

2020년 04월 20일 | 키움증권 리서치센터
엔터산업 | Overweight(Initiate)

코로나도 흔들지 못할 팬덤

Fan Chant, K-POP의 팬덤은 마치 마법을 걸 듯 노래의 시작과 더불어 그들의 아티스트 이름을 목청 높여 연호하는 팬찬트를 외칩니다. 팬찬트는 흥을 돋구는 작용 뿐만 아니라 팬덤의 소속감과 규모를 가늠하게 하고, 아티스트에게는 팬들에 대한 사명감과 무대를 즐길 수 있게 하는 원동력이 됩니다. 코로나19로 인하여 오프라인에서 팬들을 만나는 기회가 상당부분 줄어들었지만, 팬덤의 Fan Chant는 다시 아티스트와 팬들의 심장을 뛰게 만들 것입니다. 한한령 해제에 대한 기대감이 높아지며 새로운 시장이 열리는 지금, 사드 사태 이후 3년간의 공백이 생기며 출발선은 모두 동일해 졌습니다. 중국 팬덤의 팬찬트를 사로잡을 기획사와 아티스트에게 한단계 높은 도약을 할 수 있는 시기라 판단합니다.

미디어/엔터/레저 Analyst 이남수
02-3787-5115 namsu.lee@kiwoom.com

RA 조영환
02) 3787-0335 yh.cho@kiwoom.com

CHINA

Contents



Summary & Valuation 3

- > 엔터업종 : 투자의견 Overweight, 커버리지 개시 3
- > 관련 종목: 에스엠 Top Pick, JYP Ent., 에프엔씨엔터 분석 개시 4

I. China Re-Open 6

- > 일본시장 성공 스토리, 중국에서 받을 차례 6

II. 엔터산업 성장성에 대한 의심은 없다 8

- > BTS의 하드캐리와 수요 다변화에 따른 산업 레벨업 8
- > 더욱 가까워진 글로벌 시장 11

III. '원팀'을 창조하는 K-POP 기획사 14

- > Artist and Artist's Performance 14
- > 우리나라 기획사 시스템보다 '원팀'을 잘 만들 수 없다 15

IV. 라인업에 대한 전략이 시작과 끝 16

- > Ad hoc Revenue, Always Cost, 필요한 것은 '팬덤' 16
- > Ent. Business Strategy 1, 'Korean Style, narrative' 18
- > Ent. Business Strategy 2, 'Glocalization' 19

기업분석

- > 에스엠 (041510) 23
- > JYP Ent. (035900) 32
- > 에프엔씨엔터 (173940) 41

Compliance Notice

- 당사는 4월 20일 현재 상기 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

코로나도 흔들지 못할 팬덤

>>> 글로벌 팬덤 확장에 따른 안정성

K-POP은 POP의 본고장 미국에서의 빌보드 차트인, 글로벌 2위 시장인 일본에서의 연속적인 돔투어 그리고 유럽의 초대형 공연장에서의 성공적인 콘서트 등을 진행할 수 있는 강력한 글로벌 콘텐츠가 되었다. 코로나19로 인하여 글로벌 이동 제한 및 집합 공연 등의 취소가 발생하였지만, 높아진 팬덤의 체력을 확인하였기에 글로벌 팬덤을 대상으로 한 K-POP의 반등은 즉각적으로 확인될 것이라 전망한다.

>>> 하반기 집중될 공연 + China Re-open

코로나19로 인해 국내·외 공연산업은 어쩔 수 없이 개점 휴업에 돌입했다. 하반기에는 상반기에 취소된 다수의 공연이 재개될 것으로 전망한다. 하지만 제한된 공연장과 세계적으로 편차가 발생한 코로나19의 회복속도 등을 감안하면 모든 아티스트의 콘서트 재개가 이루어질 수는 없다. 글로벌 팬덤으로 확장된 K-POP은 훼손 없는 공연이 재개될 것으로 전망하고 글로벌 아티스트를 배출해 낸 국내 기획사의 회복력에 높은 기대를 하여 부진한 상반기의 흐름은 하반기에 매꿔질 것으로 추정한다. 한한령 해제 분위기가 고조되는 현 시점에서 중국 시장의 재오픈은 국내 엔터산업의 레벨을 한 단계 도약시키는 모멘텀으로 작용할 것으로 판단한다.

>>> 관련종목 : 에스엠, JYP Ent, 에프엔씨엔터 분석

당사는 엔터업종에 대해 투자의견 Overweight으로 제시하며 분석을 개시한다. 상반기 실적 부진에 대한 리스크가 노출되어 있으나 주력 매출 부문인 공연 재개 시 빠른 실적 회복력을 보유하고 있다. 또한 팬덤의 가장 기본적인 크기를 나타내는 앨범 시장의 국내외 성장이 지속될 것으로 보이고 스트리밍 성장에 따른 산업 파이 확대의 구조적 수혜도 충분하다. 마지막으로 사드 사태 이후 중국 시장에 대한 노크가 재개될 것으로 예상된다. 관련종목으로 에스엠을 Top pick으로 제시하고, JYP Ent.와 에프엔씨엔터의 분석을 개시한다.

Summary & Valuation

>>> 엔터업종 : 투자의견 Overweight, 커버리지 개시

당사는 엔터업종에 대하여 **Overweight**으로 분석을 개시한다. 글로벌 콘텐츠 시장의 규모는 콘텐츠 간 비중 변동이 발생하기는 변동이 발생하였지만 지속적으로 성장 추세를 유지해 왔다. 음악 산업 역시 콘텐츠 산업 성장과 더불어 동반 상승하는 모습을 보이고 있다.

K-POP은 POP의 본고장 미국에서의 빌보드 차트인, 글로벌 2위 시장인 일본에서의 연속적인 돔투어 그리고 유럽의 초대형 공연장에서의 성공적인 콘서트 등을 진행할 수 있는 강력한 글로벌 콘텐츠가 되었다. 코로나 19로 인하여 글로벌 이동 제한 및 집합 공연 등의 취소가 발생하였지만, 높아진 팬덤의 체력을 확인하였기에 글로벌 팬덤을 대상으로 한 K-POP의 반등은 즉각적으로 확인될 것이라 전망한다.

글로벌 뿐만 아니라 우리나라 대중가요 시장도 이끌고 있는 K-POP 아이들은 더욱 글로벌화 되며, 국내 팬덤의 규모보다 글로벌 팬덤의 규모가 커지는 경우도 발생하기 시작했다. 급성장하고 있는 K-POP 아이들은 먼저 국내 음반시장의 규모를 2012년 대비 4배 끌어올리며 엔터테인먼트 업종의 가장 중요한 지표인 팬덤의 확장을 보여주고 있다. 하지만 BTS의 2019년 전체 음반 판매량(가온차트 TOP100 기준) 비중이 30% 수준에 달해 쏠림 현상을 보이는 것은 엄연한 사실이다.

국내에 한정되었던 과거 엔터테인먼트 시장의 특징은 'Winner takes it all' 구조였다. 그러나 글로벌 향으로 산업이 성장하며 복수의 성공 사례를 만들 수 있는 현재 시장 구조는 향후 모든 엔터테인먼트 회사에게 기회 요인으로 작용할 수 있는 부분이라 할 수 있다.

2020년 엔터테인먼트 업종은 코로나19로 인하여 주력 매출 부분인 공연/행사 분야의 매출 성장이 더딜 것으로 예상된다. 특히 가성비 높은 해외 공연의 재개 여부 시기가 상당히 불확실한 점은 리스크 요인으로 꼽을 수 있다. 그러나 코로나19가 진정되고 난 후 글로벌 이동 봉쇄 해제 및 국내 사회적 거리 두기 등이 완화된다면 1,2분기 연기 및 취소된 공연의 재공연 및 기존 계획한 공연의 개최는 무리가 없을 것으로 보인다. 또한 한한령 해제에 따른 중국 엔터 시장의 재개방까지 기대할 수 있어 성장 잠재력은 상당히 높은 수준으로 전망한다.

이에 엔터업종 성장성에 관한 주요 포인트는 아래와 같이 생각한다.

- 1) 코로나19 진정 이후 단번에 수요가 재개될 수 있는 주요 매출 부문인 공연/행사의 건재함
- 2) 주력 아티스트 세대교체 및 군입대 등 기획사 별 아티스트 라인업의 리빌딩이 진행 중이지만 앨범을 필두로 한 국내 시장의 지속적인 성장
- 3) 기존 주요 해외 매출원인 일본 시장의 탄탄한 입지와 중국 음악 시장의 재개방에 따른 기회 발생

>>> 관련 종목 : 에스엠 Top Pick, JYP Ent, 에프엔씨엔터 분석 개시

코로나19로 인하여 1분기 및 2분기 콘서트 시장은 더 이상 기대하기 힘들어졌다. 또한 주요 해외 매출지인 일본 시장의 탄탄한 입지는 흔들리지 않을 것으로 보이나, 코로나19 확산과 한-일 정치 및 경제 갈등이 복합적으로 진행된다면 원치 않는 된서리를 맞을 수 있는 중장기적인 리스크도 보인다.

하지만 2017년 사드 사태 이후 K-POP이 온라인을 통해서이기는 하지만 5/15 중국 전역에 생중계될 예정이다. 다시 열리는 중국에 대한 주도권을 움켜질 엔터사별 치밀한 전략이 필요한 시점이다. 또한 국내 음악 산업을 한단계 업그레이드 시킨 BTS 멤버의 군입대도 변수로 작용할 전망이다.

에스엠은 가장 많은 아이돌을 1위에 올려 놓은 국내 엔터테인먼트의 명가이다. 하지만 샤이니, EXO로 이어진 보이그룹의 성공의 트렌드를 NCT가 충실히 이어받지는 못했고 소녀시대 이후 데뷔한 레드벨벳이 걸그룹 원탑의 위치에 오르지 못하며 전체 라인업의 동반 침체가 이루어졌다. 하지만 동방신기, 슈퍼주니어, 보아 등 기존 아티스트의 활약이 끊임없이 발생하고 있고, 슈퍼M의 성과가 돋보인 점은 주목할 만 하다.

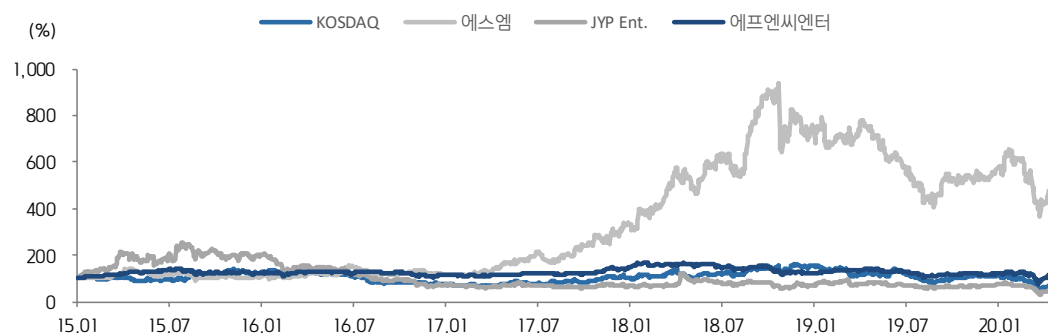
가장 많은 아티스트 라인업을 보유한 회사답게 신인과 베테랑의 조화가 잘 이루어질 것으로 판단하여 중국 시장이 다시 열리면서 슈퍼M과 같은 재창조된 라인업의 퍼포먼스의 연속성이 발생하고, 신인 그룹의 데뷔 등이 재개될 것으로 기대하기에 당사는 에스엠 대하여 투자의견 BUY, 목표주가 33,500원으로 엔터업종 Top Pick으로 제시한다. 또한 JYP Ent.에 대하여 투자의견 BUY, 목표주가 29,000원 및 에프엔씨엔터에 대하여 투자의견 BUY, 목표주가 8,000원으로 분석을 개시한다.

커버리지 투자의견 및 투자포인트

종목	투자의견	목표주가	투자포인트
에스엠	Buy (Initiate)	33,500 원 (Initiate)	- 국내 최대 엔터회사로서, 가수, 배우, 콘텐츠 등 엔터 비즈니스의 완전체 - 신구 조화가 돋보이는 아티스트 라인업의 국내외 초거대 팬덤 보유 - NCT, 슈퍼 M 등 라인업의 충분한 성장여력 및 신인 아이돌의 데뷔 기대
JYP Ent.	Buy (Initiate)	29,000 원 (Initiate)	- 짧은 데뷔 년차에 따라 수익성 높은 아티스트 보유 - 시스템 경영에 따른 프로세스의 효율성 확보 및 리스크 분산 - 일본 시장의 독보적 팬덤확보 및 글로벌 프로젝트의 성공 가능성
에프엔씨엔터	Buy (Initiate)	8,000 원 (Initiate)	- CNBLUE 제대 및 FT아일랜드 복귀 예정에 따른 아티스트 공백 미발생 - 신인 그룹의 성장과 배우 라인업의 시너지 창출 - 복권 및 특수 인쇄 사업부문의 사업 재개에 따른 추가 매출 발생

자료: 키움증권

KOSDAQ, 에스엠, JYP Ent, 에프엔씨엔터 주가 추이



자료: 키움증권
 주: 2015.1.1 주가를 100%로 환산

I . China Re-Open

>>> 일본시장 성공 스토리, 중국에서 받을 차례

2020년 5월 15일 서울, 심천, 도쿄 등 아시아 5대 도시에서 코로나19 극복 의지를 담은 ‘YOU&ME, We are the world’가 개최될 예정이다. 사드 사태 이후 봉쇄되었던 방송과 공연의 재개에 대한 현실적인 기대를 높일 수 있는 상황이다. 특히 이번 콘서트는 코로나19로 인해 언택트 공연으로 진행되며 중국 전역에 실시간 생중계될 계획이다. 코로나19로 공연시장이 얼어붙은 엔터산업에 또 다른 성공 가능성이 보여줄 수 있는 좋은 케이스가 될 수 있다.

중화자선총회에서 글로벌 스타들에게 공식 초청장을 보내는 형태로 진행되는 이번 행사는 우리나라 기획사에게는 한한령 해제라는 상징적 의미도 담겨있다고 볼 수 있다. 작년 하반기부터 시작된 한-일 정치·경제적 갈등에 따른 일본 리스크가 커지고 있는 상황에서 중국 시장의 재오픈은 향후 시장 판도를 바꿀 수 있을 만큼 강력한 모멘텀이 될 수 있다.

IFPI 글로벌 뮤직 리포트에 따르면 일본의 음악산업 규모는 2017년 26억 달러로 1위 미국 59억달러에 이어 2위를 기록할 만큼 규모가 크다. 우리나라 아티스트에게는 공략의 대상이지만 일본의 아티스트에게는 수성의 대상이다. 따라서 K-POP이 글로벌 트렌드를 적극적으로 수용하며 일본에서의 성공에 열망하는 모습과 반대로 일본 아티스트의 해외 진출 등의 의욕은 내수시장에 규모에 크기 때문에 상대적으로 덜할 수 밖에 없다.

K-POP 아티스트의 핵심 성공 전략이 퍼포먼스의 글로벌 레벨화, 팬과의 인터랙티브 커뮤니케이션, 철저히 준비된 전략적 프로세스라고 보면 한국과 일본의 아티스트는 차이가 발생할 수 밖에 없고, 한국의 대중문화가 더욱 적극적으로 소개되고 있는 현재는 K-POP에 대한 우호의 분위기가 한층 고조될 수 밖에 없다.

중국 시장의 성격이 일본과는 다를 수 있지만 BTS를 필두로 한 높아진 K-POP의 위상을 고려한다면 과거 일본에서의 성공전략을 보완하고 수정하여 공략한다면 성공 가능성은 충분하다고 판단한다.

GDRAGON_Weibo OFFICIAL 계정



GDRAGON_OFFICIAL 

海外 个人主页

韩国人气男子组合BigBang成员G-DRAGON(权志龙)

关注 33 | 粉丝 1587万 | 微博 699



자료: 웨이보(2020.04.20), 키움증권

BTS_Weibo OFFICIAL 계정



BTS_official 

海外 韩国 个人主页

韩国男子组合防弹少年团, 专辑有《Dark&Wild》等

关注 2 | 粉丝 531万 | 微博 1046



자료: 웨이보(2020.04.20), 키움증권

일본에서 한류 열풍을 시작한 첫번째 아티스트는 에스엠엔터테인먼트의 보아이다. 보아는 에스엠엔터테인먼트 소속으로 일본 기획사 에이벡스가 일본 활동을 전담하며 일본인 작사, 작곡가의 곡들로 활동을 했다. 보아는 두번의 밀리언셀러를 기록할 정도로 인기를 얻었는데, 이 당시에는 ‘겨울연가’로 히트한 배우준의 배우 영역 한류가 더 파급력이 컸었던 점을 고려하면 기반이 없는 일본에서의 상당한 성공을 이뤄냈다고 평가할 수 있다.

이후 일본 아이돌 그룹에 비해 춤과 가창력, 외모 등이 뛰어나다는 인식과 함께 일본에서 성공하는 아이돌이 속속 나타나기 시작했다. 서태지와 아이들 이후 다양한 음악적 시도가 펼쳐지고, HOT, 젝스 키스, SES, 핑클, 신화, GOD 등의 아이돌 그룹이 우리나라 대중가요의 주력으로 떠오르며 퍼포먼스의 양과 질이 모두 성장하였다. 이처럼 글로벌 최신 팝 트렌드에 따른 음악적 변화가 생기기 시작한 K-POP이 일본 팬덤의 감성을 자극하며 큰 인기를 얻기 시작했다. 이때부터 남자 아이돌인 동방신기, 빅뱅 외에 소녀시대와 카라 등 걸그룹의 팬덤도 두터워지며 일본에서 인기 척도인 도쿄돔 공연이 매진을 기록하는 등의 정상급 활동을 펼쳤다.

하지만 2010년대 초 이후 독도 문제 등 한-일관계 악화가 발생하고 다수의 K-POP 그룹이 일본 진출을 시도하며 양에 있어서는 풍부해졌지만, 충분히 준비하지 않고 진출한 일본에서의 퍼포먼스 하락은 불가피해졌다. 이에 따라 대중문화 영역으로 성공한 한류와 K-POP의 위상은 과거 보다 낮은 수준에 머물 수 밖에 없어졌고, 성공한 소수의 아티스트만 수혜를 입는 시장으로 변모하였다.

K-POP은 사드 사태 이후 3~4년간 중국 시장에서 철저히 배제되었다. 하지만 국가간 정치 이슈를 극복하며 콘텐츠의 힘으로 일본 시장에서 성공 스토리를 작성하고 있는 K-POP의 또 다른 성공 스토리가 중국에서 쓰여지며 우리나라 음악 산업 성장의 기폭제가 될 것이라고 판단한다.

일본 도쿄돔 공연 및 돔투어 개최 아티스트

구분	데뷔일자	도쿄돔 공연 (데뷔 연차)	비고
동방신기	2003.12.26	2012.04.14~16 (8년 4개월)	돔 투어 - 2013, 2015, 2017, 2019 일본 누적 554만명
빅뱅	2006.08.18	2012.12.05 (6년 4개월)	돔 투어 - 2013 ~ 2017 일본 누적 420만명
소녀시대	2007.08.05	2014.12.09 (7년 4개월)	단독 콘서트
샤이니	2008.05.25	2014.03.14 ~ 15 (5년 11개월)	돔 투어 - 2015 ~ 2018
EXO	2012.04.08	2015.11.08 (3년 7개월)	단독 콘서트 남성 해외 아티스트 가장 빠른 개최
BTS	2013.06.13	2018.11.13 ~ 14 (5년 5개월)	첫번째 돔 공연
TWICE	2015.10.20	2019.03.29 ~ 30 (3년 5개월)	걸그룹 최초 돔투어

자료: 언론보도, 키움증권

II. 엔터산업 성장성에 대한 의심은 없다

>>> BTS의 하드캐리와 수요 다변화에 따른 산업 레벨업

현재의 음악 앨범은 특별한 경우를 제외하고는 음악을 듣기 위한 재화로 소비가 아니다. 하지만 팬 또는 팬이 아니더라도 음악을 소비하고 음악을 즐기는 시장은 지속적으로 커지고 있다. 그것은 문화에 대한 소비인 것이고 음악이 가지고 있는 콘텐츠의 힘인 것이다.

앨범의 구매는 과거 음악청취용에서 소장용 혹은 아티스트 콘서트 참여에 필요한 기본 아이템 등으로 확대되며 아티스트에 대한 높은 로열티 증명하는 요인 중 하나이다. 피지컬 음반은 노래를 담고 있는 CD뿐만 아니라 아티스트의 미니 화보집과 같은 부가적인 콘텐츠 들이 함께 포함되어 있다. 앨범에 대한 구매가 소장의 측면이 강해지며 향후 피지컬 음반의 콘텐츠 옵션은 더욱 다양화될 가능성이 높고 이는 음악에서 마케팅으로 변화하는 과정으로 해석될 수도 있다.

