하반기 전망 시리즈 16

엔터/레저

스튜디오드래곤 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	286.8	379.6	468.6	525.7	558.1	570.8
(% YoY)	46.7	32.4	23.5	12.2	6.2	2.3
드라마 부문	262.1	367.8	468.2	525.3	557.8	570.4
1. 작품 방영 매출액	131.2	178.1	208.7	197.0	210.8	178.7
작품당 편성매출	5.6	6.7	6.6	8.4	8.5	8.8
작품 수 (편)	21.0	24.5	31.8	21.6	18.6	18.6
ENM 필요 작품 수 (편)	15.0	33.0	38.0	24.0	24.0	24.0
ENM 드라마 슬롯 (개)	4.0	6.5	6.5	4.0	4.0	4.0
2. PPL	19.0	27.5	40.2	48.5	41.0	42.6
작품당 PPL	0.8	1.1	1.3	2.0	1.9	2.0
3. VOD 매출	44.7	51.9	58.9	53.2	56.6	58.3
작품당 VOD	2.1	2.1	1.9	2.5	3.0	3.1
4. 해외판권	67.2	110.2	152.4	178.3	171.7	188.8
작품당 해외판권	3.2	4.5	4.8	8.2	9.2	10.1
-중국	0.0	0.0	0.0	6.0	11.0	11.0
5. 글로벌		0.0	8.0	48.3	77.8	102.0
작품당		0.0	8.0	24.2	19.4	20.4
작품수 (편)		0.0	1.0	2.0	4.0	5.0
엔터테인먼트 부문	24.7	11.9	0.4	0.4	0.3	0.3
매출원가	239.7	324.0	420.7	450.9	472.4	472.9
제작비	149.7	185.6	232.7	259.9	286.5	278.9
작품당 제작비	6.4	7.6	7.8	10.4	10.5	10.8
CJ ENM 수수료	16.9	36.9	47.2	49.0	51.7	56.0
감가상각	41.0	74.9	115.0	113.3	101.5	104.6
기타	8.7	13.3	19.4	28.4	32.4	33.1
판관비	14.1	15.7	19.2	25.7	28.7	29.6
매니지먼트 수수료	2.3	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
드라마 관련 판관비	11.8	14.5	19.2	25.7	28.7	29.6
EBITDA	74.0	114.8	143.7	162.4	158.4	172.8
영업이익	33.0	39.9	28.7	49.1	56.9	68.2
드라마 부문	32.2	40.7	28.3	49.0	57.0	68.2
엔터테인먼트부문	0.9	-0.8	0.4	0.1	0.0	0.0

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 2021년 라인업

2021년 하반기 전망 시리즈 16
엔터/레저

스튜디오드래곤 2021년 방영 및 방영 예정 드라마 라인업

	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
	멸망	5.10-6.29	16부	임메아리	권영일	박보영, 서인국	SD, 스튜디오앤뉴
	악마판사	7.3-8.22	16부	문윤석	최정규	지성, 김민정, 박진영(GOT7)	SD, 스튜디오앤뉴
	너는 나의 봄	7.12-8.31	16부	이미나	정지현	서현진, 김동욱, 윤박	SD(화앤담픽처스)
	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
	유미의 세포들	9월 예정	10부	김윤주, 김경란	이상엽	김고은, 안보현, 이유비	SD, 메리카우, 스튜디오N
	스물다섯 스물하나	2H21	16부	권도은	정지현	남주혁, 김태리	SD(화앤담픽처스)
	더 로드: 1의 비극	2H21	16부	윤희정	김노원	지진희, 윤세아	더 그레이트 쇼
OCN	타임즈	2.20-3.28	12부	이새봄	윤종호	이서진, 이주영, 김영철	SD, 이야기사냥꾼
	보이스4	6.12-7.25	14부	마진원	신용휘	송승헌, 이하나	SD, 키이스트
	아일랜드	8.21-10.24	20부	장윤미	박배종	차은우, 김남길	SD, 와이랩
	제5열	11.xx-12.xx	16부	남상욱, 황인호, 이승영	이승영		
그 외	좋아하면 울리는2	3월 12일	6부	이아연, 서보라	김진우	김소현, 정가람	SD
	당신의 운명을 쓰고 있습니다	3월 26일	10부	은선우	김민정	전소니, 기도훈	SD(화앤담픽처스)
	마녀식당으로 오세요	2Q	8부	이영숙	소재현, 이수현	송지효, 남지현	
tvN/OCN (EX-LIBRARY)	슬기로운 의사생활2	6월 예정	16부	이우정	신원호	조정석, 유연석, 전미도, 김대명	CJ ENM
	지리산	10.23-12.12	16부	김은희	이응복	전지현, 주지훈	에이스토리, SD
	다크홀	4.30-6.5	12부	정미도	김봉주	김옥빈, 이준혁	영화사 우상, 키위미디어
	마우스	3.3-5.6	20부	최란	최준배	이승기, 이희준, 경수진	하이그라운드, 빅투스
	간 떨어지는 동거	5.12-7.1	16부	백선우, 최보림	남성우, 안지숙	장기용, 헤리	SD, JTBC스튜디오, 스튜디오N

주: 1) SD-스튜디오드래곤

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

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

스튜디오드래곤 (253450)

2021년 하반기 전망 시리즈 16

엔터/레저

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	468.7	525.7	558.1	570.8	645.7
매출액증가율(%)	23.5	12.2	6.1	2.3	13.1
매출원가	420.8	451.0	472.4	472.9	543.7
매출총이익	47.9	74.8	85.6	97.9	102.0
판매비와관리비	19.2	25.7	28.7	29.6	40.0
영업이익	28.7	49.1	56.9	68.2	62.0
영업이익률(%)	6.1	9.3	10.2	12.0	9.6
금융손익	4.3	-3.8	5.2	6.1	7.2
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	-3.8	-3.8	-3.8	-3.8
세전계속사업이익	33.1	41.5	58.4	70.5	65.5
법인세비용	6.6	11.9	16.8	20.2	18.8
당기순이익	26.4	29.6	41.6	50.3	46.7
지배주주지분 손이익	26.4	29.6	41.6	50.3	46.7

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	244.5	228.3	304.5	384.7	497.9
현금및현금성자산	59.8	49.1	117.1	194.0	288.0
매출채권	83.6	106.7	113.2	115.8	131.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	337.1	529.0	515.4	505.9	441.6
유형자산	1.2	7.6	6.1	4.9	4.0
무형자산	233.1	230.4	217.8	209.3	144.7
투자자산	13.4	180.1	180.6	180.8	182.1
자산총계	581.6	757.3	819.9	890.6	939.5
유동부채	145.2	132.1	152.7	172.9	174.1
매입채무	18.4	5.9	6.3	6.4	7.3
단기차입금	0.0	0.0	20.0	40.0	40.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	8.2	15.8	16.3	16.5	17.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	153.3	148.0	168.9	189.3	191.6
자본금	14.1	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	321.7	470.0	470.0	470.0	470.0
기타포괄이익누계액	-1.0	1.8	1.8	1.8	1.8
이익잉여금	93.5	122.9	164.5	214.8	261.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	428.3	609.4	651.0	701.2	747.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	-12.2	5.2	131.3	146.0	87.5
당기순이익(손실)	26.4	29.6	41.6	50.3	46.7
유형자산감가상각비	1.8	2.9	1.6	1.2	0.9
무형자산상각비	115.0	113.3	101.5	104.6	64.6
운전자본의 증감	-142.9	-144.1	-7.0	-2.8	-16.2
투자활동 현금흐름	-81.0	-16.3	-82.3	-86.8	9.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.6	-7.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-9.7	-166.7	-0.5	-0.2	-1.3
재무활동 현금흐름	-0.0	0.0	19.0	17.8	-2.5
차입금증감	7.8	0.7	20.2	20.1	0.3
자본의증가	1.7	149.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-93.2	-10.7	68.0	76.9	94.1
기초현금	153.0	59.8	49.1	117.1	194.0
기말현금	59.8	49.1	117.1	194.0	288.0

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	16,698	18,532	18,599	19,023	21,520
EPS(지배주주)	942	1,044	1,388	1,675	1,556
CFPS	5,346	5,803	5,166	5,630	4,083
EBITDAPS	5,185	5,828	5,332	5,798	4,250
BPS	15,242	20,309	21,696	23,371	24,927
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	85.9	88.7	70.3	58.2	62.7
PCR	15.1	16.0	18.9	17.3	23.9
PSR	4.8	5.0	5.2	5.1	4.5
PBR	5.3	4.6	4.5	4.2	3.9
EBITDA	145.5	165.3	160.0	174.0	127.5
EV/EBITDA	14.9	16.3	17.4	15.7	20.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.4	5.7	6.6	7.4	6.4
EBITDA이익률	31.1	31.4	28.7	30.5	19.7
부채비율	35.8	24.3	26.0	27.0	25.6
금융비용부담률	0.1	0.1	0.2	0.4	0.4
이자보상배율(x)	58.1	84.8	48.8	29.7	21.6
매출채권회전율(x)	6.2	5.5	5.1	5.0	5.2
재고자산회전율(x)	1,620.7				

Hold

적정주가 (12개월)	51,000원
현재주가 (6. 2)	55,200원
상승여력	-7.6%
KOSPI	3,224.23pt
시가총액	9,045억원
발행주식수	1,764만주
유동주식비율	57.66%
외국인비중	9.82%
52주 최고/최저가	57,000원/24,000원
평균거래대금	72.9억원
주요주주(%)	
중앙홀딩스 외 2 인	41.37
국민연금공단	12.77
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	18.1 81.6 75.8
상대주가	15.3 50.7 13.8
주가그래프	



지난 8개월 아웃퍼폼의 원인

- 지난 6개월간 동사의 주가 흐름은 콘텐츠 사업자보다는 컨택트(영화관/여행 등) 사업자와 유사했음
- 영화관 사업을 영위하는 동사의 메가박스는 피해가 컸던 만큼 재개에 대한 기대감이 컸기 때문

같은 소비자, 달라진 공급자. Downturn이 upturn으로 바뀌지 않는다면 영화관 매력도 높지 않아

- 동사에 대한 적정주가를 기존 46,000원에서 51,000원으로 상향함. 밸류에이션 틀은 유지했으나 적정주가 대상 기간을 기존 2021년에서 2H21-1H22로 변경한 데 따름
- 영화 제작사를 보유한 많은 미디어 업체들이 OTT 산업에 진출하면서 OTT와 영화 동시 개봉을 적용하는 작품 비중을 늘리고 있음
- 지난 5년간 넷플릭스를 비롯한 OTT 성장이 전세계 영화관 관객수 성장을 저지한 것을 지켜본 바 있음
- 디즈니+와 HBO Max의 해외 진출이 본격화되면서 개봉작을 마케팅용 콘텐츠로 사용할 유인이 높아짐
- 코로나 피해에 대한 반등이 끝난 후 장기 시계열을 고려한다면 영화관은 좋은 선택지라고 판단하기 어려움
- Post코로나에 시계열 맞춰진 투자자들의 영화관 사업 정상화 기대감이 충분히 반영된 주가라고 판단, Hold 투자의견 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	530.2	33.8	1.1	78	-63.2	22,129	494.2	1.7	9.2	0.3	176.2
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	504.6	-15.2	-47.4	-2,767	-73.6	8,310	-20.0	6.6	13.6	-27.8	477.4
2022E	737.4	56.3	12.8	723	-140.8	9,034	76.3	6.1	8.4	8.3	492.1
2023E	799.5	73.0	26.1	1,478	82.1	10,511	37.4	5.3	13.0	15.1	443.9

제이콘텐츠리 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	420.3	511.3	554.2	364.4	504.6	737.4
% YoY	25.4	21.6	8.4	-34.3%	38.5%	46.1%
방송	161.8	231.6	262.3	254.9	314.1	385.6
JTBC 콘텐츠허브	126.9	161.7	188.9	207.9	314.1	385.6
IP 투자	34.8	69.9	73.4	47.0	0.0	0.0
메가박스	290.9	317.2	327.9	105.8	159.3	351.8
(연결 및 조정)	-32.3	-37.5	-36.0	3.6	31.2	0.0
매출원가	199.8	273.8	314.5	236.2	334.1	425.9
매출총이익	220.6	237.5	239.7	127.7	170.6	311.6
매출총이익률(%)	52.5	46.4	43.3	35.1	33.8	42.2
판매관리비	187.2	202.7	204.3	184.5	185.8	255.3
영업이익	33.3	34.7	35.4	-53.5	-15.2	56.3
방송	11.7	12.1	0.6	10.3	28.9	27.5
JTBC 콘텐츠허브	9.9	7.1	14.0	14.2	28.9	27.5
IP 투자	1.8	5.0	-13.4	-3.9	0.0	0.0
메가박스	25.9	21.4	39.1	-65.5	-45.5	30.4
영업이익률(%)	7.9	6.8	6.4	-14.7	-3.0	7.6
방송	7.2	5.2	0.2	4.0	9.2	7.1
JTBC 콘텐츠허브	7.8	4.4	7.4	6.8	9.2	7.1
IP 투자	5.2	7.2	-18.2	-8.3	N/A	N/A
메가박스	8.9	6.7	11.9	-61.9	-28.6	8.6

