



큐브엔터 (182360)

2023년 4월 7일

China Upside는 Baro (G)I-DIE

중국이 열리면 동사를 사세요

PER Method를 통해 도출한 41,900원을 목표 주가로 제시한다. (여자)아이들을 중심으로 동사는 도약을 준비하고 있다. 잘 나가는 걸그룹 딱 한 팀 있는 중소형 기획사가 SM, JYP, YG보다 더 매력적인 주식이라면 믿어지겠는가? 중국 내 콘서트 재개라는 빅 이벤트는 (여자)아이들 One Hit Wonder인 동사를 가장 매력적인 주식으로 탈바꿈시켰다. 본 보고서에서는 왜 지금 동사인가를 확인한다.

Point. (여자)아이들이 다 맞춘 주가 상승 큐브

동사의 알파이자 오메가, (여자)아이들의 인기는 상당하다. 특히 작년 'TOMBOY', 'NXDE'의 연속 흥륜을 기점으로 (여자)아이들은 명실상부한 '대세 걸그룹'에 등극했고, 올해 (여자)아이들은 앨범 밀리언셀러(초동 100만장 이상)에 도전하고 30만명 이상의 월드투어가 기대된다. 다양한 증거를 살펴보면 (여자)아이들의 상승여력을 보여주고자 한다.

흔히 '계란을 한 바구니에 담지 말라'라고 하지만, 확실한 이벤트가 있다면 한 바구니에 가득 담지 않을 이유가 없다. 중국 내 콘서트 재개는 가시화되었고, 남은 건 이벤트의 수혜를 가장 많이 받을 기업을 선별하는 것이다. 수혜를 가장 많이 받을 회사가 '큐브엔터'임을 주식적으로 논증해보자.

Additional. 무시할 수 없는 모회사의 선물 - 코스메틱 부문

동사의 모회사는 화장품 회사이며, 동사는 모회사의 일본 내 화장품 유통을 담당하고 있다. '22년 동사 매출의 50%는 화장품에서 발생했고, 동사의 일본 내 브랜드 가치와 이미 확보된 오프라인 유통망은 매출의 지속가능성을 보여준다. 왜 코스메틱 부문을 간과해서는 안되는지 설명한다.

추정 연결손익계산서 (단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	28,851	36,938	71,944	120,638	190,856	221,569
YoY (%)		28.0%	94.8%	67.7%	58.2%	16.1%
엔터테인먼트 매출	28,851	31,618	32,217	60,097	121,087	142,152
YoY (%)		9.6%	1.9%	86.5%	101.5%	17.4%
코스메틱 매출	-	5,321	36,122	56,071	65,299	74,947
YoY (%)			578.9%	55.2%	16.5%	14.8%
유통 매출	-	-	3,605	4,470	4,470	4,470
YoY (%)				24.0%	0.0%	0.0%
매출원가	25,273	28,499	57,723	94,288	128,381	147,197
매출총이익	3,578	8,439	14,220	26,350	62,475	74,373
GPM (%)		22.8%	19.8%	21.8%	32.7%	33.6%
판매비와관리비	3,264	7,902	13,038	19,422	25,860	28,836
영업이익	314	537	1,182	6,928	36,615	45,536
OPM (%)		1.5%	1.6%	5.7%	19.2%	20.6%
기타손익	-60	-107	-2,793	-1,221	324	483
금융손익	68	-162	-34	118	23	32
지분법손실	58	58	264	100	100	100
법인세비용차감전순이익	265	211	-1,909	5,725	36,962	46,052
법인세비용(수익)	-18	835	950	-385	7,008	9,635
당기순이익(순실)	283	-625	-2,859	6,110	29,953	36,417
지배기업소유주지분	283	-203	-3,290	6,115	28,482	34,556
비지배지분	0	-422	431	-4	1,471	1,861

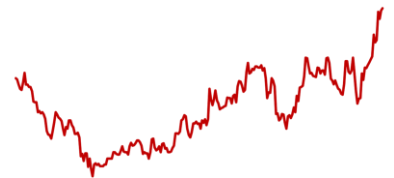
Rating

Buy

목표주가: 41,900 원
현재주가: 24,200 원
상승여력: 73.2%

12M 주가추이

시가총액 3,340 억원



B/S data (2022)

자산 총계 1,059 억원
부채 총계 666 억원
자본 총계 393 억원

Earning data

PER (2023F) 22.32x
EPS (2023F) 1,471 원

주요 주주

브이티지엠피 50.64%
한국증권금융 5.04%
자사주 1.11%

SMIC 1 팀

팀장 46 기 김준성
팀원 46 기 박재현
46 기 이동현
47 기 김진형
47 기 안유리

Intro

곧게 닫혀 있었던 지구 최대의 시장, 중국이 열리기 시작하고 있다.

2016년 한한령을 시작으로 2022년 코로나 확산 방지를 위한 섣달까지, 중국을 상대로 하던 수많은 기업들은 수년간 고통받아 왔다. 매출에 직격탄은 물론이며, 중국을 주 고객층으로 하던 기업들은 **주가 폭락의 쓴맛**에서 아직도 벗어나지 못하고 있는 경우도 존재한다. 그러나 2023년 현재, 얼어붙어 있었던 중국을 따뜻한 바람이 서서히 녹이고 있는 듯한 반가운 소식이 들려오고 있다.

그리고 우리는 오랜만에 찾아온 소중한 기회를 절대 놓칠 수 없다. 중국發 수혜를 받을 수 있는 주식중에서도 최고를 찾아야 한다.

과거 중국이라는 시장이 한류라는 열풍을 타고 처음 열렸을 때의 화장품과 의류 주식들을 떠올려 보자. 중국의 리오프닝으로부터 투자적 이점을 가질 수 있을까? 결론부터 말하자면 쉽지 않아 보인다. F&F와 같이 중국 매출 비중이 30%를 상회하는 기업은, 섣달 와중에도 중국 내에서 매출액 기준으로 작년에 비해 거의 2배의 성장을 했다. 그러나 주가는 박스권에 머물러 있는 실정이다. 또한 고속 성장과는 별개로 의류, 화장품 등의 재화는 **대체품이 내부적으로 항상 존재하기 마련**이다.

그러나 **한국의 엔터테인먼트 산업은 다르다**. 코로나라는 전염병을 차단하기 위해 불특정 다수 국가들의 접근을 차단했던 제로코로나 發 섣달 정책과 달리, 한한령은 대한민국이라는 국가의 콘텐츠 산업을 정확히 겨냥하여 발동한 바 있다. 그러나 중요한 것은, 최근 몇 년간의 한류 콘텐츠의 **질적 성장과 더불어 세계적으로 높아진 위상**으로 인해 우리나라의 엔터테인먼트 산업은 **'대체불가능'**해졌다는 것이며, 한류를 대외적으로 거부하고 있는 중국 내에서도 한국의 콘텐츠를 그 어느 국가보다 갈망하고 있다는 점이다.

그리고 본 보고서는 위와 같은 아이디어에 착안하여, 한국 아이돌 엔터테인먼트 기업 내에서 **황금 동아줄**을 찾았다. 중국이라는 훈풍으로 타고 훨훨 날아오를 한국 엔터테인먼트 기업중의 라이징스타, 동사를 소개한다.

CONTENTS

1. 엔터 산업 A to Z - 산업분석	04
2. 동사는 (여자)아이들만 보면 됩니다 - 기업분석	07
3. (여자)아이들이 다 맞춰준 주가 상승 큐브 - 투자포인트	10
4. 무시할 수 없는 모회사의 선물 - 코스메틱 부문	19
5. 매출 추정	22
6. Valuation - Peer PER Method	24
7. Appendix	31

1. 엔터 산업 A to Z - 산업분석

1.1. 엔터 산업 해체하기 🎵

1) K-Pop의 중심에는 아이들, 아니 아이돌이 있다!

K-Pop의 진정한 성장기 우리에게 익숙한 시장, K-Pop. 그러나 **진정한 성장은 '20년도부터** 이루어졌다. '20년을 기점으로 음반 시장의 크기는 3배 이상 커졌고, 대형 기획사뿐만 아니라 중소형 기획사의 아티스트도 하나 둘 빌보드 차트에 이름을 올리기 시작했다. BTS가 개척해 놓은 글로벌 시장을 차지하기 위한 전쟁이 시작되었다.

이러한 K-Pop 시장의 중심에는 아이돌이 있으며, 엔터 산업은 아래의 방정식을 따른다.

그림 1-1. 엔터 산업 Value Chain



출처: SMIC 1팀

① 대중의 인기를 반영하는, 음원

음원은 대중성을 입증하는 지표 아이돌 중심으로 흘러가는 K-Pop에서 대중적인 인기를 설명하는 가장 대표적인 지표는 바로 **음원 차트 순위**이다. 국내의 멜론 외에도 Spotify, 왕이원뮤직 등의 글로벌 음원 사이트에서 활발하게 스트리밍되면서 국내외로 많은 관심을 받고 있다. 르세라핌, (여자)아이들, NCT와 같은 신생 그룹의 빌보드 차트 진입은 해외 대중들의 폭발적으로 증가한 수요를 보여준다.

연계 콘텐츠는 light → heavy의 기폭제 아이돌은 컴백 날짜에 맞춰 음악 방송에 출연한다. 뿐만 아니라, 유튜브를 비롯한 여러 매체를 통해 확산되는 '직캠'과 리얼리티 프로 등의 연계 콘텐츠는 **라이트한 팬층을 헤비 팬덤(음반과 콘서트 매출의 주 수입원)으로 변화시키는 기폭제** 역할을 하기도 한다. 또한 스트리밍의 경우 전체 1곡 가격의 40%를 제작사가 가져가는, 마진이 좋은 사업이기도 하다.

