

2020년 9월 25일

IBKS Industry Report  
미디어/엔터

# Fandom Economic

## 팬덤 경제학

미디어/엔터 박용희

02) 6915-5651

yhpkorea2005@ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



# Executive Summary

## 빅히트엔터테인먼트, 팬덤 경제학을 리드하다!

- 미디어/엔터테인먼트 산업에서 팬덤 경제학은 간접 참여형 매출의 플랫폼화가 중요. 이유는 직접 참여형 매출은 물리적인 아티스트 활동으로 매출이 제한적이나 간접 참여형 매출은 플랫폼을 통해 매출 확장이 비교적 자유로운 편이기 때문. 결론적으로, 빅히트엔터테인먼트가 출시한 WEVERSE의 플랫폼 성공 시에는 간접 참여형 매출을 통한 확장이 커질 수 있어 주목해야 함
- 빅히트엔터테인먼트가 지향하는 비즈니스모델은 연예 기획사가 아닌 WEVERSE를 활용한 플랫폼 비즈니스. 동사는 WEVERSE를 통한 1)온라인 콘서트, 2)멤버십운영, 3)MD/굿즈 판매를 통한 팬덤 경제학 추구를 간접 매출을 극대화하려는 계획. 현재는 BTS의 팬덤에 대한 의존도가 높으나, 플랫폼을 고도화 하여 소속 아티스트의 활용도 및 수익성을 높일 계획. 결론적으로 이번 상장을 통해 유입 자금으로 서비스의 고도화에 집중할 것으로 보임
- 빅히트엔터테인먼트가 바라보는 팬덤 경제의 총 시장 규모는 7.9조원으로 추정. 일반 소비자 시장은 7.18조원, Light Fan 시장은 6천억원, Core Fan 시장은 970억원으로 현재 구성된 것으로 보임. WEVERSE의 성공 척도는 일반 소비자의 지갑을 열어, Light/Core Fan으로 전환이 중요. 2019년 간접 참여형 매출이 2,680억원인 점을 감안하면, 큰 문제없이 향후 간접 참여형 매출은 약 2~3배 성장이 가능할 전망

## 미디어/엔터테인먼트는 빅히트엔터테인먼트 상장 이후 조정 불가피. 단기 투자 전략은 빅히트엔터테인먼트로 집중될 전망

- 상반기는 온라인 마케팅(디지털 및 언택트), 웹툰/웹소설(네이버/카카오 영향) 중심의 상승세를 보임. 빅히트엔터테인먼트 상장을 앞두고, 엔터테인먼트 3사는 대체제로 부각 및 관심 증대로 합산 시총은 연초대비 44.9% 상승. 빅히트엔터테인먼트 상장으로 미디어/엔터테인먼트 업종의 주가 변동성은 확대될 전망. 일단, 1)엔터테인먼트 3사에 대한 단기 조정이 예상되고, 2)빅히트엔터테인먼트의 펀드 편입 수요로 인해 올해 상승률이 높았던 온라인 마케팅 및 웹툰/웹소설에서 단기 매도세 나올 것으로 분석

## 빅히트엔터테인먼트, 투자의견 매수 및 목표주가 24만원으로 커버리지 개시

- 빅히트엔터테인먼트의 상장 주요 일정으로는 1)증권신고서 제출(9월 2일), 2)수요예측일 9월 24~25일, 3)청약예정일 10월 5~6일, 4)상장예정일 10월 15일일로 예정. 상장예정주식수는 33,846,192주이고, 3개월~1년간 보호예수 물량은 70.3%. 공모주식수 713만주(공모예정금액은 7.5~9.6천억원, 기준 시가총액은 3.5~4.6조원)
- 최근 우호적인 IPO 상황 및 BTS의 글로벌 팬덤 감안하면, 당사 목표주가를 쉽게 상회할 전망. 하지만, WEVERSE 플랫폼의 팬덤 수익화에 대한 검증은 필요한 상황. 또한, 우호적인 IPO이후 조정세가 지속 진행되고 있는 카카오게임즈/SK바이오팜을 감안하면 IPO는 성공적일 수 있으나, 이후는 부진할 가능성도 상존함

IBKS Industry Report

Fandom Economic

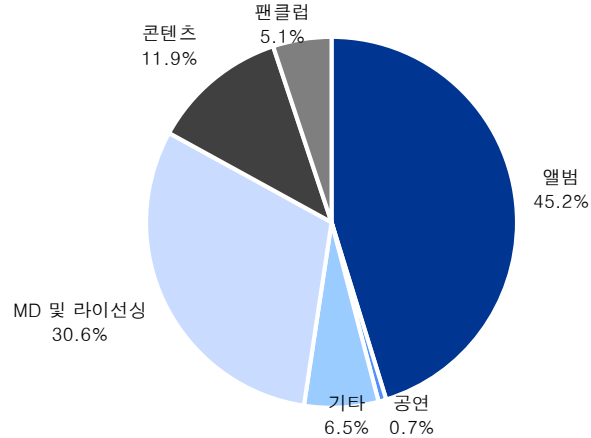
팬덤 경제학

# 빅히트엔터테인먼트, 팬덤 경제학을 리드하다!



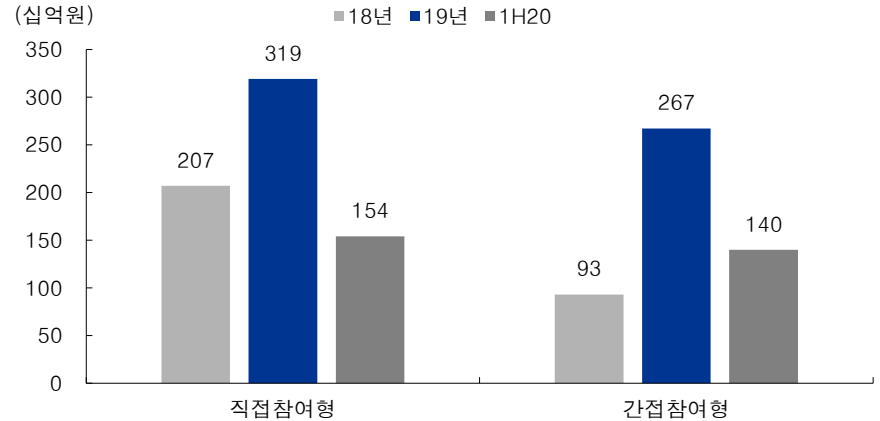
# 빅히트엔터테인먼트, 팬덤 경제학을 리드하다!

## 빅히트엔터테인먼트, 1H20 매출 구성



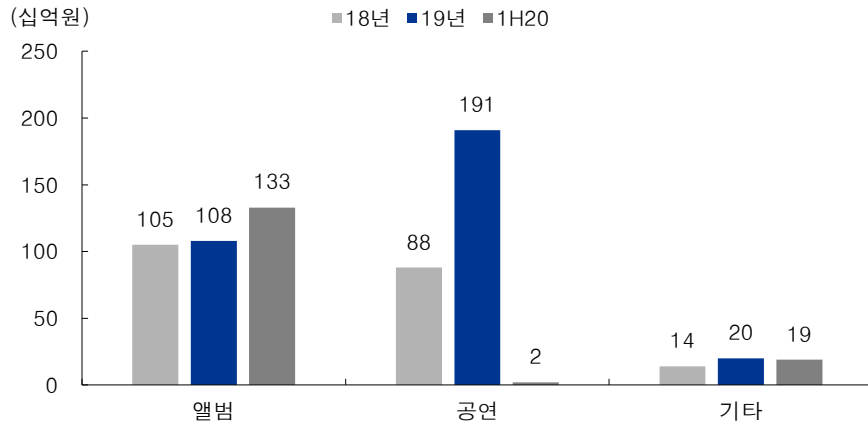
자료: 빅히트엔터테인먼트, IBK투자증권

## 빅히트엔터테인먼트, MD/콘텐츠/팬클럽 간접 참여형 매출 급증



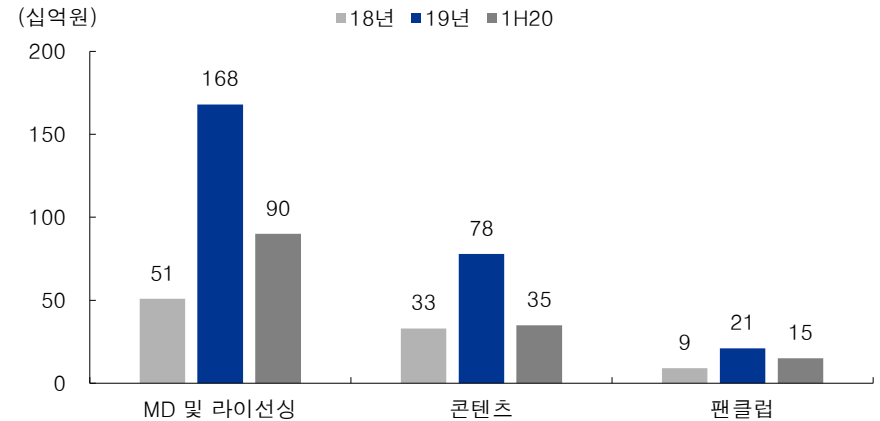
자료: 빅히트엔터테인먼트, IBK투자증권

## 빅히트엔터테인먼트, 직접참여형 매출 증가



자료: 빅히트엔터테인먼트, IBK투자증권

## 빅히트엔터테인먼트, 간접 참여형 매출 급증



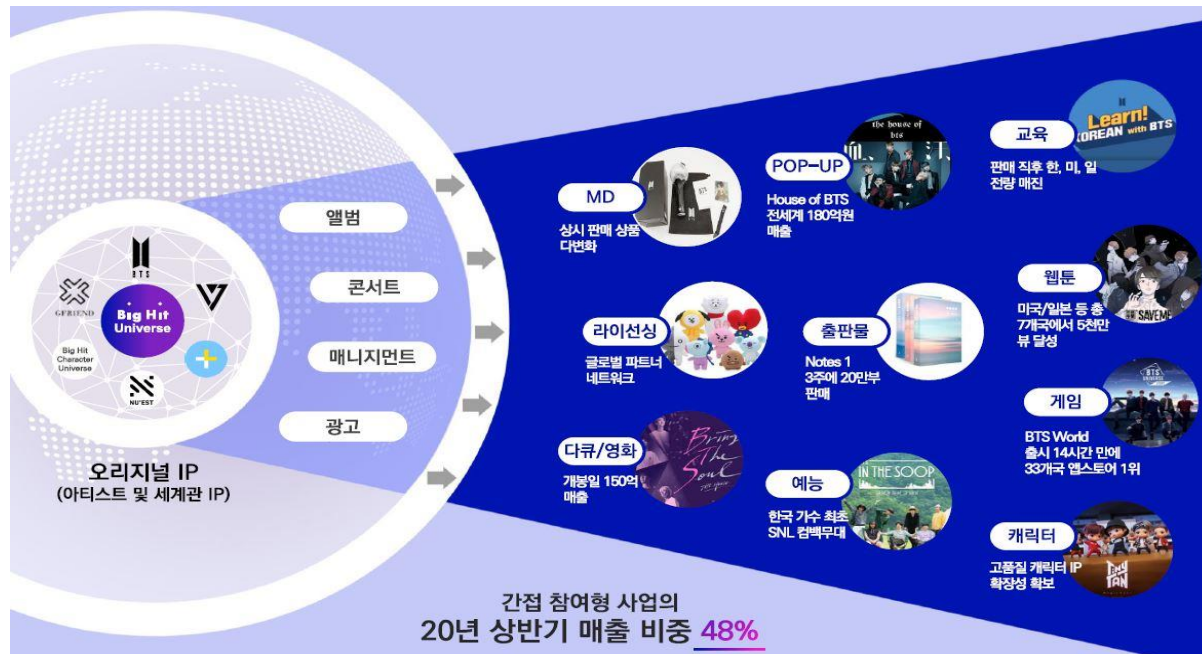
자료: 빅히트엔터테인먼트, IBK투자증권

# 팬덤 경제학은 간접 참여형 매출의 플랫폼화가 중요

아티스트를 통한 직접 참여형 매출. 플랫폼을 통한 간접 참여형 매출 발생. 이를 위해서는 거대한 팬덤 혹은 정교한 플랫폼이 필요

- 직접 참여형 매출은 물리적인 아티스트 활동으로 매출이 제한적
- 반면, 간접 참여형 매출은 플랫폼을 통해 매출 확장이 비교적 자유로운 편
- 결론적으로 WEVERSE의 플랫폼 성공 시에는 간접 참여형 매출을 통한 확장이 커질 수 있어 주목해야 함
- 정교한 플랫폼과 거대한 팬덤이 성공 요소. 빅히트엔터테인먼트는 거대한 팬덤에 대한 검증은 완료, 정교한 플랫폼은 좀 더 지켜 봐야

## 빅히트엔터테인먼트가 말하는 직접 VS 간접 참여형 매출



자료: 빅히트엔터테인먼트, IBK투자증권

# 빅히트엔터테인먼트의 팬덤 경제학 플랫폼은 WEVERSE

## 빅히트엔터테인먼트, WEVERSE 플랫폼으로 팬덤을 수익화

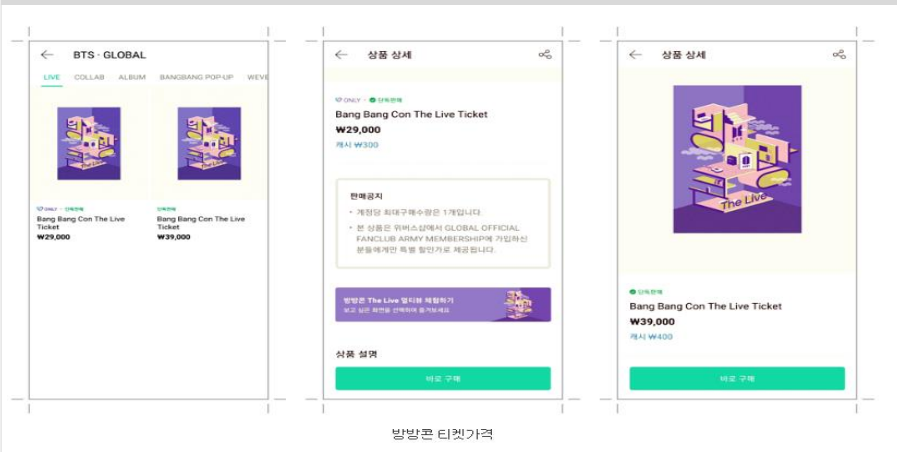
- 동사가 지향하는 비즈니스모델은 연예 기획사가 아닌 WEVERSE를 활용한 플랫폼 비즈니스
- 빅히트엔터테인먼트는 WEVERSE를 통한 1) 온라인 콘서트, 2) 멤버십운영, 3) MD/굿즈 판매를 통한 팬덤 경제학 추구를 간접 매출을 극대화하려는 계획
- 현재는 BTS의 팬덤에 대한 의존도가 높으나, 플랫폼을 고도화 하여 소속 아티스트의 활용도 및 수익성을 높일 계획
- 결론적으로 이번 상장을 통해 유입 자금으로 서비스의 고도화에 집중할 것으로 보임

## BTS, 방방콘서트



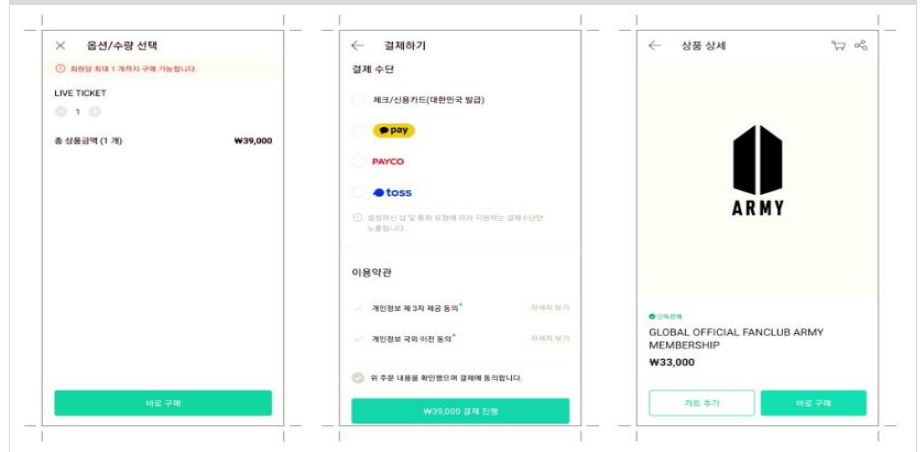
자료: 빅히트엔터테인먼트, IBK투자증권

## BTS 방방콘, WEVERSE를 통한 온라인 티켓구매



자료: 빅히트엔터테인먼트, IBK투자증권

## 빅히트엔터테인먼트, WEVERSE를 통해 멤버십을 운영



자료: 빅히트엔터테인먼트, IBK투자증권

# WEVERSE는 지금 빠르게 자리를 잡아가는 중

## 누적가입자수 8.6백만명, MAU 4.7백만명

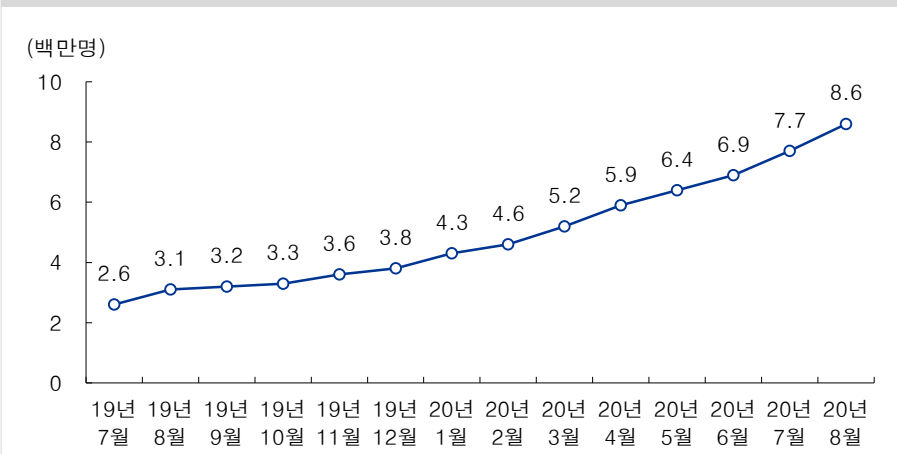
- 2018년 7월 플랫폼 사업 분사를 통해 글로벌 팬 및 커머스 플랫폼을 구축하여, 간접 참여형 매출형 플랫폼으로 자리를 잡음
- 2020년 8월 기준 누적가입자수 8.6백만명, MAU 4.7백만명
- 멤버십을 통한 구독 모델과 유료 스트리밍에 기반한 콘텐츠 커머스 플랫폼으로 자리를 잡아 가는 중
- 현재는 동사 아티스트와 팬들과의 커뮤니티이나, 향후 독립적인 플랫폼이 가능한지에 대해서는 고민이 필요한 시점