자료: 제이콘텐츠리, 메리츠증권 리서치센터

제이콘텐츠리 2020~2021년 라인업

2021년 하반기 전망 시리즈 16
엔터/레저

제이콘텐츠리 2020~2021년 라인업

방영년도	제목	방영 기간	제작사	작가	연출	주연배우	총편수	비고
2020	이태원 클래스	1.31-3.21	쇼박스, 지음	광진	김성윤	박서준, 김다미	16부	금토
	날씨가 좋으면 찾아가겠어요	2.24-4.14	에이스팩토리	한가람	한지승	서강준, 박민영	16부	월화
	부부의 세계	3.27-5.16	JTBC S	주현	모완일	박해준, 김희애	16부	금토
	야식남녀	5.25-6.30	JTBC S, 블러썬스토리	최진원	조남국	손현주, 장승조, 이엘리아	12부	월화
	쌍갑포차	5.20-6.25	JTBC S, 삼화네트웍스	하윤아	전창근	황정음, 육성재	12부	수목
	닥터 포스터	5.22-7.4	<부부의 세계> 원작인 BBC 작품				10부	금토
	모범형사	7.6-8.25	JTBC S, 블러썬스토리	최진원	조남국	손현주, 장승조, 이엘리아	16부	월화
	우아한 친구들	7.10-9.5	스튜디오앤뉴, 제이씨앤	박효연, 김경선	송현욱	유준상, 송윤아, 김성오	17부	금토
	우리, 사랑했을까	7.8-9.2	JTBC S, 길픽쳐스	이승진	김도형	송지호, 손호준	16부	수목
	18 어게인	9.21-11.10	JTBC S	김도연, 안은빈, 최이륜	하병훈	김하늘, 윤상현	16부	월화
	사생활	10.7-11.26	도레미엔터테인먼트	유성열	송지원	서현, 고경표, 김효진	16부	수목
	경우의 수	9.25-12.5	JTBC S, 콘텐츠지음	조승희	최성범	옹성우, 신예은	16부	금토
	라이브온	11.17-12.14	키이스트, JTBC S	방유정	김상우	정다빈, 황민현	8부	월화
	런온	12.16~2.4	메이스, 콘텐츠지음	박인숙	이재훈	임시완, 신세경, 최수영	16부	수목
허쉬	12.11-1.30	키이스트, JTBC S	김정민	최규식	황정민, 윤아	16부	금토	
2021	선배, 그 립스틱 바르지마요	1.18-3.9	JTBC S	채윤	이동윤	원진아, 로운	16부	월화
	시지프스: the myth	2.17-4.8	JTBC S	이제인, 전찬호	진혁	조승우, 박신혜	16부	수목
	괴물	2.19-4.10	셀트리온엔터, JTBC S	김수진	심나연	신하균, 여진구	16부	금토
	경로를 이탈하였습니다	3.15-3.16	JTBC S(드라마하우스)	최이소	장지연	남지현, 박지영	2부	월화
	아이를 찾습니다	3.22-3.23	JTBC S(드라마하우스)	김보라	조용원	박혁권, 장소연	2부	월화
	로스쿨	4.14-6.3	공감동하우스, 스튜디오피닉스, JTBC S	서인	김석윤	김명민, 류혜영, 이정은	16부	수목
	언더커버	4.23-6.12	Story TV, JTBC S	백철현, 송지훈, 정혜은	송현욱	지진희, 김현주	16부	금토
	월간 집	6.16-8.5	JTBC S(드라마하우스)	명수현	이창민	김지석, 정소민	16부	수목
	알고 있지만	6.19-7.18	비온드J, 스튜디오N, JTBC S	정원	김가람	송강, 한소희	10부	금토
	너를 닮은 사람	2H21	셀트리온엔터, JTBC S	유보라	임현욱	고현정, 신현빈, 김재영	16부	월화
	날아올라라 나비	2H21	셀트리온엔터, JTBC S	박연선	김다예, 김보경	김향기, 최다니엘, 오윤아	16부	
	인간실격	2H21	씨제스엔터, JTBC S(드라마하우스)	김지혜	허진호, 박홍수	전도연, 류준열	16부	
	설강화	2H21	JTBC S(드라마하우스)	유현미	조현탁	정해인, 지수(블랙핑크)	16부	수목
	구경이	10.-	키이스트	성초이	이정훈	이영애	12부	
	지금 우리 학교는	2H21	필름몬스터 by JTBC S	천성일	이재규, 김남수	윤찬영, 박지후, 조이현	6부	

자료: JTBC, 메리츠증권 리서치센터

제이콘텐트리 (036420)

2021년 하반기 전망 시리즈 16

엔터/레저

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	530.2	363.9	504.6	737.4	799.5
매출액증가율(%)	3.7	-31.4	38.7	46.1	8.4
매출원가	297.3	236.2	334.1	425.9	453.2
매출총이익	232.9	127.7	170.6	311.6	346.3
판매비와관리비	199.1	184.5	185.8	255.3	273.3
영업이익	33.8	-56.8	-15.2	56.3	73.0
영업이익률(%)	6.4	-15.6	-3.0	7.6	9.1
금융손익	-9.1	-86.4	-22.6	-20.8	-16.1
종속/관계기업관련손익	-0.6	-2.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.9	-23.2	-11.5	-11.5	-11.5
세전계속사업이익	19.2	-169.3	-49.3	24.0	45.4
법인세비용	10.2	-20.9	-5.9	5.7	12.2
당기순이익	10.6	-154.0	-43.4	18.2	33.2
지배주주지분 손이익	1.1	-134.9	-47.4	12.8	26.1
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	236.8	330.0	162.3	378.8	478.7
현금및현금성자산	64.0	124.8	-118.6	-27.3	39.2
매출채권	67.4	58.4	81.0	118.4	128.3
재고자산	25.6	26.3	36.5	53.4	57.9
비유동자산	924.9	1,145.5	1,110.7	1,034.6	1,000.5
유형자산	257.9	273.6	219.6	182.3	149.5
무형자산	133.9	272.8	191.1	98.5	82.8
투자자산	99.3	111.3	212.1	266.0	280.4
자산총계	1,161.6	1,475.5	1,273.0	1,413.4	1,479.1
유동부채	339.2	645.2	479.5	590.7	620.3
매입채무	18.4	2.2	3.0	4.4	4.7
단기차입금	72.3	238.5	238.5	238.5	238.5
유동성장기부채	99.1	232.9	0.0	0.0	0.0
비유동부채	401.8	566.4	573.0	584.0	586.9
사채	40.6	179.8	179.8	179.8	179.8
장기차입금	10.0	21.6	21.6	21.6	21.6
부채총계	741.1	1,211.6	1,052.5	1,174.6	1,207.2
자본금	72.0	81.9	81.9	81.9	81.9
자본잉여금	154.5	154.3	154.3	154.3	154.3
기타포괄이익누계액	14.3	15.0	15.0	15.0	15.0
이익잉여금	83.4	-51.9	-99.3	-86.5	-60.5
비지배주주지분	101.8	69.9	73.9	79.4	86.5
자본총계	420.6	263.9	220.5	238.7	271.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	39.8	39.1	127.8	200.6	93.0
당기순이익(손실)	10.6	-154.0	-43.4	18.2	33.2
유형자산감가상각비	48.6	53.5	63.9	47.4	32.8
무형자산상각비	39.7	49.9	81.7	92.7	15.7
운전자본의 증감	-59.4	13.9	25.6	42.3	11.3
투자활동 현금흐름	-101.2	-344.6	-140.3	-112.7	-27.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-69.9	-42.2	-10.0	-10.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-17.7	-14.8	-100.8	-53.9	-14.4
재무활동 현금흐름	-16.2	366.4	-230.9	3.4	0.9
차입금증감	338.6	465.1	-230.9	3.4	0.9
자본의증가	-3.8	9.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-77.6	60.9	-243.4	91.3	66.5
기초현금	141.6	64.0	124.8	-118.6	-27.3
기말현금	64.0	124.8	-118.6	-27.3	39.2
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	36,800	22,716	29,450	41,802	45,322
EPS(지배주주)	78	-8,422	-2,767	723	1,478
CFPS	8,735	3,289	6,939	10,476	6,234
EBITDAPS	8,480	2,912	7,609	11,127	6,885
BPS	22,129	11,841	8,310	9,034	10,511
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	494.2	-4.5	-20.0	76.3	37.4
PCR	4.4	11.5	8.0	5.3	8.9
PSR	1.0	1.7	1.9	1.3	1.2
PBR	1.7	3.2	6.6	6.1	5.3
EBITDA	122.2	46.6	130.4	196.3	121.5
EV/EBITDA	9.2	32.3	13.6	8.4	13.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.3	-52.6	-27.8	8.3	15.1
EBITDA이익률	23.0	12.8	25.8	26.6	15.2
부채비율	176.2	459.1	477.4	492.1	443.9
금융비용부담률	2.7	6.5	5.4	3.2	3.0
이자보상배율(x)	2.4	-2.4	-0.6	2.4	3.1
매출채권회전율(x)	7.3	5.8	7.2	7.4	6.5
재고자산회전율(x)	18.1	14.0	16.1	16.4	14.4

Hold

적정주가 (12개월)	260,000원		
현재주가 (6. 2)	263,500원		
상승여력	-1.3%		
KOSPI	3,224.23pt		
시가총액	93,869억원		
발행주식수	3,871만주		
유동주식비율	41.49%		
외국인비중	10.74%		
52주 최고/최저가	273,240원/140,580원		
평균거래대금	962.7억원		
주요주주(%)			
방시혁 외 2 인	34.76		
넷마블	18.72		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.4	46.2	0.0
상대주가	5.9	21.4	0.0
주가그래프			



적정주가 산출 방법

- 굵직한 M&A 이벤트와 MSCI 수급 이벤트가 소화되며 동사 주가 상반기 크게 아웃퍼폼함
- 콘서트 완전 재개를 가정한 동사의 2022년 연결 매출 및 영업이익은 각각 1.3조원(+27.6% YoY)과 3천억원(+70.1% YoY)으로 추정함
- 당사의 적정주가 26만원은 2022년 당기 순이익의 50배를 적용한 것. 투자자들의 의견처럼 동사를 플랫폼 사업자로 규정하는 바에 맞추어 플랫폼 밸류에이션을 활용함. 적정주가가 내포하는 시가총액은 10조원

Peer들이 올라올 때까지 기다릴 시기

- 투자자들이 플랫폼에 대해 우호적인 이유는 아티스트의 직접 활동이 부재하더라도 기저가 되는 실적이 두터워지는 데 있다고 판단됨
- 1분기 엔터 3사 실적에서 오히려 이러한 부분이 돋보였음. 아티스트 활동 크지 않았음에도 하이브와 유사한, 기저 실적 커지며 실적 서프라이즈 기록. 증명된 실적에 기반한 밸류에이션 갭 축소가 필요한 상황
- 특히 에스엠이 불러온 지분 매각 소식은 하이브 대비 낮은 밸류에이션에 거래되고 있는 엔터 3사의 M&A 시장에서의 기업 가치를 상기시킬 것
- 엔터 3사 대비 동사의 밸류에이션 매력 높지 않은 시기로 판단, Hold 투자 의견을 유지함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	587.2	98.7	73.8	2,916	-185.8	6,046	0.0	0.0	-1.4	56.5	109.2
2020	796.3	145.5	85.7	2,946	4.6	33,159	53.8	4.8	27.1	12.5	60.5
2021E	1,032.3	181.2	117.5	3,132	9.3	33,997	84.1	7.8	45.7	9.4	79.6
2022E	1,316.9	308.3	206.0	5,322	67.8	39,399	49.5	6.7	27.2	14.5	74.5
2023E	1,230.2	262.9	175.5	4,534	-14.6	44,010	58.1	6.0	31.0	10.9	65.0

하이브 연결 실적 추정 내역

2021년 하반기 전망 시리즈 16

엔터/레저

하이브 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020E	2021E	2022E
연결 매출	178.3	245.5	220.2	388.2	230.4	388.9	280.8	416.8	587.2	796.3	1,032.3	1,316.9
% YoY	28.7	57.9	15.9	24.3	29.2	58.4	27.5	7.4	94.9	35.6	29.6	27.6
본사 매출	95.1	135.8	97.0	173.9	135.1	255.8	211.1	220.9	416.7	453.4	501.8	822.9
% YoY	-8.1	67.0	-12.5	10.2	42.0	88.4	117.6	27.1	94.5	8.8	10.7	64.0
자회사 합산	139.0	319.6	155.5	672.0	46.8	138.2	67.6	266.3	0.0	0.0	1,314.0	1,542.4
% YoY	94.2	119.3	15.8	100.7	-66.4	-56.8	-56.5	-60.4	-100.0	N/A	N/A	17.4
Pledis	12.9	27.4	9.5	38.2	11.0	20.8	4.7	23.8	N/A	69.6	87.9	89.9
% YoY	n/a	34.9	-17.2	0.8	-15.0	-24.0	-50.6	-37.8	N/A	N/A	26.3	2.2
SourceMusic	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	0.0	3.0	8.1	1.8	0.9
% YoY	15.4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	N/A	166.9	-77.6	-50.5
Bighit JP	4.0	10.1	4.0	10.1	4.0	10.1	4.0	10.1	106.8	24.2	65.5	105.5
% YoY	-42.5	181.5	11.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	N/A	-77.3	170.2	61.1
Bighit solutions JP	3.1	4.4	4.0	3.7	0.0	0.0	0.0	0.0	N/A	12.3	15.3	17.4
% YoY	n/a	9.4	0.0	-15.5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	25.2	13.3
Wiverse	37.2	106.3	35.1	254.4	31.8	107.3	58.0	232.4	78.2	219.1	433.1	429.5
% YoY	-6.9	174.5	3.0	139.3	-14.4	0.9	65.1	-8.7	N/A	180.2	97.6	-0.8
연결 영업이익	21.7	38.7	39.8	81.0	31.2	71.3	43.9	65.9	98.7	145.5	181.2	308.3
% YoY	9.2	29.6	-0.9	45.7	43.8	84.1	10.4	-18.7	23.5	47.4	24.6	70.1
영업이익률 (%)	12.2	15.8	18.1	20.9	13.5	18.3	15.6	15.8	16.8	18.3	17.6	23.4
본사 영업이익	14.0	29.2	17.8	44.3	21.4	61.4	34.1	54.2	85.9	86.9	105.3	171.0
% YoY	-19.2	52.0	-43.6	134.8	52.9	110.4	91.3	22.3	33.9	1.3	21.1	62.5
영업이익률 (%)	14.7	21.5	18.4	25.5	15.8	24.0	16.2	24.5	20.6	19.2	21.0	20.8
자회사 합산	-0.8	-0.9	-2.1	-4.1	0.0	0.0	0.0	0.0	12.9	-0.5	76.0	137.2
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-18.4	-103.7	-16,052.9	80.6
Pledis	1.1	3.7	3.3	6.8	0.0	0.0	0.0	0.0	N/A	15.5	14.9	28.2
% YoY	N/A	-52.4	112.4	8.3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-4.3	89.9
SourceMusic	-0.2	-0.2	-2.7	-3.2	0.0	0.0	0.0	0.0	N/A	N/A	-6.3	-4.4
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Bighit JP	-1.0	-1.0	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	14.4	1.4	-1.5	14.4
% YoY	n/a	n/a	0.0	0.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-90.4	-206.3	-1,078.6
Bighit solutions JP	3.1	4.4	4.0	3.7	0.0	0.0	0.0	0.0	N/A	12.3	15.3	17.4
% YoY	N/A	9.4	0.0	-15.5	n/a	n/a	n/a	n/a	N/A	N/A	25.2	13.3
Wiverse	0.0	0.3	2.5	8.7	0.0	0.0	0.0	0.0	N/A	15.6	11.5	14.8
% YoY	-100.0	-88.5	-44.1	46.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-26.1	28.3
Ithaca	-0.4	-4.5	9.3	9.3	9.8	9.8	9.8	11.7	0.9	-0.6	13.8	41.2
% YoY	N/A	N/A	N/A	4227.0	N/A	N/A	5.4	25.4	n/a	적전	흑전	199.1

