

NFT와 함께, 하이브-엘류에이션!

0. Summary

1. 기업분석

- 기업 개요 및 주가 분석

2. 산업분석

- K-POP 팬더스트리 시장의 성장과 개화하는 팬 플랫폼 시장

3. 투자포인트 1 : NFT 시장의 강력한 Dynamite!

- 두나무와의 전략적 제휴를 통한 NFT 시장 진출

- NFT 생태계를 움켜질 메타버스화된 위버스

4. 투자포인트 2 : 본업도 불타오르네~

- 리오프닝으로 인한 공연 매출 확대

- 그 외 본업도 모두 완벽하다!

5. Risk

- BTS 입대? 걱정마시라!

6. Valuation: PER Method

7. Appendix

<Earning Table>

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021.2Q	2021.3Q	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	301,372	587,224	796,283	178,334	278,610	341,032	1,251,036	2,254,056	2,500,373	3,791,484
YoY (%)		94.9%	35.6%				57.1%	82.2%	10.9%	51.6%
매출원가	189,979	385,667	421,538	82,563	145,274	161,094	638,027	1,111,564	1,202,568	1,841,737
매출총이익	111,393	201,538	374,745	95,771	133,336	179,938	613,009	1,142,492	1,297,805	1,949,747
GPM(%)	37.0%	34.3%	47.1%	53.7%	47.9%	52.8%	49.0%	50.7%	51.9%	51.4%
판매비	31,462	102,795	229,230	73,001	105,326	114,361	418,538	665,017	744,325	1,133,117
판매비율(%)	10.4%	17.5%	28.8%	40.9%	37.8%	33.5%	33.5%	29.5%	29.8%	29.9%
영업이익	79,931	98,742	145,516	22,770	28,010	65,577	194,471	477,475	553,480	816,630
OPM(%)	26.5%	16.8%	18.3%	12.8%	10.1%	19.2%	15.5%	21.2%	22.1%	21.5%
기타수익	98	154	493	104	558	N/A	662	648	648	648
기타비용	1,769	511	4,295	639	1,095	N/A	2,730	2,048	2,048	2,048
지분법손익	-124	-908	-1,606	-136	814	N/A	678	0	0	0
금융수익	2,207	7,491	6,543	6,517	1,798	N/A	12,346	5,908	5,908	5,908
금융비용	128,791	6,477	20,404	3,612	4,056	N/A	10,165	6,299	6,299	6,299
법인세차감전순이익	-48,449	98,492	126,247	25,005	26,029	68,148	195,262	475,684	551,689	814,839
법인세비용	22,016	26,068	39,185	7,761	6,293	18,667	53,228	129,672	150,390	222,125
당기순이익	-26,433	72,424	87,061	17,244	19,737	49,481	142,034	346,013	401,298	592,714
비지배지분순이익	0	-1,399	1,340	139	-245	1,808	1,702	25,649	43,523	73,190
지배지분순이익	-26,466	73,823	85,721	17,105	20,504	47,673	140,332	320,364	357,775	519,524

Rating

Buy

목표주가: 628,000 원

현재주가: 383,500 원

상승여력: 63.7%

12M 추가추이

시가총액 149,760 억원



Balance sheet data

순자산	11,984 억원
PBR	7.83 배
ROE	12.52%
ROA	7.61%

Earning data

PER	136.43 배
12M EPS	2,811 원
당기순이익	871 억원
영업이익	1,455 억원
영업이익률	18.27%
EV/EBITDA	72.67 배

주요 주주

방시혁 (외 6인)	35.20%
넷마블	19.28%

SMIC 1 팀

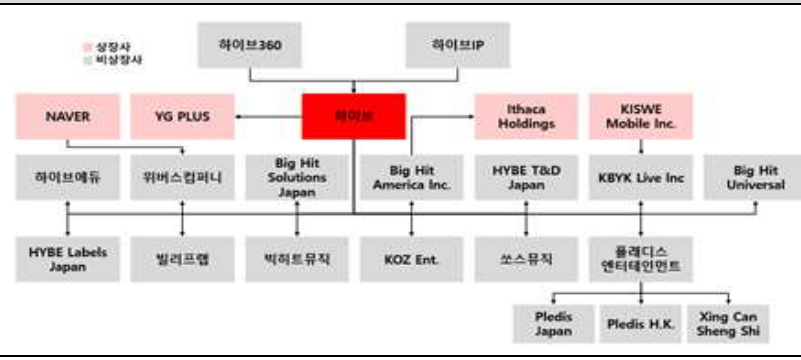
- 팀장 43 기 박성준
- 팀원 43 기 신승연
- 43 기 신희원
- 44 기 이성규
- 44 기 최정주

1. 기업분석

1.1. 기업 개요

동사는 음악제작 및 연예인 매니지먼트 대행업을 목적으로 2005년 2월 1일 '주식회사 더빅히트엔터테인먼트'로 설립되었으며, 2020년 10월 15일 유가증권시장에 상장하였다. 2021년 3월 30일 주주총회에서 상호를 '주식회사 하이브'로 변경하였다. 동사는 산업 전반에 걸친 가치사슬의 통합과 다른 형태의 콘텐츠로의 확장을 위해 다양한 연결대상 종속회사를 두고 있다. 동사 소속 아티스트로는 BTS, TXT가 있으며, 계열사인 플레디스에는 세븐틴, 빌리프랩에는 엔하이픈이 소속되어 있다.

그림 1-1. 동사 계열사 지배구조



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

1.2. 매출 구성

동사의 매출 구성은 앨범/음원, 공연, 광고 등, MD 및 라이선싱, 콘텐츠, 기타로 구성되어 있다. 콘텐츠 부문은 동사 소속 아티스트에 대해 영상 콘텐츠를 만들어 유튜브, 위버스 플랫폼이나 방송사 등에 공급하여 얻는 매출을 포함한다. 최근 코로나19로 인해 열린 온라인 콘서트에 대한 매출 역시 콘텐츠 부문의 매출로 인식된다. 이외 각 매출 부문별 자세한 설명은 아래 그림과 같다.

이 중 앨범, 공연, 광고 등은 직접 매출로, MD 및 라이선싱, 콘텐츠, 기타는 간접 매출로 분류된다. 최근에는 매년 간접 매출 부문 비중이 높아지는 추이를 보이고 있다.

그림 1-2. 동사 매출 구성

구분	형태	내역
직접	앨범/음원	음반 매출 및 음원 스트리밍, 로열티 수입
	공연	콘서트, 투어, 팬미팅 및 기타 전시 등 라이브 퍼포먼스 티켓 매출
	기타 매니지먼트	TV쇼, 아티스트 출연료, 상업용 제품광고 출연료, MD상품 해외 배송
간접	MD/라이선싱	음/오프라인 채널 통한 의류, 액세서리, 야미밤 등 독점 MD 상품
	콘텐츠	온라인 라이브스트리밍, 숏/롱 폼 비디오, 출판물, 이모티콘 등 온라인/디지털 상품, 온라인 콘서트
	팬클럽 및 기타	유료 팬클럽 수수료 등

출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 1-3. 간접 매출 비중 변화 추이



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

2. 산업 분석

우선 동사가 영위하는 엔터테인먼트 산업은 BTS 와 같은 아티스트를 기반으로 하는 K-POP 산업이다. 따라 동사의 성장은 K-POP 시장의 성장과 자연스럽게 그 궤를 같이 한다. 따라 산업분석에서 K-POP 시장에 대해 살펴보고, 속에서 동사의 팬 플랫폼 서비스 위버스를 필두로 성장하는 팬 플랫폼 시장에 대해 알아보하고자 한다.

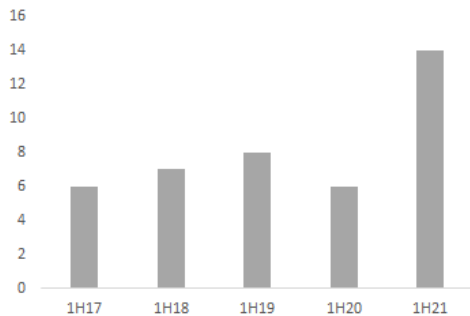
2.1. K-POP, 단순한 음악산업이 아닌 팬더스트리!

BTS를 필두로 한 K팝은 지난해 전 세계에서 가장 빠르게 성장한 음악 분야라고 한다. 세계 음반 산업을 대표하는 단체인 '국제음반산업협회(IFPI)' 발표에 따르면 K팝과 한국 음악 시장은 전년 대비 44.8%라는 압도적인 증가세를 보였다.

실제로 당해 1~9월 누적 기준 K-POP 음반 판매량은 전년 대비 62.3% 하여 3분기에 이미 지난해 총 판매량을 능가하였으며, K-POP 실물 음반 수출 대상 국가 또한 3년 만에 42개 국에서 88개 국으로 확대되었다.

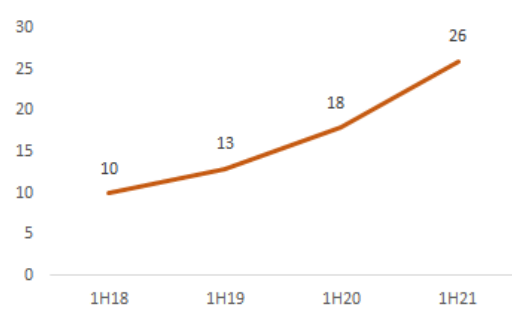
그중 특히 주목할만한 지표는 K-pop 구보 판매량의 증가인데('Backward spillover', 신보 판매와 함께 구보 판매가 증가하는 현상), 이는 **충성도 높은 신규 팬덤이 지속적으로 늘어나고 있음을 의미**한다. 과거 17~20년 구보 판매량은 전체 앨범 판매량 6~8% 수준이었으나, 올해 상반기 기준 14%에 달하는 것으로 파악되고 있다.

그림 2-1. 연도별 구보 판매량 비율



출처: 가온차트, SMIC1 팀

그림 2-2. 연도별 앨범 판매량 추이



출처: 가온차트, SMIC1 팀

K-POP = 팬더스트리

K-POP의 이런 놀라운 성장은 **K-POP이 단순한 음악 산업이 아닌, 팬 커뮤니티와 함께 성장하는 시장, 즉 팬더스트리(Fan+Industry) 이기** 때문이다. K-POP 팬덤의 소비의 기준은 품질이나 가격이 아닌 스타이다. 자신이 좋아하는 스타가 발매한 앨범이라면 같은 앨범을 10장이고 100장이고 구매하기도 한다. **이렇듯 충성도 짙은 팬덤의 소비 성향을 기반으로 팬더스트리가 성장할 수 있었으며, BTS와 블랙핑크를 필두로 하여 전 세계로 확산되고 있다.**

2.2 팬더스트리의 중심이 될 팬 플랫폼!

이러한 팬더스트리 산업에서 지금 가장 주목받고있는 분야가 바로 팬 플랫폼이다. 팬 플랫폼이란 기존에 산재해 있던 팬 커뮤니티와 커머스 샵, 콘텐츠 유통 등 팬 문화를 향유 하는데 필요한 모든 요소들을 통합하여 하나의 플랫폼에서 즐길 수 있도록 한 것이다.

코로나 19로 인해 온라인 소비와 소통이 증가하면서 팬 플랫폼이 엔터사들의 새로운 수익처로 주목받기 시작하였으며, 지난 2년간 가파른 성장세를 기록하였다.

팬 플랫폼 시장을 선도하는 K-POP

팬 플랫폼은 팬덤을 수익화 한다. 그렇기에 충성도가 높은 팬덤을 보유하고 있는 K-POP의 팬 플랫폼이 시장을 선도하고 있다. 대표적인 K-POP 팬 플랫폼으로 V-Live, 위버스, 유니버스, 버블이 있으며, V-Live는 내년 상반기 위버스에 이전 통합될 예정이다. 그리고 바로 이 위버스가 동사가 보유한 팬 플랫폼이다.

동사의 위버스를 중심으로 본 각 팬 플랫폼의 특징은 다음과 같다.

그림 02. K-POP 팬 플랫폼 별 특징					그림 03. 위버스 BTS 피드 화면
					
이용자수	누적 다운로드 1 억건 (20년 말) MAU 약 3천만명	누적 다운로드 1,700 만건 (20년 말) MAU 530 만명 (2021)	누적 다운로드 1,000 만건 (21년 6월) MAU 330 만명	유료 구독자 수 120만명(2021)	
해외 이용자	약 85% (14개국어 지원언어)	약 80% 이상 (10개국어 지원언어)	80% (21년 6월) (9개국어 지원언어)	68% (21년 6월) (9개국어 지원언어)	
서비스 시작	2015년 8월	2019년 6월	2021년 1월	2020년 2월	
운영사	위버스 컴퍼니(엔터테인먼트) (영수)	위버스 컴퍼니	엔서소프트	CJ오앤(5M 지점사)	
주요 걸거사	주요 K-POP 엔터사	YG&JMG 등	CJ&MMOL	JYP 등 17개사	

출처: 하이투자증권

출처: 위버스 App

위버스는 2019년 중순 동사가 내놓은 자체 팬 플랫폼이다. 현재 국내의 주요 팬 플랫폼 중 V-Live에 이어 MAU 2위를 차지하고 있으며, 내년 상반기 V-Live와 통합 후 압도적인 MAU 1위 플랫폼으로 거듭날 예정이다. BTS와 블랙핑크 등 글로벌 아티스트를 비롯하여 총 33개의 아티스트가 입점해 있다. 팬-아티스트 게시판, 독점 콘텐츠 등을 제공하고 있으며, 자체 커머스샵인 '위버스샵'과 연동되어 티켓이나 굿즈를 판매하기도 한다.

V-Live는 2015년에 출시된 가장 오래된 팬 플랫폼이며, MAU 3000만을 보유하고 있다. 실시간 스트리밍 서비스를 주력으로 제공하고 있으며, 내년 상반기에 위버스에 통합될 예정이다. 버블은 2020년 SM에서 출시한 프라이빗 메시지 서비스로, 월정액(4500원) 지불 시 다른 곳에서는 찾아볼 수 없는 아티스트의 메시지/사진/영상을 개인 카톡처럼 받아볼 수 있다. SM 소속 가수를 비롯한 41개의 아티스트가 입점해 있으며, 유료이용자는 120만 명에 달한다. 유니버스는 당해 초 NC SOFT가 출시한 팬 커뮤니티 플랫폼으로, 독점 콘텐츠와 프라이빗 메시지 기능을 제공한다. MAU는 330만에 달하며, 총 21개 아티스트가 입점해 있다.

3. 투자포인트 1: NFT 시장의 강력한 Dynamite!

투자포인트 1은 동사가 두나무와의 전략적 제휴를 통해 엔터테인먼트 시장의 독보적인 NFT 생태계를 형성하여 선점할 것이며, 이 과정에서 동사의 팬 플랫폼인 위버스가 메타버스와 결합해 핵심적인 역할을 할 것이라는 것이다.

두나무와 동사가 NFT를 매개로 한 협력 관계를 맺는다는 것은 며칠 전 공식화되어 모두가 아는 사실이지만, 아직 그 구체적인 청사진을 그리고 거기서 더 나아가 창출될 이익을 확인하는 것은 매우 어렵다. 본 보고서에서는 양사 협력의 배경을 철저히 분석하여 양사가 어떤 시너지를 낼 수 있는지, 그에 따라 구체적으로 어떻게 사업을 펼칠 것이며 그 결과 동사의 수익 모델은 무엇일지를 추정할 것이다.

여기서 중요한 것은 이러한 추정이 아직 어떤 사업이 전개될지 뚜렷하게 밝혀지지 않은 상황에서 진행된다는 점이다. 모든 시장이 이를 주목하기 전 미리 꿈의 크기를 가늠하여 더욱 Front-tier적인 투자를 돕고자 한다.