## WEVERSE, 수익 모델



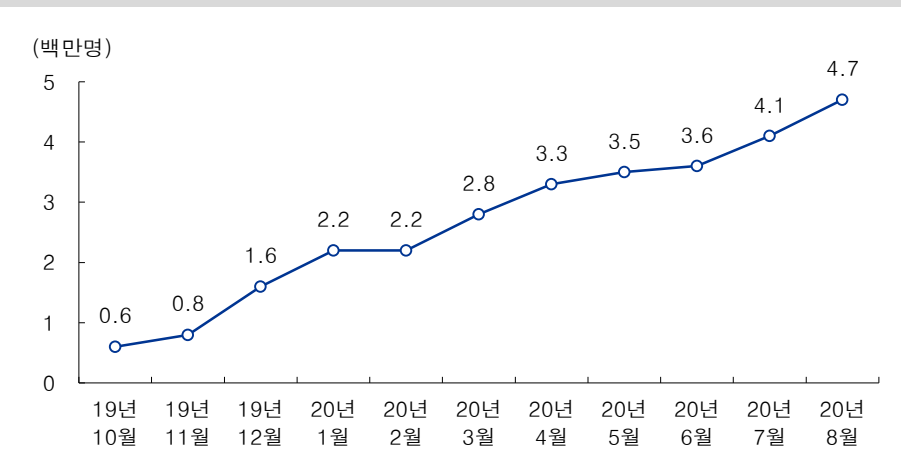
자료: 빅히트엔터테인먼트, IBK투자증권

## WEVERSE, 누적 가입자수는 8.6백만명



자료: 빅히트엔터테인먼트, IBK투자증권

## WEVERSE, MAU는 4.7백만명



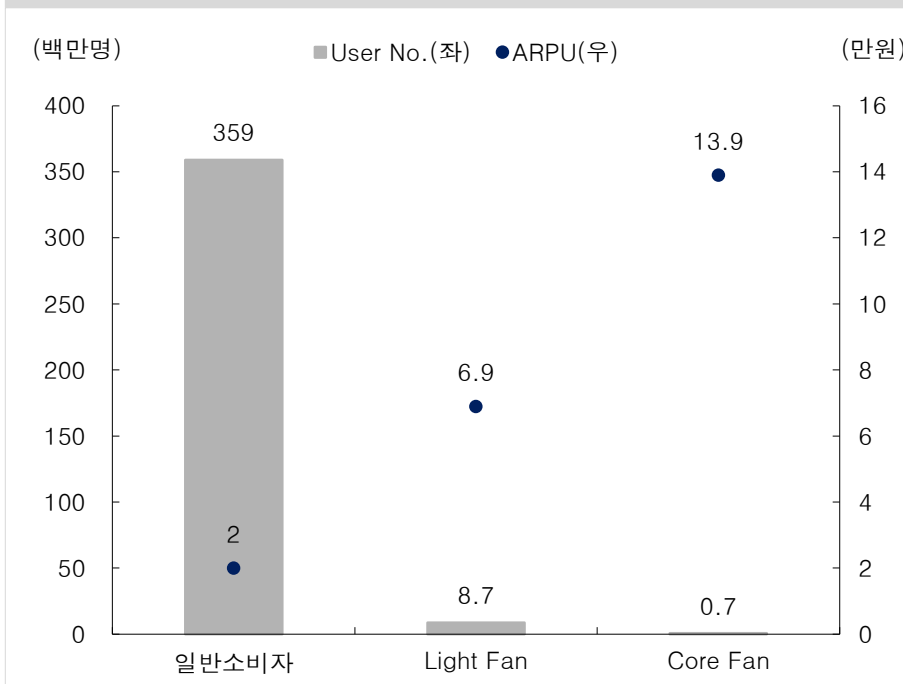
자료: 빅히트엔터테인먼트, IBK투자증권

# 팬덤 경제 시장은 빅히트엔터테인먼트가 보는 팬덤 경제는 7.9조원

## 일반소비자에서 Light/Core Fan으로 전환이 비즈니스 성공의 척도

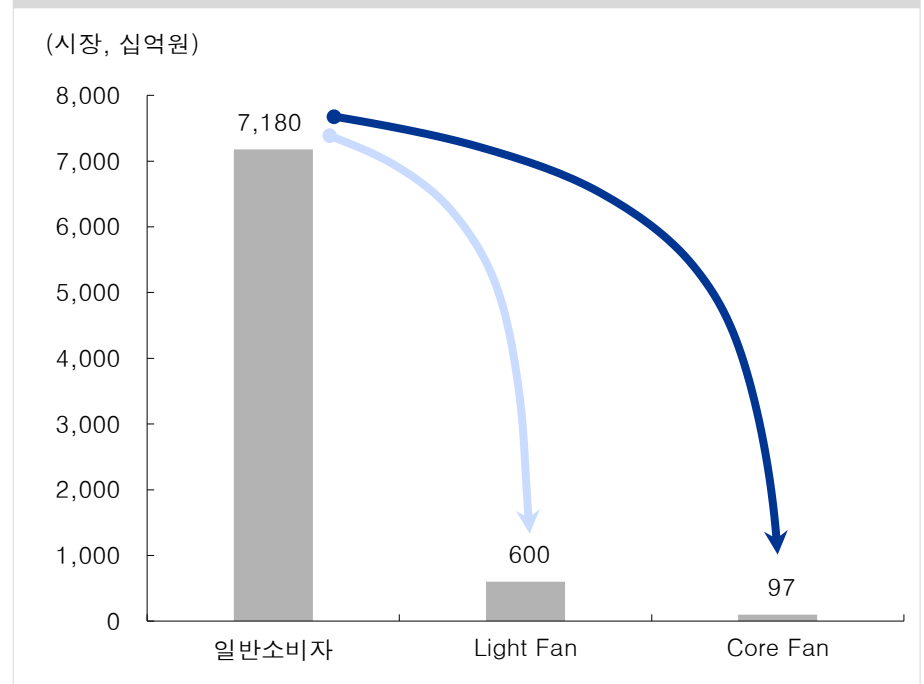
- 빅히트엔터테인먼트가 바라보는 팬덤 경제의 총 시장 규모는 7.9조원으로 추정. 일반 소비자 시장은 7.18조원, Light Fan 시장은 6천억원, Core Fan 시장은 970억원으로 현재 구성된 것으로 보임
- WEVERSE의 성공 척도는 일반 소비자의 지갑을 열어, Light/Core Fan으로 전환이 중요
- 2019년 간접 참여형 매출이 2,680억원인 점을 감안하면, 큰 문제없이 향후 간접 참여형 매출은 약 2~3배 성장이 가능할 전망

빅히트엔터테인먼트, 팬덤 경제 규모 7.9조원



주: 일반소비자 규모(7.18조원), Light Fan(6천억원), Core Fan(970억원)  
 자료: 빅히트엔터테인먼트, IBK투자증권

일반소비자의 Light/Core Fan 전환을 통한 ARPU 상승 기대



주: 일반소비자(빅히트엔터테인먼트 눈 총계), Light Fan(WEVERSE UV), Core Fan(WEVERSE Membership)  
 자료: 빅히트엔터테인먼트, IBK투자증권

Fandom Economic

팬덤 경제학

# 팬덤, 단순 지지에서 소비자로 전환



# 팬덤 경제학이란

## 아이돌과 팬덤이 불러일으키는 경제적 효과

- 팬덤 경제는 하나의 무리를 이루어 집단 행동을 하는 팬덤(Fandom)과 경제적인 부가가치를 창출하는 경제(Economy)의 합성어
- 2000년대 이전은 스타를 응원하고 지지하는 팬덤 문화에서 현재는 다양한 경제 활동을 통해 조직적이고 체계적으로 지원하는 문화로 발전
- 현재 아이돌 팬덤은 기부, 지하철 전광판 홍보, 스트리밍, 앨범 및 굿즈 구매 등 다양한 방법을 동원해 주도적으로 아티스트를 지원

## 아이돌 팬덤 문화



자료: 언론기사, IBK투자증권

# 1세대 아이돌 팬덤 1990년 후반 ~ 2000년대 초반

## 조직적인 응원 문화와 팬덤의 개념 대중화

- HOT, 젝스키스, GOD, 신화, SES, 핑클, 보아 등의 1세대 아이돌들의 출현 이후 조직적인 응원 문화 형성 및 팬덤의 개념 대중화
- 밀레니얼 세대들이 10대로 접어든 1990년대 후반에 생겨난 팬 문화로 풍선 및 우비 응원, 책받침 굿즈, 지역 팬클럽, 오프라인 스케줄 참여 등이 대표적이며 당시 PC통신으로 정보를 교류함
- 음반이 주요 수익원이 되었던 당시, HOT는 단 3장의 정규 앨범으로 약 550만 장의 음반 판매를 이루어냄

## 1세대 아이돌과 팬덤의 모습



자료: 언론기사, 구글이미지, IBK투자증권

# 2세대 아이돌 팬덤 2000년대 중반 이후

## 본격적인 일본·중국 진출과 한류 열풍

- 2세대를 대표하는 아이돌은 동방신기, 빅뱅, 슈퍼주니어, 소녀시대, 원더걸스 등이며 본격적인 일본과 중국 시장 진출이 활발하게 이루어짐
- 2세대로 넘어오면서 온라인 중심의 팬덤이 형성되고 해외까지 영역이 확장되고 정보의 공유가 원활 해짐
- 음악 시장은 음원·디지털 음악 시장으로 재편이 되면서 앨범 판매량의 규모가 감소함

### 2011년 연간 가온차트 앨범 판매량

순위	타이틀 - 아티스트	판매량
1	The Boys - 소녀시대	385,348
2	Mr. Simple - 슈퍼주니어	343,348
3	왜(Keep Your Head Down) - 동방신기	263,412
4	In Heaven - JYJ	220,442
5	Fiction and Fact - 비스트	142,272
6	빅뱅 미니앨범 4집 - 빅뱅	136,594
7	The 5th Album Repackage A-CHA - 슈퍼주니어	129,894
8	1집 First Step - 씨엔블루	115,467
9	Break Down (EP) - 김현중	114,642
10	Lucky (2nd Mini Album) - 김현중	101,705

주: 순위집계는 앨범(Tape, LP, CD, USB, Kit등) 출하량 - 반품량으로 집계  
 자료: 가온차트, IBK투자증권

### 2세대 아이돌의 일본 진출



# 3세대 아이돌 팬덤 2014년 이후

## 3세대 아이돌의 팬덤 문화의 변화 그리고 커지는 경제효과의 규모

- 대표적인 3세대 아이돌은 방탄소년단, 엑소, 블랙핑크, 트와이스, 레드벨벳 등이 있음
- 조직적으로 스트리밍, 앨범 구매, 지하철 광고, 굿즈 제작 및 소비 등으로 아티스트 서포트하고 홍보하는 문화로 자리잡음
- 유튜브, 트위터 등 적극적인 SNS 활용을 통한 조직적인 팬덤의 지지 덕분에 방탄소년단은 빌보드 핫200위에서 1위를 기록함
- 방탄소년단의 <Map of the Soul: Persona>의 빌보드 핫200 1위였던 직접효과를 추정하여 <다이너마이트> 직접효과는 2,457억원으로 추정

### 대표적인 3세대 아이돌



자료: 언론자료, IBK투자증권

### 방탄소년단의 빌보드 핫100 1위 달성의 경제적 효과

구분	직접효과 및 수출 증가	유발효과		
		생산유발	부가가치유발	고용유발
〈다이너마이트〉 빌보드 1위		4,168억원	2,081억원	4,302명
소비재 수출	화장품	2,763억원	5,959억원	2,331명
	식료품	741억원	1,787억원	1,102명
	의류	213억원	409억원	192명
합계		6,174억원	4,801억원	7,928명

자료: 문화체육관광부 보도자료, IBK투자증권

# 3세대 아이돌 팬덤과 경제적 영향

## 아이돌 팬덤의 구매력과 다시 증가한 앨범 판매량

- 2020년 상반기 가온차트 앨범 판매량을 보면 방탄소년단의 Map of the Soul은 약 426만장의 높은 판매량을 기록
- 한국콘텐츠진흥원에 따르면 2019년 실물 음반 구매 이유를 조사하면 음반 소장 욕구와 아티스트에 대한 애정도가 가장 높은 비율을 차지함
- 음원 · 스트리밍 위주의 시장이 아이돌 팬덤으로 인해 앨범 판매량이 다시 증가하는 현상을 보임

2020년 상반기 가온차트 앨범 판매량

순위	타이틀 - 아티스트	판매량
1	MAP OF THE SOUL_7 - BTS	4,265,617
2	헝가래 - 세븐틴	1,207,513
3	Delight - 백현(BAEKHYUN)	971,876
4	NCT #127 Neo Zone - NCT 127	784,260
5	Reload - NCT DREAM	604,480
6	More & More - TWICE	563,580
7	Oneiric Diary (幻想日記) - IZ*ONE	511,427
8	NCT #127 Neo Zone The Final Round - NCT 127	469,074
9	BLOOM*IZ - IZ*ONE	459,125
10	DYE - GOT7	444,563

주: 순위집계는 앨범(Tape, LP, CD, USB, Kit등) 출하량 - 반품량으로 집계  
 자료: 가온차트, IBK투자증권

2019년 실물 음반 구매 이유 조사

구분	1순위 선택 비율
음반으로 소장하고 싶어서	49.1%
아티스트 자체를 좋아해서	29.9%
한정판	8.9%
선물 목적	2.4%
음반 구매를 통한 이벤트 참가 기회 획득	1.5%
엽서 및 화보 등의 부록	0.3%
기타	7.9%

자료: 한국콘텐츠진흥원, IBK투자증권

# 3세대 아이돌 팬덤과 경제적 영향

## 프로슈머로 발전하는 팬덤 문화

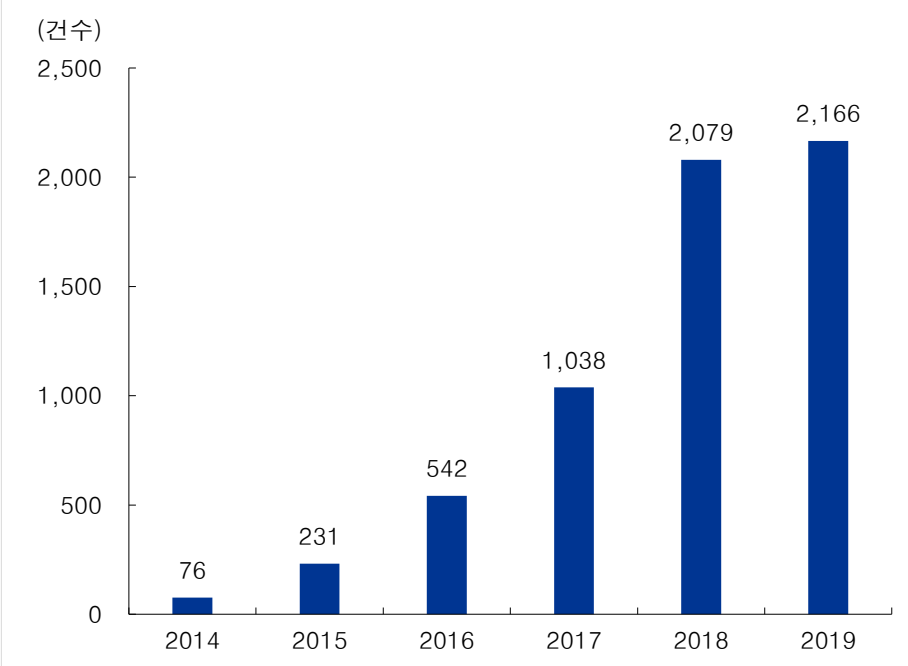
- 트위터와 같은 온라인 플랫폼의 발달로 인해 자신들이 원하는 굿즈 및 상품을 직접 생산해 소비하는 프로슈머의 형태로 발전함
- 트위터와 같은 SNS를 통해 비공식 굿즈를 팬이 직접 생산하고 판매하는 문화가 생겨났으며 모바일 중고거래도 활발해짐
- 수 만명의 팔로워를 가진 홈마스터들은 아이돌의 국내외 스케줄 사진 및 영상을 촬영하고 이를 기반으로 비공식 굿즈를 제작 및 판매하여 벌어들인 수익으로 지하철 전광판 광고와 같은 자발적인 홍보를 함

전광판 광고를 통한 프로듀스 101 시즌 2 연습생 응원



자료: 서울시, IBK투자증권

서울 지하철 1~8호선 아이돌&유명인 광고 건수

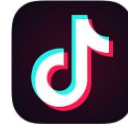


자료: 서울시, IBK투자증권

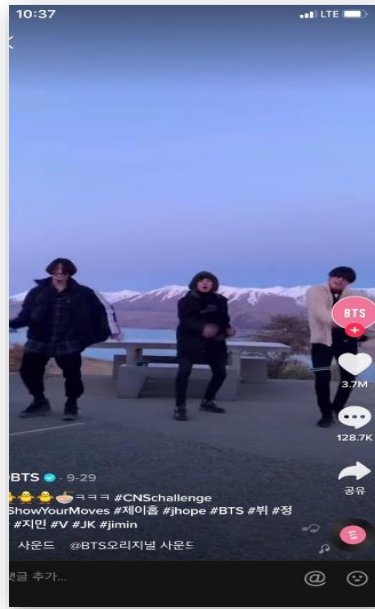
# 팬덤은 플랫폼을 통해 UGC로 소통하고



- 누구나 쉽게 동영상 시청이 가능한 플랫폼
- 다양한 콘텐츠 업로드하는 크리에이터 등장
- 온라인 동영상 = 유튜브
- 유료 서비스 등장 및 광고의 수가 너무 많은 것은 단점



- 짧고 강력한 '숏폼 비디오'로 스낵 컬처 시장 저격
- 촬영/편집부터 업로드/소통까지 한큐에 OK
- 편리한 촬영법과 손쉬운 소통법으로 2세대 동영상 플랫폼으로 자리 잡아가는 모양새



- 텍스트 없이도 포스팅이 가능
- 쿨한 소셜 기능. 시시콜콜한 일상까지 실시간으로 기록/소통이 가능
- 늘어난 광고와 상업 계정으로 인한 불만이 커짐



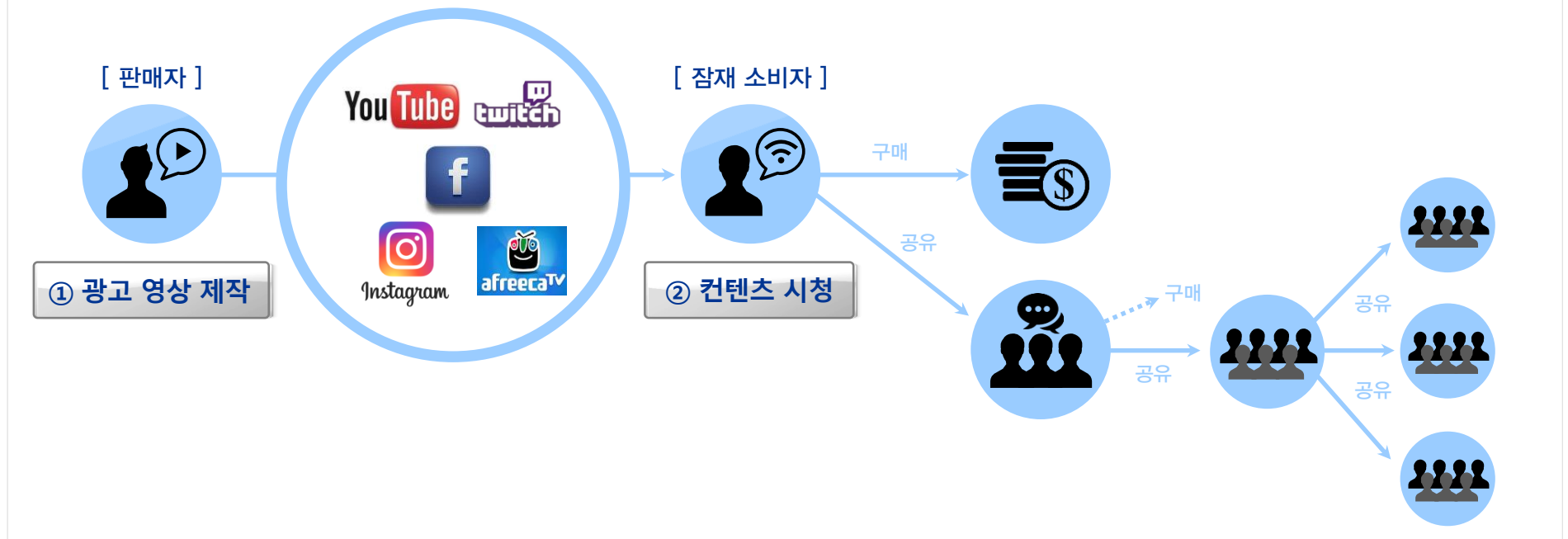
자료: 언론기사, IBK투자증권

# 팬덤은 플랫폼을 직접 구매를 독려하고 있다

## V commerce = 영상(Video)+ 상업(Commerce)

- 비디오와 커머스의 합성어로, 판매 촉진을 위해 비디오(동영상) 콘텐츠를 마케팅에 활용하는 전자 상거래 방식
  - 1) 스마트폰 대중화와 맞물려 2) 소셜 미디어를 통한 인터넷 상거래 비중이 늘고, 3) 유튜브 등 온라인 동영상 플랫폼 시장이 성장함에 따라 비디오(동영상)의 역할이 단순한 볼 거리를 넘어 효과적인 마케팅 수단으로 확대됨
  - 판매자가 제품 홍보 영상 콘텐츠 제작 > 유튜브와 페이스북, 인스타그램 등 다양한 채널에 노출 > 잠재 소비자가 비디오 콘텐츠(제품 홍보 영상)를 시청 > 포스팅의 링크 주소(URL) 클릭, 제품 판매 사이트로 이동 > 구매

### 비디오 커머스 로직



자료: IBK투자증권

# 트로트 팬덤 오파세대의 등장

## 트로트의 대중화로 인한 중장년층 팬덤 출현

- 미스터 트롯 이후, 송가인, 임영웅, 김호중, 영탁 등의 대세 트로트 가수들을 중심으로 중장년층의 팬덤이 생겨나기 시작
- 음원 스트리밍, 지하철 전광판, 순회공연 등 적극적인 아티스트 지원에 참여
- 지니뮤직 1월말 트롯차트 오픈 후 트롯 음원 스트리밍수가 전년대비 4개월간 (2~5월) 185% 증가함

### 트로트 곡, 지니 월간차트 TOP 100위 진입

59		이제 나만 믿어요 임영웅 ▾   내일은 미스터트롯 우승...
60		찐이야 영탁 ▾   내일은 미스터트롯 결승...
85		니가 왜 거기서 나와 (Narr. 고은아) 영탁 ▾   니가 왜 거기서 나와
89		막걸리 한잔 영탁 ▾   내일은 미스터트롯 데스...

