

11

2022년 하반기 전망 시리즈

엔터/레저

다시 만날 세계

다시 만날 세계

11

2022년 하반기 전망 시리즈

엔터/레저

엔터/레저		Neutral
Top Picks	투자판단	적정주가
강원랜드(035250)	Buy	34,000원
스튜디오드래곤(253450)	Buy	128,000원
골프존(215000)	Buy	260,000원
관심종목	투자판단	적정주가
파라다이스(034230)	Buy	22,000원
와이지엔터테인먼트(122870)	Buy	76,000원
하이브(352820)	Hold	240,000원
JYP Ent.(035900)	Hold	64,000원
에스엠(041510)	Hold	72,000원
하나투어(039130)	Hold	67,000원
GKL(114090)	Hold	15,000원
콘텐츠리중앙(036420)	Hold	54,000원
모두투어(080160)	Hold	23,000원

엔터/레저

Analyst **이효진**

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr



Contents

Part I	레저	7	기업분석	강원랜드(035250)	56	JYP Ent.(035900)	80
Part II	엔터	23		스튜디오드래곤(253450)	59	에스엠(041510)	86
Part III	콘텐츠	39		골프존(215000)	63	하나투어(039130)	91
				파라다이스(034230)	66	GKL(114090)	96
				와이지엔터테인먼트(122870)	70	콘텐츠리중앙(036420)	99
				하이브(352820)	76	모두투어(080160)	104

[Summary] 다시 만날 세계

Neutral



레저

- **주가:** 유럽/미주 리오프닝 주가는 해외 여행 본격화된 21년 중순 고점 형성. 한국도 레저 목적 여행 4월부터 본격화
- **실적:** 상반기 국내 레저는 상향 조정, 리오프닝 주식은 하향 조정 중
- 시장의 기대와 달리 당사는 코로나 수혜 업체들이 리오프닝 시장에 뛰어들며 코로나 이후 성장 독식할 것으로 예상. 야놀자가 대표적인 예
- 카지노는 중국 규제 강화 영향으로 성장 훼손. 자체적 이슈보다는 여행 주와 유사한 주가 흐름 예상
- 주가 하방 단단한 강원랜드, 연관 산업 확장하는 골프존 Top pick



엔터테인먼트

- **주가:** 리오프닝 주식과 유사
- **실적:** 상반기 하향 조정세가 당분간 지속될 것. 당사는 1) 시장의 콘서트 관련 마진이 과잉 추정되어 있다고 판단하며 2) 인터넷/게임에서 일어났던 인건비 상승 사이클이 엔터에서도 전개될 것으로 봄
- **밸류에이션:** BTS 군입대 가정이 변하지 않는다면 하이브 2023년 감익 예상. 1위 사업자의 흐름이 밸류에이션에 부담. 하반기 기대했던 카카오펀터의 상장 지연으로 이벤트도 부재한 상황
- 2021년 베이스 부담 가장 낮고 밸류에이션 낮은 와이지 최선호



콘텐츠

- **주가:** NFX로부터의 shock. 코로나 기간 이미 NFX와 콘텐츠 사업자 주가는 디커플링 시작. 실적 증명이 주가 반등의 시작이 될 것
- **실적:** 커버리지 중 상반기 눈높이가 높아진 유일한 산업. 당사는 높아진 시장 추정치도 상회할 것으로 예상
- **밸류에이션:** NFX 하락 영향 받았던 상반기. 그러나 당사는 코로나로 1위에게 몰렸던 성장이 2위권 사업자에게로 옮겨가는 과정으로 해석. Seller's market 유효
- **이벤트:** 디즈니에 더해 아마존 <반지의 제왕> 필두로 2위권 반격 시작, OTT 성장 유효함 증명할 것



Top Picks

- **강원랜드 (035250)**
Buy, 34,000원
주가 하방 가장 단단하고 배당 재개, 추가 규제 완화 기대감
- **스튜디오드래곤 (253450)**
Buy, 128,000원
PER 30배 미만 seller's market 수혜자. 올해는 실적으로 증명하는 해. 콘텐츠 Top pick
- **골프존 (215000)**
Buy, 260,000원
코로나 수혜자가 차지할 리오프닝 시대 성장. 단단한 국내 사업에 더해 연관 산업에서 성장 이어갈 것

11

2022년 하반기 전망 시리즈

엔터/레저

기업분석

종목명	투자판단	적정주가
강원랜드 (035250)	Buy	34,000원
스튜디오드래곤 (253450)	Buy	128,000원
골프존 (215000)	Buy	260,000원
파라다이스 (034230)	Buy	22,000원
와이지엔터테인먼트 (122870)	Buy	76,000원
하이브 (352820)	Hold	240,000원
JYP Ent. (035900)	Hold	64,000원
에스엠 (041510)	Hold	72,000원
하나투어 (039130)	Hold	67,000원
GKL (114090)	Hold	15,000원
콘텐츠리중앙 (036420)	Hold	54,000원
모두투어 (080160)	Hold	23,000원

강원랜드(035250) 코로나 피해 레저 업체 중 상대 매력도 가장 높아

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

Buy

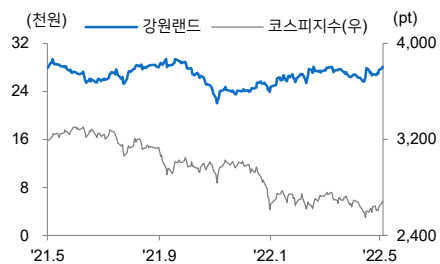
적정주가 (12개월)	34,000원
현재주가 (5.31)	28,100원
상승여력	21.0%

KOSPI	2,685.90pt
시가총액	60,117억원
발행주식수	21,394만주
유통주식비율	58.50%
외국인비중	20.13%
52주 최고/최저가	29,400원/22,000원
평균거래대금	190.4억원

주요주주(%)	
한국광해광업공단	36.27
국민연금공단	7.06

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.9	27.7	-2.3
상대주가	5.2	35.0	16.6

주가그래프



사이드 베틱 재개로 하반기 회복 탄력 가장 강할 것

- 영업시간 기존 20시간으로의 회복에 이어 5월 셋째주부터 사이드 베틱이 재개됨
- 사이드 베틱은 테이블 당 매출의 배수를 증가시키는 동사 매출 회복의 핵심 요소
- 빠르면 6월, 늦어도 3분기 내 코로나 이전으로의 매출 회복 탄력 붙는 모습 보여줄 것

투자 포인트: 1. 매크로에 상대적으로 자유로움. 2. 배당 재개. 3. 규제 추가 완화 기대감

- 4월부터 해외 여행 본격화되며 리오프닝 주식은 이미 고점 형성한 것으로 판단됨
- 유럽/미주 리오프닝 주식의 흐름에 비추어 볼 때 한국 리오프닝 주식들 또한 이전 주가 고점 벗기기 어려울 것
- 다만 동사는 사이드 베틱 재개로 하반기 분기당 천억원대 영업이익의 회복이 점쳐지는 상황. 순이익에 기반하여 배당 지급되는 점 고려할 때 코로나 피해 관련 레저 사업자 중 유일하게 배당 가능한 사업자
- 매크로에 따른 실적 악영향에 대한 걱정에서 가장 자유롭다는 점 또한 동사의 투자 매력도를 높임
- 현 규제 하에서 탑라인 회복은 2019년 수준으로 제한적이나 2017년 이후 강화되었던 동사에 대한 규제가 코로나 기간 완화 기조로 바뀌었다는 점은 향후 매출 cap 상향에 대한 기대감도 높여
- 주가 하방 가장 단단하고 배당 재개, 추가 규제 완화 기대감에 근거하여 리오프닝 주식 중 Top pick으로 유지함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	478.6	-431.6	-275.9	-1,289	-182.4	15,177	-18.2	1.5	-10.2	-7.9	12.2
2021	788.4	-52.7	-10.6	-49	-96.2	15,204	-486.8	1.6	134.0	-0.3	17.7
2022E	1,449.2	336.3	251.4	1,175	-2,474.9	16,376	23.9	1.7	8.8	7.4	34.2
2023E	1,588.4	443.4	334.7	1,564	33.2	17,466	18.0	1.6	7.0	9.2	23.4
2024E	1,639.1	487.6	377.1	1,763	12.7	18,376	15.9	1.5	6.0	9.8	23.5

강원랜드 실적 추정 내역 (IFRS 연결)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
드롭액	417.2	879.4	1,068.2	1,065.2	998.6	1,259.3	1,713.2	2,380.0	3,430.0	6,351.2	6,783.7	6,914.7
Mass	155.3	338.3	378.7	401.1	482.8	546.1	662.6	775.2	1,273.4	2,466.7	2,987.1	3,254.0
슬롯머신	134.4	305.6	376.3	396.5	363.9	436.7	720.5	1,213.6	1,212.9	2,734.6	2,360.7	2,366.8
VIP테이블	127.5	235.5	313.2	267.5	178.4	276.6	330.1	391.3	943.7	1,176.3	1,436.0	1,293.9
홀드율 (%)	23.6	23.2	22.1	22.2	21.3	21.6	23.6	23.5	22.6	22.8	23.2	23.3
Mass	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5	23.5	24.5	24.5
슬롯머신	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	23.7	24.2	24.2
VIP테이블	21.8	20.0	16.6	16.0	16.9	16.9	20.6	19.2	18.0	18.8	19.1	18.7
매출액	97.4	203.8	245.2	242.0	226.9	272.8	411.0	538.6	788.4	1,449.2	1,588.4	1,639.1
Mass	38.0	82.7	92.6	98.1	93.7	133.6	162.1	189.6	311.4	578.9	730.5	795.8
슬롯머신	32.6	74.0	91.2	96.1	88.2	91.2	174.6	294.1	293.9	648.0	572.0	573.5
VIP테이블	27.8	47.1	52.1	42.8	31.1	46.7	68.1	75.2	169.7	221.1	274.4	241.6
비카지노	11.9	19.9	31.9	27.3	34.7	27.9	45.9	34.4	91.0	142.8	165.5	185.6
매출원가	131.9	174.8	193.1	227.0	186.8	212.1	238.9	333.0	726.8	970.8	991.7	978.4
인건비	27.1	35.3	35.1	60.7	36.7	40.0	30.8	64.4	158.3	171.8	169.3	152.7
컴프	0.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.8	0.9	1.1	2.9	2.8	4.1	3.7
세금	10.5	30.9	35.9	36.0	28.0	41.3	61.5	84.9	113.3	215.7	235.8	241.0
판관비	25.1	26.1	27.9	34.2	29.6	26.9	34.6	51.0	114.3	142.1	153.3	173.1
영업이익	-59.6	2.9	24.3	-20.2	10.5	33.8	137.5	154.5	-52.7	336.3	443.4	487.6
세전이익	-55.7	28.4	28.3	-15.2	-7.2	48.2	141.1	162.7	-14.2	344.7	457.0	515.3
순이익	-40.9	20.9	20.4	-11.0	-5.8	35.5	102.3	119.4	-10.6	251.4	334.7	377.1
(% YoY)												
드롭액	-58.8	506.5	312.4	101.5	139.4	43.2	60.4	123.4	76.4	85.2	6.8	1.9
Mass	-62.7	적지	765.6	114.2	211.0	61.4	75.0	93.2	96.8	93.7	21.1	8.9
슬롯머신	-62.7	적지	373.8	100.1	170.7	42.9	91.5	206.0	90.1	125.5	-13.7	0.3
VIP테이블	-45.7	62.4	130.6	87.0	39.9	17.4	5.4	46.2	43.2	24.6	22.1	-9.9
매출액	-58.7	488.4	220.2	84.3	132.8	33.9	67.6	122.6	64.8	83.8	9.6	3.2
Mass	-62.7	적지	765.6	114.2	146.7	61.4	75.0	93.2	96.8	85.9	26.2	8.9
슬롯머신	-62.7	적지	372.5	100.2	170.9	23.2	91.4	206.0	90.1	120.5	-11.7	0.3
VIP테이블	-15.5	47.5	56.4	31.3	11.9	-0.8	30.8	75.7	29.9	30.3	24.1	-11.9
영업이익	적지	흑전	흑전	적지	흑전	1,081.3	466.5	흑전	적지	흑전	31.8	10.0
순이익	적지	흑전	흑전	적지	적지	69.6	397.7	흑전	적지	흑전	32.6	12.8
Indicator												
인당드롭액 (백만원)	4.8	4.4	4.2	3.5	2.8	3.5	4.4	4.3	4.1	3.8	2.2	2.1
% YoY	105.4	-92.8	-35.0	-18.6	-41.5	-20.9	3.9	21.7	25.3	-6.2	-42.8	-3.2
일평균방문객 (명)	1,938.2	2,191.1	2,824.3	3,297.2	3,965.8	3,965.8	4,265.3	6,053.2	2,312.7	4,567.4	8,534.1	8,961.7
% YoY	-76.3	2,680.6	146.7	7.6	104.6	81.0	51.0	83.6	41.2	97.5	86.8	5.0

자료: 강원랜드, 메리츠증권 리서치센터

강원랜드(035250)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	478.6	788.4	1,449.2	1,588.4	1,639.1
매출액증가율(%)	-68.5	64.7	83.8	9.6	3.2
매출원가	544.5	726.8	970.8	991.7	978.4
매출총이익	-65.9	61.7	478.4	596.7	660.7
판매비와관리비	365.7	114.3	142.1	153.3	173.1
영업이익	-431.6	-52.7	336.3	443.4	487.6
영업이익률(%)	-90.2	-6.7	23.2	27.9	29.7
금융손익	45.3	59.1	25.4	49.6	50.9
종속/관계기업관련손익	0.4	0.7	0.7	1.3	1.3
기타영업외손익	-18.7	-21.3	-17.7	-37.3	-24.5
세전계속사업이익	-404.5	-14.2	344.7	457.0	515.3
법인세비용	-128.6	-3.6	93.4	122.3	138.2
당기순이익	-275.9	-10.6	251.3	334.7	377.2
지배주주지분 순이익	-275.9	-10.6	251.4	334.7	377.1
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,498.2	1,657.0	2,451.9	2,454.1	2,725.7
현금및현금성자산	66.1	206.4	968.8	1,315.1	1,534.2
매출채권	2.1	3.4	7.5	5.4	5.7
재고자산	2.2	3.4	7.6	5.4	5.7
비유동자산	2,143.5	2,170.2	2,249.1	2,156.5	2,129.0
유형자산	1,349.4	1,304.0	1,256.8	1,218.9	1,183.5
무형자산	3.9	3.2	2.5	2.0	1.5
투자자산	518.0	566.4	692.8	638.7	646.9
자산총계	3,641.6	3,827.3	4,701.0	4,610.6	4,854.7
유동부채	330.0	506.8	1,127.2	804.7	853.9
매입채무	1.2	2.7	5.9	4.2	4.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	64.6	67.7	70.4	69.1	69.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	4.6	4.6	4.6
부채총계	394.6	574.5	1,197.5	873.8	923.2
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	3,184.8	3,190.6	3,441.2	3,674.5	3,869.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2
자본총계	3,247.0	3,252.8	3,503.5	3,736.8	3,931.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	-655.7	210.9	936.3	103.5	500.2
당기순이익(손실)	-275.9	-10.6	251.3	334.7	377.2
유형자산감가상각비	76.7	78.6	78.7	78.0	75.3
무형자산상각비	0.6	0.7	0.7	0.5	0.4
운전자본의 증감	-295.7	157.1	595.0	-309.7	47.2
투자활동 현금흐름	844.7	-73.9	-176.2	345.5	-98.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-59.0	-42.9	-32.7	-40.0	-40.0
투자자산의 감소(증가)	518.3	-48.4	-126.4	54.1	-8.3
재무활동 현금흐름	-183.6	3.3	2.3	-102.8	-182.3
차입금증감	-3.8	3.7	2.9	-1.4	0.2
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	5.4	140.4	762.4	346.3	219.1
기초현금	60.7	66.1	206.4	968.8	1,315.1
기말현금	66.1	206.4	968.8	1,315.1	1,534.2
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	2,237	3,685	6,774	7,424	7,662
EPS(지배주주)	-1,289	-49	1,175	1,564	1,763
CFPS	-1,458	166	1,946	2,366	2,615
EBITDAPS	-1,656	125	1,943	2,440	2,633
BPS	15,177	15,204	16,376	17,466	18,376
DPS	0	0	500	900	900
배당수익률(%)	0.0	0.0	1.8	3.2	3.2
Valuation(Multiple)					
PER	-18.2	-486.8	23.9	18.0	15.9
PCR	-16.1	145.3	14.4	11.9	10.7
PSR	10.5	6.5	4.1	3.8	3.7
PBR	1.5	1.6	1.7	1.6	1.5
EBITDA	-354.3	26.7	415.7	521.9	563.4
EV/EBITDA	-10.2	134.0	8.8	7.0	6.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-7.9	-0.3	7.4	9.2	9.8
EBITDA이익률	-74.0	3.4	28.7	32.9	34.4
부채비율	12.2	17.7	34.2	23.4	23.5
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	-230.1	-30.8	760.6		
매출채권회전율(x)	96.2	287.4	265.7	246.3	296.1
재고자산회전율(x)	165.1	283.4	264.1	244.8	294.2

스튜디오드래곤(253450) 2분기부터 진짜가 펼쳐진다

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

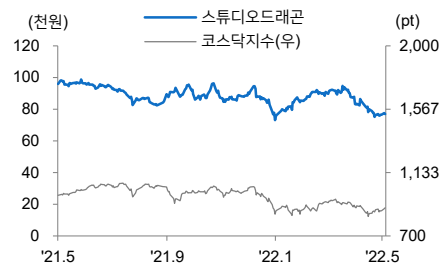
Buy

적정주가 (12개월)	128,000원
현재주가 (5. 31)	77,000원
상승여력	66.2%
KOSDAQ	893.36pt
시가총액	23,111억원
발행주식수	3,001만주
유통주식비율	45.13%
외국인비중	10.49%
52주 최고/최저가	98,700원/73,100원
평균거래대금	103.6억원

주요주주(%)	
CJ ENM 외 3 인	54.87
네이버	6.25

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.7	-9.0	-21.5
상대주가	-6.5	-1.6	-13.7

주가그래프



2분기 시장 눈높이 219억원인 데 반해 당사는 325억원을 예상하는 이유

- 동사의 2022년 영업이익은 1,009억원(+92% YoY)으로 이익 배증이 예상됨. 이는 시장 추정치 대비 21% 높음
- 동사는 1분기 실적발표에서 이례적으로 2분기 구작 예상 매출 비중을 공개함. 2021년 26%였던 해외판권 내 구작 비중이 1분기 30%를 기록했는데 2분기 34%로 재차 상승할 것이라 밝힘
- 당사가 추정하는 2분기 신작 해외판권은 535억원. 이에 따르면 구작 매출은 약 250억원을 전망
- 구작의 경우 15% 유통수수료를 제외하고 대부분 GP로 연결되는 구조. 구작 GP를 200억원으로 추정하는 이유
- 1분기 구작 GP를 120억원으로 추정할 경우 신작 영업이익은 60억원(판관비 고려). 2분기 작품의 규모와 그 수가 1분기 대비 커진다는 점을 고려할 때 신작 효과는 100억원 예상. 2분기 시장 대비 당사의 추정이 높은 이유

전방 산업에 기댄 성장이 아닌 구조적 성장 보여줄 것

- 넷플릭스의 budget cut에 대한 시장의 우려 크나 당사는 한국 콘텐츠 사업자들에게 해당하는 문제는 아닐 것으로 봄
- 2017-2020년 글로벌 엔터 산업의 부진에도 구조적 성장을 기록한 엔터 산업과 같이 글로벌 OTT 산업의 성장 둔화에도 지난해 <오징어 게임>을 시작으로 한국 콘텐츠의 글로벌 수요 증가에 따른 구조적 성장기로 판단하기 때문
- 시장의 오해로 당사 추정 기준 동사의 주가는 22년/23년 기준 PER 28x/24x까지 하락한 상황. 비중 확대 추천

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	525.7	49.1	29.6	1,044	10.9	20,309	88.7	4.6	16.3	5.7	24.3
2021	487.1	52.6	39.1	1,301	24.6	22,785	69.9	4.0	17.6	6.0	29.3
2022E	720.2	100.9	82.3	2,741	110.7	25,526	28.1	3.0	10.2	11.3	30.6
2023E	792.6	123.9	98.2	3,271	19.3	28,797	23.5	2.7	8.7	12.0	27.7
2024E	872.4	138.0	104.9	3,493	6.8	32,290	22.0	2.4	7.6	11.4	26.9

스튜디오드래곤의 2022년 드라마 라인업

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

	타이틀	방송일	회차	극본	연출	주연	제작사
tvN	고스트 닥터	1.3-2.22	16부	김선수	부성철	정지훈, 유이, 김범, 손나은	SD, 본팩토리
	스물다섯 스물하나	2.12-4.3	16부	권도은	정지현	김태리, 남주혁	SD(화앤담픽쳐스)
	군검사 도베르만	2.28-4.26	16부	윤현호	진창규	안보현, 조보아	SD
	우리들의 블루스	4.9-6.12	20부	노희경	김태규	이병헌, 김우빈, 신민아	SD, 지티스트
	별똥별	4.22-6.11	16부	최영우	이수현	이성경, 김영대, 윤종훈	SD, 메이스엔터테인먼트
	살인자의 쇼핑목록	4.27-5.18	8부	이언희	한지완	김설현, 이광수	SD, 비온드제이
	이브	5.25-7.14	16부	윤영미	박봉섭	서예지, 박병은, 이상엽	SD, 씨제스
	링크	6.6-8.7	16부	권기영	홍종찬	여진구, 문가영	SD, 씨제스, 아크미디어
	환혼	6.18-8.21	16부	홍정은, 홍미란	박준화	이재욱, 정소민, 황민현, 아린	SD
	조선 정신과 의사 유세풍	8.1-9.6	12부	유상원	박슬기	김민재, 김향기, 김성경	스튜디오드래곤, 미디어캔
	작은 아씨들	8.27-10.23	16부	정서경	김희원	김고은, 남지현, 박지후	SD
	빅마우스	10.29-12.18	16부	하람	오충환	이종석, 윤아	에이스토리, SD
	별들에게 물어봐		16부	서숙향		이민호, 공효진	키이스트, SD
	아다마스		16부	최태강	박승우	지성, 서지혜, 이수경	SD, 메이스엔터
OCN	우월한 하루	3.13-5.1	8부	이지현	조남형	진구, 하도권, 이원근	SD, 아이윌미디어
그 외	소년심판	2.25	10부	김민석	홍종찬	김혜수, 김무열, 이성민	길픽쳐스, SD(지티스트)
	돼지의 왕	3.18	12부	탁재영	김대진	김동욱, 김성규	SD, 히든시퀀스
	괴이	4.29	6부	연상호, 류용재	장건재	구교환, 신현빈	SD, 클라이맥스튜디오
	유미의 세포들 시즌2	6.10-7.23	14부	송재정	이상엽	김고은, 안보현, 이유비	SD, 메리카우, 스튜디오N
	방과후 전쟁활동	2H22	10부	이남규	성용일	신현수, 황세인	SD
	The big door prize	2H22	10부				SD, SKYDANCE
	아일랜드	2H22	20부	장윤미	박배종	차은우, 김남길, 이다희	SD, 와이랩
	수리남	2H22			윤종빈	하정우, 황정민, 유연석	
tvN/OCN (EX-LIBRARY)	마녀식당으로 오세요	1.5-1.19	8부	이영숙	소재현, 이수현	송지효, 남지현	SD, 아폴론스튜디오
	술꾼도시여자들	2.3-2.18	12부	위소영	김정식	이선빈, 한선화, 정은지, 시원	본팩토리

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

스튜디오드래곤의 실적 추정 내역 (IFRS 연결)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	117.1	106.0	116.1	147.9	121.1	179.5	197.3	222.2	525.7	487.1	720.2	792.6
(% YoY)	-2.7	-34.3	9.2	7.4	3.4	69.3	69.9	50.3	12.2	-7.3	47.8	10.1
드라마 부문	117.2	106.0	116.1	147.9	121.1	179.5	197.3	222.2	525.3	487.2	720.2	792.6
1. 작품 방영 매출액	43.8	28.2	36.2	53.2	35.4	52.1	57.3	58.6	197.0	161.4	203.4	196.0
작품당 편성매출	9.0	8.7	7.6	12.2	10.3	10.3	10.3	10.3	8.3	9.4	10.3	9.9
작품 수 (편)	4.9	3.3	4.8	4.4	3.4	5.1	5.6	5.7	21.6	17.3	19.8	19.8
ENM 필요 작품 수 (편)									24.0	21.0	36.0	36.0
ENM 드라마 슬롯 (개)									4.0	3.5	6.0	6.0
2. PPL	10.1	10.3	15.0	14.9	8.0	16.0	17.6	19.4	48.5	50.3	61.0	61.0
작품당 PPL	2.1	3.2	3.2	3.4	2.3	3.2	3.2	3.4	2.0	2.9	3.1	3.1
3. VOD 매출	15.5	10.7	11.8	9.9	9.5	16.7	15.4	14.1	53.2	47.9	55.7	58.5
작품당 VOD	3.2	3.3	2.5	2.3	2.8	3.3	2.8	2.5	2.5	2.8	2.8	3.0
4. 해외판권	38.1	40.2	43.1	51.3	48.2	78.5	63.0	80.4	178.3	172.6	270.1	297.1
작품당 해외판권	7.8	12.4	9.1	11.7	14.0	15.5	11.3	14.1	8.2	7.5	9.3	10.2
└중국									6.0	-	-	-
5. 글로벌	9.7	16.7	10.0	18.7	20.0	16.2	44.0	49.8	48.3	55.0	130.0	180.0
작품당									24.2	13.8	20.0	27.7
작품수 (편)									2.0	4.0	6.5	6.5
엔터테인먼트 부문									0.4	-	-	-
매출원가	93.4	85.7	95.1	133.1	95.6	138.9	156.1	196.4	451.0	407.4	587.0	632.5
매출원가율 (%)	79.8	80.8	81.9	90.0	78.9	77.4	79.1	88.4	85.8	83.6	81.5	79.8
제작비	52.0	43.7	46.8	84.2	45.0	71.4	99.5	132.5	259.9	226.7	348.4	378.2
작품당 제작비	11.1	11.8	10.8	15.6	12.6	13.5	13.5	13.7	10.2	11.0	13.4	13.0
CJ ENM 수수료	7.7	9.6	11.2	11.7	17.7	16.3	14.7	16.2	47.4	40.2	64.8	71.2
감가상각	24.1	23.8	26.0	17.3	25.1	38.5	24.9	26.4	113.3	91.2	115.0	118.4
기타	9.6	8.6	11.2	19.9	7.8	12.7	17.0	21.0	30.0	49.3	58.5	64.4
판관비	5.8	6.5	6.4	8.4	7.4	8.2	8.0	8.6	25.7	27.2	32.2	36.2
판관비율 (%)	5.0	6.2	5.5	5.7	6.1	4.6	4.1	3.9	4.9	5.6	4.5	4.6
영업이익	17.9	13.8	14.6	6.3	18.1	32.5	33.2	17.2	49.1	52.6	100.9	123.9
(% YoY)	54.0	-18.2	-9.0	37.6	1.3	135.4	127.6	171.2	71.1	7.0	92.0	22.7
영업이익률 (%)	15.3	13.0	12.6	4.3	14.9	18.1	16.8	7.7	9.3	10.8	14.0	15.6