3.1. 두나무와 전략적 제휴, 그 중심엔 NFT!

3.1.1. 속보입니다! 두나무와의 전략적 제휴!

지난 26일 투자은행 업계에 의해 동사가 상장 1년만에 4,000억원 규모의 4,000억 원의 사모 전환사채(CB) 발행을 추진하고 있다는 사실이 밝혀졌다. 그리고 가장 유력한 시나리오로 암호화폐거래소 업비트 운영사인 두나무와의 전략적 제휴가 거론되었지만, 동사는 조회공시에 "다양한 방안을 검토 중이나, 구체적으로 결정된 사항은 없다" 라는 사실을 밝히며 신중한 입장을 보였다.

그림 3-1. 두나무와의 전략적 제휴에 대한 동사의 입장

1. 문헌 또는 보도의 내용	두나무(주)에의 투자 및 전략적 제휴, CB 발행 관련 언론 보도
2. 문헌 또는 보도의 매체	헤럴드경제 1면, 서울경제 등 온라인 기사
3. 문헌 또는 보도의 발생일자	2021-10-26
4. 문헌 또는 보도의 내용에 대한 해명내용	- 두나무(주)에의 투자 및 전략적 제휴, CB 발행과 관련하여 당사는 사업경쟁력 강화를 위해 다양한 방안을 검토 중이나, 현재 구체적으로 결정된 사항은 없습니다. 이와 관련하여 추후 구체적인 내용이 결정되는 시점 또는 1개월 이내에 재공시 하겠습니다.
-공시책임자 : (주)하이브 CFO 이경준	
5. 재공시예정일	2021-11-25
※ 관련공시	-

출처: 동사 조회 공시

그림 3-2. 11월 2일 공식 발표된 양사의 전략적 제휴



출처: 동사 유튜브 채널

동사-두나무
전략적 파트너십
→ NFT 사업

그로부터 일주일인 지난 당월(11월) 4일, 동사와 두나무는 지분 스왑을 통해 전략적 제휴를 공식화했다. "양측은 전략적 파트너십을 맺고 새 합작법인(JV)을 출범시켜 팬들이 아티스트의 지식재산(IP) 기반 콘텐츠와 상품을 디지털 자산으로 소유할 수 있도록 NFT 사업을 펼 것"이라는 발표를 통해 NFT 사업으로의 진출을 밝혔다.

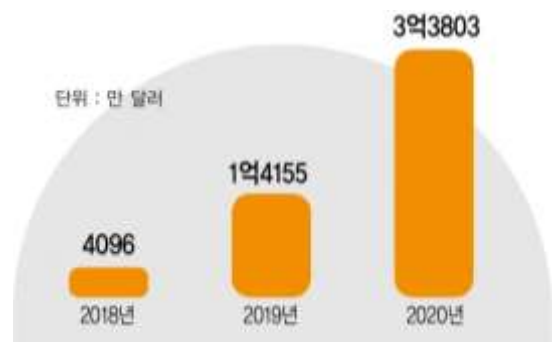
양사가 런칭할 NFT 신사업에 대한 구체적인 모습은 알 수 없지만, 많은 실마리를 남겼다. 방시혁 의장은 NFT 상품의 예시로 대표적인 아이돌 굿즈인 포토카드를 들어 "디지털에서 고유성을 인정받은 포토카드(아이돌 굿즈)를 영구 소장할 뿐 아니라 팬 커뮤니티 플랫폼에서 수집·교환·전시가 가능해질 방법 등을 두나무와 구체화하고 있다"고 전했다. 실제로 현재 NBA 선수들을 기반으로 한 NFT가 5200만원 정도에 거래되고 있다는 걸 보면 그 규모가 매우 클 것임을 상상할 수 있다.

그림 3-3. 실제로 거래되고 있는 NBA 선수 NFT 카드



출처: NonFungible.com

그림 3-4. NFT 시장 시가총액 변화 추이



출처: NonFungible.com

이와 더불어 내년 상반기 중 아티스트가 직접 개발 과정에 참여하는 게임, 다양한 아티스트가 주인공을 등장하는 웹툰, 웹소설까지 무한한 IP 활용의 확장까지 제시하며 NFT와 같은 다양한 신기술과 동사의 IP를 결합해 전 세계 팬이 가치의 공유·교환이란 확장된 경험을 할 수 있도록 완성도 높은 서비스의 개발하는 것이 목표라는 것을 밝혔다.

동사가 가진 막강한 IP를 기반으로 어떤 비즈니스를 펼쳐갈지 구체적인 청사진을 정확하게 알 수는 없다. 우리가 알고 있는 것은 양사의 JV 설립은 최대한 빠르게 이루어질 것이며, 2022년 2분기 정식 서비스 런칭을 피하고 있다는 것, 그리고 그 중심에는 NFT가 있다는 점이다.

따라서 본 보고서는 투자포인트 1에서 앞으로 펼쳐질 미래의 구체적인 청사진을 그려 꿈의 크기를 가늠해 투자 의견을 제시하고자 한다. 단순히 허황된 예측이 아니라 동사와 두나무가 가진 역량과 얻을 수 있는 기대 효과를 철저히 파악하고 분석하여 이번 전략적 제휴의 구체적 청사진을 제시하고, 그 청사진이 가져올 경제적 효과를 정량화하여 동사를 투자함에 있어 단순한 꿈이 아닌 구체적이고 현실적인 미래를 보여줄 것이다.

이러한 명확한 청사진을 그리기 전, 동사와 두나무의 전략적 제휴의 핵심이자, 최근 가장

뜨거운 트렌드인 NFT에 대해 알아보자.

3.1.2. NFT가 뭐길래?

NFT(Non-fungible Token · 대체 불가능 토큰)는 기존 우리가 아는 비트코인, 이더리움 등의 FT(Fungible Token)의 반대에 있는 개념으로 최근 주식시장 뿐만 아니라 전 산업군에서 가장 핫한 키워드 중 하나이다.

NFT는
고유한 속성과
희소성을 가지는
토큰

NFT의 중요한 특징은 블록체인 기술을 기반으로 토큰들이 각각의 고유한 속성과 희소성을 갖추고 있어 대체불가능하다 라는 것이다. 비트코인과 같은 FT는 A가 가진 비트코인이든, B가 가진 비트코인이든 동일한 가치를 가지고 있으며, 구분의 의미가 없어 즉 1:1 교환이 발생하여도 사실상 교환이 발생하지 않은 것과 같지만 NFT는 그 고유성 때문에 동일 조건에서 교환은 불가능하다.

그림 3-5. NFT 와 FT의 차이 “고유성, 교환불가”



출처: NonFungible.com

그림 3-6. 기하급수적으로 성장하는 NFT 거래액



출처: DappRader, SMIC 1팀

NFT는 다양한
디지털 콘텐츠를
'자산화'시킨다.

NFT는 이러한 고유성을 바탕으로 디지털 콘텐츠를 '자산화'하고 결국 이러한 자산들은 하나의 독립적인 경제를 만들어낼 수 있다. 기존 디지털 세계에서 창작물들과 콘텐츠들은 손쉽게 복제되며 '희소성'과 '유일성'을 가질 수가 없었지만, 여기서 NFT는 디지털 창작물에 희소성을 부여하게 되고 결국 창작물 가치의 근간이 되어주기 때문이다. 이것이 NFT가 현재 메가 트렌드로 시장의 높은 기대를 받고 있는 이유이다.

치열한 NFT경쟁 속,
우리의 기회는
엔터테인먼트 산업에
있다

실제로 이러한 활용성에 주목하여 다양한 NFT 프로젝트들이 쏟아지고 있고, 올해 하반기 들어 NFT 거래액 또한 기하급수적으로 상승하고 있다. 사실 국내 규제 당국에 가상 자산에 대한 우려와 해외에서의 프로젝트 선점으로 인해 현재 NFT 프로젝트는 해외 프로젝트가 대부분이다. 하지만 향후 성장성을 고려했을 때 한국이 막강한 영향력을 발휘할 수 있는 분야가 있다. 바로 동사와 같은 엔터테인먼트사가 영위하는 엔터테인먼트 부문이다.

3.1.3. NFT와 한국의 엔터테인먼트 만남, 강력할 수밖에 없는 이유

NFT 생태계가 극대화되는 요인을 갖춘 한국의 팬더스트리

NFT와 엔터테인먼트의 강력한 결합을 이해하기 위해서는 우선 NFT는 어디서 가장 큰 가치를 만들어내는지 알아야한다. 바로 **NFT의 거래가 극대화되는 생태계**이다. 그리고 그 생태계의 필요충분조건은 바로 **끊이지 않는 공급과 수요, 그리고 그러한 행위가 이루어지는 마켓 플레이스**이다. 그리고 그러한 조건들을 모두 만족시키는 곳이 바로 엔터테인먼트 분야, 더 정확히는 **K-POP의 독특한 팬덤 문화, 즉 한국식 팬더스트리(Fan + Industry)**이다.

수요 측면
- **NFT의 활용은 무궁무진**

우선 수요 측면에서 한국 K-POP의 팬덤 문화는 다른 문화권의 그것과는 확연히 다른 특성을 가진다는 것에 주목해야 한다. **한국의 팬덤은 이미 강력한 커뮤니티를 형성하고 있으며, 각 인물 혹은 그룹에 대한 스토리라인이 강력한 힘을 가지며 이에 따라 MD (굿즈) 판매, 콘서트 등 다양한 커머스화가 진행되고 있다.** 많은 아이돌 팬들은 아이돌 사인이 있는 영수증까지 거래할 정도로 본인이 좋아하는 아이돌과 관련된 무엇이든 개인 거래를 해서라도 모으고자 하는 욕구를 가지고 있다 우리는 NFT의 무궁무진한 적용을 충분히 상상할 수 있다.

공급 측면

그리고 공급 측면에서 **엔터사는 IP를 NFT에 무한하게 적용할 수 있다.** 우선 가장 쉽게 이해할 수 있는 것은 방시혁 의장이 컨퍼런스 콜에서 든 예시와 같은 디지털 포토카드와 같은 형태가 있겠다. 하지만 이건 정말 빙산의 일각에 불과하다. 아티스트 음원, 영상, 사진, 글씨 등 상상을 뛰어 넘는 모든 것이 거의 0에 수렴하는 비용으로 **NFT로 자산화** 될 수 있다.

그림 3-7. 강력한 팬더스트리 시장



출처: 동사 IR, 인크로스

그림 3-8. BTS LA 콘서트 가격, 무려 1800만원!



출처: ticketMaster., SMIC 1팀

마켓플레이스 측면

그리고 이것이 향유될 마켓플레이스 또한 팬더스트리는 이미 확보하고 있다. 팬 플랫폼이 바로 그 역할을 하고 있다. 동사의 위버스, SM의 버블과 같은 **팬 플랫폼은 이미 상당한 MAU를 보유하여 팬들의 커뮤니티를 형성하고 있다.** 실제로 동사는 팬들이 NFT들을 영구 소장할 뿐 아니라 팬 커뮤니티 플랫폼 위버스에서 수집·교환·전시가 가능해질 방법

들을 두나무와 구체화하고 있다는 입장을 통해 강력한 마켓플레이스를 구축할 것임을 시사했다.

이렇게 현재 한국의 엔터테인먼트 산업은 NFT 시장 성장의 삼박자인 수요, 공급, 마켓플레이스(생태계)를 모두 확보하고 있고, 따라 NFT와 엔터의 결합은 강력할 수밖에 없다. 강력한 커뮤니티 안에서 NFT는 더욱더 그 가치와 활용이 빛을 발할 것이다.

3.2. 하이브-두나무, 전략적 제휴의 배경

3.2.1. 동사의 Needs

앞서 말했듯, 엔터테인먼트에서 NFT를 적용할 수 있는 부분은 무궁무진하며, 특히 NFT 자산의 원천이 되는 막강한 IP, 그리고 그것의 마켓플레이스가 될 팬 플랫폼을 가진 동사는 더욱더 막강한 힘을 가질 수밖에 없는 시장이다.

동사의 IP NFT가
창출할 경제적 가치
는 가능할 수 없을
정도

동사가 NFT 시장에 진출하여 만들어낼 경제적 효익을 정확히 측정할 순 없겠지만, 이번에 진행되는 BTS의 LA 콘서트의 앞좌석 티켓 가격은 최대 1,800만원에 거래되고 있다는 사실은 규모의 막대한 크기를 상상하게 한다. 만약 LA 콘서트의 퍼포먼스 일부를 NFT화 한다면? 그 가능성과 창출될 경제적 효과는 감히 가능할 수도 없는 수준이다. 따라서 동사는 NFT 시장을 절대 놓치지 않고 싶었을 것이며, 두나무와의 협력으로 이어졌을 것이다.

두나무와의 협력의
이유

그렇다면 왜 자체적으로 블록체인 기술자를 영입하거나 작은 블록체인 프로젝트를 인수하는 형태가 아니라, 두나무의 손을 잡은 것일까?

그 이유는 두나무가 국내 주류 암호화폐 거래소 업비트를 운영하고 있으며, 탄탄한 블록체인 기술력과 사업 경험을 가지고 있다는 점에 있다. NFT를 매입할 때 일반적으로는 신용카드나 법정화폐가 아닌 이더리움(ETH) 등의 암호화폐를 이용해야 한다. 즉 NFT를 매입하려면 먼저 암호화폐를 보유해야 하는데 이를 위해서는 암호화폐 거래소를 거쳐야 한다. 즉 매끄러운 NFT 구매, 거래 서비스를 제공하기 위해서 동사는 두나무와의 협력을 선택한 것이다.

3.2.1. 두나무의 Needs

그렇다면 두나무는 왜 많은 엔터사 중에서도 동사의 손을 잡은 것일까?

암호화폐 거래소의
NFT 시장은 당연

우선 암호화폐 거래소가 NFT 시장을 진출하는 것은 너무나도 당연하다. NFT시장에 참여함으로써 NFT 발행과 거래에서 발생하는 수수료를 확보할 수 있기 때문이다. 또한 NFT의 거래는 가상 화폐로 이루어지므로 기존 거래소 MAU와의 높은 시너지도 기대할 수 있다. 실제로 미국 암호화폐 거래소 사업을 영위하는 코인베이스 주가는 연말 NFT 출시를 예고한 이후로 50%가량 상승하였고, 국내 암호화폐거래소인 빗썸의 최대주주 비덴트도 결국 NFT 거래소로 진출할 거라는 기대감으로 50% 상승하였다.

**두나무 역시
글로벌 NFT 시장
진출을 꿈꿀 것**

두나무 역시 무조건 NFT 시장으로 진출하고 싶어할 것이다. 하지만 암호화폐 등의 가상 자산에 대한 이해가 비교적 해외에 비해 낮고, 불신이 크고, 시장 자체도 작은 우리나라에서 NFT 시장의 주류로 자리잡는 것은 쉽지 않은 일이다. 게다가 국내에 한정된 시장은 너무나도 작다. 따라서 두나무는 글로벌 NFT 시장으로의 진출을 너무나도 원할 것이다.

그림 3-9. NFT에 대한 기대로 상승한 코인베이스 주가



출처: YahooFinance, SMIC 1팀

그림 3-10. 국내 시장에 한정된 두나무의 업비트



출처: 시밀러랩

**그 꿈의
동아줄이 되어줄
국내의 엔터산업**

이러한 악조건 속 한줄기 빛이 되어주는 것이 바로 국내의 엔터테인먼트 산업이다. 엔터테인먼트 IP를 활용한 NFT를 공급하고, 해당 NFT가 거래되는 거래소를 선점한다면 강력한 팬덤이 뒷받침하는 탄탄한 수요를 바탕으로 새로운 NFT 시장의 강자가 될 수 있다. 두나무 입장에서는 지금까지 국내에 한정된 암호화폐 거래소(업비트)에서 글로벌 NFT 시장으로 나아갈 수 있는, 퀀텀 점프의 발판이 되는 것이다.