자료: 지니차트, IBK투자증권

### 트로트 곡, 지니 월간차트 TOP 100위 진입



#### ‘미스터트롯’ 편집 동영상 온라인 조회수

8614만회 유튜브	2158만 네이버
※2월 28일~5월 17일 총 525개 동영상 대상	카카오 989만 금TV 150만

자료=TV조선

#### 트로트 공연 관객 수 추이



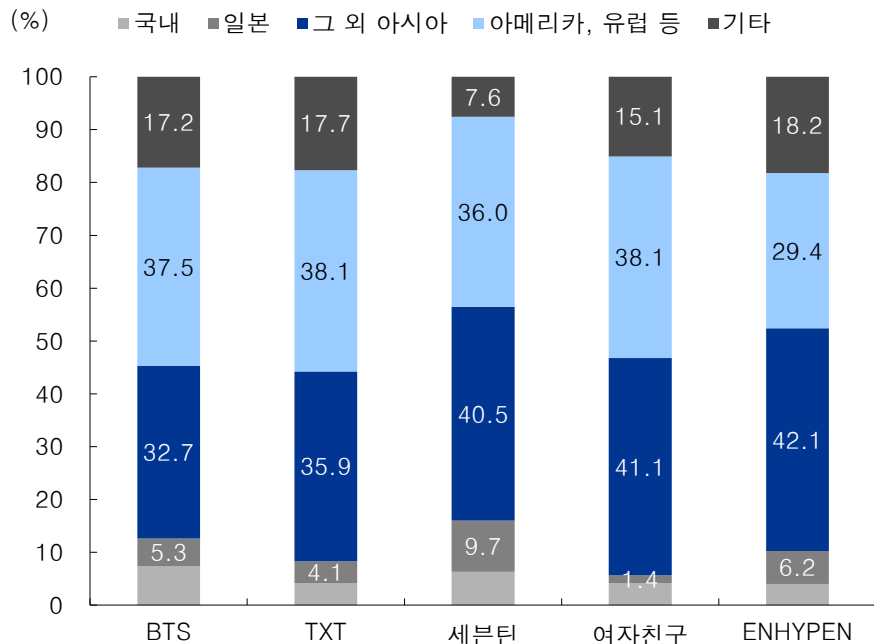
자료: 언론보도, IBK투자증권

# 팬카페를 대체하는 플랫폼 등장

## 팬과 아이돌의 소통 플랫폼의 변화

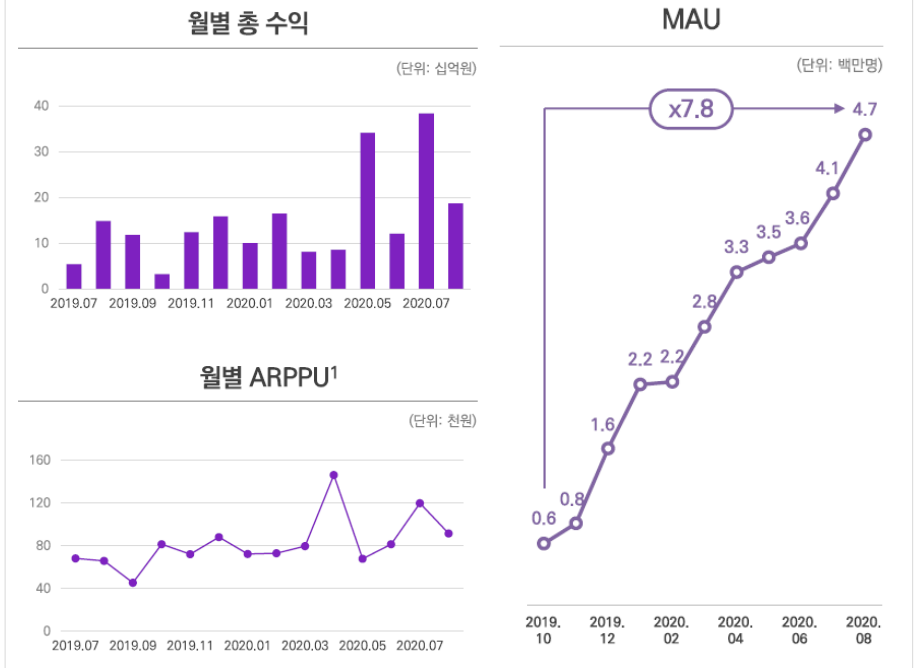
- 빅히트엔터테인먼트의 자회사 비엔엑스(beNX)가 지난해 6월 출시한 자체 플랫폼
- 현재 BTS, TXT, 여자친구, 세븐틴, 뉴이스트, ENHYPEN(I-LAND)이 플랫폼에 입점
- V앱, 팬카페, 유튜브 등 흩어진 콘텐츠를 앱 한 곳에 모음
- Weverse는 아메리카, 유럽 및 그 외 아시아 지역인 해외 가입 비중이 높음

### 아티스트별/국적별 Weverse 가입자 비중 현황



주: 2020년 8월 말 기준, 기타는 VPN 사용으로 인한 지역 확인 불가 가입자.  
 자료: 빅히트엔터테인먼트, IBK투자증권

### Weverse 월별 총 수익, 월별 ARPPU 및 MAU

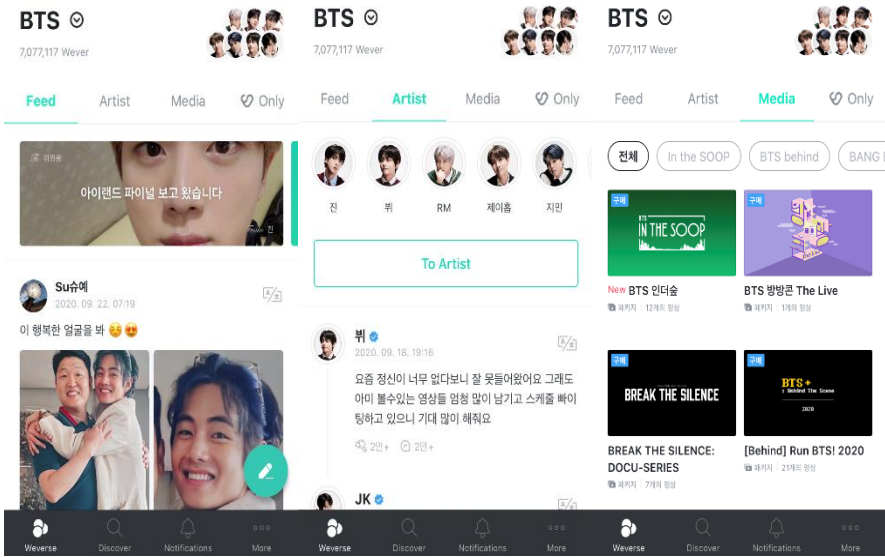


주: ARPPU: Average Revenue Per Paying User.  
 자료: 빅히트엔터테인먼트, IBK투자증권

# WEVERSE VS LYSN

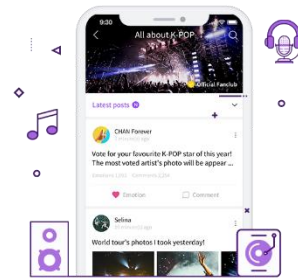
## WEVERSE

- 운영 플랫폼: BeNX(박히트엔터 자회사)
- 서비스 개시일: 2019.06
- MAU: 470만명 (2020.07 기준)
- 아티스트: BTS, TXT, ENHYPEN, 세븐틴, 뉴이스트, 여자친구
- Weverse Shop: MD, 앨범, VOD 및 스트리밍을 포함한 영상콘텐츠 등을 판매
- 10개의 언어 자동 번역 지원하여 글로벌 팬들의 진입 장벽을 낮춤



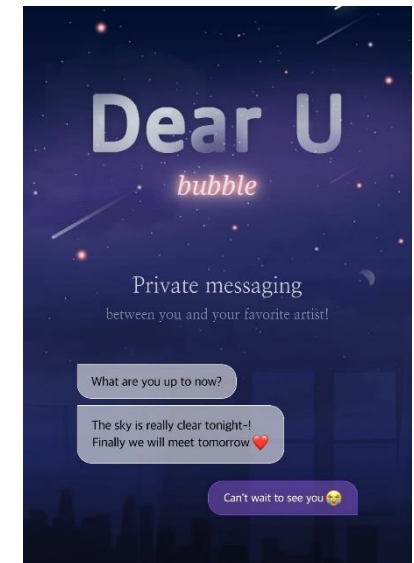
## LYSN

- 운영 플랫폼: 디어유(에스엠)
- 아티스트: 동방신기, 소녀시대, 슈퍼주니어, 샤이니, EXO, 레드벨벳, NCT 등
- LYSN BUBBLE: 팬이 구독한 가수에게 메시지를 받고 답장을 보내는 유료 서비스
- 메신저, 오픈 채팅, 캘린더 등 팬들 사이에서 소통 기능을 특화



### Personalized community

A place where you can talk freely about your interests, more so than any other communities in the world. Time will fly when you talk about common interests and share content with people just like you. Learn more about the topics that you usually wondered about through our recommended communities. What would you like to tune into?

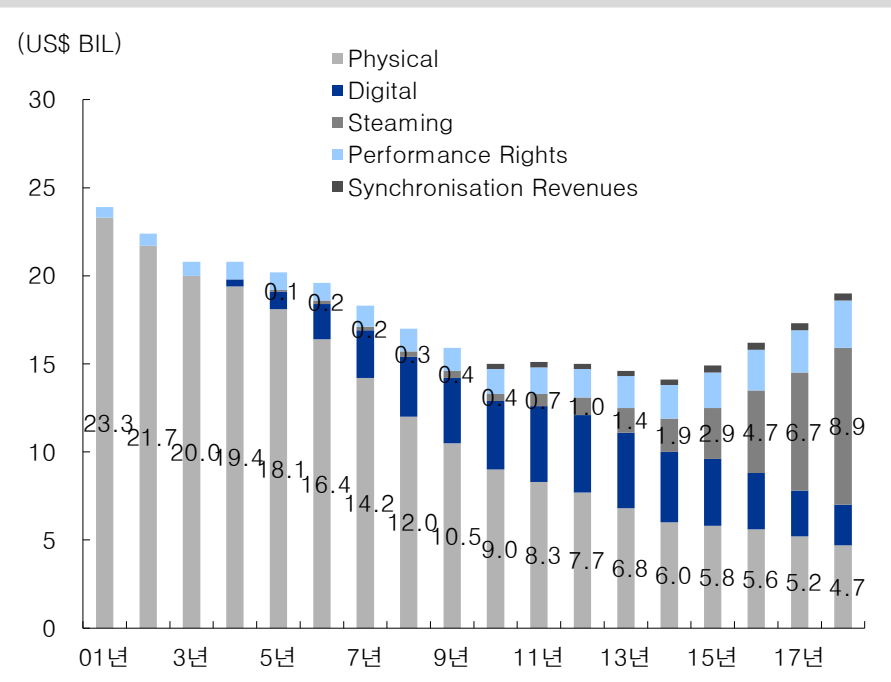


# 글로벌 음악 시장은 1) 디지털 플랫폼으로 전환이 대세

## 음악 시장, 디지털 플랫폼으로 진화 마무리 국면

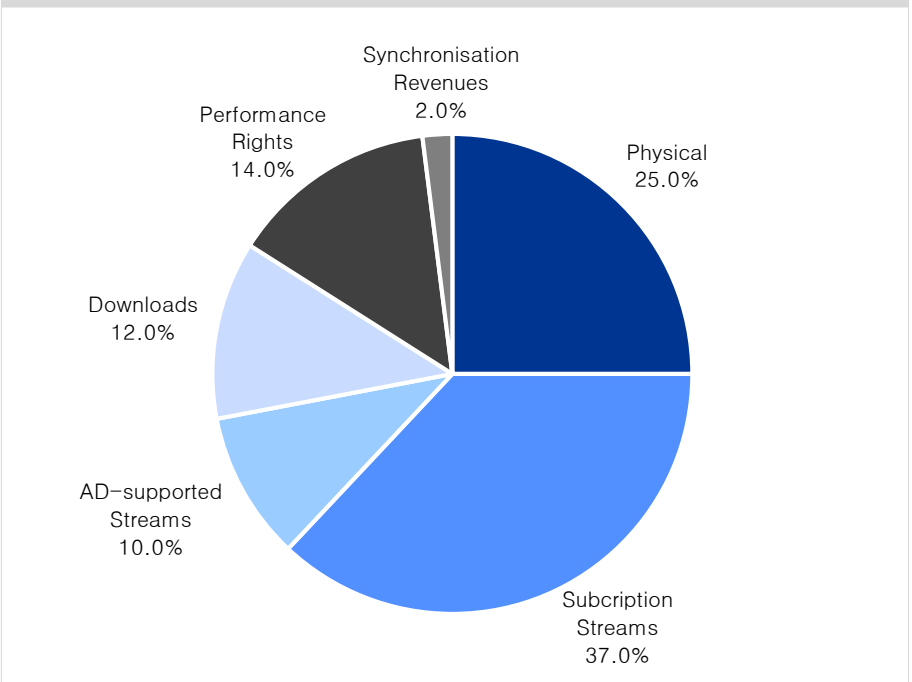
- 2000년 이후 하락세를 보이던 세계 레코드 음악 시장은 2014년 최저점 이후 회복세를 보임
- 음반/CD등 Physical 시장은 2001년 230억달러에서 2018년 47억달러로 축소
- 스트리밍, 디지털 시장은 2004년 서비스 개시 이후 2018년 89억달러로 확대

### 세계 레코드 음악시장 규모 현황



자료: IFPI, IBK투자증권

### 글로벌 음악 시장은 스트리밍 중심으로 전환



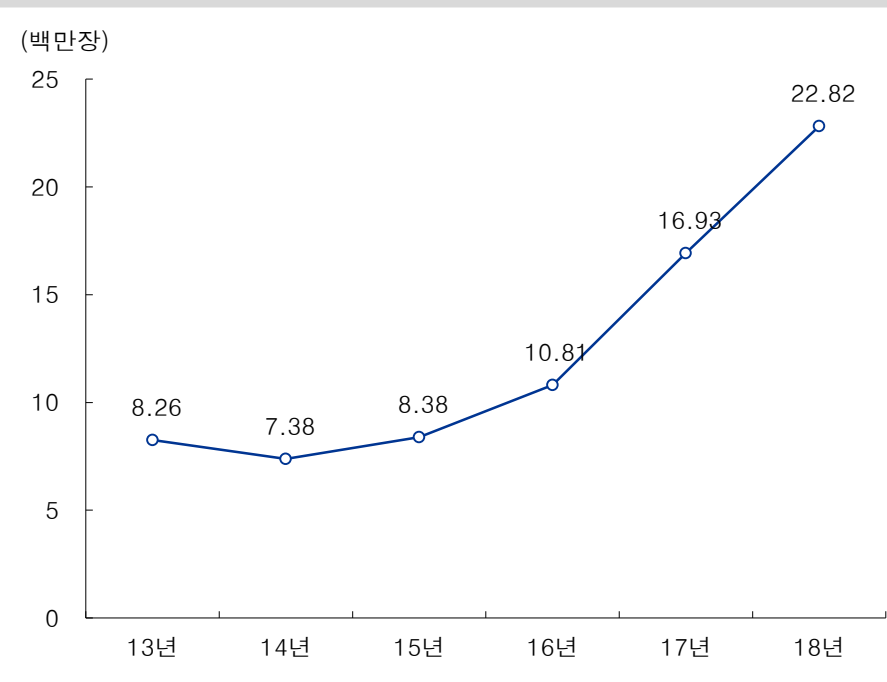
자료: IFPI, IBK투자증권

# 글로벌 음악 시장은 2) 한국에서 시작된 팬덤 경제학이 화두

## 한국의 팬덤 경제학은 현재 진행형

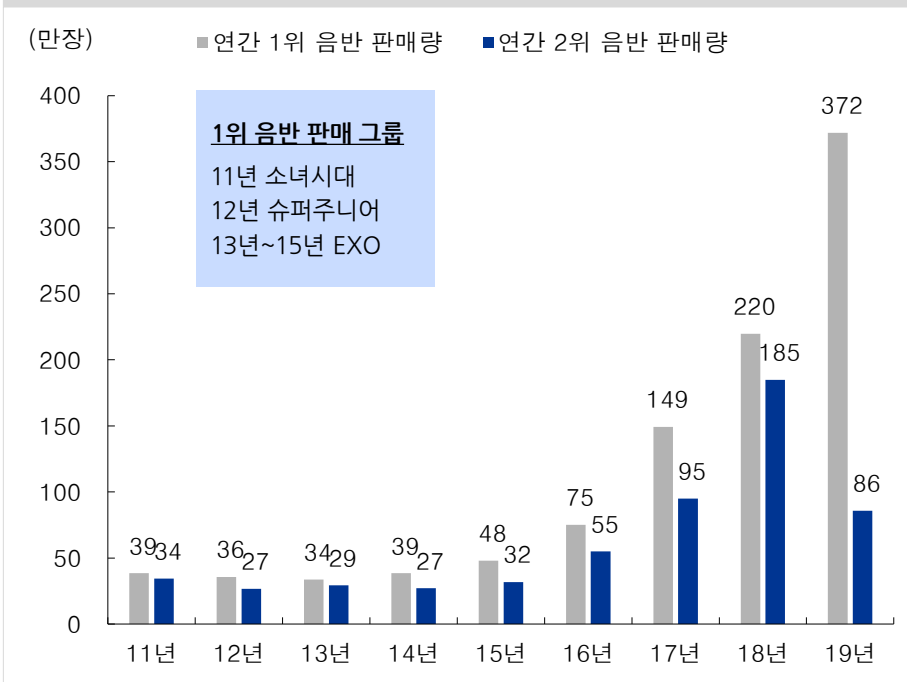
- 2010년 이후 처음으로, 2016년 1천만장의 음반 판매량을 넘긴 이후 2018년에는 2천만장이 넘는 음반 판매량을 보임. 또한, 음원차트 순위 집계 방식(다운로드 60%, 스트리밍 40%)에 따른 다운로드 성장도 이례적으로 큰 성장을 보이고 있는 상황
- 이유는 '세계에서 가장 인기 있는 보이밴드'라는 방탄소년단을 포함한 아이돌 팬덤 문화가 한국의 특수성 때문
- 하지만, 팬덤 경제의 효과는 확산이 아닌 집중되는 모습을 보임