피지컬 음반 중 하나인 바이닐 앨범(LP)은 CD 또는 스트리밍이 활용해 음악을 듣는 것보다 가격이 높다. 하지만 바이닐 앨범은 포맷 다양화라는 측면도 있지만 ‘한정판’ 또는 ‘스페셜’등의 특별한 앨범 제작에 사용됨으로써 마케팅적인 요소를 강하게 담는 제품으로 활용되어 트렌드 변화에 따른 소비자 선택의 폭을 넓혀주고 있다. 이로 인해 2019년 미국 내에서 LP는 1,884만장 팔리며 30년 만에 CD의 매출을 넘긴 것으로 보인다.

그리고 음악 청취에 있어서는 스마트폰의 사용이 일반화 되어 과거 10~20대를 타겟으로 한 음악 및 아이돌 산업의 고객층이 30대 이상에서도 가능한 마켓으로 변화했기 때문에 스트리밍을 통한 음악산업의 성장은 기본적인 음악 수요의 성장과 맞물려 지속적으로 커갈 가능성이 높다.

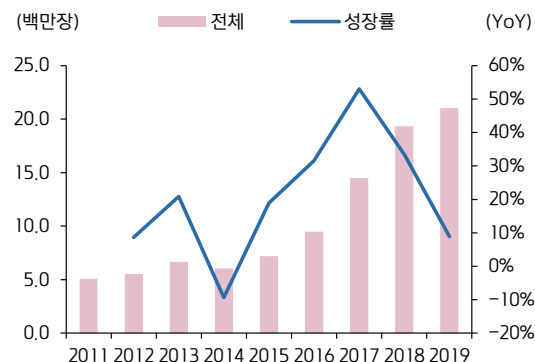
우리나라 음반 판매는 한국음악콘텐츠산업협회에서 제작사 출고량을 기준으로 집계하는 가온차트와 음반 가게에 설치된 기기를 통해 실질 판매량을 추출하는 한터차트가 있다. 우리나라 앨범의 수출 등을 감안하여 제작사 출고량을 기준으로 하는 가온차트의 국내 탑100 음반 판매량은 2013년 6백67만장에서 2019년 2천105만장으로 215% 성장했다. 동기간 글로벌 아이돌로 거듭난 빅히트엔터테인먼트의 BTS 음반 판매량은 1천635만장으로 증가분의 20%를 채웠다.

2019년에는 BTS, EXO, Seventeen, TWICE가 앨범 판매에 있어 괄목할 만한 실적을 달성하였다. BTS가 620만장, 엑소 및 엑소 솔로활동 합산 150만장, 세븐틴 146만장, 트와이스 116만장을 판매하였고, 판매량 기준 상위 400개 누적 수치는 2014년 737만장에서 2,498만장으로 증가하였다.

앨범 판매와 더불어 음악 플랫폼을 이용한 스트리밍 규모 역시 동반 성장하여 2019년 3억 달러 수준으로 예상되고 이는 향후 연평균 10% 수준의 성장을 이뤄낼 것으로 추정하고 있다.

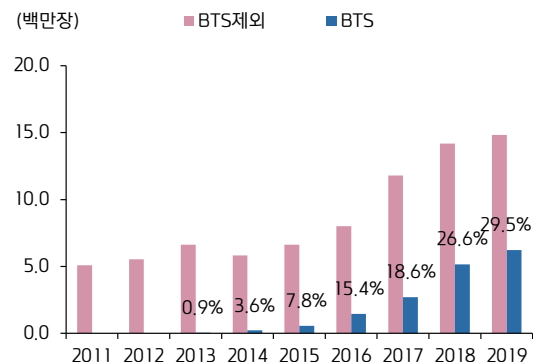
또한 팬덤의 로열티를 한층 강화한 상품인 콘서트의 경우 국내 공연의 티켓 대행 판매를 주도하고 있는 플랫폼의 공연 장르에서 가장 판매량이 높다. 명작 또는 대작의 정기공연 및 장기공연 등이 일반화되어 있고, 해외 IP의 수입에 따른 공연이 올라가는 뮤지컬 시장도 콘서트와 비슷하기는 하지만, 매번 새로운 무대로 팬들과 소통하는 콘서트의 성장에 팬들의 관심이 쏠릴 수 밖에 없는 것이기 때문이다.

국내 음반 판매량 추이 (가온차트 Top100 기준)



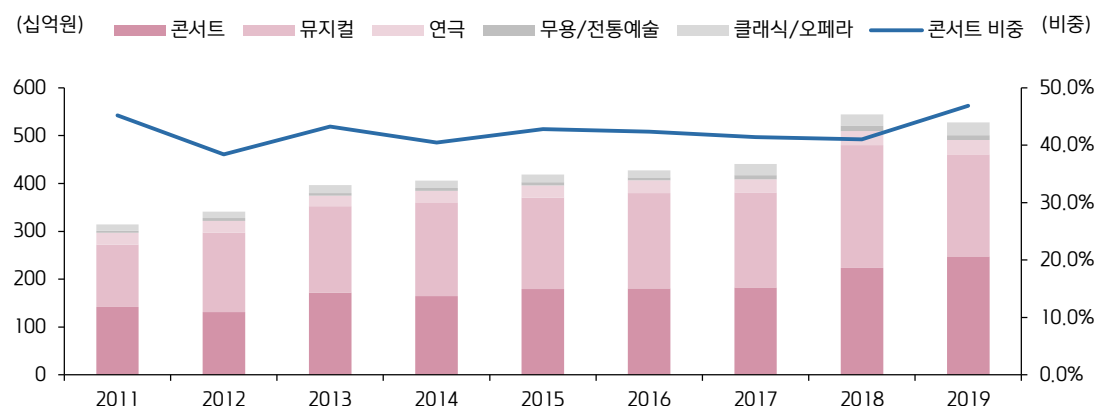
자료: 가온차트, 키움증권

BTS 앨범 판매량 추이



자료: 가온차트, 키움증권

국내 공연 시장 규모 추이



자료: 인터파크, 키움증권

국내 음반(가요) 시장 점유율

순위	2015		2016		2017		2018		2019	
	회사	점유율	회사	점유율	회사	점유율	회사	점유율	회사	점유율
전체 판매량		7,194,544		9,465,586		14,483,828		19,328,835		21,051,180
1	SM	45.84%	SM	33.00%	SM	26.01%	SM	24.27%	빅히트	31.47%
2	빅히트	7.83%	빅히트	15.60%	빅히트	18.58%	빅히트	22.56%	SM	20.47%
3	YG	7.54%	JYP	11.80%	JYP	14.07%	JYP	12.31%	JYP	10.99%
4	JYP	4.62%	플레디스	5.80%	YMC	9.36%	스윙	9.79%	플레디스	8.54%
5	FNC	4.51%	YG	3.70%	플레디스	7.50%	플레디스	5.05%	YG	3.84%
6	SMC&C(울림)	4.19%	젤리피쉬	3.50%	YG	3.95%	YG	3.67%	스윙	3.43%
7	젤리피쉬	3.90%	티오피	3.00%	스타쉽	3.53%	스타쉽	2.56%	스타쉽	3.37%
8	큐브	3.10%	SMC&C(울림)	2.60%	어라운드어스	1.84%	큐브	1.62%	KQ	1.80%
9	플레디스	2.44%	YMC	2.50%	페이브	1.76%	울림	1.16%	오프더레코드	1.48%
10	기타	16.02%	기타	18.40%	기타	13.40%	기타	17.02%	기타	14.60%

자료: 가온차트, 키움증권

악동 뮤지션 바이닐 앨범



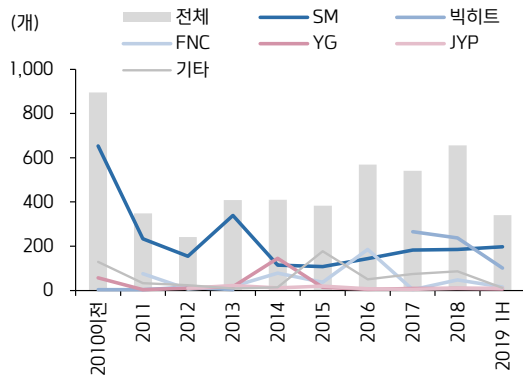
자료: 언론보도, 키움증권

지드래곤 USB 포맷 앨범



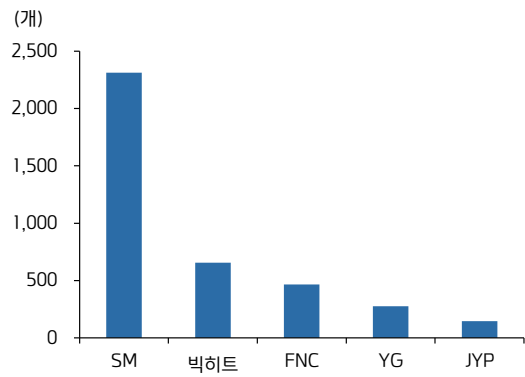
자료: 언론보도, 키움증권

음반기획사 상표출원건수



자료: 특허청, 키움증권

엔터사별 누적 상표출원건수



자료: 특허청, 키움증권

>>> 더욱 가까워진 글로벌 시장

BTS는 세계 무대에서 음악적 성과뿐만 아니라 영향력이라 표현할 수 있는 수준으로 급성장 하였다. 빌보드200 차트 1위, 2019년 타임지 선정 세계에서 가장 영향력 있는 100인, 37시간 37분만에 최단시간 유튜브 브 조회 수 1억 뷰 등극 등 글로벌 레코드를 기록하며 명실상부한 세계적인 탑스타가 되었다.

BTS의 성공은 기존 K-POP의 전략과 다른 부분이 있지만 우리나라 아티스트의 탁월한 퍼포먼스 역량이라는 기본적인 공통점이 있다. BTS의 성공에는 다음과 같은 전략이 작용했다고 판단하는데, 이는 향후 아이돌 그룹을 비롯한 K-POP의 글로벌 전략에도 활용될 수 있는 중요한 포인트라 생각한다.

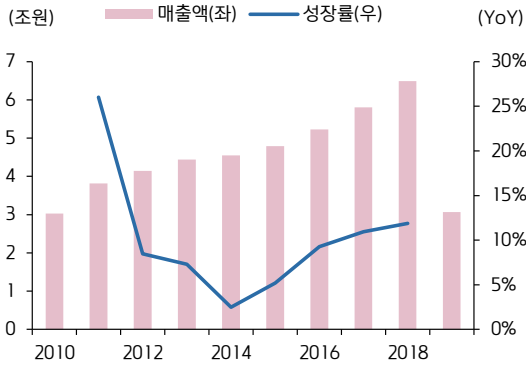
- 1) 기획사 소속으로 가수가 되기 위한 가창, 랩, 댄스 등의 체계적인 기본 역량 내재화를 바탕으로 탁월한 퍼포먼스 역량 구축하고 음악 작업에 직접 참여하며 진실된 이야기를 창작
- 2) 아티스트의 무대 위 모습뿐만 아니라, 백스테이지를 가감없이 공개해 밀레니얼 세대를 겨냥한 인터랙티브 커뮤니케이션이 성공하며 팬덤의 세대 분포를 확대
- 3) 기존 가수들과 유사한 노래의 기본 소재를 활용하지만 서사를 입혀 시리즈로 기획하며 입체적인 공감대를 확보해 팬덤의 락인을 적극적으로 유도

물론 BTS의 전략이 모든 아이돌 그룹 또는 한국 대중가수에게 같은 성공 방정식으로 작동하지 않을 가능성도 있다. BTS의 미국을 비롯한 글로벌 무대에서의 성공과 트와이스 등 우리나라 아이돌의 일본시장 성공과 연착륙에는 위와 같은 요인들도 있지만, 싸이 ‘강남스타일’의 선풍적 인기를 통한 K-POP의 상품화가 진행되었던 점, 일본에서 활약한 보아, 동방신기, 빅뱅, 소녀시대, 카라 등이 K-POP의 저변을 충분히 넓혀 놓은 요인들도 작용하는 것이 사실이다.

우리나라 음악산업은 2013년 4.2조를 기록한 후 성장을 거듭하며 2019년 상반기 기준 3.1조로 50% 이상 성장하였다. 음악산업과 관련한 사업체의 수는 2013년 ~ 2017년 평균 3만 6천개 수준으로 대동소이 하지만 높아진 K-POP의 퍼포먼스 역량에 따른 팬덤효과가 더해지며 발전하는 모습을 보여주며 글로벌 6위 정도의 순위를 차지하고 있다.

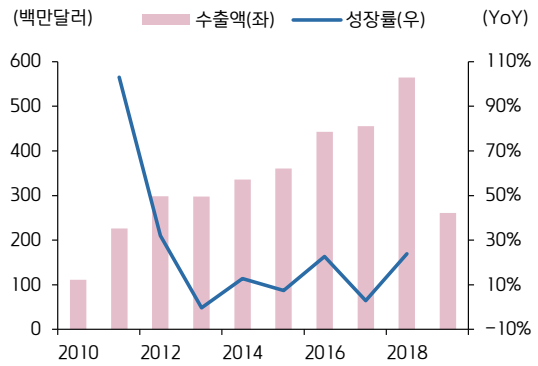
음악산업과 관련한 수출액은 국내 매출액 증가보다 앞서며 2013년 2.7억 달러에서 2019년 상반기 기준 2.6억 달러로 두 배 수준의 증가를 보이며 산업성장을 보이고 있다. 이는 글로벌 음악산업의 성장률을 초과하는 모습으로 앞서 살펴본 BTS의 전략과 마찬가지로 K-POP의 괄목할만한 퍼포먼스 역량과 SNS를 연결한 밀착형 아티스트 마케팅에 따른 결과라 할 수 있다.

국내 음악산업 시장 규모 (1H19 기준)



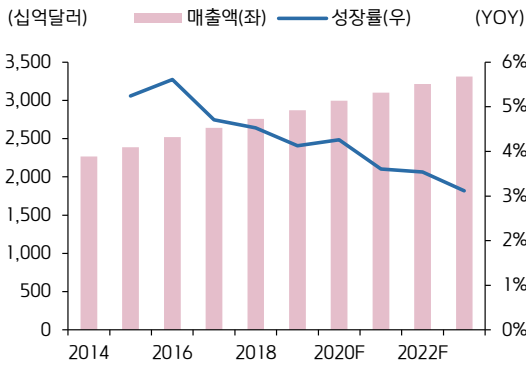
자료: 한국콘텐츠진흥원, 키움증권

국내 음악산업 수출 시장 규모 (1H19 기준)



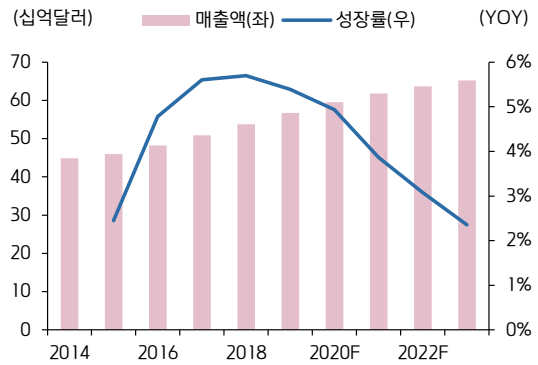
자료: 한국콘텐츠진흥원, 키움증권

글로벌 콘텐츠 산업 시장 규모 전망



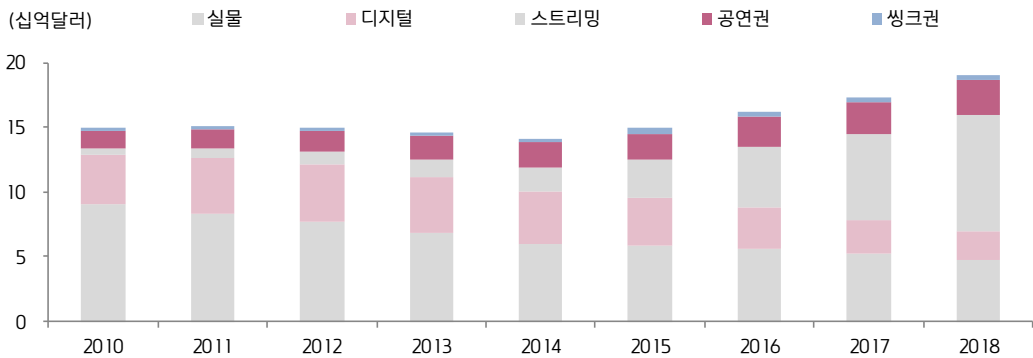
자료: 한국콘텐츠진흥원, 키움증권

글로벌 음악 산업 시장 규모 전망



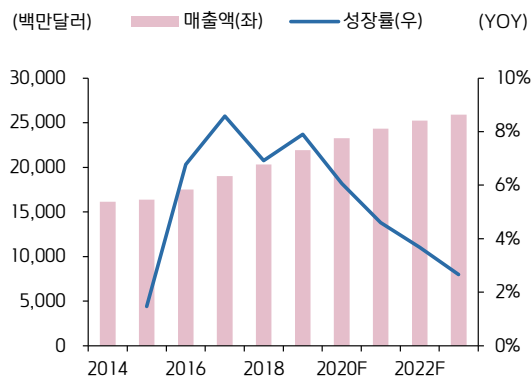
자료: 한국콘텐츠진흥원, 키움증권

글로벌 레코드 뮤직 산업 매출 규모



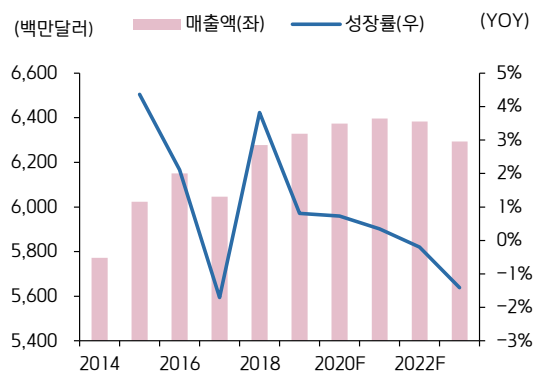
자료: IFPI, 키움증권

미국 음악시장 규모 및 전망



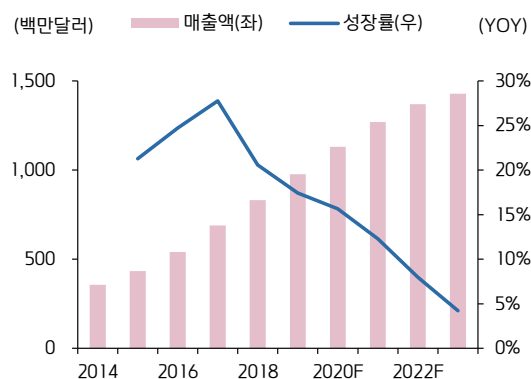
자료: 한국콘텐츠진흥원, 키움증권

일본 음악시장 규모 및 전망



자료: 한국콘텐츠진흥원, 키움증권

중국 음악시장 규모 및 전망



자료: 한국콘텐츠진흥원, 키움증권

Ⅲ. ‘원팀’을 창조하는 K-POP 기획사

>>> Artist and Artist's Performance

연예인을 육성하여 다른 문화 콘텐츠 산업과 연관성을 가지며 성장하는 엔터테인먼트 시장은 모든 문화 콘텐츠 산업의 핵심이라 할 수 있다. 음반, 영화, 드라마, 광고, 예능 등 모든 엔터테인먼트 콘텐츠에는 공통적으로 연예인이 참여한다. BTS를 비롯한 많은 우리나라 아티스트의 성공에서 볼 수 있듯이, 개개인 또는 개별 그룹의 퍼포먼스 역량은 글로벌 수준을 넘어선 레벨이라 할 수 있기에 우리나라 아티스트 역량 R&D는 가장 중요한 전략 부문이다.

배우나 아티스트가 되기까지 본인의 능력, 노력, 시간이 소요되는 물론이다. 또한 기획사는 보다 대중성 높은 아티스트를 만들어 내기 위해 연습생 기간부터 데뷔까지 시간과 비용을 투자한다. 그래야 비로소 연예인이 대중성을 갖게 되고 아티스트가 되어 연예퍼포먼스를 생산할 수 있다.

엔터테인먼트 비즈니스는 연예인과 연예인이 창출하는 연예퍼포먼스가 핵심이다. 연예퍼포먼스는 연예인에게 체화되어 있기 때문에 분리하여 생각할 수 없다. 그렇기 때문에 엔터테인먼트 비즈니스의 키포인트는 가장 빠른 시간에 해당 역량을 내재화 시키는 작업이라 할 수 있다.

미국의 경우에는 연예인과 에이전시가 계약을 체결하고 연예활동과 관련한 제반비용 등을 연예인이 부담함으로써 독립적인 관계가 성립되어 아티스트 주도로 퍼포먼스 창출을 계획해 간다. 일본은 소위 ‘월급제’ 형태를 띄며 소속사에 수익과 비용이 대부분 전가되는 구조로서 기획사의 기획력이 성공 여부를 가르고 있는 형태이다. 우리나라는 미국과 일본의 중간시스템을 도입하면서 엔터테인먼트 활동과 관련한 수직화된 소속사 기능을 보유하고 아티스트와 협업하는 구조로 성장했다.

이에 따라 우리나라 음악산업의 성장을 이끈 아이돌은 엘리트 체육 코스를 밟은 스타들과 유사하다. 연예산업의 핵심은 아티스트에게 차별화된 콘텐츠를 서비스할 수 있는 역량을 내재화 시키는 것이다. 오디션 프로그램을 통해 소개된 예비 스타들의 퍼포먼스 역량은 개인의 수준일 뿐 상품화하여 팬들에게 제공하기 까지는 상당한 거리감이 있음을 확인할 수 있었다.