**가장 강력한 파트너
, 하이브**

그리고 이러한 이유로 두나무는 동사의 손을 잡을 수밖에 없다. BTS로 대표되는 동사의 아티스트 라인업은 국내를 넘어서 전세계에서 가장 강력한 팬 커뮤니티를 형성하고 있으며, 그러한 팬 커뮤니티의 플랫폼으로 자리잡고 있는 동사의 위버스는 NFT의 강력한 활용처가 된다.

**동사의 위버스
높은 MAU,
해외 이용자 보유**

위버스는 현재 충성도 높은 IP를 바탕으로 팬 플랫폼 중 가장 높은 640만(2021년 3분기 기준)이라는 MAU(월간 활성 사용자 수)를 가지고 있다. 2022년 V-LIVE와 통합 후 MAU는 2500만에 달할 것으로 추정된다. 그리고 이 중 90% 이상이 해외 이용자이기 때문에 국내에 국한되지 않고, 글로벌 시장을 타깃으로 한 다양한 사업 기회를 모색할 수 있다.

또한 위버스는 메타버스 사회를 구축할 계획이며 팬들은 해당 사회 안에서 아티스트 IP를 바탕으로 만들어진 NFT를 활용할 수 있을 것이다. 위버스가 MAU와 메타버스를 활용해 얼마나 NFT의 가치를 극대화 시키는가에 대해서는 3.4장에서 더욱 자세히 다룰 것이다.

즉, 이 지점에서 다른 팬 플랫폼과 비교가 되지 않는 높은 MAU를 보유하고 있는 위버스와 그리고 BTS로 대표되는 강력한 IP를 가지는 동사를 두나무가 원할 수밖에 없다는 사

실이 자명해진다. 두나무의 NFT화에 필요한 기술력과 축적된 경험, 동사의 강력한 IP와 팬 플랫폼 위버스가 만나 강력한 NFT 생태계를 구축할 것이다.

3.3. 하이브-두나무, 전략적 제휴의 청사진을 제시한다.

지금까지 우리는 이번 전략적 제휴의 배경을 확인했다. 지금부터는 양사의 JV가 어떤 사업을 영위할지 청사진을 그려보고, 동사가 얻는 효용을 분석해보고자 한다. 물론 현재 동사가 발표한 입장처럼 아직 구체적인 방향은 결정되지 않았지만 앞서 살펴본 양사가 가진 역량과 자산, 그리고 양사의 니즈, 그리고 컨콜에서 제시한 실마리들을 바탕으로 구체적이고, 현실적인 청사진을 제시하고 그 효익을 정량화 해볼 것이다.

3.3.1 NFT 발행 - 거래 - 활용 모두를 아우르는 독자적인 NFT 생태계 구축

우선 앞서 말했듯 두나무는 가상자산에서의 탄탄한 기술력을 확보하고 있고, 메가트렌드로 떠오른 NFT에서의 지위를 선점하고 싶어하며, 동사는 가지고 있는 IP와 팬 플랫폼 위버스의 활용을 극대화하여 수익을 창출하길 원한다.

동사-두나무는 독자적인 NFT 생태계를 구축할 것!

두나무는 탄탄한 기술력과 경험을 바탕으로 NFT의 발행과 거래에 필요한 기술을 제공할 것이다. 그리고 동사는 세계적인 IP를 바탕으로 NFT의 본질이 되는 콘텐츠를 제공하여 사용자를 모으고, 위버스를 통해 NFT 자산의 활용을 극대화시킬 수 있다 즉, 양사는 이번 전략적 제휴를 통해 NFT의 발행, 거래, 활용 모두를 아우르는 독자적인 생태계를 구축할 것이다. 그리고 이러한 생태계에서 다양한 이윤을 창출해낼 수 있다.

그림 3.11. NFT 발행 - 거래 - 활용 모두를 아우르는 독자적인 NFT 생태계 구축



출처: SMIC 1팀

우선 JV의 형태는 'NFT 거래소'의 모양, 그 중에서도 '팬더스트리 집중 NFT 거래소'의 형태를 갖출 것임이 유력하다. 그 이유는 다음과 같다.

현재 NFT 거래 플랫폼(NFT 거래소)의 경쟁이 치열한 가운데, 특정 테마에 특화된 거래소로의 포지셔닝이 필수적이고, 동사가 가진 강력한 팬더스트리는 매우 매력적인 테마이기 때문이다. 앞서 언급한 현재 NFT 거래소 1위인 OpenSea의 경우 오픈마켓의 형태를 띄

어 어떤 형태의 NFT든 자유롭게 발행되고 거래된다. 시장을 선점한 OpenSea 때문에 오픈마켓의 경우 새롭게 진출해 시장 점유율을 가지고 오는 것이 어렵다.

특화된 테마의 NFT 거래로 시장 확보 가능

하지만, 오픈마켓이 아닌 **특화된 NFT 거래라면 기회는 충분하다**. 이에 따라 오픈마켓이 아닌 특정 테마에 집중한 거래소들이 많이 등장하고 있는데, 일례로 슈퍼레이어, 파운데이션 등 NFT 플랫폼은 예술품에만 집중하여 거래를 지원하고 있고, 실제로 거래 규모가 크게 성장하고 있다.

팬더스트리 집중 NFT 거래소의 모양을 갖출것.

동사와 두나무의 JV는 두나무의 기술력을 바탕으로 NFT 발행, 거래를 지원할 수 있다. 두나무가 영위하는 암호화폐 거래소를 통해 더욱 매끄러운 거래 활동까지 지원이 가능하다. 그리고 동사는 BTS를 비롯한 강력한 아티스트기반 IP를 활용하여 독자적인 NFT 시장을 형성할 수 있다. **따라, 양사는 팬더스트리 산업에 집중한 NFT 거래소 서비스에 진출할 것이다.**

해당 거래소의 NFT 들은 위버스를 통해 가치가 극대화!

그리고 여기서 주목할 것은 **해당 거래소에서 거래된 NFT를 동사의 위버스 플랫폼에서 다양하게 활용하여 자산으로서의 가치를 더욱 극대화시킬 것**이라는 점이다. 동사는 4일 컨퍼런스 콜을 통해 동사 플랫폼에서 NFT 자산의 수집·교환·전시가 가능하게 할 방법을 현재 모색중이라고 밝혔다는 점에서도 이는 자명하다. 이러한 위버스 플랫폼에 대해서는 3.4 에서 더욱 자세히 다룰 예정이다.

3.3.2 NFT 시장에서 만들어낼 비즈니스 모델

앞서 우리는 양사의 전략적 제휴가 팬더스트리 산업에 집중한 NFT 거래소를 만들고 이를 위버스와 연동해 NFT 발행 - 거래 - 활용이 이루어지는 독자적인 생태계를 구축하는 모양으로 나아갈 높은 가능성을 확인했다. 지금부터는 NFT 발행부터 활용까지의 각 단계를 구체적으로 설명하며 시장이 창출할 경제적 효익을 정량화 해보고자 한다.

① NFT 발행(Minting)

NFT 발행 - 두나무의 기술력 (루니버스) 이용

자사 IP를 NFT화 하기 위해서는 우선 NFT 발행(Minting) 과정이 필요하다. 이때 두나무의 기술력이 활용된다. 두나무는 자회사 람다256가 출시한 '루니버스'라는 서비스를 통해 NFT 상용화 기술을 보유하고 있다. 루니버스는 자체 메인넷을 가진 NFT BaaS(Blockchain as a Service)인데, 이 서비스를 통해 동사의 IP 기반 NFT를 발행(minting)할 가능성이 매우 높다. 앞서 언급한 독자적인 **NFT 생태계 구축을 위해서는 자체 메인넷의 활용이 필수적이기 때문이다.**

현재 대부분의 NFT 프로젝트는 이더리움, 클레이튼 메인넷을 기반으로 만들어지고 있다. 쉽게 설명하면 메인넷은 구글의 안드로이드, 애플의 IOS와 같은 스마트폰의 OS(운영체제)라고 생각하면 된다. 그리고 NFT 프로젝트들은 그 OS 위에서 만들어지는 어플리케이션과 같다. 이더리움 등의 기존 메인넷을 활용해 발행된 NFT들은 결국 해당 생태계에 종속된다.

이외에도 또다른 부수적인 단점이 존재한다. 메인넷에서 프로젝트를 만들기 위해서는 '가스비'라는 비용이 든다. 해당 메인넷을 이용하는 일종의 수수료 개념인데, 이더리움의 고질적인 문제가 바로 높은 가스비이다. 또한 프로젝트를 만드는 과정(더 정확히는 체인의 검증과정이 복잡한 것인데 이러한 자세한 기술적 설명에 대해서는 생략한다.)이 복잡해 서비스 운영에도 어려움이 있다.

두나무의 루니버스는 자체 메인넷을 가지고 있기 때문에 이를 통해 NFT를 발행한다면 독자적인 생태계 구축이 가능하고, 높은 수수료 문제 또한 해결된다. 두나무 입장에서도 자체 메인넷에서 동사 IP를 활용해 NFT를 발행하게 된다면 자체 메인넷의 활용도를 높이고 사용자를 확보하게 되는 큰 장점이 있다.

앞서 말한 것처럼 NFT를 발행하는 데에는 해당 메인넷을 이용하는 수수료인 가스비가 발생한다. 하지만 양사는 JV 설립을 통해 협력 관계를 구축하였고, 루니버스 또한 동사의 참여로 얻는 효용이 더욱 크기 때문에 이 가스비가 없거나, 매우 적은 수준(0.5% 이내)로 발생할 것이라고 예측할 수 있다.

② NFT 거래와 활용

자체 NFT 거래소를 통한 거래가 이루어질 것

이렇게 발행된 NFT 자산들은 양사가 구축한 NFT 거래소를 통해 거래될 것인데, 이때 위버스의 연동으로 위버스의 높은 MAU는 자연스럽게 NFT 경제의 거래주체로 연결되고, 위버스에서의 NFT 아이템 활용도를 높여 더욱더 높은 수요를 견인하게 된다.

NFT 거래소에서 다양한 NFT 자산들이 listing 되고 위버스의 사용자들은 해당 거래소에서 구매한 NFT 아이템을 위버스에서 사용할 수 있게 되는 구조인데, 현재 위버스와 위버스샵 어플리케이션의 모습을 생각하면 이해하기 쉽다.

현재 위버스는 팬 플랫폼으로서의 기능을, 그리고 거기서 굿즈나 팬클럽 가입 등의 구매 활동을 위해서는 위버스샵 앱으로 이동하여 구매가 이루어진다. 이처럼 위버스에서 JV의 NFT거래소 어플리케이션으로 이동해 위버스의 유저는 NFT 아이템을 구매하게 되며, 여기서 구입한 아이템을 위버스에서 활용할 수 있다.

NFT 거래에는 투기 수요까지 가세할 가능성이 높음

또한 NFT의 거래와 활용에 있어서 주목할 점은 NFT는 기존의 MD와 굿즈와 본질적으로 다르다는 것이다. NFT는 현재 위버스 샵을 통해 판매되고 있는 굿즈들과 달리 정해진 가격도 존재하지 않으며, 일회성으로 판매되지 않는다. 모든 NFT 아이템은 고유성 즉, 단 하나의 가치를 가지며 이에 따라 가격 상승이 기대되 기존 팬들의 소장을 위한 구매 뿐만 아니라 투기 수요까지 충분히 유입될 수 있다.

NFT 거래에서 발생하는 수익들

그러면 이러한 NFT의 거래와 활용 과정에서 발생하는 수익은 무엇일까? 바로 최초 NFT 발행 시 IP 제공자에게 지급되는 IP 제공 fee, NFT 거래수수료, IP 제공자향 추가 수수료(로열티)이다.

IP 저작권 수익

우선 동사는 자체 아티스트 기반의 IP를 중심으로 NFT를 발행한다. 따라서 최초 NFT를 판매할 때 IP 제공자로서 수익을 인식할 수 있다.

거래수수료

'거래 수수료'는 NFT 아이템 거래를 지원하는 플랫폼, 즉 거래소에 지불하는 사용료다. 거래소마다 수수료 부과 비율은 다른데, 대표적 NFT 거래소 OpenSea의 경우 거래당 2.5%의 판매 수수료를 책정한다. 동사와 두나무는 자체 NFT 거래소를 활용하기 때문에 거래당 이와 유사한 수치로 수수료를 매출로 인식할 수 있게 된다. 또한 위버스 플랫폼을 거쳐 NFT 거래소에 도달해 거래가 이루어지므로 이에서 발생하는 플랫폼 수수료 또한 존재한다.

로열티 수수료

마지막으로 제작자에게 귀속되는 추가 (로열티) 수수료인데, 이는 처음 NFT를 만든 제작자에게 돌아가는 금액으로 작품이 거래될 때마다 미리 설정한 수수료가 제작자에게 지급된다. 이 수수료 부과 비율 또한 제작자에게 달려있다. 예를 들어 A라는 제작자가 B라는 작품을 2.5%의 수수료를 책정해 거래소에 올리면, 이때 B가 100에 재판매도되면 판매자가 95, 거래소가 2.5, 제작자가 2.5를 받게 되는 것이다.

정리하자면 우선 동사는 NFT 제작에 필요한 IP 제공자로 초기 판매 수익과 해당 NFT 거래마다 발생하는 제작자 설정 추가 수수료를 얻을 수 있다. 그리고 두나무와의 JV를 통한 자체 거래소에 귀속되는 거래 수수료, 위버스 플랫폼이 얻는 플랫폼 수수료 중 일부 또한 동사에 귀속되게 된다.

그리고 NFT 거래에는 앞서 언급한 것처럼 신용카드나 법정화폐가 아닌 이더리움(ETH) 등 암호화폐를 이용해야한다. 이때 위버스 생태계 내의 화폐 역할을 하는 자체 토큰(코인)을 만들 가능성이 상당히 높는데 이 부분에 대해서는 합리적으로 수익을 판단하는 것이 어려워 따로 매출 추정에는 포함시키지 않는다.

3.4. NFT의 활용을 극대화할 위버스, 그 독주는 이제 시작이다.

지금까지 동사와 두나무 전략적 제휴의 핵심은 NFT 발행-거래-활용을 모두 아우르는 독자적인 NFT 생태계를 만든다는 것에 있다는 것을 강조했다. **그중 강력한 생태계 유지 및 확장에 가장 중요한 부분이 바로 '활용'에 있다.** 방법으로 NFT 자산을 활용할 수 있는 플랫폼에서 NFT는 단순 일회성의 소비에 그치지 않고, 다양한 지속가능한 가치를 가지기 때문이다.

본 장에서는 위버스가 어떻게 NFT 활용을 극대화시킬 수 있을지, 또 그에 따라 팬 플랫폼으로서 위버스가 압도적인 지위를 꾸준히 유지하며 선점효과와 네트워크 효과를 기반으로 독점적인 NFT + 메타버스 팬 플랫폼으로 도약할 것임을 보이고자 한다.

3.4.1. 메타버스로 나아가는 위버스, 무궁무진한 NFT의 활용처!

메타버스로 나아갈 위버스

위버스는 어떻게 NFT의 활용을 극대화할 수 있을까? 동사는 4일 컨퍼런스 콜에서 NFT 사업과 메타버스 플랫폼의 시너지 효과를 시사했다. "언젠가 플랫폼 내에서 디지털 포토카드를 활용해 자신의 아바타와 가상공간을 꾸미고 팬들끼리 자신의 공간을 보여줄 수 있는 순간이 가능해질 것"이라는 말을 직접 언급하기도 했다. 그렇다. **빠른 시일 내 위버스는 메타버스로 나아갈 가능성이 상당하다.**

그림 3.12. 버블, 메타버스 전략



출처: 디어유 IR 자료

그림 3.13. 버블, 아바타와 마이홈



출처: 디어유 IR 자료

메타버스에서는 아바타와 가상공간을 통해 소통!