### 한국 음반 판매량은 팬덤 집중 영향으로 큰 폭으로 증가



자료: 가온차트, IBK투자증권

### BTS라는 슈퍼스타의 등장으로 인한 팬덤 경제는 확산보다는 집중



자료: 가온차트, IBK투자증권

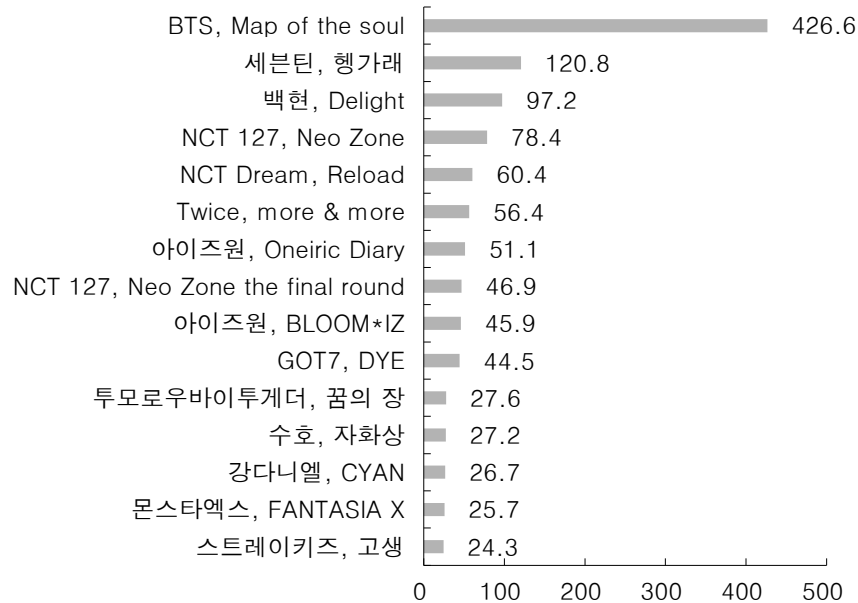
# 한국 시장 사례를 보면 1) 확산보다는 집중되는 모습을 보임

## 한국의 팬덤 경제학은 확산보다는 집중되는 모습을 보임

- 음반 판매량 기준, BTS, 세븐틴, 백현, NCT, Twice등 일부 아티스트에 편중된 팬덤이 형성
- 팬덤의 형태는 지속성을 보이기보다는 4~5년 집중되는 모습
- 팬덤의 경제는 음반/음원 구매에서 굿즈/MD 형태로 확대

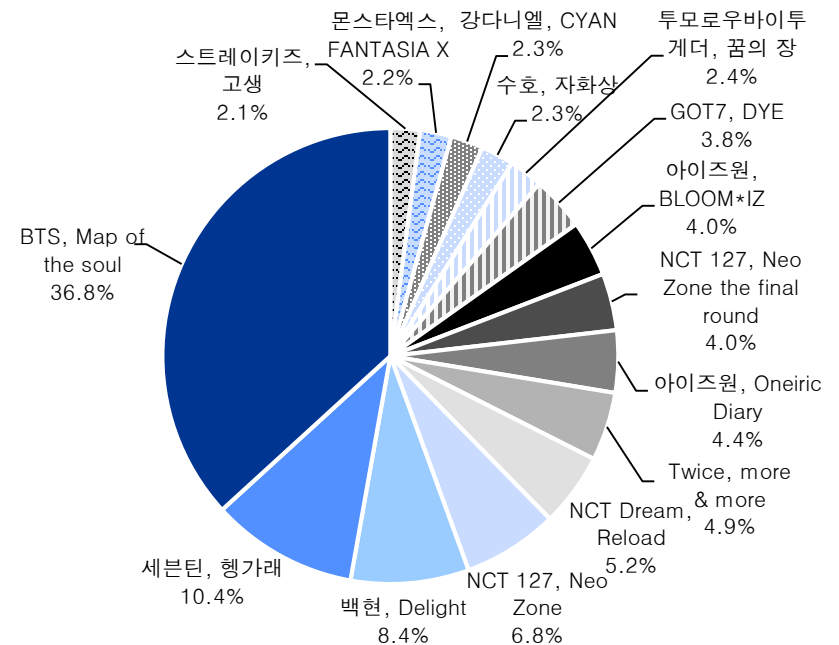
### 2020년, 상반기 음반 판매량 현황

(만장)



자료: 가온차트, IBK투자증권

### 상위 15개 아티스트의 음반판매 점유율



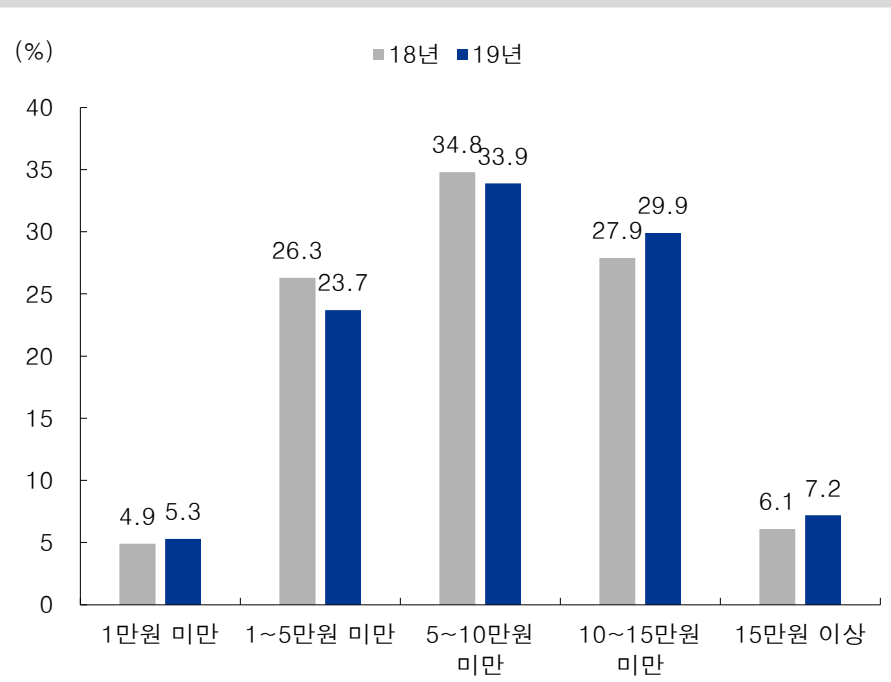
자료: 음악백서, IBK투자증권

# 한국 시장 사례를 보면 2) 음반/음원 구매에서 굿즈/MD로 확대

## 한국의 팬덤 경제학을 보면, 음반/음원 구매에서 굿즈/MD로 확대되는 모습을 보임

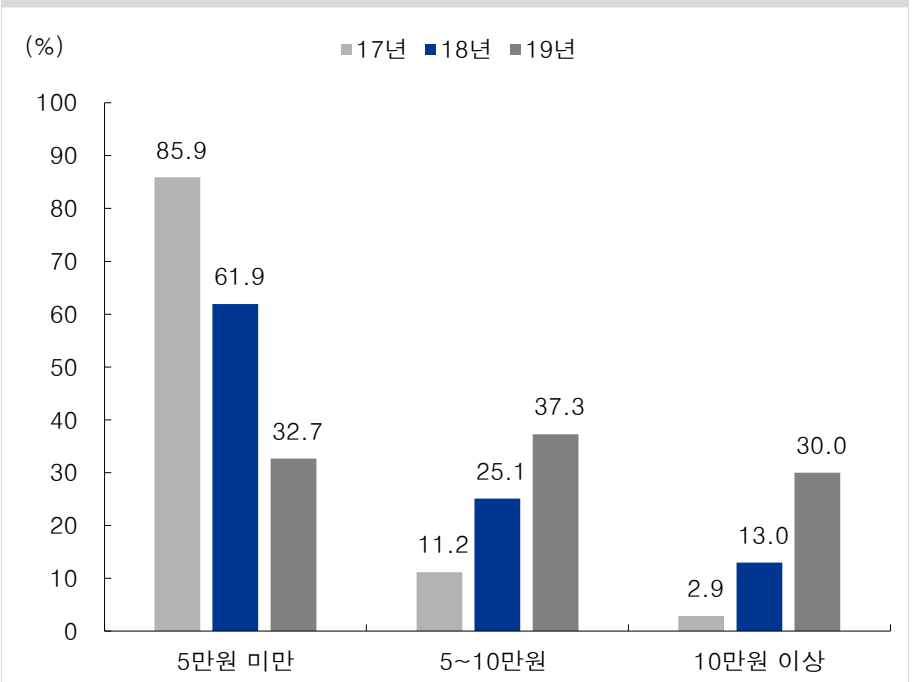
- 음악 공연, 유료 1회당 소비 가능 금액을 보면 연간 금액이 커지는 모습을 보임
- 연간 굿즈/MD 구매 금액도 커지는 모습을 보임

음악 공연, 유료 1회당 소비 가능 금액



자료: 음악백서, IBK투자증권

연간 굿즈/MD 구매 금액



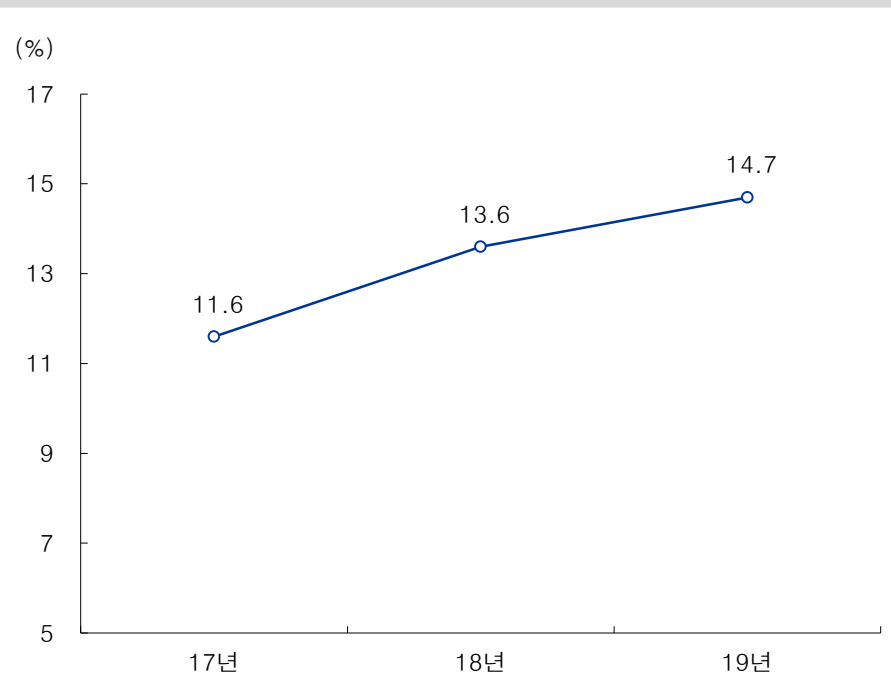
자료: 음악백서, IBK투자증권

# 한국 시장 사례를 보면 3) 굿즈/MD 구매 경험 상승 및 품목이 확대

## 한국의 팬덤 경제학은 현재 진행형

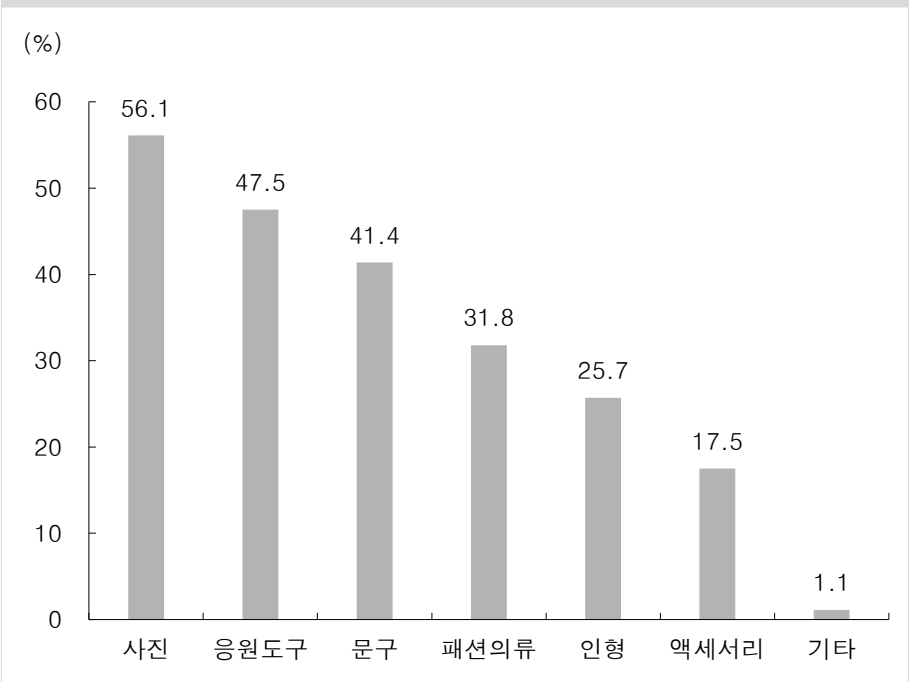
- 2010년 이후 처음으로, 2016년 1천만장의 음반 판매량을 넘긴 이후 2018년에는 2천만장이 넘는 음반 판매량을 보임. 또한, 음원차트 순위 집계 방식(다운로드 60%, 스트리밍 40%)에 따른 다운로드 성장도 이례적으로 큰 성장을 보이고 있는 상황
- 이유는 '세계에서 가장 인기 있는 보이밴드'라는 방탄소년단을 포함한 아이돌 팬덤 문화가 한국의 특수성 때문
- 결론적으로, 음악 시장은 디지털 음원 플랫폼과 디지털 팬덤 경제 형태로 진화 중에 있는 것으로 보임

굿즈/MD 구매 경험 비율



자료: 가온차트, IBK투자증권

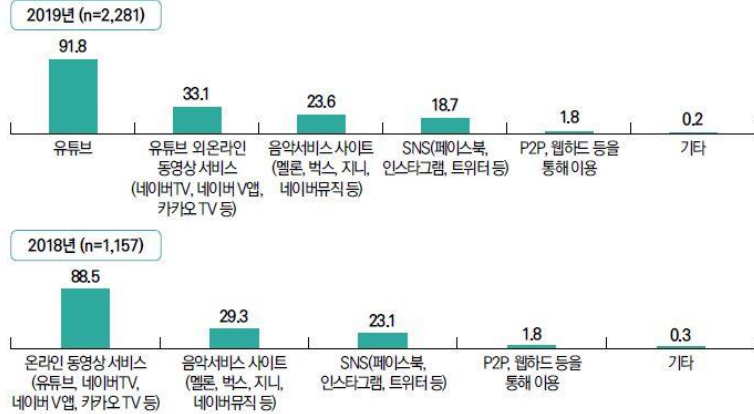
굿즈/MD 품목별 구매 경험



자료: 음악백서, IBK투자증권

## 음악관련, 온라인 동영상 감상 이용 방법

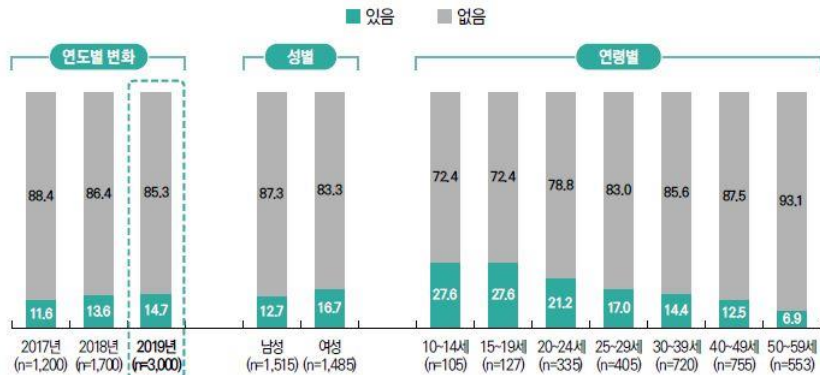
(Base: 최근 1년 음악 관련 온라인 동영상 감상 경험자, 중복 응답, 단위: %)



자료: 음악백서, IBK투자증권

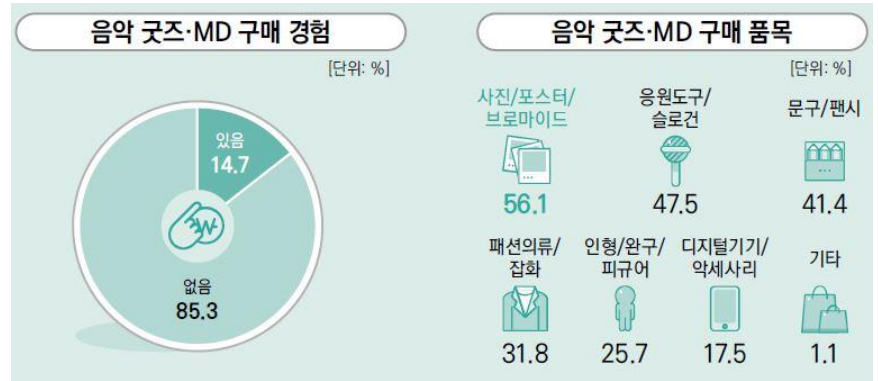
## 음악 굿즈/MD 구매 경험 연령별 현황

(Base: 전체, 단위: %)



자료: 음악백서, IBK투자증권

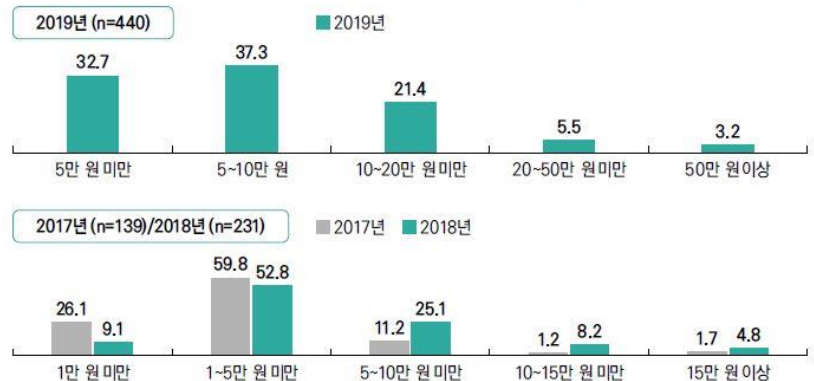
## 음악 굿즈/MD 구매 경험 및 구매 품목



자료: 음악백서, IBK투자증권

## 음악 굿즈/MD, 연 평균 결제 금액

(Base: 최근 1년간 음악 굿즈/MD 구매 경험자, 단위: %)