② 헤비팬으로의 진입을 의미하는, 음반

음반 시장의 변화: 음악 향유 → 팬심의 증명 예전에는 음악을 듣기 위해 음반을 구매했다면, 이제는 응원하는 **아이들의 차트인**과 음반에 **랜덤하게 포함된 포토카드, 팬사인회 응모권**을 얻기 위해 **음반을 대량 구매**하는 문화가 형성되었다. 이와 같은 열성적인 팬덤 문화 덕분에 음반 시장은 '19-'22년 동안 CAGR 45%대의 고속 성장을 누릴 수 있었다.

국내외로 고속 성장 중인 음반 시장

K-Pop에 대한 해외의 막대한 관심과 한 번에 수십, 수백 장씩 음반을 구매하는 팬덤 문화가 결합되면서 **해외 K-Pop 음반 시장의 규모** 또한 급속도로 커지고 있다. 심지어 한한령으로 인해 공식적인 유통 경로로 음반 판매가 불가능한 **중국에서도 보따리상을 통한 우회적인 루트로 연간 5천만 달러(약 650억 원, 전체 수출의 22%)의 음반이 수출되고 있다.** 아이돌 팬덤 간의 미묘한 경쟁 속에서 헤비팬에게 사랑하는 아티스트의 성적표인 음반 판매량은 응당 팬이라면 책임져야 하는 지표이기도 하다.

③ 음반이 많이 팔렸다면, 그 다음은 콘서트다

콘서트가 불러일으키는 나비 효과: ①MD ②콘서트의 유료 콘텐츠화

여러 차례 음반을 내고 큰 인기를 얻으면 그에 맞춰 **콘서트**를 진행하는 것은 당연한 수순이다. 백문이 불여일견이라고, 팬들 또한 아티스트를 직접 보고 싶어한다. 한 번의 월드 투어를 진행하면 **콘서트 자체로 막대한 매출을 올릴 수 있는 것은 물론, 응원봉 등의 굿즈 상품과 콘서트의 콘텐츠화로 2차, 3차의 수입을 창출**해낼 수 있다.

대형·중소형 막론하고 콘서트는 막대한 수입의 기회

콘서트가 재개된 '21-'22년, BTS, 블랙핑크의 경우 1회 콘서트 당 각각 93억 원, 35억 원의 매출을 올렸다. BTS, 블랙핑크와 같은 최정상급 아이돌이 아니더라도 **콘서트, 특히 해외 투어는 단기간에 수입을 벌어들일 수 있는 주요한 기회**이다. ITZY는 작년에 해외 투어를 통해 약 45억 원을, 동사는 (여자)아이들 월드 투어와 비투비 10주년 콘서트를 통해 41억 원의 수입을 올렸다. 콘서트는 아이돌 산업의 꽃이자 확고한 팬덤의 규모를 보여주는 지표이다.

그림 1-2. BTS, BLACKPINK, ITZY 1회 공연 당 평균매출

BTS 월드투어 매출 추이 (단위: 백만 원)				
연도	투어 명	총 매출액	투어 횟수	1회 공연당 평균 매출
2018-2019	BTS WORLD TOUR LOVE YOURSELF	230,000	42	5,476
2019	BTS WORLD TOUR SPEAK YOURSELF	136,200	20	6,810
2021	BTS PERMISSION TO DANCE ON STAGE	103,200	11	9,382

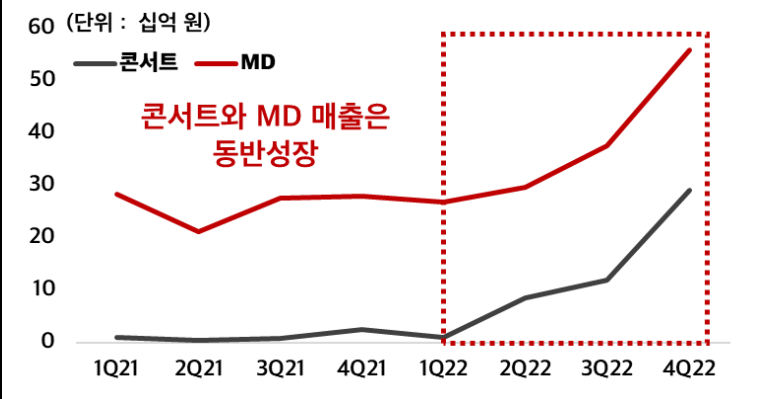
BlackPink 월드투어 매출 추이 (단위: 백만 원)				
연도	투어 명	총 매출액	투어 횟수	1회 공연당 평균 매출
2019	BLACKPINK IN YOUR AREA WORLD TOL	67,378	36	1,872
2022	BORN PINK WORLD TOUR	92,368	26	3,553

* BORN PINK WORLD TOUR는 '23년 7월까지 예정되어 있으며 '22년 매출만을 산입하였음

Itzy 월드투어 매출 추이 (단위: 백만 원)				
연도	투어 명	총 매출액	투어 횟수	1회 공연당 평균 매출
2022	ITZY THE 1ST WORLD TOUR CHECKMAT	4,500	11	409

출처: 언론 종합, SMIC 1팀

그림 1-3. SM, YG, 큐브엔터 콘서트/MD 매출 합산 (단위: 십억 원)



출처: 동사 사업보고서, SM IR, YG IR, SMIC 1팀

④ 부가수익까지 쏙쏙하게, MD까지

콘서트에 간다 = 굿즈 (MD상품)를 산다!

콘서트장 앞에 무엇이 있는가? MD 부스가 있다. 콘서트에서 사용할 응원봉부터 한정판 굿즈까지, MD 매출을 견인한다. 실제로 트와이스가 막 성장하여 첫 일본 돔투어에 나섰을 때, 투어 중 발생한 MD 매출은 콘서트 티켓 판매를 통한 매출을 넘어섰다. 이런 이례적인 사례가 아니어도, [그림 1-3.]에서 볼 수 있듯 **콘서트 매출과 MD 매출은 동반 성장하는 경향**을 보인다. 더욱이, MD상품은 **40~50%의 고마진 사업으로 엔터사들에게 수익성을 보장**한다.

Value Chain이 완성되면 비로소 전성기가 시작된다

엔터사들은 위 네 가지 요소를 유기적으로 연결하면서 성장해왔고, 한 번 성공의 사이클을 형성하면 **팬덤의 규모도 한 층 키우는 효과**를 누릴 수 있다. K-Pop 시장은 국내에서 아시아로, 미주로, 유럽으로 확장되었고 더 큰 시장에서도 스노우볼을 굴리기 위해 각 엔터사는 외국인 멤버를 활용하는 전략을 택한다. 트와이스의 일본인 멤버들과 블랙핑크의 리사 사례처럼, 핵심적인 **외국인 멤버는 해당 시장에서의 침투율을 쉽고 빠르게 높이는 촉매제**이다.

1.2. 7년간 닫혀 있던 중국 시장의 진짜 가치는?

*K-Pop이 지금까지 성장해왔던 것은 앞서 언급한 **선순환 구조**를 누리는 데에서 그 해답을 찾을 수 있다. 그러나 그것이 아예 불가능한 시장이 딱 하나 존재한다. 바로 중국시장이다.*

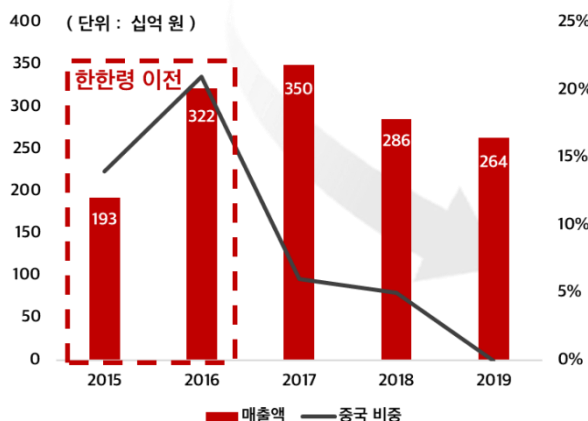
'16년도부터 닫혀 있던 중국 시장

중국은 '16년 한한령이 발동된 이후 굳게 철문을 닫아왔다. 엔터 산업의 Value Chain 상에서 음원은 텐센트 뮤직, 왕위윈 뮤직 등의 중국 스트리밍 서비스를 통해 유통이 가능했지만, 음반은 공식적으로 판매가 금지되어 있었다. 그렇기에 콘서트와 MD의 단계로 확장하는 것은 불가능했다.

이제는 문을 열 것인가?

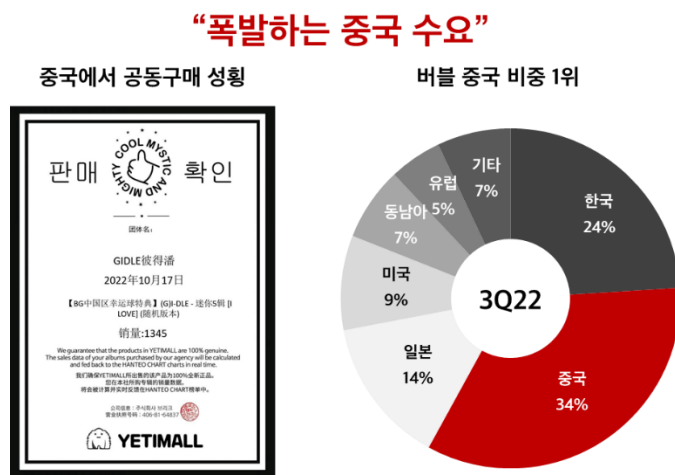
7년째 굳게 닫힌 문 때문에 그 위력을 현재 체감하기는 어려우나, 중국은 '15-'16년도의 K-Pop을 견인했던 주요한 시장이자 현재의 잠재 수요 또한 요동치고 있는 시장이다. 빅뱅이 중국에서 선풍적인 인기를 끌던 시기, 월드투어의 30%(기존 6회→21회로 확장)를 중국에서 진행했다. 중국향 매출 증대는 '15-'16년도의 매출액을 YoY 66% 성장시키는 주요 요인이 되기도 했다. 그러나 한한령으로 인해 중국 진출이 막히면서 매출은 다시 제자리로 돌아갔다.