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤(253450)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	525.7	487.1	720.2	792.6	872.4
매출액증가율(%)	12.2	-7.3	47.8	10.1	10.1
매출원가	451.0	407.4	587.0	632.5	696.2
매출총이익	74.8	79.8	133.1	160.1	176.2
판매비와관리비	25.7	27.2	32.2	36.2	38.2
영업이익	49.1	52.6	100.9	123.9	138.0
영업이익률(%)	9.3	10.8	14.0	15.6	15.8
금융손익	-3.8	4.3	12.8	13.3	2.4
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.8	-4.8	-4.2	-4.2	0.0
세전계속사업이익	41.5	52.0	109.6	133.0	140.4
법인세비용	11.9	13.0	27.3	34.8	35.6
당기순이익	29.6	39.1	82.3	98.2	104.9
지배주주지분 순이익	29.6	39.1	82.3	98.2	104.9
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	228.3	232.5	365.8	488.1	638.1
현금및현금성자산	49.1	64.6	120.2	218.3	341.7
매출채권	106.7	123.6	182.8	201.2	221.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	529.0	651.5	635.0	615.4	591.6
유형자산	7.6	7.7	6.2	5.0	4.1
무형자산	230.4	298.0	283.1	264.7	241.7
투자자산	180.1	240.8	240.8	240.8	240.8
자산총계	757.3	884.0	1,000.8	1,103.5	1,229.7
유동부채	132.1	183.6	213.7	216.8	236.6
매입채무	5.9	17.0	25.1	27.6	30.4
단기차입금	0.0	0.0	20.0	20.0	20.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	15.8	16.5	21.0	22.4	24.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	148.0	200.2	234.7	239.2	260.5
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	470.0	470.4	470.4	470.4	470.4
기타포괄이익누계액	1.8	37.2	37.2	37.2	37.2
이익잉여금	122.9	161.7	244.0	342.2	447.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	609.4	683.9	766.2	864.3	969.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	5.2	-8.4	118.7	182.1	220.3
당기순이익(손실)	29.6	39.1	82.3	98.2	104.9
유형자산감가상각비	2.9	3.8	1.6	1.2	0.9
무형자산상각비	113.3	95.3	115.0	118.4	122.9
운전자본의 증감	-144.1	-155.0	-65.2	-20.3	-5.9
투자활동 현금흐름	-16.3	26.5	-83.4	-82.2	-95.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-7.2	-2.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-166.7	-60.7	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	0.0	-3.0	20.3	-1.8	-1.8
차입금증감	0.7	0.5	21.9	0.6	0.7
자본의증가	149.2	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-10.7	15.5	55.6	98.1	123.4
기초현금	59.8	49.1	64.6	120.2	218.3
기말현금	49.1	64.6	120.2	218.3	341.7
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	18,532	16,233	23,994	26,408	29,065
EPS(지배주주)	1,044	1,301	2,741	3,271	3,493
CFPS	5,803	5,254	7,035	7,901	8,723
EBITDAPS	5,828	5,054	7,246	8,112	8,723
BPS	20,309	22,785	25,526	28,797	32,290
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	88.7	69.9	28.1	23.5	22.0
PCR	16.0	17.3	10.9	9.7	8.8
PSR	5.0	5.6	3.2	2.9	2.6
PBR	4.6	4.0	3.0	2.7	2.4
EBITDA	165.3	151.7	217.5	243.5	261.8
EV/EBITDA	16.3	17.6	10.2	8.7	7.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.7	6.0	11.3	12.0	11.4
EBITDA이익률	31.4	31.1	30.2	30.7	30.0
부채비율	24.3	29.3	30.6	27.7	26.9
금융비용부담률	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
이자보상배율(x)	84.8	67.6	64.0	52.0	56.8
매출채권회전율(x)	5.5	4.2	4.7	4.1	4.1
재고자산회전율(x)					

골프존(215000) 돈 있는 자가 잡을, 리오프닝 시대 레저 산업의 기회

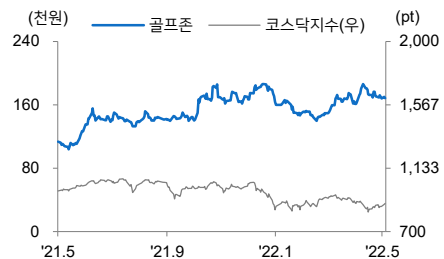
Analyst 이효진 02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	260,000원
현재주가 (5. 31)	168,400원
상승여력	54.4%
KOSDAQ	893.36pt
시가총액	10,568억원
발행주식수	628만주
유동주식비율	61.24%
외국인비중	23.12%
52주 최고/최저가	186,300원/103,700원
평균거래대금	68.7억원
주요주주(%)	
골프존뉴딘홀딩스 외 11 인	38.71
KB자산운용	13.68

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.4	1.3	50.0
상대주가	4.8	9.5	64.8

주가그래프



적정주가 26만원으로 상향

- 적정주가를 기존 22만원에서 26만원으로 상향함. 1) 실적 추정치 상향과 2) 적정주가 산정기간을 기존 2022년에서 Fwd 12M로 변경한 데 따름. 밸류에이션은 기존 13배로 동일함
- 실적 변경은 강한 신규 출점과 GDR 매출 성장을 감안하여 2022/2023년 추정치를 상향한 데 따름
- 당사가 2019년 파악하던 골프 잠재 인구는 활동 인구로 대부분 유입됨. 흥미로운 점은 골프에 관심이 없던 인구 내 골프 잠재 인구로의 전환이 코로나 기간 강화되며 2022년 이후 스크린골프 시장을 이끈다는 점
- ‘주52시간 근무제’가 촉발했던 레저 산업의 성장은 코로나 이후에도 시장 성장의 밑거름이 될 것
- 해외 매출 성장 모멘텀이 재개되는 시점이 주가 측면에서는 포인트

리오프닝 시대의 레저: 돈 있는 자에게 기회가 몰린다

- 코로나 기간 수혜를 입은 레저 사업자들이 연관 산업으로 진출하며 리오프닝 이후에도 산업 성장을 독점할 것
- 코로나 피해를 입은 업체들이 2022년 리오프닝 이후 그 자리를 되찾을 것이라는 시장의 기대와는 반대되는 모습
- 동사 또한 과거 이익 100% 이상이 스크린에서 발생했으나 GDR, 해외 법인이 신규 이익원으로 빠르게 자리잡고 있음
- 축적한 현금을 M&A에 활용해 골프장 관련 산업으로 확장 중. 산업 1위 사업자로 본업 튼튼하고 신규 사업 기회 열려있는데 반해 주가는 22년 PER 8배 수준. 장기적 관점에서 접근 유효

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	298.5	51.6	38.3	6,098	131.3	35,785	11.4	1.9	5.0	18.0	62.8
2021	440.3	107.7	76.3	12,161	103.9	45,869	14.4	3.8	6.8	29.8	65.7
2022E	605.5	178.1	125.9	20,058	64.9	61,117	8.4	2.8	4.4	37.5	63.4
2023E	614.4	198.7	140.4	22,376	11.6	78,611	7.5	2.1	3.4	32.0	49.9
2024E	623.4	201.6	150.2	23,930	6.9	97,660	7.0	1.7	2.7	27.2	40.7

골프존 실적 추정 내역 (IFRS 연결)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출 추정												
매출	99.4	105.8	123.1	112.1	153.9	157.2	157.7	136.8	298.5	440.3	605.5	614.4
스크린골프	109.2	115.1	135.7	127.4	165.7	170.4	179.5	157.3	328.0	487.4	672.9	680.6
Golf simulator	90.6	91.5	110.9	99.5	139.4	134.3	141.8	119.4	263.1	392.4	534.9	525.8
광고/제휴	2.5	4.1	3.9	4.0	4.6	4.1	3.9	4.0	13.5	14.5	16.7	17.7
직영사업	21.2	22.9	24.7	25.7	29.4	30.7	31.9	32.4	38.5	94.4	124.5	130.5
기타(미디어 등)	1.1	1.4	1.8	1.5	1.5	1.4	1.8	1.5	5.4	5.7	6.2	6.7
유지보수	2.4	2.4	2.9	2.9	3.9	3.9	2.9	2.9	8.3	10.6	13.7	10.6
비즈몰	2.2	2.3	2.8	2.8	3.7	2.3	2.8	2.8	7.5	10.0	10.0	10.0
유지보수 자재	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.8	0.6	0.6	0.6
연결조정	-12.2	-11.7	-15.5	-18.3	-15.7	-14.6	-23.6	-22.0	-37.8	-57.7	-75.9	-76.8
성장률 (% YoY)												
매출	36.6	46.5	54.6	51.5	54.8	48.6	28.2	22.1	20.9	47.5	37.5	1.5
스크린골프	40.6	47.2	55.6	49.9	51.7	48.1	32.3	23.4	26.6	48.6	38.1	1.1
Golf simulator	41.1	41.9	53.6	59.6	53.9	46.8	27.9	20.0	23.6	49.1	36.3	-1.7
광고/제휴	-13.8	39.3	3.8	4.6	85.8	0.0	0.0	0.0	-1.0	8.0	14.7	6.0
직영사업	142.8	142.7	147.7	146.8	38.8	34.4	29.1	26.3	64.3	145.1	31.8	4.8
유지보수	-6.5	29.6	33.7	67.0	64.6	65.6	0.0	0.0	-32.0	27.5	29.3	-22.6
원가 추정												
매출원가	35.6	36.6	43.5	39.4	58.2	61.1	56.6	39.9	111.9	155.0	215.8	197.0
매출원가율 (%)	35.8	34.6	35.3	35.1	37.8	38.9	35.9	29.2	37.5	35.2	35.6	32.1
판매관리비	35.4	39.2	42.4	60.7	45.0	51.7	53.6	61.4	135.1	177.7	211.6	218.7
판매비율 (%)	35.6	37.0	34.5	54.1	29.2	32.9	34.0	44.9	45.2	40.3	34.9	35.6
이익 추정												
매출총이익	63.8	69.2	79.6	72.7	95.7	96.0	101.1	96.9	186.7	285.3	389.7	417.4
매출총이익률 (%)	64.2	65.4	64.7	64.9	62.2	61.1	64.1	70.8	70.9	72.7	72.9	79.4
% YoY	39.0	52.4	58.7	61.0	49.9	38.8	27.0	33.2	21.9	52.9	36.6	7.1
영업이익	28.4	30.0	37.2	12.0	50.7	44.4	47.5	35.5	51.6	107.7	178.1	198.7
영업이익률 (%)	28.6	28.4	30.2	10.7	33.0	28.2	30.1	25.9	17.3	24.5	29.4	32.3
% YoY	85.5	113.0	138.1	84.2	78.3	47.8	27.8	194.7	59.7	108.8	65.4	11.6

자료: 골프존, 메리츠증권 리서치센터

골프존(215000)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	298.5	440.3	605.5	614.4	623.4
매출액증가율(%)	20.9	47.5	37.5	1.5	1.5
매출원가	111.9	155.0	215.8	197.0	199.9
매출총이익	186.7	285.3	389.7	417.4	423.5
판매비와관리비	135.1	177.7	211.6	218.7	221.9
영업이익	51.6	107.7	178.1	198.7	201.6
영업이익률(%)	17.3	24.5	29.4	32.3	32.3
금융손익	0.3	-0.3	1.5	3.0	4.5
종속/관계기업관련손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.2	-3.6	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	48.7	103.8	174.5	194.7	206.1
법인세비용	11.2	27.3	43.7	50.6	55.7
당기순이익	37.5	76.4	126.1	140.7	150.4
지배주주지분 순이익	38.3	76.3	125.9	140.4	150.2
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	118.1	242.4	399.5	519.5	649.2
현금및현금성자산	23.5	69.0	201.5	320.2	448.5
매출채권	16.6	23.2	31.9	32.4	32.9
재고자산	10.5	25.2	34.6	35.1	35.6
비유동자산	249.2	241.2	234.0	227.0	220.0
유형자산	117.4	114.3	109.9	105.3	100.4
무형자산	20.9	20.8	18.0	15.6	13.5
투자자산	5.4	0.1	0.1	0.1	0.1
자산총계	367.3	483.6	633.5	746.4	869.2
유동부채	80.9	130.2	179.0	181.6	184.3
매입채무	4.1	7.5	10.4	10.5	10.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	60.8	61.5	66.7	67.0	67.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	141.7	191.7	245.7	248.6	251.6
자본금	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
자본잉여금	68.8	68.8	68.8	68.8	68.8
기타포괄이익누계액	-3.2	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9
이익잉여금	152.5	213.2	308.8	418.6	538.2
비지배주주지분	1.0	4.1	4.3	4.5	4.8
자본총계	225.6	291.9	387.8	497.8	617.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	87.4	136.1	149.3	148.6	158.7
당기순이익(손실)	37.5	76.4	126.1	140.7	150.4
유형자산감가상각비	29.8	34.3	4.4	4.6	4.9
무형자산상각비	3.2	2.8	2.8	2.4	2.1
운전자본의 증감	12.3	4.7	16.0	0.9	1.3
투자활동 현금흐름	-52.6	-63.7	-1.7	-0.1	-0.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-15.3	-12.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	0.8	5.3	-0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-25.3	-29.7	-15.1	-29.8	-30.3
차입금증감	11.1	-2.1	6.9	0.4	0.4
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	7.5	43.8	132.5	118.7	128.4
기초현금	16.0	25.2	69.0	201.5	320.2
기말현금	23.5	69.0	201.5	320.2	448.5
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	47,570	70,164	96,492	97,905	99,339
EPS(지배주주)	6,098	12,161	20,058	22,376	23,930
CFPS	13,452	23,297	28,720	31,672	33,233
EBITDAPS	13,477	23,076	29,527	32,785	33,233
BPS	35,785	45,869	61,117	78,611	97,660
DPS	2,500	3,500	4,813	4,884	4,884
배당수익률(%)	3.6	2.0	2.9	2.9	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	11.4	14.4	8.4	7.5	7.0
PCR	5.2	7.5	5.9	5.3	5.1
PSR	1.5	2.5	1.7	1.7	1.7
PBR	1.9	3.8	2.8	2.1	1.7
EBITDA	84.6	144.8	185.3	205.7	208.6
EV/EBITDA	5.0	6.8	4.4	3.4	2.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.0	29.8	37.5	32.0	27.2
EBITDA이익률	28.3	32.9	30.6	33.5	33.5
부채비율	62.8	65.7	63.4	49.9	40.7
금융비용부담률	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	34.1	72.1	115.2	122.2	123.4
매출채권회전율(x)	18.0	22.1	22.0	19.1	19.1
재고자산회전율(x)	28.0	24.7	20.3	17.6	17.6

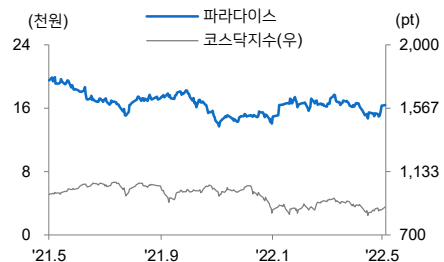
파라다이스(034230) 일본 오픈 기대감을 가장 잘 활용할 사업자

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

Buy

적정주가 (12개월)	22,000원
현재주가 (5. 31)	16,400원
상승여력	34.1%
KOSDAQ	893.36pt
시가총액	14,915억원
발행주식수	9,094만주
유통주식비율	47.67%
외국인비중	4.86%
52주 최고/최저가	19,900원/13,700원
평균거래대금	98.9억원
주요주주(%)	
파라다이스글로벌 외 9 인	46.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.5	19.7	-17.4
상대주가	-0.2	29.4	-9.2
주가그래프			



일본 영업 강점 드러나며 외인 카지노 중 방어 체력 가장 높을 것

- 외인 카지노는 VIP 의존도가 90%에 육박. VIP는 중국/일본/기타국적(국내 거주 외국인) 비중이 동물로 추정
- 2020년 12월부터 본격화된 중국 카지노 규제 강화 영향으로 중단기 성장성 훼손 불가피
- 다만 동사는 2017년 한한령 영향으로 외인 카지노 산업 위축되었을 당시에 일본으로 마케팅 인력 집중하며 가장 강한 방어력을 보여줌
- 10월 중국 정치 이벤트 대기하고 있어 단기간 카지노 규제 방향성 전환을 기대하기는 어려우나 코로나 기간 고정비 다운사이징 효과로 일부 방어할 것

일본 오픈 시 실적 민감도 가장 커

- 동사는 다량의 부동산을 보유하고 있는데 매각을 통해 자산 다운사이징을 진행 중
- 코로나에 이어 다수의 IR 사업자 이익 체력 약해져 있는데 중국 악재로 어려움 가중되는 상황 속 합리적 판단
- 중국 규제 및 리오프닝 전반의 주가 흐름 따를 것이나 다가오는 일본 여행 재개에 대한 효과가 가장 클 사업자
- 외인 카지노 내 상대적 매력 여전히 유효하다고 판단. Buy 투자 의견 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	453.9	-86.2	-118.1	-1,299	-2,579.6	12,583	-11.8	1.2	177.0	-9.8	131.1
2021	414.5	-55.3	-52.5	-578	-52.9	13,543	-25.9	1.1	60.0	-4.4	129.2
2022E	472.2	-59.3	-43.4	-477	-30.4	13,111	-34.4	1.3	66.1	-3.6	128.4
2023E	729.8	48.8	0.4	4	-100.9	13,115	3,814.0	1.3	16.2	0.0	133.0
2024E	762.6	54.4	0.2	2	-55.6	13,117	8,631.6	1.3	11.1	0.0	134.8

파라다이스 영업장별 실적 전망

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

(십억원)		2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
1. 서울 워커힐	드롭액	2,389.0	2,581.2	1,077.0	1,044.0	1,148.9	1,846.8	1,385.6
	% YoY	4.1	8.0	-58.3	-3.1	10.1	60.7	-25.0
	VIP	1,922.1	2,104.0	837.5	839.5	910.0	1,736.5	1,280.6
	중국인	522.8	674.0	120.9	55.0	65.7	303.1	308.6
	일본인	761.0	769.9	122.8	7.5	55.2	451.9	377.2
	매출액	293.4	290.6	173.5	142.4	135.8	179.3	161.7
	% YoY	8.1	-0.9	-40.3	-17.9	-4.7	32.0	-9.8
2. 제주그랜드	드롭액	225.5	389.8	96.6	55.7	41.7	42.0	44.0
	% YoY	-43.4	72.9	-75.2	-42.3	-25.1	0.6	4.7
	매출액	24.5	40.4	9.9	1.9	4.5	4.6	4.8
	% YoY	-24.7	64.6	-75.4	-80.6	132.7	2.1	4.6
3. 파라다이스 시티 (인천)	드롭액	2,156.2	2,669.2	943.8	500.2	653.3	1,655.7	2,068.6
	% YoY	58.0	23.8	-64.6	-47.0	30.6	153.4	24.9
	VIP	1,829.6	2,216.8	702.8	295.5	417.1	1,203.4	1,610.5
	중국인	435.2	513.5	143.8	7.4	29.5	129.3	318.9
	일본인	891.3	1,118.5	197.4	3.8	167.4	750.5	805.5
	매출액	245.6	377.5	129.2	88.6	109.0	221.6	264.6
	% YoY	24.4	53.7	-65.8	-31.5	23.0	103.4	19.5
4. 부산 (3Q15부터)	드롭액	805.2	813.2	212.1	110.1	158.9	698.1	703.2
	% YoY	-20.9	1.0	-73.9	-48.1	44.2	339.4	0.7
	매출액	68.0	75.5	23.7	17.1	26.0	123.6	126.0
	% YoY	-6.1	11.1	-68.7	-27.9	52.2	376.0	1.9
<연결법인 실적>	드롭액	5,575.8	6,453.3	2,329.6	2,017.9	2,002.8	4,242.5	4,201.3
	% YoY	9.8	15.7	-63.9	-13.4	-0.7	111.8	-1.0
	VIP	4,624.2	5,299.9	1,693.0	1,221.7	1,487.9	3,597.5	3,557.9
	중국인	1,378.8	1,683.6	302.2	70.3	143.2	682.1	884.5
	일본인	2,009.3	2,257.1	375.0	12.2	261.6	1,489.8	1,470.1
	매출액	636.0	784.1	335.4	245.8	276.7	530.6	558.5
	% YoY	14.6	23.3	-57.2	-26.7	12.6	91.7	5.3

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

파라다이스 실적 추정 내역

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

파라다이스 실적 추정 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	96.6	84.6	121.8	111.5	99.7	105.6	118.7	148.2	414.5	472.2	729.8	762.6
카지노	63.6	44.9	76.0	61.3	54.4	57.9	69.6	94.8	245.8	276.7	530.6	558.5
호텔	15.5	21.6	23.1	25.3	21.7	23.0	23.8	26.2	85.6	94.8	83.9	90.6
기타	12.9	18.5	22.5	25.1	23.5	24.6	25.3	27.2	79.0	100.6	115.3	113.5
매출원가	95.7	95.6	104.4	118.9	113.3	104.8	113.3	143.6	414.7	475.0	615.8	641.5
매출총이익	0.9	-11.0	17.4	-7.5	-13.6	0.8	5.3	4.6	-0.2	-2.8	114.0	121.1
판관비	13.1	16.4	12.5	12.9	12.0	17.8	11.6	15.1	55.1	56.4	65.2	66.8
영업이익	-12.2	-27.4	4.8	-20.4	-25.5	-17.0	-6.3	-10.5	-55.3	-59.3	48.8	54.4
세전이익	-26.2	40.0	-10.8	-69.0	-34.6	38.4	-19.4	-22.7	-65.9	-38.4	-3.5	-1.6
순이익	-26.2	23.5	-10.6	-65.2	-36.0	13.4	-14.7	-17.3	-78.6	-54.7	0.5	0.2
% YoY Growth												
매출액	-47.7	13.4	34.5	7.1	3.2	24.7	-2.5	33.0	-8.7	13.9	54.6	4.5
영업이익	적전	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	흑전	11.5
순이익	적지	흑전	적지	적지	적지	-43.9	적지	적지	적지	적지	적지	적지
Margin (%)												
GPM	0.9	-13.0	14.3	-6.7	-13.6	0.7	4.5	3.1	0.0	-0.6	15.6	15.9
OPM	-12.6	-32.4	4.0	-18.3	-25.6	-16.1	-5.3	-7.1	-13.3	-12.6	6.7	7.1
NPM	-27.2	27.7	-8.7	-58.5	-36.1	12.7	-12.4	-11.7	-19.0	-11.6	0.1	0.0

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

파라다이스 시티 실적 추정

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
전체 매출액	463.3	177.5	161.5	204.9	319.5	360.0
카지노 매출	377.5	129.2	88.6	109.0	221.6	264.6
드롭액	2,669.2	943.8	500.2	653.3	1,655.7	2,068.6
비카지노 매출	87.9	50.6	74.8	95.6	98.0	95.4
영업이익	20.0	-66.7	-42.3	-14.1	61.9	78.9
영업이익률(%)	4.3	-37.6	-26.2	-6.9	19.4	21.9
감가상각비	64.4	58.9	57.2	56.8	56.8	56.8
EBITDA	84.4	-7.8	14.9	42.8	118.7	135.8