이렇기 때문에 아티스트의 활동을 통해 매출을 발생시키고 기업을 성장시켜야 하는 연예기획사는 연예인 역량 육성의 성공 확률에 매우 의존적일 수 밖에 없다. 아티스트 역시 실연권자로서의 역량 강화를 위해서는 반드시 소속사가 필요하며, 오히려 기획사가 아티스트에 의존하는 것보다 더 큰 의존도를 갖을 수 밖에 없다. 이런 사정으로 우리나라 엔터테인먼트 기업의 경우 아티스트와 기획사 간의 수익배분 등을 결정하는 계약이 존재하고 과거에는 불공정 시비까지 불거지기도 했다. 하지만, 아티스트와 기획사는 결국 동반자적인 협력을 통해 장기적인 성공을 함께 모색해야 하는 한 배이다.

>>> 우리나라 기획사 시스템보다 ‘원팀’을 잘 만들 수 없다

일반인이 참여하는 오디션 프로그램부터 가수 지망생인 연습생들의 오디션까지 최근 10년은 새로운 얼굴을 만나볼 수 있는 시간이었다. 또한 경연의 성격을 가지고 있는 오디션 프로그램의 특성상 라이벌 구도, 돋보이는 캐릭터 등에 대한 재미와 흥미가 더 해지며 대중의 관심을 사로 잡았다.

CJ E&M의 프로듀스 시리즈는 2016년 방송 시작부터 화제를 불러 일으키며 총 4팀의 아이돌 그룹을 배출해 냈다. 남녀 아이돌 모두 성공적인 데뷔와 폭발적인 퍼포먼스를 이어갔지만 소속사가 상이한 한계를 극복하는 것에 시작부터 무리가 있었다. 그래서 시즌이 거듭되며 데뷔 후 활동 기간을 늘리는 전략(아이오아이 1년, 워너원 1년 6개월, 아이즈원 2년 6개월, 엑스원 5년)을 세워 최대한의 효과를 만들어 내고자 했으나 투표 공정성 논란 등이 불거지며 종영 및 해체 등의 아픔을 겪었다.

오디션 프로그램을 통해 데뷔한 아이돌의 흥행 성적 및 지속성은 프로그램 이후 공식 활동 기간에만 한정되거나, 솔로일 경우에는 소속사에서 데뷔를 준비하는 기간이 발생하는 등의 문제점이 발생하였다. 따라서 이와 같은 한계점을 분석해 보면 기획사 시스템에서 배출된 아이돌의 퍼포먼스 레벨과 매니지먼트의 중요성을 파악할 수 있는 좋은 정보가 될 수 있다.

- 1) 오디션 프로그램에 참가해 우승 또는 우승권에 근접한 개별 예비 아티스트의 역량은 탁월하나 팬 확보가 쉽지 않은 솔로인 경우가 대부분
- 2) 연습생 출신의 아이돌을 대상으로 기획한 프로듀스 시리즈도 데뷔 이후 활동에 대한 시간적 제약이 발생하고 기획된 그룹의 해체 이후 소속사 복귀와 함께 종료되어 팬덤의 연속성 확보가 어려움
- 3) 우승 또는 데뷔를 통해 전담 매니지먼트가 확보 되지만 음악적 소재 개발, 팬 관리 등 매니지먼트의 역량이 최적화 되기까지 시간이 소요되어 폭발적인 성공으로 연결되기 힘들

따라서 아티스트가 앨범을 발매하며 퍼포먼스를 창출해 내기 전까지 발생하는 비용도 반드시 고려해야 할 요소이지만, 그룹으로서 ‘원팀’이 가지는 잠재력을 극대화 시키는 기획사 시스템이 현재로서는 가장 효과적으로 아티스트를 생산해 내는 프로세스라 할 수 있다.

주요 오디션 프로그램과 우승자 및 배출 스타

구분	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
슈퍼스타K	서인국	허각 존박 강승윤 박보람	율라세션 버스커버스커 로이킴 유승우		박재정	곽진언 김필	케빈오	김영근			
K팝스타			박지민 이하이 백아연	악동뮤지션	버나드박 샘 김 권진아	케이티킴 정승환 이진아	이수정 안예은	보이프렌드			
위대한탄생			백청강	구자명 에릭남	한동근						
Produce Series								전소미 아이오아이	강다니엘 워너원	장원영 아이즈원	김요한 엑스원

자료: 언론 보도, 키움증권

IV. 라인업에 대한 전략이 시작과 끝

>>> Ad hoc Revenue, Always Cost, 필요한 것은 '팬덤'

가수 또는 배우 활동을 통해서 발생하는 매출은 실연권자로서 직접 연예서비스를 제공해야하기 때문에 연간 지속되기 힘든 부분이 있다. 그렇기 때문에 연예 기획사는 소속 아티스트의 활동을 전방위적으로 넓혀야 하는 전략을 수립할 수 밖에 없다.

가수의 가장 기본적인 연예서비스는 음반 발매를 통한 음악 콘텐츠 창출에 있다. 음반 발매를 위한 비용으로는 작곡, 뮤직비디오, 연주를 위한 세션비, 앨범 제작 등이 있으며 제작 지원 강도에 따라 비용이 달라지게 된다. 음반 및 음원의 경우는 최근 늘어난 앨범 구매량 증가 등에 비추어 볼 때 탑스타급의 밀리언셀러 앨범까지는 아니더라도 기본적인 BEP 수준까지 달성할 수 있는 가능성이 높다. 기본 서비스이면서 수익성이 확보되는 측면이 있고 아티스트의 팬덤의 크기를 유추해 낼 수 있는 가장 중요한 활동 중 하나이다.

다음으로 가수는 음반을 발매하고 해당 음악 콘텐츠에 대한 가창과 춤을 통해서 매출을 발생시킨다. 음악방송 출연 등을 통해서 얻게 되는 출연료는 데뷔 연차 등을 감안해 결정되는 것이 보통이며 방송 출연을 위해 준비되는 비용보다 작은 것이 현실이다. 가창과 춤으로 표현되는 퍼포먼스는 방송 출연과 뮤직비디오를 통해 팬들에게 소통 되어야 하는데, 그렇기 때문에 가수의 방송 출연은 해당 음반에 대한 마케팅 성격이 강하다고 할 수 있다. 이처럼 아티스트의 앨범과 관련 가창과 춤을 통해 창출되는 1차 저작물에 관한 매출 발생 규모가 작기 때문에 콘서트 및 행사 활동을 통한 2차 매출 발생 요소가 필요하다.

행사 매출의 경우 콘서트와 다르게 데뷔 직후 아티스트의 화재성 및 파급력을 활용하여 가능한 부분도 있지만 기본적인 앨범 판매량이 뒷받침 되지 않고서는 히트송이 없기 때문에 불투명한 것이 현실이다. 단독 콘서트의 경우 10분에 2~3곡 정도인 행사 무대와 달리 대략 2시간의 퍼포먼스를 위해 필요한 발매 곡 수 및 콘텐츠 등이 필요하다. 또한 인지도 상승에 따른 팬덤 구축 여부가 필수이기 때문에 데뷔 후 2~3년의 레코드를 쌓을 시간과 노력이 동반되어야 한다. 콘서트 개최에 성공하면 앨범 구매를 통해 확인한 팬덤의 로열티 보다 높은 강도의 팬층을 확인할 수 있고, 이에 따라 앨범 외의 콘텐츠를 판매할 가능성이 높아져 화보집, MD 매출 등이 발생할 확률이 높아진다.

부가적으로 광고 또는 배우 활동을 통해서 매출 발생을 시킬 수 있는 부분도 있지만, 이는 가수 본업 영역이 아니기 때문에 행사 무대와 비슷하게 화재성 및 파급력을 보유한 일부 아티스트에게만 적용되는 영역이다.

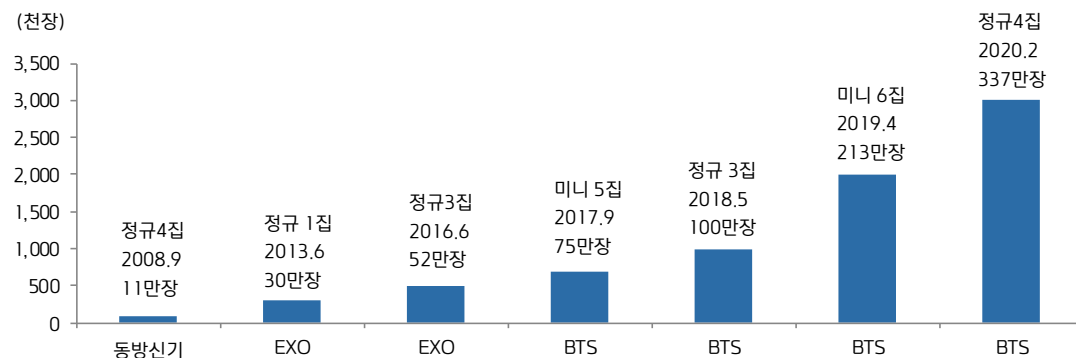
종합해 보면, 아티스트는 1차 저작물인 앨범 판매를 통해 팬덤의 존재를 확인할 수 있다. 초동 판매의 경우 가장 강력한 팬심을 나타내는 지표로서 향후 활동에 대한 튼튼한 지지층이 있다는 것을 알려준다. 이는 이후 콘서트 및 팬사인회 등 공연으로 연결되며, 이를 통해 확보된 대중성은 아티스트의 2차 활동에 대한 안정성 및 수익성을 높여주는 선순환 구조를 구축하게 된다.

주요 가수 초동 판매량

구분	남자 가수	여자 가수
초동 300만장 이상	방탄소년단(337만장)	
초동 70만장 이상	EXO, 세븐틴	
초동 50만장 이상	X1	
초동 30만장 이상	Wanna One, 백현, 강다니엘	IZ*ONE(35만장)
초동 20만장 이상	NU'EST W, NU'EST, EXO-CBC, EXO-SC, GOT7, 슈퍼주니어, 수호 등	
초동 10만장 이상	동방신기, EXO-K, EXO-M, 레이, MONSTA X, WINNER, TWICE, BLACKPINK, (여자)아이들 NCT, NCT 127, NCT DREAM, TXT 등	태연, 아이유

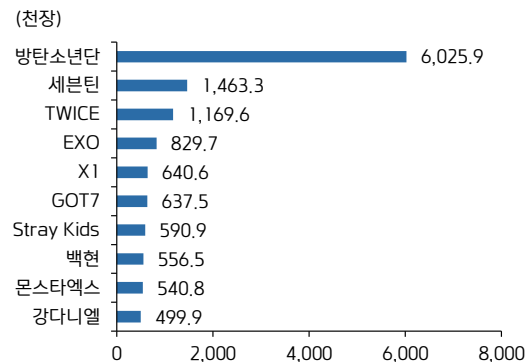
자료: 한타차트, 언론보도, 키움증권

역대 초동 신기록



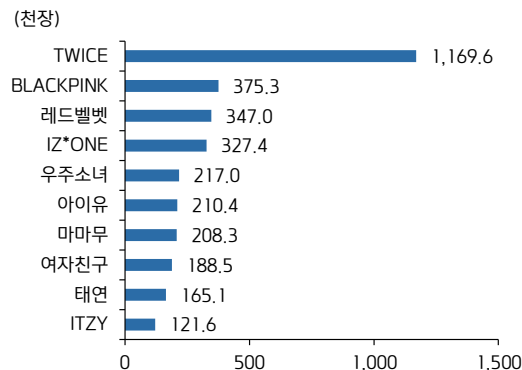
자료: 한타차트, 언론보도, 키움증권

2019년 가온차트 앨범 판매 순위(전체)



자료: 가온차트, 키움증권
주. 2019년 1~50주차 합산

2019년 가온차트 앨범 판매 순위(여자 가수)



자료: 가온차트, 키움증권
주. 2019년 1~50주차 합산

>>> Ent. Business Strategy 1, 'Korean Style, narrative'

우리는 우리 문화의 우수성을 세계적으로 알리기 위해 '가장 한국적인 것이 세계적인 것'이라는 캐치프레이즈를 많이 사용한다. 실제로도 이는 문화 영역이 아니고도 많은 분야에서 증명해 내고 있다. K-POP은 2012년 싸이의 강남스타일이 9월 마지막 주부터 미국 빌보드 핫100 7주 연속 2위라는 대기록을 세웠다. 또한 2014년 5월에는 최초의 유튜브 조회수 20억 건을 돌파하는 기록을 작성했다.

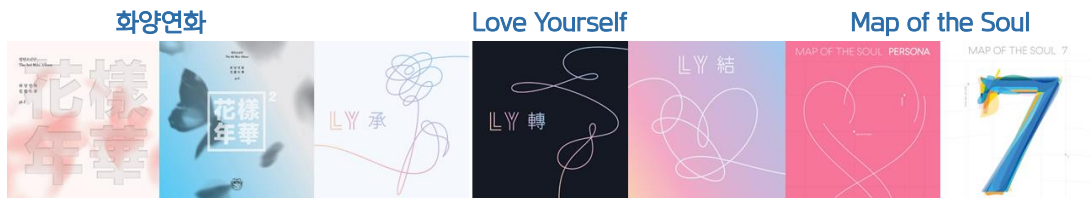
싸이와 BTS의 성공에 여러가지 공통점이 있겠지만, 가장 눈에 띄는 것은 그냥 한국 노래라는 점이다. 음악의 스타일이 또는 안무가, 뮤직비디오의 콘텐츠가 글로벌 트렌드에 맞춰 설계되어 있는지와 같은 것을 짚어보면 상황은 달라질 수도 있지만, 한국어로 된 한국 노래가 글로벌 팬덤의 단순 호기심을 넘어 가장 많은 사랑을 받을 수도 있다는 것을 증명한 것이다.

K-POP이 가장 한국적인 음악 스타일로 국제 무대의 가장 높은 곳을 차지하는 순간이 BTS의 〈Love Yourself: Tear〉 앨범이 빌보드200 1위를 하며 현실화 되었다. 우리나라 기획사의 전략적 발전 방향은 초기 해외진출 시기부터 크게 다르지 않았다. 하지만 BTS가 접근한 방식은 기존의 방식과는 차별화된 부분이 존재하며, 향후에도 이와 같은 성공 스토리는 계속 쓰여질 가능성이 매우 높다.

BTS의 경우에는 외국인 멤버도 없고, 미국 진출 또는 글로벌 진출을 위한 특정 언어로 된 앨범이나 노래도 없다. 대신 그룹 또는 멤버의 서사를 노래에 담아내어 음악을 직접 만들어 냈다는 것이 다른 포인트이다. 향후에 이와 같이 자체 제작자의 형태를 띄며 이야기를 담아내는 아이돌 그룹의 성공은 지속적으로 가능할 것으로 보인다.

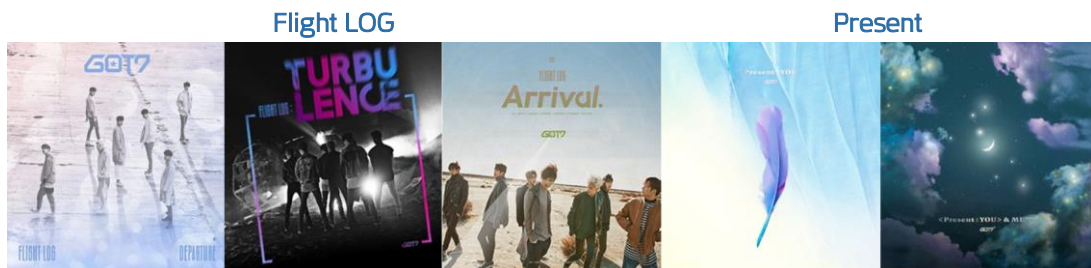
K-POP의 가장 큰 성공요인은 앞서 살펴본 연예인, 즉 아티스트에게 정밀하고 강도 높게 체화된 아티스트 역량이다. 이는 노래와 춤으로 표현되고, 글로벌 음악 작사/작곡 능력을 보유한 그룹에서 협업을 통해 트렌디한 곡을 창조한다. K-POP 아티스트 들은 본인들의 이야기를 솔직한 감성으로 담아내며 시리즈로 창작해 내는 단계에 까지 도달하며 글로벌 공감대를 확장하는 데 성공 가능성이 높다고 판단한다.

BTS Series Albums



자료: 빅히트엔터테인먼트, 키움증권

GOT7 Series Albums



자료: JYP Ent., 키움증권

>>> Ent. Business Strategy 2, 'Glocalization'

글로벌 공략을 위한 중요한 전략은 로컬라이제이션이다. 뛰어난 아티스트 역량과 매니지먼트사의 기획력을 바탕으로 현지에서 가장 성공 높은 음악과 댄스 등을 키워내는 것이다. 에스엠엔터테인먼트 보아의 사례에서처럼 한국어 버전의 앨범과 일본어 버전의 앨범을 작업하며 현지화에 대한 깊이를 더할 수 밖에 없는 전략적 방향을 확인할 수 있다.

이후 K-POP은 더욱 강도 높은 현지화를 위해 외국인 멤버의 포함을 필수로 인식하게 되었다. 이들은 각자의 시장에서 언어와 외모 등이 가장 친숙하게 인식될 수 밖에 없으며, 외국인 멤버가 없는 경우에는 현지화를 위해 해당 국가의 언어 습득 등이 필수로 요구되었다.

앞서 살펴본 바와 같이 'Korean Style'은 그 자체로도 파워풀하다. 하지만 현지 공략을 위해서 반드시 필요한 작업은 'Localization'이다. 세계를 무대로 하는 경영활동을 'Glocalization'이라 하며, 세계화와 현지화를 동시에 진행하는 경영기법을 일컫는다. K-POP은 더욱 강도 높은 현지화를 위해 외국인 멤버의 포함을 필수로 포함하게 되고, 국적을 무기로 하여 각자의 시장에서 소속 그룹의 홍보대사 역할을 수행하게 되었다.

블랙핑크의 사례는 BTS의 'Korean Style'이 갖고 있는 특성과 다르게 'Localizaiton'이 여전히 강력한 힘을 가지고 있음을 보여주고 있다. 블랙핑크의 멤버 중 리사는 태국인, 로즈는 뉴질랜드 교포이다. 이들은 한국어, 영어, 일본어, 태국어를 구사할 수 있는 능력을 가지고 있다. 다국적 멤버와 언어 사용 능력을 기본으로 우리나라 기획사의 아이돌 육성 시스템을 통해 완성된 퍼포먼스 역량과 트렌디한 감각의 음악을 생산해 내고 마케팅 할 수 있는 기획사의 조합이 이루어져 만들어 낸 성공의 결과라 할 수 있다.

에스엠엔터테인먼트는 '새로운 문화 테크놀로지(Neo Culture Technology, NCT)'에 대한 비전을 발표하며 전통적인 그룹이나 밴드의 형태가 아닌 포맷과 브랜드로 현지화 전략을 진일보 시켰다. 현재 NCT는 그룹의 조합마다 다른 특성을 보이며 NCT U(NCT 모든 멤버 조합 가능), NCT 127(한국, 일본 등 아시아), NCT DREAM(NCT내 10대 청소년) 등의 유닛이 있다. 이들은 각각의 마켓에 현지화된 전략을 가지고 더욱 치밀히 대응해 나가는 형태라 할 수 있다.

JYP Ent는 JYP 2.0'에서 밝힌 바와 같이 K-POP의 성공 무대를 글로벌로 규정하고 이에 대한 철저한 준비부터 시작한다고 할 수 있다. 우선 한국 아티스트와 음악을 국제무대에 수출하고, 다음으로 K-POP 팀에 세계적 멤버들을 블랜딩 하는 것이다. 마지막으로 철저한 로컬라이제이션을 위해 각 지역의 인재들을 개발하고 프로듀싱하는 것이다. 이와 같은 전략은 중국에서 발굴한 멤버들인 보이 스토리와 일본에서 프로젝트 진행한 Nizi Project를 통해 확인할 수 있다.

우리나라의 대표 엔터테인먼트 기획사들은 각자의 음악적 철학을 바탕으로 지속적으로 현지화 및 세계화를 통해 글로벌 시장의 문턱을 두드리고 있다. 향후에는 이를 바탕으로 아티스트를 배출해 낼 수 있는 시스템과 기획사별 색깔을 통해 더욱 강화되고 차별화 될 것으로 판단하여 글로벌 공략에 대한 높은 가능성을 전망한다.