그림 1-4. 한한령 이후 YG 매출액 감소 (단위 : 십억 원)



출처: YG 사업보고서, SMIC 1팀

그림 1-5. 중국 음반 공동구매 및 버블(디어유) 국가별 매출 비중



출처: 디어유 사업보고서, SMIC 1팀

중국 팬들의 환호성이 여 기까지 들린다!

일장춘몽으로 끝이 날 빠른 중국 시장을 견인한 것은 중국 소비자들의 폭발적인 수요 덕분이었다. 중국 음반의 경우 공동 구매라는 우회적인 루트로 유통됨에도 불구하고 일본에 이어 2위의 수출액을 달성하였다. 아이돌 소통 플랫폼인 '버블' 내에서도 중국의 점유율은 34%, 1위에 달한다. 중국 내에서 iOS 서비스만 제공되어 안드로이드 기반 팬덤은 반영되지 않았음을 감안하면 잠재적인 수요가 엄청난 짐작할 수 있다. 제한된 여건 속에서도 중국 소비자는 편법을 사용해서라도 음반을 구매하고 싶은 K-Pop의 열렬한 수요층인 것이다.

다시 문을 열려는 중국의 움직임

그런데 이런 시장에 기회가 찾아왔다. 지난 3월 16일, 중국은 외국 상업 공연의 신청 접수를 허가했다. 콘서트 재개에 대한 움직임이 시작되면서 K-Pop도 이로 인한 직접적인 수혜를 입을 것이라는 기대감이 일고 있다. 이후 투자포인트 1에서 후술하겠지만, 중국에서의 K-Pop 콘서트 재개는 멈춰있던 사이클의 톱니바퀴가 다시 돌아가기 시작함을 의미한다. 이는 곧 음반과 콘서트, MD 상품의 매출의 괄목할 만한 성장으로 이어질 것임을 시사한다.

이제, 멈춰졌던 중국 시장을 봐야 할 때다.

2. 동사는 (여자)아이들만 보면 됩니다 - 기업분석

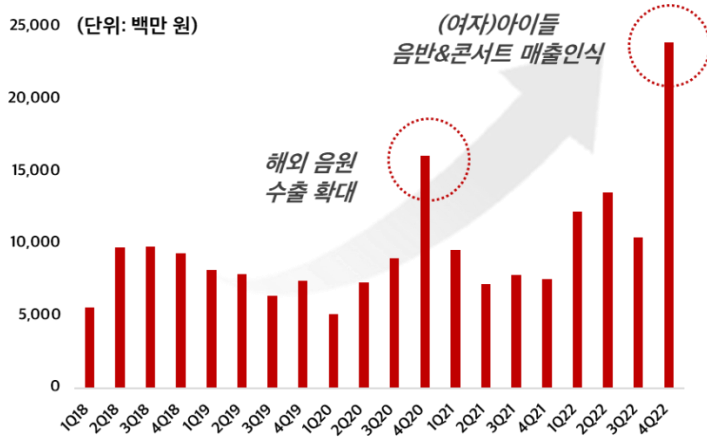
콘서트 재개의 조짐과 함께 다시 가동될 중국 엔터 시장, 어디를 주목해야 하는가? 그 수혜를 온전히 받을 동사, 사업부부터 간단히 짚고 넘어가자. 동사의 사업 영역은 크게 엔터테인먼트 사업과 코스메틱 사업으로 구분된다.

2.1. (여자)아이들을 필두로 굴러가는 엔터테인먼트 사업

동사의 중심에는 (여자)아이들이 있다

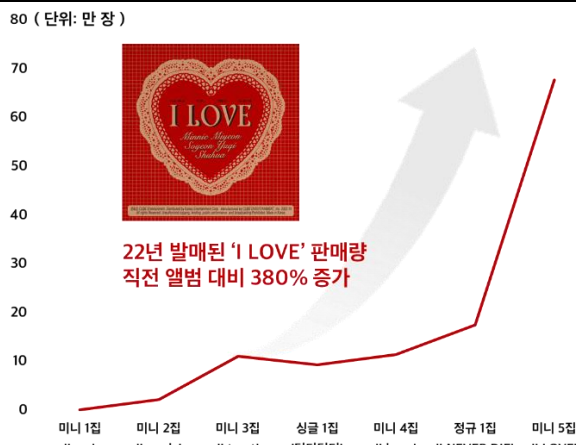
동사는 아이돌 중심의 엔터테인먼트 사업을 영위하고 있으며 현재 그 중심에는 (여자)아이들이 있다. 그 이전부터 시기별로 포미닛, 비스트, 비투비 등 동사를 이끄는 대표 아이돌의 계보가 이어져왔으나, (여자)아이들은 이전에 없던 압도적인 실적으로 독보적인 지위를 공고히 하고 있다.

그림 2-1. 동사 엔터테인먼트 부문 분기별 매출액 (단위: 백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 2-2. (여자)아이들 실적 (단위: 만 장)



출처: 동사 IR 자료, SMIC 1팀

(여자)아이들은 '18년도 5월에 데뷔한 5인조 다국적 걸그룹으로 한국인, 중국인, 대만인, 태국인으로 구성되어 있다. 데뷔곡 'LATATA'(음반 'I AM')로 20일 만에 음악 방송 1위를 차지했고, 신인상 7관왕을 차지하는 저력을 보여줬다. 음원 발매 10개월 만에 유튜브 스트리밍 1억 뷰를 돌파할 정도로 대중들의 많은 관심을 받았다.

대중픽이었으나 헤비 팬층의 확보는 못했던 과거의 (여자)아이들

그러나 이러한 대중의 관심은 헤비팬의 확보로 이어지지 못했다. 음원 시장에서는 차트 상위권에 진입하며 꾸준한 사랑을 받아왔음에도 불구하고 실질적 구매층인 헤비팬을 확보하지 못해 음반 시장에서는 유의미한 성적을 내지 못했다. 대형 기획사는 선배 그룹의 팬덤이 후배 그룹의 주 소비층으로 자리잡으며 음원과 음반 실적에서 낙수 효과를 누려왔으나, 중소형 기획사의 경우 그런 수혜를 입기 어려운 것이 사실이다.

그럼에도, 스스로 성공 궤도를 만들어내다

이러한 악조건에도 불구하고, (여자)아이들은 'TOMBOY'의 흥행에 힘입어 자생적으로 음반 소비 팬 층을 사로잡았다. '22년에 10월에 발매된 미니 5집 'I LOVE'는 걸그룹 초동(음반 발매 후 1주일간 판매량) 기록 중 역대 7위라는 신기록을 세웠다. 그 이전 앨범에 비해 380% 이상 성장한 수치이며 다음 앨범도 책임질 두터운 팬 층이 형성되었음을 의미한다.

Value Chain의 완성과 함께, 떠오르는 중국인 라이징 스타의 탄생

이는 (여자)아이들 음원과 음반, 콘서트와 MD로 이어지는 엔터 산업의 교과서적인 Value Chain이 작동하기 시작했음을 시사한다. 특히 (여자)아이들의 중국인 멤버 '우기'가 최근 중국에서 전례 없는 인기를 얻고 있는 만큼, 중국 콘서트 재개의 흐름은 동사에게 더 큰 성장 사이클을 가져올 것이다.

동사는 이 거대한 파도에 올라탈 준비를 마치고 파도가 밀려오기만을 기다리고 있다.

2.2. 동사 주가 흐름 = f(매크로 이벤트, 아이돌 이벤트)!

그림 2-3. 동사 주가 추이

(단위: 원)



출처: 한국거래소, SMIC 1팀

동사의 주가는 기본적으로 엔터사 전체를 관통하는 매크로 상황을 반영한다. 코로나, 한한령 해제, 금리 인상으로 인한 성장주 하락 등 엔터사의 전방 상황은 동사의 주가에도 지대한 영향을 미친다.

중소형 엔터사의 특성 상 대표 아티스트의 실적이 매출을 견인하며 이는 주가를 움직이는 또 다른 요소이기도 하다. '18년도 2분기, 혜성처럼 등장한 (여자)아이들이 좋은 성적으로 데뷔를 마치고 그 이후에도 히트곡을 연달아 내면서 기대감에 주가가 상승했다. 또한 '20년도 2분기부터 비투비 멤버의 전역이 시작되고 완전체로 돌아온 정규 3집이 처음으로 초동 10만 장을 돌파함에 따라 주가도 동반 상승하였다.

최근의 시장의 관심사는 (여자)아이들의 컴백 일정과 실적이다. '1 LOVE'로 입증된 (여자)아이들에 대한 견고한 수요, 그리고 중국 내 콘서트 재개에 대한 기대감이 현 시점의 주가에 반영되고 있다.

2.3. 일본을 점령한 동사의 화장품, 코스메틱 사업

1) 무럭무럭 자라라는 코스메(コスメ) 사업

합병을 통해 시작하게 된
코스메틱 사업

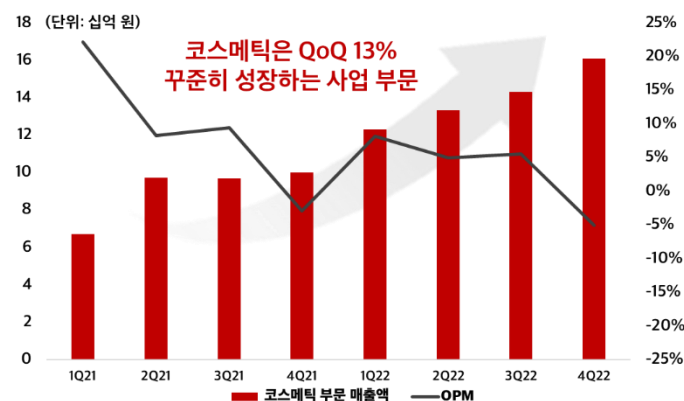
코스메틱 부문은 '20년 일본의 브이티지엠피에 합병된 이후 해외 종속회사인 VT CUBE JAPAN를 통해 시작한 사업이다. 브이티지엠피는 자회사 VT코스메틱을 통해 화장품 사업을 영위하고 있으며, 국내의 코스메카코리아, 이엔씨와 같은 OEM/ODM 업체에서 완제품 형태로 상품을 공급받는다. 그리고 동사의 종속회사인 VT CUBE JAPAN은 이 모회사에서 공급받은 화장품을 일본 내에서 유통하는 역할을 담당한다.