자료: 음악백서, IBK투자증권

Fandom Economic

팬덤 경제학

# 빅히트 상장 이후, 단기 투자 전략은

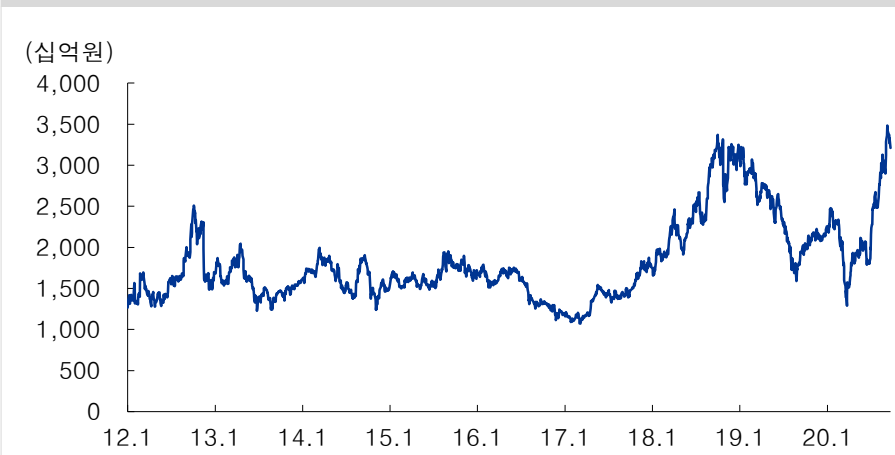


# 미디어/엔터테인먼트\_ 단기 투자 전략

## 빅히트엔터테인먼트 상장 이후 단기 변동성 확대 전망

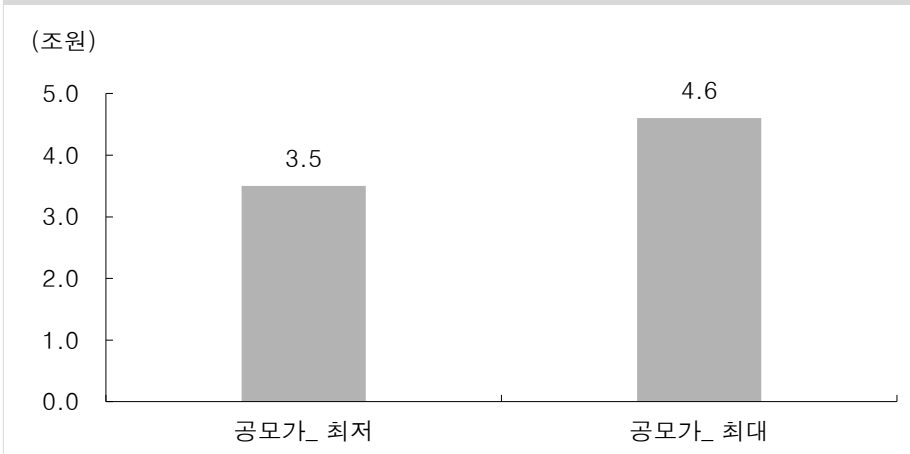
- 상반기는 온라인 마케팅(디지털 및 언택트), 웹툰/웹소설(네이버/카카오 영향) 중심의 상승세를 보임
- 빅히트엔터테인먼트 상장을 앞두고, 엔터테인먼트 3사는 대체제로 부각 및 관심증대로 합산 시총은 연초대비 44.9% 상승
- 빅히트엔터테인먼트 상장으로 미디어/엔터테인먼트 업종의 주가 변동성은 확대될 전망
- 일단, 1) 엔터테인먼트 3사에 대한 단기 조정이 예상되고, 2) 빅히트엔터테인먼트의 펀드 편입 수요로 인해 올해 상승률이 높았던 온라인 마케팅 및 웹툰/웹소설에서 단기 매도세 나올 것으로 분석

## 엔터3사 합산 시총은 빅히트엔터테인먼트 상장을 앞두고 최고치



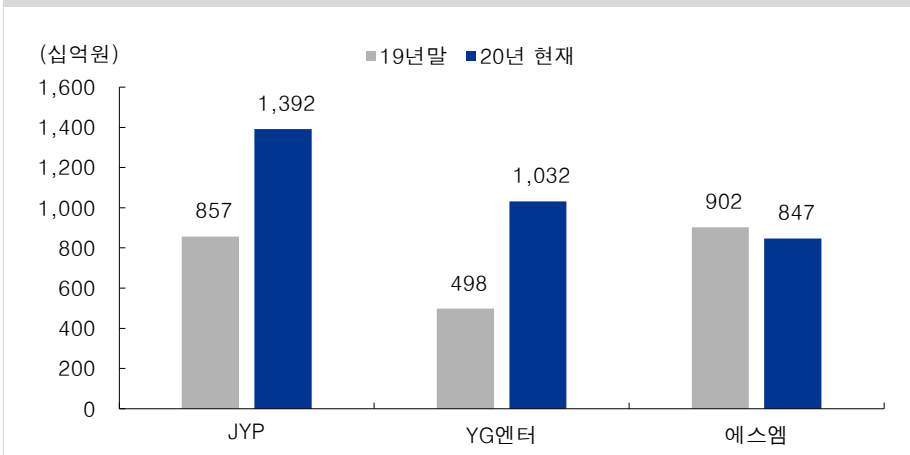
주: 엔터테인먼트 3사(에스엠, YG, JYP)  
 자료: Fnguide, IBK투자증권

## 빅히트엔터테인먼트 상장 공모가 시총 전망



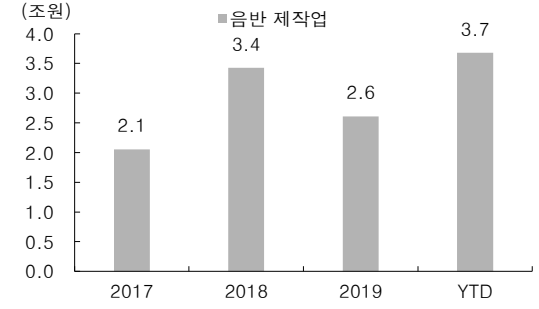
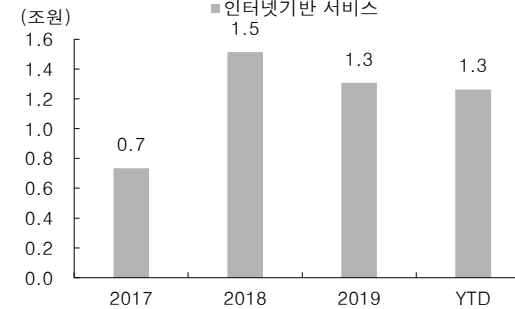
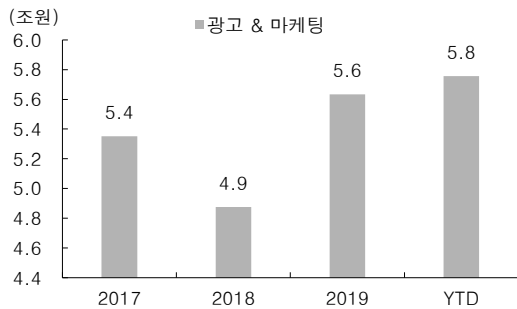
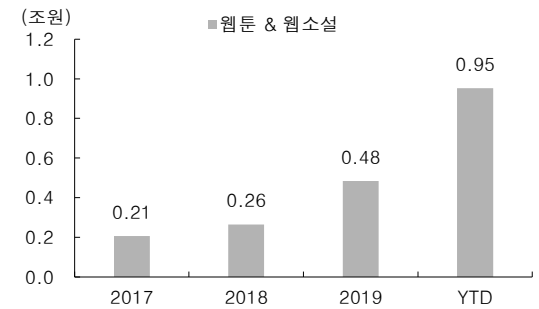
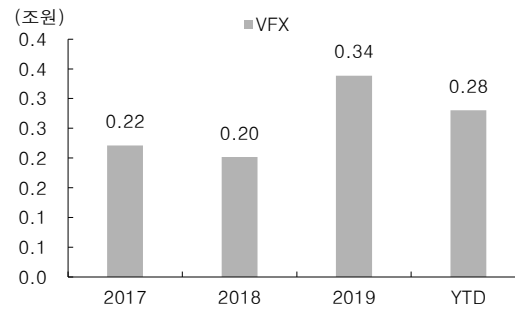
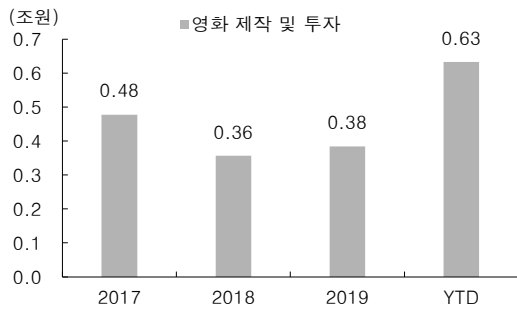
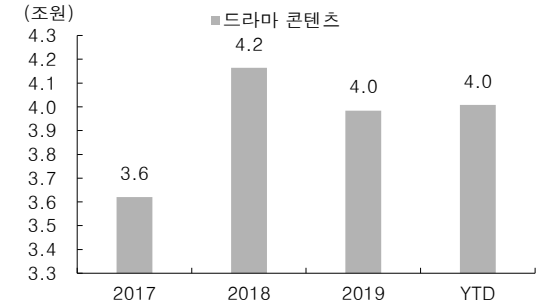
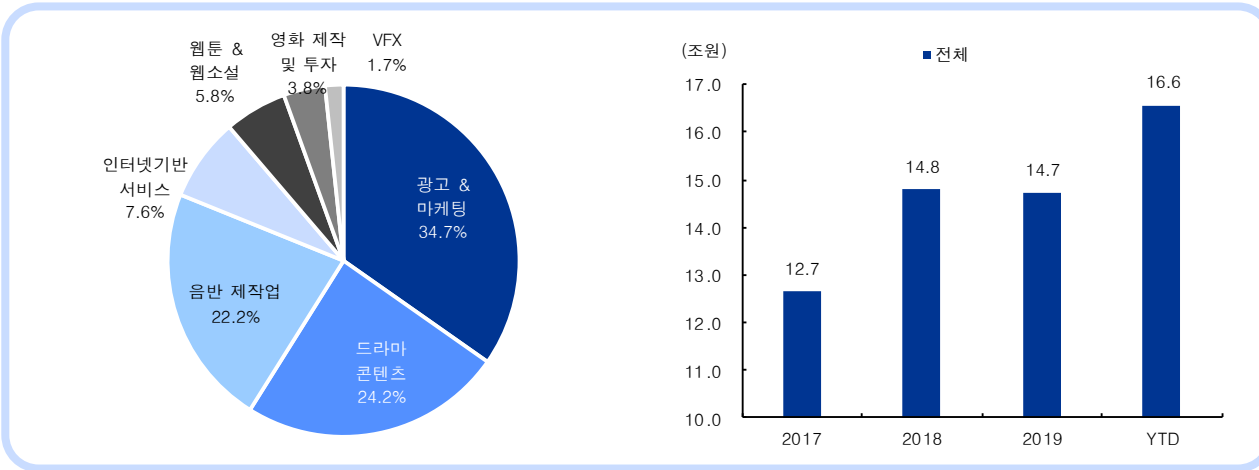
자료: Fnguide, IBK투자증권

## 엔터테인먼트주는 실적과 팬덤의 강도에 따라 주가의 변동성이 큼



자료: Fnguide, IBK투자증권

# 투자 카테고리는 1) 음반제작업, 2) 온라인 광고, 3) 웹툰/웹소설



# 투자 카테고리 별 시가총액 변화

카테고리	회사명	2017	2018	2019	YTD
드라마 콘텐츠	스튜디오드래곤	1,822	2,592	2,273	2,453
	SBS	472	365	380	276
	제이콘텐츠리	623	643	555	445
	에이스토리			83	90
	IHQ	369	272	255	225
	화이브라더스코리아	106	80	73	73
	TBC	65	58	121	109
	래몽래인	11	2	16	66
	팬엔터테인먼트	42	51	72	118
	에스엠라이프디자인그룹	46	66	91	95
큐로홀딩스	64	36	65	59	
영화 제작 및 투자	쇼박스	338	188	243	175
	초록뱀미디어	91	135	107	377
	바른손	49	33	34	81
VFX	위지웍스튜디오		85	149	140
	덱스터	221	117	190	141
광고 & 마케팅	제일기획	2,439	2,588	2,767	2,324
	이노션	1,464	1,266	1,418	1,070
	지투알	171	125	109	85
	오리콤	58	59	58	51
	나스미디어	652	249	292	311
	YG Plus	116	117	80	396
	퓨처스트림네트웍스	81	113	107	106
	인크로스	181	127	203	411
	이엠넷	46	48	79	96
	에코마케팅	143	185	522	906
음반 제작업	JYP	476	1,070	857	1,392
	YG Entertainment	525	864	498	1,032
	큐브엔터테인먼트	52	88	109	141
	에프엔씨엔터테인먼트	106	113	121	85
	에스엠엔터테인먼트	755	1,204	902	847
	판타지오	95	37	48	63
인터넷기반 서비스	팬엔터테인먼트	42	51	72	118
	아프리카TV	217	453	792	660
	카페24	465	1,035	483	593
웹툰 & 소셜	아이엠텍	53	26	34	9
	디엔씨미디어	85	170	236	495
	미스터블루	79	58	179	281
	키다리스튜디오	42	36	68	178

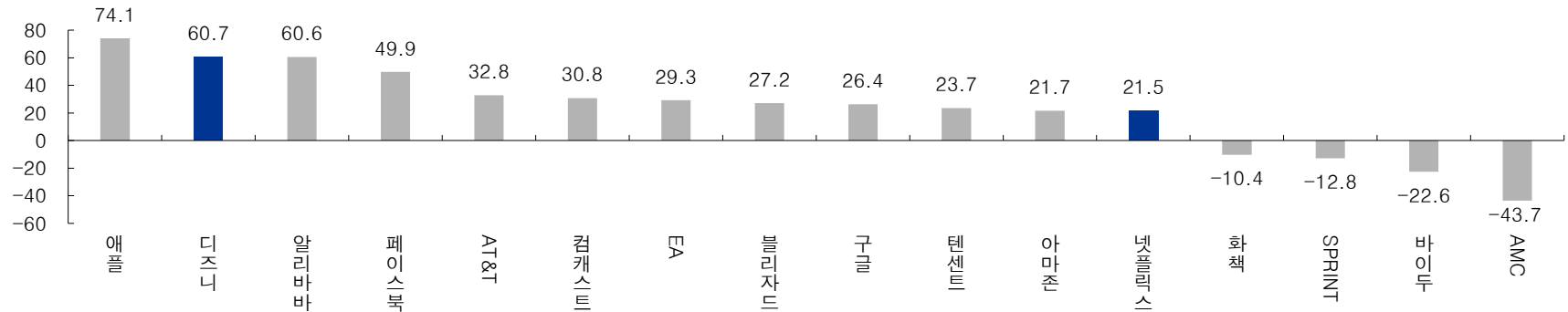
주: 2017, 2018, 2019년도는 연말 기준 시가총액이며, YTD는 2020년 9월 17일 기준. 단위: 십억원. 자료: Quantwise, IBK투자증권

# 코로나가 지배한 글로벌 인터넷/미디어 업종

- 코로나 19로 인해 넷플릭스는 각광을 받은 반면, 디즈니는 시장 수익률 하회

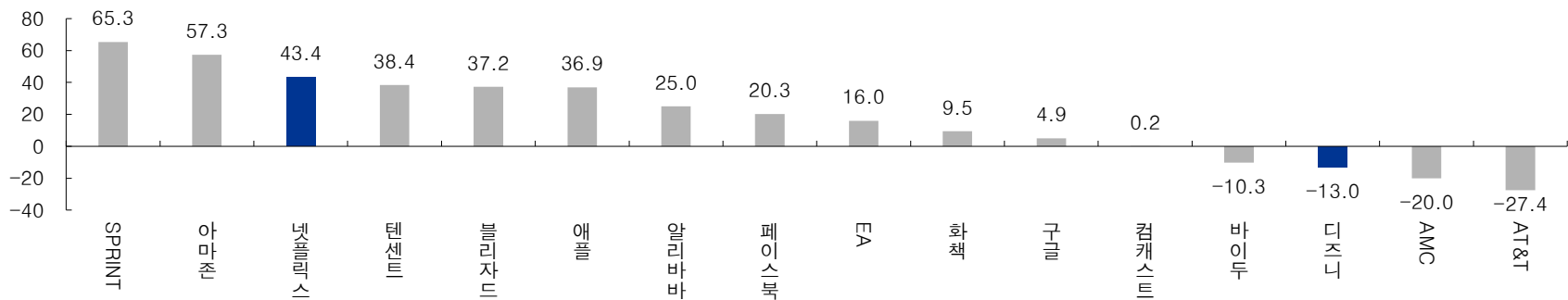
2019년말 기준 글로벌 통신/인터넷/미디어/게임 기업 연간 수익률

(%, 19년 연간수익률)



2020년 9월 기준 글로벌 통신/인터넷/미디어/게임 기업 연간 수익률

(%, 20년 YTD 수익률)



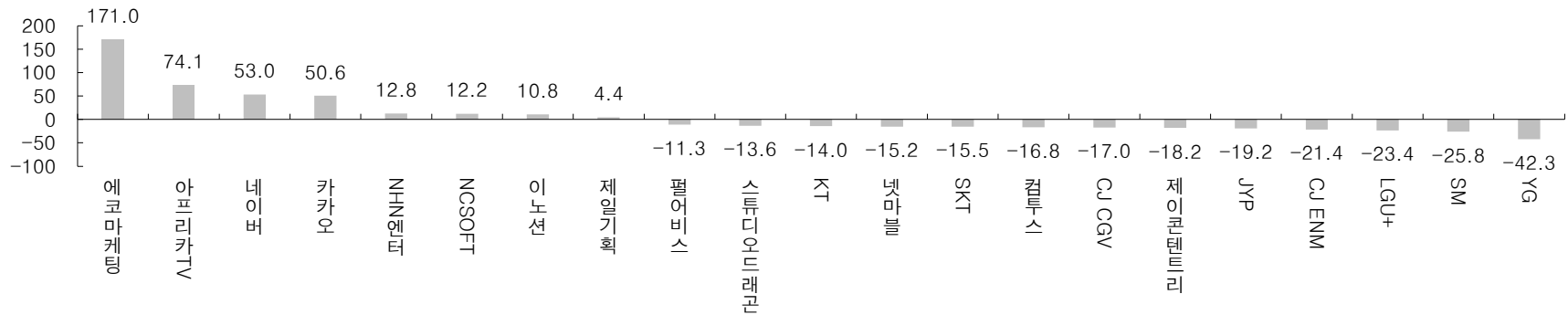
자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 아티스트 라인업이 가른 엔터테인먼트 3사의 주가