자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

파라다이스(034230)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	453.9	414.5	472.2	729.8	762.6
매출액증가율(%)	-53.7	-8.7	13.9	54.6	4.5
매출원가	477.0	414.7	475.0	615.8	641.5
매출총이익	-23.2	-0.2	-2.8	114.0	121.1
판매비와관리비	63.0	55.1	56.4	65.2	66.8
영업이익	-86.2	-55.3	-59.3	48.8	54.4
영업이익률(%)	-19.0	-13.3	-12.6	6.7	7.1
금융손익	-50.3	-60.0	-56.0	-57.3	-57.3
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-39.0	49.4	76.9	5.1	1.3
세전계속사업이익	-175.4	-65.9	-38.4	-3.5	-1.6
법인세비용	-8.5	12.7	16.3	-3.9	-1.8
당기순이익	-166.9	-78.6	-54.7	0.5	0.2
지배주주지분 순이익	-118.1	-52.5	-43.4	0.4	0.2
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	520.9	698.2	821.9	975.7	1,141.7
현금및현금성자산	142.3	108.7	382.5	526.5	688.6
매출채권	5.4	7.5	9.9	12.6	13.6
재고자산	6.7	6.9	9.1	11.5	12.5
비유동자산	2,792.6	2,773.6	2,630.8	2,546.7	2,409.2
유형자산	2,129.7	2,152.6	2,070.3	1,979.9	1,843.5
무형자산	204.6	178.1	171.6	165.2	159.0
투자자산	35.7	49.4	61.5	74.1	79.3
자산총계	3,313.5	3,471.8	3,452.7	3,522.4	3,550.9
유동부채	361.9	483.3	404.9	406.3	406.9
매입채무	1.9	2.7	3.6	4.6	4.9
단기차입금	149.1	141.9	77.4	77.4	77.4
유동성장기부채	41.2	187.7	123.1	123.1	123.1
비유동부채	1,518.1	1,474.1	1,536.4	1,604.1	1,631.8
사채	231.6	321.1	323.2	323.2	323.2
장기차입금	913.9	774.2	775.5	775.5	775.5
부채총계	1,880.0	1,957.4	1,941.2	2,010.4	2,038.7
자본금	47.0	47.0	47.0	47.0	47.0
자본잉여금	297.2	324.3	324.3	324.3	324.3
기타포괄이익누계액	304.1	395.2	399.5	399.5	399.5
이익잉여금	520.6	489.6	446.0	446.4	446.6
비지배주주지분	289.2	282.8	319.2	319.3	319.3
자본총계	1,433.6	1,514.4	1,511.5	1,512.0	1,512.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	-155.8	-35.1	167.0	157.0	167.4
당기순이익(손실)	-166.9	-78.6	-54.7	0.5	0.2
유형자산감가상각비	94.9	91.6	90.4	90.4	136.5
무형자산상각비	6.7	6.5	6.6	6.4	6.2
운전자본의 증감	-144.0	-18.3	119.7	59.8	24.5
투자활동 현금흐름	-98.7	-73.7	196.5	-13.6	-5.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-8.7	-14.4	-2.9	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-11.7	-13.7	-12.1	-12.6	-5.1
재무활동 현금흐름	175.0	74.6	-90.1	0.5	0.2
차입금증감	179.9	61.7	-126.4	0.5	0.2
자본의증가	2.2	27.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-79.3	-33.7	273.8	144.0	162.1
기초현금	221.6	142.3	108.7	382.5	526.5
기말현금	142.3	108.7	382.5	526.5	688.6
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	4,991	4,557	5,192	8,025	8,385
EPS(지배주주)	-1,299	-578	-477	4	2
CFPS	393	704	1,182	1,367	1,864
EBITDAPS	169	471	415	1,600	2,166
BPS	12,583	13,543	13,111	13,115	13,117
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-11.8	-25.9	-34.4	3,814.0	8,631.6
PCR	39.0	21.2	13.9	12.0	8.8
PSR	3.1	3.3	3.2	2.0	2.0
PBR	1.2	1.1	1.3	1.3	1.3
EBITDA	15.4	42.8	37.8	145.6	197.0
EV/EBITDA	177.0	60.0	66.1	16.2	11.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-9.8	-4.4	-3.6	0.0	0.0
EBITDA이익률	3.4	10.3	8.0	19.9	25.8
부채비율	131.1	129.2	128.4	133.0	134.8
금융비용부담률	12.0	15.6	13.2	6.5	6.2
이자보상배율(x)	-1.6	-0.9	-1.0	1.0	1.1
매출채권회전율(x)	24.6	64.4	54.2	64.9	58.3
재고자산회전율(x)	70.4	61.2	59.1	70.8	63.5

와이지엔터테인먼트(122870) 엔터 내 최 선호주 유지

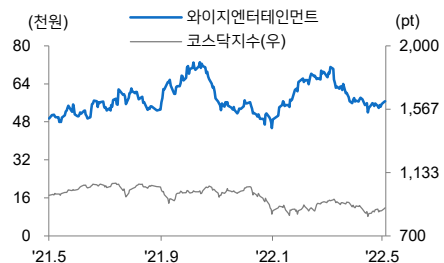
Analyst 이효진 02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	76,000원
현재주가 (5. 31)	56,600원
상승여력	34.3%
KOSDAQ	893.36pt
시가총액	10,529억원
발행주식수	1,860만주
유동주식비율	74.29%
외국인비중	6.77%
52주 최고/최저가	73,100원/45,300원
평균거래대금	183.8억원
주요주주(%)	
양현석 외 6 인	20.61
국민연금공단	9.32

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.7	1.6	11.2
상대주가	0.6	9.8	22.2

주가그래프



1Q22 실적 highlight

- 1분기 실적에서 SM을 제외한 엔터 3사의 매출 원가가 예상을 상회. 콘텐츠 제작비 등 인건비 관련 비용이 주요인
- K-pop 수요에 대응하기 위한 산업 내 신규 진출 업체 증가하며 인력난 가중. 당분간 비용 상승 요인으로 작용할 것
- 동사 1분기 실적 또한 일회성 인센티브 지급으로 당사 추정치 및 컨센서스 하회

산업 밸류에이션 하락 영향 불가피하나 상대적 매력 유효

- 1위 사업자의 주가 부진에 따른 산업 밸류에이션 하락으로부터 동사가 벗어나기는 어려움
- 다만 상반기 이벤트였던 빅뱅 컴백으로 이벤트 관련 주가가 소멸되었고 2분기 블랙핑크의 컴백, 3분기 신인 여자 아이돌의 데뷔가 예상되어 기대할 수 있는 시기로 판단됨
- 현 주가는 비용 상승 요인을 반영하더라도 Fwd 12M PER 기준 25.8배로 밸류에이션 부담은 다소 완화된 상황
- 동사의 적정주가를 기존 81,000원에서 76,000원으로 하향함. 적정주가 산정 대상 기간(Fwd 12M)과 밸류에이션은 이전과 동일하나 콘텐츠 제작비 등 인건비 관련 비용 상승분을 반영한 데 따름
- 상대적 밸류에이션 매력에 근거, 엔터 산업 내 최 선호주로 유지함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	255.3	10.8	9.4	515	-112.7	19,082	86.8	2.3	28.7	2.7	28.5
2021	355.6	50.6	6.7	361	619.9	20,471	154.2	2.7	15.5	1.8	28.7
2022E	579.3	70.4	35.6	1,917	111.0	21,962	29.5	2.6	9.9	9.1	39.8
2023E	669.4	85.6	45.8	2,462	22.5	24,176	23.0	2.3	8.6	10.7	40.9
2024E	736.4	98.8	52.2	2,808	14.1	26,736	20.2	2.1	7.5	11.0	40.2

YG Ent 적정주가 산출 내역과 Band chart

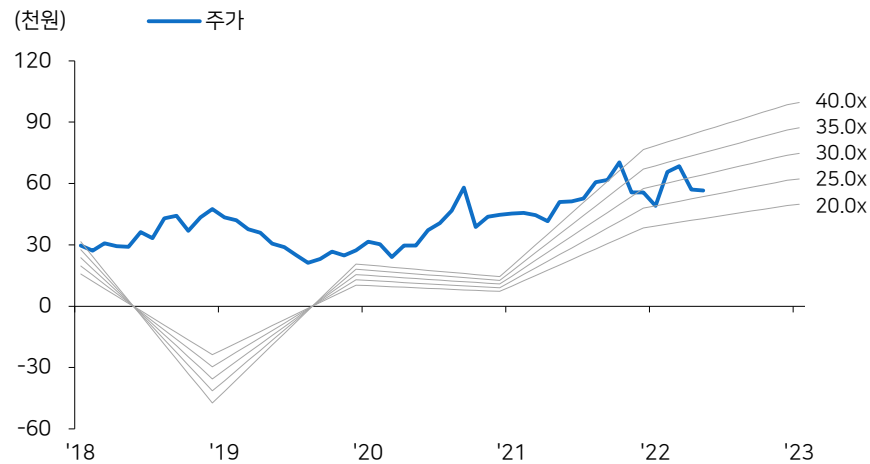
2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

와이지엔터테인먼트 적정주가 산정

(십억원)	Fwd 12M OP	Fwd 12M NP	적용배수 (배)	적정가치	지분율 (%)	YG 보유가치	주당 가치
YG 본사	50.1	37.6	33	1,240.7	100	1,240.7	66,697
YG JP	7.4	5.6	33	183.6	100	183.3	9,852
YG Asia	-0.4	-0.3	28	-8.8	100	-8.8	-472
합계	57.1	42.8				1,415.2	76,076.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

와이지엔터테인먼트 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

와이지엔터테인먼트 Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

와이지엔터테인먼트 주요 아티스트 활동 추정

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
빅뱅 2006, 2011, 2015 재계약			4/5 디싱 'Still Life' 6월 올림픽체조 4회(4.5만명 가정)	
아이콘 2015 데뷔 2022 만료			5/3 미니4집 'FLASH BACK' (10만장 가정) 5/21 글로벌 온라인 팬미팅 6/25-26 올림픽픽홀 2회(5천명 가정)	7/2-10 일본 6회
위너 2014 데뷔 2021 재계약(5y)	12/7 민호 정규 3집 'TO INFINITY.' (10만장)	3/14 승윤 디싱	4/30, 5/1 올림픽픽홀, 2회 (2천, 온오프 동시) 6/4 글로벌 온라인 팬미팅 6월 정규앨범 (18만장 가정)	
블랙핑크 2016 데뷔 2023 만료			6월 미니 앨범 (170만장 가정)	7월 체조경기장 3회(4.2만 가정) - 글로벌 투어 시작
트레저 2020 데뷔 2027 만료	10/2 팬미팅 (올림픽픽홀) 온오프 동시	2/15 미니4집 '더 세컨드 스텝 : 챕터 원' (초동 60만장/ 최종 80만장 가정) 3/31 일본 싱글 2집	4/9-10 올림픽픽홀, 2회 (2천명 가정, 온오프동시)	9월 미니 5집 (80만장 가정)
New girl group 2022 데뷔 2029 만료				7월 디지털싱글 1 가정 8월 미니 1집 (15만장 가정)

자료: 메리츠증권 리서치센터

와이지엔터테인먼트 실적 추정 내역 (IFRS 별도)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출 추정												
매출	60.5	49.2	50.0	50.9	52.9	71.1	119.4	88.2	153.6	210.6	327.9	379.8
음반/음원 사업	34.5	26.1	24.1	25.6	23.6	39.3	36.8	33.1	74.3	105.6	134.6	153.2
음반 매출	11.8	8.0	10.9	3.8	11.1	19.5	16.5	9.7	31.4	29.7	58.6	67.9
음원 매출	22.8	18.1	13.2	21.8	12.4	19.8	20.3	23.3	42.9	75.9	75.9	85.3
콘서트+로열티	3.6	2.1	7.1	5.5	2.5	11.2	61.0	35.5	19.8	18.3	110.1	139.3
광고	9.8	11.9	11.8	13.8	13.4	12.4	12.3	14.3	33.1	47.2	52.4	54.4
출연료	5.4	5.7	2.2	4.1	2.8	7.1	7.8	3.8	11.3	21.6	21.1	23.2
커미션	2.7	1.2	1.5	1.5	5.5	1.2	1.5	1.5	11.3	7.0	9.7	9.7
% YoY												
매출	72.2	78.9	24.0	0.3	-12.5	44.6	138.7	73.4	4.0	37.0	55.7	15.8
음반/음원 사업	162.8	143.3	19.3	-19.9	-31.7	50.4	53.0	29.3	41.6	42.1	27.4	13.8
음반 매출	595.0	246.8	19.7	-79.4	-5.4	141.9	52.2	159.0	160.6	-5.2	97.1	15.8
음원 매출	129.4	118.5	19.0	60.2	-45.3	9.7	53.7	6.9	6.2	76.8	0.1	12.3
콘서트+로열티	-57.7	-55.9	58.2	150.8	-30.3	430.4	762.8	541.8	-48.6	-8.0	503.3	26.4
광고	22.2	64.5	41.1	44.6	37.2	4.2	4.2	3.6	-5.5	42.6	10.9	3.8
출연료	82.6	37.1	30.9	60.5	-47.9	24.7	257.7	-7.3	-25.1	91.0	-2.2	10.0
커미션	-44.6	93.1	-56.4	-37.1	101.1	0.0	0.0	0.0	185.2	-38.6	39.4	0.0
원가 추정												
매출원가	38.8	31.1	32.5	32.3	36.6	44.0	79.4	68.1	102.6	134.7	228.2	260.5
% to sales	64.1	63.2	65.0	63.6	69.1	61.9	66.5	77.2	66.8	64.0	69.6	68.6
% YoY	72.8	74.7	19.9	-8.2	-5.7	41.6	144.4	110.7	2.0	31.3	69.3	14.2
판매관리비	12.9	11.3	10.5	12.2	13.4	15.4	14.3	15.8	43.3	46.9	59.0	66.4
% to sales	21.3	23.0	21.0	23.9	25.3	21.7	12.0	18.0	28.2	22.3	18.0	17.5
% YoY	19.2	19.8	-6.7	2.8	3.9	36.5	36.4	30.3	9.7	8.2	25.9	12.5
이익 추정												
매출총이익	21.7	18.1	17.5	18.5	16.4	27.1	40.0	20.1	51.1	75.8	99.8	119.3
% YoY	71.2	86.7	32.5	19.7	-24.6	49.6	128.3	8.4	8.2	48.5	31.6	19.6
매출총이익률 (%)	35.9	36.8	35.0	36.4	30.9	38.1	33.5	22.8	33.2	36.0	30.4	31.4
영업이익	8.8	6.8	7.0	6.4	3.0	11.7	25.6	4.3	7.7	29.0	44.5	55.7
% YoY	374.9	2,532.3	257.0	73.8	-66.2	71.3	266.3	-33.3	1.8	274.4	53.6	25.2
영업이익률 (%)	14.5	13.8	14.0	12.5	5.6	16.4	21.5	4.8	5.0	13.8	13.6	14.7

자료: 와이지엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

와이지엔터테인먼트 실적 추정 내역 (IFRS 연결)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출 추정												
연결 매출	97.0	83.7	86.0	89.0	75.5	114.1	227.2	162.6	255.3	355.6	579.3	669.4
% YoY	83.7	51.7	28.6	10.6	-22.2	36.3	164.3	82.7	0.7	39.3	62.9	15.6
본사 매출	60.5	49.2	50.0	50.9	52.9	71.1	119.4	88.2	153.6	210.6	327.9	379.8
% YoY	72.2	78.9	24.0	0.3	-12.5	44.6	138.7	73.4	4.0	37.0	55.7	15.8
자회사 합산	36.5	34.5	36.0	38.1	30.4	42.9	107.8	74.3	101.6	145.1	255.2	286.8
% YoY	106.5	24.6	35.5	28.2	-16.8	24.6	199.7	95.0	-3.9	42.8	76.0	12.4
YG Ent. JP	1.0	0.8	1.6	1.6	1.6	1.6	48.9	29.7	14.1	5.0	81.8	76.7
% YoY	-80.2	-89.4	80.5	70.0	61.1	113.4	2,874.2	1,731.9	-7.1	-64.4	1,526.7	-6.2
YG Ent. Asia	0.2	0.3	0.1	0.2	0.2	0.4	0.9	2.2	2.8	0.7	3.7	4.0
% YoY	-72.1	-77.7	-75.3	-65.0	10.0	35.4	1,256.7	1,032.2	4,222.2	-73.5	391.4	8.8
YG Plus	26.6	41.2	44.6	42.0	30.5	43.1	41.3	46.2	107.1	154.3	161.1	177.2
% YoY	37.7	52.0	46.6	38.3	14.6	4.7	-7.3	10.0	-14.0	44.0	4.4	10.0
이익 추정												
연결 영업이익	9.5	10.5	17.3	2.7	6.1	15.3	33.9	15.1	10.8	50.6	70.4	85.6
% YoY	흑전	483.4	445.4	-65.3	-36.0	46.8	95.7	452.2	100.7	370.4	39.3	21.5
영업이익률(%)	9.8	12.5	20.2	3.1	8.1	13.5	14.9	9.3	4.2	14.2	12.2	12.8
본사 영업이익	8.8	6.8	7.0	6.4	3.0	11.7	25.6	4.3	7.7	29.0	44.5	55.7
% YoY	374.9	2,532.3	257.0	73.8	-66.2	71.3	266.3	-33.3	1.8	274.4	53.6	25.2
영업이익률(%)	14.5	13.8	14.0	12.5	5.6	16.4	21.5	4.8	5.0	13.8	13.6	14.7
자회사 영업이익	0.7	3.7	10.3	6.9	3.1	3.7	8.3	10.8	3.0	21.6	25.9	29.9
% YoY	흑전	138.2	749.0	63.6	326.6	1.3	-19.8	57.3	흑전	617.6	20.1	15.2
YG Ent. JP	0.1	-0.4	-0.5	-0.6	-0.1	-0.1	4.1	2.2	1.6	-1.4	6.1	8.8
% YoY	-76.3	적전	적지	적지	적전	적지	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	45.1
YG Ent. Asia	-0.3	-0.1	-0.3	-0.1	-0.4	-0.1	0.1	0.5	-0.8	-0.8	0.0	-0.8
% YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	적지	적지
YG Plus	1.4	4.6	10.7	8.8	3.8	4.6	3.7	8.8	6.1	25.6	20.9	22.3
% YoY	흑전	625.1	421.8	44.1	165.8	0.0	-65.1	0.0	흑전	316.6	-18.1	6.5
세전이익	20.5	-0.5	1.2	18.2	4.9	20.9	34.7	9.6	20.5	39.4	70.2	85.3
% YoY	흑전	적전	-65.2	121.4	-75.9	흑전	2,761.3	-47.4	1,072.3	92.3	78.0	21.6
지배주주순이익	6.3	-2.2	-3.1	5.7	1.1	11.4	22.0	1.1	9.4	6.7	35.6	45.8
% YoY	흑전	적전	적전	6.4	-82.4	흑전	흑전	-81.2	흑전	-29.3	434.5	28.7

자료: 와이지엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

와이지엔터테인먼트(122870)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	255.3	355.6	579.3	669.4	736.4
매출액증가율(%)	0.7	39.3	62.9	15.6	10.0
매출원가	174.5	243.6	356.3	401.5	441.6
매출총이익	80.8	112.0	223.0	268.0	294.8
판매비와관리비	74.8	83.1	162.5	182.4	196.0
영업이익	10.8	50.6	70.4	85.6	98.8
영업이익률(%)	4.2	14.2	12.2	12.8	13.4
금융손익	18.0	-7.1	7.3	5.9	3.4
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-8.3	-4.1	-7.5	-6.2	0.0
세전계속사업이익	20.5	39.4	70.2	85.3	102.2
법인세비용	6.9	15.0	21.6	25.7	34.2
당기순이익	3.2	22.9	48.6	59.6	68.0
지배주주지분 순이익	9.4	6.7	35.6	45.8	52.2
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	245.4	243.9	360.8	455.2	548.1
현금및현금성자산	51.9	44.2	163.5	235.7	312.2
매출채권	20.5	37.6	61.3	70.8	77.9
재고자산	33.3	11.3	18.4	21.3	23.4
비유동자산	297.5	377.6	375.3	364.6	356.4
유형자산	164.9	193.0	165.5	145.0	129.5
무형자산	47.0	44.5	44.0	43.6	43.2
투자자산	77.4	129.0	154.6	164.9	172.5
자산총계	542.8	621.5	736.1	819.8	904.5
유동부채	103.9	104.8	167.5	192.9	211.8
매입채무	17.0	20.7	33.8	39.0	42.9
단기차입금	4.0	3.9	3.9	3.9	3.9
유동성장기부채	2.8	0.5	0.0	0.0	0.0
비유동부채	16.4	34.0	41.9	45.1	47.5
사채	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	10.3	14.5	14.5	14.5	14.5
부채총계	120.3	138.7	209.4	238.1	259.3
자본금	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4
자본잉여금	217.9	218.2	218.2	218.2	218.2
기타포괄이익누계액	-1.2	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
이익잉여금	124.6	131.4	162.4	203.5	251.2
비지배주주지분	71.2	105.2	118.2	132.0	147.8
자본총계	422.6	482.8	526.7	581.7	645.1

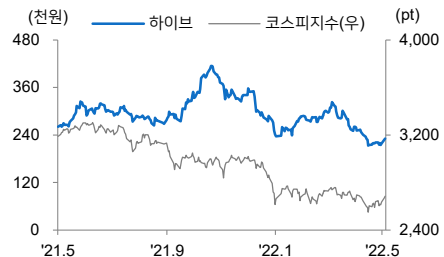
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	25.8	36.9	92.8	87.2	88.8
당기순이익(손실)	3.2	22.9	48.6	59.6	68.0
유형자산감가상각비	13.9	12.8	27.4	20.6	15.4
무형자산상각비	2.0	1.4	0.5	0.4	0.4
운전자본의 증감	9.0	-17.4	16.3	6.6	4.9
투자활동 현금흐름	-11.0	-77.0	28.6	-11.6	-8.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-32.1	-32.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	67.0	-40.4	-25.6	-10.3	-7.7
재무활동 현금흐름	-10.4	32.5	-2.1	-3.4	-3.7
차입금증감	-2.1	2.5	2.5	1.2	0.9
자본의증가	8.1	0.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	4.1	-7.6	119.3	72.2	76.4
기초현금	47.8	51.9	44.2	163.5	235.7
기말현금	51.9	44.2	163.5	235.7	312.2
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	13,960	19,293	31,207	35,987	39,585
EPS(지배주주)	515	361	1,917	2,462	2,808
CFPS	927	3,297	5,181	5,578	6,165
EBITDAPS	1,459	3,511	5,295	5,731	6,165
BPS	19,082	20,471	21,962	24,176	26,736
DPS	0	250	250	250	250
배당수익률(%)	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	86.8	154.2	29.5	23.0	20.2
PCR	48.2	16.9	10.9	10.1	9.2
PSR	3.2	2.9	1.8	1.6	1.4
PBR	2.3	2.7	2.6	2.3	2.1
EBITDA	26.7	64.7	98.3	106.6	114.7
EV/EBITDA	28.7	15.5	9.9	8.6	7.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.7	1.8	9.1	10.7	11.0
EBITDA이익률	10.4	18.2	17.0	15.9	15.6
부채비율	28.5	28.7	39.8	40.9	40.2
금융비용부담률	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	15.3	63.6	81.6	93.7	104.9
매출채권회전율(x)	14.2	12.2	11.7	10.1	9.9
재고자산회전율(x)	10.3	15.9	39.0	33.8	33.0

하이브(352820) 불확실성은 부재 효과가 눈으로 확인될 때 종료될 것

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

Hold

적정주가 (12개월)	240,000원		
현재주가 (5. 31)	231,000원		
상승여력	3.9%		
KOSPI	2,685.90pt		
시가총액	95,526억원		
발행주식수	4,135만주		
유통주식비율	36.51%		
외국인비중	15.41%		
52주 최고/최저가	414,000원/213,000원		
평균거래대금	607.7억원		
주요주주(%)			
방시혁 외 10 인	33.12		
넷마블	18.21		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.2	-36.6	-12.8
상대주가	-7.8	-33.0	4.0
주가그래프			



2023년 실적의 가늠자는 BTS의 군입대

- 지난 4월 LA 콘서트에서 불거진 BTS의 군입대 관련 불확실성은 2023년 실적을 가늠케 하는 중요 요인
- 2021년 동사의 연결 영업이익 내 BTS가 소속된 빅히트 뮤직의 이익 기여도는 70% 수준으로 MD, 콘서트 관련 사업부의 이익을 가감 시 기여도는 이보다 높아지기 때문
- 일부 멤버 입대로 인한 BTS의 유닛 활동을 가정할 경우 높은 의존도로 인해 2023년 감익은 불가피해 보임. 다만 다운사이드의 폭에 대한 불확실성으로 BTS 부재 효과가 숫자로 확인되기까지 주가 부진 전망
- 오는 6월 10일 BTS의 스페셜 앨범이 발매될 예정인데 전후로 아티스트 입을 통해 이야기가 구체화 될 것으로 예상

기대 요인에 대한 판단

- 위버스와 브이라이브 통합에 더해 게임, NFT 등 신사업 관련 모멘텀을 투자자들은 기대하고 있음
- 다만 NFT 시장이 2021년 하반기와 같지 않고, 기업의 hidden value에 집중할 만큼 산업의 투자매력도가 높은 시기는 아니기 때문에 신사업 모멘텀이 주가에 크게 영향을 끼칠 것으로 보이지는 않음
- 적정주가를 기존 26만원에서 24만원으로 하향함. 플랫폼 밸류에이션 50배는 유지하나 1) 적정주가 산정 대상 기간을 기존 2022년에서 Fwd 12M로 변경하고 2) 주식 수 증가를 반영한 데 따름. Hold 투자의견을 유지함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	796.3	145.5	85.7	2,946	4.6	33,159	53.8	4.8	27.1	12.5	60.5
2021	1,255.9	190.3	136.8	3,606	24.0	67,998	96.8	5.1	51.6	6.8	63.8
2022E	1,846.7	295.8	221.4	5,353	37.8	72,967	43.2	3.2	25.0	7.6	68.2
2023E	1,395.2	240.5	182.2	4,406	-19.5	76,968	52.4	3.0	28.9	5.9	58.0
2024E	1,255.7	245.7	186.2	4,502	-4.6	80,784	51.3	2.9	28.0	5.7	53.3

하이브 주요 아티스트 활동 추정

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
방탄소년단 2012 데뷔 2018 (7년 재계약)	10/24 온콘 (동점 75만명 이하) 11/12월 미국 콘서트 4회 (5만명*ATP 20만원*4=400억원) 12/2 LA 온콘	3/10-13 잠실주경기장 3회 (1.5만*ATP 15만원*3회=67억원) - 온라인 라이브스트리밍 2회/102만명 라이브뷰잉 (BO: 36억원/140만)	4/2 Grammy 참석 4/8-16 미국 얼리전트 스타디움 4회(20만) 라이브플레이2.2만/라이브스트리밍40.2만 6/10 스페셜 'Bulletproof' (550만장 가정) 6월 글로벌 4회 콘서트 가정 6월 서울/부산 각각 2회 가정	7월 일본 싱글 가정 7-9월 글로벌 28회 콘서트 가정
TXT 2019 데뷔 2026 만료	10/3 12월 온콘 (동점 5만) 11/10 일본 EP 'Chaotic Wonderland'	3/5-6 팬미팅 (올림픽홀) 온오프 동시 (7만*2800*2=4억원)	5/9 미니4집 'Thursday's Child' (160만 가정) 6월 일본 싱글 가정	7/2-3 잠실실내체육관 2회_온오프동시 7월 미국 콘서트 7회 8월 일본 아레나(1.5만*5회 가정)
뉴이스트 2012 데뷔, 2019 재계약	11/26-28 잠실실내체육관 3회 (4천명*3회*15만원 가정)	3/15 베스트앨범 'Needle & Bubble' (8만장) - 뉴이스트 계약 종료		
세븐틴 2015 데뷔 2021 재계약	10/22 미니9집 'Attaca' (208만장) 11/14,21 온콘 2회	3/25-27 보조경기장 팬미팅 3회 (온라인 1회 동시)	4/15 영어 싱글 'Dar+ing' 발매 4/20 영화 '세븐틴 파워 오브 러브:더 무비' 5/7-8 일본 팬미팅 (사이타마 아레나 2회, 6만명) 5/27 정규 4집 'Face the sun' (220만장 가정) 6/25-26 서울 고척스카이돔 2회	8-9월 북미 12회 7월 리팩 (100만장 가정)
엔하이픈 2020.11 데뷔 2027 만료	10/12 정규1집 'DIMENSION: DILEMMA' (110만장)	1/10 리팩 'DIMENSION : ANSWER' (72.3만)	5/3 일본 싱글 2집 '디멘션: 센코우' 6월 미니 3집 (135만장 가정)	
프로미스나인 2018 데뷔, 2022 영입 2025 만료		1/17 미니4집 'Midnight Guest' (14만)	4/22-24 팬미팅 3회(마스터카드홀)	7월 미니 5집 (15만장 가정)
르세라핌 2022.5 데뷔 2029 만료			5/2 미니 1집 'FEARLESS' (35만장 가정)	8월 디지털싱글 가정
어도어 걸그룹 2022 데뷔			6월 디지털 싱글 데뷔 가정	8월 미니1집 (9만장 가정)