정확히 어떠한 형태를 띠지 알 수 없지만, 또 다른 팬 플랫폼 SM 엔터테인먼트의 버블에서 제시한 청사진을 참고하면 이해가 쉬울 것이다. 버블의 '마이홈'과 같은 형태의 공간에서 유저들은 아바타로 존재한다. 플랫폼 내에서 유저들은 **아바타와 가상 공간**을 꾸미며, 우리가 인스타그램 속에서 소통하는 것처럼 **서로의 공간을 방문**하며, 자유롭게 소통할 것이다. 가상공간에서 아티스트와의 만남 또한 당연히 존재할 것이다.

위버스에서는 모든 것이 가능해진다.

이에 따라 위버스는 단순히 방 꾸미기에 그치지 않고, **이 플랫폼에서는 가상 콘서트, 팬 미팅 모든게 가능해질 것이며**, 동사는 4일 컨콜에서 이 플랫폼 내부에서 자체 웹툰, 웹소설, 게임 또한 전시되고 플레이될 것임을 시사했다. 즉 메타버스의 정의처럼 **덕질계의 '또 다른 사회'를 만들어내는 것이다.**

위버스 사회에서의 자산 = NFT

이러한 또 다른 사회에서 **NFT는 자산**이 된다. **팬 커뮤니티를 중심으로 형성된 새로운 사회에서 아티스트의 IP를 기반으로 희소성과 고유성을 갖춘 NFT들은 경쟁적으로 소비될 것이다.** 현재 대표적인 아이돌 굿즈로는 아티스트들의 다양한 비하인드신을 담은 포토카드가 있다. **이것이 NFT로 발행된다면 영구소장, 수집, 교환, 전시가 가능해진다.** 움직이는 영상, 사운드까지 디지털 포토카드에는 적용될 수 있다. 또한 이를 메타버스 사회 내에서 전시를 통해 유일한 소유권을 다른 유저들에게 보여주기까지 한다면 더욱 강력한 구매 욕구로 이어질 수 밖에 없다.

3.4.3. 위버스, 팬더스트리 메타버스 플랫폼의 No.1이 될 수 밖에 없는 이유

**메타버스의 두 축
: IP와 MAU**

IP와 MAU는 NFT 기반의 메타버스 플랫폼이 성장하기 위한 두 축이다. 플랫폼이라는 특성 상 많은 이용자를 확보하는 것이 중요하며, 강력한 IP는 많은 이용자를 끌어들이고 이를 기반으로 한 NFT의 수요를 높이기 때문이다.

위버스는 팬 플랫폼 중 가장 강력한 IP와 많은 MAU를 보유하고 있다. 그리고 후술하겠지만 내년 중으로 거물급 IP와 상당수의 MAU가 유입될 것으로 전망된다. 이를 기반으로 위버스는 메타버스 팬 플랫폼 시장을 선점하게 될 것이며, 시장 선점의 효과는 실로 강력할 것이다. 위버스의 독주가 시작되는 것이다.

당해 3분기 위버스의 MAU는 640만에 달한다. 이는 타 팬 플랫폼인 버블(120만)과 유니버스(330만)을 크게 웃돈다. 이렇듯 높은 MAU는 위버스가 보유한 압도적인 아티스트 라인업에서 비롯된다. 총 33개의 아티스트가 위버스에 등록되어 있으며, 동사 소속 아티스트인 BTS 등은 물론, 블랙핑크 등 타사 아티스트와 뉴호프클럽 등 해외 아티스트도 입점해있다. 이들은 모두 위버스가 보유한 IP이며 수익의 원천이다.

위버스의 MAU와 IP는 빠른 속도로 확대될 것으로 보인다. 그 이유는 내년 중으로 1) V-LIVE와의 통합과 2) 저스틴 비버, 아리아나 그란데 등 이타카홀딩스 계열 아티스트의 입점이 예정되어 있으며, 이에 따른 3) 외형 성장이 불러올 시장선점 효과 때문이다.

그림 3.14. 팬 플랫폼 3사(위버스, 버블, 유니버스) 현황

팬 플랫폼 명	MAU	주요 입점 아티스트 (IP)
위버스	640만	BTS, 블랙핑크, 세븐틴, TXT, 엔하이픈, MAX 등
버블	120만	EXO, NCT, 에스파, 샤이니, TWICE, ITZY 등
유니버스	330만	몬스타엑스, 아스트로, 브레이브걸스, 강다니엘, 더보이즈 등

출처: SMIC 1팀

1) V-Live와의 통합

V-Live의 IP와 MAU를 흡수한다!

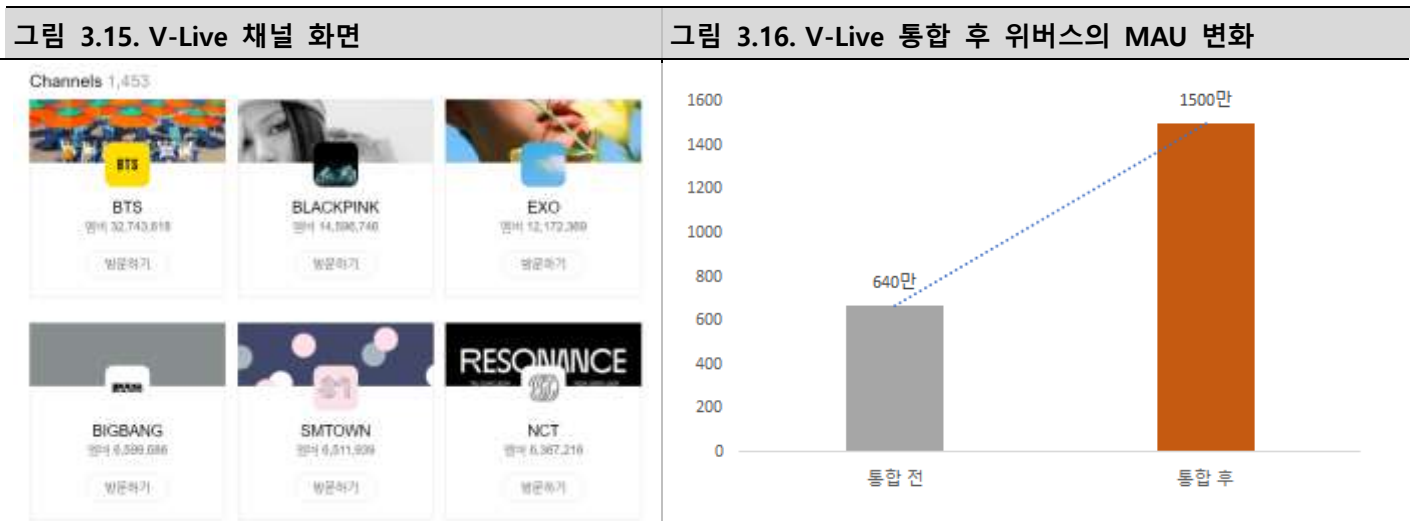
위버스는 내년 상반기 V-Live의 스포츠 라이브 기능을 갖춘 새로운 위버스로 재탄생할 예정이다. 이 통합은 네이버가 V-Live 사업을 동사의 자회사인 위버스컴퍼니에 양도하고, 네이버가 위버스컴퍼니의 지분 49%를 취득하면서 성사되었다.

위버스가 절반에 가까운 지분을 내어주면서까지 V-Live와의 통합을 추진한 이유는 V-Live의 다양한 IP와 높은 MAU를 흡수하고 네이버의 강력한 R&D 기반을 활용하기 위함이다. 이는 팬 플랫폼에 있어 MAU와 IP의 확보가 얼마나 중요한지 보여주는 강력한 반증이며, 기술력을 바탕으로 위버스가 더욱 독보적인 경쟁력을 갖추게 될 것임을 시사한다.

V-Live의 현재 전체 이용자 수는 8000만명, MAU는 평균적으로 3000만명에 달한다. 개설된 채널로 대변되는 아티스트 IP는 무려 1,452개에 달한다. 위버스의 현재 전체 이용자

수는 1347만명, MAU는 640만, 보유한 아티스트 IP는 33개에 불과하다. 따라서 **통합 후 상당한 규모의 외형 성장이 있을 전망이다.**

그렇다면 통합 후 위버스의 MAU는 어느 정도까지 오를 수 있을까? V-Live의 MAU 3000만 전부가 위버스로 유입되기는 어려울 것으로 보인다. V-Live 뿐만 아니라 타 팬 플랫폼에도 동시에 입점해있는 아티스트의 경우에는 통합 플랫폼에서 이탈할 가능성이 있기 때문이다. 따라서 'V-Live의 MAU(3000만)'에 'V-Live 전체 채널의 구독자 수 대비 위버스에 입점한 아티스트 채널의 구독자 수 비율(0.5)'을 곱하였으며, 이에 따라 **통합 후 위버스의 MAU는 1500만을 무리 없이 달성할 수 있을 것으로 생각한다.**



출처: V-Live 홈페이지

출처: SMIC 1팀

2) 이타카 홀딩스 소속 아티스트 입점

비버, 그란데도 위버스에 입점한다!

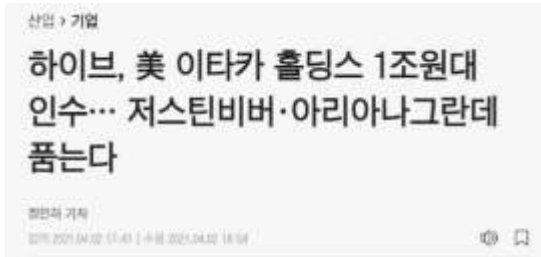
동사는 당해 이타카홀딩스를 인수하면서 **소속 아티스트인 저스틴 비버, 아리아나 그란데 등 글로벌 스타들의 IP를 확보했다.** 이들은 내년에 위버스에 입점할 것으로 전망되며, 이를 통해 **위버스의 MAU가 큰 폭으로 증가할 수 있을 것으로 보인다.**

혹자는 아무리 세계적인 아티스트라 할지라도, 충성도 높은 팬덤을 보유한 K-POP 아티스트가 아닌 이상 위버스의 MAU가 유의미하게 증가할 수 있을지에 대해 우려를 표할 수 있다. 그러나 기존에 입점한 해외 아티스트들의 경우에도 트위터 구독자 수의 적어도 1/7 수준으로 위버스를 구독하고 있는 것으로 나타났다. 글로벌 스타인 BTS의 경우에도 트위터의 1/3 수준으로 위버스를 구독하고 있다. 이에 비버와 그란데 역시 위버스 입점 후 상당 수의 구독자를 확보할 수 있을 것이며, **비버의 트위터 구독자 수의 1/11 수준인 1000만 명의 MAU는 충분히 확보할 수 있을 것으로 보인다.**

한가지 근거를 더하자면, 동사는 이타카홀딩스 인수를 통해 얻고자 하는 시너지 효과 중 하나로 **신규 아티스트의 간접참여형 매출 확대**를 강조하였다. 간접참여형 매출은 MD, 라이선싱, 콘텐츠, 팬클럽에서 발생하는 매출을 의미한다. 동사의 위버스는 위버스샵과 연동되어 커머스 서비스를 제공하며, 사진 및 영상 콘텐츠를 통해 팬들과 소통하는 등

간접참여형 사업에 특화된 팬 플랫폼이다. 따라서 신규 아티스트인 비버와 그란데의 활발한 위버스 활동이 기대되는 바, 이에 따라 위버스의 MAU는 유의미하게 늘어날 것이다.

그림 3.17. 이타카 홀딩스 인수 기사



출처 : 비즈동아

그림 3.18. 위버스 입점 아티스트 별 트위터 및 위버스 구독자 수

아티스트	트위터 구독자 수	위버스 구독자 수 (천 명)
Justin Bieber	114066	-
Ariana Grande	84587	-
MAX	741	111
Gracie Abrams	40	162
New Hope Club	226	118
Alexander 23	29	131
Jeremy Zucker	118	53
BTS	37242	10,945

출처 : SMIC 1팀

3) 외형 성장에 따른 시장 선점 효과

압도적인 IP와 MAU + 독자적 NFT생태계 => 위버스의 독주

앞선 논리에 따라, 위버스는 내년까지 V-Live와의 통합과 이타카홀딩스 계열 아티스트의 입점을 통해 거물급 IP 확보는 물론 2500만 수준의 MAU를 달성할 수 있을 것으로 보인다. 이런 거대한 외형 성장을 통해 위버스는 타사의 추종을 불허하는 팬 플랫폼 시장의 1인자로서 시장을 선도하게 될 것이다. 게다가 동사와 두나무의 협력으로 완성할 팬더스 트리 NFT 생태계는 이러한 동사의 독점적 지위를 한층 강화시킬 것이다.

플랫폼이라는 특성 상 시장 선점 효과는 가히 대단하다. 아티스트들은 압도적인 MAU를 보유하고 NFT를 통한 다양한 수익 창출 또한 가능한 위버스에 앞다투어 입점하고자 할 것이며, 신규 아티스트 입점을 통해 유입된 팬덤은 다시 MAU의 성장을 불러와 지속적인 네트워크 효과가 발생한다.

여기에 투자목적의 NFT 수요 또한 가세하여 위버스는 상상 그 이상으로 확장될 것이다. 이것이 바로 다른 팬 플랫폼은 감히 시도조차 하지 못할, 오로지 동사만이 그럴 수 있는 미래이자 우리가 보여주고자 하는 동사의 청사진이다.

3.5 NFT - 메타버스 신사업 매출 추정

우선 NFT - 메타버스 관련 사업 매출 추정의 경우, 동사가 기존까지 영위하던 사업과 완전히 다른 항목의 매출들이므로 따로 추정을 해주었다. 우선 앞서 말했듯 NFT 생태계에서 크게 발생하는 매출은 크게 아래와 같이 나뉜다.

① 저작권 라이선스 매출 (동사의 IP를 최초 NFT하여 판매시 인식)

동사의 IP를 활용한 NFT를 발행하여 판매할때 발생하는 매출이다. 기존의 위버스에서 판

매되는 MD의 매출인식과 거의 동일하다.

② NFT 거래소 향 거래수수료 매출 (모든 NFT 거래마다 발생)

거래소 내에서 이뤄지는 모든 NFT 거래에 대해 발생하는 수수료이다. 현재 대표적 NFT 거래소 OpenSea 가 적용하는 거래당 2.5%로 가정하였다.

③ 저작자 향 로열티 수수료 매출 (동사 IP 기반 NFT 거래마다 발생)

NFT 거래가 발생할 때마다 해당 NFT IP의 원 소유자(제작자)에게 귀속되는 수익으로 동사 IP 로 만들어진 NFT 거래시 발생한다.

④ 위버스(메타버스 플랫폼) 매출

우선 NFT 를 최초판매(재판매 제외)시 발생하는 플랫폼 수수료가 존재한다. 이에 대해서는 현재 위버스 MD 판매시 부과하는 플랫폼 수수료율인 10%를 동일하게 적용하였다. 또한 이외에도 앞서 말했듯 위버스의 사업모델은 무궁무진하기에 매출 또한 다변화 되겠지만 이에 대해서는 합리적 추정이 어려워본 보고서에서는 확실히 발생할 플랫폼 내의 광고수익만을 고려하였다.