에스엠 'NCT'



자료: 에스엠, 키움증권

에스엠 'WayV'



자료: 에스엠, 키움증권

JYP Ent. 'Boy Story'



자료: JYP Ent., 키움증권

JYP Ent. 'Nizi Project'



자료: JYP Ent., 키움증권

에프엔씨엔터 'Cherry Bullet'



자료: 에프엔씨엔터, 키움증권



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다



기업분석

에스엠
(041510)

BUY(Initiate)/목표주가 33,500원
별들의 이름을 이어가자

JYP Ent.
(035900)

BUY(Initiate)/목표주가 29,000원
엔터테인먼트의 표준

에프엔씨엔터
(173940)

BUY(Initiate)/목표주가 8,000원
밴드의 건재, 아이돌의 잠재력

에스엠 (041510)



BUY(Initiate)

목표주가 33,500원

주가(04/20) 26,150원

미디어/엔터/레저 Analyst 이남수

02) 3787-5115/hamsu.lee@kiwoom.com

에스엠은 'H.O.T'부터 시작된 아이돌 문화를 유행시키고, 신화, 보아, 슈퍼주니어, 소녀시대, EXO 등의 최정상급 가수들을 꾸준히 배출해낸 우리나라 최고의 종합 엔터테인먼트 회사이다. 코로나19 이후 대중가요를 비롯한 문화 산업 역시 큰 변화가 예상되지만 국내를 넘어서 글로벌에서도 뒤지지 않을 아티스트 배출 능력을 가진 에스엠의 성장성에 높은 기대를 한다.

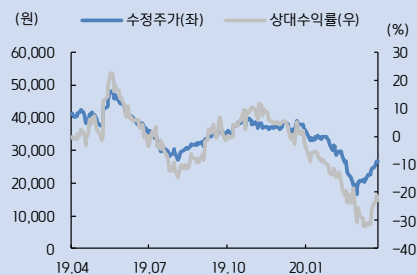
Stock Data

KOSDAQ (04/20)	637.82pt	
시가총액	6,132억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	47,950원	16,700원
최고/최저가 대비	-45.5%	56.6%
주가수익률	절대	상대
1M	34.4%	-1.4%
6M	-25.9%	-24.9%
1Y	-36.3%	-23.0%

Company Data

발행주식수	23,449 천주
일평균 거래량(3M)	325천주
외국인 지분율	15.7%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS (20E)	20,060원
주요 주주	이수만의 7인 19.2%

Price Trend



별들의 이름을 이어가자

>>> 에스엠이 가는 길, 별들의 발자취

에스엠은 K-POP의 근원지라 불릴 만큼 다양한 Top 아티스트를 보유하며 K-POP을 브랜드화 시킨 저력을 발휘하고 있다. 동사는 글로벌 시장에서의 성장과 성공을 위해 현지화 전략을 세우고, 전략적인 파트너십을 구축하여 우리나라 대중가요의 세계화에 크게 기여하고 있다. 한한령 해제 분위기에 힘입어 보아, 동방신기, 슈퍼주니어, 샤이니, 엑소 등으로 이어진 별들의 발자취를 따라 새로운 별로 발돋움하며 중국 시장을 공략할 NCT와 WayV의 높은 성장성에 주목할 시기이다.

>>> 코로나19 여파가 있지만 준수한 성적 기대

연결 매출액 6,177억원(YoY -6.1%), 영업이익 336억원(YoY -16.9%), 순이익 227억원(흑자전환)으로 코로나19로 인해 부진한 콘서트 부문의 역성장에도 불구하고 준수한 성적을 기록할 것으로 전망한다. 로열티 높은 팬덤의 퍼모먼스 웹슨이 크지 않을 것으로 예상하고, 자회사의 키이스트의 드라마 편성 확대, SM C&C의 신규 광고주 영입 등이 활발해 지며 실적 방어에 힘을 실을 것으로 추정한다.

>>> 투자 의견 BUY, 목표주가 33,500원

투자 의견 Buy, 목표주가 33,500원으로 커버리지를 개시한다.

1) 국내 최대의 Top 아티스트를 보유한 엔터 비즈니스의 완전체 구조이고 2) 기존 아티스트 라인업에 대한 팬덤의 규모가 경쟁사 대비 웹슨이 적어 탄탄한 실적 안정성을 견뎌왔으며, 2020년 선보일 신규 아이돌 그룹의 성공 확률도 높다. 3) 또한 정상급 아티스트로 팬덤을 확보할 수 있는 NCT의 성장 여력이 충분히 남아있고, 풍부한 아티스트 라인업을 바탕으로 한 슈퍼M과 같은 프로젝트 그룹의 조합이 지속적으로 가능하다. 이에 목표주가는 2020E 지배주주순이익기준 EPS 949원에 Target PER 35배를 적용하여 산정하였다.

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	612.2	657.8	617.7	675.9	731.1
영업이익	47.7	40.4	33.6	51.5	61.9
EBITDA	87.7	104.1	96.2	122.4	141.4
세전이익	46.0	11.0	33.1	52.2	61.3
순이익	23.4	-16.2	22.7	35.8	42.0
지배주주지분순이익	30.6	-9.1	22.2	35.1	41.2
EPS(원)	1,361	-390	949	1,495	1,756
증감률(% YoY)	583.9	적전	흑전	57.6	17.5
PER(배)	38.4	-98.5	28.1	17.9	15.2
PBR(배)	2.84	2.03	1.33	1.23	1.13
EV/EBITDA(배)	12.9	7.7	5.0	3.8	2.7
영업이익률(%)	7.8	6.1	5.4	7.6	8.5
ROE(%)	8.0	-2.1	4.9	7.2	7.7
순차입금비용(%)	-39.5	-45.0	-50.0	-49.3	-58.3

자료: 키움증권

밸류에이션

>>> 에스엠: 투자의견 Buy, 목표주가 33,500원, Top Pick 제시

당사는 에스엠에 대하여 투자의견 Buy, 목표주가 33,500원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 에스엠 2020E 지배주주순이익기준 EPS 949원에 Target PER 35배(2011 ~ 2013 PER 평균에서 15% 할인)를 사용하여 산정했다.

당사는 1) 국내 최대의 Top 아티스트를 보유한 엔터테인먼트 회사로서 엔터테인먼트 비즈니스에 대한 사업부문이 모두 녹아 있는 엔터테인먼트 비즈니스의 완전체이고 2) 기존 아티스트 라인업에 대한 팬덤의 규모가 경쟁사 대비 훼손이 적어 탄탄한 실적 안정성을 견비하였으며, 기획력 및 프로듀싱 등에서 발군의 역량을 보유함으로써 2020년 선보일 신규 아이돌 그룹의 성공 확률도 높다. 3) 또한 BTS 멤버 등의 군입대 등으로 인한 활동 공백기에 정상급 아티스트로 팬덤을 확보할 수 있는 NCT의 성장 여력이 충분히 남아있고, 풍부한 아티스트 라인업을 바탕으로 한 슈퍼M과 같은 프로젝트 그룹의 조합이 끊임없이 가능한 점이 포인트로 작용할 전망이다.

에스엠 Valuation Table

구분	추정	비고
순이익(십억원)	22.2	2020년 지배주주순이익
EPS(원)	949	2020년 지배주주순이익 기준 EPS
Target PER	35	2011 ~ 2013 PER 평균에서 15% 할인
목표주가(원)	33,500	
상승여력(%)	28.1	2020년 4월 20일 종가 기준

자료: 키움증권

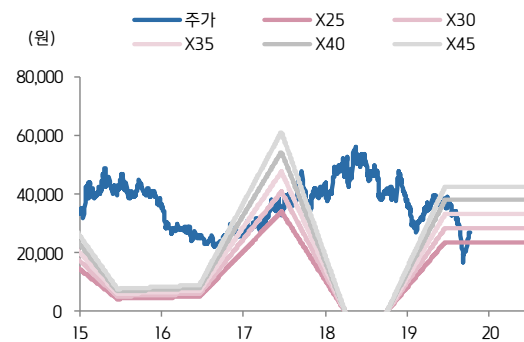
에스엠 Historical Valuation

(배)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	평균
PER(End)	35.4	42.8	48.4	117.1	41.0	153.0	174.4	38.4	-98.5	81.3
PER(High)	48.0	67.2	55.8	184.2	47.4	286.0	196.8	41.8	-140.9	115.9
PER(Low)	12.1	33.8	31.9	82.1	28.6	140.6	108.3	24.1	-69.2	57.7
PER(Avg)	23.2	46.2	43.8	138.7	35.6	206.6	141.7	31.8	-100.5	83.4

자료: Quantwise, 키움증권

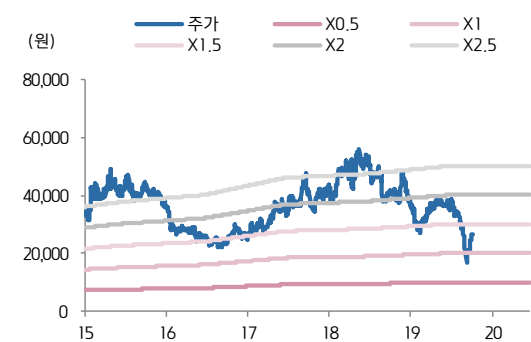
주. 평균의 경우 2019년 제외 산정

에스엠 12M Forward PER Band



자료: Dataguide, 키움증권

에스엠 12M Forward PBR Band



자료: Dataguide, 키움증권

기업 개요

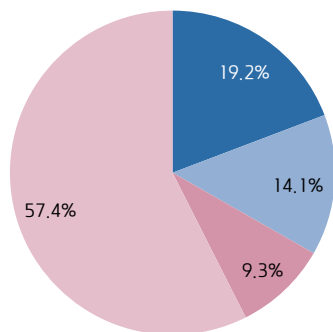
>>> 국내 최대 규모의 종합 엔터테인먼트 그룹

에스엠은 K-POP의 근원지라 불릴 만큼 다양한 TOP 아티스트를 보유하며 K-POP을 브랜드화 시킨 저력을 발휘하고 있다. 동사는 글로벌 시장에서의 성장과 성공을 위해 현지화 전략을 세우고, 전략적인 파트너십을 구축하여 우리나라 대중가요의 세계화에 크게 기여하고 있다.

에스엠은 1995년 ‘(주)에스엠엔터테인먼트’로 설립하였으며, 2010년 4월 KOSDAQ 시장에 주식을 상장하였다. 동사는 음반기획 제작, 방송 및 광고 출연, 광고대행 및 제작 등을 주요사업으로 영위하고 있다. 국내 최대 규모의 종합엔터테인먼트사로서 전속계약을 맺은 아티스트를 음반 및 음원, 콘서트 등의 방식으로 다양한 사업을 수행하고 있고, 연결대상 종속회사로는 엔터테인먼트 사업 부문의 (주)키이스트, SM ENTERTAINMENT JAPAN INC. 등이 있다. 엔터테인먼트 사업 외에 콘텐츠와 광고사업을 동시에 영위하고 있는 에스엠컬처앤콘텐츠가 있으며, 그 외에도 당사 공연기획을 전담하는 DREAM MAKER 등을 통해 엔터테인먼트 비즈니스 사업 부문의 수직 구조화된 사업 역량을 토대로 성장을 거듭하고 있다.

에스엠 주주구성

■ 대표이사 및 특수관계인 ■ 자기주식 ■ 국민연금 ■ 기타주주

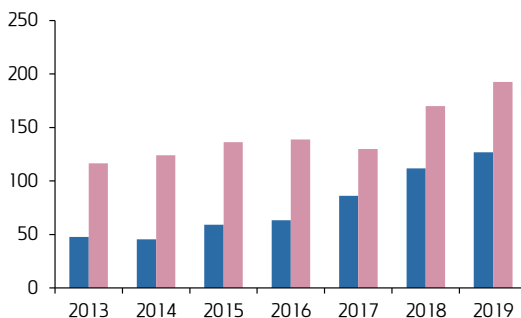


자료: 에스엠, 키움증권

에스엠 사업부문별 실적 추이(K-IFRS 연결)

(십억원)

■ 음반 ■ 매니지먼트



자료: 에스엠, 키움증권

에스엠 주요 종속회사

회사명	지분율(%)	매출액(십억원)	주요사업
에스엠컬처앤콘텐츠	30.3	167	영상 콘텐츠 제작, 광고업 등
드림메이커	68.5	80	국내 외 공연사업 등
에스엠엔터테인먼트재팬	100	79	음반 기획, 매니지먼트 등
키이스트	25.3	29	매니지먼트, 음원콘텐츠 제작 등

자료: 에스엠, 키움증권

>>> 아티스트 라인업

에스엠은 1990년대 말 및 2000년대 초 HOT, SES, BOA, 동방신기, 슈퍼주니어의 연속된 성장에 힘입어 국내 최고의 기획사로 자리매김했다. 이후 샤이니, 소녀시대, EXO 등이 글로벌 플레이어로 저력을 과시하며 전성기를 맞게 되었다. 하지만 EXO 및 소녀시대 이후 NCT, 레드벨벳 등의 후속 그룹의 성장이 더뎠으며 정체기를 맞이하고 있는 점은 아쉬운 포인트이다.

그러나 2019년 샤이니, 엑소, WayV 등의 멤버가 결합된 슈퍼M이 데뷔하며, 데뷔앨범 최초 빌보드 200 1위 등극을 하는 퍼포먼스를 보여주어 이후 에스엠 소속 아티스트의 다양한 재창조에 대한 기대를 품게 되었다. 슈퍼M의 성공적인 데뷔는 향후 엔터테인먼트 사업에 있어 다양한 콜라보레이션을 확보할 수 있는 에스엠만의 유일한 전략이라 평가한다.

또한 에스엠컬처앤콘텐츠의 예능 제작 역량은 강호동, 신동엽, 김병만, 이수근, 전현무 등의 국내 TOP 예능인과 시너지를 창출하여 꾸준한 활동 증가가 지속될 것으로 전망한다.

에스엠 Artist 주요 라인업

Artist	동방신기	EXO	레드벨벳	NCT
데뷔	2003.12	2012.04	2014.08	2016.04
멤버				
Artist	슈퍼주니어	WayV	예능인	
데뷔	2005.11	2019.01	강호동	
멤버				

자료: 에스엠, Google, 키움증권

투자포인트

>>> Point 1. 엔터테인먼트 비즈니스의 완전체

에스엠의 가장 큰 장점은 엔터테인먼트 비즈니스의 기획부터 1차 퍼포먼스인 앨범 제작 및 콘서트 개최 뿐만 아니라, 연기 및 광고 등의 2차 퍼포먼스까지 확장이 자유롭다는 점이다. 동사는 종속회사로 광고사업 부문 및 예능 프로그램 제작을 동시에 영위하고 있는 에스엠컬처앤콘텐츠를 통해 소속 아티스트 및 예능인 출연 등이 타 기획사 소속 연예인들 보다 자유롭다. 또한 키이스트가 추진하고 있는 드라마 및 영화제작 사업과 연관하여 시너지를 창출할 수 있는 충분한 준비가 되어있어, 아티스트에서 셀럽 마켓으로 포커싱을 옮긴 에스엠의 전략적 방향은 더욱 강화될 것이다.

엔터테인먼트 비즈니스가 연예인의 창작물인 앨범 및 음원, 드라마, 영화 등의 피지컬에서 팬덤을 확보하며 부가적인 인비저블 상품 및 서비스로 확장되고 있는 시점에 가장 적합한 비즈니스 구조를 보유한 회사라 평가한다.

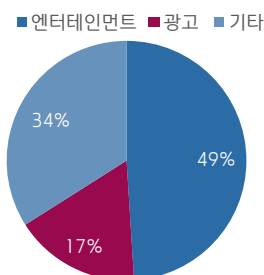
>>> Point 2. Next TOP Artist의 가장 높은 확률

2015년 이후 BTS는 국내 및 글로벌향으로 전방위적인 성장을 보였다. BTS 이전 에스엠은 국내 Top 아티스트를 대부분 보유할 만큼 성공에 대한 확률이 가장 높은 국내 기획사 중 하나이다.

다만 에스엠은 군입대에 따른 주력 아티스트인 엑소의 부재가 아쉬울 수 있다. 하지만 국내 최정상의 아이돌을 육성하고 마케팅 하는데 성공적이었던 역량을 고려한다면, 언젠든 다음 K-POP을 이끌 아이돌을 창출해 낼 수 있다. 또한 엑소의 멤버가 복귀하는 2021년 이후에는 에스엠 선배 아티스트들과 마찬가지로 복귀 시너지 역시 충분히 발생할 것으로 추정한다.

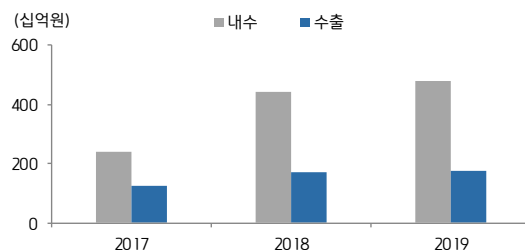
슈퍼M은 에스엠 소속 아티스트의 신·구 조화를 이뤄내며 결성과 동시에 빌보드 차트에서 훌륭한 성과를 얻어내었다. 엔터테인먼트 회사의 가장 필요한 역량이 아티스트의 끊임없는 공급과 활동량이라 판단한다면 새로운 아이돌을 시장에 선보일 수 있는 탄탄한 기획력을 갖추고 있는 시스템 뿐만 아니라 기존 그룹의 재조합을 통해서도 새로운 팬덤을 만들 수 있는 좋은 사례이자 본보기를 보여주었다. 이를 통해 가장 많은 아티스트를 보유한 에스엠이 향후 라인업 경쟁에서 주도권을 가질 확률이 가장 높다고 판단한다.

에스엠 사업부문별 매출 비중



자료: 에스엠, 키움증권

에스엠 국내 및 글로벌 추이



자료: 에스엠, 키움증권

실적 추정

>>> 2019년 실적 : 연결 영업이익 404억원(YoY -15.4%)

2019년 연결 매출액 6,578억원(YoY +7.4%), 순손실 162억원(적자전환)

본사와 드림메이커의 성장에도 불구하고 SM Japan과 SM C&C의 매출 하락이 발생하며 전년의 성장세를 이어가지 못했다. 하지만 가장 중요한 부문인 본사의 음반, 음원, 매니지먼트 등의 사업영역이 고르게 성장하며 아티스트의 건재함을 보여주어 향후 성장성에 대한 신뢰도를 높일 수 있게 되었다.

다만, 글로벌 주요 매출원인 일본에서의 역성장이 확인되며 일본 외의 해외 공략의 필요성을 확인했다. 또한 SM C&C의 광고대행 수주 및 콘텐츠 제작에서의 킬러 콘텐츠 확보에 따른 외형확대 역시 향후 성장을 위해 필수적으로 고려되어야 하는 포인트 임을 체크하여 시너지 창출을 위한 보다 정밀한 전략적 사업 계획의 강화가 필요한 시점이라고 판단한다.

>>> 2020년 전망 : 영업이익 336억원(YoY -16.9%)

2020년 연결 매출액 6,177억원(YoY -6.1%), 순이익 227억원(흑자전환)

코로나19로 인하여 동사의 주요 매출포인트인 콘서트 부문의 역성장이 예상된다. 특히 국내뿐만 아니라 일본에서의 성장도 쉽지 않을 것으로 보여 국내 최대 엔터테인먼트 회사로서 실적 방어와 성장을 동시에 보여줘야 하는 중요한 시기라 생각한다.

또한 K-POP을 하드캐리한 BTS 멤버의 군입대 등이 연말 예정되어 있어 포스트 BTS를 두고 엔터테인먼트사들의 치열한 경쟁이 벌어질 것으로 보인다. 동사는 EXO, NCT 등을 보유하며 가장 안정적인 보이그룹의 퍼포먼스를 보여줄 수 있어 신인 그룹이 단숨에 1위의 자리에 올라가기 힘든 엔터테인먼트 비즈니스의 구조를 본다면 가장 큰 수혜를 볼 것으로 전망한다.

그리고 슈퍼주니어, 동방신기 등 기존 TOP 아티스트의 활동량 방어가 이루어지고 있어 중국 엔터테인먼트 시장이 언택트 공연을 통해 다시 개화할 분위기를 보이고 있는 상황에서 3년간 닫혔던 중국 시장의 문을 거부감 없이 두드릴 수 있는 라인업을 보유한 것이 강점으로 작용할 전망이다.

공연 시장의 침체가 일정 부분 발생할 것으로 예상되지만, 로열티 높은 팬덤을 보유한 에스엠 소속 아티스트의 언택트 퍼포먼스는 경쟁사 대비 더욱 단단한 실적을 창출할 것으로 판단한다. 그리고 자회사 키이스트의 드라마 편성 확대, SM C&C의 신규 광고주 영입 등이 지속되며 전체적인 실적 방어에 힘을 실을 것으로 예상된다.