그런데 성장세가 심상치
않다?

일본 시장을 타겟하는 코스메틱 사업은 '20-'22년동안 연평균 234%씩 성장해왔으며 현재 동사 내 코스메틱 부문의 매출 비중은 50%를 상회한다. 단기간에 성장에 성장을 거듭하여 이제는 동사의 하방을 지키는 파수꾼이 된 코스메틱 사업을 파헤쳐 보자.

그림 2-4. 코스메틱 사업부문 매출액

(단위: 십억 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 2-5. 동사 제품 사진



출처: 언론 종합, SMIC 1팀

2) 코스메틱의 핵심 브랜드, 시카 in Japan

일본 내에서 일단 한 자리는
차지했다

VT코스메틱의 대표적인 브랜드는 '시카'로, 주력상품으로는 마스크팩을 보유하고 있다. '18년도에 BTS를 전속 광고 모델로 기용하여 브랜드 인지도를 끌어올린 데 이어 코로나 시기 스킨케어로 입소문을 타면서 일본 내 입지를 본격적으로 다졌다. 이후 기초 라인으로 확장하여 제품군을 다양화하고 있으며, 후술하겠지만 일본 내 다수의 뷰티 어워드 수상, 드럭스토어 체인 입점등의 마일스톤을 달성하며 BTS의 전속 모델이 종료된 이후에도 일본 내 코스메틱 사업을 성공적으로 이끌고 있다.

3) 동사에게 시카는 어떤 의미?

동사의 든든한 지지대이자
성장이 기대되는 사업부

브이티지엠피에 피인수된 이후 덜컥 담당하게 되었으나 빠르고 착실하게 성공 궤도에 오른 코스메틱 부문, 이제는 동사의 견고한 지지대가 되어주고 있다. 확실한 브랜드 가치와 좋은 제품력에 기반해 내실 있는 성장을 거듭해온 코스메틱 부문은 일본 내 유통망 확대를 통해 다시 한번 동사에 힘을 실어줄 예정이다.

3. (여자)아이들이 다 맞춰준 주가 상승 큐브 - 투자포인트

중국에서는 콘서트가 재개되고 이때 (여자)아이들은 활짝 열리는 중국시장을 집어삼킬 것이다. 본 보고서가 제시하는 **성공한 걸그룹의 교집합**에 완벽하게 부합하는 (여자)아이들의 성장 스토리를 지켜보자. 여기서 끝이 아니다. **중국 노출도가 가장 큰 동사는 대형4사를 제치고 가장 큰 업사이드를 누릴 것이다.**

3.1. 중국에서 시작할 폭발적 성장. 기승전결(起承轉結)과 화룡점정(畫龍點睛)

<기(起): 중국 콘서트 재개, 코앞으로 다가왔다.>

외국 공연 신청 재개 & 다양한 콘서트 진행중

최근 동사에게 쏟아지는 관심의 중심에는 '23년 3월 16일부터 재개된 **외국 상업 공연의 신청 접수와 허가**가 있다. 연이어 3월 31일에는 베이징에서 K-Pop 온라인 콘서트가, **홍콩에서는 블랙핑크, 있지, NCT드림의 오프라인 콘서트**가 개최되었다. 특히 홍콩에 대한 중국본토의 통제력이 점차 강해지는 상황에서 **사실상 예비 중국적인 홍콩에서의 오프라인 콘서트** 개최는 콘서트 재개의 신호탄이다.

텐센트 방문 =콘서트 재개 협의로 추정

중국 최대의 음원 유통 기업인 **텐센트의 한국 방문**은 콘서트 재개의 또 다른 바로미터다. 해당 미팅은 텐센트의 요청으로 성사된 것으로 확인되었다. 이때 본 보고서는 동사가 이미 왕이원뮤직과 **음원 유통 독점 계약을 체결한 상태**라는 점을 주목한다. **외국상업공연의 신청 접수**가 재개된 지금, **텐센트의 음원 유통 계약을 체결할 수 없는 동사 방문** 목적은 콘서트 재개 논의뿐이다.

그림 3-1. 중국 음악 분야, 허가 타임라인

중국 음악 공연 재개	
일시	내용
2023.01.17	중화권 공연자 상업 공연 신청 및 허가 재개
2023.03.17	국제(전세계) 공연자 상업 공연 신청 및 허가 재개
2023.03.20	빈 필하모닉 오케스트라 등 중국 공연 일정 발표

What's Next?

출처: 중국문화관광부, 언론보도종합, SMIC 1팀

그림 3-2. 중국 문화, 예술분야 연도별 허가 횟수

영화/드라마 판호는 '22년도에 개방			
	영화	드라마	게임
2017			6
2018			
2019			
2020			1
2021			2
2022	1	16	7

출처: 중국문화관광부, 언론보도종합, SMIC 1팀

'22년 영화, 드라마, 게임 총 24건 허가

그 외 문화, 예술 영역에서도 중국의 개방이 확대되고 있다. '20년부터 재개되기 시작한 게임 판호 허가를 필두로, '22년에는 **영화, 드라마, 게임 분야에서 총 24건의 허가**가 이뤄졌다. '15년을 기점으로 한 순간에 제한되었던 문화, 예술영역에서 음악, 영화, 드라마의 허가가 재개되었다. **마지막 남은 단 하나의 퍼즐, 콘서트 재개가 '23년 내에 이뤄지는 것은 자명하다.**

콘서트 재개의 수혜에 가장 많이 노출된 기업은 어디일까?
바로 중국에서 잘하고 있으며 더 잘 할 수 있는 동사이다.

<승(承): 중국을 집어 삼킬 (여자)아이들>

인기 + 현지 공연기획사 동사의 대표 IP인 (여자)아이들은 K-pop 아이들의 해외투어 콘서트에서 가장 중요한 2 가지를 이미 확보했다. **현지에서의 강력한 인기**와 그것을 뒷받침하는 **현지 공연기획사**다. 지금부터 동사의 무기를 확인해보자.

중국 최대 음원 플랫폼 연간 1,2위 중국에서 (여자)아이들의 인기는 음원차트를 통해 확인할 수 있다. '22년에 발매한 두 앨범이 **중국 최대 음원 플랫폼 '왕이원뮤직' 연간 차트 1,2위를 석권**한 것이다. 이때 중국 정부는 '21년부터 **한국 아이들의 음반 구매를 제한**하고 있다. 따라서 중국 팬들에게 합법적으로 한국 아이들을 응원하는 방법은 음원 재생이 유일하다. 이런 상황에서 **가입자 9억명의 왕이원뮤직에서 거둔 1,2위의 성적**은 현지에서 치솟는 (여자)아이들의 인기에 대한 방증이다.

우기 웨이보 팔로워 수 =763만 명 (여자)아이들의 인기를 견인하는 또 다른 이유는 **중국인 멤버 우기**다. **중국 최대 SNS인 웨이보(Weibo)에서 우기의 팔로워 수는 763만명으로 4세대 걸그룹 중 2위**이다. 이는 1위 블랙핑크 리사의 893만에 육박하는 수치이며, 3위가 제니(378만), 4위가 로제(362만)임을 미루어 볼 때, **우기는 블랙핑크와 비교 가능한 유일한 개인**이다. 이러한 인기는 우기가 '19년도부터 중국 서바이벌 프로 우승(1위), 중국판 런닝맨 출연, 솔로곡 발매 등 중국 활동에 집중했던 것에서 기인한다. (여자)아이들은 우기가 모아 놓은 팬층에 힘입어 중국시장을 공략 중이다.

그림 3-3. 왕이원 뮤직 연간차트 1, 2위를 기록한 (여자)아이들



출처: 왕이원 뮤직, 웨이보, SMIC 1팀

그림 3-4. 우기 광고촬영 추이

중국 멤버 '우기' 광고 타임라인('23년)	
브랜드 명	날짜
Bobo	4/3
Boybyboy	3/27
에스콰이어파인	3/23
Superelle	3/19
LANCOME	3/7
Valentino	3/3
XBLUSH	2/28
Fendi	2/22
INTO YOU	2/21

"평균 4.6일 당
광고 1편"

출처: Twitter, 동사 IR, 언론보도종합, SMIC 1팀

우기 '23년 광고 9건 체결 →광고 1건 : 평균 4.6일 중국에서 우기의 인기는 '23년을 기점으로 급증한 광고 계약 체결 건수를 통해서도 확인할 수 있다. 본 보고서가 직접 웨이보, 트위터, 중국 팬 페이지를 모두 종합한 결과 우기는 총 9건의 광고계약을 체결했다. 2월 21일부터 4월 3일까지 **평균 4.6일에 하나의 광고가** 공개된 것은 우기의 강력한 유명세를 입증한다.

중국 1위 공연기획사 확보 마지막으로 동사는 현지에서의 인기를 뒷받침하는 **중국 1위의 공연기획사를 확보**했다. 이때 우리는 과거 JYP엔터테인먼트가 미국 진출 과정에서 제대로 된 기획사와 협력하지 못해 실패했음을 기억해야 한다. 그러나 동사의 모회사인 **브이티지엠피는 '프리고스'라는 중국의 1위 공연기획사와 '20년 1월부터 지속적으로 협력**하고 있다. 현지사정에 익숙한 공연기획사를 확보한 동사에게 중국은 너무나도 편안한 안방과도 같다.