(단위: 백만원)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
동사 IP 최초 발행	200,000	270,000	364,500	481,140	620,671	782,045	961,915	1,154,298	1,385,158
동사 NFT 시가총액	280,000	714,000	1,367,100	2,314,116	3,645,878	5,469,917	7,910,581	11,108,715	15,269,680
타사 & 개인사업자 최초 발행	100,000	200,000	400,000	720,000	1,296,000	2,332,800	3,965,760	6,345,216	8,883,302
시가총액(연말 기준)	420,000	1,162,000	2,464,700	4,639,236	8,250,422	14,261,289	24,012,293	39,314,071	61,552,730
MAU(명)	25,000,000	29,750,000	35,402,500	42,128,975	50,133,480	59,658,841	70,994,021	84,482,885	100,534,634
Paying User(명)	750,000	1,160,250	1,794,907	2,776,721	4,295,587	6,645,273	10,280,237	14,362,091	20,106,927
Paying Ratio	3%	4%	5%	7%	9%	11%	14%	17%	20%
ARPPU(원)	33,333	33,757	35,494	36,048	37,183	39,061	39,945	43,515	42,558

이러한 매출들을 구하기 위해서 발행될 NFT 자산의 규모와 거래 규모를 파악하는 과정이 선행되어야 했다. NFT 시장의 규모를 추정할 때 그 추정 방식으로는 시가총액, 즉 자산 가격의 총합을 구해 그 규모를 구한다. 현재 2030년 글로벌 NFT 시장 규모로 1000조가 예상되는데, 이는 다시 말하자면 2030년 전체 NFT 자산 가격의 총합을 의미한다.

따라 동사가 영위하게 될 NFT 사업의 규모는 위해 역시 동사 플랫폼을 이용해 발행된 자산들의 총합을 통해 도출하였다. 우선 매년 발행되는 NFT 들의 규모를 추정하고, NFT 는 거래가 되면서 변동하는 가격을 반영한 매년 말의 시가총액을 구해주었는데 사용된 가정과 논리는 다음과 같다.

ㄱ. 매년 NFT 최초 발행 규모 추정 방법

우선 동사는 두나무와 JV를 통해 2022년 2Q에 NFT 거래를 시작할 것임을 시사했다. 2021년 3분기 MD 매출이 767억원이라는 것을 고려해봤을 때, 2022년 최초 발행하는 NFT가 이와 유사한 규모의 2000억이라고 추정하였다. 그리고 동사가 보유하지 않은 IP 기반의 NFT의 경우 이의 절반 수준인 1000억 규모의 발행량을 가질 것이라고 예상했는데, 현재 위버스 입점 아티스트 규모를 고려한 수치이다.

또한 자사 IP NFT 발행은 매년 30% 씩 상승한다고 가정했는데, 현재 동사의 MD 판매매출 성장률이 30%이고, NFT의 경우 MD와 달리 P와 Q가 고정되지않고 더욱 쉽게 상승하

므로 이는 합리적 수치라고 판단한다.

타사& 개인 NFT 발행량의 경우 앞서 투자포인트 1에서 동사가 엔터테인먼트계 독점적인 NFT 거래 - 활용 플랫폼으로 도약할 것임을 보여준만큼 점점더 많은 아티스트들을 기반으로 다양한 NFT 가 발행될 것이므로 초기에는 높은 성장률(80~90%)을 보이기 시작하여 2030년에는 40%의 성장률로 약간 성장이 둔화되는 모습을 보일 것이라고 가정했다.

ㄴ. 발행 규모 -> 시가총액 도출 방법

NFT 더 높은 가격을 형성하는 특징을 가지므로 발행년도 40%, 그 후 20%의 비율로 자산 가격이 상승한다는 것을 가정하였다. 현재 NFT 자산들이 마다 가격 상승폭은 상이하지만 평균적으로 5배의 가격상승이 이루어진다는 점을 고려했을 때 무리하지 않은 추정이다.

ㄷ. 기타 추정

MAU 의 경우, 앞서 3.4 에서 V-Live 와의 통합과 해외아티스트 영입을 고려해 2022년 2500만명으로 추정하였고, 2030년 동사가 제시한 MAU인 1억명을 이용해 추산해주었다.

Paying User 의 경우, MAU 중 실제 NFT 를 거래하는 실 구매 인구를 의미한다. 현재 위버스 플랫폼 내의 MD 거래인구가 MAU 대비 7%를 차지하고 있는 것을 고려해 이 절반 정도의 수준인 3%가 NFT 거래에 참여할 것이라고 가정했다. 그리고 메타버스 플랫폼에서 NFT 사용이 더욱 확장됨에 따라 2030년까지 참여 비율이 꾸준히 상승(매년 비중에서 10%씩 상승)한다고 가정하였다. 최종적으로 2030년 20%까지 성장한 수치를 보인다.

ㄹ. 추정 검증

앞서 추정들에 많은 가정들을 이용하였기 때문에, 시장의 컨센서스와 ARPPU 등의 지표를 사용해 이러한 추정들이 합리적인지 검증해보았다.

우선 2030년 Nonfungilbe.com에서 추정한 NFT 시장 규모는 1000조이고, 그중 엔터테인먼트가 게임, 예술품 시장과 더불어 약 20%, 즉 200조의 규모이다. 현재 본 보고서가 추정한 동사 플랫폼 내의 2030년 NFT 시장 규모는 약 61조, 즉 전체 엔터테인먼트 NFT 시장의 30%의 시장점유율이라고 이해할 수 있다.

앞서 동사는 이번 두나무와의 전략적 제휴와 자체 플랫폼 위버스를 통해 엔터테인먼트 산업의 독자적인 NFT 생태계를 선점해 독자적인 위치를 확보할 것임을 보였다. 따라서 시장 점유율 30%라는 수치는 전혀 무리한 추정이 아니다.

또한 본 보고서에 추정에 따른 앱의 활동 사용자 1인당 평균 결제 금액을 의미하는 ARPPU를 보면 2022년 약 30000원에서 2030년에 최종적으로 약 40000원으로 나타난다. 2020년 동사 MD, 앨범 구매 기반의 ARPPU 가 10만원대 라는 것을 고려했을 때 이 또

한 무리한 수치가 아님을 확인할 수 있다.

따라 최종적으로 도출된 매출은 다음과 같다.

(단위: 백만원)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
거래수수료 매출	10,500	29,050	61,618	115,981	206,261	356,532	600,307	982,852	1,538,818
로얄티수수료 매출	28,000	71,400	136,710	231,412	364,588	546,992	791,058	1,110,872	1,526,968
IP 최초 인식 매출	200,000	270,000	364,500	481,140	620,671	782,045	961,915	1,154,298	1,385,158
위버스 플랫폼수수료	30,000	47,000	76,450	120,114	191,667	311,484	492,768	749,951	1,026,846
위버스 광고 매출	75,000	116,025	179,491	277,672	429,559	664,527	1,028,024	1,590,353	2,460,276
매출 총계	343,500	533,475	818,768	1,226,319	1,812,745	2,661,581	3,874,072	5,588,326	7,938,066

4. 투자포인트 2. 본업도 불타오르네~

투자포인트 2에서는 동사 아티스트의 확장된 팬덤을 기반으로 수혜를 볼 동사 본업에 대해 알아보고자 한다. 리오프닝으로 재개될 오프라인 공연 뿐 아니라, MD, 그리고 더해 질 신인 아이돌까지 동사 매출 성장에 기여하며 안정적인 매출을 발생시킬 것이다.

4.1. 코로나19, 2보 전진을 위한 1보 후퇴

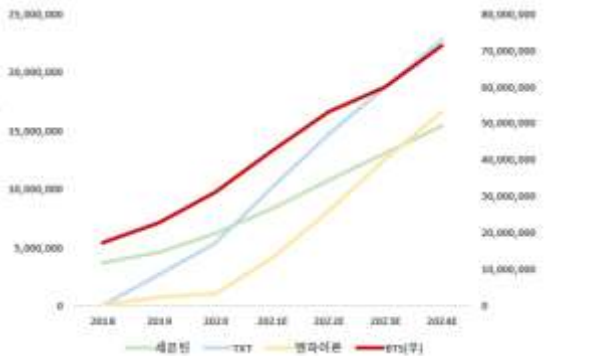
KPOP 인기 상승
-> 엔터 업계
기초체력 상승

코로나19로 인해 2020년 예정되어 있던 콘서트들이 취소되면서 코로나19는 동사가 영위하는 엔터 업계에 큰 악재로 다가왔다. 실제로 코로나의 직격타를 맞은 건 공연 부문인데, 2019년 1,900억 원 규모였던 동사의 공연 매출은 2020년 34억 원으로 크게 감소하였다.

하지만 내리막길 뒤에는 오르막길이 있는 법이다. 이제 동사는 리오프닝과 함께 가장 큰 수혜를 보게 될 것인데 특히 **코로나19 기간 동안 크게 성장한 동사 아티스트들의 팬덤 규모는 이를 강력히 뒷받침하는 근거가 된다.**

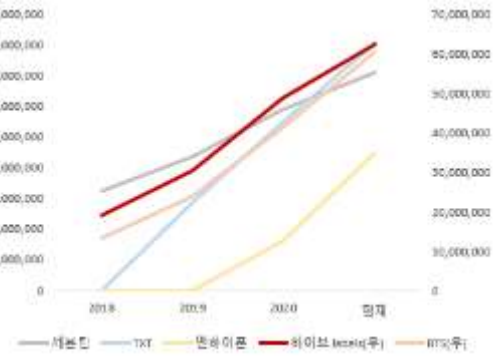
아티스트의 팬덤 규모를 가늠하는 지표인 트위터 팔로워 수와 유튜브 구독자를 보면, 동사 소속 아티스트 팔로워 수가 매년 40% 이상의 매우 높은 성장률을 보였다.

그림 4-1. 동사 소속 아티스트 트위터 팔로워 수



출처: SocialBlade, SMIC 1팀

그림 4-2. 동사 소속 아티스트 유튜브 구독자 수



출처: SocialBlade, SMIC 1팀

이렇게 증가한 팬덤 규모를 기반으로 동사는 억눌렸던 기존 팬들의 욕구와 새로 합류한 팬들까지 가세한, 유례 없는 규모의 오프라인 콘서트를 개최하고, 더 많은 MD와 음반 판매를 함으로써 리오프닝 수혜를 누리며 탄탄한 수익 기반을 다질 수 있을 것으로 사료된다.

4.2. 리오프닝 수혜 본격 파헤치기!

4.2.1. 오프라인 공연, 벌써 시작되었다.

풀리고 있는
오프라인 공연
제한

코로나19 백신 접종률은 늘어나고 일일 신규 확진자 수가 안정화되면서 전 세계적으로 오프라인 공연에 대한 제한이 풀리고 있다. 미국에서는 지난 7월과 8월 대규모 록 페스

티빙인 Lollapalooza를 개최하였고, 4일간 하루에 10만여 명이 페스티벌에 참여했다. 또한 일본에서도 9월에 후지 록 페스티벌, 섬머소닉 등 대규모 오프라인 공연 무대가 열렸다.

**글로벌 아티스트
오프라인 공연
계획 발표**

이렇게 오프라인 공연에 대한 제한이 풀리면서 **세계적인 아티스트들의 구체적인 공연 계획이 발표되고 있다.** 예를 들어, 미주 대륙과 유럽에서는 저스틴 비버, 빌리 아일리시 같은 스타들이 상반기에 50회 이상의 콘서트 계획을 발표했다. 또한 코로나19 이전 국내 아티스트들이 활발히 콘서트를 개최했던 일본에서 역시 11월에 일본 걸그룹 노기자카 46이 도쿄돔 콘서트 계획을 발표했다.

**BTS 역시
오프라인 공연
계획 발표**

이렇게 오프라인 콘서트에 대한 제한이 풀리는 시점에서 **BTS는 국내 아티스트 중 처음으로 오프라인 콘서트 계획을 밝혔다.** 발표한 계획에 따르면 11월과 12월에 걸쳐 4일 간 LA의 소파이 스타디움에서 콘서트를 진행한다. 뿐만 아니라 동사의 다른 소속 아티스트 역시 오프라인 콘서트 계획을 발표할 예정이다.

그림 4-3. 최근의 오프라인 공연 사진



출처: AP News

그림 4-4. 글로벌 스타의 발표된 콘서트 계획

가수	투어 일정	횟수
Lady Gaga	2021-10-14 ~ 2021-10-31	9
Billie Eilish	2022-02-03 ~ 2022-07-02	50
Imagine Dragons	2022-02-06 ~ 2022-03-14	17
Dua Lipa	2022-02-09 ~ 2022-04-01	28
Justin Bieber	2022-02-18 ~ 2022-06-24	52
Coldplay	2022-03-18 ~ 2022-09-10	30
Red Hot Chili Peppers	2022-06-04 ~ 2022-09-18	32

출처: 언론 보도, SK증권, SMIC 1팀

4.2.2. Q의 상승: 더 큰 규모의 콘서트!

**향후 동사
콘서트의 규모는
더 커질 것**

앞으로 열리는 콘서트는 코로나19로 인해 취소된 콘서트를 선두로, 코로나19 이전보다 더 큰 규모로 열릴 것으로 예상된다. 앞서 살펴본 트위터 팔로워 수를 보면 알 수 있듯이 코로나19로 오프라인 공연이 제한되었던 기간 동안 동사 소속 아티스트들의 팬덤 규모는 크게 성장하였다. 게다가, 코로나19로 인해 취소, 연기되었던 공연에 대한 이연수요가 폭발할 것이므로 코로나19 이전보다 더 큰 규모의 관객을 확보할 것임은 당연하다.

올해 11월로 예정된 BTS LA 콘서트에서도 높아진 Q를 쉽게 확인할 수 있다. 이번에 발표한 계획에 따르면 BTS LA 콘서트는 소파이 스타디움에서 열린다. 2020년 완공된 소파이 스타디움은 수용인원이 70,000명 정도인 대규모 스타디움이다. 이는 코로나19 이전 LA 지역에서 개최되었던 BTS 콘서트보다 훨씬 더 큰 규모이다.

BTS를 시작으로, 동사의 다른 아티스트들 역시 성장한 팬덤을 기반으로 더 큰 규모의

콘서트를 열 수 있을 것이다.

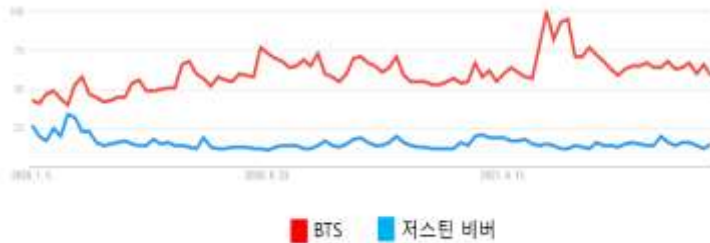
4.2.3. P의 상승 - 이제는 월드클래스, 티켓 가격 상승 또한 높다!

앞으로 개최할 콘서트의 티켓 가격을 올릴 가능성 또한 충분하다. 2020년 이후부터 BTS는 발표하는 곡마다 빌보드 Top rank를 기록하는 세계적인 아티스트로 자리잡았다. 아래 그림에서도 코로나19 이후 가파르게 상승한 BTS의 위상을 확인할 수 있다.