에스엠 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	130.8	159.6	173.5	193.9	130.2	127.6	160.0	199.9	657.8	617.7	675.9
(YoY, %)	18.2%	28.3%	2.8%	-7.0%	-0.4%	-20.1%	-7.8%	3.1%	7.4%	-6.1%	9.4%
SME	57.0	64.6	83.7	102.2	50.3	52.7	70.4	90.9	307.5	264.3	284.6
SM Japan	14.9	16.0	20.1	28.4	15.9	5.3	17.1	25.7	79.4	63.9	73.5
D.M	16.3	14.0	29.4	19.9	12.4	8.2	19.5	27.2	79.6	67.3	73.8
SM C&C	35.0	42.4	39.5	48.8	30.9	37.5	38.5	47.9	165.8	154.7	172.3
KEYEAST	23.4	33.3	21.7	21.9	35.7	38.0	33.8	31.4	100.2	138.8	149.9
매출원가	89.7	113.4	113.6	125.5	89.7	86.7	103.5	128.6	442.2	408.5	440.1
(YoY, %)	34.7%	33.4%	-3.3%	-10.6%	-0.1%	-23.5%	-8.9%	2.5%	8.0%	-7.6%	7.7%
매출총이익	41.1	46.3	59.9	68.4	40.5	40.9	56.5	71.3	215.6	209.1	235.9
(YoY, %)	-6.7%	17.4%	16.9%	0.5%	-1.3%	-11.6%	-5.7%	4.1%	6.4%	-3.0%	12.8%
GPM	31.4%	29.0%	34.5%	35.3%	31.1%	32.0%	35.3%	35.7%	32.8%	33.9%	34.9%
판관비	38.2	42.4	39.9	54.7	38.1	38.1	41.3	58.1	175.2	175.6	184.4
(YoY, %)	13.8%	44.2%	2.2%	3.3%	-0.4%	-10.0%	3.4%	6.3%	13.1%	0.2%	5.0%
영업이익	2.8	3.9	19.9	13.8	2.4	2.8	15.2	13.2	40.4	33.6	51.5
(YoY, %)	-72.9%	-61.3%	64.2%	-9.4%	-12.9%	-28.7%	-23.9%	-4.3%	-15.4%	-16.9%	53.4%
OPM	2.1%	2.4%	11.5%	7.1%	1.9%	2.2%	9.5%	6.6%	6.1%	5.4%	7.6%
순이익	-3.7	0.7	9.3	-22.5	1.6	1.8	10.3	9.0	-16.2	22.7	35.8
(YoY, %)	적전	-82.8%	28.3%	적전	흑전	161.6%	10.4%	흑전	적전	흑전	57.6%

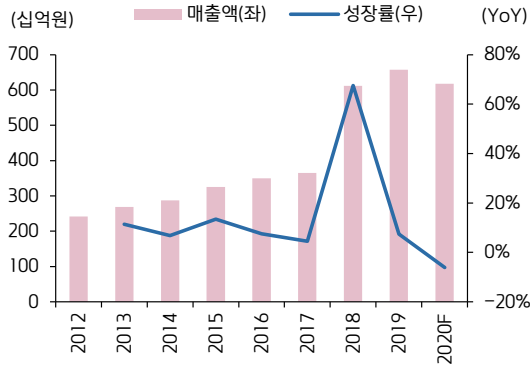
자료: 에스엠, 키움증권

에스엠 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 별도)

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	57.0	64.6	83.7	102.2	50.3	52.7	70.4	90.9	307.5	264.3	284.6
(YoY, %)	-4.1%	6.7%	27.4%	6.5%	-11.7%	-18.4%	-15.9%	-11.0%	9.2%	-14.0%	7.7%
음반	8.4	13.4	17.6	24.9	9.2	12.7	14.5	19.2	64.2	55.6	60.2
디지털음원	15.2	13.5	16.2	17.1	12.1	15.6	16.0	21.7	62.0	65.3	68.6
매니지먼트	33.5	37.7	49.9	75.5	29.1	24.3	40.0	50.0	196.6	143.5	155.9
매출원가	33.2	44.5	52.4	65.6	31.2	32.6	43.9	56.9	195.6	164.5	178.9
(YoY, %)	-5.9%	17.8%	22.2%	16.3%	-5.9%	-26.8%	-16.2%	-13.3%	13.5%	-15.9%	8.7%
매출총이익	23.8	20.1	31.3	36.6	19.1	20.1	26.5	34.1	111.9	99.8	105.7
(YoY, %)	-1.6%	-11.7%	37.2%	-7.4%	-19.7%	0.1%	-15.5%	-7.0%	2.3%	-10.8%	6.0%
GPM	41.8%	31.1%	37.4%	35.8%	38.0%	38.2%	37.6%	37.5%	36.4%	37.8%	37.2%
판관비	15.2	18.2	15.7	25.6	15.7	17.0	17.2	25.5	74.7	75.3	77.5
(YoY, %)	2.3%	26.6%	1.6%	12.4%	2.8%	-6.7%	9.5%	-0.6%	10.7%	0.8%	3.0%
영업이익	8.6	1.9	15.7	11.0	3.5	3.2	9.3	8.6	37.2	24.5	28.2
(YoY, %)	-7.7%	-77.0%	111.4%	-34.3%	-59.6%	64.0%	-40.6%	-22.0%	-11.2%	-34.0%	15.1%
OPM	15.1%	3.0%	18.7%	10.7%	6.9%	6.0%	13.2%	9.4%	12.1%	9.3%	9.9%
순이익	5.0	2.3	7.9	-2.8	5.7	6.3	11.0	9.7	12.3	32.8	36.2
(YoY, %)	-43.5%	-59.2%	413.7%	적지	13.8%	177.0%	40.2%	-445.1%	-0.5%	165.8%	10.6%

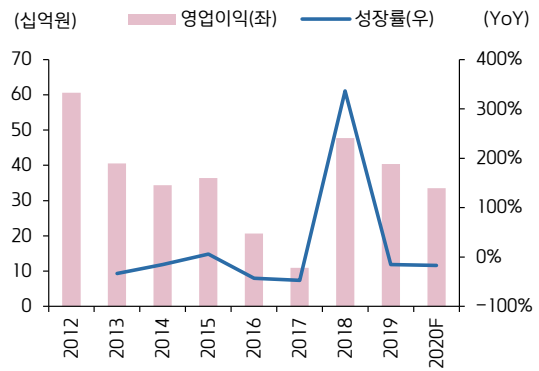
자료: 에스엠, 키움증권

에스엠 매출액 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)



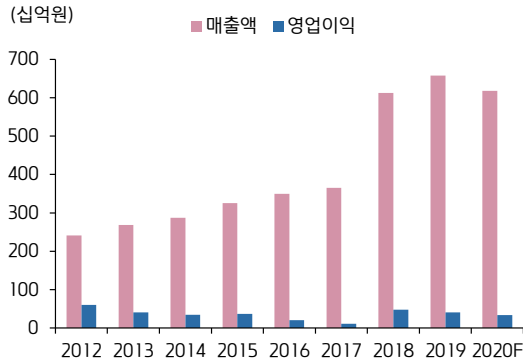
자료: 에스엠 키움증권

에스엠 영업이익 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)



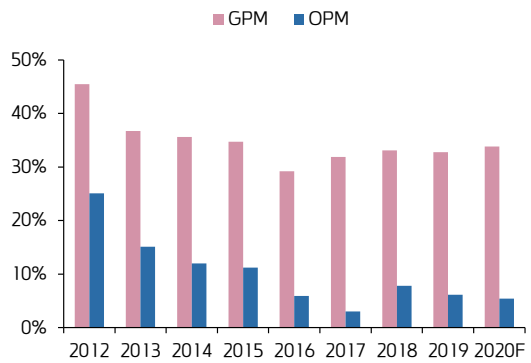
자료: 에스엠 키움증권

에스엠 매출액 및 영업이익 추이 (K-IFRS 연결)



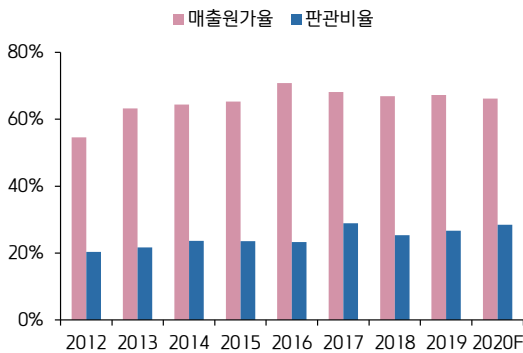
자료: 에스엠 키움증권

에스엠 GPM 및 OPM 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)



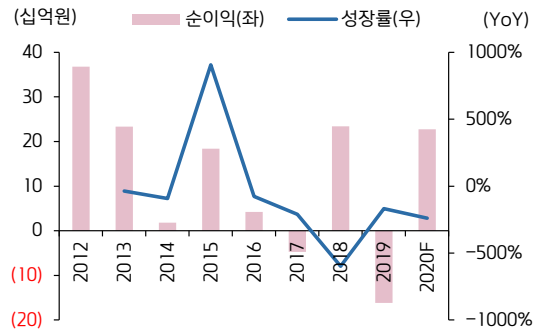
자료: 에스엠 키움증권

에스엠 매출원가 및 판관비 추이 (K-IFRS 연결)



자료: 에스엠 키움증권

에스엠 순이익 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)



자료: 에스엠 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	612.2	657.8	617.7	675.9	731.1
매출원가	409.5	442.2	408.5	440.1	476.1
매출총이익	202.7	215.6	209.1	235.9	255.0
판매비	155.0	175.2	175.6	184.4	193.2
영업이익	47.7	40.4	33.6	51.5	61.9
EBITDA	87.7	104.1	96.2	122.4	141.4
영업외손익	-1.8	-29.4	-0.4	0.8	-0.5
이자수익	2.6	3.9	4.4	4.6	5.5
이자비용	2.6	3.9	3.9	3.9	3.9
외환관련이익	6.0	4.7	3.9	3.9	3.9
외환관련손실	1.2	1.8	1.1	1.1	1.1
중속 및 관계기업손익	-6.4	-10.8	-3.6	-2.6	-4.6
기타	-0.2	-21.5	-0.1	-0.1	-0.3
법인세차감전이익	46.0	11.0	33.1	52.2	61.3
법인세비용	22.6	27.1	10.4	16.5	19.3
계속사업손익	23.4	-16.2	22.7	35.8	42.0
당기순이익	23.4	-16.2	22.7	35.8	42.0
지배주주순이익	30.6	-9.1	22.2	35.1	41.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	67.5	7.4	-6.1	9.4	8.2
영업이익 증감율	336.0	-15.3	-16.8	53.3	20.2
EBITDA 증감율	166.2	18.7	-7.6	27.2	15.5
지배주주순이익의 증감율	607.0	-129.7	-344.0	58.1	17.4
EPS 증감율	583.9	적전	흑전	57.6	17.5
매출총이익율(%)	33.1	32.8	33.9	34.9	34.9
영업이익율(%)	7.8	6.1	5.4	7.6	8.5
EBITDA Margin(%)	14.3	15.8	15.6	18.1	19.3
지배주주순이익율(%)	5.0	-1.4	3.6	5.2	5.6

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	120.0	91.9	128.0	138.3	153.7
당기순이익	23.4	-16.2	22.7	35.8	42.0
비현금항목의 가감	82.8	137.9	100.7	114.8	125.3
유형자산감가상각비	12.9	25.5	26.1	26.0	27.8
무형자산감가상각비	27.1	38.2	36.6	44.9	51.7
지분법평가손익	-6.4	-11.6	-0.4	-0.4	-0.4
기타	49.2	85.8	38.4	44.3	46.2
영업활동자산부채증감	52.4	-4.8	14.5	3.5	4.1
매출채권및기타채권의감소	2.3	-0.2	11.9	-17.3	-16.4
채고자산의감소	-1.3	-1.4	0.9	-1.3	-1.2
매입채무및기타채무의증가	45.7	4.7	-8.2	22.8	22.2
기타	5.7	-7.9	9.9	-0.7	-0.5
기타현금흐름	-38.6	-25.0	-9.9	-15.8	-17.7
투자활동 현금흐름	-127.0	-52.9	-102.4	-107.3	-49.4
유형자산의 취득	-10.4	-13.5	-31.0	-33.5	-36.0
유형자산의 처분	0.7	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-26.3	-30.1	-55.0	-60.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-25.0	42.8	-7.7	-4.1	-3.6
단기금융자산의감소(증가)	-41.3	-46.6	-2.7	-3.8	-3.9
기타	-24.7	-5.9	-6.0	-5.9	-5.9
재무활동 현금흐름	46.0	5.9	-1.6	-1.6	-1.6
차입금의 증가(감소)	-7.6	7.5	0.0	0.0	0.0
차입금자본잉여금의 증가(감소)	35.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	18.6	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
기타현금흐름	2.9	2.8	18.3	-18.0	-17.0
현금 및 현금성자산의 순증가	41.9	47.6	42.3	11.5	85.7
기초현금 및 현금성자산	195.5	237.3	285.0	327.3	338.8
기말현금 및 현금성자산	237.3	285.0	327.3	338.8	424.4

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	537.4	628.7	651.0	685.8	793.7
현금 및 현금성자산	237.3	285.0	327.3	338.7	424.4
단기금융자산	44.8	91.4	94.1	97.9	101.8
매출채권 및 기타채권	188.7	195.5	183.6	200.9	217.3
채고자산	11.5	14.8	13.9	15.2	16.4
기타유동자산	55.1	42.0	32.1	33.1	33.8
비유동자산	465.1	486.9	483.0	511.1	471.6
투자자산	151.7	109.3	117.5	122.0	126.0
유형자산	93.3	105.7	110.6	118.1	126.4
무형자산	186.0	199.3	217.6	232.7	181.0
기타비유동자산	34.1	72.6	37.3	38.3	38.2
자산총계	1,002.5	1,115.6	1,134.1	1,196.9	1,265.3
유동부채	394.2	437.0	428.7	451.6	473.8
매입채무 및 기타채무	290.0	305.5	297.3	320.1	342.3
단기금융부채	44.5	66.2	66.2	66.2	66.2
기타유동부채	59.7	65.3	65.2	65.3	65.3
비유동부채	32.1	45.9	45.9	46.2	46.4
장기금융부채	10.2	25.7	25.7	25.7	25.7
기타비유동부채	21.9	20.2	20.2	20.5	20.7
부채총계	426.3	482.9	474.6	497.8	520.2
자본지분	424.2	444.2	470.4	509.4	554.5
자본금	11.5	11.7	11.7	11.7	11.7
자본잉여금	219.1	245.3	245.3	245.3	245.3
기타자본	29.5	29.4	29.4	29.4	29.4
기타포괄손익누계액	-10.1	-6.8	-2.8	1.1	5.1
이익잉여금	174.2	164.5	186.8	221.8	263.0
비지배지분	151.9	188.6	189.1	189.8	190.6
자본총계	576.1	632.8	659.4	699.2	745.1

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,361	-390	949	1,495	1,756
BPS	18,424	18,944	20,060	21,724	23,648
CFPS	4,725	5,220	5,262	6,421	7,134
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	38.4	-98.5	28.1	17.9	15.2
PER(최고)	41.8	-140.9	41.5		
PER(최저)	24.1	-69.2	17.2		
PBR	2.84	2.03	1.33	1.23	1.13
PBR(최고)	3.09	2.90	1.96		
PBR(최저)	1.78	1.43	0.82		
PSR	1.92	1.36	1.01	0.93	0.86
PCFR	11.1	7.4	5.1	4.2	3.7
EV/EBITDA	12.9	7.7	5.0	3.8	2.7
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	2.6	-1.5	2.0	3.1	3.4
ROE	8.0	-2.1	4.9	7.2	7.7
ROIC	12.9	-27.3	10.4	16.4	20.8
매출채권회전율	3.3	3.4	3.3	3.5	3.5
재고자산회전율	60.8	50.1	43.2	46.6	46.3
부채비율	74.0	76.3	72.0	71.2	69.8
순차입금비율	-39.5	-45.0	-50.0	-49.3	-58.3
이자보상배율, 현금	18.7	10.4	8.6	13.3	15.9
총차입금	54.6	91.9	91.9	91.9	91.9
순차입금	-227.5	-284.5	-329.5	-344.7	-434.3
NOPLAT	87.7	104.1	96.2	122.4	141.4
FCF	80.6	-43.2	14.2	16.5	89.9

JYP Ent. (035900)



BUY(Initiate)

목표주가 29,000원

주가(04/20) 20,850원

미디어/엔터/레저 Analyst 이남수

02) 3787-5115/namsu.lee@kiwoom.com

JYP Ent는 국내 엔터테인먼트 기업 중 가장 높은 수익성과 글로벌 공략의 성공적인 표본을 보여주고 있다. 강력한 걸그룹의 퍼포먼스를 바탕으로 국내와 일본에서의 괄목할 만한 성장이 이루어졌고, 안정적인 보이그룹 기반은 향후 중국 시장 공략에 활용될 가능성이 높기에 일본을 넘어선 중국에서의 성장에도 지속적인 관심을 가져야 할 시기가 판단한다.

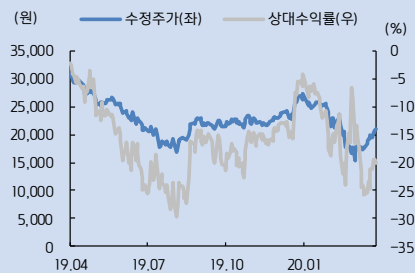
Stock Data

KOSDAQ (04/20)	637.82pt
시가총액	7,401억원
52주 주가동향	최고가 31,550원 최저가 15,350원
최고/최저가 대비	-33.9% 35.8%
주가수익률	절대 상대
1M	17.8% -13.6%
6M	-2.3% -1.0%
1Y	-32.8% -18.8%

Company Data

발행주식수	35,495 천주
일평균 거래량(3M)	576천주
외국인 지분율	15.3%
배당수익률(20E)	0.7%
BPS(20E)	5,154원
주요 주주	박진영외 3인 18.4%

Price Trend



엔터테인먼트의 표준

>>> 시스템 경영의 효율성

2018년부터 JYP Ent는 시스템 경영을 정착시키며 본부별로 회사를 분할하는 형태의 운영 방식을 도입하였다. 하나의 본부가 하나의 회사처럼 아티스트의 매니지먼트 등의 활동을 독립적으로 주관하며 업무를 수행하는 형식을 띄게 되었다. 또한 시스템화 된 앨범 생산 프로세스를 갖추고자 JYP퍼블리싱을 설립하고 위원회를 통한 앨범 선정 등의 결정을 진행하며 박진영 총괄 프로듀서의 의존 비율을 낮추고 국내 음악산업이 보여줬던 편중된 체계를 극복하며 성장하는 모습을 보여주고 있다.

>>> 주춤에서 성장으로 바뀌는 것은 한순간

연결 매출액 1,442억원(YoY -7.2%), 영업이익 394억원(YoY -9.4%), 순이익 284억원(YoY -8.9%)으로 코로나19로 인한 국내외 공연시장 침체 영향을 받을 것으로 전망한다. 하지만 독보적인 일본 팬덤을 보유한 트와이스, 연말 데뷔 예정인 Nizi Project 등을 통한 일본 시장 장악은 더욱 강력해 질 것으로 판단하여, 포스트 코로나19 이후 재개장의 시기가 빨라질수록 성장의 반응은 클 것으로 예상한다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 29,000원

투자의견 BUY, 목표주가 29,000원으로 커버리지를 개시한다.

1) 소속 아티스트의 데뷔 년도에 따른 활동연차가 짧아 마진을 높은 아티스트 군을 보유하고 있고 2) 시스템화 된 앨범 생산 프로세스를 갖추고 리스크를 분산한 본부별 경영 방식을 도입해 강도 높은 성장 시너지를 지속적으로 창출하고 있다. 또한 3) 일본시장에서 독보적인 팬덤을 보유한 트와이스의 성장성 및 수익 창출 능력과 당분간 아티스트의 훼손이 없는 라인업에 따른 미래 성장성을 투자 포인트로 전망한다. 이에 Target Multiple로 2020E 지배주주순이익기준 EPS 803원에 Target PER 36배를 적용하여 목표주가를 산정하였다.

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	124.8	155.4	144.2	171.4	184.6
영업이익	28.7	43.5	39.4	51.2	57.3
EBITDA	29.9	47.0	43.2	55.3	61.6
세전이익	30.2	43.0	39.4	51.9	58.7
순이익	24.3	31.2	28.4	37.5	42.4
지배주주지분순이익	23.8	31.3	28.5	37.6	42.5
EPS(원)	685	883	803	1,059	1,197
증감률(% YoY)	45.5	28.9	-9.0	31.8	13.0
PER(배)	44.2	27.4	25.9	19.6	17.4
PBR(배)	8.43	5.39	4.04	3.42	2.91
EV/EBITDA(배)	33.8	16.3	14.0	10.1	8.3
영업이익률(%)	23.0	28.0	27.3	29.9	31.0
ROE(%)	22.5	21.9	16.7	18.8	18.1
순차입금비용(%)	-47.6	-59.3	-73.6	-82.5	-89.4

자료 : 키움증권

밸류에이션

>>> JYP Ent.: 투자 의견 Buy, 목표주가 29,000원

당사는 JYP Ent.에 대하여 투자 의견 Buy, 목표주가 29,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 JYP Ent. 2020E 지배주주순이익 기준 EPS 803원에 Target PER 36배(2014 ~ 2019 PER 평균에서 15% 할증)를 사용하여 산정했다.

당사는 1) 소속 아티스트의 데뷔 년도에 따른 활동연차가 짧아 마진을 높은 아티스트 군을 보유하고 있어 수익성 측면에서 가장 높은 체력을 확보하였고 2) 시스템화 된 앨범 생산 프로세스를 갖추고 리스크를 분산한 본부별 경영 방식을 도입해 내·외부의 적절한 경쟁강도 등을 이용하여 강도 높은 성장 시너지를 지속적으로 창출하고 있다. 또한 3) 글로벌 2위 시장인 일본시장에서 독보적인 팬덤을 보유한 트와이스의 성장성 및 수익 창출 능력이 뛰어나고 뒤를 이은 Nizi 프로젝트 등을 통해 더욱 탄탄한 입지를 구축할 것으로 판단하여 당분간 아티스트의 훼손이 없는 라인업에 따른 미래 성장성을 투자 포인트로 전망한다.