<전(轉): 폭발적 성장이 당연해 보인다. 정량과 정성으로 무장한 (여자)아이들>

성공한 걸그룹의 교집합 =헤비팬+라이트팬 아이돌 산업은 소비재 성향이 강하기 때문에 기술력을 판단하기 어렵다. 이에 본 보고서는 **초동 판매량 100만장을 넘긴 블랙핑크와 에스파를 걸그룹 중에서 성공했다고 판단하여, 그들의 교집합을 찾았다.** 실제로 해당 조건을 만족시킨 그룹은 반례없이 다음 컴백에서 100만장 이상의 초동 판매를 기록했다. 해당 조건은 앞서 언급한 헤비팬과 라이트팬의 특성을 반영하는 것이며, 이를 대표하는 정량적인 지표를 제시한다.

유튜브 영상 1억 뷰 달성 기간 = 한 달 이내 첫째, **라이트팬 유입과 헤비팬 충성심의 복합지표로 최근 유튜브 영상이 1억뷰를 달성한 기간이 한 달 이내여야 한다.**

타이틀곡 음원 성적 6주 이상 Top3 유지 둘째, **라이트팬 유입을 판단하는 기준으로 타이틀곡의 음원 성적이 Top 3를 유지한 기간이 4주 이상이어야 한다.**

팔로워 수 100만 명 이상 셋째, **헤비팬의 충성심을 판단하는 기준으로 트위터 팔로워 수 100 만명을 제시한다.**

4세대 걸그룹에 해당 교집합을 적용한 결과와 각 세부지표를 선정한 근거는 다음과 같다.

그림 3-5. 초동 판매량 100만 장 걸그룹의 교집합

걸그룹 초동 판매량	20년 4월(오마이갓)	20년 8월(덤디덤디)	21년 1월(화)	22년 3월(봄보이)	22년 10월(누드)	23년 10월(컴백)
(여자)아이들						
앨범 초동 판매량 (천 장)	112	94	115	176	678	???
유튜브 1억뷰 달성 시간	90일	-	150일+	50일	17일	
음원 Top3 유지 기간	0주	0주	0주	6주	6주	
트위터 팔로워 수 (천 명)	603	836	1,045	1,374	1,666	
블랙핑크	19년 4월	20년 7월	20년 10월	22년 9월		
앨범 초동 판매량 (천 장)	146	204	689	1,542		
유튜브 1억뷰 달성 시간	2일 4시간	1일 8시간	3일 3시간	5일 3시간		
음원 Top3 유지 기간	1주	4주	6주	5주		
트위터 팔로워 수 (천 명)			2,415	7,288		
aespa	21년 5월	21년 10월	22년 7월			
앨범 초동 판매량 (천 장)	-	276	1,126			
유튜브 1억뷰 달성 시간	32일 8시간	17일 19시간	70일			
음원 Top3 유지 기간	7주	4주				
트위터 팔로워 수 (천 명)	-	1,555	2,850			
TWICE	19년 9월	20년 10월	21년 6월	21년 10월	22년 8월	23년 3월
앨범 초동 판매량 (천 장)	154	246	277	318	536	651
유튜브 1억뷰 달성 시간	23일	12일	11일 1시간	104일	70일	
음원 Top3 유지 기간	0주	0주	0주	0주	0주	0주
트위터 팔로워 수 (천 명)	-	-	7,949	8,953	10,595	11,378
ITZY	20년 8월	21년 4월	21년 9월	22년 7월	22년 11월	
앨범 초동 판매량 (천 장)	143	200	259	472	633	
유튜브 1억뷰 달성 시간	41일	24일	59일	42일	46일	
음원 Top3 유지 기간	0주	0주	0주	0주	0주	
트위터 팔로워 수 (천 명)	1,725	2,820	3,591	5,207	5,454	
IVE	21년 12월	22년 4월	22년 8월			
앨범 초동 판매량 (천 장)	152	338	924			
유튜브 1억뷰 달성 시간	98일	72일	36일			
음원 Top3 유지 기간	4주	4주	9주			
트위터 팔로워 수 (천 명)	없음	521	869			
LE SSERAFIM	22년 5월	22년 10월				
앨범 초동 판매량 (천 장)	307	567				
유튜브 1억뷰 달성 시간	100일	90일				
음원 Top3 유지 기간	0주	5주				
트위터 팔로워 수 (천 명)	374	660				
NMIXX	22년 2월	22년 9월	23년 3월			
앨범 초동 판매량 (천 장)	227	442	630			
유튜브 1억뷰 달성 시간	400일+					
음원 Top3 유지 기간						
트위터 팔로워 수 (천 명)	135	582	830		성공지표	초동판매량

출처: socialblade.com, 유튜브, 트위터, 씨클차트, SMIC 1팀

우선, 유튜브 영상의 조회수 1억 뷰 한 달 이내 달성은 많은 사람들이 단기간에 해당 영상을 재생했다는 것을 의미한다. 1억 뷰는 팬덤의 총공만으로 이뤄지기 어렵고, **라이트팬의 영향이 복합적으로 작용했을 것**이라고 판단했다.

다음으로, 음원 성적 부문에서 단순히 생각하기에는 팬덤의 '스트리밍 총공'으로 인해 음원 성적에 헤비팬의 영향이 클 수 있지만 실제 데이터는 다르다. 1H22 스트리밍과 음반 판매량 Top 10의 괴리를 통해 **음원 성적에는 라이트팬의 영향력이 강력하게 반영된**다고 추정했다.

마지막으로, 트위터 팔로워 수는 K-Pop에서 트위터가 가지는 위상을 고려하였다. 팬들은 아이돌을 트위터를 통해 소비할 뿐만 아니라 교환하고 재생산한다. 이처럼 한 차원 높은 소비가 이루어지는 트위터 내에서 팔로워 수는 **헤비팬 규모를 추정할 적합한 지표로 보인다**.

**삼위일체의 (여자)아이들
초동 100만장이
자연스럽다.**

이상의 정량적인 지표들을 확인한 결과, (여자)아이들은 1) 유튜브 1억뷰 달성 시간 17일로 한 달 이내이고, 2) 음원 Top 3를 유지한 기간이 6주로 4주 이상이며, 3) 트위터 팔로워가 191만 명으로 100만명 이상이다. 정량적인 지표들을 종합하면, (여자)아이들이 다음 컴백에서 **초동 100만장을 판매하는 것은 자연스러운 수순으로 보인다**.

지금부터는 숫자로 드러나지 않는 **(여자)아이들만의 정성적인 매력**을 확인해 보도록 하자.

빅뱅, BTS, (여자)아이들. Let's go.

**세 그룹의 공통점
= '프로듀싱 능력'**

위 세 그룹의 공통점은 무엇일까? 바로 그들의 **프로듀싱 능력**이다. 프로듀싱의 중요성은 팬과 아이돌의 관계에서 강조된다. 팬들이 아이돌의 음원을 스트리밍하고 음반을 구매하는 것은 **아이들이 춤과 음악을 통해 표현하는 메시지를 좋아하고 그것에 공감하기** 때문이다. 따라서 팬이 아이들에게 느끼는 **유대감과 동질감**은 아이돌 산업의 **근간**을 구성하는 핵심요소다.

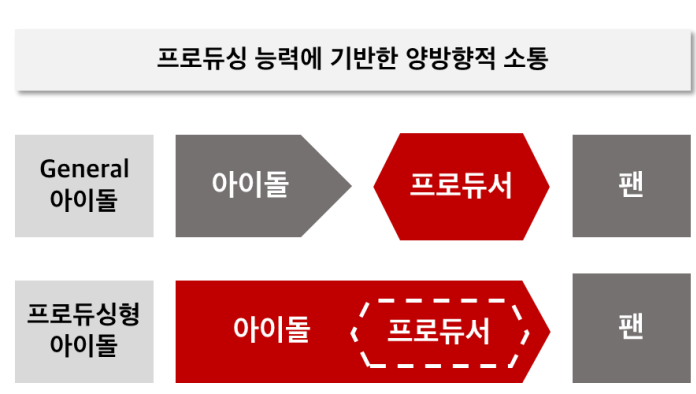
그림 3-6. 음원 스트리밍 순위와 음반 판매량 순위의 불일치

1H22 스트리밍 순위		
순위	가수	음반순위
1	김민석	-
2	(여자)아이들	23위
3	임영웅	7위
4	아이브	11위
5	멜로망스	-
6	빅뱅	-
7	sokodomo(소미더머니10)	-
8	아이브	56위
9	경서예지, 전건호	-
10	태연	28위
11	이무진	-
12	박재범	-

* -: 실물 음반 미발매

“음원 성적과
음반 순위는 불일치”

그림 3-7. 팬과 아이들의 양방향적 소통 관계



출처: 씨클차트, SMIC 1팀

출처: SMIC 1팀

**(여자)아이들의 메시지는
(여자)아이들의 것이다.**

팬과 아이들의 관계가 직접적인지 혹은 제3자를 거쳐야만 하는지는 **프로듀싱의 주체가 누구인지에 의해 결정된다**. ITZY는 박진영, 에스파는 이수만, 블랙핑크는 양현석, 뉴진스의 메시지는 민희진의 것이다. 그러나 **(여자)아이들의 메시지는 (여자)아이들만의 것이다**. (여자)아이들의 리더인 소연은 **데뷔음반부터 최근 NXDE까지 모든 타이틀 곡의 작사/작곡을 맡았기** 때문이다. 소속사로부터 일방적으로 곡을 받아 퍼포먼스를 보여주는 걸그룹과 구분되는 점이다.