경쟁 아티스트에 비해 BTS의 티켓 가격은 저렴

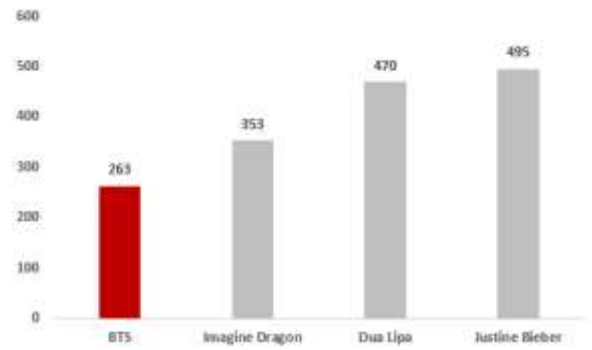
현재 **BTS의 콘서트 티켓 가격은 BTS와 견줄 만한 다른 아티스트들과 비교하면 매우 저렴한 편이다.** 티켓 최고가와 최저가의 평균은 저스틴 비버의 53%, 두아 리파의 56% 수준에 불과하다. 따라서 다른 아티스트들과 비교했을 때, **BTS의 콘서트 티켓 가격을 인상할 충분한 업사이드가 존재한다.**

그림 4-5. BTS, 저스틴 비버 구글 트렌드 비교



출처: Google Trend, SMIC 1팀

그림 4-6. 콘서트 ASP 비교 (단위 : 달러)



출처: Ticketmaster, SK증권, SMIC 1팀

아무리 비싸도 콘서트 티켓 리셀 가격이 560만 원에 그쳤던 2019년과 달리, 이번 BTS LA 공연의 티켓 리셀 가격은 무려 1,800만 원에 달하였다. 그동안 오프라인 콘서트 수요가 억눌린 탓도 있겠지만, 그럼에도 불구하고 높은 공연 티켓 리셀 가격은 과거와 체감이 달라진 BTS의 팬덤 규모는 물론, 티켓 가격 인상의 가능성을 시사한다.

4.2.4. 오프라인 공연으로 공연 MD도 잘 나갈 것!

우리는 지금까지 Q와 P의 상승을 동반한 강력한 공연 부문의 리오프닝 수혜를 확인했다. 직접적인 공연 매출 이외에도 높은 수혜를 받는 간접 매출이 있다. 바로 공연 MD 부분이다.

MD(Merchandise)는 아티스트 IP에서 파생된 기획상품을 뜻하며, '굿즈'라고도 불린다. 아티스트 포토북, 스티커, 에코백, 거울 등 다양한 MD가 제작, 판매되고 있다. 이 중 공연 MD의 경우, 일반적으로 현장에서 구매하는 것을 선호하는 관객들이 많다. 공연 관람 이후 구매행위에서 특정한 관계가 형성된다고 느끼기 때문이다. 때문에, 일반적으로 관객 1인당 MD 결제액은 온라인보다 오프라인에서 높다.



출처: 위버스샵, SMIC 1팀

출처: Company data, SMIC 1팀

**오프라인 공연
굿즈는 못 참지!**

코로나19로 제한된 환경 속에서 콘서트나 팬미팅은 온라인으로 진행되었다. **하지만 이제 리오프닝이 다가온다.** 오프라인 공연이 재개된다면 **더 많은 공연 MD 매출을 기대할 수 있다.**

4.3. 리오프닝과 무관한 본업에서도 탄탄한 실적이 기대된다!

4.3.1 등잔 밑에서 황금알을 낳는 BTS 구작 앨범들

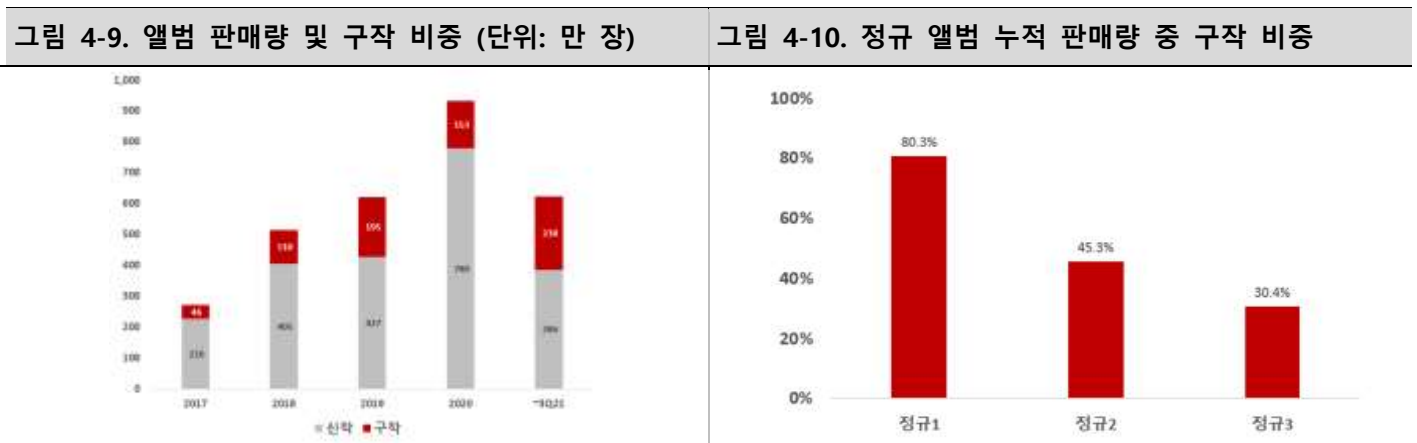
**앨범 판매량 대부분
발매 초기에 집중적**

일반적으로, 많은 보고서나 기사에서는 신작 앨범의 선주문량이나 초동 판매량에 주목하는 반면, 상대적으로 구작 앨범 판매량은 관심 밖이었다. **왜냐하면 앨범 판매의 거의 대부분이 발매 초기에 집중적으로 이루어지기 때문이다.**

**BTS 구작 앨범들
준수한 판매량**

하지만 K-POP 역사상 전례없는 인기를 구가하는 아티스트, BTS는 다르다. **그들의 구작 앨범은 결코 무시할 수 없는 판매량을 기록하고 있다.**

타 아티스트들의 경우 전체 앨범 판매량의 대부분이 신작에서 발생하는 반면, **BTS는 전체 판매량 중 상당 부분을 구작 앨범이 차지한다.** 이것을 가능하게 한 배경에는 다음과 같은 요인이 있다.



출처: 가온차트, SMIC 1팀

출처: 가온차트, SMIC 1팀

이게 가능한 이유?
BTS니까~

1) 2013년 데뷔 이후 8년이라는 기간 동안 활동하면서 발매했던 앨범들이 꾸준히 누적 되어 왔다는 점

2) 새로 유입된 수많은 팬들 중 일부가 BTS의 구작 앨범을 구매하고 있다는 점

첫번째 요인은 꾸준하게 오랜 기간 활동하면서 작품을 남겨야 가능하므로 단기적으로 달성하기에는 어렵고, 두번째 요인도 큰 규모의 신규 팬 유입이 지속적으로 일어나야 하기 때문에 상당히 어렵다. 즉, 구작 앨범이 황금알을 낳을 수 있었던 것은 이런 요인을 모두 갖추고 있는 아티스트, BTS니까 가능했던 것이다.

4.3.2. 온라인 공연 또한 멈추지 않을 것이다!

동사는 코로나19 이후 오프라인 공연이 제한되면서 해당 부문 매출에 큰 타격을 입었다. 이런 위기의 상황을 동사는 기회로 만들었다. 코로나19로 취소된 오프라인 공연에 대한 팬들의 아쉬움을 온라인 공연을 진행하며 덜어주는 것은 물론, 타 사업부문에서의 매출 증대에 성공하면서 이러한 어려운 상황을 극복하였다.

그럼에도 앞서 이야기하였듯, 오프라인 공연 제한 해제, 리오프닝은 동사에게 반가운 소식임에 틀림없다. 한편, 이러한 의문이 들 수 있다. 오프라인 공연이 재개된다면 온라인 공연은 어떻게 될 것인가?

온라인 콘서트
수요 지속될 것!

결론부터 이야기하면, 동사는 온라인 공연을 멈추지 않는다. 왜냐하면 콘서트를 관람하고 싶은 팬들은 늘어났지만 공연장 수용 인원을 늘리는 데에는 한계가 존재하기 때문이다. 이제 많은 사람들이 온라인 공연에 익숙하다. 또한, 오프라인 공연과 온라인 공연을 병행하면 공연 고정비 부담이 줄어 수익성 개선까지 기대할 수 있다.

4.4. BTS One Hit Wonder? No, we are Big Hit!

BTS에 대한
의존도 낮출 동사

한편, 현재 동사의 성공들이 세계적인 아티스트 BTS 때문이 아니냐는 우려, 즉 앞으로도 동사의 본업이 탄탄하고 안정적인 수익을 창출할 수 있는가에 대한 우려들이 존재한다. 앞서 다룬 공연, 앨범 등 대부분의 본업이 사실 현재 BTS 의존도가 높은 것은 사실이다. 하지만 동사는 BTS, One Hit Wonder에 그치지 않는다. 이미 구축한 탄탄한 커뮤니티와 글로벌 팬덤을 바탕으로 동사는 글로벌 아티스트를 꾸준히 배출할 것이다.

동사의 유튜브를
통한 엄청난
신인 홍보 효과

우선 동사 소속 아티스트는 다른 소속사는 누릴 수 없는 엄청난 홍보 효과를 얻게 된다. 신인들이 데뷔할 때 티저 영상, 신곡 뮤직비디오 등은 BTS 등의 팬덤으로 인해 엄청난 구독자를 보유한 동사의 유튜브 채널에 업로드 된다. 동사 유튜브 채널 구독자 수는 현재 6,200만명인데, 이는 다른 소속사는 누릴 수 없는 엄청난 홍보 효과를 만들어낸다.

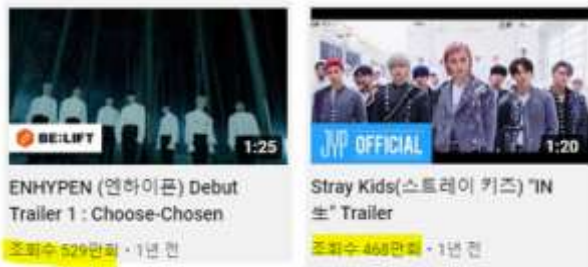
실제로 최근 동사에서 배출된 신인들을 통해 보장된 성공을 확인할 수 있다. 실제로

2020년 11월 데뷔한 엔하이픈의 데뷔 트레일러 조회 수는 529만회로, 스트레이키즈가 데뷔 후 2년이 지나고 2020년 9월에 발매한 앨범의 트레일러 조회 수 468만회보다 높다. 이런 홍보 효과 덕분에 엔하이픈 첫 앨범 초동 판매량은 28만 장이었는데, 이는 역대 남자 아이돌 중 3위의 기록이다.

신인 발굴에 적극적인 동사

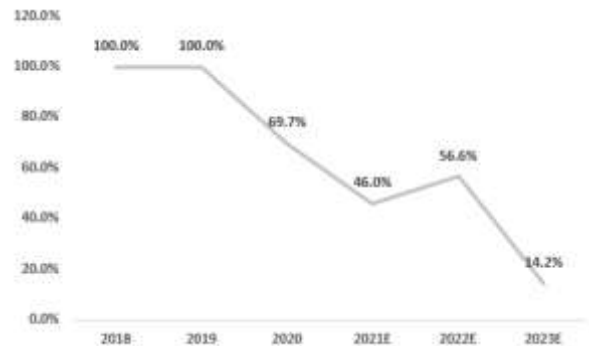
이러한 동사의 능력을 바탕으로 동사는 **BTS, TXT 등의 뒤를 이을 신규 아이돌 발굴에 적극적인 모습을 보이고 있다.** 엔하이픈이라는 성공적인 신인을 발굴했던 아이랜드 1에 이어 **내년 상반기에는 아이랜드 2를 통해 여자 걸그룹을 발굴할 예정이다.** 이미 오디션 프로를 통해 성공적으로 신인을 데뷔시킨 경험이 있기 때문에 아이랜드 2의 성공을 기대할 수 있다.

그림 4-11. 엔하이픈과 스트레이키즈 트레일러 조회수



출처: YouTube, SMIC 1팀

그림 4-12. 동사 전체 앨범 판매에서 BTS 비중



출처: 가온차트, SMIC 1팀

또한 아이랜드 1에 출연한 케이 등 일부 연습생에 일본 오디션을 통해 발굴할 인원을 추가해 신규 남자 아이돌을 일본에 데뷔시킬 예정이다. 아이랜드 방영 당시 케이라는 멤버가 일본에서 큰 인기를 얻었다는 점, 그리고 일본인 멤버가 포함된다는 점에서 앞으로의 활동 전망은 긍정적이다.

뿐만 아니라 최근 IR에서 동사의 모든 역량을 쏟아 월드 여자 팝 그룹을 발굴할 것을 밝혔다. 연습 및 데뷔 과정을 동사의 플랫폼을 통해 공개할 것이므로 이들은 데뷔 전부터 큰 관심을 받을 것이다. 전 세계를 대상으로 진행되는 오디션인 만큼 문화적, 언어적 장벽을 초월한 글로벌적 인기를 기대할 수 있을 것이다.

이렇게 동사는 신인의 성공을 보장하는 거대한 팬덤 생태계와 국내에 그치지 않는 다양한 아티스트 발굴을 통해 더욱 더 그 영향력을 넓혀갈 것이다.

4.5. 매출추정

	2018	2019	2020	2021 1Q	2021 2Q	2021 3Q	2021 4QE	2021E	2022E	2023E	2024E
앨범	105,400	108,327	320,618	54,535	107,012	129,668	145,467	436,681	496,849	461,140	851,469
공연	87,743	191,087	3,422	0	0	0	32,793	32,793	336,540	285,516	614,876
광고, 출연료, 매니지먼트	14,312	20,071	46,798	12,214	21,607	33,768	32,309	99,899	86,427	80,215	148,113
MD 및 라이선싱	51,257	168,238	259,032	64,777	50,099	76,735	145,131	336,742	442,142	523,938	628,202
콘텐츠	33,485	78,044	133,467	37,165	91,289	87,256	91,289	306,999	368,337	419,208	543,127
팬클럽 등 기타	9,174	21,457	32,946	9,643	8,603	13,605	18,695	50,546	72,096	73,751	116,074
이타카							0	0	197,611	231,089	231,089
합계	301,371	587,224	796,283	178,334	278,610	341,032	465,684	1,263,659	2,000,001	2,074,856	3,132,950

0) 공통

- ㄱ. BTS 멤버 전원이 2022년 하반기 중 동반 입대한다고 가정한다.
- ㄴ. 각 아티스트별 팬덤 규모는 앞서 4.1에서 추정된 트위터 팔로워 수로 설정한다.

1) 음반/음원

- ㄱ. 트위터 팔로워 수 규모 대비 신작 앨범 판매량 추이와 트위터 팔로워 수 예측을 통해 앞으로 발매될 신작 앨범의 판매량을 각 아티스트별로 추정하였다.
- ㄴ. 전체 앨범 판매량 중 신작 비중은 과거 평균치를 flat하게 적용하여 추정하였다.
- ㄷ. ASP는 동사 앨범 사업부 전체 판매량 대비 총매출의 과거 연간 평균치를 flat하게 적용하여 추정하였다.