JYP Ent. Valuation Table

구분	추정	비고
순이익(십억원)	28.5	2020 년 지배주주순이익
EPS(원)	803	2020 년 지배주주순이익 기준 EPS
Target PER	36	2014 ~ 2019 PER 평균 평균에서 15% 할증
목표주가(원)	29,000	
상승여력(%)	39.0	2020 년 4 월 20 일 종가 기준

자료: 키움증권

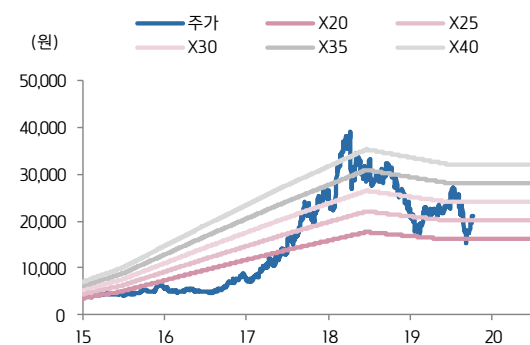
JYP Ent. Historical Valuation

(배)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	평균
PER(End)	-32.0	18.4	48.9	20.0	29.2	44.2	27.4	31.3
PER(High)	-49.3	27.6	67.3	27.3	31.2	58.1	38.6	41.7
PER(Low)	-28.8	17.2	40.4	16.2	9.8	18.4	18.5	20.1
PER(Avg)	-35.4	21.0	50.0	20.7	17.0	36.8	28.4	29.0

자료: Quantwise, 키움증권

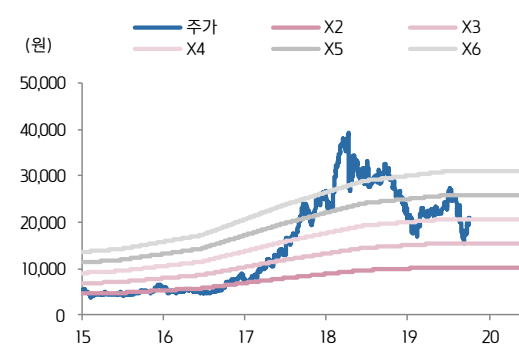
주. 평균의 경우 2013년 제외 산정

JYP Ent. 12M Forward PER Band



자료: Dataguide, 키움증권

JYP Ent. 12M Forward PBR Band



자료: Dataguide, 키움증권

기업 개요

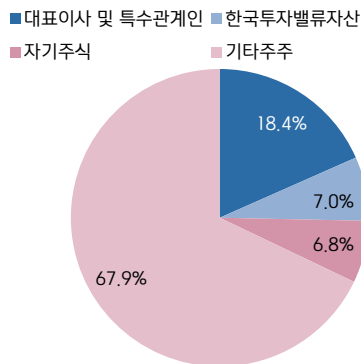
>>> 성장과 수익성을 모두 가진 엔터테인먼트의 표준

JYP Ent.는 국내를 넘어 아시아 최고의 프로듀서인 박진영을 중심으로 자유로운 조직문화와 회사의 성장비전을 구성원 및 팬들과 공유하며 글로벌 음악시장에서 K-POP을 선도하고 있는 기업이다. 주요 아티스트로 GOT7, TWICE, Day6, Stray Kids, ITZY 등이 활동하고 있고, 과거 박진영, god, 비, 원더걸스, 2PM, 2AM, miss A 등의 국내 최정상급 아티스트를 배출하였다.

JYP Ent.는 1996년 설립되었으며, 2001년 8월 KOSDAQ 시장에 주식을 상장하였다. 동사는 가수 및 배우의 광고, 행사, 드라마 출연, 공연 등의 엔터테인먼트 활동과, 음원의 제작 및 판매, MD 등 부가사업을 주요사업으로 영위하고 있다. 연결대상 종속회사로는 음반/음원 제작 및 매니지먼트 부문의 JYP Entertainment JAPAN INC., JYP Entertainment Hong Kong LIMIED 등이 있고, 영화/드라마/뮤지컬 제작 등을 영위하고 있는 (주)제이와이픽처스가 있다.

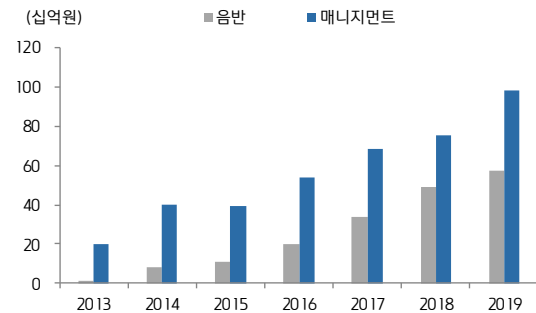
2018년부터 JYP Ent.는 시스템 경영을 정착시키며 본부별로 회사를 분할하는 형태의 운영 방식을 도입하였다. 이로 인해 하나의 본부가 하나의 회사처럼 아티스트의 매니지먼트 등의 활동을 독립적으로 주관하며 마케팅, PR, 매니지먼트 등 모든 업무를 수행하는 형식을 띄게 되었다. 또한 시스템화 된 앨범 생산 프로세스를 갖추고자 JYP퍼블리싱을 설립하고, 위원회를 통한 앨범 선정 등의 결정을 진행하며 박진영 총괄 프로듀서의 의존 비율을 낮추어 국내 음악산업이 보여줬던 편중된 체계를 극복하며 성장하는 모습을 보여주고 있다.

JYP Ent. 주주구성



자료: JYP Ent., 키움증권

JYP Ent 사업부문별 실적 추이



자료: JYP Ent., 키움증권

JYP Ent 주요 종속회사

회사명	지분율(%)	매출액(십억원)	주요사업
JYP Entertainment Japan	100	40	엔터테인먼트
북경걸위품문화교류유한회사	75	2	엔터테인먼트
제이와이픽처스	100	1	영화

자료: JYP Ent., 키움증권

>>> Artist Line-up

JYP Ent.는 2018년 스트레이키즈와 보이스토리를, 2019년에는 ITZY를 데뷔시키며 엔터테인먼트 3사 중 가장 많은 신인을 최근에 데뷔시켰다. 2020년에는 Nizi Project를 통해 일본인으로 구성된 그룹을 선보일 예정으로 트와이스 이후의 차세대 라인업도 계획대로 준비되며, 급격한 아티스트 손실은 없을 것으로 전망한다.

트와이스는 2019년 4월 이틀간 열린 도쿄돔 콘서트에서 10만 관객을 동원하며, 한국 걸그룹 최초 도쿄돔투어를 성공리에 마쳤다. 과거에는 원더걸스가 2007년 텔미 열풍에 힘입어 2009년 미국에 진출하였고, 2009년 10월 빌보드 핫100 76위에 오르며 한국 가수 최초로 빌보드 핫100에 진입하는 성과를 거두기도 하였다. 원더걸스, miss A 부터 시작된 보이그룹과도 견줄 수 있는 강력한 팬덤을 확보한 K-POP 걸그룹 명가의 흐름을 트와이스, ITZY 이후로도 지속시킬 것으로 판단한다.

걸그룹 성공에 가려지긴 했지만, god, 2AM, 2PM 등의 색깔 있는 완성형 아이돌의 흐름은 GOT7과 Stray Kids로 이어지고 있다. GOT7은 태국 등 동남아부터 시작된 팬덤의 확대가 월드투어로 연결되며 성장을 거듭하고 있고, Stray Kids는 아레나 투어를 성공적으로 개최하고 빌보드 소셜50 차트에 진입하는 성과를 거두는 등 향후 전략 그룹으로 거듭날 잠재력이 매우 높다고 전망한다.

JYP Ent. Artist 주요 라인업

Artist	GOT7	TWICE	Stray Kids	DAY6
데뷔	2014.01	2015.01	2017.09	2015.09
멤버				
Artist	ITZY	Boy Story		
데뷔	2019.02	2018.09		
멤버				

자료: JYP Ent, Google, 키움증권

투자포인트

>>> Point 1. 가장 높은 수익성과 글로벌 팬덤

JYP Ent.는 경쟁사 대비 소속 아티스트의 데뷔 년도에 따른 활동연차가 짧아 마진을 높은 아티스트 군을 보유하고 있어 수익성 측면에서 가장 높은 체력을 확보하였다. 또한 BTS, EXO, 워너원, 엑스원 등 국내 남자 아이돌 그룹의 급격한 성장이 있었던 최근, 에스엠의 소녀시대 이후 최정상의 자리를 확보한 트와이스의 성장 가능성도 아직 충분히 남아있다.

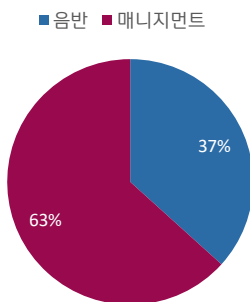
동사는 일본에서 또 다른 도약을 위해 일본인으로 구성된 Nizi Project를 성공적으로 마치며 향후 로컬라이제이션에 성공할 것으로 판단한다. 이외에도 스트레이키즈와 보이스토리의 성장이 이루어질 시기가 도래함에 따라 국내에서의 성공은 물론 미국과 중국에서의 매출 및 수익성 개선도 주목해야 할 시점이라 판단한다.

>>> Point 2. 엔터테인먼트 All-in에 따른 안정성

국내 엔터테인먼트 회사 들은 본업인 가수 및 배우의 엔터테인먼트 사업이 성장하며 확고한 비즈니스 영역을 확보하기 위해 패션, 음식점, 공연장, 콘텐츠 제작 등으로 발을 넓혔다. 하지만 일부 사업군들에서 오히려 본업의 수익성을 훼손하는 모습이 나타나며, 시너지에 대한 의문 부호가 잇따르고 있다.

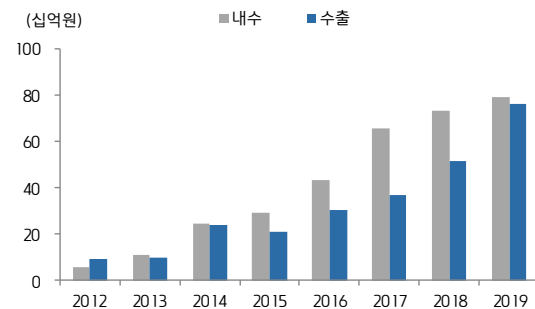
JYP Ent.는 엔터테인먼트 All-in 구조를 도입하고 시스템화 된 앨범 생산 프로세스를 갖추기 위해 내부 시스템을 혁신하고 있다. 본부별 경영 방식 및 퍼블리싱, 위원회 등을 통해 리스크를 분산하고 주력 사업분야인 가수의 앨범에 집중하는 형태는 향후 엔터테인먼트 산업 변동성에 가장 높은 대응력을 가지고 있다고 판단한다. 이를 통해 시스템으로 정립된 프로세스는 내·외부의 적절한 경쟁강도 등을 이용하여 강도 높은 성장 시너지를 지속적으로 창출할 것으로 예상된다.

JYP Ent. 사업부문별 매출 비중



자료: JYP Ent., 키움증권

JYP Ent. 국내 및 글로벌 추이



자료: JYP Ent., 키움증권

실적 추정

>>> 2019년 실적 : 연결 영업이익 435억원(YoY +51.2%)

2019년 연결 매출액 1,554억원(YoY +24.5%), 순이익 312억원(YoY +28.6%)

음반/음원의 성장과 콘서트, MD, 유튜브 등의 확장이 이루어지며 2015년 이후 이어온 성장세를 이어가고 있다. 2015년 연결 매출액 506억원에서 3배 수준으로 성장한 외형은 향후 아티스트의 활동 범위 확대와 신규 아티스트의 데뷔로 더욱 강화될 전망이다.

본부별 경영구조를 도입한 이후 비용의 무리한 증가없이 이루어 내고 있는 시스템은 해를 거듭할 수록 안정적으로 정착될 것으로 보여 높은 수익률의 유지 또는 성장은 높은 안정성을 바탕으로 진행될 것으로 보인다.

>>> 2020년 전망 : 영업이익 394억원(YoY -9.4%)

2020년 연결 매출액 1,442억원(YoY -7.2%), 순이익 284억원(YoY -8.9%)

코로나19는 JYP Ent.의 주요 매출 지역인 일본 시장의 타격을 가져올 것으로 예상된다. 이로 인해 콘서트 매출이 감소할 것으로 추정하지만, 회복의 정도 및 시기가 앞당겨 질수록 정상화 되는 기간은 짧을 것으로 판단한다.

동사는 K-POP 걸그룹에서 트와이스가 국내와 일본에서 전방위적으로 활약하며, 가장 강력한 팬덤과 매출 및 수익성을 자랑한다. 또한 완성도 높은 후속 그룹인 ITZY가 성공적으로 데뷔하며, 차세대 스타로서의 가능성을 타진할 시기가 되었다. ITZY는 코로나19 이후 동남아 등을 타겟으로 한 해외투어 등을 개최하며 수익창출 기간으로 접어들 것으로 예상된다.

다만, 보이그룹의 경우 BTS, EXO 등과 비교하여 파급력에서는 다소 부족한 부분이 있지만, GOT7, Stray Kids, Boy Story 등 라인업의 손실이 없고, 활동 초입임을 감안하면 보이그룹에서의 성장성도 무시할 수 없다.

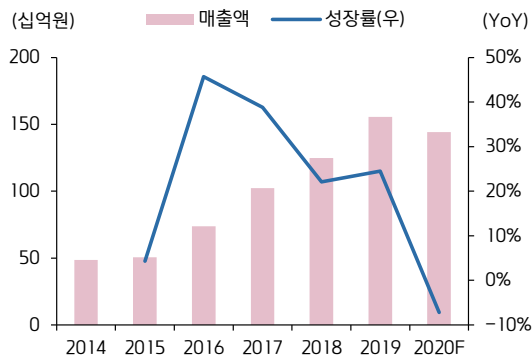
다만 2014년 데뷔한 GOT7의 재계약이 2020년 이루어질 예정으로 현재 GOT7의 팬덤과 활동 규모를 감안한다면 아티스트에게 유리한 계약이 될 가능성이 높으나, Stray Kids의 성장속도가 빠르게 올라오고 있기 때문에 향후 매출 및 이익성장과 관한 사항은 보이그룹의 레벨업이 좌우할 전망이다.

JYP ENT. 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	26.4	39.2	45.6	44.3	23.8	28.7	45.7	46.1	155.4	144.2	171.4
(YoY)	14.5%	24.1%	34.5%	22.0%	-9.8%	-26.7%	0.2%	3.9%	24.5%	-7.2%	18.9%
음반	9.6	14.8	16.1	16.6	9.8	12.7	15.0	17.8	57.1	55.3	60.0
매니지먼트	16.8	24.4	29.5	27.7	14.0	16.0	30.7	28.2	98.4	88.9	111.4
매출원가	14.2	22.1	22.2	20.9	11.6	13.8	23.9	23.8	79.4	73.1	87.1
(YoY)	6.6%	35.1%	18.6%	3.0%	-18.1%	-37.4%	7.5%	13.8%	15.6%	-7.9%	19.2%
매출총이익	12.2	17.1	23.3	23.5	12.2	14.9	21.8	22.3	76.1	71.1	84.3
(YoY)	25.5%	12.2%	54.0%	46.0%	-0.2%	-12.9%	-6.8%	-5.0%	35.5%	-6.5%	18.6%
GPM	46.2%	43.7%	51.2%	52.9%	51.1%	51.9%	47.6%	48.4%	48.9%	49.3%	49.2%
판관비	6.4	7.7	8.6	10.0	7.6	7.8	7.6	8.8	32.6	31.7	33.1
(YoY)	24.2%	19.6%	18.8%	22.5%	31.9%	27.1%	16.6%	19.1%	21.0%	22.0%	19.3%
영업이익	5.8	9.4	14.8	13.5	4.6	7.1	14.2	13.5	43.5	39.4	51.2
(YoY)	322.7%	3.9%	74.5%	36.9%	-20.9%	-24.4%	-4.0%	-0.0%	51.2%	-9.4%	30.2%
OPM	22.0%	24.1%	32.4%	30.4%	19.2%	24.8%	31.0%	29.3%	28.0%	27.3%	29.9%
순이익	6.3	6.9	11.7	6.2	3.3	5.1	10.2	9.7	31.2	28.4	37.5
(YoY)	241.2%	-5.2%	73.7%	-25.3%	-47.8%	-25.9%	-12.6%	56.2%	28.6%	-8.9%	31.8%
NPM	24.0%	17.7%	25.7%	14.1%	13.9%	17.9%	22.4%	21.2%	12.2%	23.2%	25.4%

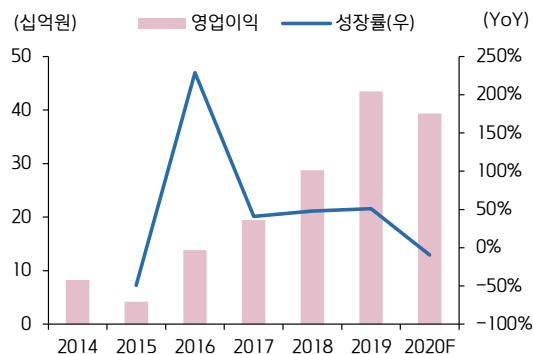
자료: JYP Ent., 키움증권

JYP Ent. 매출액 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)



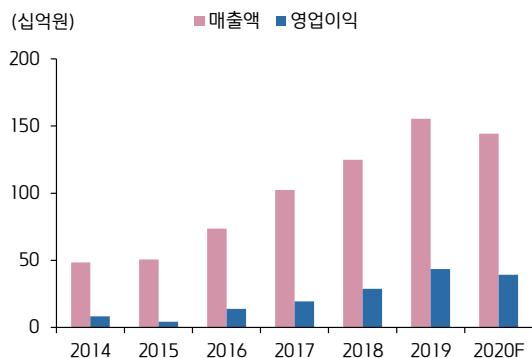
자료: JYP Ent. 키움증권

JYP Ent. 영업이익 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)



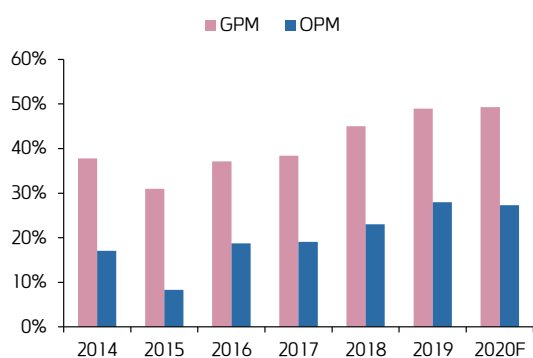
자료: JYP Ent. 키움증권

JYP Ent. 매출액 및 영업이익 추이 (K-IFRS 연결)



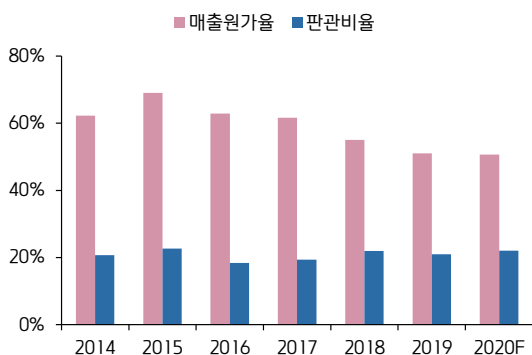
자료: JYP Ent. 키움증권

JYP Ent. GPM 및 OPM 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)



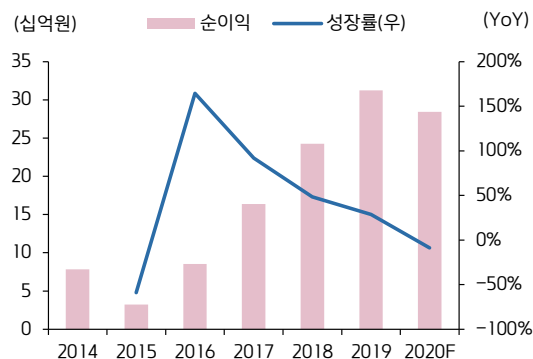
자료: JYP Ent. 키움증권

JYP Ent. 매출원가 및 판관비 추이 (K-IFRS 연결)



자료: JYP Ent. 키움증권

JYP Ent. 순이익 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)