자료: 하이브, 메리츠증권 리서치센터

하이브 아티스트 활동 추정 내역

2021년 하반기 전망 시리즈 16
엔터/레저

하이브 주요 아티스트 활동 추정

	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
방탄소년단 (2013.06 데뷔 '18(7년 재계약))	7/15 일본 정규 4집 'the journey' 8/21 디지털싱글 'Dynamite'	10/10,11 온콘 2회 (동점 99만명) 10월 Skool luv spc addition(66.9만장) 11/20 스페셜 'BE' (350만장) (4Q 269.2만장/1Q 90.8만)	구작 70만장 (1월 25만장+2월 24만장+3월 21만장)	5/21 디지털싱글 'Butter' 6월 팬미팅 2회 (동점 110만명 가정) 6/16 일본 싱글
TXT (2019.03 데뷔) 2026 만료		10/26 미니3집 'minisode1: Blue Hour' (47.7만장)	1/20 일본 정규1집 'Still Dreaming' 3/6 팬미팅 (블루홀)	5/31 정규2집 '혼돈의 장-Freeze' (80만장 가정)
여자친구 (2015.01 데뷔) 만료	7/13 미니 9집: Song of the Sirens (9만장)	10/14 일본 앨범 10/31 온라인 콘서트 11/9 정규 2집 '11: Walpurgis Night' (6.6만장)		계약만료
뉴이스트 (2012.03 데뷔, '19 재계약)	민현, JTBC '라이브온' 촬영 시작 (11월 방영)	10/7 일본 정규2집 'Drive'		4/19 정규 2집 'Romanticize' (20.6만장 가정)
세븐틴 (2015.05 데뷔) 2022 재계약	8/30 온라인 유료 팬미팅 9/9 일본 미니2집 '24H'	10/19 스페셜 'Semicolon' (112.3만장)	1/23 온콘(위버스) 동점 10만 가정	4/21 일본 싱글 3집 '히토리자나야' 4/27 일본 온라인 팬미팅, 토크쇼 5/13 디에잇 디지털솔로 3집 6/18 미니 8집 'Your Chice' (133만장 가정)
엔하이픈 (2020.11 데뷔) 2027년 만료		11/30 미니 1집 'BORDER; Day1' (38만장)	2/6,7 팬미팅 (블루홀)	4/26 미니 2집 'BORDER: CARNIVAL' (62만장 가정(초동 52.5만장)) 4월 52.2만

자료: 하이브, 메리츠증권 리서치센터

하이브 (352820)

2021년 하반기 전망 시리즈 16

엔터/레저

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	587.2	796.3	1,032.3	1,316.9	1,230.2
매출액증가율(%)	94.9	35.6	29.6	27.6	-6.6
매출원가	385.7	421.5	506.9	757.4	692.6
매출총이익	201.5	374.8	525.4	559.5	537.6
판매비와관리비	102.8	229.2	344.2	251.3	274.7
영업이익	98.7	145.5	181.2	308.3	262.9
영업이익률(%)	16.8	18.3	17.6	23.4	21.4
금융손익	1.0	-13.9	-4.6	-5.0	-4.3
종속/관계기업관련손익	-0.9	-1.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.4	-3.8	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	98.5	126.3	176.7	303.3	258.6
법인세비용	26.1	39.2	53.9	90.9	77.3
당기순이익	72.4	87.1	122.7	212.4	181.3
지배주주지분 손이익	73.8	85.7	117.5	206.0	175.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	294.7	1,389.3	987.9	1,298.3	1,469.8
현금및현금성자산	160.8	380.2	524.1	743.8	942.9
매출채권	94.6	112.3	145.6	185.7	173.5
재고자산	13.0	62.0	80.3	102.5	95.7
비유동자산	68.3	535.2	1,386.1	1,378.9	1,361.1
유형자산	8.2	48.4	45.4	43.2	41.5
무형자산	25.7	288.4	1,274.9	1,261.3	1,247.8
투자자산	14.7	33.7	40.9	49.5	46.9
자산총계	363.0	1,924.4	2,374.0	2,677.2	2,830.8
유동부채	174.6	296.2	191.4	244.1	228.0
매입채무	25.3	34.6	44.8	57.2	53.4
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	1.0	0.9	0.0	0.0	0.0
비유동부채	14.9	429.3	860.9	899.0	887.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.2	200.1	600.1	600.1	600.1
부채총계	189.5	725.5	1,052.2	1,143.2	1,115.4
자본금	0.8	17.8	17.8	17.8	17.8
자본잉여금	213.5	1,132.3	1,132.3	1,132.3	1,132.3
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
이익잉여금	-41.7	44.0	164.8	374.0	552.5
비지배주주지분	-0.7	3.6	5.5	8.8	11.6
자본총계	173.5	1,198.9	1,321.7	1,534.1	1,715.4

Statement of Cash Flow

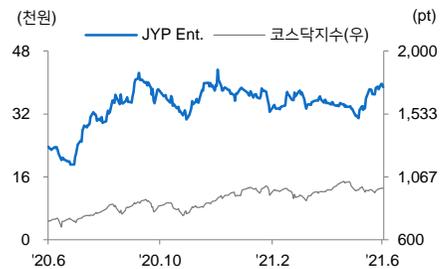
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	91.7	116.7	144.8	226.8	269.1
당기순이익(손실)	72.4	87.1	122.7	212.4	181.3
유형자산감가상각비	8.1	21.4	3.0	2.3	1.7
무형자산상각비	1.2	13.5	13.5	13.5	13.5
운전자본의 증감	4.7	-25.8	5.6	-1.4	72.6
투자활동 현금흐름	12.2	-1,022.4	-255.3	-18.5	5.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-4.8	-39.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-7.2	-20.7	-7.2	-8.6	2.6
재무활동 현금흐름	-1.4	1,133.4	405.0	7.1	-2.2
차입금증감	-7.2	328.6	405.0	7.1	-2.2
자본의증가	13.9	935.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	102.7	219.5	143.8	219.7	199.1
기초현금	58.1	160.8	380.2	524.1	743.8
기말현금	160.8	380.2	524.1	743.8	942.9

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	23,193	27,370	27,512	34,016	31,775
EPS(지배주주)	2,916	2,946	3,132	5,322	4,534
CFPS	3,599	5,099	5,271	8,370	7,184
EBITDAPS	4,268	6,203	5,271	8,370	7,184
BPS	6,046	33,159	33,997	39,399	44,010
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	53.8	84.1	49.5	58.1
PCR	0.0	31.1	50.0	31.5	36.7
PSR	0.0	5.8	9.6	7.7	8.3
PBR	0.0	4.8	7.8	6.7	6.0
EBITDA	108.1	180.5	197.8	324.0	278.1
EV/EBITDA	-1.4	27.1	45.7	27.2	31.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	56.5	12.5	9.4	14.5	10.9
EBITDA이익률	18.4	22.7	19.2	24.6	22.6
부채비율	109.2	60.5	79.6	74.5	65.0
금융비용부담률	0.2	0.5	0.7	0.6	0.6
이자보상배율(x)	78.3	37.4	24.3	41.3	35.3
매출채권회전율(x)	8.2	7.7	8.0	7.9	6.8
재고자산회전율(x)	62.9	21.3	14.5	14.4	12.4

Buy

적정주가 (12개월)	51,000원		
현재주가 (6. 2)	38,800원		
상승여력	31.4%		
KOSDAQ	981.10pt		
시가총액	13,773억원		
발행주식수	3,550만주		
유동주식비율	74.92%		
외국인비중	24.47%		
52주 최고/최저가	43,250원/19,100원		
평균거래대금	207.1억원		
주요주주(%)			
박진영 외 3 인	18.32		
JF Asset Management Limited 외 1 인	5.09		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.9	-0.9	66.9
상대주가	18.2	-9.2	26.5
주가그래프			



1분기 실적에서 발견한 것들

- 엔터 4사 중 base 실적 상향에 따른 서프라이즈를 1분기 가장 크게 증명한 업체
- 아티스트 활동 부재에도 불구하고 음반/음원 모두 예상치를 상회함. 특히 음원의 경우 중국 플랫폼과의 신규 계약 도입이 2월부터 본격화된 효과. 1분기 증명된 기저 실적들이 2분기 이후 이어질 것
- 니쥬 활동 준비기였음에도 광고/IP 관련 수익이 인식되며 높은 이익률을 다시 한번 증명함. 1분기 트와이스의 일본 활동을 제외하더라도 2분기 니쥬 활동 재개가 QoQ 이익 성장 이어갈 것

GOT7 부재를 넘어설 스트레이키즈의 활약

- 동사의 적정주가를 기존 45,000원에서 51,000원으로 상향함. 이는 1) 스트레이키즈의 팬덤 성장을 반영하여 별도 실적을 상향했고, 2) 별도 영업이익의 높아진 성장률(+24.4% YoY)을 반영하여 적용 배수를 기존 28배에서 JYP JP과 같은 33배로 변경한 데 따름. 적정주가가 내포하는 시가총액은 1.8조원
- 1분기 스트레이키즈의 구보 판매량은 약 20만장. 구보 판매는 팬덤 신규 유입을 판단할 수 있는 좋은 지표. 여름 신보 발매 시 투자자들의 예상을 뛰어넘는 스키즈 실적 증명될 것
- 지난 한달 간 주가 상승에도 불구하고 동사의 2022년 기준 PER은 26배에 불과함. 에스엠 매각 이슈가 불러 일으킨 엔터 3사의 내재 가치에 대한 고민 측면에서도 동사 주가 상승은 이어질 것이라고 판단함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	155.4	43.5	31.3	883	26.3	4,477	27.4	5.4	16.3	21.9	28.0
2020	144.4	44.1	29.5	832	-5.2	5,146	46.2	7.5	26.3	17.3	20.2
2021E	180.1	60.7	42.7	1,204	44.2	6,145	32.2	6.3	19.3	21.3	20.9
2022E	260.6	75.7	53.1	1,496	24.3	7,408	25.9	5.2	15.0	22.1	24.8
2023E	287.2	88.3	70.5	1,986	32.7	9,160	19.5	4.2	12.2	24.0	22.1

JYP 엔터테인먼트 적정주가 산정내역 및 PER/PBR 밴드

2021년 하반기 전망 시리즈 16
엔터/레저

JYP 엔터테인먼트 적정주가 산정내역

(십억원)	2022 OP	2022 NP	적용 배수 (배)	적정 가치	지분율 (%)	JYP 보유 가치	주당 가치 (원)
JYP 본사	51.8	38.8	33	1,281.3	100%	1,281.3	36,094
JYP JP	23.2	16.2	33	534.8	100%	534.8	15,067
Total	74.9	55.0		1,816.1		1,816.1	51,161