<결(結): 5월, (여자)아이들 컴백>

(여자)아이들은 지금까지 응축해온 유명세를 한 번에 발산하기 위해서 5월 중순에 컴백할 것으로 예측된다. 예측과정에서 필요한 3가지 가정들은 다음과 같다.

5월초, 비투비 컴백

첫째, 소속 아이들 그룹의 컴백 주기가 겹치지 않도록 한다. 특히 중소형 기획사의 경우 상대적으로 부족한 인력으로 인해 선배 그룹 위주로 컴백일정을 정하는 경향이 있다. 동사의 경우에도 5월 초 비투비(BTOB)의 컴백이 예정되어 있다. 비투비 또한 국내의 두터운 팬덤을 보유한 남자 아이돌이기 때문에 동사 역시 비투비의 활동에 상당한 역량을 투입할 것이다.

5월 1일 르세라핌
6월말 뉴진스 컴백

둘째, 경쟁 그룹의 컴백일정을 고려해야 한다. 특히 지금은 4세대 걸그룹의 전성시대로 불리는 만큼 경쟁그룹의 컴백 주기가 겹친다면 국내외의 주목을 받지 못할 가능성이 있다. 주요 걸그룹인 아이브(스타쉽)는 3월 27일 이미 컴백했고, 르세라핌(하이브)이 5월 1일, 뉴진스(하이브)가 6월말에 컴백을 예고했다. 최근 아이들의 활동기간이 1~2주임을 고려한다면 (여자)아이들은 위 일정을 피한 기간에 컴백할 것으로 예측된다.

그림 3-8. 비투비, 4세대 여자 아이돌 컴백 일정

일요일	월요일	화요일	수요일	목요일	금요일	토요일
4월 30일	5월 1일	5월 2일	5월 3일	5월 4일	5월 5일	5월 6일
르세라핌 컴백						
비투비 컴백						
5월 7일	5월 8일	5월 9일	5월 10일	5월 11일	5월 12일	5월 13일
르세라핌 컴백						
비투비 컴백						
5월 14일	5월 15일	5월 16일	5월 17일	5월 18일	5월 19일	5월 20일
(여자)아이들 컴백						
5월 21일	5월 22일	5월 23일	5월 24일	5월 25일	5월 26일	5월 27일
(여자)아이들 컴백						
5월 28일	5월 29일	5월 30일	5월 31일	6월 1일	6월 2일	6월 3일
(여자)아이들 컴백						

출처: 언론보도종합, SMIC 1팀

그림 3-9. (여자)아이들 기존 자체컨텐츠와 컴백일정

"자체 콘텐츠에서 예고 후 2달 이내 컴백"			
자체 콘텐츠	컴백 발표	컴백일	
	1월 15일	2월 24일	3월 14일
	컴백 발표 9월 14일	자체 콘텐츠 9월 22일	컴백일 10월 17일
	자체 콘텐츠 4월 14일(E)	컴백 발표 Soon	컴백일 5월 중순(E)

출처: 유튜브, 언론보도종합, SMIC 1팀

4월 14일에 진행된
자체컨텐츠

셋째, 컴백 이전에 이뤄지는 자체 콘텐츠를 통해 컴백 일정을 예측할 수 있다. 최근 아이들은 평균적으로 컴백 한 달 전의 자체 콘텐츠를 통해 팬들과 소통하고 차후 이뤄질 컴백을 예고한다. 특히 3월 17일에 이미 한 차례 방영됐고, 4월 14일 마지막화 방영이 예정된 자체 콘텐츠의 타이틀이 "컴백세미나"였던 것을 고려하면 (여자)아이들의 컴백이 멀지 않았다고 추정된다.

(여자)아이들 컴백
=5월 중순

상기 논의들을 종합한 결과, (여자)아이들이 컴백할 것으로 예측되는 시기는 크게 4월 중순과 5월 중순이다. 그러나 앞서 언급한 바와 같이 컴백 한 달 전 공식 발표되는 것을 고려한다면 4월 중순의 컴백은 시기상조로 보인다. 따라서 본 보고서는 5월 중순을 (여자)아이들의 컴백 일자로 예측한다.

<화룡점정(畫龍點睛): 5월 컴백 이후 진행될 콘서트와 음반판매량은 상상이 안 된다.>

이전음반의 퀄리티가
다음 음반 판매량을 결정

이전 음반의 퀄리티는 다음 음반의 판매량에 영향을 미친다. 초동판매량을 기준으로 순위를 정하는 씨클차트(구 가온차트)의 존재 때문이다. 차트 줄세우기를 위해서 각 팬덤은 음반 발매 이전부터 예약주문을 통해 음반을 구매한다. 현실적으로 해당 음반의 퀄리티가 해당 음반의 판매량에 영향을 미치지 못하는 것이다.

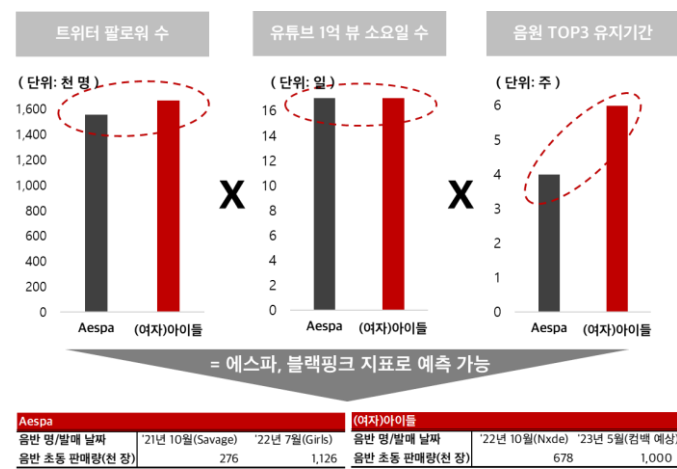
한 번 팬은 영원한 팬

또한 한번 헤비팬이 되면 쉽게 팬덤에서 벗어나지 못하는 K-Pop 팬의 특성을 고려해야 한다. 모든 걸그룹을 전수조사한 결과, 음반 판매량이 50만장을 넘긴 이후에는 예외없이 꾸준하게 증가하는 모습을 확인할 수 있었다. 공고하게 형성된 팬덤은 해당 그룹에 끊임없이 열성적인 지지를 보내는 것이다. 따라서, **"아이들의 음반판매량= 이전 음반 판매량(헤비 팬으로 구성된 팬덤) + 라이트팬의 유입이 만들어낸 신규 판매량"**으로 추정할 수 있다.

초동100만장?
지표가 말해준다.

올해 5월로 추정되는 (여자)아이들의 음반 판매 역시 '22년 10월 발매된 NXDE음반의 퀄리티가 좌우할 것이다. 해당 음반은 앞서 살펴본 지표상으로 음원이 Top 3를 유지한 기간이 6주이며, 유튜브 1억뷰 달성에 17일밖에 걸리지 않았다. 많은 라이트팬의 유입을 확인할 수 있는 대목이다. (여자)아이들과 블랙핑크, 에스파의 지표를 비교한 결과 이번 컴백에서 (여자)아이들 또한 초동 100만장, 총 판매 120만장은 충분히 가능한 수치라는 것을 알 수 있다.

그림 3-10. '23년 5월 (여자)아이들 음반판매량 예측



출처: socialblade.com, 유튜브, 트위터, 씨클차트, SMIC 1팀

그림 3-11. '23년 (여자)아이들 콘서트 규모 예측



출처: socialblade.com, 유튜브, 트위터, 씨클차트, SMIC 1팀

콘서트 규모
=이전 음반의 흥행 여부에
달렸다.

걸그룹의 콘서트 개최는 음반이 발매된 이후 판매량으로 가능할 수 있는 팬덤의 규모를 바탕으로 결정된다. 특히 대규모 장소를 빌려야 하는 콘서트의 특성상 손익분기점을 넘기는 것이 중요하기 때문이다. 따라서 이전 음반의 흥행은 콘서트 크기에 직결된다.

초동100만장의 걸그룹?
콘서트 30만명은 충분!

'23년 5월 컴백 이후 이뤄질 콘서트의 규모는 '22년 10월 음반 발매 직전의 콘서트 규모에 기반하여 추정할 수 있다. 초동 판매량 기준 17.6만장을 판매한 '22년 3월 TOMBOY 이후 이뤄진 (여자)아이들의 월드투어 콘서트는 총인원 79,000명 규모였다. '23년 5월의 음반 초동 판매량을 100만장으로 예상하는 지금, (여자)아이들의 월드투어 콘서트 규모는 30만명일 것으로 추정된다.

3.2. 아직도 동사가 왜 Top-Pick인지 물으신다면, 알려드리는 게 인지상정!

지금까지의 논의를 통해 본 보고서는 동사의 엔터테인먼트 기업으로서의 실적을 이끄는 (여자)아이들에 대해 알아보았다. 기업분석과 투자포인트의 초중반부는 (여자)아이들이 중소형 엔터테인먼트 소속으로서의 한계를 넘어서 대형 4사 소속 4세대 아이돌에 버금가는 인지도와 영향력, 그리고 성장성을 가졌다는 점을 확인시켜준다.

뿐만 아니라, 중국 내에서의 콘서트 매출 발생과 한한령 완화가 강력하게 예상되는 바, 해당 아티스트는 동사에게 매출과 이익단에서의 분명한 질적 개선 가능성을 제시해준다. 다시 말해, (여자)아이들이 엔터 업계에서 성공한 아이돌임에는 이제 의심할 여지가 없다. 동사 소속의 (여자)아이들의 가치에 대한 의문이 해소된 지금, 한가지 의문점이 들기 마련이다.

그렇다면, 소위 (여자)아이들 '원툴'인 동사, 주식적 관점에서 투자할 가치가 있는가?