자료: JYP Ent. 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	124.8	155.4	144.2	171.4	184.6
매출원가	68.7	79.4	73.1	87.1	93.1
매출총이익	56.2	76.1	71.1	84.3	91.4
판매비	27.4	32.6	31.7	33.1	34.1
영업이익	28.7	43.5	39.4	51.2	57.3
EBITDA	29.9	47.0	43.2	55.3	61.6
영업외손익	1.5	-0.4	0.0	0.7	1.4
이자수익	0.3	1.5	2.1	2.7	3.5
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련이익	0.7	0.8	0.3	0.3	0.3
외환관련손실	0.4	0.7	0.2	0.2	0.2
충족 및 관계기업손익	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	1.2	-1.9	-2.1	-2.0	-2.1
법인세차감전이익	30.2	43.0	39.4	51.9	58.7
법인세비용	5.9	11.8	11.0	14.5	16.3
계속사업손익	24.3	31.2	28.4	37.5	42.4
당기순이익	24.3	31.2	28.4	37.5	42.4
지배주주순이익	23.8	31.3	28.5	37.6	42.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	22.1	24.5	-7.2	18.9	7.7
영업이익 증감율	47.5	51.6	-9.4	29.9	11.9
EBITDA 증감율	34.1	57.2	-8.1	28.0	11.4
지배주주순이익의 증감율	47.1	31.5	-8.9	31.9	13.0
EPS 증감율	45.5	28.9	-9.0	31.8	13.0
매출총이익율(%)	45.0	49.0	49.3	49.2	49.5
영업이익율(%)	23.0	28.0	27.3	29.9	31.0
EBITDA Margin(%)	24.0	30.2	30.0	32.3	33.4
지배주주순이익율(%)	19.1	20.1	19.8	21.9	23.0

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	22.6	50.9	43.1	54.0	58.8
당기순이익	24.3	31.2	28.4	37.5	42.4
비현금항목의 가감	10.1	16.5	12.4	15.5	16.9
유형자산감가상각비	0.9	3.3	3.6	3.8	4.0
무형자산감가상각비	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
지분법평가손익	-0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타	9.2	13.0	8.6	11.5	12.6
영업활동자산부채증감	-4.2	6.1	11.1	12.8	12.5
매출채권및기타채권의감소	-3.1	1.2	1.0	-2.5	-1.2
채고자산의감소	0.2	0.8	0.0	-0.1	-0.1
매입채무및기타채무의증가	-1.2	1.0	10.2	13.9	14.4
기타	-0.1	3.1	-0.1	1.5	-0.6
기타현금흐름	-7.6	-2.9	-8.8	-11.8	-13.0
투자활동 현금흐름	-13.9	-58.8	4.8	-10.3	-10.3
유형자산의 취득	-12.8	-1.7	-5.0	-5.0	-5.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.3	-0.2	-0.5	-0.7	-0.7
투자자산의감소(증가)	-7.6	-11.7	14.6	-0.2	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-1.8	-43.8	-3.0	-3.1	-3.3
기타	8.6	-1.4	-1.3	-1.3	-1.3
재무활동 현금흐름	10.5	1.0	-0.1	-0.1	-0.1
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	3.5	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-4.0	-5.1	-5.1	-5.1
기타	7.0	5.0	5.0	5.0	5.0
기타현금흐름	0.3	0.5	-9.9	-2.9	-2.7
현금 및 현금성자산의 순증가	19.6	-6.3	37.9	40.6	45.7
기초현금 및 현금성자산	25.4	45.0	38.7	76.6	117.2
기말현금 및 현금성자산	45.0	38.7	76.6	117.2	162.9

자료: 키움증권

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	82.6	116.3	156.2	202.7	253.1
현금 및 현금성자산	45.0	38.7	76.6	117.2	162.9
단기금융자산	16.0	59.8	62.8	65.9	69.2
매출채권 및 기타채권	13.4	14.3	13.3	15.8	17.0
채고자산	1.5	0.7	0.6	0.8	0.8
기타유동자산	6.7	2.8	2.9	3.0	3.2
비유동자산	76.7	91.6	85.8	87.8	89.2
투자자산	10.5	22.1	7.5	7.7	7.7
유형자산	36.5	38.8	40.2	41.3	42.3
무형자산	29.1	29.0	29.3	29.8	30.2
기타비유동자산	0.6	1.7	8.8	9.0	9.0
자산총계	159.3	207.8	242.0	290.6	342.4
유동부채	30.5	43.1	53.3	68.9	82.8
매입채무 및 기타채무	14.6	18.6	28.8	42.7	57.1
단기금융부채	0.0	1.2	1.2	1.2	1.2
기타유동부채	15.9	23.3	23.3	25.0	24.5
비유동부채	0.9	2.3	2.3	2.3	2.3
장기금융부채	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0
기타비유동부채	0.9	1.3	1.3	1.3	1.3
부채총계	31.4	45.5	55.7	71.2	85.1
자본지분	126.8	158.9	183.0	216.1	254.1
자본금	17.9	17.9	17.9	17.9	17.9
자본잉여금	70.5	76.9	76.9	76.9	76.9
기타자본	-9.8	-12.0	-12.0	-12.0	-12.0
기타포괄손익누계액	-0.1	0.6	1.2	1.9	2.6
이익잉여금	48.3	75.5	98.9	131.3	168.7
비지배지분	1.1	3.4	3.4	3.3	3.2
자본총계	128.0	162.3	186.3	219.4	257.3

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	685	883	803	1,059	1,197
BPS	3,587	4,477	5,154	6,088	7,159
CFPS	988	1,346	1,151	1,492	1,669
DPS	122	155	155	155	155
주가배수(배)					
PER	44.2	27.4	25.9	19.6	17.4
PER(최고)	58.1	38.6	34.4		
PER(최저)	18.4	18.5	18.9		
PBR	8.43	5.39	4.04	3.42	2.91
PBR(최고)	11.09	7.61	5.35		
PBR(최저)	3.51	3.64	2.95		
PSR	8.44	5.51	5.12	4.31	4.00
PCFR	30.6	17.9	18.1	13.9	12.5
EV/EBITDA	33.8	16.3	14.0	10.1	8.3
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	16.6	16.4	18.0	13.7	12.1
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7
ROA	17.1	17.0	12.6	14.1	13.4
ROE	22.5	21.9	16.7	18.8	18.1
ROIC	47.6	60.3	66.8	102.9	165.9
매출채권회전율	10.2	11.2	10.4	11.8	11.3
채고자산회전율	79.6	143.1	216.5	244.4	233.2
부채비율	24.5	28.0	29.9	32.5	33.1
순차입금비용	-47.6	-59.3	-73.6	-82.5	-89.4
이자보상배율, 현금	884.3	800.8	1,042.5	1,165.2	
총차입금	0.0	2.2	2.2	2.2	2.2
순차입금	-60.9	-96.3	-137.2	-180.9	-229.9
NOPLAT	29.9	47.0	43.2	55.3	61.6
FCF	8.4	38.0	37.9	48.1	52.4

에프엔씨엔터 (173940)



BUY(Initiate)

목표주가 8,000원
주가(4/20) 5,880원

미디어/엔터/레저 Analyst 이남수

02) 3787-5115/namsu.lee@kiwoom.com

에프엔씨엔터는 국내 기획사 중 가장 많은 밴드그룹을 보유하고 있는 밴드의 명가이다. 밴드그룹은 아이돌 그룹보다 활동기간이 길고 공연 위주의 활동을 하는 장점을 가지고 있어 장기간 수혜를 볼 수 있다. 또한 신인급 남녀 아이돌 그룹의 성장 잠재력도 인정 받고 있어 규모의 성장에 따른 수익성 개선이 가파르게 나타날 것으로 전망한다.

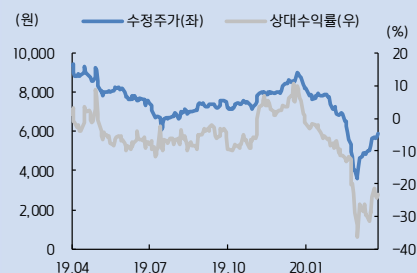
Stock Data

KOSDAQ (4/20)	637.82pt	
시가총액	845억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	9,460원	3,615원
최고/최저가 대비	-37.8%	62.7%
주가수익률	절대	상대
1M	46.1%	7.1%
6M	-22.6%	-21.6%
1Y	-34.4%	-20.8%

Company Data

발행주식수	14,365 천주
일평균 거래량(3M)	29천주
외국인 지분율	0.5%
배당수익률(2020E)	0.0%
BPS(2020E)	5,253원
주요 주주	한성호외 2인 34.2%

Price Trend



밴드의 건재, 아이돌의 잠재력

>>> 주력 아티스트의 귀환

에프엔씨엔터는 2019년 주력 아티스트인 FT아일랜드와 CNBLUE의 멤버가 탈퇴하는 내용을 겪었다. 또한 AOA 및 Cherry Bullet의 멤버 교체도 이루어지며 전반적인 소속 아티스트의 변화가 있었다. 하지만 2020년 3월 CNBLUE의 모든 멤버가 군에서 제대하며 재결합하였고, AOA가 퀸덤에서 활약하며 리빌딩과 동시에 재도약을 노릴 수 있는 상황이 되었다. 2021년 FT아일랜드의 복귀까지 이루어진다면 라인업 손실 없는 황금기를 누릴 것으로 전망한다.

>>> 신인 그룹의 급성장

엔플라잉은 국내와 일본에서의 음반을 발매하고 일본 공연 투어도 연 6회 이상 치뤄내며 밴드명가의 대를 이을 그룹으로 성장의 단계를 밟아가고 있다. SF9은 국내 음반 발매, 미주/유럽 등 9개 도시 투어를 통해 팬덤을 확장하고 있다. SF9은 에프엔씨엔터의 취약점인 남자 아이돌 부재에 대한 우려를 씻으며 여자 아이돌인 AOA와 Cherry Bullet과 동반 성장하는 모습을 기대한다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 8,000원

투자의견 BUY, 목표주가 8,000원으로 커버리지를 개시한다. 1) 주력 아티스트 CNBLUE, FT아일랜드의 복귀 2) 신인 그룹 N.Flying, SF9의 급성장 3) 정해인을 필두로 한 배우 라인업의 시너지 확장 등이 예상되어 매출 지속 및 이익 성장이 기대된다. Target Multiple로 2021E 지배주주순이익 기준 EPS 266원에 Target PER 30배를 적용하여 목표주가를 산정하였다.

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	74.0	84.2	115.2	136.5	159.7
영업이익	-6.0	-4.9	2.5	7.2	9.8
EBITDA	-0.9	0.2	6.9	11.9	15.7
세전이익	-9.0	-7.1	0.5	5.3	8.0
순이익	-1.4	-7.6	0.2	3.9	5.9
지배주주지분순이익	-1.3	-7.0	0.2	3.8	5.8
EPS(원)	-89	-485	12	266	406
증감률(% YoY)	적지	적지	흑전	2,099.8	52.5
PER(배)	-88.4	-17.4	471.3	21.4	14.0
PBR(배)	1.75	1.82	1.09	0.93	0.80
EV/EBITDA(배)	-89.0	400.9	6.7	3.4	1.7
영업이익률(%)	-8.1	-5.8	2.2	5.3	6.1
ROE(%)	-1.9	-10.6	0.2	4.7	6.1
순차입금비용(%)	-46.7	-51.0	-48.4	-47.6	-54.1

자료 : 키움증권

밸류에이션

>>> 에프엔씨엔터: 투자의견 Buy, 목표주가 8,000원

당사는 에프엔씨엔터에 대하여 투자의견 Buy, 목표주가 8,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 에프엔씨엔터 2021E 지배주주순이익 기준 EPS 266원에 Target PER 30배를 사용하여 산정했다.

당사는 1) 단기적으로 2020년 및 2021년 주력 아티스트인 CNBLUE와 FT아일랜드 멤버의 제대 후 복귀가 이루어져 최근 2 ~ 3년 공백기 보다 높은 실적 증가가 기대되고 2) 중장기적으로는 신인 그룹인 N.Flying과 SF9의 성장세가 두드러져 앨범 판매 및 공연 규모 확대가 이루어지는 시기에 접어들어 수익률 개선이 기대된다. 또한 3) 정해인을 중심으로 배우 라인의 주연급 성장이 이루어지고 있고, 예능 부문의 프로그램 편성 확대가 동반되어 전체 소속 아티스트의 활동 범위 확장도 이루어질 전망이다. 마지막으로 4) 복권 및 특수 인쇄 사업의 재개와 부실 사업부문의 리빌딩을 통해 추가적인 매출 성장과 이익 개선을 도모할 것으로 판단한다.

FNC ENT. Valuation Table

구분	추정	비고
순이익(십억원)	3.8	2021년 지배주주순이익
EPS(원)	266	2021년 지배주주순이익 기준 EPS
Target PER	30	에스엠 성장초기 2011~2013년 PER 평균에서 30% 할인
목표주가(원)	8,000	
상승여력(%)	36.0	2020년 4월 20일 종가 기준

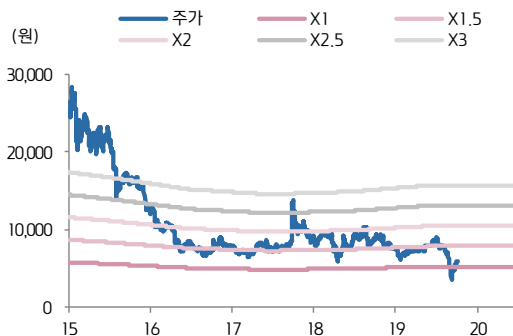
자료: 키움증권

FNC ENT. Historical Valuation

(배)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PER(End)	14.1	125.6	-30.9	-15.3	-88.4	-17.4
PER(High)	18.5	181.7	-86.7	-19.7	-159.6	-22.1
PER(Low)	12.5	62.8	-25.9	-13.3	-62.8	-12.4
PER(Avg)	14.2	115.7	-48.5	-15.7	-96.8	-16.6

자료: Quantwise, 키움증권

FNC ENT. 12M Forward PBR Band



자료: Dataguide, 키움증권

기업개요

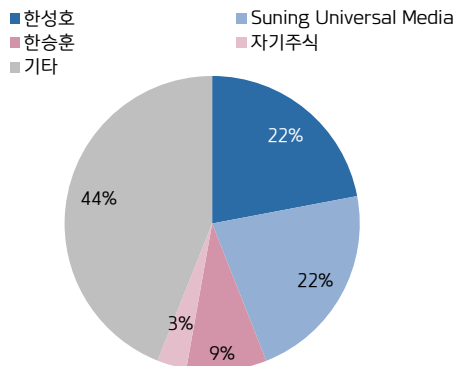
>>> K-POP 최고의 밴드 명가에서 아이돌로 확장

에프엔씨엔터는 2019년 버닝썬 사태로 인하여 주력 아티스트인 FT아일랜드와 CNBLUE의 멤버 각 1인이 탈퇴하는 내용을 겪었다. 또한 AOA 및 Cherry Bullet 멤버의 탈퇴가 이루어지며 전반적인 소속 아티스트의 변화가 있었다. 하지만 2020년 3월 CNBLUE의 모든 멤버가 군에서 제대하며 재결합하였고, AOA가 퀸덤에서 활약하며 리빌딩과 동시에 재도약을 노릴 수 있는 상황이 되었다.

에프엔씨엔터는 2006년 12월 '주식회사 피쉬엔케이뮤직'으로 설립되었으며, 2014년 12월 KOSDAQ 시장에 주식을 상장하였다. 음반기획 제작, 유통업 및 매니지먼트 등을 주요사업으로 영위하고 있으며, 종합엔터테인먼트사로서 전속계약을 맺은 아티스트를 음반 및 음원, 콘서트 등의 방식으로 다양한 사업을 수행하고 있다. 연결대상 종속회사로는 엔터테인먼트 사업 부문의 FNC ENTERTAINMENT JAPAN Inc.와 미디어콘텐츠 제작 사업 등의 (주)에프엔씨프로덕션, (주)에프엔씨스토리, (주)에프엔씨아카데미, (주)콘텐츠나나랜드 등이 있다.

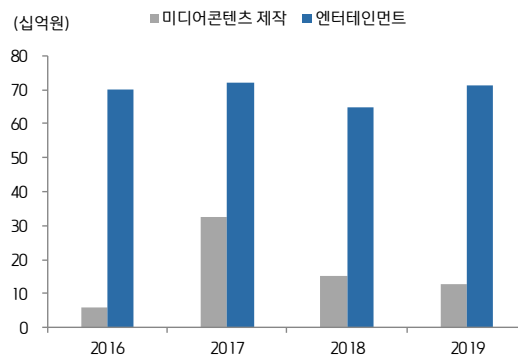
엔터테인먼트 사업부문은 (주)에프엔씨엔터와 FNC Ent Japan Inc.가 맞고 있으며 공연, MD, 음원/음반, 매니지먼트 등의 사업을 영위하고 있다. 미디어콘텐츠 제작 사업부문은 드라마/예능제작, 특수인쇄, 팬클럽 운영, 교육사업 등을 주로 행하고 있다.

FNC ENT. 주주구성



자료: 에프엔씨엔터, 키움증권

FNC ENT. 사업부문별 실적 추이



자료: 에프엔씨엔터, 키움증권

FNC ENT. 주요 종속회사

회사명	지분율(%)	매출액(십억원)	주요사업
FNC Entertainment Japan	100	29	음반 및 공연기획 등
에프엔씨프로덕션	80	13	프로그램의 기획, 제작 및 투자 등

자료: 에프엔씨엔터, 키움증권

>>> Artist Line-up

2020년 3월 CNBLUE 강민혁과 이정신의 제대, FT아일랜드는 2021.02 제대 예정으로 주력 아티스트의 복귀가 속속 이루어질 전망이다. 이에 따라 주력 아티스트 부재 시 성장한 엔플라잉과 SF9의 활동에도 시너지가 발생할 것으로 전망하며 신인그룹의 더욱 빠른 레벨업을 기대할 수 있는 분위기가 조성되었다.

엔플라잉은 2019년 1월 발매한 ‘옥탑방’의 역주행으로 2월 멜론차트 정상에 까지 오르고, 음방 1위까지 하는 등 활발한 활동을 바탕으로 팬덤을 구축해 가고 있다. 또한 멤버가 직접 참여한 앨범을 국내와 일본에서 음반을 발매하고, 일본 공연투어도 연 6회 이상 기획하며 밴드명가의 대를 이을 그룹으로 성장의 단계를 밟아갈 전망이다.

SF9은 2019년 4월부터 시작한 미주/유럽 등 6개국 9개 도시 투어를 성공적으로 마치며 글로벌 공략에 시동을 걸었다. 또한 ‘스카이 캐슬’의 찬희, ‘어쩌다 마주친 하루’의 로운이 드라마에 출연하며 배우 영역에서도 인지도를 축적하고 있어 SF9은 에프엔씨엔터의 취약점인 남자 아이돌 부재에 대한 우려를 씻으며 여자 아이돌인 AOA와 Cherry Bullet과 강력한 아이돌 잠재력을 통해 수익화에 성공할 것으로 기대한다.

‘밥 잘 사주는 예쁜 누나’에서 스타덤에 오른 정해인을 필두로 배우 부문의 시너지가 지속적으로 발생하고 있으며, 예능인의 경우 국민MC 유재석과 최근 급성장한 문세윤 등이 포진되어 있어 자체 예능 제작 등에도 강점을 보일 것으로 예상된다.

FNC Ent. Artist 주요 라인업

Artist	FT 아일랜드	CNBLUE	AOA	NFLYING
데뷔	2007.06	2010.01	2012.07	2015.05
멤버				
Artist	SF9	CherryBullet	배우	예능인
데뷔	2016.10	2019.01	정해인	유재석
멤버				

자료: 에프엔씨엔터, Google, 키움증권

투자포인트

>>> Point 1. 주력 아티스트의 복귀와 신인의 성장

CNBLUE의 정용화는 제대 직후 국내외 활동을 시작하였고, SBS ‘트롯신이 떴다’에서 최고 1분 시청률 18.3%를 기록하며 화려하게 복귀에 성공했다. 나머지 멤버들도 3월 제대하며 기존 강점 지역이었던 일본 활동 재개에 대한 기대감을 높일 수 있게 되었다. 주력의 또 한 축을 담당했던 FT아일랜드 역시 2021년 초 모두 복귀가 이루어질 예정으로 밴드 그룹의 특성을 그대로 이어갈 것으로 전망한다. AOA는 Mnet ‘퀸덤’ 출연 이후 퍼포먼스 역량에 대한 재평가가 이루어지며 팬덤이 확대되어 신규 광고 계약 체결로 이루어지고 있다.

에프엔씨엔터를 이끌 차세대 아티스트로는 밴드 명가의 타이틀을 계승할 엔플라잉과 보이그룹인 SF9이 있다. 엔플라잉은 남경, 상해 2개 도시 팬싸인회를 개최하고 4,000명 규모의 팬클럽 1기 모집을 완료하는 등 팬덤 규모를 확장하며 성장하고 있다. SF9은 1월 발매한 정규 1집 판매량이 19년 보다 2배 이상 증가한 12만장을 기록하고 음악방송 1위 3관왕을 따내며 스타성을 발휘하기 시작했다. 이에 엔플라잉과 SF9의 향후 앨범 판매 및 공연장 규모 확대 등으로 이어질 것으로 전망되어 본격적인 수익화가 이루어질 것으로 판단한다.