2) 공연

- ㄱ. 코로나19 이전 K-POP 콘서트가 활발히 열렸던 미국, 일본을 중심으로 오프라인 공연이 재개되고 있다. 따라서 2021년 BTS 오프라인 콘서트를 시작으로 2022년부터 오프라인 공연이 활성화될 것이다.
- ㄴ. 오프라인 공연 매출 추정 시 코로나19 이전 공연 횟수와 ATP, 관객 수를 기반으로 추정했다.
- ㄷ. 세븐틴은 2019년에 일본과 미주 대륙에서 29회의 공연을 진행했다. 따라서 2022년에 더 29회의 공연을 진행한다고 가정했다. 2023년부터는 늘어난 팬덤을 기반으로 40회의 아레나~스타디움 규모의 공연을 진행할 것이라고 추정했다.
- ㄹ. TXT와 엔하이픈은 트위터 수 증가 추이와 오리콘 앨범 차트 1위 경력이 있다는 점, 비슷한 시기에 데뷔한 스트레이키즈의 경우 데뷔 후 2년 뒤 콘서트 투어 시작했다는 점에서 2022년에 콘서트를 시작할 수 있다고 가정했다. 2021년의 앨범 판매량이 2019년 세븐틴의 앨범 판매량 이상의 수치를 기록하여 2019년 세븐틴이 진행했던 ATP 수준의 아레나 급의 콘서트가 가능하다고 가정했다. 2022년과 2023년에는 아레나~스타디움 규모의 공연을 진행할 것이라고 추정했다.
- ㅁ. 2022년 이후 데뷔할 신인의 경우 오디션 프로그램을 통해 데뷔하는 것으로 알려졌다. 아이오아이, 워너원과 같이 오디션 프로그램을 통해 데뷔한 아티스트들의 콘서트는 빠르게 콘서트를 개최하는 모습을 보였기 때문에, 2022년에 5회, 2023년에 10회 콘서트 개최를 가정했다.
- ㅂ. 팬미팅 등 행사는 코로나19 이전과 같은 규모와 빈도로 개최할 것으로 추정하였다.

3) 광고, 출연료, 매니지먼트

광고 등의 부문은 소속 아티스트의 성공 여부와 관련 있으므로 앨범 부문의 매출에 연동해서 추정했다. 2018년부터 2021년 3분기까지의 광고 등 부문에 대한 앨범 부문 매출을 평균하여 추정했다.

4) MD 및 라이선싱

MD 매출은 아이돌을 위해 지출하려는 팬이 얼마나 있는지에 따라 결정된다. 즉, 각 아티스트의 트위터 팔로워 수에 비례하는 경향성을 보여왔다. 따라서 앞으로 예상되는 트위터 팔로워 수 성장에 연동하여 MD 매출을 추정했다.

한편, 동사가 NFT로 사업부를 확장하면서 기존 MD 매출 일부가 잠식될 것이다. 따라서 이 비율을 30%로 추정하여 매출 추정에 반영하였다. 현재 위버스의 ARPPU는 10만 원 수준인데, 신사업부에 의한 잠식 비율은 30%로 가정하여 ARPPU는 3만원 수준으로 추정했다.

5) 콘텐츠

콘텐츠 매출은 온라인 콘서트와 기타 소속 아티스트에 대한 콘텐츠에 대한 매출로 이루어진다.

ㄱ. 온라인 콘서트 관객 수는 오프라인 콘서트 관객의 50%, 티켓 가격은 오프라인 티켓의 30%를 가정하여 계산했다.

ㄴ. 이외의 콘텐츠는 어떤 아티스트 관련 콘텐츠를 제작하는지, 그 콘텐츠가 인기가 어느 정도인지에 따라 결정된다. 콘텐츠 이용자는 동사 아티스트들의 트위터 팔로워 수에 연동된다고 가정했다. 2022년에는 3개의 신규 아이돌 데뷔가 예정되어 있어 기존 콘텐츠에 50%가 추가로 제작된다고 가정했고, 2023년 이후에는 신규 아이돌 데뷔를 추정하기 어렵다고 판단하여 flat 처리했다.

6) 팬클럽 등 기타

팬클럽 등 기타 부문은 매출에 영향을 미치는 자세한 요인을 알 수 없었다. 따라서 우리는 팬클럽 등 기타 부문에서 발생하는 매출이 동사의 연간 총 매출액에서 일정 portion을 차지하는 것으로 추정했다.

5. Risk : BTS 입대? 걱정마시라!

시장이 우려하는 동사의 가장 큰 리스크는 바로 현재 동사 매출에 가장 핵심적으로 기여하고 있는 **세계적인 아티스트 BTS의 입대 이슈**일 것이다. 실제로 지난해 동사 상장 시 시장이 우려했던 부분 역시 BTS의 입대였다. BTS가 입대하는 동안 매출 공백이 우려되기 때문이다. 하지만 다음과 같은 근거로 BTS의 입대는 더 이상 Risk가 아님을 보이고자 한다.

첫째로, **BTS 입대 이슈는 모두가 예상하고 있는, 예측 가능한 리스크**이기 때문이다. 통상 주식시장에서 리스크는 불확실할 때 유의미하다. 일례로 YG엔터테인먼트도 지난 2018년 빅뱅의 입대 당시 실적은 하락했으나, 타 엔터사와 비교했을 때 주가 추이가 크게 다르지 않았다.

둘째로, **BTS는 이미 누구나 인정하는 글로벌 아티스트이고, 이러한 위치를 가진 아티스트에게 1년 반이라는 공백은 인기에 영향을 미치지 않는다**. 실제로 저스틴 비버, 테일러 스위프트 등 글로벌 아티스트들 모두 2년 이상의 공백기가 있었으나 복귀 이후 공연 실적 등의 퍼포먼스는 전혀 타격이 없었다. 즉 BTS도 군대 전역 후 2024년 매출은 2022년과 비교해서 전혀 부족함이 없을 것이다.

다음으로, 실제로 1년 동안 BTS의 매출이 사라지는 것을 우려해 동사의 주가가 떨어진다고 가정해보자. 이때, 그때 사서 1년만 기다린다면 주가 하락분만큼 수익이 나는 것은 자명하다. 즉, BTS의 전역은 확정된 미래이므로 이는 **무위험 수익**에 가깝다. 따라 입대 이슈로 인해 주가가 감소하는 것은 쉽지 않을 것이다.

마지막으로, BTS의 공백 동안 동사가 모멘텀이 없으면 투자할 필요가 없다. 하지만 동사의 BTS의 공백기에도 앞서 투자포인트 1에서 제시한 NFT와 메타버스로 대표되는 신사업 진출, 그리고 투자포인트 2에서 제시한 성공이 보장된 다양한 아티스트 발굴을 통해 끊임없는 IP와 팬덤을 확보할 것이다. 즉, 동사는 **BTS 공백기에도 충분한 모멘텀을 가질** 것이다.

6. Valuation – PER Method

6.1. Valuation Method 선정 논리

보고서상 동사의 투자 포인트는 두나무와 펼치는 NFT 신사업이 2022년부터 개화할 것이며, 동사의 본업 또한 COVID-19가 지나간 후 회복할 것이라는 논리이다. 현재 애널리스트 리포트는 본업에서의 추정치만 고려하고 있어, NFT 신사업의 이익이 동사 기업가치의 추가적인 upside를 만들어낼 수 있다고 생각한다. 따라서 이익 추정치의 상승을 반영해줄 수 있는 PER Valuation이 적절하다고 판단하였다.

또한 NFT 신사업의 2030년 매출규모가 동사의 기업가치를 판단하는 데 중요하다고 생각했다. 성장주의 Valuation은 타겟으로 하는 시장이 어디까지 클 수 있는지가 크게 영향을 미치기 때문이다. 또한 NFT신사업의 2030년의 모습을 MAU, Paying ratio, ARPPU등의 지표를 활용하여 검증해 2030년의 그림이 현실적이며, 허황되지 않음을 뒷받침하고자 한다.

6.2. 주요 전제

(1) 기존의 위버스를 포함한 동사가 하는 사업부는 전부 구사업으로 분류했다. 현재 위버스 매출에서는 단순한 MD, 앨범 온라인 유통이 대부분이기에 같이 분류했다.

(2) 미래에 두나무와 협력하면서 NFT를 활용한 사업모델에서 발생하는 매출은 전부 신사업으로 분류했다. 크게 5가지 매출로 구성된다.

매출 발생 법안	지분구조	매출구분	설명
하이브 별도		자사 NFT 판매 로열티 매출	하이브가 자사 IP를 활용해 발행한 NFT 판매매출 하이브의 IP가 사용된 NFT가 거래될 때마다 인식되는 매출(거래대금의 2.5%)
위버스	하이브 51%, NAVER 49%	플랫폼수수료 광고매출	위버스 내 신규 NFT 입점수수료(거래대금의 10%) 위버스 내 광고매출
JV(NFT 거래소)	하이브 50%, 두나무 50%	거래수수료	JV(NFT거래소) 내 거래대금의 2.5%. 오픈씨 수수료와 동일

JV, 위버스는 모두 연결재무제표로 회계처리한다고 가정했다.

(3) 동사가 인수한 이타카홀딩스(지분율 100%)는 연결재무제표로 반영된다. 다만 매출에는 본업과 따로 구분지어 반영하였다.

6.3. 매출추정

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021.2Q	2021.3Q	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	301,371	587,224	796,283	178,334	278,610	341,032	1,230,312	2,254,056	2,500,373	3,791,484
신사업								343,500	533,475	818,768
거래수수료								10,500	29,050	61,618
로열티수수료								28,000	71,400	136,710
자사 NFT 판매								200,000	270,000	364,500
위버스 플랫폼 수수료								30,000	47,000	76,450
위버스 광고								75,000	116,025	179,491
구사업	301,371	587,224	796,283	178,334	278,610	341,032	1,230,312	1,712,945	1,735,809	2,741,627
음반&음원	105,400	108,327	320,618	54,535	107,012	129,668	414,481	471,590	437,696	808,182
공연	87,743	191,087	3,422	0	0	0	28,059	336,540	285,516	614,876
광고&출연	14,312	20,071	46,798	12,214	21,607	33,768	94,820	82,033	76,137	140,583
MD&라이선싱 (자기장식액)	51,257	168,238	259,032	64,777	50,099	76,735	336,742	442,142	523,938	628,202
콘텐츠	33,485	78,044	133,467	37,165	91,289	87,256	306,999	369,721	420,849	545,095
팬클럽&기타	9,174	21,457	32,946	9,643	8,603	13,605	49,212	70,918	72,672	114,039
이타카홀딩스								197,611	231,089	231,089

신사업과 본업의 매출추정 논리는 앞서 설명한 바 있다.

이타카홀딩스 매출추정

이타카 홀딩스에 소속된 아리아나 그란데, 저스틴 비버, 제이 발빈의 콘서트 매출을 추정했다. 아리아나 그란데와 저스틴 비버의 콘서트 회당 매출은 과거 공연 자료를 일정하게 적용했고, 제이 바빈의 경우 과거 자료가 부족하여 티켓 한 장 당 100달러를 기준으로 계산했다.

1) 아리아나 그란데의 경우 2년에 한 번씩 투어를 진행하는 경향을 보였다. 아직 2022년 상반기에 발표한 투어 계획이 없어 2022년 하반기부터 2023년 상반기까지 각각 50회의 공연을 진행한다고 가정했다. 그리고 1년 휴식 후 2024년 하반기에 50회의 투어를 진행할 것이라 가정했다.

2) 저스틴 비버의 경우 현재 2022년에 예정된 52회의 투어만 진행한다고 가정했다. 그리고 과거 투어에서 1년 평균 약 70회의 공연을 진행하여 2023년과 2024년에 70회의 공연 횟수를 가정했다.

3) 제이 바빈의 경우 발표된 투어 계획이 홀~아레나 급 규모의 공연으로 이루어져 있어 한 공연 당 7,500명의 관객이 관람할 것이라고 추정했다. 그리고 2022년 발표된 계획에 따르면 26회의 공연을 할 예정이고, 2023년과 2024년도 동일한 횟수의 공연을 가정했다.

6.4. 매출총이익 추정

(단위: 백만 원)	GPM(%)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021.2Q	2021.3Q	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액		301,371	587,224	796,283	178,334	278,610	341,032	1,251,036	2,254,056	2,500,373	3,791,484
매출총이익		111,393	201,538	374,745	95,771	133,336	179,938	613,009	1,142,492	1,297,805	1,949,747
	GPM(%)	37.0%	34.3%	47.1%	53.7%	47.9%	52.8%	49.0%	50.7%	51.9%	51.4%
신사업									254,584	404,934	632,312
거래수수료	62.70%								6,584	18,214	38,634
로열티수수료	100%								28,000	71,400	136,710
자사 NFT 판매	65%								130,000	175,500	236,925
위버스 플랫폼수수료	100%								30,000	47,000	76,450
위버스 광고	80%								60,000	92,820	143,593
구사업		111,393	201,538	374,745	95,771	133,336	179,938	613,009	818,745	811,990	1,236,554
음반&음원	50%							217,603	235,795	218,848	404,091
공연	16%, 23.6%(BTS)							6,622	102,084	45,683	123,521
광고&출연	30%							28,446	24,610	22,841	42,175
MD&라이선싱	45%							151,534	198,964	235,772	282,691
콘텐츠	60%							184,199	221,833	252,510	327,057
팬클럽&기타	50%							24,606	35,459	36,336	57,020
이타카홀딩스	35%								69,164	80,881	80,881

6.4.1. 본업 매출총이익률 추정

동사의 매출부문은 크게 총 여섯가지(앨범, 공연, 광고&출연료, MD&라이선싱, 콘텐츠, 팬클럽 및 기타)로 분류된다. 동사 전체의 원가구조는 알 수 있지만 각 부문별 원가를 전혀 알 수 없다. 따라서 동사 전체의 미래 원가구조를 추정하는 것은 오히려 부정확하다고 판단했다.

대신 6가지 각 항목별 고정적인 GPM을 구한 다음, 이를 바탕으로 과거 10분기동안의 매출에 적용, 가상의 매출총이익을 계산해 실제 데이터와 추정값 사이에 얼마큼 오차가 있는지 검토하였다.

앨범, 공연, MD&라이선싱의 GPM은 과거 추이를 참고하였고, 광고&출연료는 공연과 비슷한 20%, 팬클럽은 50%를 가정했다. 콘텐츠는 규모의 경제가 중요하게 작용하는 것을

감안해, 2019년 40%, 20년 50%, 21년 60%를 적용했다.

물론 콘텐츠를 제외한 항목의 영업레버리지 효과는 무시한 계산이긴 하나, 각 부문별 BEP를 알 수 없다는 점을 감안했다. 각각의 매출이 급감하지 않는 한 상승한 GPM에서 크게 벗어나지 않을 것이다.

실제 매출 및 매출총이익

(단위 : 백만 원)	2018	2019	2020
매출액	301,372	587,224	796,283
앨범	105,400	108,327	320,619
공연	87,743	191,087	4,603
광고/출연등	14,312	20,071	46,798
MD/라이선싱	51,257	168,238	259,032
콘텐츠	33,485	78,044	132,286
팬클럽등	9,174	21,457	32,946
매출총이익 합계(실제)	111,393	201,538	374,745
GPM(%)	37.0%	34.3%	47.1%

실제 매출에 항목별 GPM을 적용한 매출총이익

(단위 : 백만 원)	2018	2019	2020
앨범(GPM 50%)	52,700	54,164	160,309
공연(GPM 16%, 코로나 이후 BTS는 23.6%)	14,127	30,765	741
광고/출연(20%)	2,862	4,014	9,360
MD(45%)	23,066	75,707	116,565
콘텐츠(40%,50%,60%)	13,394	31,218	66,143
팬클럽(50%)	4,587	10,729	16,473
매출총이익 합계(가정)	110,736	206,596	369,590
GPM(%)	36.7%	35.2%	46.4%

6.4.2. 신사업 매출총이익률 추정

신사업의 GPM을 정확히 추정하기는 거의 불가능에 가깝다. 원가구조도 모르고, 정확히 같은 사업을 영위하는 PEER도 없기 때문이다. 따라서 대안으로 그나마 비슷한 사업을 영위하는 PEER들을 산출해 그들의 GPM을 적용하였다. Target GPM과 근거는 다음과 같다.