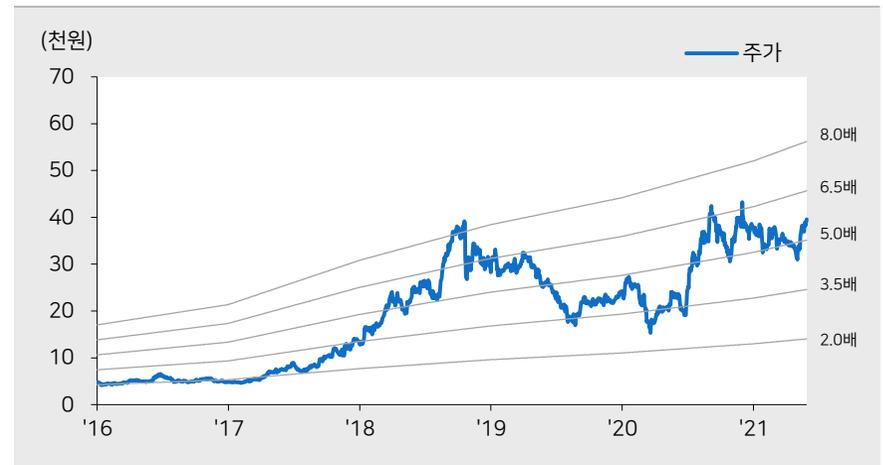
자료: 메리츠증권 리서치센터

JYP 엔터 12M Fwd PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

JYP 엔터 12M Fwd PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

JYP Ent. 실적 추정 내역

2021년 하반기 전망 시리즈 16
엔터/레저

JYP Ent. 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020E	2021E	2022E
매출 추정																
매출	30.0	32.6	31.1	36.3	26.3	46.6	38.2	42.2	32.1	65.0	46.0	54.6	146.8	130.0	153.4	197.7
음반/음원 사업	9.9	22.1	17.3	21.1	13.6	33.6	23.3	26.7	16.0	34.1	21.9	25.5	55.9	70.4	97.3	97.5
매니지먼트 사업	3.0	10.9	14.4	13.6	13.2	13.0	14.9	15.5	16.1	30.9	24.1	29.1	91.2	41.9	56.6	100.2
출연료 등	1.3	0.0	0.0	-0.2	0.3	0.0	0.2	0.6	1.5	9.2	7.4	9.7	21.3	1.4	0.8	27.9
광고	3.5	2.6	3.1	2.7	3.1	3.1	3.5	3.1	3.2	3.2	3.6	3.2	17.2	11.9	12.8	13.2
초상권 외	0.8	0.7	1.9	3.0	0.6	1.3	1.8	3.0	3.5	5.1	3.1	3.3	12.9	6.4	7.2	15.0
기타	14.6	7.6	9.3	8.2	9.2	8.6	9.4	8.8	7.9	13.4	10.0	12.9	39.8	39.8	36.0	44.1
% YoY																
매출	13.8	-11.9	-26.2	-11.9	-12.2	42.9	22.8	16.3	21.8	39.4	20.5	29.2	17.6	-11.4	18.0	28.9
음반/음원 사업	7.9	51.2	10.7	27.8	37.0	52.3	34.6	26.9	17.3	1.5	-6.0	-4.6	15.0	25.9	38.2	0.2
매니지먼트 사업	-80.8	-52.6	-48.3	-44.9	340.9	19.0	3.5	13.8	21.8	137.6	62.0	87.5	31.2	-54.0	35.0	76.9
출연료 등	-37.1	-100.0	-99.5	-105.0	-76.0	-100	221.2	-375.3	382.0	N/A	4,669.2	1,465.0	32.8	-93.6	-43.2	3,489.9
광고	-8.2	-39.9	-33.4	-40.2	-11.4	19.0	13.8	15.4	3.2	3.2	2.9	3.2	3.7	-31.2	7.9	3.1
초상권 외	-76.3	-83.3	-23.7	10.5	-25.7	77.4	-4.3	0.6	520.8	282.9	69.3	10.0	-0.6	-50.4	12.7	107.8
기타	125.7	-20.4	-12.8	-37.1	-37.0	13.2	0.6	7.4	-14.9	56.0	6.5	46.2	51.3	0.0	-9.4	22.5
원가 추정																
매출원가	13.8	17.9	15.7	19.1	10.9	29.4	18.5	22.7	15.5	43.1	25.5	27.2	78.7	66.5	81.5	111.4
% to sales	46.0	54.9	50.5	52.6	41.6	63.1	48.4	53.7	48.3	66.4	55.5	49.8	53.7	51.1	53.2	56.3
% YoY	-3.0	-17.0	-29.8	-7.2	-20.7	64.4	17.9	18.6	41.5	46.6	38.0	20.0	14.0	-15.6	22.6	36.6
판매관리비	5.9	6.0	6.0	8.3	6.0	7.3	7.2	9.8	6.5	8.7	8.1	11.2	26.6	26.2	30.2	34.6
% to sales	19.7	18.4	19.3	22.9	22.8	15.6	18.8	23.1	20.3	13.4	17.7	20.6	18.1	20.2	19.7	17.5
% YoY	6.0	-11.4	-20.6	23.2	1.7	21.1	19.8	17.6	8.5	19.4	13.0	15.1	12.5	-1.6	15.3	14.3
이익 추정																
매출총이익	16.2	14.7	15.4	17.2	15.4	17.2	19.7	19.6	16.6	21.9	20.5	27.4	68.0	63.5	71.8	86.3
% YoY	33.4	-4.8	-22.1	-16.6	-4.9	16.7	27.8	13.8	7.7	27.2	4.1	39.9	22.0	-6.6	13.1	20.2
매출총이익률(%)	54.0	45.1	49.5	47.4	58.4	36.9	51.6	46.3	51.7	33.6	44.5	50.2	46.3	48.9	46.8	43.7
영업이익	10.4	8.8	9.4	8.8	9.4	9.9	12.5	9.8	10.1	13.2	12.4	16.1	39.2	37.4	41.6	51.8
% YoY	114.7	1.1	-23.2	-34.6	-9.7	12.7	33.1	11.4	7.2	32.9	-1.0	64.5	54.3	-4.7	11.3	24.4
영업이익률(%)	34.7	27.0	30.2	24.2	35.6	21.3	32.7	23.2	31.4	20.3	26.9	29.6	26.7	28.8	27.1	26.2

자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

JYP Ent. 실적 추정 내역

2021년 하반기 전망 시리즈 16
엔터/레저

JYP Ent. 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020E	2021E	2022E
매출 추정																
연결 매출	34.0	34.1	34.6	41.7	32.3	53.6	40.2	54.0	42.5	82.1	61.4	74.6	155.4	144.4	180.1	260.6
% YoY	28.9	-12.8	-24.1	-6.0	-4.9	57.1	16.1	29.4	31.6	53.1	52.7	38.2	24.5	-7.1	24.7	44.7
본사 매출	30.0	32.6	31.1	36.3	26.3	46.6	38.2	42.2	32.1	65.0	46.0	54.6	146.8	130.0	153.4	197.7
% YoY	13.8	-11.9	-26.2	-11.9	-12.2	42.9	22.8	16.3	21.8	39.4	20.5	29.2	17.6	-11.4	18.0	28.9
자회사 합산	18.1	3.1	7.0	11.7	8.0	13.1	8.0	19.8	13.1	26.5	24.5	31.2	43.4	39.9	49.0	95.3
% YoY	115.1	-52.7	-56.6	-5.1	-55.8	321.2	14.5	70.1	64.1	101.6	206.7	57.4	63.5	-8.1	22.7	94.8
JYP Ent. JP	17.1	3.1	6.0	9.9	8.0	12.2	8.0	18.1	13.1	25.5	24.5	29.5	40.1	36.1	46.2	92.6
% YoY	135.6	-46.5	-61.8	-12.3	-53.4	294.5	32.3	82.5	64.4	109.6	207.5	63.0	70.7	-9.9	27.8	100.4
JYP Ent. HK	0.8	0.0	1.0	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	0.0	1.0	2.0	2.7	2.0	2.0
% YoY	-29.8	-91.4	193.8	401.7	-96.3	2,981.0	-97.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-15.1	36.8	-28.1	0.0
제이와이피픽쳐스	0.2	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0	0.0	0.8	1.3	1.0	0.8	0.8
% YoY	468.8	N/A	N/A!	0.0	N/A	N/A	N/A	0.0	N/A	N/A	N/A	0.0	87.4	-21.9	-22.0	0.0
이익 추정																
연결 영업이익	13.4	9.1	11.1	10.5	13.8	17.0	15.1	14.4	10.0	20.9	19.0	25.4	43.5	44.1	60.7	75.7
% YoY	132.3	-3.9	-24.6	-22.1	2.5	88.2	35.7	37.2	-27.3	22.5	25.9	76.1	51.2	1.6	37.5	24.7
영업이익률(%)	39.6	26.5	32.2	25.2	42.6	31.8	37.6	26.7	23.5	25.4	31.0	34.1	28.0	30.6	33.7	29.0
JYP Ent. (본사)	10.4	8.8	9.4	8.8	9.4	9.9	12.5	9.8	10.1	13.2	12.4	16.1	39.2	37.4	41.6	51.8
% YoY	114.7	1.1	-23.2	-34.6	-9.7	12.7	33.1	11.4	7.2	32.9	-1.0	64.5	54.3	-4.7	11.3	24.4
Subsidiaries	3.0	0.3	1.7	1.7	4.4	7.1	2.6	4.6	0.0	7.7	6.6	9.3	4.2	6.7	18.7	23.5
% YoY	223.0	-64.7	-31.6	4,129.0	44.2	2,699.1	49.9	169.1	N/A	8.1	156.0	100.7	27.4	59.4	177.7	25.7
세전이익	14.2	7.9	9.9	5.9	14.3	15.9	13.9	13.7	10.5	19.7	17.8	24.7	43.0	38.0	57.9	72.6
% YoY	99.3	-8.7	-30.6	-54.4	0.4	100.4	40.0	134.7	-26.8	23.7	27.8	79.7	42.4	-11.7	52.4	25.5
지배주주순이익	11.3	4.7	7.7	5.8	12.0	9.7	10.8	10.2	8.8	12.2	13.8	18.3	31.3	29.5	42.7	53.1
% YoY	76.3	-30.9	-34.5	-8.2	6.1	106.2	41.0	74.8	-26.8	25.7	27.8	79.7	31.3	-5.6	44.7	24.3

자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

JYP 엔터테인먼트 아티스트 활동 추정 내역

2021년 하반기 전망 시리즈 16
엔터/레저

JYP엔터테인먼트 주요 아티스트 활동 추정

	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
2PM (2008 데뷔, '15,'18 재계약)				6월 미니앨범 가정(15만장 가정)
갯세븐 (2014 데뷔) 2021 만료		11/30 정규앨범 'Breath of Love: Last Piece' (34.1만장) 진영, tvN '악마판사' 촬영 시작	계약만료	
DAY6 (2015.09 데뷔) 2022 만료	8/31 유닛 'The Book of Us: Gluon' (8.3만장)			4/19 미니7집 'negentropy' (11.0만장)
트와이스 (2015.10 데뷔) 2022 만료	7/8 일본 싱글 6집 'Fanfare' 8/9 V live 콘서트 9/16 일본 베스트3집 '#TWICE3'	10/26 정규 2집 'Eyes wide open' (48만장) 11/18 일본 싱글 7집	3/6 일본 온라인 라이브	5/12 일본 싱글 8집 'Kura Kura' 6/9 미니 10집 'Taste of love' (45만장 가정)
Stray Kids (2018.03 데뷔)	9/14 리팩 'IN生' (3Q 33.1만장/4Q 10만장: 누적 44.1만장)	11/22 V live 콘서트 11/4 일본 미니앨범 (9만장)	2/20 V live 팬미팅	4월 Mnet '킹덤' 출연
ITZY (2019.02 데뷔)	8/17 미니3집 'Not shy' (21.7만장)		1/22 영어 앨범 발매	4/30 미니 4집 'Guess who' (38만장 가정(초동 27만)) 6월 디지털싱글
NiziU (2020.12 데뷔)		12/2 싱글1집 'Step & a step' (47만장)		4/7 일본 싱글 2집 (55만장 가정)

자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	155.4	144.4	180.1	260.6	287.2
매출액증가율(%)	24.5	-7.1	24.7	44.7	10.2
매출원가	79.4	67.5	82.9	112.7	113.2
매출총이익	76.1	76.9	97.1	147.8	174.0
판매비와관리비	32.6	32.8	36.8	72.6	86.1
영업이익	43.5	44.1	60.7	75.7	88.3
영업이익률(%)	28.0	30.6	33.7	29.0	30.7
금융손익	-0.6	-4.0	1.7	2.4	3.2
종속/관계기업관련손익	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	0.0
기타영업외손익	0.2	-2.0	-0.7	-0.9	0.0
세전계속사업이익	43.0	38.0	61.5	77.0	91.5
법인세비용	11.8	8.4	16.1	20.7	21.0
당기순이익	31.2	29.6	42.7	53.1	70.5
지배주주지분 손익	31.3	29.5	42.7	53.1	70.5
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	116.3	127.0	172.7	236.3	307.6
현금및현금성자산	38.7	34.5	58.8	73.6	128.9
매출채권	13.9	19.0	23.6	34.2	37.7
재고자산	0.7	0.5	0.6	0.8	0.9
비유동자산	91.6	97.0	95.4	96.3	93.7
유형자산	38.8	40.6	36.9	33.2	29.1
무형자산	29.0	30.8	30.8	30.8	30.8
투자자산	22.1	23.0	25.1	29.7	31.2
자산총계	207.8	224.0	268.1	332.6	401.3
유동부채	43.2	33.3	41.6	60.2	66.3
매입채무	1.8	4.4	5.5	8.0	8.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2.3	4.4	4.8	5.9	6.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	45.5	37.7	46.4	66.1	72.5
자본금	17.9	17.9	17.9	17.9	17.9
자본잉여금	76.9	77.0	77.0	77.0	77.0
기타포괄이익누계액	0.6	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	75.5	99.9	135.4	180.2	242.4
비지배주주지분	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6
자본총계	162.4	186.3	221.7	266.5	328.7

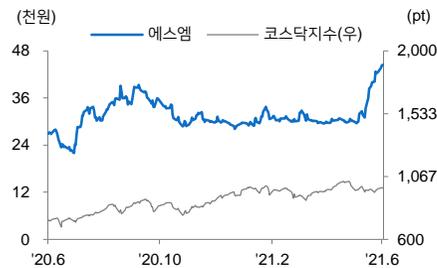
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	50.9	22.1	46.9	61.8	76.8
당기순이익(손실)	31.2	29.6	42.7	53.1	70.5
유형자산감가상각비	3.3	3.7	3.7	3.7	4.2
무형자산상각비	0.3	0.4	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	6.1	-11.7	0.4	4.8	1.9
투자활동 현금흐름	-58.8	-20.3	-17.9	-40.3	-13.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.8	-3.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-11.7	-0.9	-2.1	-4.6	-1.5
재무활동 현금흐름	1.0	-5.5	-4.9	-6.6	-8.2
차입금증감	2.3	1.7	0.4	0.8	0.3
자본의증가	6.4	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-6.3	-4.1	24.2	14.9	55.3
기초현금	45.0	38.7	34.5	58.8	73.6
기말현금	38.7	34.5	58.8	73.6	128.9
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	4,383	4,068	5,072	7,341	8,089
EPS(지배주주)	883	832	1,204	1,496	1,986
CFPS	1,346	1,310	1,686	2,083	2,563
EBITDAPS	1,326	1,358	1,813	2,235	2,605
BPS	4,477	5,146	6,145	7,408	9,160
DPS	155	154	220	250	250
배당수익률(%)	0.6	0.4	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	27.4	46.2	32.2	25.9	19.5
PCR	17.9	29.3	23.0	18.6	15.1
PSR	5.5	9.4	7.6	5.3	4.8
PBR	5.4	7.5	6.3	5.2	4.2
EBITDA	47.0	48.2	64.4	79.3	92.5
EV/EBITDA	16.3	26.3	19.3	15.0	12.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.9	17.3	21.3	22.1	24.0
EBITDA이익률	30.3	33.4	35.8	30.4	32.2
부채비율	28.0	20.2	20.9	24.8	22.1
금융비용부담률	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	884.3	471.9	490.2	534.4	558.8
매출채권회전율(x)	11.6	8.8	8.5	9.0	8.0
재고자산회전율(x)	143.1	253.5	357.5	381.0	337.7

에스엠(041510) M&A 관점에서 바라보기

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

Buy

적정주가 (12개월)	57,000원		
현재주가 (6. 2)	44,400원		
상승여력	28.4%		
KOSDAQ	981.10pt		
시가총액	10,413억원		
발행주식수	2,345만주		
유동주식비율	79.32%		
외국인비중	21.91%		
52주 최고/최저가	44,400원/21,950원		
평균거래대금	209.2억원		
주요주주(%)			
이수만 외 7인	19.21		
한국투자신탁운용	5.04		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	47.0	48.5	63.2
상대주가	47.4	36.1	23.7
주가그래프			



역시 믿을 건 남들

- 엔터 4사 중 1분기 가장 아티스트 활동이 활발했던 동사 또한 1분기 실적 서프라이즈를 기록함
- NCT, 엑소(백현)를 비롯하여 슈퍼주니어, 샤이니 등 군필돌의 앨범 판매까지 호조세가 이어진 데 따름
- 엑소 내 단일 멤버 기준으로 가장 결집된 팬덤을 보유한 것으로 추정되는 백현의 군입대로 엑소 앨범 판매 수치를 하반기 기준 대비 낮게 추정했으나 6월 스페셜 앨범 추이를 볼 때 이를 우려하기엔 일러 보임
- NCT는 신규 팬덤 유입 지표가 국내 아티스트 중 BTS 다음으로 높은 상황