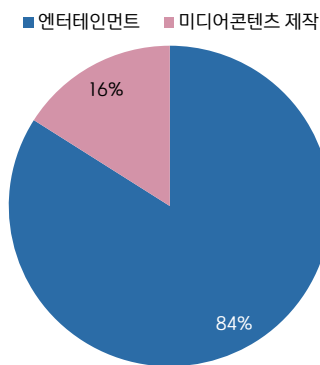
마지막으로 AOA에 이어 여자아이돌 그룹인 Cherry Bullet은 2월 싱글앨범을 발매 하며 M/V 1,400만 달성했다. 2019년 이후 짧은 활동기간 동안 멤버 교체 등의 발생하였지만, 재정비 후 성장의 탄력을 받을 것으로 기대한다. 또한 2020년 신인 보이그룹이 런칭될 계획이며, 화제성 집중을 위해 FNC ENT. 소속 Top 가수, 예능인, 배우 등이 출연하며 FNC Ent.의 진면목을 확인할 수 있을 것으로 보인다.

>>> Point 2. 가수 부럽지 않은 배우/예능 라인업의 활약

에프엔씨엔터의 주력 배우인 정해인의 드라마 활동은 공고히 지속될 전망이다. 2020년 tvN '반의반'에 출연하고 영화 2편도 촬영을 계획하고 있다. 또한 2020년은 전통 배우가 아닌 가수들의 배우 활동도 더욱 활발해질 전망이다. SF9의 로운은 MBC '어쩌다 발견한 하루'의 주연으로 발탁되며 연기자로서의 가능성 및 흥행성을 인정받았고, AOA의 설현은 tvN '낮과 밤'의 주연으로 확정되며 배우의 지평과 깊이이를 더하고 있다.

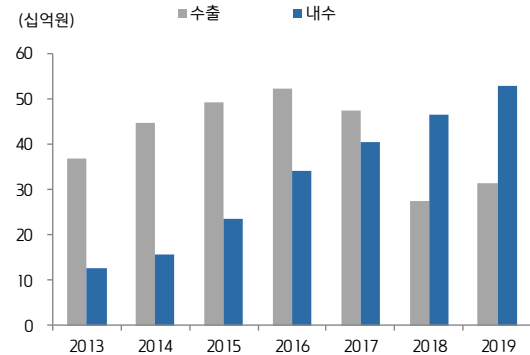
2018년 5월 FNC프로덕션을 인수하며 제작사업이 본격화 되며 소속 배우 및 예능인의 출연이 더욱 강화될 것으로 전망한다. 예능 매출액은 2017년 22억에서 2018년 86억, 2019년 130억으로 증가하며 프로그램 제작수 확대(3개 → 7~10개)에 따른 성장을 보이고 있다. 이를 토대로 유재석, 문세윤 등 주요 예능인의 고정프로그램이 증가하고 신규 성장 예능인의 적극 지원을 통해 단기간 스타성을 발휘할 수 있는 지원시스템을 갖췄다. 또한 체계적인 전속계약시스템 구축을 통해 첫 계약시점인 2015년 대비 2019년 현재 23% 감소한 수준을 달성하며 수익성 개선에 이바지 하고 있다.

FNC ENT. 사업부문별 매출 비중



자료: 에프엔씨엔터, 키움증권

FNC ENT. 국내 및 글로벌 추이



자료: 에프엔씨엔터, 키움증권

정해인 tvN '반의반'



자료: 에프엔씨엔터, 키움증권

로운 MBC '어쩌다 발견한 하루'



자료: 에프엔씨엔터, 키움증권

실적 추정

>>> 2019년 실적 : 연결 영업손실 49억원(적자지속)

2019년 연결 매출액 842억원(YoY +13.7%), 순손실 76억원(적자지속)

2018년 3월과 2019년 9월 CNBLUE와 FT아일랜드 군입대가 시작되며 공연 및 음반/음원의 역성장이 발생하며 실적 하락을 주도했다. 또한 에스엠라이프디자인그룹으로 특수인쇄 사업부문 이전이 2018년 완료되며 2019년 매출 하락을 부추겼다.

하지만, 정해인을 필두로한 배우 부문과 신인그룹의 성장을 통해 매니지먼트와 팬미팅 등에서 선전하며 전체적으로 성장을 기록했다. 하지만 동기간 국내 음반산업이 성장한 것에 비하면 다소 아쉬운 실적으로 평가되지만 CNBLUE와 FT아일랜드 부재에도 불구하고 선방한 것으로 판단한다.

>>> 2020년 전망 : 턴어라운드를 기대해 보자

2020년 연결 매출액 1,152억원(YoY +36.8%), 영업이익 25억원(흑자전환)

코로나19로 인하여 공연 문화 시장의 침체가 예상되지만, 에프엔씨엔터의 경우에는 복귀하는 CNBLUE의 퍼포먼스 준비시간 및 기존 그룹의 공연 규모가 크지 않은 점을 고려한다면 대형 엔터사보다는 타격을 덜 받을 것으로 전망한다.

이에 따라 엔터테인먼트 사업부문은 주력 아티스트인 CNBLUE의 복귀와 ‘옥탑방’ 음원차트 이후 팬덤이 확대된 엔플라잉 및 2020년 초 음악방송 1위 3관왕을 달성한 SF9의 앨범 규모 성장 및 공연 확대 등을 예상한다. 국내 공연 10회, 동남아 10회 이상, 일본 아레나투어로의 확대가 예상되어 수익성 높은 콘서트 부문의 매출 증가가 발생할 것으로 예상한다.

또한 복권인쇄사업의 정부사업 수주 및 에스엠라이프디자인그룹으로부터 기타 인쇄사업을 양수하며 연간 60~70억원의 매출액 증가 효과를 볼 수 있게 되었다. 중국의 K-POP 재진출 시 Suning Universal Media와 합작 설립한 HONGYI의 역할도 기대할 수 있는 점은 주목할 만 하다.

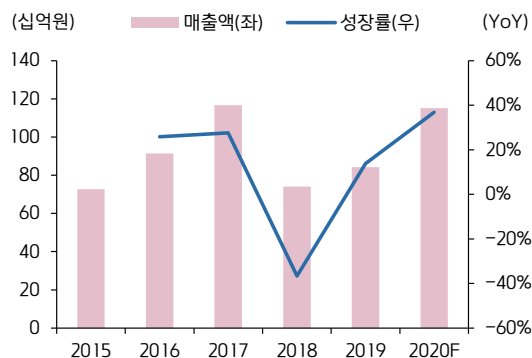
중장기적으로 에프엔씨엔터의 매출 성장과 이익 개선 속도는 더욱 빨라질 것으로 전망한다. 2021년에는 소속 아티스트의 풀라인업이 구성될 것이고 2020년 데뷔한 신인 보이그룹의 성장 잠재력도 충분히 기대가 되어, 규모 확대에 따른 수익성 창출 구간으로 진입할 것으로 전망한다.

FNC ENT 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	15.3	22.4	20.7	25.8	21.6	26.5	28.7	38.4	84.2	115.2	136.5
(YoY)	-21.0%	19.5%	11.2%	48.9%	41.3%	18.3%	38.3%	49.1%	13.7%	36.8%	18.6%
엔터테인먼트	12.7	19.7	18.2	20.6	17.7	21.7	23.8	33.4	71.1	96.5	116.1
미디어컨텐츠	2.6	2.8	2.5	5.2	3.9	4.8	4.9	5.0	13.1	18.7	20.4
매출원가	15.0	18.8	17.6	23.0	18.2	22.4	24.2	32.5	74.3	97.3	112.6
(YoY)	-10.6%	2.6%	6.6%	41.3%	21.4%	19.4%	37.5%	41.4%	9.6%	30.9%	15.8%
매출총이익	0.3	3.7	3.1	2.8	3.3	4.1	4.4	6.0	9.8	17.9	23.9
(YoY)	-89.8%	674.1%	47.8%	165.5%	1195.7%	12.3%	42.6%	111.5%	59.7%	81.2%	33.9%
GPM	1.7%	16.3%	15.0%	10.9%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	11.7%	15.5%	17.5%
판관비	3.4	2.8	2.7	5.8	3.9	3.4	3.3	4.8	14.8	15.4	16.7
(YoY)	10.7%	-6.6%	-6.5%	84.8%	13.0%	19.8%	23.9%	-18.2%	21.5%	4.0%	8.9%
영업이익	-3.2	0.8	0.4	-3.0	-0.6	0.7	1.1	1.2	-4.9	2.5	7.2
(YoY)	적지	흑전	흑전	적지	적지	-13.0%	161.9%	흑전	적지	흑전	189.0%
OPM	-20.9%	3.7%	2.0%	-11.7%	-2.6%	2.7%	3.9%	3.1%	-5.9%	2.1%	5.2%
순이익	-3.3	-0.0	-0.9	-3.3	-0.9	0.2	0.4	0.5	-7.6	0.2	3.9
(YoY)	적지	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	1903.6%
NPM	-21.7%	-0.2%	-4.4%	-12.8%	-4.2%	0.6%	1.5%	1.3%	-9.0%	0.2%	73.4%

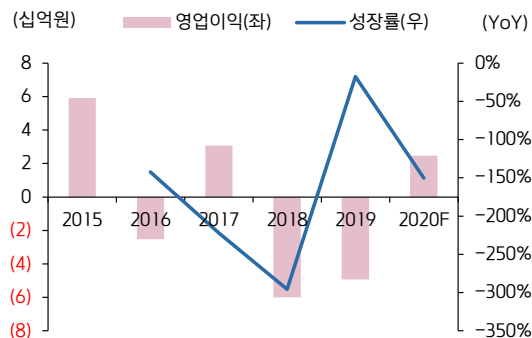
자료: 에프엔씨엔터, 키움증권

FNC ENT 매출액 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)



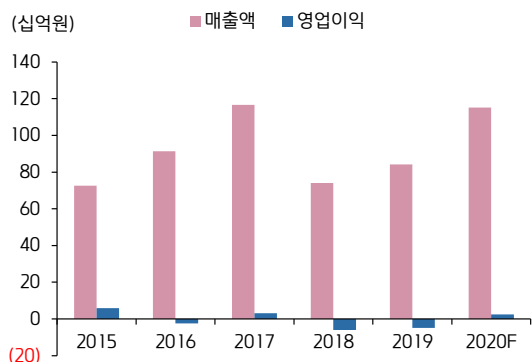
자료: 에프엔씨엔터, 키움증권

FNC ENT 영업이익 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)



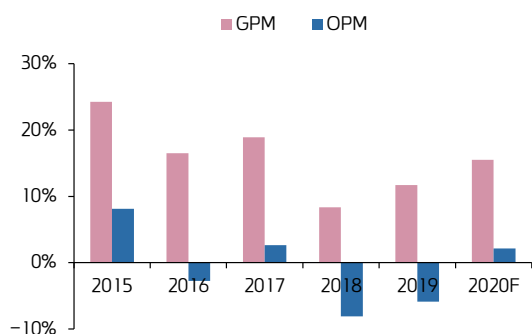
자료: 에프엔씨엔터, 키움증권

FNC ENT 매출액 및 영업이익 추이 (K-IFRS 연결)



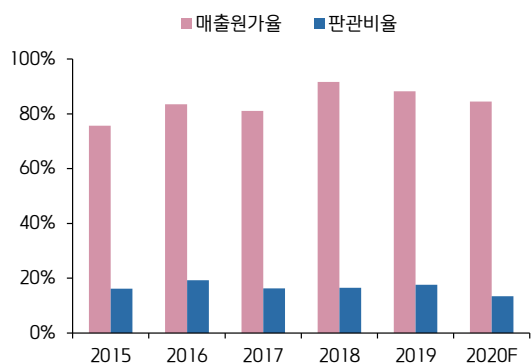
자료: 에프엔씨엔터, 키움증권

FNC ENT GPM 및 OPM 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)



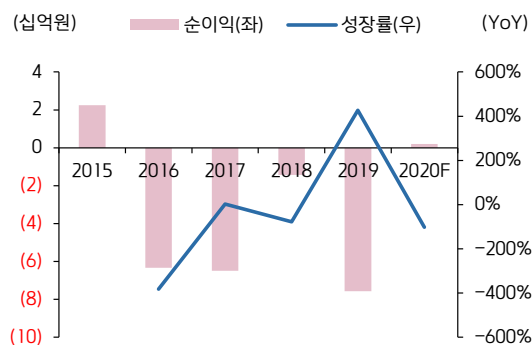
자료: 에프엔씨엔터, 키움증권

FNC ENT 매출원가 및 판관비 추이 (K-IFRS 연결)



자료: 에프엔씨엔터, 키움증권

FNC ENT 순이익 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)



자료: 에프엔씨엔터, 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	74.0	84.2	115.2	136.5	159.7
매출원가	67.8	74.3	97.3	112.6	131.8
매출총이익	6.2	9.8	17.9	23.9	28.0
판매비	12.2	14.8	15.4	16.7	18.2
영업이익	-6.0	-4.9	2.5	7.2	9.8
EBITDA	-0.9	0.2	6.9	11.9	15.7
영업외손익	-3.0	-2.2	-1.9	-1.9	-1.7
이자수익	0.4	0.6	0.6	0.7	0.8
이자비용	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5
외환관련이익	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
외환관련손실	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
충속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-3.8	-2.3	-2.1	-2.2	-2.1
법인세차감전이익	-9.0	-7.1	0.5	5.3	8.0
법인세비용	-0.2	0.5	0.4	1.4	2.1
계속사업손익	-8.8	-7.6	0.2	3.9	5.9
당기순이익	-1.4	-7.6	0.2	3.9	5.9
지배주주순이익	-1.3	-7.0	0.2	3.8	5.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-15.8	13.8	36.8	18.5	17.0
영업이익 증감율	-510.3	-18.3	-151.0	188.0	36.1
EBITDA 증감율	-110.6	-122.2	3,350.0	72.5	31.9
지배주주순이익의 증감율	흑전	438.5	-102.9	1,800.0	52.6
EPS 증감율	적지	적지	흑전	2,099.8	52.5
매출총이익율(%)	8.4	11.6	15.5	17.5	17.5
영업이익율(%)	-8.1	-5.8	2.2	5.3	6.1
EBITDA Margin(%)	-1.2	0.2	6.0	8.7	9.8
지배주주순이익율(%)	-1.8	-8.3	0.2	2.8	3.6

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-10.4	0.9	1.4	7.1	15.7
당기순이익	-1.4	-7.6	0.2	3.9	5.9
비현금항목의 가감	1.5	8.2	5.7	7.1	8.8
유형자산감가상각비	1.5	3.1	2.9	3.2	4.1
무형자산감가상각비	3.6	2.1	1.5	1.6	1.8
지분법평가손익	-8.3	-0.4	0.0	0.0	0.0
기타	4.7	3.4	1.3	2.3	2.9
영업활동자산부채증감	-9.0	2.2	-4.2	-2.6	2.8
매출채권및기타채권의감소	3.3	-3.8	-3.7	-2.5	-2.7
채고자산의감소	0.0	0.1	-0.3	-0.2	-0.2
매입채무및기타채무의증가	-9.3	4.5	-0.9	0.0	4.7
기타	-3.0	1.4	0.7	0.1	1.0
기타현금흐름	-1.5	-1.9	-0.3	-1.3	-1.8
투자활동 현금흐름	1.3	-2.0	2.2	-1.2	-1.9
유형자산의 취득	-0.6	-0.2	-4.0	-7.0	-7.0
유형자산의 처분	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-9.1	-0.3	-2.0	-2.5	-2.5
투자자산의감소(증가)	-5.2	2.7	-0.5	-0.1	-0.1
단기금융자산의감소(증가)	16.0	-13.5	-0.6	-1.0	-1.7
기타	-0.2	9.2	9.3	9.4	9.4
재무활동 현금흐름	0.9	13.2	-1.8	-1.8	-1.8
차입금의 증가(감소)	0.0	15.0	0.0	0.0	0.0
차입금자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.9	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8
기타현금흐름	0.6	0.1	0.1	0.3	0.1
현금 및 현금성자산의 순증가	-7.6	12.2	2.0	4.4	12.1
기초현금 및 현금성자산	20.3	12.7	24.9	26.9	31.3
기말현금 및 현금성자산	12.7	24.9	26.9	31.3	43.5

자료: 키움증권

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	47.2	74.4	81.2	89.5	106.4
현금 및 현금성자산	12.7	24.9	26.9	31.3	43.5
단기금융자산	18.0	31.5	32.1	33.1	34.7
매출채권 및 기타채권	6.2	10.0	13.6	16.2	18.9
채고자산	0.7	0.7	0.9	1.1	1.3
기타유동자산	9.6	7.3	7.7	7.8	8.0
비유동자산	37.2	41.0	43.2	48.0	51.9
투자자산	20.0	17.3	17.7	17.8	17.9
유형자산	4.0	11.9	13.0	16.9	19.7
무형자산	8.6	6.3	6.8	7.6	8.3
기타비유동자산	4.6	5.5	5.7	5.7	6.0
자산총계	84.4	115.3	124.4	137.5	158.3
유동부채	15.8	39.7	39.3	39.9	45.1
매입채무 및 기타채무	10.1	15.9	15.0	15.0	19.6
단기금융부채	0.0	17.4	17.4	17.4	17.4
기타유동부채	5.7	6.4	6.9	7.5	8.1
비유동부채	3.0	8.7	9.1	8.9	9.7
장기금융부채	0.0	4.8	4.8	4.8	4.8
기타비유동부채	3.0	3.9	4.3	4.1	4.9
부채총계	18.8	48.4	48.4	48.8	54.8
자본지분	64.7	66.4	75.5	88.2	102.9
자본금	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
자본잉여금	67.7	37.7	37.7	37.7	37.7
기타자본	-4.8	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
기타포괄손익누계액	-4.1	5.1	14.0	22.9	31.8
이익잉여금	-1.3	21.4	21.5	25.4	31.2
비지배지분	0.9	0.5	0.5	0.6	0.6
자본총계	65.5	66.9	76.0	88.7	103.5

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	-89	-485	12	266	406
BPS	4,501	4,622	5,253	6,138	7,163
CFPS	2	47	408	761	1,025
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-88.4	-17.4	471.3	21.4	14.0
PER(최고)	-159.6	-22.1	751.2		
PER(최저)	-62.8	-12.4	294.7		
PBR	1.75	1.82	1.09	0.93	0.80
PBR(최고)	3.17	2.32	1.73		
PBR(최저)	1.25	1.30	0.68		
PSR	1.53	1.44	0.71	0.60	0.51
PCFR	5,131.3	181.1	14.0	7.5	5.6
EV/EBITDA	-89.0	400.9	6.7	3.4	1.7
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-1.4	-7.6	0.1	3.0	4.0
ROE	-1.9	-10.6	0.2	4.7	6.1
ROIC	-43.4	-29.6	5.0	19.8	24.5
매출채권회전율	10.8	10.4	9.8	9.2	9.1
채고자산회전율	86.6	119.6	140.7	132.2	131.4
부채비율	28.7	72.4	63.7	55.0	52.9
순차입금비용	-46.7	-51.0	-48.4	-47.6	-54.1
이자보상배율, 현금	-1,663.2	-9.4	4.7	13.6	18.5
총차입금	0.0	22.3	22.3	22.3	22.3
순차입금	-30.6	-34.1	-36.8	-42.2	-56.0
NOPLAT	-0.9	0.2	6.9	11.9	15.7
FCF	-22.3	2.6	-4.8	-2.3	6.5

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

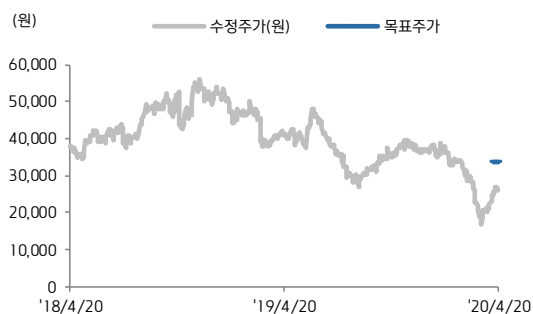
종목명	일자	투자의견	목표 주가	과리율(%)		
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
에스엠 (041510)	2020-04-20	BUY(Initiate)	33,500원	6개월		
에프엔씨엔터 (173940)	2020-04-20	BUY(Initiate)	8,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표 주가	과리율(%)		
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
JYP Ent. (035900)	2020-04-20	BUY(Initiate)	29,000원	6개월		

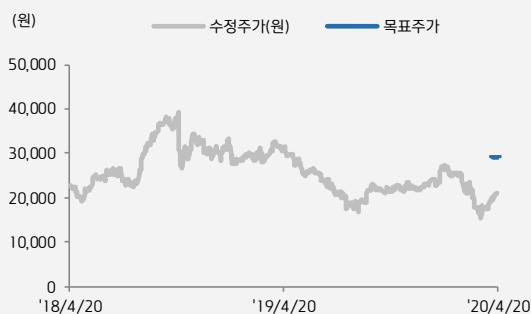
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

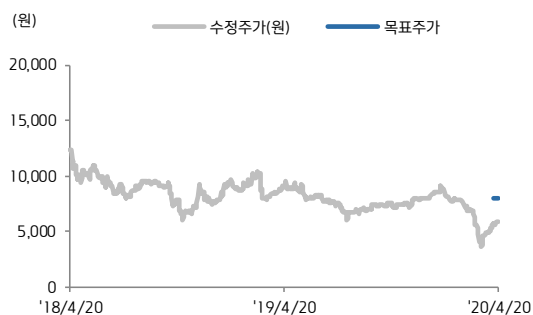
에스엠 (041510)



JYP Ent. (035900)



에프엔씨엔터 (173940)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%