- 빅히트엔터테인먼트외 압도적 성과를 보인 블랙핑크가 소속된 YG엔터의 주가가 좋았고, 트와이스/니쥬의 성과가 좋은 JYP도 선방함

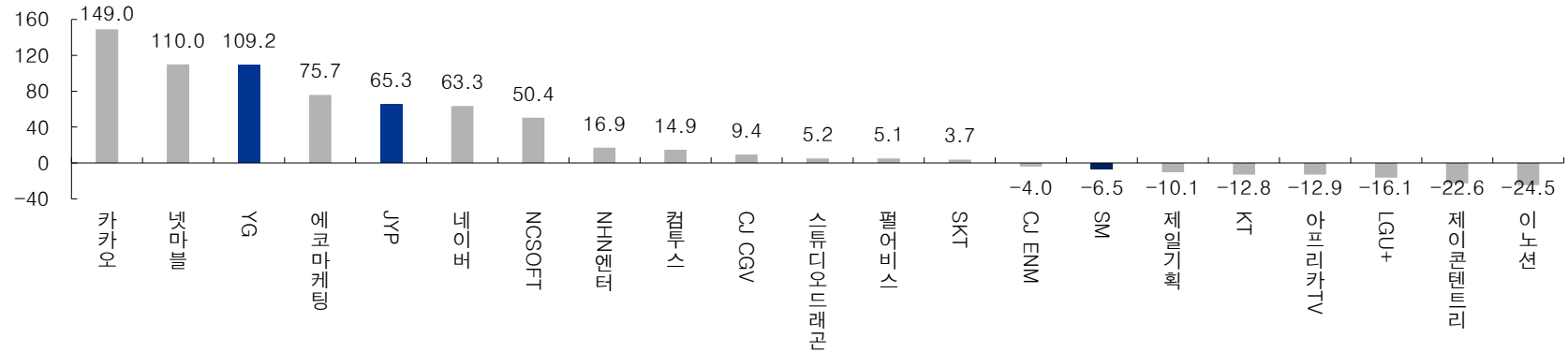
2019년말 기준 국내 통신/인터넷/미디어/게임 기업 연간 수익률

(%, 19년 연간수익률)



2020년 9월 기준 국내 통신/인터넷/미디어/게임 기업 연간 수익률

(%, 20년 YTD 수익률)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 글로벌 미디어/엔터테인먼트 Peer Valuation

		에스엠	JYP	YG	Tencent Music	Spotify	Live Nation
현재가(현지통화)		35,950	40,000	58,000	16	234	57
시가총액(백만USD)		724	1,219	915	26,203	43,451	12,381
매출액 (백만USD)	2017	323	90	310	1,627	4,621	9,687
	2018	557	113	245	2,872	6,212	10,788
	2019	565	133	227	3,683	7,572	11,548
	2020F	468	119	199	4,326	9,398	2,330
	2021F	577	157	294	5,360	11,520	7,926
영업이익 (백만USD)	2017	10	17	21	236	-427	91
	2018	44	27	18	308	-51	273
	2019	35	37	1	669	-82	325
	2020F	27	35	7	640	-410	-1,523
	2021F	49	48	33	917	-151	-241
OP Margin (%)	2017	3.0	19.0	6.9	14.5	-9.2	0.9
	2018	7.9	23.4	7.4	10.7	-0.8	2.5
	2019	6.1	28.0	0.3	18.2	-1.1	2.8
	2020F	5.8	29.3	3.6	14.8	-4.4	-65.4
	2021F	8.5	30.4	11.4	17.1	-1.3	-3.0
순이익 (백만USD)	2017	4	14	16	196	-1,395	-6
	2018	28	22	16	277	-92	60
	2019	-8	27	-18	577	-208	70
	2020F	9	27	9	700	-604	-1,469
	2021F	27	38	25	955	-150	-252
PER (배)	2017	173.5	26.9	29.0	-	-	-
	2018	38.4	40.8	33.7	156.8	-	328.9
	2019	-	25.5	-	67.5	-	494.8
	2020F	81.9	43.1	97.0	39.1	-	-
	2021F	22.3	31.1	35.6	28.7	-	-
ROE (%)	2017	1.3	21.4	5.6	5.7	-	-8.5
	2018	8.0	22.5	5.0	5.7	-6.7	-1.5
	2019	-2.1	21.9	-6.2	9.8	-9.0	-0.4
	2020F	2.8	18.8	2.5	9.2	-32.6	-81.9
	2021F	8.0	21.6	8.2	11.7	-18.8	58.5
PBR (배)	2017	2.2	5.2	1.5	-	-	7.5
	2018	2.8	7.9	2.4	7.9	8.6	9.4
	2019	2.0	5.0	1.5	6.3	12.1	13.3
	2020F	1.8	7.4	3.1	3.7	18.9	59.7
	2021F	1.7	6.2	2.9	3.5	17.3	30.1

자료: Bloomberg, IBK투자증권

# 넷마블 타법인 출자 현황

법인명	최초취득일	출자목적	지분율	장부가액
아이지에스(주)	2005.01.21	게임운영 사업참여	100.00	2
넷마블몬스터(주)	2010.02.03	게임 투자 개발	76.17	26
넷마블네오(주)	2012.06.08	게임 투자 개발	80.35	10
넷마블넥서스(주)	2014.09.11	게임 투자 개발	100.00	122
넷마블엔투(주)	2014.09.24	게임 투자 개발	99.76	151
(주)엔씨소프트	2015.02.17	게임 투자 개발	8.88	1,737
넷마블체리(주)	2015.06.22	게임 투자 개발	80.80	10
구로발게임즈(주)	2016.09.22	게임 투자 개발	99.36	14
Kabam Inc.	2017.02.23	게임 투자 개발	100.00	846
넷마블핀(주)	2018.01.01	게임 투자 개발	86.87	13
기타 게임 투자 개발	-	-	-	28
NETMARBLE HONGKONG	2013.03.29	게임 투자 개발 및 해외거점 확보	100.00	14
Jam City, Inc.	2015.07.23	게임 투자 개발 및 해외거점 확보	58.85	150
기타 게임 투자 개발 및 해외거점 확보	-	-	-	28
한국카카오은행(주)	2016.03.15	인터넷 전문은행 설립	3.94	74
(주)카카오게임즈	2018.02.28	게임사업 협력 및 제휴	5.64	47
(주)빅히트엔터테인먼트	2018.05.31	글로벌 게임 및 음악시장 관련 사업 투자	25.04	201
그로스엑셀러레이션펀드	2019.07.19	AI 및 차세대기술투자	5.86	11
(주)에브리플레이	2019.09.05	피트니스 O2O 사업 확장	83.61	10
코웨이(주)	2020.02.11	렌탈 및 구독경제 사업적 시너지 확보	25.51	1,740
기타*	-	-	-	34
합계	-	-	-	5,268

주: \*표시의 기타 항목에는 Pc방 유통사업, 글로벌 패션 플랫폼 개발 및 해외거점확보, 자산관리 운용 및 부동산 개발, AI 및 차세대기술 투자 등 포함. 단위: 십억원, % 자료: 넷마블 사업보고서, IBK투자증권

# CJENM 타법인 출자 현황

법인명	최초취득일	출자목적	지분율	장부가액
삼성생명보험(주)	2011.09.02	투자	0.28	25
FORMATION 8	2012.10.12	투자	0.67	12
MARS Entertainment	2016.06.02	투자	12.37	14
CJ ENM Investments America, LLC	2020.01.23	투자	100.00	46
기타 투자	-	-	-	62
투자 소계	-	-	-	160
(주)엠비씨플러스	2010.09.01	경영참여	23.52	54
넷마블(주)	2011.11.17	경영참여	22.89	1,010
(주)엘지헬로비전	2010.12.31	경영참여	3.92	12
(주)메조미디어	2012.12.31	경영참여	51.00	14
CJ Vietnam Co., Ltd.	2014.01.23	경영참여	25.00	12
CH Holdings Limited	2014.11.07	경영참여	100.00	17
(주)씨제이라이브시티	2016.01.28	경영참여	90.00	110
스튜디오드래곤(주)	2016.05.03	경영참여	58.18	224
중소벤처기업상생투자조합	2016.08.23	경영참여	95.00	10
(주)아트웍스코리아	2016.07.03	경영참여	70.02	11
(주)제이케이필름	2016.11.09	경영참여	51.00	19
(주)랭크웨이브	2017.05.31	경영참여	100.00	11
CJ Entertainment Turkey	2017.05.31	경영참여	100.00	10
(주)지니뮤직	2018.10.10	경영참여	15.45	32
Eccho Rights AB	2018.12.13	경영참여	70.00	10
LAPONE ENTERTAINMNET CO., LTD	2019.06.20	경영참여	70.00	11
(주)본팩토리	2019.11.07	경영참여	53	16
케이씨(KC)비바체 투자조합	2020.01.15	경영참여	98.81	25
(주)블라드 스튜디오	2020.02.24	경영참여	70.16	53
기타 경영참여	-	-	-	115
경영참여 소계	-	-	-	1,776
합계	-	-	-	1,936

단위: 십억원, % 자료: CJENM 사업보고서, IBK투자증권

# SM엔터테인먼트 아티스트 현황

그룹명	멤버	데뷔년	유튜브 구독자 수 (만명)
동방신기	유노윤호, 최강창민	2003.12	47
트랙스	긴조	2004.07	
천상지희 더 그레이스	린아, 선데이	2005.04	
천상지희 다나&선데이	선데이		
슈퍼주니어	규현, 김희철, 동해, 려욱, 성민, 신동, 예성, 은혁, 이특, 최시원	2005.11	170
슈퍼주니어-K.R.Y	규현, 려욱, 예성	2006.11	
슈퍼주니어 D&E	동해, 은혁	2011.12	
슈퍼주니어-M	규현, 동해, 려욱, 성민, 은혁, 최시원		
슈퍼주니어-Happy	성민, 신동, 예성, 은혁, 이특		
슈퍼주니어-T	김희철, 성민, 신동, 은혁, 이특		
소녀시대	권유리, 써니, 임윤아, 태연, 효연	2007.08	220
소녀시대 - Oh!GG	권유리, 써니, 임윤아, 태연, 효연	2018.09	
샤이니	민호, 온유, 키, 태민, 종현	2008.05	141
f(x)	빅토리아, 정수정	2009.09	
EXO	디오, 레이, 백현, 세훈, 수호, 시우민, 찬열, 첸, 카이	2012.04	618
EXO-CBX	백현, 시우민, 첸	2016.11	
세훈&찬열	세훈, 찬열	2019.07	
레드벨벳	아이린, 슬기, 예리, 웬디, 조이	2014.08	330
레드벨벳-아이린&슬기	아이린, 슬기	2020.07	
SuperM	백현, 태민, 카이, 태용, 마크, 루카스, 텐	2019.10	
NCT	도영, 런쥘, 루카스, 마크, 윈윈, 유타, 재민, 재현, 자니, 정우, 제노, 천러, 쿤, 태용, 태일, 텐, 해찬		133
NCT U	도영, 루카스, 마크, 재현, 정우, 쿤, 태용, 텐	2016.04	
NCT 127	도영, 마크, 윈윈, 유타, 재현, 자니, 정우, 태용, 태일, 해찬	2016.07	206
NCT Dream	런쥘, 재민, 제노, 지성, 천러, 해찬	2016.08	171
WayV	쿤, 윈윈, 텐, 루카스, 샤오쥘, 양양, 헨드리	2019.01	170
<b>SMTOWN</b>			<b>2,400</b>

자료: SM엔터테인먼트, 유튜브, IBK투자증권

# JYP엔터테인먼트 아티스트 현황

그룹명	멤버	데뷔년	유튜브 구독자 수 (만명)
2PM	찬성, 우영, 준케이, 준호, 닉쿤, 택연	2008.09	100
GOT7	JB, 마크, 잭슨, 진영, 영재, 뱀뱀, 유겸	2014.01	529
JJ Project	JB, 진영	2012.05	
JUS2	JB, 유겸		
NakJoon	버나드박	2014.10	2
DAY6	성진, Jae, Young K, 윈필, 도운	2015.09	131
TWICE	나연, 정연, 모모, 사나, 지효, 미나, 다현, 채영, 썬우	2015.10	839
Stray Kids	방찬, 리노, 창빈, 현진, 한, 필릭스, 승민, 아이엔	2018.03	395
BOY STORY	한위, 즈하오, 싨룡, 저위, 밍루이, 슈양	2018.09	85
ITZY	예지, 리아, 류진, 채령, 유나	2019.02	363
NiziU(니쥬)	마코, 리쿠, 리마, 리오, 마야, 미이히, 마유카, 아야카, 니나	2020.06	130
<b>JYP Entertainment</b>			<b>1,790</b>

자료: JYP엔터테인먼트, 유튜브, IBK투자증권

# YG엔터테인먼트 아티스트 현황

그룹명	멤버	데뷔년	유튜브 구독자 수 (만명)
젝스키스	은지원, 이재진, 김재덕, 장수원	1997	33
빅뱅	탑, GD, 태양, 대성	2006.08	1,270
위너	강승윤, 이승훈, 송민호, 김진우	2014.08	335
아이콘	김진환, 바비, 송윤형, 구준회, 김동혁, 정찬우	2015.09	723
악동뮤지션	이찬혁, 이수현	2014.04	182
블랙핑크	지수, 제니, 로제, 리사	2016.08	4,770
트레저	최현석, 지훈, 요시, 준규, 마시호, 윤재혁, 아사히, 방예담, 도영, 하루토, 박정우, 소정환	2020.08	210
<b>YG Entertainment</b>			<b>560</b>

자료: YG엔터테인먼트, 유튜브, IBK투자증권

# 빅히트엔터테인먼트 아티스트 현황

그룹명	멤버	데뷔년	유튜브 구독자 수 (만명)
방탄소년단	RM, 슈가, 진, 제이홉, 지민, 뷔, 정국	2013.06	3,640
뉴이스트	JR, 아론, 백호, 민현, 렌	2012.03	137
세븐틴	에스쿱스, 정한, 조슈아, 준, 호시, 원우, 우지, 디에잇, 민규, 도겸, 승관, 버논, 디노	2015.05	549
여자친구	소원, 예린, 은하, 유주, 신비, 엄지	2015.01	172
투모로우바이투게더(TXT)	수빈, 연준, 범규, 태현, 휴닝카이	2019.03	483
<b>Big hit Labels</b>			<b>4,390</b>

자료: 빅히트엔터테인먼트, 유튜브, IBK투자증권

Fandom Economic  
팬덤 경제학

# 기업분석

빅히트엔터테인먼트	40p
CJ ENM	43p
에스엠	46p
스튜디오드래곤	48p
아프리카TV	50p



# 빅히트엔터테인먼트 (352820/매수/TP 240,000원)

## 매수 (신규)

목표주가	240,000원
KOSDAQ (9/23)	843.45pt
공모 주식수(주)	7,130,000
공모가 밴드(원)	105,000~135,000
액면가(원)	500
상장예정주식수(주)	33,846,192
수요 예측일	2020.9.24~25
상장 예정일	2020.10.15

## Fandom is mine

투자 의견 매수, 목표주가 240,000원을 제시하며 신규 커버리지 개시

- 1) 21년 EPS 4,003원에 Target Multiple 60.0(x)를 적용하여 산출함
- 2) 예상 공모가 밴드는 105,000~135,000원. 예상 시가총액은 3.5~4.5조원. 공모로 유입되는 현금은 7~9천억원. 향후 공모 자금은 M&A 혹은 플랫폼 강화에 집중 할 전망

## 투자포인트

- 1) 간접 참여형 매출의 플랫폼화에 주목. 동사는 WEVERSE를 통한 1) 온라인 콘서트, 2) 멤버쉽운영, 3) MD/굿즈 판매를 통한 팬덤 경제학 추구를 간접 매출을 극대화하려는 계획
- 2) 팬덤 경제의 총 시장 규모는 7.9조원으로 추정. 일반 소비자 시장은 7.18조원, Light Fan 시장은 6천억원, Core Fan 시장은 970억원으로 현재 구성. 2019년 간접 참여형 매출이 2,680억원인 점을 감안하면, 큰 문제없이 향후 간접 참여형 매출은 약 2~3배 성장이 가능할 전망. 하지만, 플랫폼의 글로벌화에 대한 선 반영이 문제

(단위: 십억원, %, 배)	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
매출액	301	587	589	747	956
영업이익	80	99	112	157	220
세전이익	-48	98	132	177	240
지배주주순이익	-70	74	101	135	184
EPS(원)	-2,559	2,601	11,793	4,003	5,432
증가율(%)	0.0	-201.6	353.4	-66.1	35.7
영업이익률(%)	26.6	16.9	19.0	21.0	23.0
순이익률(%)	-23.3	12.3	16.8	17.8	18.8
ROE(%)	-80.8	56.5	14.1	10.3	12.4
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

# 빅히트엔터테인먼트 (352820/매수/TP 240,000원)

## 빅히트엔터테인먼트, 공모 개요

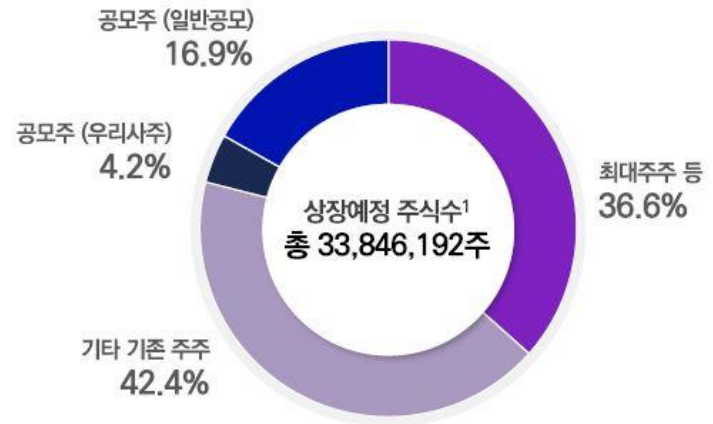
### 공모 개요

공모주식수	7,130,000주
공모예정가	105,000원~135,000원
액면가	500원
총 공모예정금액	7,487억 원 ~ 9,626억 원
상장예정주식수	33,846,192주
기준시가총액 (예정)	3조 5,539억 원 ~ 4조 5,692억 원
대표주관사	NH투자증권, 한국투자증권, J.P. Morgan

### 공모 일정

증권신고서 제출일	2020년 9월 2일 (수)
수요 예측일	2020년 9월 24일 (목) ~ 9월 25일 (금)
청약 예정일	2020년 10월 5일 (월) ~ 10월 6일 (화)
상장 예정일	2020년 10월 15일

### 공모 후 주주구성



### 보호예수사항<sup>1</sup>

구분	주식수 (주)	비중	기간	
최대주주	방시혁	12,377,337	36.6%	6개월
기존주주	넷마블(주) 등 주요 주주	7,566,254	22.3%	6개월
	스틱스페셜시추에이션 사모투자합자회사	2,424,016	7.2%	3개월
공모주주	우리사주조합	1,426,000	4.2%	1년
유통제한물량		23,793,617	70.3%	

자료: 빅히트엔터테인먼트, IBK투자증권

# 빅히트엔터테인먼트 (352820/매수/TP 240,000원)

## 포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	301	587	589	747	956
증가율(%)	na	94.9	0.3	26.8	28.0
매출원가	190	386	324	403	507
매출총이익	111	202	265	344	449
매출총이익률 (%)	36.9	34.4	45.0	46.1	47.0
판매비	31	103	153	187	229
판매비율(%)	10.3	17.5	26.0	25.0	24.0
영업이익	80	99	112	157	220
증가율(%)	na	23.5	13.3	40.2	40.2
영업이익률(%)	26.6	16.9	19.0	21.0	23.0
순금융손익	-127	1	-31	-71	-90
이자손익	-1	-1	-31	-71	-90
기타	-126	2	0	0	0
기타영업외손익	-2	0	50	90	110
종속/관계기업손익	0	-1	1	1	1
세전이익	-48	98	132	177	240
법인세	22	26	33	44	60
법인세율	-45.8	26.5	25.0	24.9	25.0
계속사업이익	-70	72	99	133	180
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-70	72	99	133	180
증가율(%)	na	-202.8	36.2	34.7	35.7
당기순이익률 (%)	-23.3	12.3	16.8	17.8	18.8
지배주주당기순이익	-70	74	101	135	184
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	-71	72	99	133	180
EBITDA	84	108	117	160	222
증가율(%)	na	28.8	8.3	36.6	38.7
EBITDA마진율(%)	27.9	18.4	19.9	21.4	23.2