M&A 관점에서 바라볼 시기

- 자회사 적자 축소 또한 1분기 서프라이즈 원인. 매각까지는 동 흐름 이어질 가능성 높음
- 하반기 코스닥 상장을 목표로 하는 디어유는 분기당 30억원의 영업이익을 기록함. 구독경제임을 고려했을 때 디어유의 1분기 비용구조가 변경되지 않는다면 영업이익 레벨이 다시 하락할 가능성은 높지 않음
- 동사의 적정주가를 기존 43,000원에서 57,000원으로 상향함. 아티스트 팬덤 유입을 반영하여 SM 본사의 이익 실적 추정치를 상향하고, 적용 배수를 기존 22배에서 28배로 상향한 데 따름
- 적정주가가 내포하는 시가총액은 1.35조원. 동사 보유 현금은 2,200억원으로 추정되는데, K-pop 내에서 동사의 위상, 최대주주 지분율을 고려할 때 매수자가 기업가치 1조원을 부담스러워 할 수준은 아님

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	657.8	40.4	-9.1	-390	-166.6	18,944	-98.5	2.0	7.8	-2.1	76.3
2020	579.9	6.5	-70.2	-2,992	393.6	18,412	-9.9	1.6	7.1	-16.0	73.5
2021E	702.8	49.3	3.9	167	-103.1	18,579	265.6	2.4	8.9	0.9	88.6
2022E	869.8	113.7	34.3	1,462	1,632.9	20,040	30.4	2.2	4.8	7.6	100.2
2023E	1,121.3	124.7	47.1	2,009	37.4	22,049	22.1	2.0	5.5	9.5	112.3

에스엠 엔터테인먼트 적정주가 산정내역 및 PER/PBR 밴드

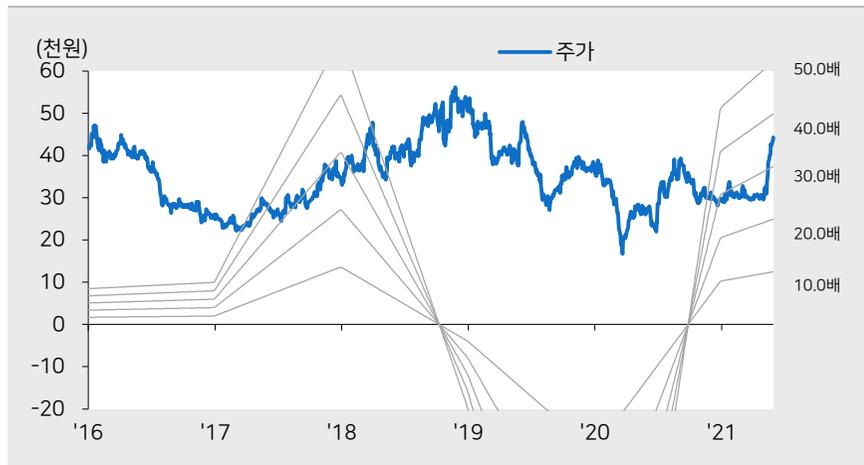
2021년 하반기 전망 시리즈 16
엔터/레저

에스엠 적정주가 산정내역

(십억원)	2022 OP	2022 NP	적용 배수 (배)	적정 가치	지분율 (%)	SM 보유 가치	주당 가치 (원)
SM 본사	79.1	39.6	28	1,107.7	100%	1,107.7	47,233
SM JP	1.0	0.7	22	16.2	100%	16.2	689
SM Beijing	9.6	6.7	33	221.8	100%	221.8	9,456
Total	89.8	47.0				1,346	57,377

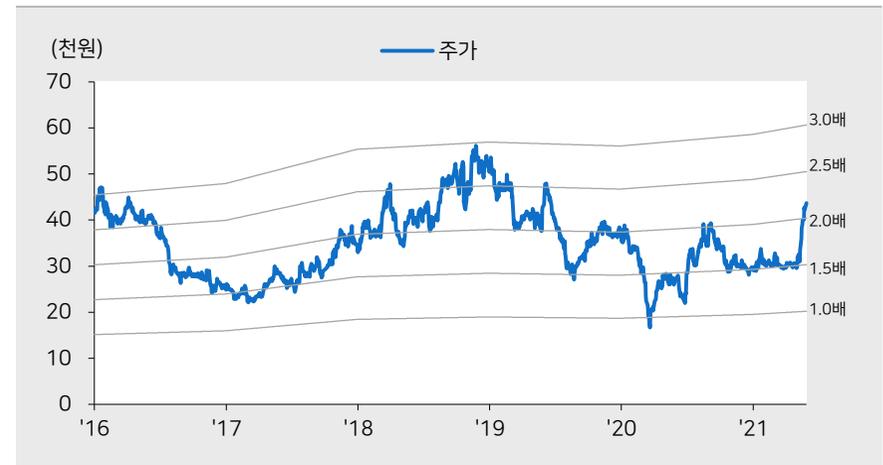
자료: 메리츠증권 리서치센터

에스엠 12M Fwd PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

에스엠 12M Fwd PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

에스엠 엔터테인먼트 실적 추정 내역

2021년 하반기 전망 시리즈 16
엔터/레저

에스엠 엔터테인먼트 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020E	2021E	2022E
매출 추정																
매출	68.4	74.6	58.6	101.0	87.6	112.6	58.2	76.5	108.9	140.0	72.4	95.1	307.5	302.6	334.9	416.3
음반/음원 사업	37.8	53.0	38.7	61.6	58.5	90.2	43.7	46.4	23.4	25.4	23.9	26.4	126.1	191.1	238.7	247.8
음반 매출	18.9	33.8	19.5	41.7	38.3	68.3	22.1	25.4	0.0	0.0	0.0	0.0	64.2	113.9	154.1	148.7
음원 매출	18.9	19.2	19.2	19.9	20.1	21.9	21.6	21.0	23.4	25.4	23.9	26.4	61.9	77.2	84.6	99.1
매니지먼트 사업	30.5	21.6	19.9	39.4	10.4	22.4	14.6	30.1	0.0	0.0	0.0	0.0	181.3	111.4	96.3	168.5
출연료 등	13.5	5.0	6.7	16.1	6.0	4.5	4.5	4.5	0.0	0.0	0.0	0.0	52.6	41.3	19.5	73.1
광고	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	0.0	0.0	0.0	0.0	23.8	18.0	18.0	20.7
초상 외	12.5	12.1	8.7	18.8	18.7	13.4	5.6	21.1	0.0	0.0	0.0	0.0	105.0	52.1	58.8	74.7
% YoY																
매출	20.0	15.5	-30.0	-1.2	28.0	50.9	-0.6	-24.3	24.3	24.3	24.3	24.3	9.2	-1.6	10.7	24.3
음반/음원 사업	60.2	98.5	14.5	46.7	54.7	70.1	12.9	-24.7	-60.0	-71.8	-45.2	-43.2	12.9	51.5	24.9	3.8
음반 매출	125.0	154.1	10.8	67.5	102.9	102.0	13.4	-39.1	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-3.7	77.4	35.3	-3.5
음원 매출	24.3	43.3	18.5	16.4	6.4	14.0	12.5	5.4	16.3	16.0	10.8	25.6	37.6	24.7	9.6	17.2
매니지먼트 사업	-8.7	-42.9	-60.1	-34.6	-65.7	3.7	-26.9	-23.6	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	6.8	-38.6	-13.6	75.1
출연료 등	3.4	-63.2	-64.9	136.8	-55.6	-10.0	-32.8	-72.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-12.0	-21.4	-52.8	274.8
광고	-30.8	-15.1	-33.8	-13.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-15.7	-24.4	0.0	15.0
초상 외	-9.7	-36.0	-63.8	-61.0	49.6	10.7	-36.2	12.2	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	28.1	-50.4	12.8	27.2
원가 추정																
매출원가	45.3	40.0	37.3	63.5	55.5	68.9	31.8	43.3	67.8	84.2	38.8	52.9	195.6	186.1	199.4	243.7
% to sales	66.2	53.6	63.7	62.9	63.4	61.2	54.5	56.6	62.3	60.1	53.6	55.6	63.6	61.5	59.6	58.5
% YoY	36.5	-10.0	-28.8	-3.2	22.5	72.2	-14.8	-31.8	22.2	22.2	22.2	22.2	13.5	-4.9	7.2	22.2
판매관리비	15.2	17.9	17.5	29.7	14.7	22.8	18.8	27.2	24.8	23.9	16.1	28.7	74.7	80.3	83.5	93.5
% to sales	22.2	24.0	29.9	29.4	16.8	20.2	32.3	35.5	22.7	17.1	22.3	30.2	24.3	26.5	24.9	22.5
% YoY	-0.2	-1.5	11.6	15.9	-3.1	27.3	7.7	-8.5	68.2	4.9	-14.4	5.7	10.7	7.5	4.0	12.0
이익 추정																
매출총이익	23.1	34.6	21.3	37.5	32.1	43.7	26.5	33.2	41.1	55.8	33.6	42.2	111.9	116.5	135.4	172.6
% YoY	-3.0	72.0	-32.0	2.4	38.9	26.3	24.3	-11.5	28.0	27.7	26.9	27.1	2.3	4.1	16.3	27.5
매출총이익률(%)	33.8	46.4	36.3	37.1	36.6	38.8	45.5	43.4	37.7	39.9	46.4	44.4	36.4	38.5	40.4	41.5
영업이익	7.8	16.7	3.8	7.9	17.4	20.9	7.6	6.0	16.3	31.9	17.5	13.4	37.2	36.2	51.9	79.1
% YoY	-9.2	759.9	-75.7	-28.1	122.6	25.1	101.2	-24.1	-6.0	52.6	128.8	124.0	-11.2	-2.6	43.4	52.4
영업이익률(%)	11.4	22.4	6.5	7.8	19.8	18.6	13.1	7.8	15.0	22.8	24.1	14.1	12.1	12.0	15.5	19.0

자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

에스엠 엔터테인먼트 실적 추정 내역

2021년 하반기 전망 시리즈 16
엔터/레저

에스엠 엔터테인먼트 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q21E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020E	2021E	2022E
매출 추정																
연결 매출	144.7	135.9	115.0	184.2	154.2	184.1	140.9	223.5	167.0	237.9	180.8	284.0	657.8	579.9	702.8	869.7
% YoY	10.7	-14.9	-33.7	-5.0	6.6	35.5	22.5	21.3	8.3	29.2	28.3	27.1	7.4	-11.8	21.2	23.8
본사 매출	68.4	74.6	58.6	101.0	87.6	112.6	58.2	76.5	108.9	140.0	72.4	95.1	307.5	302.6	334.9	416.3
% YoY	20.0	15.5	-30.0	-1.2	28.0	50.9	-0.6	-24.3	24.3	24.3	24.3	24.3	9.2	-1.6	10.7	24.3
자회사 합산	76.3	61.3	56.4	83.2	66.7	71.5	82.7	147.0	58.1	98.0	108.4	188.9	350.3	277.3	367.9	453.4
% YoY	3.5	-35.5	-37.1	-9.3	-12.7	16.7	46.6	76.7	-12.8	37.0	31.1	28.5	6.0	-20.9	32.7	23.2
SM C&C	33.8	26.6	27.2	43.0	32.1	27.9	28.6	45.1	33.8	29.3	30.0	47.4	166.7	130.6	133.7	140.4
% YoY	-4.0	-37.8	-31.7	-12.1	-5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	-15.4	-21.7	2.4	5.0
SM Japan	14.3	7.6	11.7	1.3	1.3	13.6	20.9	2.4	2.1	21.1	32.4	3.7	79.4	34.9	62.5	96.8
% YoY	-4.0	-52.4	-41.8	-95.3	-90.7	78.9	78.9	78.9	54.9	54.9	54.9	54.9	-16.3	-56.0	78.9	54.9
Dream Maker	4.0	5.4	5.8	6.7	5.8	6.7	15.5	27.0	13.0	22.2	24.4	40.2	79.6	21.9	55.0	99.8
% YoY	-75.4	-61.4	-80.4	-66.3	44.0	24.1	168.9	303.2	125.1	231.5	57.7	48.7	36.5	-72.5	151.4	81.5
키이스트	31.5	19.6	5.9	-8.9	11.0	21.6	21.6	45.8	12.1	23.7	23.7	50.4	100.2	48.1	100.0	110.0
% YoY	34.7	-41.1	-72.8	N/A	-65.0	10.0	265.4	N/A	10.0	10.0	10.0	10.0	-3.4	-52.0	107.9	10.0
이익 추정																
연결 영업이익	1.7	13.2	-9.7	1.3	15.4	19.0	4.5	10.4	22.1	40.7	30.7	20.4	40.4	6.5	49.3	113.7
% YoY	-40.3	240.1	N/A	-90.2	815.6	44.4	N/A	669.6	43.4	113.9	573.8	96.3	-15.4	-83.9	659.2	130.6
영업이익률 (%)	1.2	9.7	-8.4	0.7	10.0	10.3	3.2	4.6	13.2	17.1	17.0	7.2	6.1	1.1	7.0	13.1
본사 영업이익	7.8	16.7	3.8	7.9	17.4	20.9	7.6	6.0	16.3	31.9	17.5	13.4	37.2	36.2	51.9	79.1
% YoY	-9.2	759.9	-75.7	-28.1	122.6	25.1	101.2	-24.1	-6.0	52.6	128.8	124.0	-11.2	-2.6	43.4	52.4
영업이익률 (%)	11.4	22.4	6.5	7.8	19.8	18.6	13.1	7.8	15.0	22.8	24.1	14.1	12.1	12.0	15.5	19.0
자회사 영업이익	-6.1	-3.5	-13.5	-6.6	-2.0	-1.9	-3.1	4.4	5.7	8.8	13.2	6.9	3.2	-29.7	-2.6	34.6
% YoY	N/A	58.3	-45.3	N/A	N/A	N/A										
SM C&C	-3.5	-1.4	-2.0	2.6	-3.1	-1.0	-1.6	2.6	-3.1	-1.0	-1.6	2.6	4.8	-4.4	-3.2	-3.2
% YoY	N/A	N/A	N/A	-26.7	N/A	N/A	N/A	0.0	N/A	N/A	N/A	0.0	N/A	N/A	N/A	N/A
SM Japan	-0.3	0.1	-5.6	-4.5	-1.5	-1.5	0.5	-3.2	-2.3	1.5	3.8	-2.0	13.6	-10.3	-5.7	1.0
% YoY	-33.6	21.5	-10.3	-6.5	-16.8	10.8	-5.1	-3.2	-8.4	5.4	-2.6	-1.6	-0.2	N/A	N/A	N/A
Dream Maker	0.0	-0.9	-0.9	0.7	-0.5	-0.7	-0.7	0.7	2.0	0.5	3.3	0.3	6.0	-1.1	-1.2	6.0
% YoY	N/A	N/A	N/A	124.4	N/A	N/A	N/A	0.0	N/A	N/A	N/A	-55.4	24.0	N/A	N/A	N/A
키이스트	2.4	-0.8	-1.4	1.5	0.9	-0.8	-1.4	7.5	6.0	5.2	6.1	7.9	-1.5	1.7	6.2	25.2
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	-61.5	N/A	N/A	397.6	551.4	N/A	N/A	5.0	N/A	N/A	271.7	305.8
SM Beijing	0.2	0.2	0.2	0.2	1.7	0.9	1.9	0.9	2.7	1.4	3.4	2.2	-0.9	0.8	5.3	9.6
% YoY	N/A	N/A	0.0	0.0	750.0	325.0	850.0	325.0	58.8	58.8	78.9	152.9	N/A	N/A	562.5	81.1