자료: 메리츠증권 리서치센터

하이프 실적 추정 내역 (IFRS 연결)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출 추정												
연결 매출	178.3	278.6	341.0	457.9	285.0	476.1	689.3	396.3	796.3	1,255.9	1,846.7	1,395.2
% YoY	28.7	79.2	79.5	46.6	59.8	70.9	102.1	-13.5	35.6	57.7	47.0	-24.5
빅히트뮤직	95.1	123.7	154.9	154.7	109.9	252.8	380.3	202.5	453.4	528.4	952.7	609.3
% YoY	-8.1	52.0	43.4	-3.6	15.6	104.5	145.4	30.9	8.8	16.6	80.3	-36.0
자회사 합산	138.7	273.0	283.5	398.6	284.2	523.8	376.7	380.2	684.9	1,093.8	1,564.9	1,590.3
% YoY	93.7	87.3	81.9	27.9	104.9	91.8	32.9	-4.6	170.8	59.7	43.1	1.6
Pledis	12.9	36.9	13.8	36.2	14.2	32.7	61.7	38.1	69.6	99.7	147.2	180.1
% YoY	N/A	0.8	0.2	0.0	N/A	-11.2	348.4	5.2	적지	43.3	47.6	22.3
SourceMusic	1.8	0.7	0.7	0.5	1.2	3.7	1.9	4.6	8.1	3.7	11.5	14.2
% YoY	15.4	-29.3	-43.2	-89.0	-31.6	410.2	185.2	879.2	166.9	-54.5	212.4	23.8
Bighit JP	4.0	9.7	0.0	-0.5	67.9	9.7	14.6	21.9	24.2	13.2	114.1	154.1
% YoY	-42.5	171.1	적지	적전	1,597.3	0.0	적지	흑전	-77.3	-45.4	762.5	35.0
HYBE solutions JP	32.7	51.1	59.9	132.3	8.0	4.0	16.3	3.4	109.0	276.0	400.4	400.4
% YoY	373.8	110.0	101.3	175.7	-75.5	-92.2	-72.8	-97.5	256.9	153.2	45.1	0.0
Wiverse	37.2	58.7	79.9	63.7	41.7	170.0	111.1	66.4	219.1	239.4	389.2	336.3
% YoY	-6.9	51.4	68.5	-31.5	12.2	189.9	39.1	4.2	180.2	9.3	62.6	-13.6
Bighit America*	4.4	5.7	6.9	12.7	6.7	8.3	65.0	40.4	29.7	120.4	155.4	233.2
% YoY	적지	적지	적지	적지	52.3	44.4	844.4	217.8	602.5	305.0	29.2	50.0
이익 추정												
연결 영업이익	22.8	28.0	65.6	73.8	37.1	84.1	97.4	77.2	145.5	190.3	295.8	240.5
% YoY	14.5	-6.2	63.5	32.8	62.8	200.3	48.4	4.5	47.4	30.7	55.5	-18.7
영업이익률 (%)	12.8	10.1	19.2	16.1	13.0	17.7	14.1	19.5	18.3	15.1	16.0	17.2
빅히트뮤직	14.0	14.9	50.5	65.4	38.1	80.3	81.7	72.2	86.9	144.8	264.0	194.5
% YoY	-19.2	-22.3	66.0	227.1	172.6	438.3	61.8	10.3	1.3	66.6	82.3	-26.3
영업이익률 (%)	14.7	12.1	32.6	42.3	34.7	31.8	21.5	35.6	19.2	27.4	27.7	31.9
자회사 합산	8.8	13.1	15.1	8.4	-1.0	3.8	15.7	5.0	58.6	45.4	31.8	46.0
% YoY	239.4	22.8	55.7	-76.4	적전	-70.9	3.8	-40.3	354.3	-22.4	-30.1	44.9
Pledis	1.1	5.0	3.0	3.4	-0.4	5.1	2.9	-2.4	15.3	12.4	5.2	8.3
% YoY	적지	-35.3	92.8	-44.3	적전	2.3	-2.9	적전	N/A	-18.8	-58.4	59.3
SourceMusic	-0.2	-1.0	-0.9	-0.3	-0.7	-3.9	-3.2	0.7	-2.3	-2.4	-7.0	-6.0
% YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	적지	적지	적지	흑전	N/A	적지	적지	적지
Bighit JP	-1.0	0.8	-0.3	-0.4	-2.4	0.8	3.3	3.3	1.3	-0.8	5.0	0.9
% YoY	적전	흑전	적전	적전	적지	0.0	흑전	흑전	-91.0	적전	흑전	-82.5
HYBE sol. JP	2.9	3.5	14.2	2.9	8.0	4.0	16.3	3.4	12.3	23.5	31.7	22.1
% YoY	흑전	-14.5	250.3	-33.9	174.2	15.0	15.0	15.0	N/A	91.7	34.8	-30.2
Wiverse	1.2	-1.6	6.5	4.0	-6.9	-1.6	3.5	4.0	15.6	10.0	-1.1	10.0
% YoY	-57.5	적전	-34.5	545.1	적전	적지	-46.4	0.0	N/A	-35.9	적전	흑전
Bighit America	-0.4	-2.9	-0.8	2.3	-1.7	2.4	2.4	-6.1	-0.6	-1.8	-3.0	16.3
% YoY	적전	적지	적지	966.3	적지	흑전	흑전	적전	적전	적지	적지	흑전

주: Ithaca Holdings는 Bighit America의 100% 자회사. 연결 자회사 실적은 순이익을 활용해 역산한 수치
자료: 메리츠증권 리서치센터

하이브(352820)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	796.3	1,255.9	1,846.7	1,395.2	1,255.7
매출액증가율(%)	35.6	57.7	47.0	-24.5	-10.0
매출원가	421.5	632.9	852.2	586.5	498.5
매출총이익	374.8	623.0	994.5	808.7	757.2
판매비와관리비	229.2	432.8	698.8	568.3	511.4
영업이익	145.5	190.3	295.8	240.5	245.7
영업이익률(%)	18.3	15.1	16.0	17.2	19.6
금융손익	-13.9	6.1	-2.6	0.0	-5.9
종속/관계기업관련손익	-1.6	15.9	-4.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.8	-1.8	0.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	126.3	210.5	307.5	252.3	239.8
법인세비용	39.2	69.7	95.9	81.9	77.4
당기순이익	87.1	140.8	211.6	170.3	162.5
지배주주지분 순이익	85.7	136.8	221.4	182.2	186.2
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,389.3	2,003.1	2,299.3	2,508.6	2,722.7
현금및현금성자산	380.2	677.7	656.6	1,108.4	1,397.4
매출채권	112.3	168.2	247.3	186.8	168.2
재고자산	62.0	83.2	122.3	92.4	83.2
비유동자산	535.2	2,725.8	2,912.3	2,654.8	2,535.7
유형자산	48.4	86.9	65.9	50.1	38.3
무형자산	288.4	1,330.0	1,282.9	1,235.7	1,188.6
투자자산	33.7	1,123.2	1,377.9	1,183.3	1,123.1
자산총계	1,924.4	4,728.9	5,211.6	5,163.4	5,258.3
유동부채	296.2	586.6	770.2	618.6	571.7
매입채무	34.6	30.0	44.1	33.3	30.0
단기차입금	0.0	150.0	150.0	150.0	150.0
유동성장기부채	0.9	14.8	0.0	0.0	0.0
비유동부채	429.3	1,255.7	1,343.3	1,276.4	1,255.7
사채	0.0	332.3	332.3	332.3	332.3
장기차입금	200.1	589.7	589.7	589.7	589.7
부채총계	725.5	1,842.3	2,113.5	1,894.9	1,827.4
자본금	17.8	20.7	20.7	20.7	20.7
자본잉여금	1,132.3	2,544.4	2,544.4	2,544.4	2,544.4
기타포괄이익누계액	-0.5	60.7	60.7	60.7	60.7
이익잉여금	44.0	180.8	386.3	551.8	709.6
비지배주주지분	3.6	74.7	80.7	85.6	90.2
자본총계	1,198.9	2,886.6	3,098.1	3,268.5	3,431.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	116.7	177.3	126.6	348.0	257.1
당기순이익(손실)	87.1	140.8	211.6	170.3	162.5
유형자산감가상각비	21.4	36.1	21.0	15.7	11.8
무형자산상각비	13.5	47.2	47.2	47.2	47.2
운전자본의 증감	-25.8	-54.1	-153.1	114.8	35.7
투자활동 현금흐름	-1,022.4	-2,110.2	-406.6	310.8	96.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-39.5	-54.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-20.7	-1,073.6	-254.7	194.7	60.1
재무활동 현금흐름	1,133.4	2,226.3	-4.0	-8.3	-2.6
차입금증감	328.6	914.3	-4.0	-8.3	-2.6
자본의증가	935.9	1,414.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	219.5	297.4	-170.9	550.2	350.6
기초현금	160.8	380.2	677.7	506.8	1,057.0
기말현금	380.2	677.7	506.8	1,057.0	1,407.6
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	27,370	33,103	44,657	33,738	30,365
EPS(지배주주)	2,946	3,606	5,353	4,406	4,502
CFPS	5,099	5,843	9,311	7,811	7,368
EBITDAPS	6,203	7,210	8,800	7,336	7,368
BPS	33,159	67,998	72,967	76,968	80,784
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	53.8	96.8	43.2	52.4	51.3
PCR	31.1	59.7	24.8	29.6	31.4
PSR	5.8	10.5	5.2	6.8	7.6
PBR	4.8	5.1	3.2	3.0	2.9
EBITDA	180.5	273.5	363.9	303.4	304.7
EV/EBITDA	27.1	51.6	25.0	28.9	28.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.5	6.8	7.6	5.9	5.7
EBITDA이익률	22.7	21.8	19.7	21.7	24.3
부채비율	60.5	63.8	68.2	58.0	53.3
금융비용부담률	0.5	1.1	1.1	1.5	1.7
이자보상배율(x)	37.4	14.4	14.2	11.6	11.8
매출채권회전율(x)	7.7	9.0	8.9	6.4	7.1
재고자산회전율(x)	21.3	17.3	18.0	13.0	14.3

JYP Ent.(035900) 시장의 기대가 충족되기 위한 조건

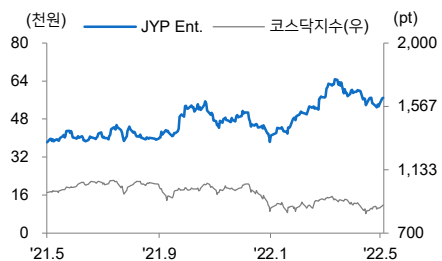
Analyst 이효진 02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	64,000원
현재주가 (5. 31)	56,900원
상승여력	12.5%
KOSDAQ	893.36pt
시가총액	20,198억원
발행주식수	3,550만주
유통주식비율	77.45%
외국인비중	27.80%
52주 최고/최저가	64,700원/38,350원
평균거래대금	342.8억원
주요주주(%)	
박진영 외 3 인	15.79
국민연금공단	6.12

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.2	25.3	43.7
상대주가	-3.0	35.5	57.9

주가그래프



1분기 실적 highlight 및 implication

- 1분기 연결 영업이익은 시장 기대치 충족. 별도는 하회했으나 일본 법인이 상회하며 연결 실적은 눈높이를 맞춤
- 별도 매출은 예상 수준이었으나 1) 콘텐츠 제작비, 2) 인건비에서예상을 상회하는 비용이 발생하며 하회함
- 엔터 업체 중 비용 관리가 가장 타이트한 동사 비용 상승은 신규 아이돌 데뷔를 앞둔 2H22-1H23 정점을 기록할 것
- 스트레이키즈가 빌보드 200 차트에서 1위를 기록하며 next BTS로서 동사 아티스트에 대한 기대감이 높아짐
- 만약 1분기 실적에서 별도 서프라이즈, 일본 하회로 연결 영업이익이 시장 기대치를 충족했다면 주가는 리레이팅 되었을 것. 스트레이키즈의 성공으로 인한 향후 실적 기대감을 높일 수 있기 때문
- 다만 여전히 동사의 이익 swing factor가 앨범 발매와 일본 수익이란 점이 확인되며 실망 매물이 출회된 것으로 해석

다른 곳에서 읽힌 실타래 또한 고민거리

- 동사 주가는 2022년, 2023년 PER 기준 각각 32배, 25배로 과거 평균 대비 상단에 위치한 상황
- 2021년 하이브가 산업의 밸류에이션 상방을 열어주는 역할을 했다면 2022년은 1위 사업자의 주가 부진으로 산업 밸류에이션 하락이 예상됨. 엔터 사업자 주가가 큰 틀에서 유사한 흐름을 보여왔다는 점 또한 이를 뒷받침
- 적정주가 64,000원과 Hold 투자 의견을 유지함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	144.4	44.1	29.5	832	-5.2	5,146	46.2	7.5	26.3	17.3	20.2
2021	193.9	57.9	67.5	1,900	127.8	6,948	26.7	7.3	27.2	31.4	26.6
2022E	317.5	83.9	63.2	1,779	-6.4	8,511	32.0	6.7	21.4	23.0	35.3
2023E	366.6	97.6	81.8	2,305	29.6	10,574	24.7	5.4	17.8	24.2	32.8
2024E	385.5	95.6	78.2	2,204	-4.4	12,535	25.8	4.5	17.7	19.1	29.1

JYP Ent. 적정주가 산출 내역과 Band chart

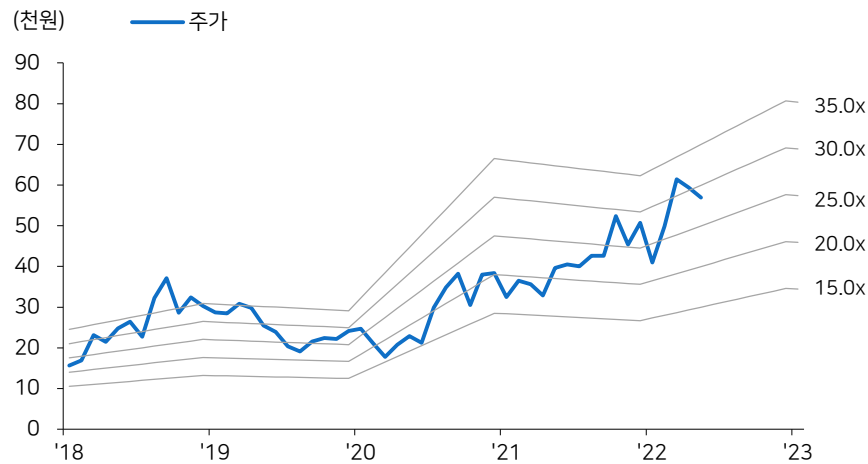
2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

JYP Ent. 적정주가 산정

(십억원)	Fwd 12M OP	Fwd 12M NP	적용배수 (배)	적정가치	지분율 (%)	JYP 보유가치	주당 가치
JYP 본사	64.3	50.8	33	1,675.7	100	1,675.7	47,207
JYP JP	23.5	18.6	33	612.6	100	612.6	17,258
합계	87.8	69.3		2,288.3		2,288.3	64,465

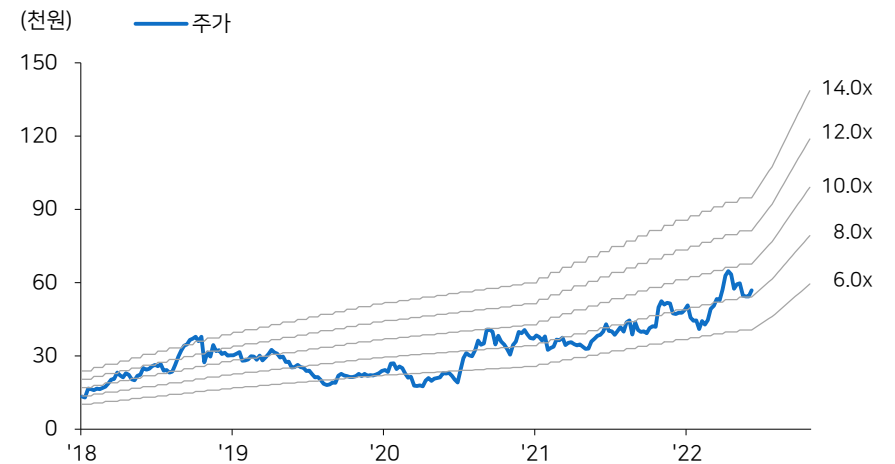
자료: 메리츠증권 리서치센터

JYP Ent. 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

JYP Ent. Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

JYP Ent. 주요 아티스트 활동 추정

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
2PM 2008 데뷔 2015, 2018 재계약		1/22 준호 팬미팅@블루스퀘어 1/23 팬미팅+V live 2/12 블루스퀘어 (1천명 가정) max2.5	5/23 정규7집 LP 발매	
DAY6 2015.9 데뷔 2022 만료	9/6 영케이 디지털 싱글	2/7 원필 정규 1집 'Pilmography' 3/26-27 원필 개인 콘서트 2회 (온오프동시)	재계약 시기	7월 유닛 미니3집 가정
트와이스 2015.10 데뷔 2022 만료	10/1 영어 싱글 'The Feels' 11/12 정규3집 'Formula' (80만장) 12/24-26 올림픽 체조경기장 3회 (4천명*15만*3회=13억 가정)	2월 미국 콘서트 7회 (10만명) 3/16 일본 베스트앨범 '#트와이스4'	4/23-25 도쿄돔 3회 (15만) 5/14-15 LA 콘서트 2회 6/24 나연 미니 1집 '아임나연' (30만장 가정) 6월 올림픽 체조 2회 (3만명 가정)	- 재계약 시기 8월 미니 11집 (70만장 가정) 8-9월 미주 7회 콘서트 가정
Stray Kids 2018.3 데뷔 2025 만료	10/13 일본 싱글 2집 11/29 스페셜 'Christmas Eve' (74만장)	2/12-13 팬미팅 (2회, 올림픽홀) 2/13 V live 팬미팅 (동시방송) 3/18 미니앨범 'ODDINARY' (170만장 가정) 1Q 155만/2Q 15만	4/29-5/1 실내체육관 3회 (2만명 가정. 1일 온라인 동시) 6월 일본 앨범 가정 6/11-19 일본 홀 4회 (4.4만명) 6/28,29 북미 2회	7/1-20 북미 10회 7/26,27 일본 요요기 2회 (2.6만)
ITZY 2019.2 데뷔 2026 만료	12월 일본 베스트 1집		4/6 일본 싱글 1집 'Voltage' 4/9 팬미팅 예스24홀 (온오프동시) 6월 미니 5집 (50만장 가정)	7월 일본 앨범 가정 7-8월 글로벌 투어 8회 9월 미니 6집 (50만장 가정)
NiziU 2020.12 데뷔	11/24 정규 1집 'U'(60만장 가정)		4/12 디싱 'ASOBO'	7/20 일본 싱글 3집 (60만장 가정) 7-9월 일본 아레나투어 15회
엑스디너리 히어로즈 2021.12 데뷔	12/6 디지털싱글 'Happy Death Day'		6월 디지털싱글 가정	9월 정규 1집 (7만장 가정)
엔믹스 2022.2 데뷔		2/22 미니 1집 '애드 마레' (37.4만장)	6월 디지털싱글 가정	9월 미니 2집 (50만장 가정)

자료: 메리츠증권 리서치센터

JYP Ent. 실적 추정 내역 (IFRS 별도)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출 추정												
매출	26.3	36.7	51.3	50.9	55.4	59.9	68.6	80.6	130.0	165.2	264.6	298.6
음반/음원 사업	13.6	24.6	35.9	35.7	33.7	32.7	41.7	50.0	70.4	109.9	158.1	180.4
매니지먼트 사업	13.2	12.6	17.5	19.1	23.3	27.2	26.9	30.6	47.9	62.4	108.0	118.2
출연료 등	0.3	0.1	0.4	0.5	3.3	5.7	4.4	4.9	1.4	1.2	18.2	18.6
광고	3.1	2.5	3.2	3.7	4.9	3.9	4.6	4.4	11.9	12.6	17.9	17.7
초상권 외	0.5	0.7	2.4	3.4	2.0	2.9	3.5	4.2	12.3	7.0	12.6	13.8
기타	9.2	9.3	11.5	11.5	13.1	14.7	14.4	17.1	39.8	41.5	59.4	68.1
% YoY												
매출	-12.2	12.6	64.9	40.1	110.4	63.1	33.8	58.5	-11.3	27.1	60.1	12.9
음반/음원 사업	37.0	11.5	107.5	69.5	147.5	32.5	16.2	40.1	25.9	56.1	43.9	14.1
매니지먼트 사업	340.0	16.1	22.0	-3.0	76.7	115.4	53.8	60.4	-47.2	30.4	73.1	9.4
출연료 등	-76.0	7,664.3	663.7	흑전	939.3	6,944.2	1,081.4	946.0	-93.6	-9.9	1,377.1	2.3
광고	-11.4	-2.3	5.0	38.3	58.4	54.2	42.3	20.1	-31.2	6.1	42.2	-1.1
초상권 외	-23.7	-0.1	26.4	-62.0	267.3	303.6	47.9	22.7	0.0	-42.7	79.0	9.5
기타	-37.0	22.9	23.4	40.0	42.2	58.3	25.3	48.7	0.0	4.5	42.9	14.8
원가 추정												
매출원가	10.9	21.0	27.4	25.7	33.4	36.0	40.1	45.9	66.5	85.0	155.4	167.7
% to sales	41.6	57.2	53.3	50.5	60.2	60.1	58.4	56.9	51.1	51.5	58.7	56.2
% YoY	-20.5	17.5	74.2	34.3	204.7	71.5	46.6	78.5	-15.6	27.9	82.7	7.9
판매관리비	6.0	8.5	8.5	14.8	10.0	12.6	10.9	18.0	26.1	37.8	51.6	60.0
% to sales	22.8	23.2	16.5	29.1	18.1	21.0	15.9	22.4	20.1	22.9	19.5	20.1
% YoY	2.6	42.8	41.5	77.5	66.7	48.0	28.8	22.0	-1.8	44.5	36.5	16.2
이익 추정												
매출총이익	15.4	15.7	23.9	25.2	22.1	23.9	28.5	34.7	63.5	80.2	109.2	130.9
% YoY	-5.1	6.6	55.5	46.5	43.3	51.8	19.2	38.0	-6.3	26.2	36.1	19.9
매출총이익률(%)	58.4	42.8	46.7	49.5	39.8	39.9	41.6	43.1	48.9	48.5	41.3	43.8
영업이익	9.4	7.2	15.5	10.4	12.0	11.3	17.6	16.7	37.4	42.4	57.6	71.0
% YoY	-9.5	-18.0	64.4	17.6	28.3	56.4	13.9	60.8	-4.7	13.5	35.8	23.2
영업이익률(%)	35.6	19.6	30.1	20.4	21.7	18.8	25.6	20.7	28.7	25.7	21.8	23.8

자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

JYP Ent. 실적 추정 내역 (IFRS 연결)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출 추정												
연결 매출	32.3	40.6	57.3	63.8	67.8	66.1	76.1	107.5	144.4	193.9	317.5	366.6
% YoY	-4.9	18.8	65.5	52.9	109.8	62.9	32.9	68.6	-7.1	34.3	63.7	15.5
본사 매출	26.3	36.7	51.3	50.9	55.4	59.9	68.6	80.6	130.0	165.2	264.6	298.6
% YoY	-12.2	12.6	64.9	40.1	110.4	63.1	33.8	58.5	-11.3	27.1	60.1	12.9
자회사 합산	8.4	7.1	15.7	5.1	12.5	11.5	20.4	13.8	36.4	36.3	58.2	74.0
% YoY	-51.8	136.4	125.0	-42.6	49.1	61.9	30.1	168.6	-16.1	-0.2	60.3	27.1
JYP Ent. JP	8.0	6.6	15.2	6.4	12.1	11.0	20.0	15.1	36.1	36.3	58.2	72.2
% YoY	-53.4	115.6	153.1	-35.3	51.9	66.0	31.0	135.3	-9.9	0.4	60.4	24.2
JYP Ent. HK	0.4	0.4	0.4	-1.3	0.4	0.4	0.4	-1.3	0.0	0.0	0.0	1.7
% YoY	302.2	흑전	-54.2	적지	-0.7	0.0	0.0	적지	-98.9	84.7	-7.5	4,780.1
이익 추정												
연결 영업이익	13.8	9.6	18.2	16.3	19.2	13.4	26.3	22.2	44.1	57.9	83.9	97.6
% YoY	2.5	6.0	63.8	55.1	39.1	39.6	44.3	36.4	1.6	31.2	44.9	16.3
영업이익률(%)	42.6	23.7	31.8	25.6	28.3	20.3	34.6	20.7	30.6	29.9	26.4	26.6
본사 영업이익	9.4	7.2	15.5	10.4	12.0	11.3	17.6	16.7	37.4	42.4	57.6	71.0
% YoY	-9.5	-18.0	64.4	17.6	28.3	56.4	13.9	60.8	-4.7	13.5	35.8	23.2
자회사 합산	4.4	2.4	2.8	5.9	7.1	2.1	8.7	5.6	6.8	15.5	23.5	23.8
% YoY	42.6	796.0	60.9	251.3	62.2	-11.0	214.3	-6.3	60.0	129.0	51.9	1.4
세전이익	14.3	7.5	19.6	44.6	19.4	11.2	27.5	20.9	38.0	85.9	84.5	98.8
% YoY	0.4	-5.7	96.7	661.3	35.8	48.9	40.9	-53.2	-11.7	126.2	-1.6	16.9
지배주주순이익	12.0	4.8	16.5	34.1	16.7	7.2	23.4	15.9	29.5	67.5	63.2	81.8
% YoY	6.1	2.6	115.5	485.8	38.5	48.4	41.6	-53.2	-5.6	128.4	-6.4	29.5