## 재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	172	295	1,604	1,855	2,177
현금및현금성자산	58	161	1,470	1,685	1,959
유가증권	5	0	0	0	0
매출채권	49	95	95	120	154
재고자산	6	13	13	17	21
비유동자산	34	68	62	67	75
유형자산	9	8	4	2	1
무형자산	6	26	25	24	23
투자자산	8	15	14	16	19
자산총계	206	363	1,676	1,922	2,252
유동부채	105	175	411	521	666
매입채무및기타채무	14	25	25	32	41
단기차입금	0	0	236	299	382
유동성장기부채	0	1	1	1	1
비유동부채	13	15	15	18	22
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	118	189	426	539	688
지배주주지분	87	174	1,253	1,388	1,572
자본금	1	1	17	17	17
자본잉여금	200	213	1,175	1,175	1,175
자본조정등	2	2	2	2	2
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	-116	-42	59	194	378
비지배주주지분	0	-1	-3	-5	-9
자산총계	87	174	1,250	1,383	1,563
비이자부채	113	185	186	236	302
총차입금	5	4	240	303	386
순차입금	-58	-157	-1,230	-1,382	-1,572

## 현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	75	92	54	26	46
당기순이익	-70	72	99	133	180
비현금성 비용 및 수익	134	19	-13	-16	-17
유형자산상각비	3	8	4	2	1
무형자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본변동	3	5	0	-21	-27
매출채권등의 감소	-40	-44	0	-25	-34
재고자산의 감소	-6	-8	0	-3	-5
매입채무등의 증가	13	11	0	7	9
기타 영업현금흐름	8	-4	-32	-70	-90
투자활동 현금흐름	-45	12	0	-15	-19
유형자산의 증가(CAPEX)	-7	-5	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-7	-2	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-31	36	0	-3	-4
기타	0	-17	0	-12	-15
재무활동 현금흐름	-1	-1	1,674	-53	248
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	978	0	0
기타	-1	-1	696	-53	248
기타 및 조정	0	0	0	1	-1
현금의 증가	29	103	1,728	-41	274
기초현금	30	58	0	1,728	1,687
기말현금	58	161	1,728	1,687	1,961

## 주당지표 및 밸류에이션

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	-2,559	2,601	11,793	4,003	5,432
BPS	3,085	6,113	37,014	41,017	46,449
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

## 성장성 및 수익성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
성장성지표(%)					
매출증가율	0.0	94.9	0.3	26.8	28.0
EPS증가율	0.0	-201.6	353.4	-66.1	35.7
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-80.8	56.5	14.1	10.3	12.4
ROA	-34.3	25.5	9.7	7.4	8.6
ROIC	295.7	-429.4	-787.2	-590.2	-467.5

## 안정성 및 활동성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	135.5	109.2	34.0	38.9	44.0
순차입금 비율(%)	-66.7	-90.2	-98.4	-99.9	-100.6
이자보상배율(배)	50.1	78.3	3.3	2.1	2.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	8.2	6.2	6.9	7.0
재고자산회전율	0.0	62.9	45.3	50.6	50.8
총자산회전율	0.0	2.1	0.6	0.4	0.5

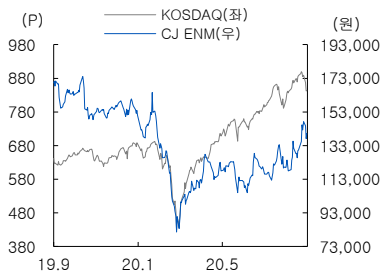
\* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

# CJENM (035760/매수/TP 210,000원)

## 매수 (유지)

목표주가	210,000원
현재가 (9/23)	140,200원
KOSDAQ (9/23)	843.45pt
시가총액	3,074십억원
발행주식수	21,929천주
액면가	5,000원
52주 최고가	174,000원
최저가	81,500원
60일 평균거래대금	22십억원
외국인 지분율	20.5%
배당수익률 (2020F)	1.0%
주주구성	
CJ 외 5 인	42.70%
국민연금공단	5.01%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	10%	-12%	-37%
절대기준	17%	68%	-18%



## Digitalization!

### 투자의견 매수, 목표주가 210,000원으로 상향

- 1) 21년 BPS 151,302원에 Target Multiple 1.4(x)를 적용하여 산출함
- 2) 현재 PBR 1.0(x), PER 26.1(x) 수준에서 거래되고 있음

### 투자포인트

- 1) 실적은 On-line 비즈니스 양호, Off-line 비즈니스 부진. 결론적으로 화두는 Digitalization
- 2) 커머스 자체 브랜드로 취급고 비중 증가. Digital Shift를 통해 코로나19 시대를 대비 중
- 3) 빅히트엔터테인먼트의 상장으로 인한 투자지분(넷마블) 가치 증가로 Valuation 상향 시점
- 4) 현재 시가총액은 3조원수준이나, 투자지분의 시장가치는 약 4조원(장부가 1.9조원)으로 저평가 상태
- 5) 본업 회복 시, 저평가 매력 부각될 전망

(단위:십억원,%,배)	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
매출액	2,360	3,790	3,510	3,849	4,257
영업이익	182	269	245	309	382
세전이익	164	190	217	277	353
지배주주순이익	163	104	118	162	201
EPS(원)	11,514	4,754	5,371	7,365	9,175
증가율(%)	-45.3	-58.7	13.0	37.1	24.6
영업이익률(%)	7.7	7.1	7.0	8.0	9.0
순이익률(%)	7.8	1.6	4.7	5.4	6.2
ROE(%)	8.6	3.7	3.8	5.0	5.9
PER	17.5	33.6	26.1	19.0	15.3
PBR	1.6	1.2	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	9.2	4.0	4.6	4.6	4.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

# CJENM 타법인 출자 현황

법인명	최초취득일	출자목적	지분율	장부가액
삼성생명보험(주)	2011.09.02	투자	0.28	25
FORMATION 8	2012.10.12	투자	0.67	12
MARS Entertainment	2016.06.02	투자	12.37	14
CJ ENM Investments America, LLC	2020.01.23	투자	100.00	46
기타 투자	-	-	-	62
투자 소계	-	-	-	160
(주)엠비씨플러스	2010.09.01	경영참여	23.52	54
넷마블(주)	2011.11.17	경영참여	22.89	1,010
(주)엘지헬로비전	2010.12.31	경영참여	3.92	12
(주)메조미디어	2012.12.31	경영참여	51.00	14
CJ Vietnam Co., Ltd.	2014.01.23	경영참여	25.00	12
CH Holdings Limited	2014.11.07	경영참여	100.00	17
(주)씨제이라이브시티	2016.01.28	경영참여	90.00	110
스튜디오드래곤(주)	2016.05.03	경영참여	58.18	224
중소벤처기업상생투자조합	2016.08.23	경영참여	95.00	10
(주)아트웍스코리아	2016.07.03	경영참여	70.02	11
(주)제이케이필름	2016.11.09	경영참여	51.00	19
(주)랭크웨이브	2017.05.31	경영참여	100.00	11
CJ Entertainment Turkey	2017.05.31	경영참여	100.00	10
(주)지니뮤직	2018.10.10	경영참여	15.45	32
Eccho Rights AB	2018.12.13	경영참여	70.00	10
LAPONE ENTERTAINMNET CO., LTD	2019.06.20	경영참여	70.00	11
(주)본팩토리	2019.11.07	경영참여	53	16
케이씨(KC)비바체 투자조합	2020.01.15	경영참여	98.81	25
(주)블라드 스튜디오	2020.02.24	경영참여	70.16	53
기타 경영참여	-	-	-	115
경영참여 소계	-	-	-	1,776
합계	-	-	-	1,936

단위: 십억원, % 자료: CJENM 사업보고서, IBK투자증권

# CJENM (035760/매수/TP 210,000원)

## 포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,360	3,790	3,510	3,849	4,257
증가율(%)	4.4	60.6	-7.4	9.6	10.6
매출원가	1,234	2,328	2,036	2,213	2,427
매출총이익	1,127	1,462	1,474	1,636	1,830
매출총이익률 (%)	47.8	38.6	42.0	42.5	43.0
판매비	944	1,193	1,228	1,328	1,448
판매비율(%)	40.0	31.5	35.0	34.5	34.0
영업이익	182	269	245	309	382
증가율(%)	-18.9	48.0	-8.9	25.8	23.8
영업이익률(%)	7.7	7.1	7.0	8.0	9.0
순금융손익	7	-10	-6	0	0
이자손익	-10	-21	0	0	0
기타	17	11	-6	0	0
기타영업외손익	-23	-109	-54	-32	-29
중속/관계기업손익	-2	39	32	0	0
세전이익	164	190	217	277	353
법인세	21	85	52	69	88
법인세율	12.8	44.7	24.0	24.9	24.9
계속사업이익	143	104	164	208	265
중단사업손익	41	-46	0	0	0
당기순이익	184	59	164	208	265
증가율(%)	28.4	-68.2	180.5	26.2	27.6
당기순이익률 (%)	7.8	1.6	4.7	5.4	6.2
지배주주당기순이익	163	104	118	162	201
기타포괄이익	-51	18	57	0	0
총포괄이익	134	76	222	208	265
EBITDA	708	1,028	773	673	665
증가율(%)	51.0	45.2	-24.8	-12.9	-1.3
EBITDA마진율(%)	30.0	27.1	22.0	17.5	15.6

## 재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,807	1,676	2,700	3,296	4,037
현금및현금성자산	453	270	763	1,306	1,817
유가증권	76	99	543	558	622
매출채권	881	835	843	866	966
재고자산	94	121	98	100	112
비유동자산	4,948	3,759	3,761	3,404	3,158
유형자산	1,398	948	861	738	632
무형자산	1,827	1,038	908	666	489
투자자산	1,517	1,584	1,742	1,744	1,750
자산총계	6,755	5,435	6,461	6,700	7,195
유동부채	2,022	1,661	2,084	2,135	2,352
매입채무및기타채무	186	269	259	266	297
단기차입금	693	137	683	702	783
유동성장기부채	201	290	250	250	250
비유동부채	1,308	622	889	898	938
사채	762	264	435	435	435
장기차입금	270	25	44	44	44
부채총계	3,329	2,283	2,973	3,033	3,290
지배주주지분	2,763	2,946	3,184	3,318	3,492
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,245	2,330	2,419	2,419	2,419
자본조정등	-512	-512	-512	-512	-512
기타포괄이익누계액	-150	-127	-57	-57	-57
이익잉여금	1,070	1,146	1,223	1,357	1,531
비지배주주지분	662	205	303	349	413
자본총계	3,426	3,152	3,487	3,667	3,905
비이자부채	1,402	1,481	1,485	1,526	1,702
총차입금	1,927	802	1,488	1,507	1,588
순차입금	1,398	433	182	-357	-852

## 현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	587	743	451	587	503
당기순이익	184	59	164	208	265
비현금성 비용 및 수익	611	1,037	578	397	312
유형자산감가상각비	180	217	144	123	105
무형자산상각비	346	542	383	242	177
운전자본변동	-149	-258	-171	-17	-73
매출채권등의 감소	-100	-130	-15	-23	-100
재고자산의 감소	-9	-41	18	-3	-12
매입채무등의 증가	-7	102	-6	7	31
기타 영업현금흐름	-59	-95	-120	-1	-1
투자활동 현금흐름	-158	-288	-983	-36	-154
유형자산의 증가(CAPEX)	-229	-282	-39	0	0
유형자산의 감소	3	4	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-296	-595	-295	0	0
투자자산의 감소(증가)	13	-45	-92	-1	-6
기타	351	630	-558	-35	-148
재무활동 현금흐름	-89	-641	1,021	-9	162
차입금의 증가(감소)	171	30	1	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-260	-671	1,020	-9	162
기타 및 조정	-1	3	4	1	1
현금의 증가	339	-183	493	543	512
기초현금	114	453	270	763	1,306
기말현금	453	270	763	1,306	1,817

## 주당지표 및 밸류에이션

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	11,514	4,754	5,371	7,365	9,175
BPS	126,022	134,364	145,190	151,302	159,223
DPS	1,200	1,400	1,400	1,400	1,400
밸류에이션(배)					
PER	17.5	33.6	26.1	19.0	15.3
PBR	1.6	1.2	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	9.2	4.0	4.6	4.6	4.0

## 성장성 및 수익성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
성장성지표(%)					
매출증가율	4.4	60.6	-7.4	9.6	10.6
EPS증가율	-45.3	-58.7	13.0	37.1	24.6
수익성지표(%)					
배당수익률	0.6	0.9	1.0	1.0	1.0
ROE	8.6	3.7	3.8	5.0	5.9
ROA	3.9	1.0	2.8	3.2	3.8
ROIC	7.3	2.2	8.2	11.5	17.6

## 안정성 및 활동성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	97.2	72.4	85.3	82.7	84.3
순차입금 비율(%)	40.8	13.7	5.2	-9.7	-21.8
이자보상배율(배)	12.3	9.1	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	3.9	4.4	4.2	4.5	4.6
재고자산회전율	27.7	35.3	32.2	38.9	40.1
총자산회전율	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6

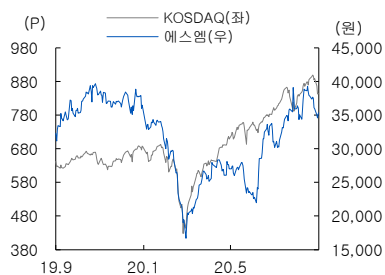
\* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

# 에스엠 (041510/매수/TP 40,000원)

## 매수 (유지)

목표주가	40,000원
현재가 (9/23)	35,350원
KOSDAQ (9/23)	843.45pt
시가총액	829십억원
발행주식수	23,450천주
액면가	500원
52주 최고가	39,650원
최저가	16,700원
60일 평균거래대금	27십억원
외국인 지분율	18.1%
배당수익률 (2020F)	0.0%
주주구성	
이수만 외 7인	19.21%
한국투자신탁운용	7.64%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-7%	11%	-18%
절대기준	-2%	112%	8%



## Low Valuation!

### 투자의견 매수, 목표주가 40,000원을 유지

- 1) 20년 BPS 19,968원에 Target Multiple 2.0(x)를 적용하여 산출함
- 2) 현재 PBR 1.8(x), PER 36.7(x) 수준에서 거래되고 있음

### 투자포인트

- 1) 현재 엔터 3사 중 가장 저평가 구간
  - 이유는 1) 흥행 산업 내, 아티스트 라인업 부재, 2) 주주 비 친화적 스탠스 때문
- 2) 글로벌 팬덤 등의 영향으로 음반/음원 매출 증가가 콘서트 매출 감소를 상쇄 중
- 3) 네이버/JYP와 협업하여 Beyond Live, V-live 서비스 강화하여, 글로벌 온라인 콘서트 브랜드로 강화할 계획 중에 있음

(단위:십억원,%,배)	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
매출액	612	658	590	643	701
영업이익	48	40	35	45	53
세전이익	46	11	41	51	58
지배주주순이익	31	-9	23	39	44
EPS(원)	1,361	-390	960	1,646	1,856
증가율(%)	583.9	-128.7	-346.0	71.4	12.8
영업이익률(%)	7.8	6.1	5.9	7.0	7.6
순이익률(%)	3.8	-2.4	3.1	6.1	6.3
ROE(%)	8.0	-2.1	4.9	7.9	8.2
PER	38.4	-98.5	36.8	21.5	19.0
PBR	2.8	2.0	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	12.9	7.5	6.1	5.6	4.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

# 에스엠 (041510/매수/TP 40,000원)

## 포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	612	658	590	643	701
증가율(%)	67.6	7.4	-10.4	9.0	9.0
매출원가	410	442	383	415	452
매출총이익	203	216	206	228	249
매출총이익률(%)	33.2	32.8	34.9	35.5	35.5
판매비	155	175	171	183	196
판매비용(%)	25.3	26.6	29.0	28.5	28.0
영업이익	48	40	35	45	53
증가율(%)	336.4	-15.4	-12.7	27.9	16.7
영업이익률(%)	7.8	6.1	5.9	7.0	7.6
순금융손익	4	-3	1	1	2
이자손익	0	0	0	1	2
기타	4	-3	1	0	0
기타영업외손익	0	-16	8	5	3
종속/관계기업손익	-6	-11	-2	0	0
세전이익	46	11	41	51	58
법인세	23	27	23	13	15
법인세율	50.0	245.5	56.1	25.5	25.9
계속사업이익	23	-16	18	39	44
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	23	-16	18	39	44
증가율(%)	-597.3	-169.1	-214.3	108.7	12.8
당기순이익률(%)	3.8	-2.4	3.1	6.1	6.3
지배주주당기순이익	31	-9	23	39	44
기타포괄이익	4	4	4	0	0
총포괄이익	27	-12	22	39	44
EBITDA	88	104	106	97	94
증가율(%)	166.3	18.7	2.1	-8.3	-3.4
EBITDA마진율(%)	14.4	15.8	18.0	15.1	13.4

## 재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	537	629	639	793	914
현금및현금성자산	237	285	314	400	483
유가증권	45	90	97	117	129
매출채권	124	129	107	129	142
재고자산	12	15	16	19	21
비유동자산	465	487	428	391	358
유형자산	93	106	90	68	51
무형자산	186	199	170	140	115
투자자산	152	109	107	109	110
자산총계	1,002	1,116	1,067	1,184	1,272
유동부채	394	437	384	459	501
매입채무및기타채무	179	191	139	168	184
단기차입금	7	7	9	11	12
유동성장기부채	36	36	29	29	29
비유동부채	32	46	28	32	34
사채	7	9	0	0	0
장기차입금	3	3	1	1	1
부채총계	426	483	413	491	536
지배주주지분	424	444	468	507	550
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	219	245	244	244	244
자본조정등	30	29	30	30	30
기타포괄이익누계액	-10	-7	-5	-5	-5
이익잉여금	174	165	187	226	269
비지배주주지분	152	189	186	186	186
자본총계	576	633	654	693	736
비이자부채	372	415	365	441	485
총차입금	54	68	48	50	51
순차입금	-228	-307	-363	-468	-561

## 현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	120	92	49	99	93
당기순이익	23	-16	18	39	44
비현금성 비용 및 수익	83	138	89	54	44
유형자산감가상각비	13	26	32	22	17
무형자산상각비	27	38	39	30	25
운전자본변동	52	-5	-44	5	3
매출채권등의 감소	2	0	27	-22	-13
재고자산의 감소	-1	-1	-1	-3	-2
매입채무등의 증가	46	7	-56	29	16
기타 영업현금흐름	-38	-25	-14	1	2
투자활동 현금흐름	-127	-53	-34	-57	-32
유형자산의 증가(CAPEX)	-10	-13	-4	0	0
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-26	-30	-11	0	0
투자자산의 감소(증가)	-68	-18	15	-2	-1
기타	-24	8	-34	-55	-31
재무활동 현금흐름	46	6	10	45	22
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	35	0	0	0	0
기타	11	6	10	45	22
기타 및 조정	3	3	4	0	0
현금의 증가	42	48	29	87	83
기초현금	195	237	285	314	400
기말현금	237	285	314	400	483

## 주당지표 및 밸류에이션

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,361	-390	960	1,646	1,856
BPS	18,424	18,944	19,968	21,614	23,470
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	38.4	-98.5	36.8	21.5	19.0
PBR	2.8	2.0	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	12.9	7.5	6.1	5.6	4.8

## 성장성 및 수익성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
성장성지표(%)					
매출증가율	67.6	7.4	-10.4	9.0	9.0
EPS증가율	583.9	-128.7	-346.0	71.4	12.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	8.0	-2.1	4.9	7.9	8.2
ROA	2.6	-1.5	1.7	3.4	3.5
ROIC	13.4	-9.3	12.5	41.3	169.7