자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

SM엔터테인먼트 아티스트 활동 추정 내역

2021년 하반기 전망 시리즈 16
엔터/레저

SM엔터테인먼트 주요 아티스트 활동 추정

	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
동방신기 (2004 데뷔, '13,'18 재계약)			1/18 유노윤호 미니 2집 'NOIR' (13.8만장)	
슈퍼주니어 (2005 데뷔, '15 재계약)	8/23 KRY Vlive 콘서트 1회 9/3 D&E 미니4집 'BAD BLOOD'(22.8만장) 9/28 D&E 스페셜 'BAD LIAR'(9월 5.8만장 /10만장 가정)		1/27 일본 정규 2집 'Star' 3/16 정규 10집 'The Renaissance' (45.5만)→ 1Q 43.3만/2Q 2.2만	4월 일본 정규 앨범 4/25 온라인 팬미팅 5/3 예성 미니 4집(10만장 가정) 5월 VLive 콘서트 1회
샤이니 (2008 데뷔, '18 재계약)	9/7 태민 정규3집 'Act1' (13.8만장)	11/9 태민 정규3집 'Act2' (12.3만장)	2/22 정규7집 (28.1만장)	4/12 리팩 (11.8만장) 5/2 태민 VLive 콘서트 5/18 태민 미니앨범(20만장 가정) 5월 태민 군입대 6월 일본 정규 앨범
엑소 (2012 데뷔. 10년)	7/13 세&찬 정규1집 '10억뷰'(51.1만)	10/26 첸 군입대 11/30 카이 미니앨범(34.4만장) 12/6 시우민 제대	1/3 백현 V live 팬미팅 (11만) 1/20 백현 일본 앨범 'baekhyun' 3/30 백현 미니3집 Bambi (102만장) →1Q 59만/2Q 41.4만	5/6 백현 군입대 6/7 스페셜 앨범 'Don't fight the feeling' (70만장 가정)
레드벨벳 (2014 데뷔) 2021년 만료	7/6 아&슬 미니 Monster (23.4만장)			4/5 웬디 솔로 미니1집 'Like water' (14.7만장) 5/31 조이 스페셜 앨범 'Hello'
NCT (2016 데뷔) 2023년 만료	7/29 WayV 'Bad Alive' (10.8만장)	10/12 정규2집 'Pt.1' (129.0만장) 11/23 정규2집 'Part.2'(4Q 93.7만/1월 30.0만) 11/30 Vlive 콘서트(W43k, 동접 20만) 12월 127 일본 미니2집 '러브홀릭'	3/10 WayV 미니 Kickback (26.4만장)	4월 WayV/드림/127 Vlive 각 1회씩 5/10 드림 정규1집 'Hot sauce' (200만장 가정(선주문170만장))
에스파 (2020년 데뷔)		11/17 디지털 싱글 '블랙맘바' 데뷔	2/5 디지털 싱글 'Forever'	5/17 디지털 싱글 'Next level'

자료: SM, 메리츠증권 리서치센터

에스엠(041510)

2021년 하반기 전망 시리즈 16

엔터/레저

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	657.8	579.9	702.8	869.8	1,121.3
매출액증가율(%)	7.4	-11.8	21.2	23.8	28.9
매출원가	442.2	381.1	445.8	485.8	497.5
매출총이익	215.6	198.8	257.0	384.0	623.8
판매비와관리비	175.2	192.3	207.6	270.3	499.1
영업이익	40.4	6.5	49.3	113.7	124.7
영업이익률(%)	6.1	1.1	7.0	13.1	11.1
금융손익	-2.9	-9.4	-0.7	-0.5	0.7
중속/관계기업관련손익	-10.8	-13.0	-7.9	-7.1	-7.1
기타영업외손익	-15.7	-24.6	-10.7	-14.8	-10.7
세전계속사업이익	11.0	-40.6	30.1	91.4	107.6
법인세비용	27.1	39.8	26.7	41.0	48.2
당기순이익	-16.2	-80.3	2.5	43.2	59.4
지배주주지분 손이익	-9.1	-70.2	3.9	34.3	47.1

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	628.7	646.5	768.8	941.5	1,105.0
현금및현금성자산	285.0	297.5	345.9	418.1	430.2
매출채권	129.4	136.5	165.4	204.7	263.9
재고자산	14.8	11.4	13.8	17.1	22.1
비유동자산	486.9	422.4	397.9	383.7	426.2
유형자산	105.7	91.5	60.7	29.8	39.1
무형자산	199.3	177.9	163.6	152.2	143.1
투자자산	109.3	97.5	118.2	146.3	188.6
자산총계	1,115.6	1,068.9	1,166.7	1,325.3	1,531.2
유동부채	437.0	433.8	526.3	637.9	778.7
매입채무	190.8	177.6	215.2	266.3	343.3
단기차입금	6.9	6.5	6.5	6.5	6.5
유동성장기부채	35.6	22.3	31.4	29.7	0.0
비유동부채	45.9	18.9	21.8	25.6	31.3
사채	9.3	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	2.7	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	482.9	452.7	548.0	663.4	810.0
자본금	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7
자본잉여금	245.3	310.4	310.4	310.4	310.4
기타포괄이익누계액	-6.8	-5.2	-5.2	-5.2	-5.2
이익잉여금	164.5	95.4	99.3	133.5	180.7
비지배주주지분	188.6	184.3	182.9	191.8	204.1
자본총계	632.8	616.1	618.6	661.8	721.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	92.0	45.4	73.7	121.9	118.4
당기순이익(손실)	-16.2	-80.3	2.5	43.2	59.4
유형자산감가상각비	25.5	30.8	30.8	30.8	-9.3
무형자산상각비	38.2	40.9	14.4	11.4	9.1
운전자본의 증감	-4.8	-25.7	28.9	39.3	59.2
투자활동 현금흐름	-52.9	-42.5	-38.0	-52.5	-83.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-13.5	-8.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	44.1	13.1	-20.7	-28.1	-42.3
재무활동 현금흐름	5.9	16.2	12.3	2.6	-23.3
차입금증감	39.9	-33.4	12.3	2.6	-23.3
자본의증가	26.4	65.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	47.7	12.5	48.1	72.0	12.1
기초현금	237.3	285.0	297.5	345.6	417.5
기말현금	285.0	297.5	345.6	417.5	429.6

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	28,215	24,729	29,966	37,086	47,810
EPS(지배주주)	-390	-2,992	167	1,462	2,009
CFPS	5,220	3,745	2,780	5,034	4,550
EBITDAPS	4,467	3,336	4,029	6,650	5,309
BPS	18,944	18,412	18,579	20,040	22,049
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-98.5	-9.9	265.6	30.4	22.1
PCR	7.4	7.9	16.0	8.8	9.8
PSR	1.4	1.2	1.5	1.2	0.9
PBR	2.0	1.6	2.4	2.2	2.0
EBITDA	104.1	78.2	94.5	156.0	124.5
EV/EBITDA	7.8	7.1	8.9	4.8	5.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.1	-16.0	0.9	7.6	9.5
EBITDA이익률	15.8	13.5	13.4	17.9	11.1
부채비율	76.3	73.5	88.6	100.2	112.3
금융비용부담률	0.6	0.7	0.5	0.5	0.3
이자보상배율(x)	10.4	1.5	13.2	27.4	34.8
매출채권회전율(x)	5.2	4.4	4.7	4.7	4.8
재고자산회전율(x)	50.1	44.3	55.7	56.2	57.2

와이지엔터테인먼트(122870) 같은 관점에서 바라보기

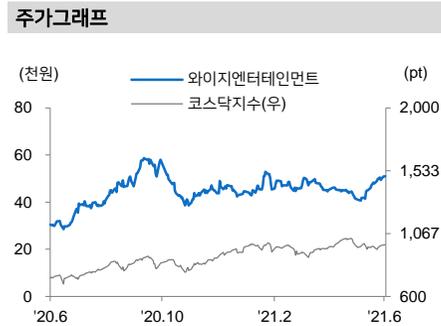
Analyst 이효진 02.6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	70,000원
현재주가 (6. 2)	51,000원
상승여력	37.3%
KOSDAQ	981.10pt
시가총액	9,401억원
발행주식수	1,843만주
유동주식비율	74.01%
외국인비중	15.31%
52주 최고/최저가	58,700원/28,550원
평균거래대금	135.4억원

주요주주(%)	
양현석 외 4 인	20.85
네이버	9.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	22.7	16.6	68.6
상대주가	23.0	6.9	27.8



2분기 밋밋. 그러나

- 블랙핑크의 팬덤 지표 성장세 2020년 대비 높아진 상황. 신규 팬덤 유입 유의미하게 확인되고 있음
- 지난 9월 데뷔한 트레저의 경우 연 3회(일본 앨범 포함) 컴백을 진행하며 철저하게 아이돌다운 방식을 선택함. 추후 일본 콘서트가 가능해질 경우 예상 가능한 수익도 높은 상황
- 2분기 리사 앨범이 3분기로 이연되며 라인업 부재로 밋밋하나 백신 공급에 따른 콘서트 재개로 빅뱅 컴백 등 기대 이벤트 손상은 없는 상황. 시장의 이목이 집중되지 않은 현재가 매집에 유리한 시기

에스엠과 같은 관점에서 바라보기

- 동사의 적정주가를 기존 66,000원에서 7만원으로 상향함. 적정주가 산정 대상 기간(2022년) 및 적용 밸류에이션은 기존과 동일하나 일본 실적 추정치를 소폭 상향한 데 따름
- 당사의 신규 적정주가가 내포하는 시가총액은 1.28조원. 동사가 보유한 현금 및 금융자산은 1,500억원. 상장 지분인 텐센트뮤직과 YG플러스의 지분 가치 또한 약 1,300억원
- YG 또한 최대주주의 사회적 이슈와 함께 대표이사에서 물러났으며 자회사 지분이 연초 한 차례 매각된 바 있음. 보유 현금 및 자산 가치를 제외한 동사의 엔터 본업 가치는 현재 6,500억원(부동산 포함)에 불과함
- 경쟁사의 매각 이슈를 이벤트로 즐길 수 있는 시기. 엔터 Top pick 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	253.6	4.2	-21.5	-1,184	-256.5	18,508	-23.1	1.5	24.6	-6.2	22.5
2020	255.3	6.0	9.4	515	-112.7	19,082	86.8	2.3	34.9	2.7	28.5
2021E	314.5	23.3	35.6	1,930	1,044.2	20,991	26.4	2.4	22.1	9.6	30.8
2022E	613.3	57.3	44.2	2,395	24.2	23,388	21.3	2.2	11.3	10.8	50.9
2023E	640.0	66.7	49.7	2,693	14.8	26,141	18.9	2.0	8.9	10.9	47.8

와이지 엔터테인먼트 적정주가 산정내역 및 PER/PBR 밴드

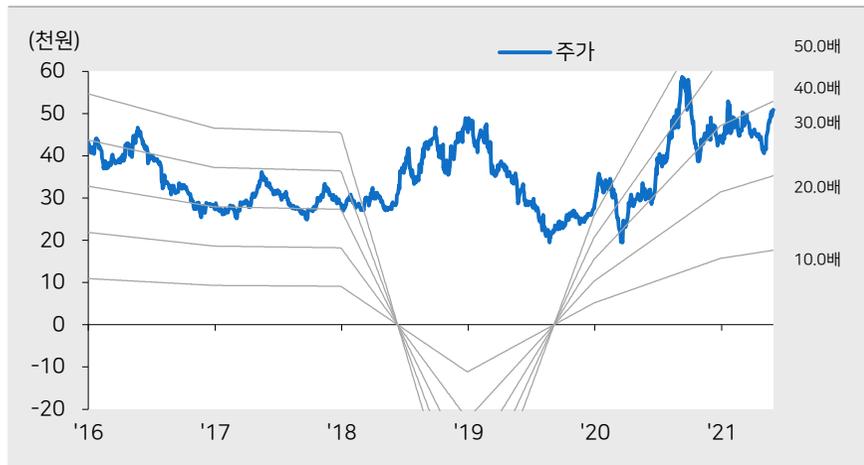
2021년 하반기 전망 시리즈 16
엔터/레저

와이지 엔터테인먼트 적정주가 산정내역

(십억원)	2022 OP	2022 NP	적용 배수 (배)	적정 가치	지분율 (%)	YG 보유 가치	주당 가치 (원)
YG 본사	37.2	21.7	30	652.0	100%	652.0	35,412
YG 재팬	11.6	8.1	30	243.5	100%	243.0	13,199
YG Asia	2.8	1.9	25	48.2	100%	48.2	2,618
Total	51.5	31.8				943.2	51,228