자료: JYP Ent., 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	144.4	193.9	317.5	366.6	385.5
매출액증가율(%)	-7.1	34.3	63.7	15.5	5.2
매출원가	67.5	89.8	167.4	183.1	196.7
매출총이익	76.9	104.2	150.0	183.5	188.8
판매비와관리비	32.8	46.3	68.9	88.7	93.2
영업이익	44.1	57.9	83.9	97.6	95.6
영업이익률(%)	30.6	29.9	26.4	26.6	24.8
금융손익	-4.0	15.9	0.8	1.2	1.7
종속/관계기업관련손익	-0.1	14.7	0.7	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.0	-2.6	-0.9	0.0	0.0
세전계속사업이익	38.0	85.9	84.5	98.8	97.3
법인세비용	8.4	18.4	16.9	16.9	19.0
당기순이익	29.6	67.5	63.2	81.9	78.3
지배주주지분 순이익	29.5	67.5	63.2	81.8	78.2
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	127.0	159.2	227.4	308.7	383.2
현금및현금성자산	34.5	49.1	50.8	105.7	170.0
매출채권	4.9	24.6	40.3	46.6	49.0
재고자산	0.5	1.4	2.4	2.7	2.9
비유동자산	97.0	158.2	186.8	195.1	196.6
유형자산	40.6	38.3	34.2	29.5	26.0
무형자산	30.8	29.6	29.5	29.5	29.5
투자자산	23.0	89.2	121.9	135.0	140.0
자산총계	224.0	317.4	414.2	503.9	579.8
유동부채	33.3	58.3	94.9	109.5	115.1
매입채무	4.4	7.9	13.0	15.0	15.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	4.4	8.4	13.1	14.9	15.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	37.7	66.8	108.0	124.4	130.7
자본금	17.9	17.9	17.9	17.9	17.9
자본잉여금	77.0	77.0	77.0	77.0	77.0
기타포괄이익누계액	-0.1	1.4	1.4	1.4	1.4
이익잉여금	99.9	162.3	217.8	291.0	360.6
비지배주주지분	3.6	4.0	4.1	4.1	4.2
자본총계	186.3	250.7	306.2	379.5	449.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	22.1	45.8	79.0	88.4	82.9
당기순이익(손실)	29.6	67.5	63.2	81.9	78.3
유형자산감가상각비	3.7	4.1	4.1	4.7	3.5
무형자산상각비	0.4	0.6	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-11.7	-7.7	11.6	1.8	1.1
투자활동 현금흐름	-20.3	-25.6	-65.8	-26.2	-10.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-3.7	-0.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-0.9	-66.2	-32.7	-13.0	-5.0
재무활동 현금흐름	-5.5	-6.5	-11.5	-7.4	-8.5
차입금증감	1.7	-0.7	0.8	0.3	0.1
자본의증가	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-4.1	14.6	1.7	54.9	64.3
기초현금	38.7	34.5	49.1	50.8	105.7
기말현금	34.5	49.1	50.8	105.7	170.0
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	4,068	5,462	8,943	10,327	10,860
EPS(지배주주)	832	1,900	1,779	2,305	2,204
CFPS	1,310	1,803	2,319	2,851	2,792
EBITDAPS	1,358	1,763	2,481	2,882	2,792
BPS	5,146	6,948	8,511	10,574	12,535
DPS	154	369	230	260	260
배당수익률(%)	0.4	0.7	0.4	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	46.2	26.7	32.0	24.7	25.8
PCR	29.3	28.1	24.5	20.0	20.4
PSR	9.4	9.3	6.4	5.5	5.2
PBR	7.5	7.3	6.7	5.4	4.5
EBITDA	48.2	62.6	88.1	102.3	99.1
EV/EBITDA	26.3	27.2	21.4	17.8	17.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.3	31.4	23.0	24.2	19.1
EBITDA이익률	33.4	32.3	27.7	27.9	25.7
부채비율	20.2	26.6	35.3	32.8	29.1
금융비용부담률	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	471.9	1,541.1	2,203.7	2,237.1	2,086.5
매출채권회전율(x)	15.4	13.1	9.8	8.4	8.1
재고자산회전율(x)	253.5	206.1	167.9	145.0	138.7

에스엠(041510) 다음 이벤트를 기다리며

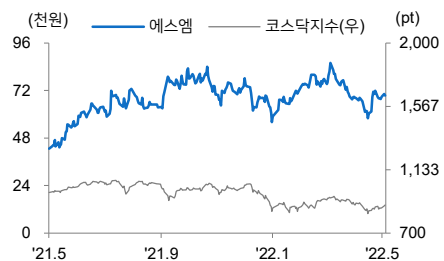
Analyst 이효진 02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	72,000원
현재주가 (5. 31)	69,500원
상승여력	3.6%
KOSDAQ	893.36pt
시가총액	16,529억원
발행주식수	2,378만주
유동주식비율	80.17%
외국인비중	15.35%
52주 최고/최저가	85,900원/43,350원
평균거래대금	442.5억원
주요주주(%)	
이수만 외 13 인	19.16
국민연금공단	6.15

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.9	3.3	59.0
상대주가	3.2	11.6	74.8

주가그래프



1분기 실적 highlight

- 1분기 연결 영업이익은 서프라이즈를 기록함. 자회사 적자는 예상 수준이었으나 별도 법인이 추정을 상회함
- 중국 출연료 38억원을 제외하면 별도 매출은 예상 수준을 기록함. 다만 일회성 이익 관련 연동 비용이 예상 하회
- 정산 매출 기준으로 산정되는 라이크기획 지급 수수료 특성 상 1분기 정산 매출에 해당되지 않은 매출 비중이 일시적으로 커지며 관련 수수료도 예상을 하회함

What's for level-up

- 동사 주가는 팬덤 성장 확인에 더해 2021년 M&A 이벤트가 작동하며 높은 주가 상승폭을 기록한 바 있음
- 관련 이벤트가 정점을 지난 만큼 이에 기댄 주가 상승폭은 과거 대비 축소될 것으로 예상됨
- 다만 연간 200억원 수준의 라이크기획 지급수수료를 조정이 이루어질 경우 실적 모멘텀으로 기대할 수 있음
- 지난해 CJ와의 인수 협상에서 이수만 프로듀서는 회사에 남는 방식으로 선회한 것으로 추정. 언론에 따르면 이에 대한 대가로 연간 100억원 이상의 연봉을 요구했다고 함. 상채분 만큼 추가 실적 업사이드를 기대할 수 있음
- 밸류에이션 측면에서의 업사이드를 기대하기는 쉽지 않아 보임. 1위 사업자의 주가 부진으로 2021년과는 반대로 산업 밸류에이션 상방이 달히는 구간이기 때문. 적정주가 72,000원과 Hold 투자 의견을 유지함

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
(십억원)											
2020	579.9	6.5	-70.2	-2,992	393.6	18,412	-9.9	1.6	7.1	-16.0	73.5
2021	701.6	67.5	133.5	5,667	-265.0	25,951	13.1	2.9	11.6	25.5	66.8
2022E	859.9	88.6	64.0	2,691	-46.1	28,402	25.8	2.4	10.5	9.9	75.0
2023E	1,042.1	106.6	82.7	3,476	20.5	31,447	20.0	2.2	10.6	11.6	78.3
2024E	1,146.4	118.2	75.5	3,175	-2.1	34,423	21.9	2.0	9.2	9.6	78.3

에스엠 주요 아티스트 활동 추정

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
동방신기 2004 데뷔 2013, 2018 재계약	12/8 최강창민 일본 미니앨범 'Human'	1/13 최강창민 솔로앨범 'Devil' (3.5만장) 2월 유노윤호 일본 앨범	6월 일본 팬미팅 2회	
슈퍼주니어 2005 데뷔 2015 재계약	11/2 D&E 정규 1집 'Countdown' (25만장)	1/25 규현 미니앨범 '연애소설 (Love Story)' (5.6만장) 2/28 스페셜 앨범 'The Road: Winter for Spring' (12.5만)	4/2-4 일본 슈퍼아레나 3회(4.5만명) 5/3 려욱 미니3집 'A Wild Rose' (3만장)	7월 유닛 (20만장 가정) 8월 아레나 3회 (4.5만명 가정)
소녀시대 2007 데뷔 2017 일부 재계약		2/14 태연 정규 3집 'INVU' (24.3만)	5/16 효연 미니1집 'DEEP' (5만장 가정)	8월 정규 7집 (30만장 가정)
샤이니 2008 데뷔 2018 재계약	12/21 민호 팬미팅+V live@광운대 동해문화 예술관		4/11 온유 미니 2집 '다이스' (14만장) 5/21-22 민호 일본 팬미팅 4회	7월 미니 6집 (20만장 가정) 9월 민호 솔로 (10만장 가정)
엑소 2012 데뷔 2022 재계약 必	11/30 카이 미니 2집 'Peaches' (25만장) 12/12 카이 V live 콘서트+cgv 30개 상영관 동시 상영		4/4 수호 미니2집 'Grey Suit' (22만장) 4/9 팬미팅(잠실 실내, 온오프 동시) 6월 유닛 앨범 (50만장 가정)	9월 솔로 (20만장 가정)
레드벨벳 2014 데뷔 2023 재계약		3/21 미니 7집 'Feel My Rhythm' (66만장) 1Q 34.7만/2Q 31만	6월 핸드볼경기장 2회 (1만명 가정)	8월 미니 8집 (50만장 가정)
NCT 2016 데뷔 2023 만료	10/25 127 리팩 'Favorite' (115만장) 11월 정규 3집 'Universe' (163만장) 12/17-19 127 고척돔 콘서트 3회 (5천명*15만*3회) 22억	2/4 마크 디지털싱글 'Child' 3/28 드림 정규 2집 '글리치 모드' (210만장) 1Q 165만/2Q 45만	5/22-29 나고야/도쿄 돔 3회 (16만 가정, 온오프동시) 5/30 드림 리팩 'Beatbox' (140만장 가정) 6/25-26 코세라돔 2회(6만 가정)	7월 올림픽체조 드림/127 (6회, 13.5만명 가정) 9월 127 미니 (250만장 가정)
에스파 2020 데뷔	10/5 미니 1집 'Savage' (57.4만장)			7월 정규 1집 (80만장 가정)

자료: 메리츠증권 리서치센터

에스엠 실적 추정 내역 (IFRS 별도)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출 추정												
매출	87.6	117.2	92.2	120.2	114.9	121.8	125.2	118.4	302.6	417.2	480.3	554.5
음반/음원 사업	58.5	93.1	62.9	75.3	63.5	80.4	72.3	65.7	191.1	289.8	281.9	317.3
음반 매출	38.3	70.7	41.0	47.1	40.5	57.0	48.5	37.2	113.9	197.2	183.2	212.5
음원 매출	20.1	22.4	21.9	28.2	23.0	23.3	23.8	28.5	77.2	92.6	98.7	104.8
매니지먼트 사업	29.2	24.1	29.3	44.9	51.4	41.5	52.9	52.7	111.4	125.0	198.4	237.3
출연료 등	6.0	5.0	8.6	15.6	10.2	16.8	25.4	21.2	41.3	35.2	73.6	102.9
광고	4.5	4.5	4.5	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	18.0	19.6	24.2	26.2
초상 외	18.7	12.1	16.2	23.2	35.1	18.7	21.4	25.5	52.1	70.2	100.6	108.1
% YoY												
매출	28.0	57.1	57.3	19.0	31.2	3.9	35.7	-1.5	-1.6	37.8	15.1	15.5
음반/음원 사업	54.7	75.7	62.5	22.2	8.6	-13.7	15.0	-12.8	51.5	51.6	-2.7	12.6
음반 매출	102.9	109.3	110.1	13.0	5.6	-19.4	18.4	-21.0	77.4	73.1	-7.1	16.0
음원 매출	6.4	16.5	14.2	41.6	14.3	4.4	8.7	1.1	24.7	19.9	6.6	6.2
매니지먼트 사업	-4.3	11.6	47.4	13.8	75.9	72.0	80.2	17.6	-38.6	12.2	58.8	19.6
출연료 등	-55.6	0.0	28.4	-3.1	70.2	235.0	195.9	35.6	-21.4	-14.8	109.0	39.9
광고	0.0	0.0	0.0	34.4	34.4	34.4	34.4	0.0	-24.4	8.6	23.8	8.3
초상 외	49.6	0.0	86.2	23.4	87.7	54.1	31.9	10.0	-50.4	34.7	43.4	7.5
원가 추정												
매출원가	55.5	64.4	51.9	73.7	61.3	71.7	86.5	68.7	186.1	245.5	288.2	348.3
% to sales	63.4	54.9	56.2	61.4	53.4	58.9	69.1	58.0	61.5	58.8	60.0	62.8
% YoY	22.5	61.0	39.1	16.1	10.5	11.4	66.8	-6.8	-4.9	31.9	17.4	20.8
판매관리비	14.7	27.6	22.9	32.4	28.8	25.5	24.7	33.8	80.2	97.6	112.8	126.1
% to sales	16.8	23.6	24.8	26.9	25.1	21.0	19.7	28.5	26.5	23.4	23.5	22.7
% YoY	-3.1	54.6	30.7	9.1	95.7	-7.5	7.9	4.3	7.4	21.7	15.6	11.7
이익 추정												
매출총이익	32.1	52.8	40.4	46.4	53.5	50.1	38.7	49.7	116.6	171.7	192.0	206.2
% YoY	38.9	52.6	89.1	23.8	66.9	-5.1	-4.2	7.1	4.2	47.3	11.8	7.4
매출총이익률 (%)	36.6	45.1	43.8	38.6	46.6	41.1	30.9	42.0	38.5	41.2	40.0	37.2
영업이익	17.4	25.2	17.5	14.1	24.7	24.5	14.0	15.9	36.2	74.1	79.2	80.1
% YoY	122.6	50.6	355.1	78.8	42.4	-2.6	-20.0	13.5	-2.5	104.5	6.9	1.2
영업이익률 (%)	19.8	21.5	18.9	11.7	21.5	20.2	11.2	13.5	12.0	17.8	16.5	14.5

자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

에스엠 실적 추정 내역 (IFRS 연결)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출 추정												
연결 매출	154.2	186.4	154.4	206.5	169.4	194.1	204.8	291.5	579.9	701.6	859.9	1,042.1
% YoY	6.6	37.2	34.2	12.1	9.9	4.1	32.7	41.1	-11.8	21.0	22.6	21.2
본사 매출	87.6	117.2	92.2	120.2	114.9	121.8	125.2	118.4	302.6	417.2	480.3	554.5
% YoY	28.0	57.1	57.3	19.0	31.2	3.9	35.7	-1.5	-1.6	37.8	15.1	15.5
자회사 합산	66.7	69.2	62.1	86.4	54.6	72.3	79.6	173.1	277.2	284.4	379.6	487.6
% YoY	-12.7	12.9	10.2	3.8	-18.1	4.5	28.1	100.4	-20.9	2.6	33.5	28.4
SM C&C	26.4	32.6	28.6	52.2	22.0	35.9	31.4	57.4	130.6	139.7	146.7	161.4
% YoY	-22.1	22.8	5.0	21.4	-16.6	10.0	10.0	10.0	-21.7	7.0	5.0	10.0
SM Japan	19.1	21.7	19.2	19.1	31.1	20.3	25.6	33.3	34.9	79.1	110.4	127.6
% YoY	33.3	186.1	63.9	1,336.0	63.2	-6.4	33.3	74.6	-56.0	126.4	39.6	15.6
Dream Maker	4.3	4.3	3.7	8.4	4.2	8.4	18.8	32.2	21.9	20.7	63.5	111.4
% YoY	8.0	-20.4	-35.8	25.0	-2.8	94.8	407.4	284.1	-72.5	-5.3	206.9	75.4
디어유	8.9	9.5	10.7	-10.7	0.0	0.0	0.0	0.0	19.0	18.4	0.0	0.0
% YoY	423.5	126.2	81.4	적전	적지	적지	적지	적지	N/A	-3.2	적지	적지
키이스트	11.0	8.1	4.9	22.5	13.7	8.9	5.4	24.8	48.1	46.5	52.7	58.0
% YoY	-65.0	-58.7	-17.4	흑전	24.2	10.0	10.0	10.0	-52.0	-3.3	13.4	10.0
이익 추정												
연결 영업이익	15.4	27.5	14.1	10.6	19.2	23.0	27.9	18.5	6.5	67.5	88.6	106.6
% YoY	815.6	108.9	흑전	684.6	25.0	-16.4	98.2	75.3	-83.9	939.6	31.3	20.3
영업이익률 (%)	10.0	14.7	9.1	5.1	11.3	11.8	13.6	6.4	1.1	9.6	10.3	10.2
본사 영업이익	17.4	25.2	17.5	14.1	24.7	24.5	14.0	15.9	36.2	74.1	79.2	80.1
% YoY	122.6	50.6	355.1	78.8	42.4	-2.6	-20.0	13.5	-2.5	104.5	6.9	1.2
영업이익률(%)	19.8	21.5	18.9	11.7	21.5	20.2	11.2	13.5	12.0	17.8	16.5	14.5
자회사 영업이익	-2.0	2.3	-3.4	-3.5	-5.5	-1.6	13.9	2.6	-29.7	-6.6	9.4	26.5
% YoY	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	흑전	흑전	적전	적지	흑전	180.5
SM C&C	-3.1	0.5	-0.4	4.2	-3.1	0.5	-0.4	4.2	-4.4	1.2	1.3	1.3
% YoY	적지	흑전	적지	61.8	적지	0.0	적지	0.0	적전	흑전	5.1	0.0
SM Japan	-1.5	-1.5	-2.1	-1.3	-1.3	0.7	1.7	2.3	-10.3	-6.4	3.4	11.9
% YoY	적지	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전	255.6
Dream Maker	-0.5	-0.7	-1.0	-0.7	-0.6	-0.6	3.3	0.3	-1.1	-2.9	2.4	2.6
% YoY	적지	적지	적지	적전	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	흑전	10.0
디어유	3.2	3.4	4.2	-4.2	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.3	6.6	N/A	N/A
% YoY	흑전	흑전	366.7	적전	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	흑전	N/A	N/A
키이스트	0.9	-1.0	-0.7	1.7	-0.3	-1.0	12.3	-1.0	1.7	1.0	10.1	15.8
% YoY	-61.5	적지	적지	15.6	적전	적지	흑전	적전	흑전	-39.1	895.0	56.3
SM Beijing	1.7	0.9	-0.5	-0.5	1.7	0.9	-0.5	-0.5	0.8	1.6	1.6	2.1
% YoY	750.0	325.0	적전	적전	0.0	0.0	적지	적지	흑전	93.8	0.0	35.5

주: 디어유는 4Q21 이후 연결법인 제외
자료: 에스엠, 메리츠증권 리서치센터

에스엠(041510)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	579.9	701.6	859.9	1,042.1	1,146.4
매출액증가율(%)	-11.8	21.0	22.6	21.2	10.0
매출원가	381.1	437.2	476.1	545.8	600.4
매출총이익	198.8	264.4	383.8	496.4	546.0
판매비와관리비	192.3	196.9	295.2	389.8	427.8
영업이익	6.5	67.5	88.6	106.6	118.2
영업이익률(%)	1.1	9.6	10.3	10.2	10.3
금융손익	-9.4	1.2	-2.0	-1.5	-0.7
중속/관계기업관련손익	-13.0	96.4	2.3	2.3	0.0
기타영업외손익	-24.6	8.1	3.3	8.1	3.3
세전계속사업이익	-40.6	173.1	107.1	124.9	120.9
법인세비용	39.8	39.9	34.7	40.4	35.4
당기순이익	-80.3	133.2	72.5	87.3	85.5
지배주주지분 순이익	-70.2	133.5	64.0	82.7	75.5
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	646.5	769.5	953.0	1,094.7	1,222.7
현금및현금성자산	297.5	331.3	418.2	448.6	513.1
매출채권	136.5	97.3	119.3	144.6	159.1
재고자산	11.4	14.4	17.7	21.4	23.5
비유동자산	422.4	545.5	545.6	578.9	595.7
유형자산	91.5	66.6	39.9	38.1	36.8
무형자산	177.9	144.8	133.5	124.6	117.5
투자자산	97.5	179.9	218.1	262.0	287.2
자산총계	1,068.9	1,314.9	1,498.6	1,673.6	1,818.4
유동부채	433.8	400.7	509.0	592.5	651.5
매입채무	177.6	169.2	207.4	251.4	276.5
단기차입금	6.5	2.7	2.7	2.7	2.7
유동성장기부채	22.3	0.9	19.6	0.0	0.0
비유동부채	18.9	125.8	133.5	142.3	147.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	452.7	526.5	642.4	734.8	798.8
자본금	11.7	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	310.4	361.6	361.6	361.6	361.6
기타포괄이익누계액	-5.2	-12.7	-12.7	-12.7	-12.7
이익잉여금	95.4	235.8	295.1	367.5	438.3
비지배주주지분	184.3	172.2	180.7	190.9	200.9
자본총계	616.1	788.4	856.2	938.8	1,019.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	45.4	122.6	123.9	139.5	117.6
당기순이익(손실)	-80.3	133.2	72.5	87.3	85.5
유형자산감가상각비	30.8	26.8	26.8	1.8	1.3
무형자산상각비	40.9	37.2	11.3	8.9	7.1
운전자본의 증감	-25.7	11.0	36.0	41.5	23.7
투자활동 현금흐름	-42.5	-82.6	-75.3	-89.8	-51.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-8.1	-22.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	0.2	16.1	-38.2	-44.0	-25.1
재무활동 현금흐름	16.2	-6.8	18.4	-19.2	-1.8
차입금증감	-33.4	54.0	23.1	-14.5	2.9
자본의증가	65.1	51.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	12.5	33.8	67.0	30.5	64.4
기초현금	285.0	297.5	331.3	398.3	428.8
기말현금	297.5	331.3	398.3	428.8	493.2
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	24,729	29,770	36,163	43,818	48,200
EPS(지배주주)	-2,992	5,667	2,691	3,476	3,175
CFPS	3,745	6,225	5,237	5,884	5,462
EBITDAPS	3,336	5,580	5,327	4,932	5,323
BPS	18,412	25,951	28,402	31,447	34,423
DPS	0	200	200	200	200
배당수익률(%)	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	-9.9	13.1	25.8	20.0	21.9
PCR	7.9	11.9	13.3	11.8	12.7
PSR	1.2	2.5	1.9	1.6	1.4
PBR	1.6	2.9	2.4	2.2	2.0
EBITDA	78.2	131.5	126.7	117.3	126.6
EV/EBITDA	7.1	11.6	10.5	10.6	9.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-16.0	25.5	9.9	11.6	9.6
EBITDA이익률	13.5	18.7	14.7	11.3	11.0
부채비율	73.5	66.8	75.0	78.3	78.3
금융비용부담률	0.7	0.6	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	1.5	16.5	15.1	17.5	20.4
매출채권회전율(x)	4.4	6.0	7.9	7.9	7.6
재고자산회전율(x)	44.3	54.3	53.6	53.4	51.0

하나투어(039130) 과점화는 없었다

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

Hold

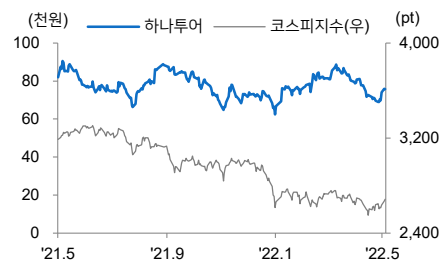
적정주가 (12개월)	67,000원
현재주가 (5. 31)	75,700원
상승여력	-11.5%

KOSPI	2,685.90pt
시가총액	10,552억원
발행주식수	1,604만주
유동주식비율	70.20%
외국인비중	7.92%
52주 최고/최저가	90,455원/62,420원
평균거래대금	107.4억원

주요주주(%)	
하모니아1호 유한회사 외 10 인	16.81
국민연금공단	7.28

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.2	16.9	-13.5
상대주가	-5.9	23.5	3.2

주가그래프



시장 기대보다 높아지는 비용들

- 1분기 하나투어의 연결 영업적자는 297억원으로 시장 기대치를 하회. 4분기 증가한 비용이 1분기 이어지고 있어 현재의 일부 영업 정상화에 필요한 고정비 수준 상향 조정. 저임금 노동자 감소에 따른 평균 임금 상승분 반영
- 동사는 광고 모델을 기용해 이미지 쇄신에 나서고 있음. 영업에 필요한 최소 고정비 부담 및 마케팅 비용 가정을 상향하며 2022년 영업이익 추정치를 기존 -1,075억원에서 -1,144억원으로 하향함

기대했던 산업 구조조정은 없었다

- 시장이 기대했던 1) 상위 사업자로의 과점화, 2) 젊은 인구의 PKG 흡수 등은 나타나고 있지 않음. 당사는 코로나 이전의 구조적 산업 축소 방향성이 지속될 것으로 전망
- 동사는 주당 가격은 59,700원으로 210만주(기존 주식의 15%)의 유상증가 계획을 발표함. 유상증자를 통한 자금은 당분간 버틸 유동성이 되어줄 것. 다만 주주 가치 희석은 불가피. 이를 반영, 적정주가 67,000원으로 하향
- 야놀자와 같은 국내 레저 사업자의 사업 확장으로 코로나 이전 보였던 PKG 시장 축소 속도 더욱 가팔라질 것
- 2018년 인천공항 제2터미널 오픈 당시에도 PKG 1위 사업자라는 동사의 포지션으로 인해 산업 내 가장 큰 주가 변동성을 기록한 바 있음. 완전 회복을 앞둔 유럽/미주의 주가 동향에서도 해외 여행 정상화가 시작된 현 시점이 주가의 고점일 가능성 높다는 점을 가리키고 있음. PKG의 느린 회복 속도 확인되며 주가는 정상화될 것