## 안정성 및 활동성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	74.0	76.3	63.1	71.0	72.8
순차입금 비율(%)	-39.6	-48.5	-55.5	-67.5	-76.2
이자보상배율(배)	18.7	10.4	8.1	12.7	14.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.0	5.2	5.0	5.5	5.2
재고자산회전율	60.8	50.1	38.8	37.3	35.4
총자산회전율	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6

\* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

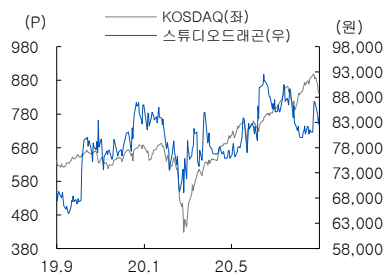
# 스튜디오드래곤 (253450/매수/TP 102,000원)

## 매수 (유지)

목표주가	102,000원
현재가 (9/23)	84,000원
KOSDAQ (9/23)	843.45pt
시가총액	2,363십억원
발행주식수	28,127천주
액면가	500원
52주 최고가	92,500원
최저가	65,000원
60일 평균거래대금	26십억원
외국인 지분율	9.2%
배당수익률 (2020F)	0.0%

주주구성	
CJ ENM 외 5 인	61.32%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-4%	-38%	-8%
절대기준	2%	17%	20%



## Event Driven!

투자 의견 매수, 목표주가 102,000원으로 상향

- 1) 21년 EPS 2,039원에 Target Multiple 50.0(x)를 적용하여 산출함
- 2) 현재 PBR 5.0(x), PER 54.2(x) 수준에서 거래되고 있음

## 투자포인트

- 1) 대체 불가능한 K-콘텐츠 1등 대표주. 기생충의 사례처럼, 전세계적으로 국내 드라마/영화에 대한 관심 고조로 해외 업체와의 협력은 지속될 전망. 넷플릭스 및 경쟁 OTT의 글로벌 진출 시 아시아권 가입자 증가를 위해서 필요 불가결한 스튜디오라는 판단
- 2) Non-Captive 비중이 높아지며, 제작 편성 증가, 멀티 OTT 체제 하에 판가 상승 및 공동제작/리메이크 등으로 제작 환경 개선. 단기적으로 넷플릭스 향 드라마 스위트홈의 흥행 기대
- 3) 코로나19 영향으로 드라마 및 OTT의 트래픽 증가로 실적 변동성 제한 혹은 개선될 전망

(단위: 십억원, %, 배)	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	599	700	793
영업이익	40	29	55	69	84
세전이익	46	33	58	76	88
지배주주순이익	36	26	44	57	66
EPS(원)	1,278	941	1,549	2,039	2,356
증가율(%)	21.7	-26.3	64.5	31.7	15.5
영업이익률(%)	10.5	6.2	9.2	9.9	10.6
순이익률(%)	9.5	5.5	7.3	8.1	8.3
ROE(%)	9.3	6.4	9.7	11.5	11.8
PER	72.3	85.9	54.2	41.2	35.7
PBR	6.5	5.3	5.0	4.5	4.0
EV/EBITDA	21.2	14.9	12.7	14.2	13.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

# 스튜디오드래곤 (253450/매수/TP 102,000원)

## 포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	380	469	599	700	793
증가율(%)	32.4	23.5	27.8	16.9	13.3
매출원가	324	421	521	606	682
매출총이익	56	48	78	94	111
매출총이익률(%)	14.7	10.2	13.0	13.4	14.0
판매비	16	19	23	25	27
판매비용(%)	4.2	4.1	3.8	3.6	3.4
영업이익	40	29	55	69	84
증가율(%)	21.0	-28.1	92.3	25.6	21.5
영업이익률(%)	10.5	6.2	9.2	9.9	10.6
순금융손익	6	4	2	3	4
이자손익	3	3	2	3	4
기타	3	1	0	0	0
기타영업외손익	0	0	1	3	-1
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	46	33	58	76	88
법인세	10	7	14	18	21
법인세율	21.7	21.2	24.1	23.7	23.9
계속사업이익	36	26	44	57	66
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	36	26	44	57	66
증가율(%)	50.3	-26.3	64.7	31.8	15.5
당기순이익률(%)	9.5	5.5	7.3	8.1	8.3
지배주주당기순이익	36	26	44	57	66
기타포괄이익	-1	-1	0	0	0
총포괄이익	35	26	44	57	66
EBITDA	115	146	178	153	158
증가율(%)	55.1	26.4	22.2	-14.1	3.7
EBITDA마진율(%)	30.3	31.1	29.7	21.9	19.9

## 주당지표 및 밸류에이션

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,278	941	1,549	2,039	2,356
BPS	14,305	15,242	16,785	18,824	21,180
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	72.3	85.9	54.2	41.2	35.7
PBR	6.5	5.3	5.0	4.5	4.0
EV/EBITDA	21.2	14.9	12.7	14.2	13.6

\* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

## 재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	247	244	321	404	469
현금및현금성자산	153	60	112	200	211
유가증권	2	40	0	0	0
매출채권	69	84	128	125	161
재고자산	1	0	0	0	0
비유동자산	265	337	356	325	385
유형자산	1	1	4	3	3
무형자산	199	233	198	172	194
투자자산	4	13	31	31	34
자산총계	512	582	677	730	854
유동부채	108	145	196	192	248
매입채무및기타채무	20	18	20	20	26
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3	8	9	8	11
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	111	153	205	200	258
지배주주지분	401	428	472	529	596
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	320	322	322	322	322
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	68	94	137	194	261
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	401	428	472	529	596
비이자부채	111	153	205	200	258
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-155	-100	-112	-200	-211

## 성장성 및 수익성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
성장성지표(%)					
매출증가율	32.4	23.5	27.8	16.9	13.3
EPS증가율	21.7	-26.3	64.5	31.7	15.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	9.3	6.4	9.7	11.5	11.8
ROA	7.4	4.8	6.9	8.2	8.4
ROIC	22.1	13.3	21.3	32.3	38.3

## 현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-29	-12	67	140	111
당기순이익	36	26	44	57	66
비현금성 비용 및 수익	84	124	128	77	71
유형자산감가상각비	0	2	2	1	0
무형자산상각비	75	115	121	83	74
운전자본변동	-139	-143	-99	2	-30
매출채권등의 감소	-28	-22	-49	3	-36
재고자산의 감소	0	1	0	0	0
매입채무등의 증가	14	-1	2	0	6
기타 영업현금흐름	-10	-19	-6	4	4
투자활동 현금흐름	141	-81	-34	-52	-151
유형자산의 증가(CAPEX)	0	-1	-4	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	-28	-56	-96
투자자산의 감소(증가)	138	-38	-6	0	-3
기타	3	-42	4	4	-52
재무활동 현금흐름	-10	0	18	-1	51
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-10	0	18	-1	51
기타 및 조정	0	0	1	0	0
현금의 증가	102	-93	52	87	11
기초현금	51	153	60	112	200
기말현금	153	60	112	200	211

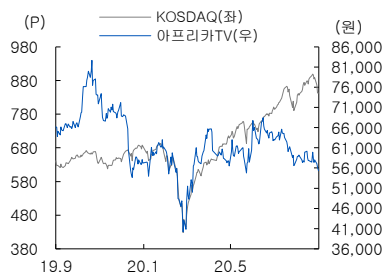
## 안정성 및 활동성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	27.7	35.8	43.3	37.8	43.4
순차입금 비율(%)	-38.7	-23.4	-23.7	-37.8	-35.4
이자보상배율(배)	343.0	58.1	190.8	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.1	6.2	5.7	5.5	5.5
재고자산회전율	405.4	1,620.7	0.0	0.0	0.0
총자산회전율	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0

# 아프리카TV (067160/매수/TP 77,000원)

매수 (유지)	
목표주가	77,000원
현재가 (9/23)	55,300원
KOSDAQ (9/23)	843.45pt
시가총액	636십억원
발행주식수	11,495천주
액면가	500원
52주 최고가	82,700원
최저가	40,200원
60일 평균거래대금	8십억원
외국인 지분율	35.8%
배당수익률 (2020F)	1.0%
주주구성	
씨인트인터넷내셔널 외 4 인	25.53%
JF Asset Management Limited 외 2 인	7.40%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-8%	-29%	-34%
절대기준	-3%	35%	-14%



## Platform is still okay!

투자의견 매수, 목표주가 77,000원을 유지

- 1) 21년 EPS 3,462원에 Target Multiple 22.0(x)를 적용하여 산출함
- 2) 현재 PBR 4.5(x), PER 19.2(x) 수준에서 거래되고 있음

## 투자포인트

- 1) 올해의 핵심 키워드는 참여. 오픈 API 적용을 통해 플랫폼 서비스의 구조를 개방형으로 전환으로 파트너십 강화는 국내외 지속. 또한 VOD 시장 확대를 통해 지속된 트래픽 감소의 반전이 가능
- 2) 기존 Cashcow인 기부경제의 회복 속에, 광고시장 부진에 따른 콘텐츠형 광고의 부진이 주가 저평가 요인
- 3) 하지만, 실적 개선세는 지속 되고 있는 상황으로, 콘텐츠형 광고 부진으로 인한 단기 침체는 저가 매수의 기회 요인이란 판단

(단위:십억원,%,배)	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
매출액	127	168	188	221	262
영업이익	27	37	41	52	62
세전이익	27	42	42	53	63
지배주주순이익	22	34	33	40	48
EPS(원)	1,894	2,990	2,885	3,462	4,165
증가율(%)	40.5	57.9	-3.5	20.0	20.3
영업이익률(%)	21.3	22.0	21.8	23.5	23.7
순이익률(%)	16.5	20.2	17.6	17.6	17.9
ROE(%)	26.6	32.5	25.5	25.1	24.4
PER	20.8	23.0	19.2	16.0	13.3
PBR	4.9	6.7	4.5	3.6	2.9
EV/EBITDA	13.1	15.8	10.4	8.6	6.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

# 아프리카TV (067160/매수/TP 77,000원)

## 포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	127	168	188	221	262
증가율(%)	33.9	32.6	11.9	17.7	18.6
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	127	168	188	221	262
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	100	131	148	173	204
판매비율(%)	78.7	78.0	78.7	78.3	77.9
영업이익	27	37	41	52	62
증가율(%)	48.0	35.4	12.8	24.4	19.6
영업이익률(%)	21.3	22.0	21.8	23.5	23.7
순금융손익	0	6	1	1	1
이자손익	1	1	1	1	1
기타	-1	5	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
종속/관계기업손익	-1	-1	0	0	0
세전이익	27	42	42	53	63
법인세	5	8	9	13	16
법인세율	18.5	19.0	21.4	24.5	25.4
계속사업이익	21	34	33	39	47
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	21	34	33	39	47
증가율(%)	45.5	60.1	-3.9	20.0	20.3
당기순이익률(%)	16.5	20.2	17.6	17.6	17.9
지배주주당기순이익	22	34	33	40	48
기타포괄이익	0	-1	0	0	0
총포괄이익	21	33	33	39	47
EBITDA	31	47	54	60	68
증가율(%)	47.2	52.3	13.4	11.7	13.3
EBITDA마진율(%)	24.4	28.0	28.7	27.1	26.0

## 주당지표 및 밸류에이션

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,894	2,990	2,885	3,462	4,165
BPS	8,041	10,346	12,317	15,262	18,904
DPS	470	550	550	550	550
밸류에이션(배)					
PER	20.8	23.0	19.2	16.0	13.3
PBR	4.9	6.7	4.5	3.6	2.9
EV/EBITDA	13.1	15.8	10.4	8.6	6.8

\* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

## 재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	96	145	187	242	311
현금및현금성자산	36	27	52	92	137
유가증권	10	32	40	45	54
매출채권	8	4	7	8	10
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	62	84	92	87	87
유형자산	25	28	35	27	21
무형자산	8	9	9	8	7
투자자산	18	24	23	23	23
자산총계	158	229	279	328	398
유동부채	64	93	121	137	165
매입채무및기타채무	0	1	1	1	1
단기차입금	1	2	2	2	3
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	14	14	14	14
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	8	8	8	8
부채총계	65	107	134	151	179
지배주주지분	92	119	142	175	217
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	48	52	52	52	52
자본조정등	-6	-12	-16	-16	-16
기타포괄이익누계액	-2	-4	-4	-4	-4
이익잉여금	47	76	103	137	179
비지배주주지분	0	3	3	2	2
자본총계	93	122	144	178	219
비이자부채	64	92	119	136	163
총차입금	1	15	15	15	16
순차입금	-45	-44	-77	-122	-175

## 성장성 및 수익성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
성장성지표(%)					
매출증가율	33.9	32.6	11.9	17.7	18.6
EPS증가율	40.5	57.9	-3.5	20.0	20.3
수익성지표(%)					
배당수익률	1.2	0.8	1.0	1.0	1.0
ROE	26.6	32.5	25.5	25.1	24.4
ROA	16.3	17.7	12.9	13.0	13.0
ROIC	141.4	436.2	-740.0	-261.7	-149.1

## 현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	39	61	44	43	48
당기순이익	21	34	33	39	47
비현금성 비용 및 수익	12	22	19	4	1
유형자산감가상각비	4	10	12	8	6
무형자산감가상각비	0	1	1	1	0
운전자본변동	7	11	-2	-1	-1
매출채권등의 감소	-4	3	-2	-1	-2
재고자산의 감소	0	0	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-1	-6	-6	1	1
투자활동 현금흐름	-27	-70	-24	-17	-29
유형자산의 증가(CAPEX)	-13	-12	-12	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-2	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1	-4	0	0	0
기타	-13	-52	-11	-17	-29
재무활동 현금흐름	1	1	5	14	26
차입금의 증가(감소)	0	8	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	1	-7	5	14	26
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	13	-8	25	40	45
기초현금	23	36	27	52	92
기말현금	36	27	52	92	137

## 안정성 및 활동성 지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
안정성지표(%)					
부채비율(%)	69.6	87.7	93.3	85.0	81.7
순차입금 비율(%)	-48.4	-36.1	-53.5	-68.5	-79.9
이자보상배율(배)	3,668.8	88.5	72.4	86.4	102.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	23.5	28.6	32.4	27.9	28.2
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총자산회전율	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7

# Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

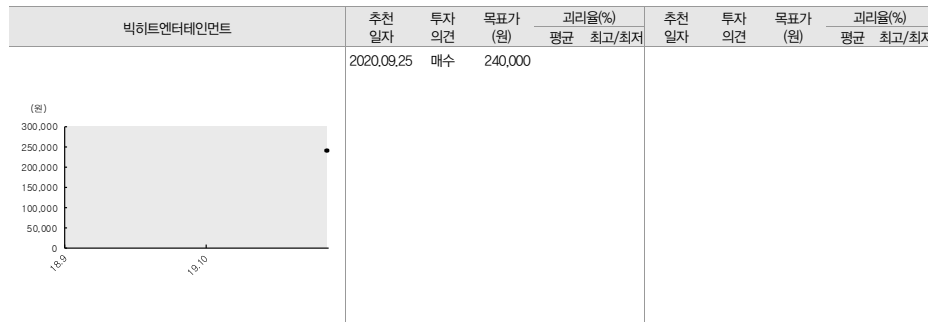
종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자이건 안내 (투자기간 12개월)

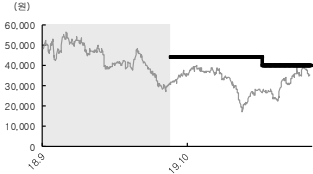
종목 투자이건 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자이건 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

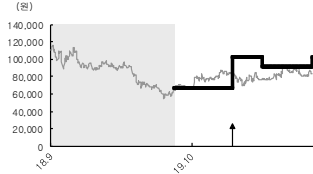
투자등급 통계 (2019.07.01~2020.06.30)

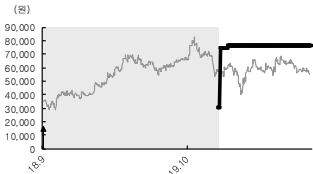
투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	133	86.9
중립	20	13.1
매도	0	0



# Compliance Notice

에스엠	추천	투자	목표가	과리율(%)		추천	투자	목표가	과리율(%)			
	일자	의견	(원)	평균	최고/최저		일자	의견	(원)	평균	최고/최저	
	2019.09.09	매수	44,000	-26.88	-9.89							
	2020.05.18	매수	40,000	-21.97	-1.75							
	2020.09.25	매수	40,000									

스튜디오드래곤	추천	투자	목표가	과리율(%)		추천	투자	목표가	과리율(%)			
	일자	의견	(원)	평균	최고/최저		일자	의견	(원)	평균	최고/최저	
	2019.09.04	중립	67,000	13.77	29.85							
	2020.02.14	매수	103,000	-24.83	-17.48							
	2020.05.08	매수	92,000	-9.55	0.54							
	2020.09.25	매수	102,000									

이프리카TV	추천	투자	목표가	과리율(%)		추천	투자	목표가	과리율(%)			
	일자	의견	(원)	평균	최고/최저		일자	의견	(원)	평균	최고/최저	
	2018.01.29	매수	31,000	19.82	79.03							
	2019.01.29	1년경과	31,000	99.88	30.32							
	2020.01.17	담당자변경	-	-	-							
	2020.01.22	매수	75,000	-22.19	-18.53							
	2020.02.12	매수	77,000	-22.99	-11.04							
	2020.09.25	매수	77,000									

# Memo

---



# IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
정용택	상무	총괄	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com

## 투자분석부

정용택	상무	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
박옥희	연구위원	Global Asset Allocation	6915-5672	marble@ibks.com
김지나	연구위원	Fixed Income	6915-5678	jnkim0526@ibks.com
김예은	연구위원	Economy	6915-5681	yekim@ibks.com
안소은	연구원	Global Strategy	6915-5657	ase331@ibks.com
이정빈	연구원	Quant	6915-5654	jblee3280@ibks.com
김인식	선임주임	Junior Strategy	6915-5472	kds4539@ibks.com

## 기간산업분석부

김은갑	연구위원	은행	6915-5660	egab@ibks.com
김장원	연구위원	통신서비스/지주	6915-5661	jwkim@ibks.com
이상현	연구위원	자동차/기계	6915-5662	coolcat.auto@ibks.com
안지영	연구위원	유통/화장품	6915-5675	jyahn@ibks.com
박용희	연구위원	건설/건자재/유틸리티/미디어/엔터	6915-5651	yhpkorea2005@ibks.com

## 혁신기업분석부

김운호	연구위원	반도체/디스플레이	6915-5656	unokim88@ibks.com
유욱재	연구위원	중소기업분석	6915-5323	oneupyoo@ibks.com
이민희	연구위원	중소기업분석	6915-5682	mhl3467@ibks.com
이승훈	연구위원	인터넷/게임, 중소기업분석	6915-5680	dozed@ibks.com
문경준	연구위원	제약/바이오, 중소기업분석	6915-5776	juninearth@ibks.com
김태현	연구위원	음식료, 중소기업분석	6915-5658	kith0923@ibks.com
이건재	연구위원	IT(장비/소재), 중소기업분석	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com

## “고객으로부터 신뢰받고 시장으로부터 존중받는 자본시장의 리더”



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11  
대표번호 02-6915-5000  
고객만족팀 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 강남	02) 2057-9300
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900
인천센터	032) 427-1122	IBK WM센터 목동	02) 2062-3002
대구센터(IBK WM센터 대구)	053) 752-3535	IBK WM센터 역삼	02) 556-4999
서초센터	02) 3486-8888	IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 중계동	02) 948-0270
IBK WM센터 일산	031) 904-3450	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 광주	062) 382-6611	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
부산서면센터	051) 805-2900	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 부산	051) 741-8810	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 남동공단	032) 822-6200
IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020

본 조사분석자료는 고객의 투자를 돕기 위한 정보제공의 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다.