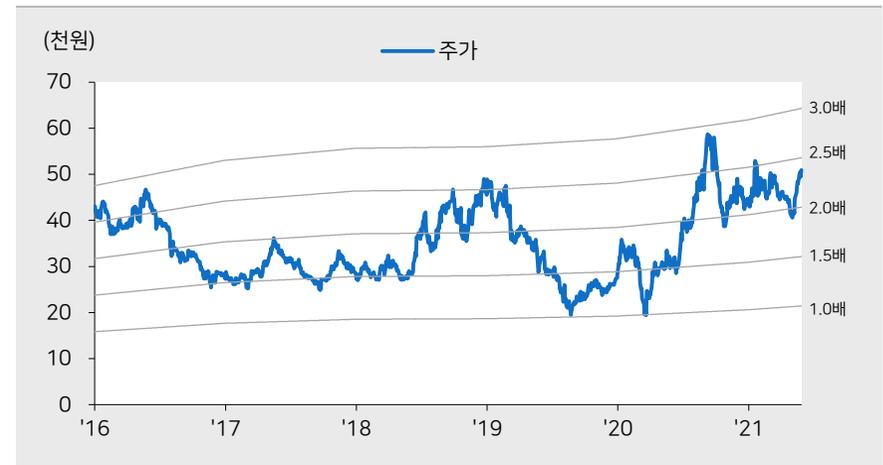
자료: 메리츠증권 리서치센터

와이지 엔터 12M Fwd PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

와이지 엔터 12M Fwd PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

와이지 엔터테인먼트 실적 추정 내역

2021년 하반기 전망 시리즈 16
엔터/레저

와이지 엔터테인먼트 별도 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020E	2021E	2022E
매출 추정																
매출	35.1	27.5	40.3	50.7	60.5	30.9	45.9	53.7	86.0	69.3	128.8	80.2	147.8	149.9	186.2	370.4
음반/음원 사업	13.1	10.7	20.2	31.9	34.5	15.4	27.5	35.1	31.4	20.4	37.6	26.5	52.5	74.3	112.2	122.0
음반 매출	1.7	2.3	9.1	18.3	11.8	2.1	12.0	18.4	16.2	3.8	21.1	4.3	12.0	31.4	43.8	51.5
음원 매출	9.9	8.3	11.1	13.6	22.8	13.3	15.6	16.7	15.3	16.6	16.6	22.1	40.4	42.9	68.4	70.6
콘서트+로열티	8.4	4.8	4.5	2.2	3.6	0.0	0.0	0.0	34.9	32.4	71.7	34.1	38.6	19.8	3.6	173.1
광고	8.0	7.2	8.3	9.5	9.8	10.3	9.7	10.8	11.0	10.8	10.2	11.3	35.0	33.1	40.5	43.3
출연료	3.0	4.1	1.7	2.6	5.4	4.6	5.4	5.4	5.9	5.0	5.9	5.9	15.1	11.3	20.7	22.8
커미션	4.9	0.6	3.3	2.5	2.7	0.6	3.3	2.5	2.7	0.6	3.3	2.5	4.0	11.3	9.2	9.2
% YoY																
매출	-15.8	-27.4	14.5	53.6	72.4	12.3	14.0	6.0	42.2	124.3	180.4	49.3	-9.9	1.4	24.2	98.9
음반/음원 사업	-10.8	-27.9	49.3	170.4	162.8	43.4	36.4	9.9	-8.9	32.3	36.7	-24.6	-13.5	41.6	51.0	8.8
음반 매출	-25.5	-51.8	229.1	731.8	595.0	-10.6	32.0	0.3	37.6	82.3	75.8	-76.5	3.1	160.6	39.7	17.4
음원 매출	-12.8	-14.4	12.6	42.9	129.4	61.0	40.0	22.7	-33.0	24.5	6.6	32.3	-17.4	6.2	59.3	3.2
콘서트+로열티	60.1	47.4	60.7	30.4	42.3	0.0	0.0	0.0	982.2	N/A	N/A	N/A	66.0	51.4	17.9	4875.6
광고	8.3	-11.5	-9.4	-7.1	22.2	42.5	15.9	13.1	12.7	4.9	5.2	4.6	43.6	-5.5	22.4	6.8
출연료	-5.4	10.1	-63.1	-31.1	82.6	10.0	224.8	111.3	10.0	10.0	10.0	10.0	28.9	-25.1	83.4	10.0
커미션	207.5	-27.5	561.0	147.0	82.6	10.0	224.8	111.3	10.0	10.0	10.0	10.0	-39.5	185.2	-19.2	0.0
원가 추정																
매출원가	22.5	17.8	27.1	35.2	38.8	16.6	27.9	27.4	74.2	43.4	83.7	56.8	100.6	102.6	110.8	258.1
% to sales	64.1	64.7	67.2	69.4	64.1	53.7	60.8	51.0	86.3	62.7	65.0	70.8	68.1	68.4	59.5	69.7
% YoY	-28.3	-34.1	6.7	109.5	72.5	-6.8	3.1	-22.1	91.2	161.8	199.5	107.1	-7.9	2.0	8.0	133.0
판매관리비	10.8	9.4	11.2	11.8	12.9	9.4	11.5	11.5	17.2	13.3	17.6	14.3	39.5	43.2	45.4	62.3
% to sales	30.8	34.2	27.9	23.3	21.4	30.6	25.0	21.5	20.0	19.2	13.7	17.8	26.7	28.8	24.4	16.8
% YoY	14.9	-14.5	18.4	22.9	19.6	0.4	2.2	-2.2	32.9	40.6	53.2	23.8	-7.2	9.5	5.0	37.3
이익 추정																
매출총이익	12.6	9.7	13.2	15.5	21.7	14.3	18.0	26.3	11.8	25.8	45.1	23.5	47.2	47.3	75.4	112.3
% YoY	22.3	-11.0	34.8	-4.3	72.2	47.3	36.2	69.8	-45.5	80.7	150.5	-10.9	-14.0	0.3	59.4	48.9
매출총이익률(%)	35.9	35.3	32.8	30.6	35.9	46.3	39.2	49.0	13.7	37.3	35.0	29.2	31.9	31.6	40.5	30.3
영업이익	1.9	0.3	2.0	3.7	8.8	4.8	6.5	14.8	-5.3	12.5	27.5	9.2	7.6	7.9	34.9	43.8
% YoY	111.1	N/A	553.6	-43.1	361.7	1515.5	231.0	299.3	N/A	158.8	323.0	-37.9	-56.6	3.4	343.8	25.6
영업이익률(%)	5.4	1.1	4.9	7.3	14.5	15.7	14.1	27.5	-6.2	18.1	21.3	11.4	5.1	5.2	18.7	11.8

자료: 와이즈엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

와이지 엔터테인먼트 실적 추정 내역

2021년 하반기 전망 시리즈 16
엔터/레저

와이지 엔터테인먼트 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020E	2021E	2022E
매출 추정																
연결 매출	52.8	55.2	66.9	80.4	97.0	58.5	77.4	81.5	144.0	125.6	203.3	140.4	253.6	255.3	314.5	613.3
% YoY	-18.3	-29.4	5.0	70.8	83.7	6.1	15.8	1.3	48.4	114.6	162.6	72.3	-5.7	0.7	23.2	95.0
본사 매출	35.1	27.5	40.3	50.7	60.5	30.9	45.9	53.7	86.0	69.3	128.8	80.2	147.8	149.9	186.2	370.4
% YoY	-15.8	-27.4	14.5	53.6	72.4	12.3	14.0	6.0	42.2	124.3	180.4	49.3	-9.9	1.4	24.2	98.9
자회사 합산	17.7	27.7	26.5	29.7	36.5	27.7	31.5	27.8	58.0	56.4	74.5	60.2	105.8	101.7	123.4	249.0
% YoY	-22.8	-31.3	-6.8	110.8	106.1	0.0	18.5	-6.6	58.7	103.8	136.7	116.6	0.8	-3.9	21.4	101.7
YG Ent. JP	5.1	7.2	0.9	1.0	5.4	0.0	0.0	0.0	32.1	19.6	34.6	28.0	15.2	14.1	5.4	114.4
% YoY	16.8	62.1	-63.5	-75.8	5.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-69.1	-7.1	-62.0	2,032.1
YG Ent. Asia	0.7	1.3	0.3	0.5	0.2	0.2	5.2	5.2	0.2	0.3	6.2	6.2	0.1	2.8	10.8	13.0
% YoY	50.8	76.3	14.3	30.7	-0.7	-0.8	18.7	8.5	0.1	0.5	0.2	0.2	-0.6	42.2	2.8	0.2
YG Plus	19.3	27.1	30.4	30.3	26.6	29.8	24.3	24.3	21.3	32.8	26.8	26.7	124.5	107.1	105.0	107.5
% YoY	-19.6	-34.4	-2.7	8.4	37.7	10.0	-20.0	-20.0	-20.0	10.0	10.0	10.0	33.1	-14.0	-2.0	2.4
이익 추정																
연결 영업이익	-2.5	1.5	1.7	5.4	7.8	2.1	6.6	6.8	-1.0	14.0	34.1	10.2	4.2	6.0	23.3	57.3
% YoY	N/A	N/A	N/A	-47.3	N/A	46.3	296.9	26.5	N/A	559.7	418.9	49.2	-78.7	42.2	289.4	145.6
영업이익률(%)	-4.8	2.6	2.5	6.7	8.0	3.6	8.5	8.4	-0.7	11.2	16.8	7.3	1.7	2.3	7.4	9.3
본사 영업이익	1.9	0.3	2.0	3.7	8.8	4.8	6.5	14.8	-5.3	12.5	27.5	9.2	7.6	7.9	34.9	43.8
% YoY	111.1	N/A	553.6	-43.1	361.7	1,515.5	231.0	299.3	N/A	158.8	323.0	-37.9	-56.6	3.4	343.8	25.6
영업이익률(%)	5.4	1.1	4.9	7.3	14.5	15.7	14.1	27.5	-6.2	18.1	21.3	11.4	5.1	5.2	18.7	11.8
자회사 영업이익	-4.4	1.2	-0.3	1.7	-1.0	-2.7	0.1	-7.9	4.3	1.5	6.7	1.0	-3.4	-1.9	-11.5	13.5
% YoY	N/A	83,389.3	N/A	-54.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	7,890.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
YG Ent. JP	0.5	1.6	-0.3	-0.1	-0.1	-1.0	-1.0	-1.0	4.4	2.3	4.8	3.7	-2.5	1.6	-3.1	15.1
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A								
YG Ent. Asia	-0.3	0.0	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3	1.1	1.1	-0.4	-0.4	1.4	1.4	-1.3	-0.8	1.6	1.9
% YoY	N/A	N/A	29.4	29.4	N/A	N/A	N/A	22.6								
YG Plus	-2.7	0.6	2.1	6.1	1.4	0.6	2.1	-3.0	1.4	0.6	2.6	-3.0	0.0	6.1	1.1	1.6
% YoY	N/A	-64.6	N/A	831.2	N/A	0.0	0.0	N/A	0.0	0.0	24.3	N/A	N/A	N/A	-0.8	0.4
세전이익	-5.7	14.4	3.5	8.2	20.5	8.6	8.4	15.7	2.7	20.4	32.6	9.6	1.7	20.5	53.1	65.3
% YoY	N/A	N/A	N/A	88.2	N/A	-40.6	140.9	90.1	-86.7	137.5	287.4	-38.7	-95.3	1,072.3	159.1	22.9
지배주주순이익	-4.2	7.2	1.0	5.4	6.3	5.5	4.9	18.9	1.0	13.5	21.2	8.4	-21.5	9.4	35.6	44.1
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-24.3	390.7	249.5	-83.8	147.4	329.0	-55.5	N/A	N/A	277.6	24.1

자료: 와이즈엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

YG엔터테인먼트 아티스트 활동 추정 내역

2021년 하반기 전망 시리즈 16
엔터/레저

YG엔터테인먼트 주요 아티스트 활동 추정

	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
빅뱅 (2006, '11,'15 재계약)				
아이콘 (2015.10 데뷔) 2022년 만료			1/25 바비 솔로 (5만장)	4월 Mnet '킹덤' 출연중
위너 (2014.08 데뷔) 2021년 만료		10/30 송민호 정규2집 (9.8만장)	3/29 승윤 정규1집 'Page' (2Q 11.2만)	
블랙핑크 (2016.08 데뷔) 2023년 만료	8/28 선공개 싱글 'Icecream'	10/2 정규 1집 'The Album' (124.5만장) 지수, JTBC '설강화' 촬영 시작	3/12 로제 솔로 (51.6만장) 1Q 5.2+39만=44.2만/2Q 7.4만	
트레저	8/9 싱글 1집 'The first step: Chapter1' (24.1만장) 9월 싱글 2집 Chapter2 (23만장)	11/6 Chapter3 (23.2만장)	1/11 정규1집 'treasure effect' (26.8만장(1월)) 3/31 일본 싱글 1집	

자료: YG, 메리츠증권 리서치센터

와이지엔터테인먼트(122870)

2021년 하반기 전망 시리즈 16

엔터/레저

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	253.6	255.3	314.5	613.3	640.0
매출액증가율(%)	-5.7	0.7	23.2	95.0	4.4
매출원가	178.0	174.5	192.1	343.6	346.5
매출총이익	75.5	80.8	122.4	269.7	293.6
판매비와관리비	71.3	74.8	99.0	212.4	226.9
영업이익	4.2	6.0	23.3	57.3	66.7
영업이익률(%)	1.7	2.3	7.4	9.3	10.4
금융손익	1.8	18.0	1.1	0.7	1.9
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.2	-3.5	-1.3	8.5	0.0
세전계속사업이익	1.8	20.5	53.1	65.3	74.6
법인세비용	11.6	6.9	16.8	20.1	22.8
당기순이익	-24.6	3.2	36.3	45.2	51.8
지배주주지분 손이익	-21.5	9.4	35.6	44.2	49.7

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	160.5	245.4	309.1	443.5	518.2
현금및현금성자산	47.8	51.9	95.0	125.0	190.4
매출채권	15.3	20.5	25.3	49.3	51.5
재고자산	16.1	33.3	41.0	80.0	83.5
비유동자산	355.9	297.5	291.0	317.1	303.2
유형자산	149.1	164.9	151.0	137.1	120.2
무형자산	52.3	47.0	46.3	45.7	45.1
투자자산	142.1	77.4	85.4	126.1	129.7
자산총계	516.4	542.8	600.1	760.5	821.4
유동부채	76.7	103.9	124.6	238.5	247.5
매입채무	12.8	17.0	20.9	40.8	42.6
단기차입금	2.0	4.0	4.0	4.0	4.0
유동성장기부채	0.0	2.8	0.9	1.2	0.0
비유동부채	18.0	16.4	16.6	18.0	18.1
사채	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0
장기차입금	7.7	10.3	10.3	10.3	10.3
부채총계	94.7	120.3	141.2	256.5	265.5
자본금	9.3	9.4	9.4	9.4	9.4
자본잉여금	209.9	217.9	217.9	217.9	217.9
기타포괄이익누계액	-0.7	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2
이익잉여금	115.2	124.6	160.2	204.4	255.1
비지배주주지분	84.9	71.2	71.9	72.9	74.0
자본총계	421.7	422.6	458.9	504.0	555.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	59.6	25.8	51.0	64.2	69.8
당기순이익(손실)	-24.6	3.2	36.3	45.2	51.8
유형자산감가상각비	13.5	13.9	13.9	13.9	16.8
무형자산상각비	3.2	2.0	0.7	0.6	0.6
운전자본의 증감	42.0	9.0	1.1	5.6	0.5
투자활동 현금흐름	10.2	-11.0	-8.4	-42.4	-3.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-40.3	-32.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	45.9	67.0	-8.1	-40.7	-3.6
재무활동 현금흐름	-81.4	-10.4	-0.5	7.2	-0.6
차입금증감	-53.7	-2.1	-0.5	7.2	-0.6
자본의증가	0.5	8.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-10.8	4.1	42.1	29.0	65.4
기초현금	58.6	47.8	51.9	93.9	122.9
기말현금	47.8	51.9	93.9	122.9	188.3