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	109.6	-114.9	-172.0	-12,365	1,465.3	9,451	-4.4	5.8	-20.3	-108.9	461.2
2021	40.3	-127.3	-44.0	-3,079	-68.6	5,972	-23.7	12.2	-12.8	-39.9	645.5
2022E	87.0	-114.4	-109.7	-7,236	53.8	6,296	-10.5	12.0	-13.3	-117.8	558.4
2023E	337.9	18.6	11.0	606	-109.6	6,172	125.0	12.3	31.6	10.3	566.3
2024E	398.8	59.7	38.8	2,137	217.4	8,310	35.4	9.1	13.4	29.5	409.5

시장의 과점화 및 과거 이벤트 측면에서의 주가 흐름 check

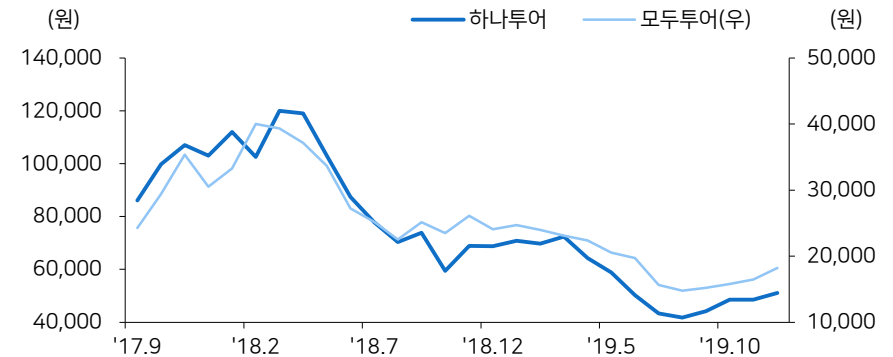
2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

브랜드별 무차별한 홈쇼핑 해외 여행 콜 수: 과점화 가정 깨져

여행사	홈쇼핑 채널	여행지	방송일	예상 판매액	판매 건수
교원KRT	CJ온스타일	유럽 패키지 5선	2021.10.31	130억원	3,600건
인터파크투어	롯데홈쇼핑	터키, 두바이, 스페인, 이집트	2021.10.31		8,600건
온라인투어	현대홈쇼핑	괌 호텔 숙박권	2021.10.31		
온라인투어	NS홈쇼핑	괌 리조트 숙박권	2021.11.06		
참좋은여행	롯데홈쇼핑	스페인/이집트/스위스	2021.11.07	400억원	4,500건
모두투어	GS샵	스페인, 포르투갈/터키	2021.11.14		4,500건
롯데관광개발	현대홈쇼핑	스위스	2021.11.14		4,100건
교원KRT	롯데홈쇼핑	사이판	2022.02.02		6,700건
교원KRT	롯데홈쇼핑	필리핀 클락 골프	2022.03.13		
교원KRT	CJ온스타일	하와이	2022.03.17	90억원	1,200건
인터파크투어	롯데홈쇼핑	유럽 패키지 2선	2022.03.20	180억원	2,500건
교원KRT	CJ온스타일	스페인, 이탈리아	2022.03.27	150억원	2,800건
참좋은여행	롯데홈쇼핑	스위스, 북유럽, 동유럽	2022.03.27	580억원	5,210건
인터파크투어	현대홈쇼핑	하와이	2022.03.27	140억원	6,000건
롯데관광개발	현대홈쇼핑	북유럽 4개국	2022.04.03	260억원	1,600건
헬로우팡	GS샵	태국 골프	2022.04.03		
인터파크투어	홈쇼핑	스페인/터키	2022.04.03		
모두투어	GS홈쇼핑	두바이+터키/스페인	2022.04.10	120억원	
노랑풍선	롯데홈쇼핑	베트남 다낭	2022.04.16		2,600건
참좋은여행	롯데홈쇼핑	터키	2022.04.17		3,100건
롯데관광개발	홈쇼핑	사이판 월드리조트	2022.04.23		
롯데관광개발	현대홈쇼핑	노르웨이, 핀란드, 스웨덴	2022.04.24		
온라인투어	NS홈쇼핑	LA, 라스베이거스, 샌프란시스코	2022.05.15		
노랑풍선	GS홈쇼핑	괌 닥 호텔+항공권	2022.05.17,19		

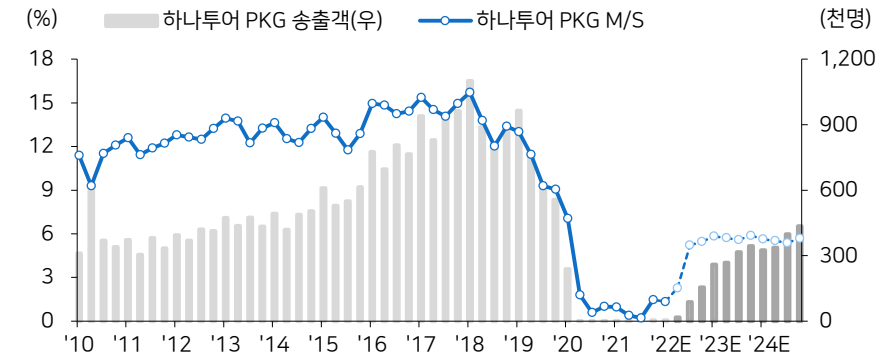
자료: 언론 자료를 메리츠증권 리서치센터에서 정리

인천 2터미널 오픈 이벤트 당시, 2터미널 가동 시작 시점이 주가 고점 형성



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

하나투어 PKG M/S 코로나 회복 후 6% 안착 예상



자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

유상증자를 반영한 하나투어의 신규 적정주가는 67,000원

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

하나투어 적정주가 산정

(십억원)	가치	주당가치	밸류에이션 방법
하나투어 본사	894.7	55,782	2024 PER 20배 (1)
JP 가치	73.7	4,596	2024 PER 20배, 지분율 54% 적용 (2)
순현금	101.6	6,334	2023말 기준 예상 보유 현금 (3)
Total	1,070	66,712	(1)+(2)+(3). 유상증자 210만주를 반영한 수치

자료: 메리츠증권 리서치센터

하나투어 12M Fwd PER



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

하나투어 유상증자 일정

일시	내용
2002.03.25	이사회 결의
2022.03.25	증권신고서(예비투자설명서) 제출
2022.03.25	신주발행공고 및 명의개서 정지 공고
2022.04.22	정정 이사회 결의
2022.05.09	1차 발행가액 확정 (59,700원)
2022.05.11	권리락
2022.05.12	신주배정기준일(주주확정)
2022.05.25	신주배정 통지
2022.06.02~2022.06.09	신주인수권증서 상장 및 거래
2022.06.10	신주인수권증서 상장폐지
2022.06.15	확정 발행가액 산정
2022.06.16	확정 발행가액 확정 공고
2022.06.20	우리사주 청약
2022.06.20~2022.06.21	구주주 청약
2022.06.22	일반공모 청약 공고
2022.06.23~2022.06.24	일반공모 청약
2022.06.28	주금납입/환불/배정공고
2022.07.12	주권유통 개시일
2022.07.12	신주상장 예정일

자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

하나투어 실적 추정 내역

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

하나투어 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2.0	2.8	2.3	3.7	2.6	4.7	10.5	16.8	10.8	34.7	236.9	288.1
% YoY	-97.0	5.5	-15.8	-74.3	32.0	67.7	356.1	361.0	-87.4	222.2	582.1	21.6
영업비용	34.3	19.4	23.5	31.1	26.5	32.3	34.0	38.0	108.3	130.8	220.7	241.6
% YoY	-55.1	-31.4	1.4	40.6	-22.6	66.6	44.6	22.0	-27.8	20.8	68.7	9.4
% 매출액 대비	1,712.9	688.5	1,019.0	852.1	1,004.7	683.9	323.0	225.5	1,004.7	376.6	93.2	83.8
영업이익	-32.3	-16.6	-21.2	-27.5	-23.9	-27.6	-23.5	-21.1	-97.5	-96.1	16.2	46.6
% YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	187.2
영업이익률(%)	-1,612.9	-588.5	-919.0	-752.1	-904.7	-583.9	-223.0	-125.5	-904.7	-276.6	6.8	16.2
Key assumptions (천명)												
출국자수	130.2	122.3	249.6	301.2	297.1	770.4	1,666.5	2,833.2	803.2	5,567.2	20,643.3	26,920.8
% YoY	-96.2	222.4	78.5	144.8	128.2	530.1	567.7	840.8	-78.2	593.1	270.8	30.4
패키지승객	1.2	0.5	0.5	4.4	3.9	17.5	87.0	154.8	6.7	263.2	1,187.4	1,494.6
% YoY	-99.5	-30.1	-33.1	255.5	215.6	3,561.1	15,912.9	3,413.5	-97.2	3,843.0	351.2	25.9
항공권승객	6.4	5.6	9.2	12.5	11.6	31.9	1.2	44.0	33.7	88.7	1,228.0	2,185.1
% YoY	-98.3	-40.8	-20.0	33.8	80.7	464.8	-86.5	252.0	-91.7	163.1	1,284.4	77.9
패키지M/S (%)	1.0	0.4	0.2	1.5	1.3	2.3	5.2	5.5	0.8	4.7	5.8	5.6
%p YoY	-6.1	-1.4	-0.4	0.5	0.4	1.9	5.0	4.0	-5.7	3.9	1.0	-0.2

자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

하나투어 실적 추정 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	7.0	8.9	11.5	12.9	9.8	11.3	30.2	35.6	40.3	87.0	337.9	398.8
% YoY	-93.7	-7.4	14.3	흑전	40.2	28.1	162.4	176.1	-63.3	116.0	288.6	18.0
하나투어본사	2.0	2.8	2.3	3.7	2.6	4.7	10.5	16.8	10.8	34.7	236.9	288.1
% YoY	-97.0	5.5	-15.8	-74.3	32.0	67.7	356.1	361.0	-87.4	222.2	582.1	21.6
종속회사	7.0	7.1	6.6	6.8	6.7	8.0	12.9	11.9	27.5	39.5	64.9	67.9
% YoY	-85.6	-12.7	-40.4	17.4	-4.4	12.4	94.7	76.3	-62.6	43.7	64.4	4.7
영업이익	-41.7	-23.9	-26.5	-35.2	-29.7	-34.3	-26.9	-23.5	-127.3	-114.4	18.6	59.7
% YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	220.3
OPM (%)	-595.7	-270.2	-230.3	-272.8	-302.3	-302.0	-89.2	-66.1	-316.2	-131.5	5.5	15.0
하나투어본사	-32.3	-16.6	-21.2	-27.5	-23.9	-27.6	-23.5	-21.1	-97.5	-96.1	16.2	46.6
% YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	187.2
종속회사	-9.4	-7.3	-5.3	-7.7	-5.8	-6.6	-3.5	-2.4	-29.7	-18.3	2.4	13.1
% YoY	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	444.9

자료: 하나투어, 메리츠증권 리서치센터

하나투어(039130)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	109.6	40.3	87.0	337.9	398.8
매출액증가율(%)	-82.2	-63.3	116.0	288.6	18.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	109.6	40.3	87.0	337.9	398.8
판매비와관리비	224.4	167.6	193.4	319.3	339.1
영업이익	-114.9	-127.3	-114.4	18.6	59.7
영업이익률(%)	-104.8	-316.2	-131.5	5.5	15.0
금융손익	-6.8	-7.4	-3.7	-2.6	-1.9
종속/관계기업관련손익	-4.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-63.7	59.5	0.3	0.3	0.3
세전계속사업이익	-189.5	-75.3	-114.0	18.3	58.0
법인세비용	-30.7	-4.8	1.1	5.1	15.6
당기순이익	-218.6	-70.5	-115.0	13.2	42.0
지배주주지분 순이익	-172.0	-44.0	-109.7	11.0	38.8
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	208.3	166.2	304.0	427.2	537.1
현금및현금성자산	101.9	105.7	199.7	248.5	301.1
매출채권	9.3	11.3	24.3	94.5	111.5
재고자산	2.0	1.7	9.3	24.4	57.5
비유동자산	494.9	264.4	144.4	114.7	91.0
유형자산	98.4	13.4	33.3	27.2	23.2
무형자산	42.0	32.9	25.6	19.9	15.5
투자자산	37.0	25.4	33.1	39.0	40.4
자산총계	703.3	430.6	448.5	541.9	628.1
유동부채	173.3	172.5	179.7	250.1	290.9
매입채무	7.0	8.9	19.2	74.6	88.0
단기차입금	23.9	16.6	16.6	16.6	16.6
유동성장기부채	6.8	4.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	404.7	200.3	200.7	210.5	214.0
사채	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
장기차입금	94.9	10.5	10.5	10.5	10.5
부채총계	578.0	372.8	380.4	460.6	504.8
자본금	7.0	7.0	8.0	8.0	8.0
자본잉여금	239.1	63.6	187.9	187.9	187.9
기타포괄이익누계액	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0
이익잉여금	-79.5	46.5	-63.2	-52.2	-13.5
비지배주주지분	-9.7	-27.6	-32.9	-30.6	-27.5
자본총계	125.3	57.8	68.1	81.3	123.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	-132.9	-107.3	-94.2	50.9	42.1
당기순이익(손실)	-218.6	-70.5	-115.0	13.2	42.0
유형자산감가상각비	52.4	30.1	30.1	6.1	4.0
무형자산상각비	8.9	9.4	7.3	5.7	4.4
운전자본의 증감	-55.3	-22.2	-19.5	23.9	-9.3
투자활동 현금흐름	87.0	219.7	79.1	20.3	10.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-4.0	-2.5	-50.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	6.0	11.7	-7.7	-5.9	-1.4
재무활동 현금흐름	37.9	-109.4	109.0	-22.4	0.2
차입금증감	-63.0	-199.4	-16.3	-22.4	0.2
자본의증가	128.9	-175.5	125.4	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-9.0	3.8	94.0	48.8	52.7
기초현금	110.9	101.9	105.7	199.7	248.5
기말현금	101.9	105.7	199.7	248.5	301.1
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	7,877	2,818	5,735	18,631	21,984
EPS(지배주주)	-12,365	-3,079	-7,236	606	2,137
CFPS	-4,822	-5,725	-4,611	1,914	3,797
EBITDAPS	-3,856	-6,145	-5,079	1,677	3,750
BPS	9,451	5,972	6,296	6,172	8,310
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-4.4	-23.7	-10.5	125.0	35.4
PCR	-11.3	-12.7	-16.4	39.6	19.9
PSR	6.9	25.9	13.2	4.1	3.4
PBR	5.8	12.2	12.0	12.3	9.1
EBITDA	-53.6	-87.8	-77.0	30.4	68.0
EV/EBITDA	-20.3	-12.8	-13.3	31.6	13.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-108.9	-39.9	-117.8	10.3	29.5
EBITDA이익률	-49.0	-218.1	-88.6	9.0	17.1
부채비율	461.2	645.5	558.4	566.3	409.5
금융비용부담률	8.2	19.0	6.1	1.4	1.2
이자보상배율(x)	-12.9	-16.6	-21.6	3.8	12.9
매출채권회전율(x)	2.2	3.9	4.9	5.7	3.9
재고자산회전율(x)	6.1	21.6	15.8	20.1	9.7

GKL(114090) 중국 규제 방향성 전환을 기다리며

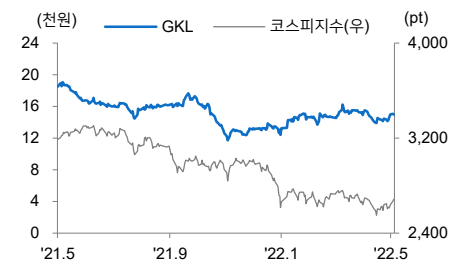
Analyst 이효진 02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	15,000원
현재주가 (5. 31)	15,000원
상승여력	0.0%
KOSPI	2,685.90pt
시가총액	9,278억원
발행주식수	6,186만주
유동주식비율	48.99%
외국인비중	2.60%
52주 최고/최저가	19,050원/11,700원
평균거래대금	43.4억원
주요주주(%)	
한국관광공사	51.00
국민연금공단	7.91

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.2	28.2	-20.8
상대주가	-2.9	35.5	-5.6

주가그래프



코로나전 중국 GP 기여 1천억원에 달해 규제 방향성 전환까지 보수적 접근 필요

- 일본은 코로나 이전 수준으로 회복 가능할 것. 다만 코로나 기간 중국 카지노 규제 강화로 보수적 접근 필요
- 對중국 카지노 매출 비중은 코로나 전 기준 약 30%. 관련 매출의 17-19년 GP 기여는 약 1천억원. 당사가 코로나 완전 회복을 가정하는 24년 동사의 예상 영업이익을 544억원으로 2019년 대비 500억원 낮게 추정하는 근거
- 10월 중국 정치 이벤트 대기하고 있어 단기간 카지노 규제 방향성 전환 기대는 어려운 상황

하반기 영업장 이전 이벤트 제외, 리오프닝 전반의 주가 흐름 따를 것

- 2021년 12월 Suncity 대표의 중국 공안 체포와 함께 아시아 카지노 주식들 동반 급락
- 2월 전후 한국 리오프닝 주식 전반의 반등 경험. 그러나 2분기 해외 여행 본격화되고 있는 만큼 주가적 고점 지난 것으로 판단됨
- 일본 여행 재개 본격화와 용산 드래곤시티로의 이전 시 주가의 소사이클 형성할 것이나 큰 틀에서는 리오프닝 전반의 주가 흐름을 따를 것으로 예상
- 적정주가 15,000원과 Hold 투자의견 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	184.5	-88.8	-64.3	-1,040	-188.9	7,863	-16.1	2.1	-16.0	-12.0	45.7
2021	85.1	-145.8	-113.3	-1,831	76.1	6,201	-7.2	2.1	-5.9	-26.0	38.5
2022E	212.3	-67.9	-53.2	-861	-53.0	5,340	-17.4	2.8	-25.9	-14.9	55.8
2023E	438.9	49.5	36.5	589	-168.5	5,350	25.5	2.8	9.2	11.0	43.9
2024E	509.8	54.4	39.6	640	8.7	5,410	23.4	2.8	8.1	11.9	57.5

GKL 실적 추정 내역 (IFRS 연결)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
드롭액	47.8	250.4	210.5	245.3	288.5	201.2	263.1	336.9	753.9	1,089.8	2,239.5	3,114.7
중국	14.9	73.8	71.0	74.7	74.2	86.4	125.7	215.5	234.4	501.9	1,043.4	972.8
일본	0.5	1.6	0.9	1.5	2.9	2.0	26.8	72.5	4.5	104.2	845.9	1,546.0
기타	24.3	142.5	112.8	136.3	176.7	112.7	110.6	49.0	415.8	449.0	350.2	595.9
홀드율 (%)	5.3	13.5	12.3	9.6	16.0	13.2	19.4	26.3	11.4	19.5	19.7	16.5
매출액	5.3	33.0	25.3	23.5	46.9	26.4	50.8	88.2	85.1	212.3	438.9	509.8
매출원가	45.4	52.0	50.0	56.8	53.9	50.8	60.6	87.1	204.2	252.4	358.1	414.1
인건비	33.1	34.6	33.6	41.1	34.9	34.3	33.3	41.5	142.4	144.1	151.1	177.9
컴프	-0.3	0.5	0.4	0.6	0.9	0.5	6.0	11.8	1.3	19.1	51.4	64.3
세금	0.2	3.4	2.1	1.2	4.7	2.9	5.5	10.5	6.9	23.6	53.1	61.9
매출총이익	-40.1	-19.0	-24.7	-33.3	-7.0	-24.4	-9.8	1.1	-119.1	-40.1	80.8	95.7
판관비	6.5	6.9	6.3	9.0	6.2	6.6	6.1	9.0	26.7	27.9	31.3	41.3
영업이익	-46.6	-25.9	-31.0	-42.3	-13.2	-30.9	-15.9	-7.9	-145.8	-67.9	49.5	54.4
세전이익	-48.8	-23.4	-30.8	-44.3	-14.2	-28.8	-15.7	-10.7	-147.3	-68.7	47.6	54.3
순이익	-37.4	-18.1	-23.4	-34.4	-10.8	-22.3	-11.9	-8.3	-113.3	-53.2	36.5	39.6
% YoY Growth												
드롭액	-93.8	19.8	-30.9	67.7	503.4	-19.6	25.0	37.4	-47.2	44.5	105.5	39.1
매출액	-95.3	41.8	-27.3	57.5	789.4	-19.9	101.2	274.9	-52.8	143.9	106.8	16.2
영업이익	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	9.9
순이익	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	8.7
Margin (%)												
GPM	-761.6	-57.6	-97.9	-141.7	-15.0	-92.2	-19.2	1.2	-134.6	-18.9	18.4	18.8
OPM	-885.1	-78.5	-122.7	-179.8	-28.2	-117.1	-31.2	-9.0	-167.6	-32.0	11.3	10.7
NPM	-710.3	-54.7	-92.7	-146.2	-23.0	-84.3	-23.4	-9.4	-130.2	-25.1	8.3	7.8

자료: GKL, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	184.5	85.1	212.3	438.9	509.8
매출액증가율(%)	-62.4	-53.9	149.5	106.8	16.2
매출원가	238.4	204.2	252.4	358.1	414.1
매출총이익	-53.9	-119.1	-40.1	80.8	95.7
판매비와관리비	34.9	26.7	27.9	31.3	41.3
영업이익	-88.8	-145.8	-67.9	49.5	54.4
영업이익률(%)	-48.1	-171.4	-32.0	11.3	10.7
금융손익	6.7	1.0	0.8	-0.5	-0.2
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.0	-2.5	-1.5	-1.6	0.0
세전계속사업이익	-81.2	-147.3	-68.7	47.5	54.3
법인세비용	-16.8	-34.0	-16.1	11.6	13.4
당기순이익	-64.3	-113.3	-53.2	36.5	39.6
지배주주지분 순이익	-64.3	-113.3	-53.2	36.5	39.6
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	347.3	237.0	188.9	143.1	204.9
현금및현금성자산	101.9	98.5	49.8	3.9	64.0
매출채권	7.6	6.8	6.8	6.8	7.5
재고자산	3.7	3.0	2.4	2.4	2.7
비유동자산	361.2	294.3	325.7	333.2	322.0
유형자산	67.3	55.1	87.9	95.7	80.6
무형자산	7.3	6.9	6.6	6.2	5.9
투자자산	150.6	91.1	90.7	90.7	95.0
자산총계	708.5	531.3	514.6	476.2	526.9
유동부채	128.8	101.1	138.2	94.9	140.1
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	11.9	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
비유동부채	93.2	46.6	46.1	50.4	52.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	222.1	147.8	184.3	145.3	192.3
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	434.2	331.4	278.1	278.7	282.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	486.4	383.6	330.3	330.9	334.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	-139.0	-128.2	18.8	41.1	126.7
당기순이익(손실)	-64.3	-113.3	-53.2	36.5	39.6
유형자산감가상각비	38.4	35.9	36.5	43.2	43.2
무형자산상각비	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
운전자본의 증감	-81.0	-29.7	36.5	-38.9	43.6
투자활동 현금흐름	164.1	147.9	-64.0	-51.0	-32.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-6.2	-1.2	-64.1	-51.0	-28.0
투자자산의 감소(증가)	79.7	59.5	0.4	0.0	-4.4
재무활동 현금흐름	-55.1	-23.3	-3.5	-35.9	-33.7
차입금증감	-1.4	-38.8	-3.5	0.0	2.2
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-30.3	-3.4	-48.7	-45.8	60.0
기초현금	132.2	101.9	98.5	49.8	3.9
기말현금	101.9	98.5	49.8	3.9	64.0
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	2,982	1,376	3,432	7,096	8,242
EPS(지배주주)	-1,040	-1,831	-861	589	640
CFPS	-683	-1,613	-496	1,488	1,563
EBITDAPS	-811	-1,770	-502	1,504	1,583
BPS	7,863	6,201	5,340	5,350	5,410
DPS	0	0	580	580	580
배당수익률(%)	0.0	0.0	3.9	3.9	3.9
Valuation(Multiple)					
PER	-16.1	-7.2	-17.4	25.5	23.4
PCR	-24.4	-8.2	-30.2	10.1	9.6
PSR	5.6	9.6	4.4	2.1	1.8
PBR	2.1	2.1	2.8	2.8	2.8
EBITDA	-50.2	-109.5	-31.1	93.0	97.9
EV/EBITDA	-16.0	-5.9	-25.9	9.2	8.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-12.0	-26.0	-14.9	11.0	11.9
EBITDA이익률	-27.2	-128.7	-14.6	21.2	19.2
부채비율	45.7	38.5	55.8	43.9	57.5
금융비용부담률	1.9	3.2	1.0	0.5	0.4
이자보상배율(x)	-25.6	-53.9	-33.3	24.5	25.4
매출채권회전율(x)	17.6	11.8	31.4	65.0	71.8
재고자산회전율(x)	60.0	25.4	78.1	183.0	202.1

콘텐츠리중앙(036420) Covid Payback

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

Hold

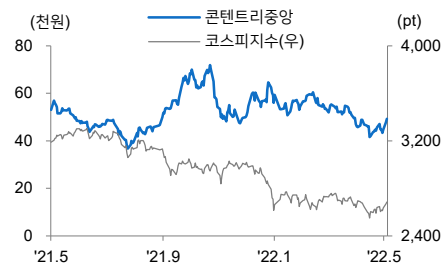
적정주가 (12개월)	54,000원
현재주가 (5. 31)	49,300원
상승여력	9.5%

KOSPI	2,685.90pt
시가총액	9,452억원
발행주식수	1,917만주
유동주식비율	57.27%
외국인비중	2.45%
52주 최고/최저가	71,900원/36,750원
평균거래대금	106.4억원

주요주주(%)	
중앙홀딩스 외 2 인	41.91
국민연금공단	11.50

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.6	-1.4	-13.5
상대주가	8.0	4.2	3.2