한한령 해제 Top-Pick = '큐브 엔터'

이에 대해 본 보고서는 1)엔터테인먼트 업계 내에서 중국이 갖는 중요성과, 나아가 2)엔터테인먼트 기업의 중국 내의 노출도를 살펴봄으로써 동사가 중국 내 콘서트 재개와 한한령 완화 기조 속에서 왜 동사가 Top-Pick이 될 수밖에 없는지 투자자의 관점에서 그 경로를 추적해 보고자 한다.

Step 1-1. 중국의 중요성 - 이 흐름, 타는 게 맞아?

한한령 이후 중국 시장은 그림의 떡

'16년 한한령 이후, 중국은 국내 엔터테인먼트 업계에겐 '그림의 떡'과 같았다. 중국 내 공식적 유통 경로를 이용한 음반 판매는 물론이거니와, 콘서트까지 금지되어 엔터테인먼트 기업들은 북미를 비롯한 유럽과 동남아 같은 지역으로 눈을 돌릴 수밖에 없었다.

K-POP 시장의 엘도라도 '중국 시장'

그러나 지금, 한한령이 완화되는 흐름 속에서 이제 잊고 있었던 중국의 중요성을 재조명해야 한다. [그림 3-13.]를 통해 알 수 있듯, 중국의 한류 팬 규모는 그 인구만큼이나 거대하며, 이는 곧 새로운 시장의 규모와 직결된다. 과거 의류와 화장품 기업들이 중국이라는 거대한 모멘텀을 맞이하였을 때 보였던 과거 주가 상승 사례는 현재 비공식적인 방법(공동구매)를 제외하곤 거의 0에 수렴하는 엔터테인먼트 산업의 중국 향 매출이 물꼬가 트이기 시작하면 매우 유사한 주가 상승의 모멘텀을 맞이할 수 있을 것이라는 것을 시사한다.

그림 3-12. 중국 한한령 당시 주요 가이드라인

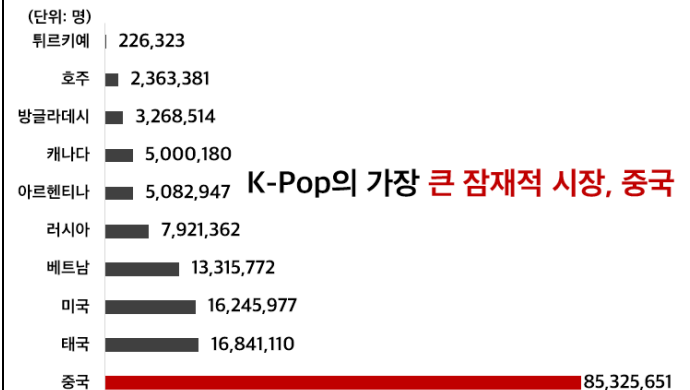
당시 EXO를 비롯한 대형 아이돌 그룹들 모두
중국 내 모든 콘서트 일정 취소

중국 한한령 주요 가이드라인

- 한국 단체 중국 내 연출 금지
- 신규 한국 연예기획사에 대한 투자 금지
- 1만 명 이상 동원하는 한국 아이돌 공연 금지
- 한국 드라마와 예능 협력 프로젝트 체결 금지
- 한국 연예인 출연 드라마 중국 내 송출 금지

출처: S&T GPS, SMIC 1팀

그림 3-13. '22년 글로벌 주요국 한류 팬 규모 (단위: 명)



출처: 『2022 지구촌 한류 현황』, SMIC 1팀

Step 1-2. 중국의 중요성 - 어느 아이돌 그룹, 어느 기업에 집중해야 하는가?

한한령 최수혜 아이들은 어떤 유형의 아이돌일까?

전술한 바와 같이 한국 엔터 업계에 대한 중국의 잠재적 영향력은 이제 무시할 수 없는 실정이다. 중국의 중요성은 확인된 바, 이제 해당 국가에서 동사의 (여자)아이들을 비롯하여 흥행하고 있는 다른 그룹들을 알아보며 어떤 유형의 그룹에 집중해야 하는지 알아보자.

전통적으로 돈은 보이그룹이 벌었다

과거 K-Pop 업계의 컨센서스는 한 마디로 '보이그룹이 돈을 벌여 준다.'였다. 그도 그럴 것이, 보이그룹에 열광하는 여성들의 소비성향이 걸그룹에 열광하는 남성들보다 훨씬 강했기 때문이다. 그리고 이러한 현상은 큰 궤에서 지금까지도 이어져 오는 추세로 보인다.

그러나, 중국 시장에서는 걸그룹에 집중해야만 한다

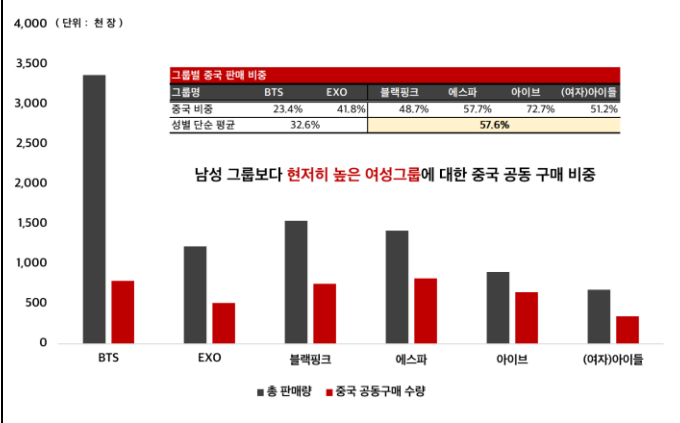
상술한 논의를 듣고 혹자는 중국 또한 마찬가지로, 굳이 걸그룹인 (여자)아이들에 주목할 것이 아닌, 보이그룹이 존재하는 다른 기업을 보아야 한다고 반문할 수 있다. 그러나 본 보고서는 중국에 대해서는 다른 시각으로 접근해야 한다고 주장한다. 선결하자면, 중국은 현재 걸그룹에게 더욱 중요한 시장이다. 그리고 이에 대한 근거로 크게 두 가지를 들 수 있다.

그림 3-14. 한국 아이돌 그룹 중국 초등 공동구매 추정 수량

'22년까지 한국 아이돌 앨범 중국 초등 공동구매 추정 수량 (단위: 장)				
그룹명	발매년도	앨범명	중국 공동구매 수량	소속사
에스파	2022	Girls	820,000	SM
블랙핑크	2022	BORN PINK	750,000	YG
방탄소년단	2020	MAP OF THE SOUL: 7	790,000	HYBE
아이브	2022	After like	654,185	스타쉽
엑소	2019	Obsession	510,000	SM
엔시티 드림	2020	Reload	430,000	SM
(여자)아이들	2022	I LOVE	346,900	큐브
레드벨벳	2022	Feel My Rhythm	320,000	SM
레드벨벳	2022	Birthday	317,000	SM
트와이스	2022	BETWEEN 1&2	255,000	JYP
르세라핌	2022	Antifragile	225,000	HYBE

출처: 언론보도 종합, 각 그룹 팬 카페, 중국 바이두 이미지, SMIC 1팀

그림 3-15. 주요 그룹 앨범 중국 공동구매 비중 (단위: 천 장)



출처: 한국경제, 각 그룹 팬 카페, SMIC 1팀

중국이라고 피할 수 없다 '걸크러시 열풍'

첫째, 최근 몇 년간 중국에서 여성 인권과 주체적인 여성상이 대두되고 있는 바, 앞서 언급했듯, 소위 '걸크러시(정확한 어원적 정의는 여성이 여성에게 느끼는 호감이다.)' 범주에 포함되는 한국의 걸그룹에 대한 전망이 더욱 커지고 있다. 또한, 같은 흐름에서 엑소의 전 멤버 우이판이 성폭력으로 구속되어 한국 보이그룹들에 대한 상대적 선호도가 떨어졌다는 점도 정성적으로 위 명제를 뒷받침해준다.

중국 비중은 걸그룹이 '압도적'

둘째, 전술한 정성적 이유는 수치적으로도 증명이 된 바 있다. 이는 [그림 3-15.]를 통해 확인할 수 있는데, 표본으로 설정한 보이그룹 앨범 판매량 중의 중국 공동구매 비중은 평균 32.6%인 것에 반해, 걸그룹 앨범 판매량 중 중국 공동구매 수량이 차지하는 비율은 평균적으로 약 57.6%로 반대 성의 수치를 압도한다. 결론적으로, 우리는 가시화된 중국 발 모멘텀의 수혜를 가장 잘 받을 수 있는 엔터테인먼트 섹터 내 Top-Pick을 선정해야 하고, 그래서 중국 내에서 흥행할 뿐만 아니라, 업계가 맞이할 전례 없는 규모의 시장 정조준을 상대적으로 쉽게 할 수 있는 '걸그룹'으로 Narrow-Down 해야 한다.

조건을 만족하는 걸그룹을 나열해보자 그렇다면, 지금까지의 조건을 충족시키는 걸그룹을 나열해보자. 에스파, 블랙핑크, 아이브, (여자)아이들, 레드벨벳, 르세라핌과 트와이스가 범위 내에 존재한다. 이제 여기서, 기업 단으로 환원시켜, **가시화된 실적 상승이 가장 좋은 주가 퍼포먼스를 보여줄 기업은 어디일까?** 우선 아쉽게도, 가장 큰 중국 공동구매 비중과 최상위권의 앨범 판매량을 보이는 **아이브는 논의의 대상이 될 수 없다.** 아이브의 소속사는 카카오엔터테인먼트 산하의 스타쉽엔터테인먼트인데, **두 회사 모두 비상장사이기 때문이다.**

Step 2-1. 중국 내 노출도

한한령 해제 시 주가가 가장 오를 상장사 = '큐브' 상기 논의를 토대로, 지금까지 남아 있는 '투자를 검토할 만한' 기업으로는 하이브, 에스엠, JYP Ent, 그리고 동사가 있다. 이제 **육석을 가릴 시간이다.** 중국에서의 기하급수적인 성장을 같은 '절대적 매출액'의 증대이더라도 더 높은 수준의 'EPS' 성장을 가져와 결국에 더 강하게 주가를 부양시킬 수 있는 기업이 어디일까? 본 보고서는 바로 이 조건까지 만족시키는 기업이 **동사라고 강력하게 주장한다.**

중국 매출의 핵심 = 보따리상 공동구매 현 시점에서 가장 중요한 것은 동사를 비롯해 음반을 판매하는 엔터테인먼트 기업들에 대한 사업보고서 상의 **오해를 해소시키는 것이다.** 그리고 이러한 과정에서 동사의 중국에 대한 노출도를 여실히 체감할 수 있다. 쉽게 말해, **중국으로 앨범을 유통하는 '보따리상'이 한국에 있으니, 중국 공동구매 매출 또한 국내 매출로 잡히는 것을 바로잡아야 한다는 것이다.** 그리고 결과는 아래 표와 같다.