매출구분	Target GPM(%)	근거
자사 NFT 판매	65.0%	MD판매의 원가율이55%, 온라인 자산이라는 점에서 NFT의 원가율을 35%로 계산
로열티 매출	100.0%	NFT가 거래될 때마다 원작자에게 오는 로열티이므로 100% 인식
플랫폼수수료	100.0%	최초 발행된 NFT의 위버스 임점수수료, 100% 인식.
광고매출	80%	페이스북의 GPM 사용. 대부분 광고매출인 플랫폼이라는 점에서 광고 GPM으로 사용하기 적합하다고 판단
거래수수료	62.7%	블록체인 거래수수료. 서울옥션의 매출과 원가에서 상품매입액률 뺀 GPM 사용

6.4.3. 이타카홀딩스 매출총이익률 추정

2022년에는 콘서트의 재개로 인해 2019년과 같은 수준의 OPM, GPM을 기록할 수 있을 것이다. 따라서 2022E GPM을 2019년과 같은 35%로 가정했다.

6.5. 판매비와 관리비 추정

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021.2Q	2021.3Q	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	301,371	587,224	796,283	178,334	278,610	341,032	1,230,312	2,254,056	2,500,373	3,791,484
판관비 합계	31,462	102,795	229,230	73,001	105,326	114,361	415,459	669,761	749,070	1,137,861
신사업								146,357	227,301	348,858
구사업	31,462	102,795	229,230	73,001	105,326	114,361	415,459	497,714	491,727	758,961
이타카홀딩스								25,689	30,042	30,042
판관비율(%)	10.4%	17.5%	28.8%	40.9%	37.8%	33.5%	33.8%	29.7%	30.0%	30.0%

6.5.1. 본업 판관비 추정

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021.2Q	2021.3Q	2021E	2022E	2023E	2024E	
매출액	301,372	587,224	796,283	178,334	278,610	341,832	1,230,312	1,712,945	1,735,809	2,741,827	
급여	N/A	39,702	75,622	22,373	31,496	N/A	146,586	163,992	166,181	262,475	별도 참조
퇴직급여	N/A	4,757	5,856	2,079	1,723	N/A	12,642	14,144	14,332	22,637	급여와 연동
배리후생비	N/A	1,236	2,961	858	1,405	N/A	5,619	6,285	6,370	10,062	급여와 연동
대외교통비	N/A	1,381	1,187	458	821	N/A	3,558	3,909	4,033	6,370	급여와 연동
집대비	N/A	545	305	107	184	N/A	1,079	1,208	1,224	1,933	급여와 연동
세금과공과금	N/A	2,066	6,676	3,903	4,516	N/A	15,451	15,451	15,451	15,451	2Q 연율화한뒤 FLAT
사용권자산상각비	N/A	3,962	17,780	5,743	5,392	N/A	22,270	22,270	22,270	22,270	1,2Q 연율화한뒤 Flat
임가상각비	N/A	3,914	3,303	1,289	2,715	N/A	8,009	8,009	8,009	8,009	1,2Q 연율화한뒤 Flat
무형자산상각비	N/A	1,233	6,003	2,596	7,340	N/A	24,617	24,617	24,617	24,617	1,2Q 연율화한뒤 Flat
차입원차료	N/A	601	1,238	503	818	N/A	2,957	2,957	2,957	2,957	2Q 연율화한뒤 FLAT
경상연구개발비	N/A	1,324	1,654	492	508	N/A	2,829	3,939	3,992	6,305	매출액 대비 비중
소모품비	N/A	378	853	711	213	N/A	1,989	2,769	2,806	4,432	매출액 대비 비중
지급수수료	N/A	19,756	43,098	15,964	25,573	N/A	68,042	112,714	101,215	197,991	직접참여형 매출과 연동
건물관리비	N/A	1,653	6,581	2,174	1,826	N/A	8,001	8,001	8,001	8,001	2Q 연율화한뒤 FLAT
주식보상비용	N/A	4	16	644	1,323	N/A	3,934	3,934	3,934	3,934	1,2Q 연율화한뒤 Flat
대손상각비	N/A	10	647	340	4	N/A	328	328	328	328	평균
운반비	N/A	18,248	49,050	13,304	15,235	N/A	73,395	83,408	86,036	129,649	MD&음반 매출과 연동
기타	N/A	2,025	6,320	2,043	4,212	N/A	14,153	19,705	19,969	31,539	매출액 대비 비중
합 계	31,462	102,795	229,230	73,001	105,326	114,361	415,459	497,714	491,727	758,961	
판관비율(%)	10.4%	17.5%	28.8%	40.9%	37.8%	33.5%	33.8%	29.1%	28.3%	27.7%	

주요 추정은 다음과 같다.

- 1) 급여 : 동사 전체 급여의 90%는 판관비로 처리된다. 따라서 동사 매출과 연동시켜주 되, 코로나 때 공연의 부재로 매출이 감소해 급여 비중이 높아진 측면이 있다. 따라서 2021년의 급여/매출액 비중을 2022년 공연 매출을 제외한 매출에다 곱했다. 2023년부터는 2022년의 급여/매출액 비중을 일괄 적용했다.
- 2) 지급수수료 : 동사의 지급수수료는 대부분 직접참여형 매출에서 나온 수익을 아티스트에게 분배하는 계정이다. 따라서 과거 3년간 지급수수료/직접참여형 매출 비중을 평균하여 적용했다. 2Q21에 이타카홀딩스 인수관련 일회성 비용 100억원은 제외했다.
- 3) 운반비 : 동사의 MD&음반매출과 연동시켰다.

6.5.2. 신사업 판관비 추정

신사업의 판관비율은 페이스북의 수치를 참고했다. 3년 평균값인 42.6%를 가정하였다. GPM 80%를 가정하면 OPM은 약 37.4%가 나오는 값이다.

6.5.3. 이타카홀딩스 판관비 추정

이타카홀딩스의 판관비 또한 2019년 값인 13%를 적용하였다.

6.6. 기타손익 추정

(단위:백만원)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021.2Q	2021E	2022E	2023E	2024E
기타수익	98	154	493	104	558	662	648	648	648
유형자산처분이익	N/A	1	0	3	-3	0	0	0	0
잡이익	N/A	153	452	101	547	648	648	648	648
사용권자산처분이익	N/A	0	41	0	14	14	0	0	0

(단위:백만원)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021.2Q	2021E	2022E	2023E	2024E
기타비용	1,769	511	4,295	639	1,095	2,730	2,048	2,048	2,048
기부금	N/A	467	2,658	9	716	1,563	1,563	1,563	1,563
유형자산처분손실	N/A	3	58	477	38	515	0	0	0
유형자산폐기손실	N/A	15	622	0	47	47	0	0	0
무형자산폐기손실	N/A	0	5	3	-3	0	0	0	0
사용권자산처분손실	N/A	0	7	120	1	120	0	0	0
잡손실	N/A	25	945	31	295	485	485	485	485

잡이익, 기부금, 잡손실 빼고는 합리적 추정이 불가능해 0처리하였다.

6.7. 금융손익 추정

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021.2Q	2021E	2022E	2023E	2024E
금융수익	2,207	7,491	6,543	6,517	1,798	12,346	5,908	5,908	5,908
이자수익	N/A	495	2,058	1,874	1,464	7,370	5,908	5,908	5,908
외환차익	N/A	3,907	3,647	601	1,601	2,202	0	0	0
외화환산이익	N/A	1,003	137	3,380	-870	2,510	0	0	0
당기손익-공정가치 측정 금융자산평가이익	N/A	2,087	574	661	-397	265	0	0	0
기타의대손충당금환입	N/A	0	127	0	0	0	0	0	0

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021.2Q	2021E	2022E	2023E	2024E
금융비용	128,791	6,477	20,404	3,612	4,056	10,165	6,299	6,299	6,299
이자비용	N/A	1,260	3,887	1,392	2,409	6,299	6,299	6,299	6,299
외환차손	N/A	499	3,680	814	1,387	2,201	0	0	0
외화환산손실	N/A	1,059	12,508	1,406	256	1,662	0	0	0
당기손익-공정가치 측정 금융자산평가손실	N/A	1,719	329	0	3	3	0	0	0
당기손익-공정가치 측정 금융부채평가손실	N/A	1,939	-	0	0	0	0	0	0

이자수익과 이자비용은 이자발생금융자산, 이자발생금융부채를 고려하여 계산하였다. 동사가 현재 현금 1조 2천억을 가지고 있고 유상증자 자금 7천억이 들어오지만 장기적인 동사의 이자발생금융자산 보유량은 21.2Q 수준이라고 판단했다.

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021.2Q	2021E	2022E	2023E	2024E
이자발생금융자산	N/A	160,781	380,244	255,158	623,750	623,750	500,000	500,000	500,000
이자수익	N/A	495	2,058	1,874	1,464	7,370	5,908	5,908	5,908
유효이자율(%)	N/A	0.3%	0.5%	2.9%	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021.2Q	2021E	2022E	2023E	2024E
이자발생금융부채	N/A	36,931	200,117	230,033	200,117	200,117	200,117	200,117	200,117
이자비용	N/A	1,260	3,887	1,392	2,409	6,299	6,299	6,299	6,299
유효이자율(%)	N/A	3.4%	1.9%	2.4%	4.8%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%

6.8. 법인세 추정

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021.2Q	2021.3Q	2021E	2022E	2023E	2024E
법인세차감전순이익	-48,449	98,492	126,247	25,005	26,029	68,148	195,262	475,684	551,689	814,839
법인세비용	22,016	26,068	39,185	7,761	6,293	18,667	53,228	129,672	150,390	222,125
당기순이익	-70,466	72,424	87,061	17,244	19,737	49,481	142,034	346,013	401,298	592,714
법인세율	-45.4%	26.5%	31.0%	31.0%	24.2%	27.4%	27.3%	27.3%	27.3%	27.3%

2021년 유효법인세율은 2021년 반기보고서에 기재된 21년에 예상되는 유효법인세율을 적용했다. 크게 기존 범위에서 벗어나지 않아 24년까지 일괄 적용하였다.

6.9. 지배지분순이익 추정

동사는 지분율 51%의 위버스와 지분율 50%의 JV를 지배하고 있다. 양사의 당기순이익을 비지배지분순이익으로 분류해 주었다.

(단위: 백만 원)	2022E	2023E	2024E
당기순이익	346,013	401,298	592,714
위버스 매출총이익	90,000	139,820	220,043
JV 매출총이익	10,500	29,050	61,618
판권비	49,203	81,824	135,280
위버스, JV 당기순이익	51,297	87,046	146,380
지분율(%)	50%	50%	50%
비지배지분순이익	25,649	43,523	73,190
지배지분순이익	320,364	357,775	519,524

6.10. Target PER Multiple 선정 논리 및 Valuation

1) Target Multiple

동사는 그동안 국내 PEER인 엔터 3사의 Multiple을 할증한 밸류에이션을 받아왔다. 하지만 현재 NFT라는 성장하는 시장에 진입하려고 하며, 위버스라는 플랫폼을 보유하고 있기 때문에 NFT 발행에 국한된 타 엔터사들과는 다른 비즈니스 모델을 구축할 수 있다. 즉 이제 동사의 Multiple은 엔터사라는 고정관념에서 벗어나야 한다.

동사의 미래 이익은 확실하게 위버스를 중심으로 엔터 NFT가 활용, 발행, 거래되는 메타버스 플랫폼에 기반을 두고 성장한다. 동사에게 플랫폼 기업의 Valuation을 부여하지 않을 이유가 없다. 또한 플랫폼 시장에서 선점효과는 매우 강력하다. 내년 동사의 MAU는 2500만에 달할 것이며, 이를 따라잡을 경쟁사는 없다. 게다가 동사의 타겟 시장은 해외이고, 국내에 국한되어 있는 사업자에 비해 한계가 열려있다고 할 수 있다. 즉 동사에게 밸류에이션 프리미엄을 줄 수 있다.

동사의 매출 성장률은 21~24년간 CAGR 45%, 이익 성장률은 CAGR 61%에 달한다.

2022~23년 초기에는 본 보고서의 예상과달리 고정비 부담으로 이익률이 높지 않을 수 있다. 하지만 동사의 NFT 사업모델의 GPM이 워낙 높기 때문에 2024년에는 Target OPM인 33%가량에는 근접할 수 있을 것이며, 적어도 OPM이 상승하는 구간에 들어서 OPM 33%에 대한 기대감을 갖고 미리 밸류에이션에 반영할 수 있을 것이다.

따라서 본 보고서는 Valuation 시점을 동사의 이익률이 33%를 확실히 기대할 수 있는 2024년의 EPS, Target Multiple은 NAVER와 카카오의 2022E Valuation 평균인 44.85를 적용한다.

	2022E Forward PER	22E 영업이익 증가율	23E 영업이익 증가율
Naver	36.7	28.7%	25.7%
카카오	53	46.1%	28%
평균	44.85		

NAVER와 카카오가 국내 시장을 대상으로 독점력이 강한 것은 맞다. 그래서 Valuation Premium은 고려하지 않았다. 그리고 동사의 이익성장률이 2021~24 CAGR 61%로 양사에 비해 높은 점, 동사 또한 글로벌을 대상으로 하는 팬 플랫폼 시장에서 독점력이 강해질 수 있는 점을 고려하면 44.85가 무리한 Multiple은 아니라고 판단한다.

44.85는 21년 하반기인 지금, 카카오와 NAVER의 22E 이익을 기반으로 매긴 Mutiple이다. 즉 동사도 2023년 하반기에는 2024E EPS를 적용하기 시작할 것이다. 따라서 2023E 목표 주가로 2024E EPS를 적용하였다.

다만 2024년의 이익을 더 빠르게 당겨올 수 있을지가 중요하다. 어떤 모멘텀이 존재할까? 22년 1분기 출시되는 디어유의 마이홈이 얼마나 각광받는지, 동사의 22년 2분기 출시하는 NFT가 얼마에 팔리는지, 그리고 동사의 MAU가 얼마나 빨리 상승하는지에 따라 2023년보다 더 일찍 동사의 24년 이익을 반영할 수 있다고 판단한다.

이에 본 보고서의 논의를 종합하여 2023E 목표주가 628000, 현재주가 383500원, 상승여력 63.7%, 투자의견 Buy를 제시한다.

2023E	
유통가능주식수(주)	42,332,817
당기순이익(백만 원)	592,714
2024E EPS(원)	14000
Target PER	44.85
목표주가(원)	628000
현재수가(원)	383500

7. Appendix

구사업+이타카 Earning Table

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021.2Q	2021.3Q	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	301,372	587,224	796,283	178,334	278,610	341,032	1,251,036	2,451,667	2,731,462	4,022,573
YoY (%)										
매출원가	189,979	385,687	421,538	82,563	145,274	161,094	638,027	1,563,758	1,919,472	2,786,019
매출총이익	111,393	201,538	374,745	95,771	133,336	179,938	613,009	887,909	811,990	1,236,554
GPM(%)	37.0%	34.3%	47.1%	53.7%	47.9%	52.8%	49.0%	36.2%	29.7%	30.7%
판관비	31,462	102,795	229,230	73,001	105,326	114,361	418,538	492,970	486,983	754,217
판관비율(%)	10.4%	17.5%	28.8%	40.9%	37.8%	33.5%	33.5%	20.1%	17.8%	18.7%
영업이익	79,931	98,742	145,516	22,770	28,010	65,577	194,471	394,939	325,007	482,337
OPM(%)	26.5%	16.8%	18.3%	12.8%	10.1%	19.2%	15.5%	16.1%	11.9%	12.0%

신사업 Earning Table

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021.1Q	2021.2Q	2021.3Q	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액								343,500	533,475	818,768
YoY (%)										
매출원가								88,917	128,541	186,456
매출총이익								254,584	404,934	632,312
GPM(%)								74.1%	75.9%	77.2%
판관비								146,357	227,301	348,858
판관비율(%)								42.6%	42.6%	42.6%
영업이익								108,226	177,633	283,454
OPM(%)								31.5%	33.3%	34.6%

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.