주가그래프



2021년 상대적 강세의 원인에서 살펴 본 2022년 주가 전망

- 동사의 주가는 리오프닝의 상대적 강세와 드라마 자회사 SLL(구 JTBC스튜디오)의 SI 투자로 가치가 부각되며 2021년 peer 대비 강세를 기록한 바 있음
- 리오프닝 주가가 고점을 이미 형성했다는 당사의 가정을 고려할 때 22년 동사 주가는 peer 대비 부진할 것으로 예상
- 2021년과 달리 시장의 자금이 이익으로 증명하는 사업자에게 몰리는 환경은 SLL 가치가 부각되기 어렵게 함. 지난해 미국 드라마 자회사 인수 후 더욱 무거워진 비용 구조를 보이고 있기 때문. 2024년까지 동사는 순적자 예상

시장 자금이 유입되는 시기가 아니라면 지주회사는 할인율이 확대될 가능성 높아

- 동사는 다량의 부채와 전환사채를 발행하며 사업 회사들을 지탱하고 있음
- 전환사채 고려 시 동사의 주식은 총 2,164만주로 현 시가총액은 약 1.1조원에 해당함
- SLL이 상장을 준비하고 있는 만큼 지주사에 해당하는 동사의 사업회사 보유 가치는 장기적으로 할인율이 적용될 가능성이 높음. 당사가 신규로 제시하는 적정주가 54,000원은 할인율을 적용하지 않은 수치
- 전환사채의 수급 부담에 더해 흑자전환의 시기가 내년으로 미뤄진 만큼 투자 선호도에서 당분간 뒤쳐질 가능성 높음

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
(십억원)											
2020	360.2	-58.8	-134.9	-8,422	-1,403.3	11,841	-4.5	3.2	33.8	-52.6	459.1
2021	677.1	-57.4	-52.5	-3,068	-69.7	9,586	-17.8	5.7	21.5	-28.4	221.8
2022E	1,051.2	-52.7	-46.3	-2,436	-21.3	6,733	-20.2	7.3	22.5	-30.4	190.8
2023E	1,254.8	9.5	-22.6	-1,177	-63.6	5,556	-41.9	8.9	14.3	-19.2	197.5
2024E	1,380.3	22.3	-23.7	-1,234	4.9	4,322	-39.9	11.4	14.3	-25.0	205.3

전환사채를 고려한 콘텐츠리중앙의 적정주가는

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

콘텐츠리중앙 적정주가 산정

(십억원)	적용 value	EBITDA	가치	주당가치	밸류에이션 방법
SLL 연결 (1)	17.7	135.8	1,312.2	60,625	SLL 지분율(54%)을 고려한 Fwd 12M EBITDA에 peer EBITDA 적용배수 18배를 적용 후 2Q23E 순차입금 가감
영화부문 (2)	5.6	43.0	1.0	46	글로벌 영화관 EBITDA 평균 7배 20% 할인한 값을 Fwd 12M EBITDA에 적용 후 2Q23E 순차입금 가감. 지분율 90.8% 반영
순차입금 (3)			141.4	6,532	1Q22말 본사 순차입금
Total			1,171.8	54,139	(1)+(2)-(3)

자료: 메리츠증권 리서치센터

콘텐츠리중앙 사모전환 사채 내역: 이를 감안한 주식수는 2,164만주

구 분	제16회 사모전환사채	제17회 사모전환사채
발행일	2020년 11월 27일	2021년 5월 14일
액면가액	29,750백만원	100,000백만원
발행가액	29,750백만원	100,000백만원
액면이자율	0.0%	0.0%
상환/만기 보장수익률	0.0%	0.0%
교환/전환 청구기간	발행일로부터 만 1년이 지난 시점부터 만기일 직전 1개월전일까지	발행일로부터 만 1년이 되는 날의 다음 날부터 사채 만기일의 5영업일 전일까지
교환/전환 가격	(주)콘텐츠리중앙 보통주 1주당 30,836원	(주)콘텐츠리중앙 보통주 1주당 43,821원
약정사항	연결회사는 상기 전환사채를 발행하면서 사채 매수인에게 조기상환청구권을 부여	연결회사는 상기 전환사채를 발행하면서 사채 매수인에게 조기상환청구권을 부여

주: 제16회 사모전환사채의 경우 당분기말 잔액은 58.5억원, 17회는 1분기말 기준 전환 시기 미달
자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

콘텐츠리중앙의 2021, 2022년 드라마 라인업

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

방영년도	제목	방영 기간	제작사	작가	연출	주연배우	총편수	비고
2021	선배, 그 림스틱 바르지마요	1.18-3.9	JTBC S	채윤	이동윤	원진아, 로운	16부	월화
	시지프스: the myth	2.17-4.8	JTBC S	이재민, 전찬호	진혁	조승우, 박신혜	16부	수목
	과물	2.19-4.10	셀트리온엔터, JTBC S	김수진	심나연	신하균, 여진구	16부	금토
	경로를 이탈하였습니다	3.15-3.16	JTBC S(드라마하우스)	최이소	장지연	남지현, 박지영	2부	월화
	아이를 찾습니다	3.22-3.23	JTBC S(드라마하우스)	김보라	조용원	박혁권, 장소연	2부	월화
	로스쿨	4.14-6.9	공감동하우스, 스튜디오피닉스, JTBC S	서인	김석윤	김명민, 류혜영, 이정은	16부	수목
	언더커버	4.23-6.12	Story TV, JTBC S	백철현, 송지훈, 정해은	송현욱	지진희, 김현주	16부	금토
	월간 집	6.16-8.5	JTBC S(드라마하우스)	명수현	이창민	김지석, 정소민	16부	수목
	알고 있지만	6.19-8.21	비온드J, 스튜디오N, JTBC S	정원	김가람	송강, 한소희	10부	토
	인간실격	9.4-10.24	씨제스엔터, JTBC S(드라마하우스)	김지혜	허진호, 박홍수	전도연, 류준열	16부	금토
	너를 닮은 사람	10.13-12.2	셀트리온엔터, JTBC S	유보라	임현욱	고현정, 신현빈, 김재영	16부	수목
	구경이	10.30-12.5	키이스트	성초이	이정흠	이영애	12부	금토
	IDOL: The Group	11.8-12.14	JTBC S, 미디어그룹테크투	정윤정	노종찬	안희연, 광시양, 김민규	12부	월화
	공작도시	12.8-22.02.10	하이스토리디앤씨, JTBC스튜디오	손세동	황기용	수애, 김강우	20부	수목
	한사람만	12.20-22.02.08	키이스트, JTBC S	문정민	오현중	안은진, 박수영(레벨 조이)	16부	월화
	D.P	8.27	클라이맥스스튜디오	김보통, 한준희	한준희	정해인, 구교환, 김성균	6부	NFX
	지옥	11.19	클라이맥스스튜디오	최규석	연상호	유아인, 박정민	6부	NFX
2022	설강화	12.18-22.01.30	JTBC S(드라마하우스)	유현미	조현탁	정해인, 지수(블랙핑크)	16부	Disney
	기상청 사람들	2.12-4.3	엔피오 Ent, JTBC S	선영	차영훈	박민영, 송강, 윤박	16부	토일
	서른, 아홉	2.16-3.31	JTBC S, 롯데컬처웍스	유영아	김상호	손예진, 전미도	12부	수목
	그린마더스클럽	4.6-5.26	JTBC S, 메가폰	신이원	라하나	이요원, 추자현	16부	수목
	나의 해방일지	4.9-5.29	스튜디오피닉스, 초록뱅, JTBC S	박해영	김석윤	이민기, 김지원	16부	토일
	클리닝업	6.4-7.24	JTBC S(드라마하우스)	최경미	윤성식	염정아, 전소민, 나인우	16부	토일
	인사이드	6.8-7.28	에이스팩토리, JTBC S	문만세	민연홍	강하늘, 이유영	16부	수목
	재벌집 막내아들	8.6-9.25	JTBC S, 래몽래인	김태희, 장은재	정대운	송중기	16부	토일
	날아올라라 나비		지앤지프로덕션, JTBC S	박연선	김다예, 김보경	김향기, 최다니엘, 오윤아	16부	
	모범형사2					손현주, 장승조, 김효진	16부	
	디 앰파이어: 법의 제국				유현기	김선아, 이미숙, 안재욱	16부	
	대행사					이보영		
	사랑의 이해			이서현, 이현정	조영민	유연석, 문가영		
	지금 우리 학교는	1.28	필름몬스터 by JTBC S	전성일	이재규, 김남수	윤찬영, 박지후, 조이현	6부	NFX
	종이의 집: 공동경제구역	6.24	콘텐츠 지음(Jcon)	류용재	김홍선	유지태, 박해수, 김윤진		NFX
	정미(영화)		클라이맥스스튜디오	연상호	연상호	강수연, 류경수		NFX
	안나라수마나라	5.6	콘텐츠 지음(Jcon)	김민정	김성윤	지창욱, 최성은		NFX
	모범가족		프로덕션 H	이재곤	김진우	정우, 박휘순, 윤진서		NFX
	수리남		영화사 월광, 퍼펙트스톰필름	윤종빈, 권성휘	윤종빈	하정우, 황정민	6부	NFX
	카지노		BA엔터테인먼트, 씨제스엔터테인먼트, 아크미디어	강윤성	강윤성	최민식, 허성태		Disney
	아직 최선을 다하지 않았을 뿐	2.18	SLL, 하우픽처스, 메가박스중앙플러스엠, 호두앤유치터스	박희권, 박은영	임태우	박해준		Tving
	괴이	4.29	SD, 클라이맥스 스튜디오	연상호, 류영재	장건재	구교환, 신현빈, 김지영	6부	Tving
	장미맨션	5.13	JTBC S, 비에이Ent, 필름몬스터	유갑열	창감독	임지연, 윤균상		Tving
	몸값		SLL, 클라이맥스 스튜디오	전우성	전우성	진성규, 전종서		Tving

주: JTBC S는 SLL의 전신인 JTBC스튜디오를 의미
자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

콘텐츠리중앙의 실적 전망 (IFRS 연결)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
스튜디오올루랄라 별도 (舊 JTBC스튜디오)												
매출액	84.1	77.5	58.0	142.2	77.5	118.4	103.7	111.9	207.9	361.7	411.4	440.3
작품 방영 매출	26.9	20.7	16.9	30.5	23.8	20.3	39.9	31.3	73.8	80.5	115.4	131.6
작품당 매출액	6.5	7.2	10.0	8.1	7.9	6.5	10.0	7.8	5.5	6.5	8.2	8.6
작품수 (편)	4.1	2.9	1.7	3.8	3.0	3.1	4.0	4.0	12.7	12.4	14.1	15.1
SLL IP신규 보유(편)	2.1	2.9	0.8	1.9	1.5	1.6	2.0	2.0	13.0	12.4	16.0	16.0
VOD매출	16.8	28.3	13.5	25.2	15.3	25.9	17.9	18.7	18.9	23.8	30.1	37.0
드라마	6.5	5.4	3.5	8.3	7.3	7.6	9.9	5.2	18.9	23.8	30.1	37.0
편당 VOD	1.6	1.9	2.1	2.2	2.4	2.4	2.4	1.3	1.5	1.9	2.1	2.3
드라마 외	10.3	22.8	10.0	16.9	8.0	18.3	8.0	13.5	53.0	60.0	47.7	47.7
해외판권	34.2	21.6	21.5	35.1	22.1	27.6	48.8	42.4	85.8	112.5	140.9	157.4
드라마 (중국 외)	29.6	18.7	15.8	31.7	22.1	24.5	42.7	38.8	60.5	95.7	128.2	144.1
중국 向	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
드라마 외	4.6	2.9	5.8	3.4	0.0	3.1	6.1	3.6	25.3	16.7	12.7	13.4
영업이익	13.1	-0.8	-4.7	21.2	0.7	5.1	3.9	12.1	14.7	28.7	21.9	38.0
영업이익률(%)	15.5	-1.1	-2.9	9.5	0.6	2.3	1.5	4.6	7.1	5.3	2.6	4.1
메가박스												
매출액	18.1	23.1	30.9	32.7	22.5	41.4	49.4	71.3	105.8	104.8	184.7	308.3
상영매출	12.5	12.6	21.0	20.3	15.3	25.7	32.4	46.5	54.0	66.5	119.9	216.9
매점매출	0.7	1.7	2.0	3.1	2.0	6.9	8.2	14.9	16.2	7.6	32.0	58.5
기타매출	3.8	4.7	4.5	4.7	3.1	5.6	5.0	5.1	15.9	17.7	18.8	15.9
% YoY	-56.0	65.8	4.8	53.7	24.4	79.3	60.0	117.9	-67.7	-1.0	76.2	67.0
상영매출	-44.9	100.1	50.2	85.4	22.2	103.8	54.1	128.9	-71.7	-1.0	76.2	67.0
매점매출	-89.8	-26.0	-52.4	14.7	185.7	294.2	300.1	380.0	-73.7	23.2	80.4	80.9
기타매출	-36.6	41.5	-2.4	136.1	-18.6	20.0	10.0	10.0	-54.1	-53.1	320.8	83.1
영업이익	-19.0	-17.9	-17.8	-16.0	-19.1	-10.8	-13.2	-1.7	-65.5	-70.7	-44.8	-2.2
영업이익률(%)	-105.1	-77.3	-57.6	-49.0	-85.0	-26.1	-26.7	-2.3	-61.9	-67.5	-24.3	-0.7
Total												
매출액	120.1	140.9	195.7	220.3	135.6	302.7	311.3	301.6	360.2	677.1	1,051.2	1,254.8
스튜디오올루랄라(연결)	101.5	112.7	160.5	223.1	111.0	220.9	257.6	265.8	130.9	597.8	855.3	935.2
메가박스	18.1	23.1	30.9	32.7	22.5	41.4	49.4	71.3	105.8	104.8	184.7	308.3
연결조정	0.5	5.1	4.3	-35.4	2.1	40.3	4.3	-35.4	123.5	-25.5	11.3	11.3
영업이익	-3.7	-20.9	-30.1	-2.7	-31.8	-15.7	-13.6	8.3	-58.8	-57.4	-52.7	9.5
스튜디오올루랄라(연결)	16.2	2.0	-12.6	10.8	-11.2	-2.7	-0.7	7.5	7.7	16.4	-7.1	12.5
메가박스	-19.0	-17.9	-17.8	-16.0	-19.1	-10.8	-13.2	-1.7	-65.5	-70.7	-44.8	-2.2
연결조정	-0.9	-5.0	0.3	2.5	-1.5	-2.2	0.3	2.5	-1.0	-3.1	-0.8	-0.8

자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

콘텐츠리중앙(036420)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	360.2	677.1	1,051.2	1,254.8	1,380.3
매출액증가율(%)	-32.1	88.0	55.2	19.4	10.0
매출원가	235.3	517.7	428.8	496.4	521.2
매출총이익	125.0	159.5	622.4	758.4	859.1
판매비와관리비	183.8	216.9	675.1	748.9	836.8
영업이익	-58.8	-57.4	-52.7	9.5	22.3
영업이익률(%)	-16.3	-8.5	-5.0	0.8	1.6
금융손익	-85.1	-27.9	-31.7	-37.2	-38.6
종속/관계기업관련손익	-2.9	9.5	30.0	30.0	0.0
기타영업외손익	-23.2	13.7	18.9	-4.6	-6.1
세전계속사업이익	-170.0	-62.1	-35.5	-2.2	-22.4
법인세비용	-20.9	13.6	8.0	13.8	-5.6
당기순이익	-154.0	-49.8	-43.5	-16.0	-16.8
지배주주지분 순이익	-134.9	-52.5	-46.3	-22.6	-23.7
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	330.0	701.1	368.4	371.3	374.6
현금및현금성자산	124.8	320.9	-177.7	-279.8	-341.1
매출채권	58.4	160.8	249.6	297.9	327.7
재고자산	26.3	75.5	117.2	140.0	154.0
비유동자산	1,145.5	1,544.5	1,534.3	1,527.6	1,522.4
유형자산	273.6	183.6	125.1	66.7	6.2
무형자산	272.8	522.0	565.6	601.7	647.3
투자자산	111.3	275.1	279.7	295.4	305.0
자산총계	1,475.5	2,245.6	1,902.7	1,898.8	1,897.0
유동부채	645.2	642.5	325.4	337.0	359.3
매입채무	2.2	7.2	11.1	13.3	14.6
단기차입금	238.5	174.0	174.0	174.0	174.0
유동성장기부채	232.9	159.9	0.0	0.0	0.0
비유동부채	566.4	905.4	923.1	923.6	916.2
사채	179.8	402.0	402.0	402.0	402.0
장기차입금	21.6	83.9	83.9	83.9	83.9
부채총계	1,211.6	1,547.9	1,248.4	1,260.6	1,275.6
자본금	81.9	91.5	91.5	91.5	91.5
자본잉여금	154.3	176.1	176.1	176.1	176.1
기타포괄이익누계액	15.0	17.9	17.9	17.9	17.9
이익잉여금	-51.9	-104.7	-151.0	-173.5	-197.2
비지배주주지분	69.9	522.4	525.2	531.7	538.6
자본총계	263.9	697.8	654.3	638.2	621.5

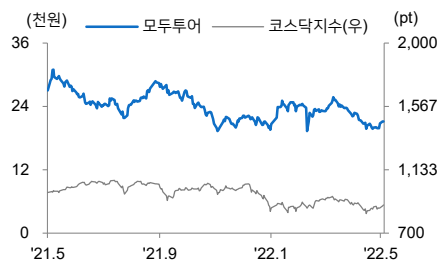
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	39.1	-122.4	-162.5	100.0	127.2
당기순이익(손실)	-154.0	-49.8	-43.5	-16.0	-16.8
유형자산감가상각비	53.5	60.5	60.5	60.5	60.5
무형자산상각비	49.9	103.5	106.4	113.9	104.3
운전자본의 증감	13.9	-245.3	-285.8	-58.4	-20.8
투자활동 현금흐름	-344.6	-288.1	-156.6	-182.3	-168.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-42.2	-15.1	-2.0	-2.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-14.8	-154.3	-4.6	-15.7	-9.6
재무활동 현금흐름	366.4	600.9	-179.5	-19.8	-19.9
차입금증감	465.1	148.5	-179.5	-19.8	-19.9
자본의증가	9.7	31.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	60.9	196.0	-498.6	-102.0	-61.3
기초현금	64.0	124.8	320.9	-177.7	-279.8
기말현금	124.8	320.9	-177.7	-279.8	-341.1
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	22,490	39,547	55,283	65,449	71,994
EPS(지배주주)	-8,422	-3,068	-2,436	-1,177	-1,234
CFPS	3,289	8,095	8,574	10,919	9,441
EBITDAPS	2,785	6,225	6,003	9,592	9,756
BPS	11,841	9,586	6,733	5,556	4,322
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-4.5	-17.8	-20.2	-41.9	-39.9
PCR	11.5	6.7	5.8	4.5	5.2
PSR	1.7	1.4	0.9	0.8	0.7
PBR	3.2	5.7	7.3	8.9	11.4
EBITDA	44.6	106.6	114.1	183.9	187.1
EV/EBITDA	33.8	21.5	22.5	14.3	14.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-52.6	-28.4	-30.4	-19.2	-25.0
EBITDA이익률	12.4	15.7	10.9	14.7	13.6
부채비율	459.1	221.8	190.8	197.5	205.3
금융비용부담률	6.1	5.4	3.4	2.6	2.3
이자보상배율(x)	-2.7	-1.6	-1.5	0.3	0.7
매출채권회전율(x)	5.7	6.2	5.1	4.6	4.4
재고자산회전율(x)	13.9	13.3	10.9	9.8	9.4

모두투어(080160) 이벤트 측면에서 주가 향방 예측하기

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

Hold

적정주가 (12개월)	23,000원		
현재주가 (5. 31)	21,150원		
상승여력	8.7%		
KOSDAQ	893.36pt		
시가총액	3,997억원		
발행주식수	1,890만주		
유통주식비율	78.25%		
외국인비중	9.88%		
52주 최고/최저가	30,950원/19,300원		
평균거래대금	60.0억원		
주요주주(%)			
우종웅 외 11 인	12.90		
JP Morgan Investment Management Inc 외 1 인	5.76		
주가상승률(%)			
1개월	6개월	12개월	
절대주가	-7.0	9.6	-26.9
상대주가	-5.8	18.5	-19.7
주가그래프			



상위 사업자로의 과점화 가능성 낮아져

- 1분기 모두투어의 영업이익은 -42억원으로 당사 추정에 부합했음. 예상 수준의 비용 구조로 연간 실적 조정 미미
- 코로나 기간 여행 사업자 감소는 상품을 유통하던 사업자의 몫이었음. 즉, 동사와 같은 상품 공급자 감소는 사실상 제로
- 시장은 상위 사업자로의 과점화를 가정한 바 있으나 추적 결과 브랜드별 홈쇼핑 해외 여행 판매 내 콜 수 차이는 미미한 것으로 드러남. 시장의 상위 사업자로 과점화 가정이 깨졌음을 증명하는 데이터

구조적 성장을 기대하기 어려운 산업의 주가는 이벤트 플레이가 적격

- 시장이 기대했던 1) 상위 사업자로의 과점화, 2) 젊은 인구의 PKG 흡수 등은 나타나고 있지 않음. 당사는 코로나 이전의 구조적 산업 축소 방향성이 지속될 것으로 전망
- 야놀자와 같은 국내 레저 사업자의 해외 여행 사업 확장으로, 코로나 이전 보였던 PKG 시장 축소 속도 더욱 가팔라질 것. 2019년 5.4%까지 하락했던 동사의 출국자 대비 PKG M/S는 3.7% 수준에 안착할 것으로 예상함
- 해외 여행이 4월부터 본격화된 만큼 이벤트 측면에서 주가 고점 지나온 것으로 판단됨. 특히 유럽/미주 리오프닝 주가 추이에 비추어 볼 때 구조적 성장을 기대하기 힘든 PKG 산업의 비중 확대 전략은 유효해 보이지 않음
- 적정주가 23,000원과 Hold 투자 의견을 유지함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	54.2	-20.6	-64.5	-3,414	-2,950.0	2,777	-6.0	7.4	-43.0	-73.1	218.0
2021	13.8	-23.3	17.6	930	-128.6	3,681	23.5	5.9	-27.1	28.8	153.9
2022E	46.6	-10.9	-8.1	-427	-141.5	3,296	-49.5	6.4	-62.1	-12.2	137.5
2023E	183.2	20.5	15.8	838	-311.7	4,112	25.2	5.1	16.1	22.6	115.9
2024E	247.5	34.5	25.5	1,350	59.6	5,415	15.7	3.9	10.4	28.3	112.1

시장의 과점화 및 과거 이벤트 측면에서의 주가 흐름 check

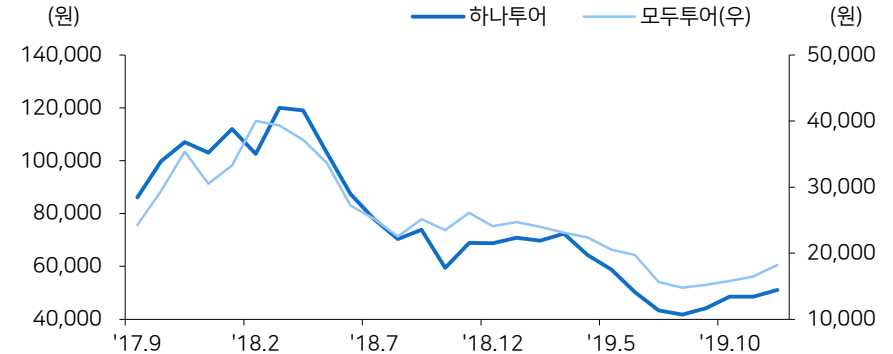
2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

브랜드별 무차별한 홈쇼핑 해외 여행 콜 수: 과점화 가정 깨져

여행사	홈쇼핑 채널	여행지	방송일	예상 판매액	판매 건수
교원KRT	CJ온스타일	유럽 패키지 5선	2021.10.31	130억원	3,600건
인터파크투어	롯데홈쇼핑	터키, 두바이, 스페인, 이집트	2021.10.31		8,600건
온라인투어	현대홈쇼핑	괌 호텔 숙박권	2021.10.31		
온라인투어	NS홈쇼핑	괌 리조트 숙박권	2021.11.06		
참좋은여행	롯데홈쇼핑	스페인/이집트/스위스	2021.11.07	400억원	4,500건
모두투어	GS샵	스페인, 포르투갈/터키	2021.11.14		4,500건
롯데관광개발	현대홈쇼핑	스위스	2021.11.14		4,100건
교원KRT	롯데홈쇼핑	사이판	2022.02.02		6,700건
교원KRT	롯데홈쇼핑	필리핀 클락 골프	2022.03.13		
교원KRT	CJ온스타일	하와이	2022.03.17	90억원	1,200건
인터파크투어	롯데홈쇼핑	유럽 패키지 2선	2022.03.20	180억원	2,500건
교원KRT	CJ온스타일	스페인, 이탈리아	2022.03.27	150억원	2,800건
참좋은여행	롯데홈쇼핑	스위스, 북유럽, 동유럽	2022.03.27	580억원	5,210건
인터파크투어	현대홈쇼핑	하와이	2022.03.27	140억원	6,000건
롯데관광개발	현대홈쇼핑	북유럽 4개국	2022.04.03	260억원	1,600건
헬로우팡	GS샵	태국 골프	2022.04.03		
인터파크투어	홈앤쇼핑	스페인/터키	2022.04.03		
모두투어	GS홈쇼핑	두바이+터키/스페인	2022.04.10	120억원	
노랑풍선	롯데홈쇼핑	베트남 다낭	2022.04.16		2,600건
참좋은여행	롯데홈쇼핑	터키	2022.04.17		3,100건
롯데관광개발	홈앤쇼핑	사이판 월드리조트	2022.04.23		
롯데관광개발	현대홈쇼핑	노르웨이, 핀란드, 스웨덴	2022.04.24		
온라인투어	NS홈쇼핑	LA, 라스베이가스, 샌프란시스코	2022.05.15		
노랑풍선	GS홈쇼핑	괌 닛코 호텔+항공권	2022.05.17,19		