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	13,937	13,960	17,064	33,271	34,719
EPS(지배주주)	-1,184	515	1,930	2,395	2,693
CFPS	887	927	3,545	4,189	4,892
EBITDAPS	1,150	1,199	2,057	3,899	4,564
BPS	18,508	19,082	20,991	23,388	26,141
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-23.1	86.8	26.4	21.3	18.9
PCR	30.8	48.2	14.4	12.2	10.4
PSR	2.0	3.2	3.0	1.5	1.5
PBR	1.5	2.3	2.4	2.2	2.0
EBITDA	20.9	21.9	37.9	71.9	84.1
EV/EBITDA	24.6	34.9	22.1	11.3	8.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-6.2	2.7	9.6	10.8	10.9
EBITDA이익률	8.3	8.6	12.1	11.7	13.1
부채비율	22.5	28.5	30.8	50.9	47.8
금융비용부담률	0.8	0.3	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	2.2	8.5	34.9	76.4	80.4
매출채권회전율(x)	13.3	14.2	13.7	16.4	12.7
재고자산회전율(x)	12.9	10.3	8.5	10.1	7.8

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

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

하나투어(039130) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.06.03	산업분석	Trading Buy	67,000	이효진	-20.5	-13.6	
2019.07.10	산업브리프	Trading Buy	58,000	이효진	-25.5	-19.5	
2019.08.16	산업브리프	Trading Buy	50,000	이효진	-13.4	-7.1	
2019.10.17	산업브리프	Hold	50,000	이효진	-6.5	13.8	
2020.04.10	산업브리프	Hold	43,000	이효진	-5.6	-0.7	
2020.05.25	산업분석	Hold	41,000	이효진	-4.0	13.4	
2020.11.17	산업분석	Hold	46,000	이효진	20.7	41.1	
2021.01.22	산업브리프	Hold	65,000	이효진	3.0	42.5	
2021.06.03	산업분석	Hold	70,000	이효진	-	-	

모두투어 (080160) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.06.03	산업분석	Buy	27,000	이효진	-24.9	-21.3	
2019.07.10	산업브리프	Buy	23,000	이효진	-28.6	-19.6	
2019.08.16	산업브리프	Buy	20,000	이효진	-24.3	-18.8	
2019.11.04	산업분석	Buy	18,500	이효진	-8.2	-1.6	
2020.01.09	산업브리프	Buy	21,000	이효진	-34.2	-9.5	
2020.04.10	산업브리프	Buy	17,000	이효진	-27.1	-21.8	
2020.05.25	산업분석	Buy	16,000	이효진	-23.8	5.9	
2020.11.17	산업분석	Buy	20,000	이효진	2.4	21.0	
2021.01.22	산업브리프	Buy	28,000	이효진	-17.0	10.4	
2021.06.03	산업분석	Hold	30,000	이효진	-	-	

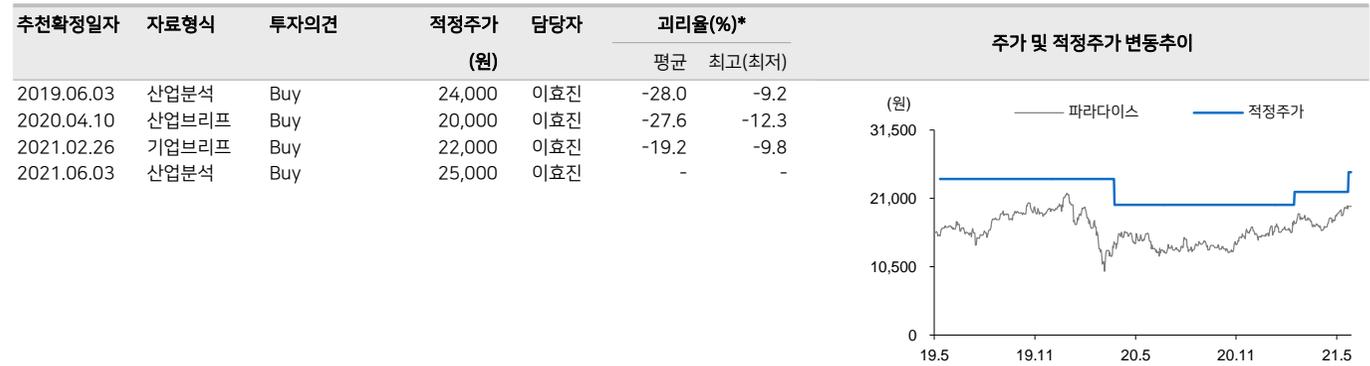
강원랜드 (035250) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.06.03	산업분석	Hold	30,000	이효진	-5.7	6.5	
2020.04.10	산업브리프	Buy	30,000	이효진	-21.7	-9.8	
2021.04.10	1년 경과				-17.1	-16.7	
2021.04.14	산업브리프	Hold	30,000	이효진	-	-	

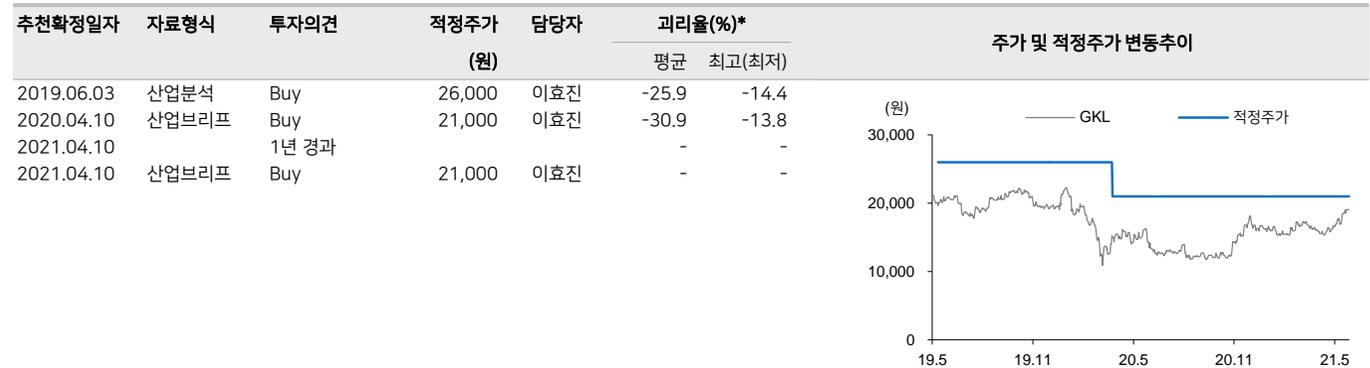
파라다이스 (034230) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



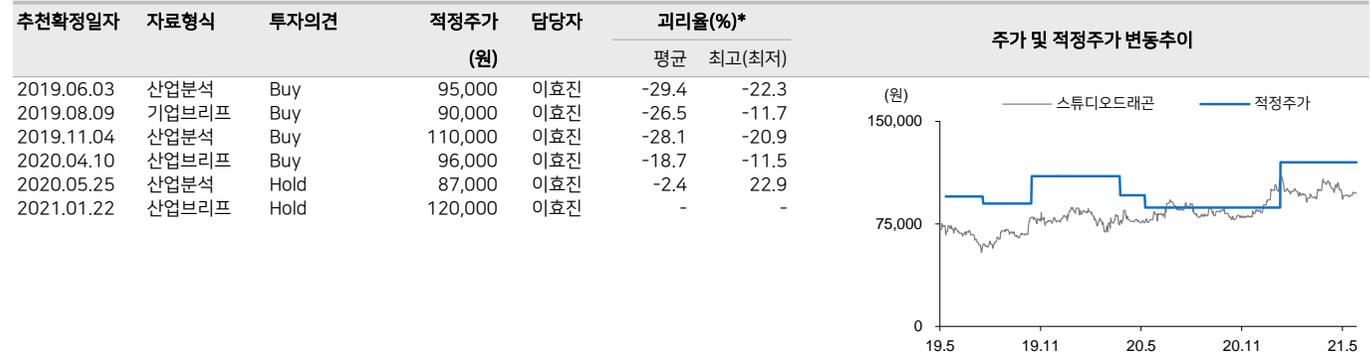
GKL(114090) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



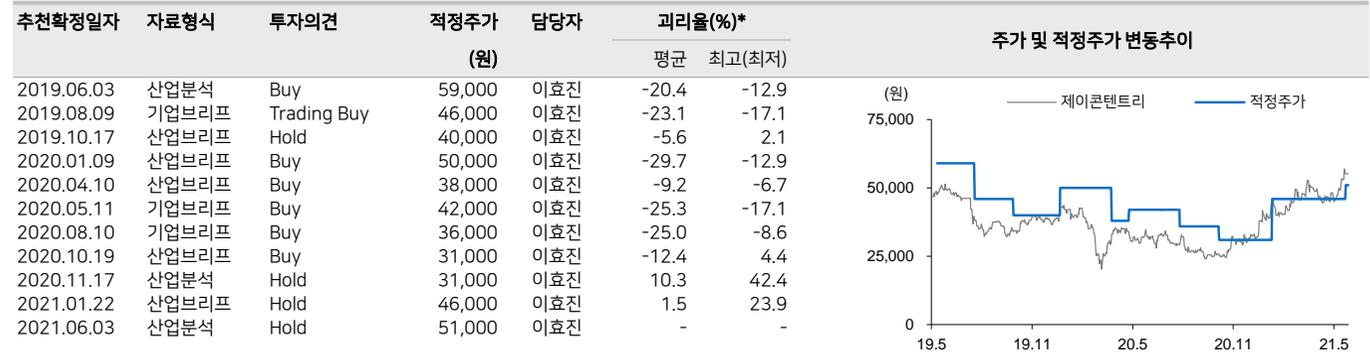
스튜디오드래곤(253450) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



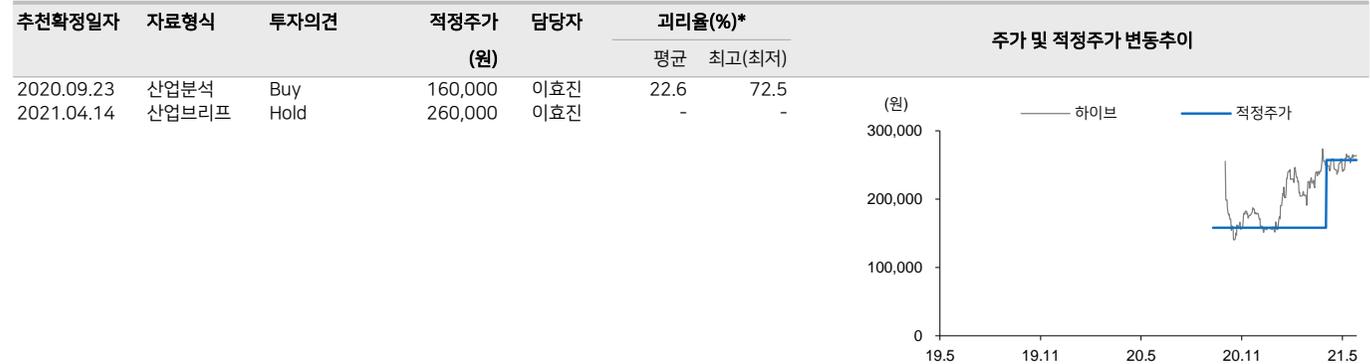
제이콘텐트리(036420) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



하이브(352820) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



JYP Ent.(035900) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.06.03	산업분석	Buy	32,000	이호진	-22.7	-16.4	
2019.07.10	산업브리프	Buy	28,000	이호진	-27.7	-17.7	
2019.08.16	산업브리프	Buy	24,000	이호진	-14.1	-4.4	
2019.10.17	산업브리프	Hold	24,000	이호진	-7.0	13.8	
2020.04.10	산업브리프	Buy	24,000	이호진	-14.8	-12.5	
2020.05.14	기업브리프	Buy	26,000	이호진	-12.7	-7.3	
2020.05.25	산업분석	Buy	31,000	이호진	-14.6	18.9	
2020.08.18	기업브리프	Buy	42,000	이호진	-9.5	1.1	
2020.09.23	산업분석	Hold	46,000	이호진	-24.6	-16.7	
2020.11.17	산업분석	Hold	41,000	이호진	-7.0	5.5	
2021.01.22	산업브리프	Buy	45,000	이호진	-21.7	-11.9	
2021.06.03	산업분석	Buy	51,000	이호진	-	-	

에스엠(041510) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.06.03	산업분석	Buy	55,000	이호진	-21.5	-12.8	
2019.07.10	산업브리프	Buy	49,000	이호진	-30.4	-21.5	
2019.08.16	산업브리프	Buy	42,000	이호진	-21.9	-11.0	
2019.11.04	산업분석	Buy	45,000	이호진	-27.6	-11.9	
2020.04.10	산업브리프	Buy	33,000	이호진	-19.2	2.0	
2020.07.15	산업브리프	Buy	36,000	이호진	-9.1	-0.3	
2020.08.18	기업브리프	Buy	46,000	이호진	-26.2	-14.6	
2020.11.17	산업분석	Buy	40,000	이호진	-24.3	-15.6	
2021.04.14	산업브리프	Hold	35,000	이호진	-11.7	2.7	
2021.05.18	기업브리프	Buy	43,000	이호진	-2.7	3.3	
2021.06.03	산업분석	Buy	57,000	이호진	-	-	

와이지엔터테인먼트(122870) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.09.23	산업분석	Hold	59,000	이호진	-22.8	-1.7	
2020.11.17	산업분석	Hold	51,000	이호진	-11.1	0.4	
2021.01.22	산업브리프	Buy	66,000	이호진	-29.3	-19.8	
2021.06.03	산업분석	Buy	70,000	이호진	-	-	