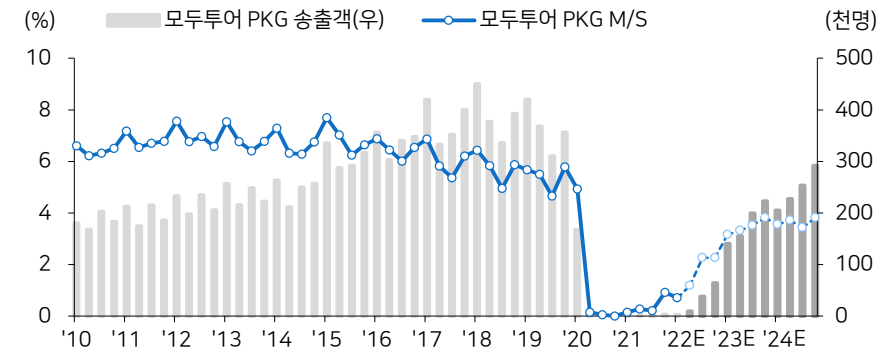
자료: 언론 자료를 메리츠증권 리서치센터에서 정리

인천 2터미널 오픈 이벤트 당시, 2터미널 가동 시작 시점이 주가 고점 형성



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

모두투어 PKG M/S 코로나 회복 후 3%대 안착 예상



자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

모두투어 실적 추정 내역

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

모두투어 실적 추정 (IFRS 별도)

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	0.7	0.8	0.8	1.7	1.4	3.6	12.2	17.5	4.1	34.8	169.2	230.6
% YoY	-98.2	-52.4	-23.0	-30.0	111.7	332.3	1,368.0	905.5	-90.4	752.1	386.1	36.3
영업비용	3.4	5.9	9.8	5.3	4.9	7.2	11.9	17.3	24.4	41.2	122.0	161.2
% YoY	-88.3	-32.2	66.2	33.1	41.3	22.3	21.4	226.7	-49.2	68.8	195.9	32.1
% 매출액 대비	517.6	698.1	1,176.0	303.3	345.5	197.5	97.3	98.5	598.0	118.5	72.1	69.9
영업이익	-2.8	-5.1	-9.0	-3.6	-3.4	-3.7	-0.3	-1.5	-20.4	-8.9	21.8	34.8
% YoY	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	59.6
영업이익률(%)	-417.6	-599.0	-1,078.9	-206.3	-235.2	-107.9	-2.4	-9.5	-500.0	-27.6	15.1	17.7
Key assumptions (천명)												
출국자수	130.2	122.3	249.6	301.2	297.1	770.4	1,666.5	2,833.2	803.2	5,567.2	20,643.3	26,920.8
% YoY	-96.2	222.4	78.5	144.8	128.2	530.1	567.7	840.8	-78.2	593.1	270.8	30.4
패키지승객	0.2	0.3	0.5	2.7	2.1	9.1	37.7	64.1	3.8	113.0	717.5	976.8
% YoY	-99.9	520.8	757.4	477.9	1,011.2	2,669.0	7,108.4	2,234.9	-97.7	2,885.3	535.0	36.1
항공권승객	1.6	1.6	2.8	4.6	4.3	10.7	56.6	96.1	10.6	167.7	1,076.3	1,555.7
% YoY	-99.4	-21.3	-4.9	147.3	171.1	552.7	1,932.7	1,985.5	-96.0	1,480.7	541.8	44.5
패키지M/S (%)	0.1	0.3	0.2	0.9	0.7	1.2	2.3	2.3	0.5	2.0	3.5	3.6
%p YoY	-4.8	0.1	0.2	0.9	0.6	0.9	2.1	1.4	-4.1	1.6	1.4	0.2

자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

모두투어 실적 추정 (IFRS 연결)

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2.4	3.1	3.5	4.8	4.7	6.4	14.9	20.6	13.8	46.6	183.2	247.5
% YoY	-94.5	1.1	18.6	18.6	94.5	107.1	326.8	332.1	-74.6	238.5	293.3	35.1
모두투어본사	0.7	0.8	0.8	1.7	1.4	3.6	12.2	17.5	4.1	34.8	169.2	230.6
% YoY	-98.2	-52.4	-23.0	-30.0	111.7	332.3	1,368.0	905.5	-90.4	752.1	386.1	36.3
종속회사	1.7	2.2	2.6	3.2	2.8	2.8	2.6	3.6	9.6	11.7	16.8	18.4
% YoY	-49.4	61.7	44.3	56.2	65.8	28.4	0.1	13.2	13.1	22.4	43.5	9.1
영업이익	-4.3	-6.3	-10.2	-2.7	-4.2	-4.9	-1.4	-0.5	-23.3	-10.9	20.5	34.5
% YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	68.2
영업이익률(%)	-174.8	-203.6	-291.4	-55.8	-88.1	-76.6	-9.3	-2.4	-169.6	-23.5	11.2	13.9
모두투어본사	-2.8	-5.1	-9.0	-3.6	-3.4	-3.7	-0.3	-1.5	-20.4	-8.9	21.8	34.8
% YoY	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	59.6
종속회사	-1.1	-0.7	-0.5	-2.1	-0.9	-0.6	-0.4	-2.0	-4.3	-4.0	-2.2	-1.2
% YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지

자료: 모두투어, 메리츠증권 리서치센터

모두투어(080160)

2022년 하반기 전망 시리즈 11
엔터/레저

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	54.2	13.8	46.6	183.2	247.5
매출액증가율(%)	-81.7	-74.6	238.5	293.3	35.1
매출원가	14.6	5.8	12.0	38.5	49.9
매출총이익	39.7	8.0	34.5	144.7	197.6
판매비와관리비	60.2	31.3	45.5	124.2	163.2
영업이익	-20.6	-23.3	-10.9	20.5	34.5
영업이익률(%)	-37.9	-169.6	-23.5	11.2	13.9
금융손익	-3.3	-0.9	-1.3	-0.4	-0.3
종속/관계기업관련손익	-0.4	4.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-38.7	37.5	2.3	0.3	0.0
세전계속사업이익	-62.9	17.2	-8.7	21.7	35.3
법인세비용	0.4	-2.4	-1.0	5.4	9.3
당기순이익	-64.7	18.5	-7.7	16.2	25.9
지배주주지분 순이익	-64.5	17.6	-8.1	15.8	25.5
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	86.6	141.1	100.7	132.0	179.5
현금및현금성자산	13.2	11.1	53.5	49.8	73.4
매출채권	0.7	0.9	3.1	27.5	44.7
재고자산	1.4	1.4	4.1	9.8	10.8
비유동자산	170.1	117.2	122.7	106.0	109.4
유형자산	136.1	92.7	93.4	89.5	85.9
무형자산	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0
투자자산	25.9	22.1	26.8	14.1	21.1
자산총계	256.6	258.2	223.3	238.0	288.8
유동부채	60.6	147.3	101.3	98.5	94.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.4	17.0	17.0	17.0	17.0
유동성장기부채	18.3	54.9	25.0	0.0	0.0
비유동부채	115.4	9.2	28.0	29.3	58.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	60.5	7.4	27.4	27.4	57.4
부채총계	175.9	156.5	129.3	127.8	152.7
자본금	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
자본잉여금	29.0	28.3	28.3	28.3	28.3
기타포괄이익누계액	0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
이익잉여금	47.3	65.2	58.0	73.4	98.0
비지배주주지분	28.2	32.1	31.7	32.5	33.8
자본총계	80.7	101.7	94.0	110.3	136.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	-74.0	-26.4	60.3	12.2	4.7
당기순이익(손실)	-64.7	18.5	-7.7	16.2	25.9
유형자산감가상각비	9.3	5.5	4.2	3.9	3.7
무형자산상각비	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-61.1	-6.0	65.4	-7.9	-24.9
투자활동 현금흐름	35.0	40.9	-8.0	9.2	-11.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.7	-0.2	-5.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-2.0	3.9	-4.7	12.7	-7.0
재무활동 현금흐름	-4.8	-5.7	-9.9	-25.0	30.0
차입금증감	3.9	-54.3	-9.9	-25.0	30.0
자본의증가	0.0	-0.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-43.9	-2.1	42.4	-3.7	23.6
기초현금	57.0	13.2	11.1	53.5	49.8
기말현금	13.2	11.1	53.5	49.8	73.4
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	2,870	728	2,464	9,693	13,097
EPS(지배주주)	-3,414	930	-427	838	1,350
CFPS	-448	-946	-259	1,370	2,073
EBITDAPS	-584	-941	-354	1,292	2,016
BPS	2,777	3,681	3,296	4,112	5,415
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-6.0	23.5	-49.5	25.2	15.7
PCR	-45.9	-23.1	-81.8	15.4	10.2
PSR	7.2	30.0	8.6	2.2	1.6
PBR	7.4	5.9	6.4	5.1	3.9
EBITDA	-11.0	-17.8	-6.7	24.4	38.1
EV/EBITDA	-43.0	-27.1	-62.1	16.1	10.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-73.1	28.8	-12.2	22.6	28.3
EBITDA이익률	-20.3	-129.2	-14.4	13.3	15.4
부채비율	218.0	153.9	137.5	115.9	112.1
금융비용부담률	6.5	24.9	5.2	1.0	0.8
이자보상배율(x)	-5.8	-6.8	-4.5	10.9	17.6
매출채권회전율(x)	4.5	16.9	23.3	12.0	6.9
재고자산회전율(x)	9.6	9.9	17.0	26.2	24.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2022년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

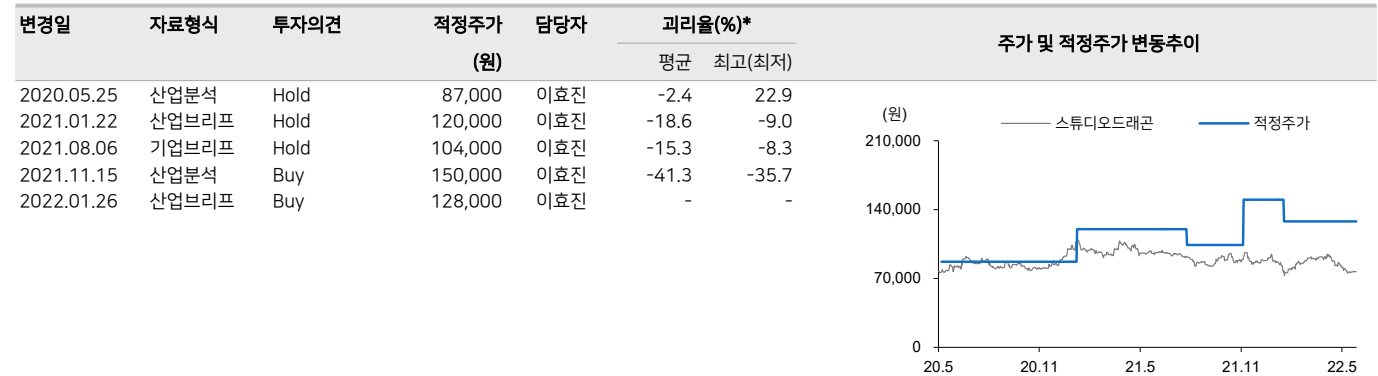
강원랜드 (035250) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



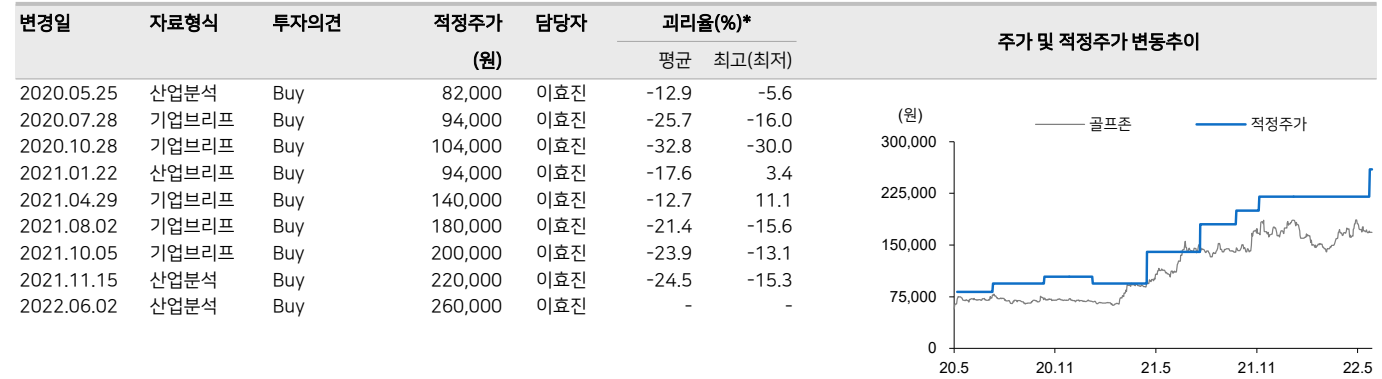
스튜디오드래곤 (253450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



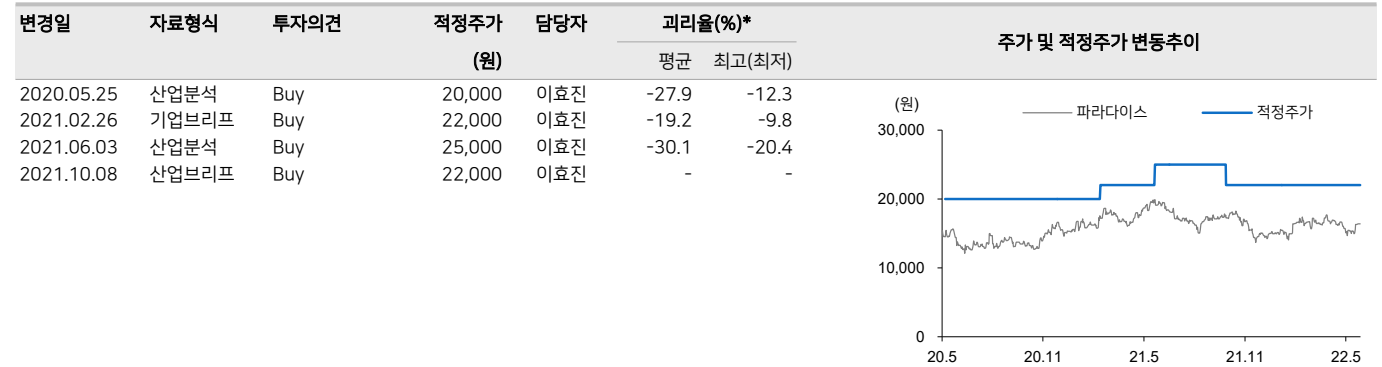
골프존 (215000) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



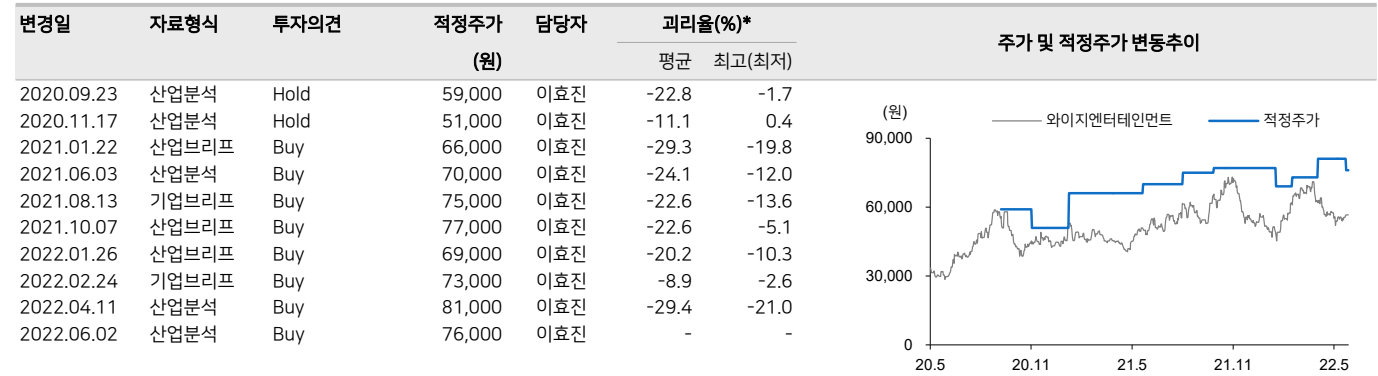
파라다이스 (034230) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



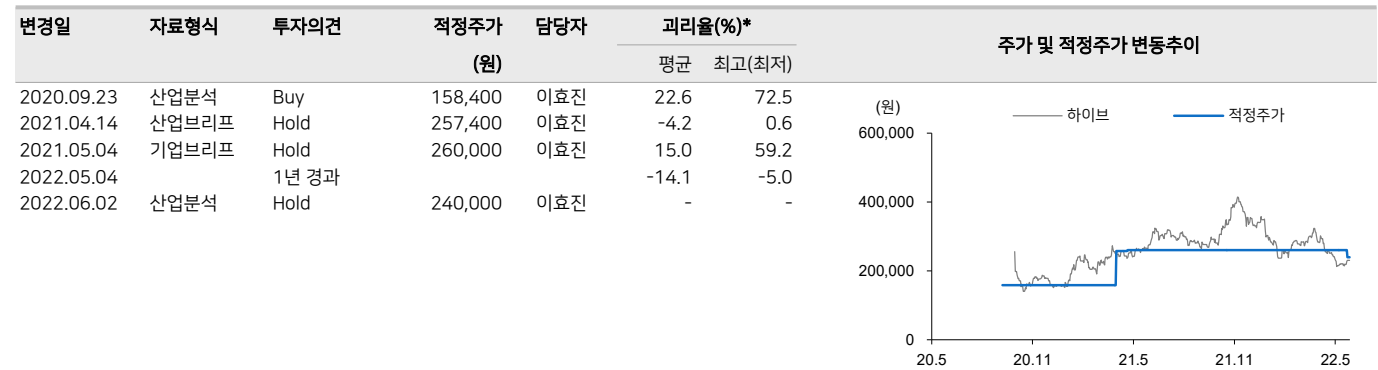
와이지엔터테인먼트 (122870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



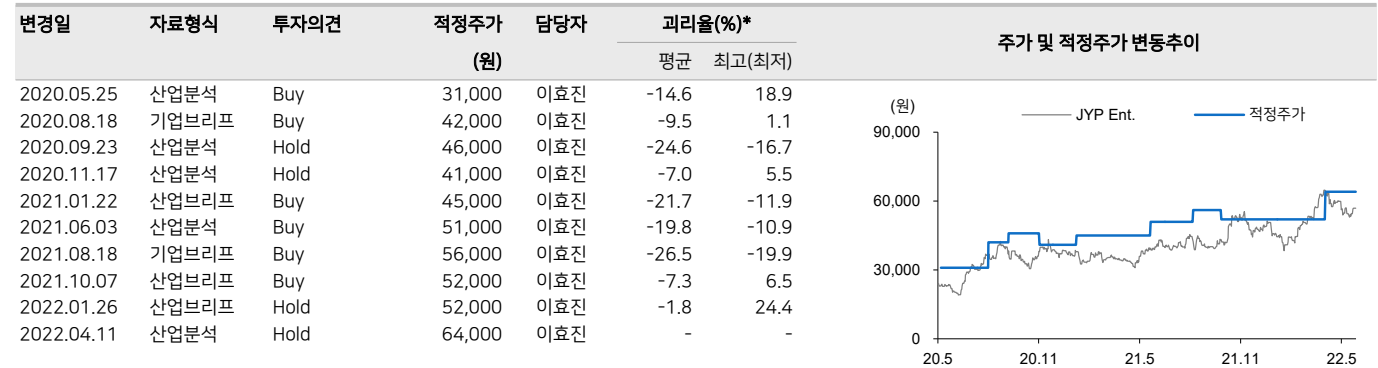
하이브 (352820) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



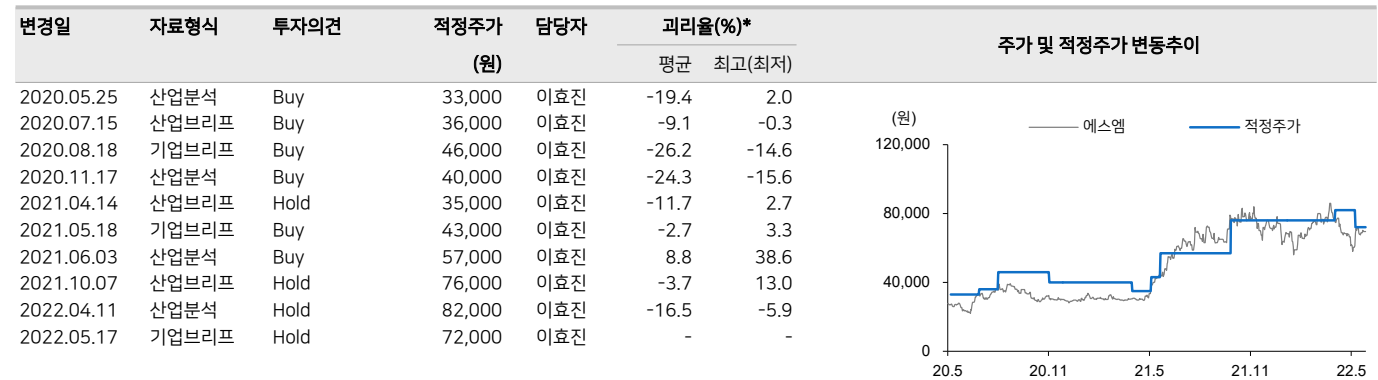
JYP Ent. (035900) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



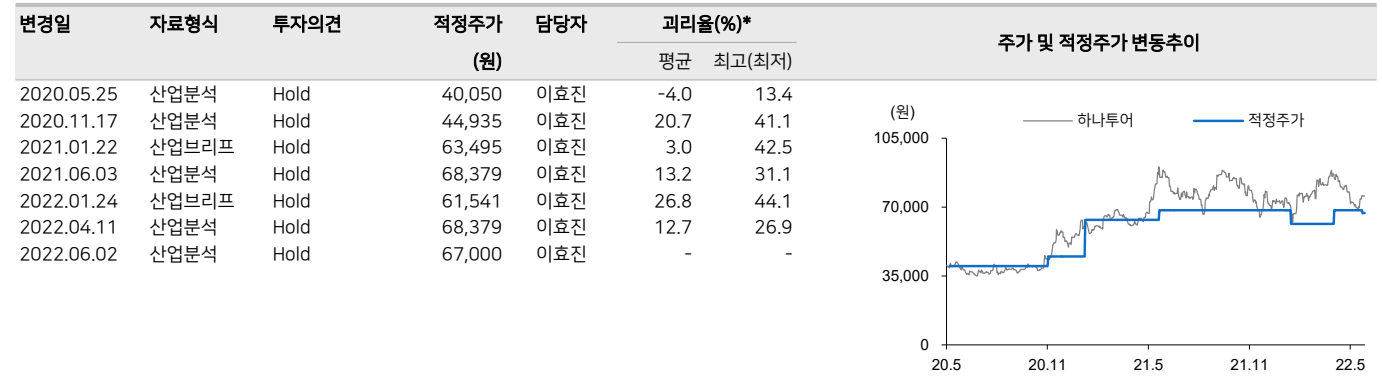
에스엠 (041510) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



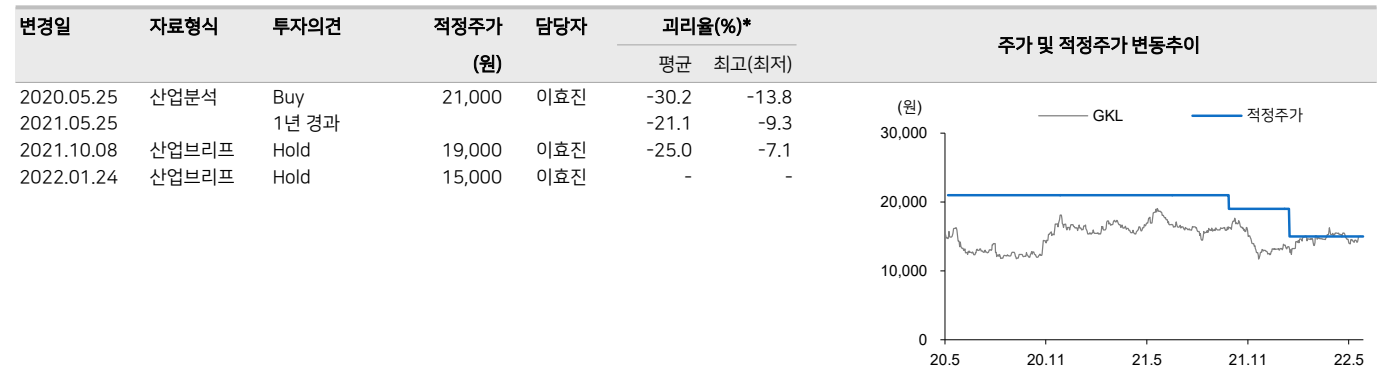
하나투어 (039130) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



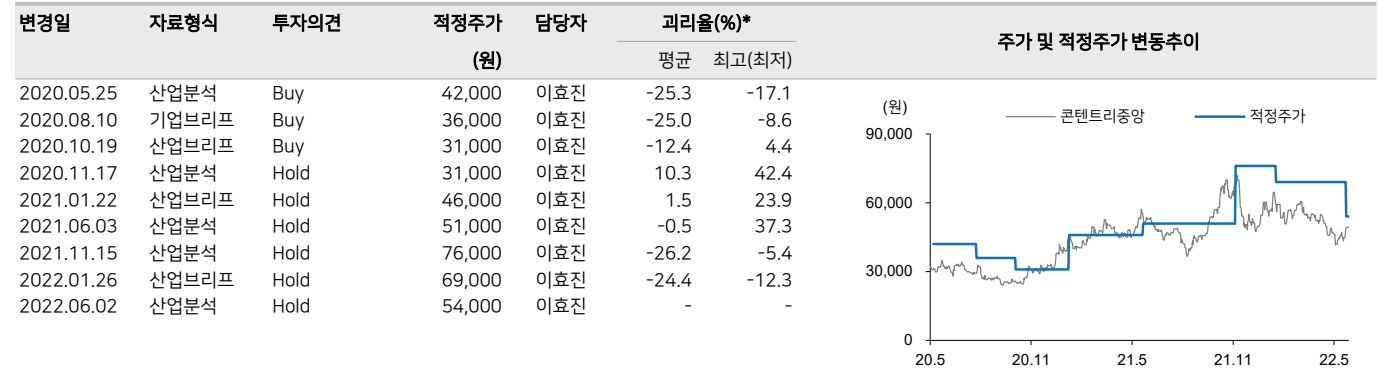
GKL (114090) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



콘텐츠리중앙 (036420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



모두투어 (080160) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