그림 3-16. 중국 공동구매 음반 매출 조정 後 동사 부문별 매출

22년 중국 음반 매출 조정 前 동사 부문별 매출 (엔터부문 기준)				
(단위: 백만 원)	국내	일본	중국	기타 국외
음반매출	12,684	59	6,030	1,274
음원매출	6,337	847	2,561	2,761
CF매출	3,804	0	0	236
행사매출	2,467	38	0	1,690
방송매출	6,084	0	0	80
콘텐츠매출	4,153	109	28	4,527
상품매출	4,470	0	0	0
기타매출	3,111	306	236	422
합계	43,048	1,358	8,918	10,990
음원+음반 매출 국가별 비중	29.6%	1.4%	13.4%	6.3%

출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 3-17. 엔터테인먼트 사업의 낙수효과 예시



출처: SMIC 1팀

동사의 중국 노출도는 기획사 중 TOP 중국 비중 조정 시, 동사의 경우 **중국 향 음원과 음반 매출 비중이 기존의 약 4.3배로 약 13.4%에 달한다.** 그리고 나머지 엔터 대형 4사의 경우 동사와 달리 중국에서의 노출도가 떨어질 뿐만 아니라 일본을 비롯한 동남아 비중이 매우 큰 것으로 파악된다. 나아가, [매출추정]에서 보이듯이, (여자)아이들의 중국 콘서트의 경우 30만 명 이상의 관객은 확보할 것으로 예상되는데, 이는 '22년 행사 매출액 대비 약 4배, 그리고 전체 매출액 대비 25%에 달한다.

낙수효과까지 누릴 것으로 예상되는 동사! 뿐만 아니라, 동사는 (여자)아이들로 벌어들일 막대한 현금흐름을 통해 대형4 엔터사로의 도약을 위한 '낙수효과' 또한 기대된다. [그림 3-17.]과 같이 동사를 제외한 모든 대형 4사의 경우 모두 **낙수효과와 멀티레이블(엔터사 멀티플 Re-Rating의 주 요소)을 영위하고 있는데, 동사 또한 현재와 같은 흐름을 유지한다면, 낙수효과에서 멀티레이블로 이어지는 교과서적인 성장가도 위에 무리 없이 안착할 것으로 보인다.**

4. 무시할 수 없는 모회사의 선물 - 코스메틱 부문

투자포인트를 통해 (여자)아이들이라는 동사의 슈퍼스타와 함께 폭발할 동사의 엔터테인먼트 부문을 살펴보았다. 하지만 현재 동사의 매출 중 50%를 차지하는 코스메틱 부문을 그냥 지나칠 수는 없다. 동사의 자회사인 일본 코스메틱 부문은 브랜드가치와 유통망이라는 두 마리 토끼를 잡고 도약을 준비하고 있다. 동사의 믿음직한 하방, 코스메틱 부문을 파헤쳐보자.

급격한 성장을 이룬 동사의 코스메틱 부문

동사의 코스메틱 부문은 성장을 거듭하고 있다. '21년 367억을 기록한 해당 부문의 매출액은 다음 해 53% 성장하여 565억 원의 Top-Line 성장을 이뤄냈다. 이와 같은 견조한 성장세는 크게 두 가지로 압축할 수 있는데, 1)동사의 브랜드 평판과 2)공격적으로 확보한 일본 내 오프라인 유통망이다. 각각을 차례대로 짚어보며 동사의 매출 성장이 '근거 있는' 매출 성장임을 확인해보자.

4.1. 일본 시장에 혜성처럼 등장한 동사의 화장품

일본 내 입소문 1위 = 동사 브랜드 '시카'

동사의 브랜드 '시카'는 이미 일본 소비자들의 마음을 사로잡았다. 이는 일본 여성 3명 중 1명이 이용중인 @COSME라는 화장품 평가 사이트를 통해 확인할 수 있다. @COSME는 매년 회원들의 이용후기를 바탕으로 가장 많은 지지를 받은 상품을 선정하는데, '21년 이후 마스크팩 부문 베스트 상품은 모두 동사의 '시카'였다. 뿐만 아니라 '20년 상반기 전체 베스트상품 2위 등을 휩쓸 바 있다.

온라인 쇼핑몰 순위권도 놓치지 않을 거예요

이러한 실사용자들의 우호적인 후기는 실제로 온라인 구매 채널에서의 실제 판매량으로 직결되었다. 동사 제품의 인기는 일본 내 온라인 쇼핑몰인 라쿠텐, 아마존, 큐텐 각 채널의 판매 순위에서 특히 두드러진다. 동사의 마스크팩은 '23년 4월 5일 현재 라쿠텐 기초화장품 부문에서 2위, 4위, 아마존 스킨케어 랭킹 1위, 큐텐 코스메틱 종합 2위를 기록하고 있다. 지난 '21년 이후로 동사의 제품은 각 온라인 쇼핑몰 내 순위권을 벗어난 적이 없을 만큼, 일본 내에서 동사의 '시카'는 독보적인 입지를 유지하고 있다.

그림 4-1. 동사 제품의 매체 수상 경력

매체 구분	일시	수상 내역
@COSME	2020	베스트상품 어워드 2위
	2021	마스크 부문 입소문 랭킹 1위
	2021	페이스크림 부문 입소문 랭킹 2위
	2021	리뷰 실시간 랭킹 4위
WWD	2020	베스트 코스메틱 스킨케어 신제품 부문 1위
	2022	베스트 코스메 1위
	2022	베스트 코스메 2위
Loft	2020	베스트 코스메 TOP4
	2021	베스트 코스메틱 2021SS 1위
VOCE	2022	베스트코스메틱 어워드 한국부문 1위

출처: @COSME, WWD, 등의 매체, SMIC 1팀

그림 4-2. 동사 제품의 온라인 쇼핑몰 수상 경력

일본 3대 유통채널에서 모두 우수한 레퍼런스를 구축한 동사 화장품

출처: 라쿠텐, 아마존 재팬, 큐텐, SMIC 1팀

4.2. 드럭스토어 입점이라는 '성공 보증수표', 이미 궤도에 올랐다

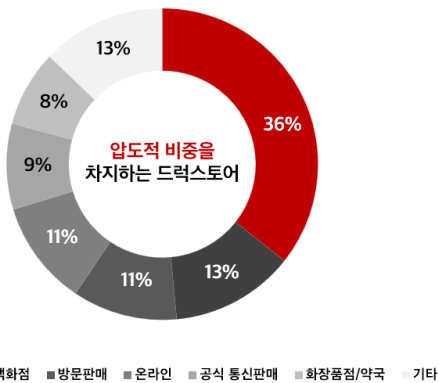
일본 드럭스토어 입점, 일본 화장품의 성공 공식

일본 내에서 **중소형 화장품 브랜드의 성공**은 '드럭스토어 입점'에 달렸다고 해도 과언이 아니다. 일본에서 드럭스토어는 가장 인기있는 **화장품 구매처**일 뿐만 아니라 **새로운 화장품이 소비자와 만나는 창구**이기도 하기 때문이다.

드럭스토어 입점은 **중소형 화장품 브랜드에겐 힘든 일**

그러나 **드럭스토어 입점은 폐쇄적인 거래문화 때문에 매우 어렵다**. 일본 내 드럭스토어 체인에 입점하기 위해서는 화장품 기업에 대한 **신용조사**와 성분 테스트와 같은 엄격한 절차가 필수적이기 때문이며, 그렇기에 **중소형 브랜드에겐 더욱 가혹한 시장**이다. 이를 우회하려면 '총판' 등의 도매상을 거쳐야 하는데, 이들에게 **채택** 받으면 어렵고 오랜 시간이 소요되는 절차를 뛰어넘을 수 있다. 이 '총판'에게 **선택**을 받기 위해서는 **일본 내 레퍼런스**가 중요하다.

그림 4-3. 일본 화장품 유통채널 비중



출처: 일본 화장품 산업 동향 조사 보고서, SMIC 1팀

그림 4-4. 드럭스토어 입점 구조

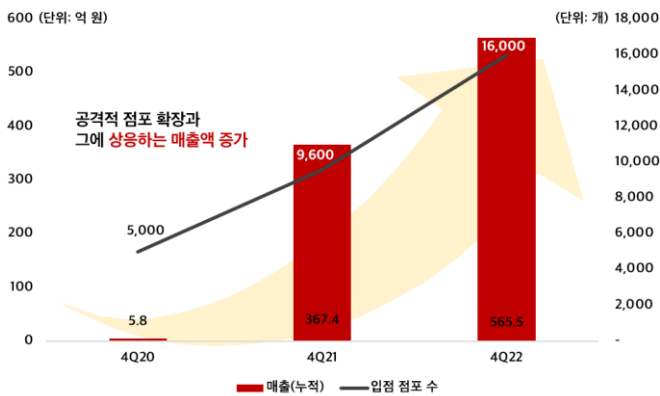


출처: SMIC 1팀

무려 16,000개 점포에 이미 입점에 성공한 동사의 코스메틱

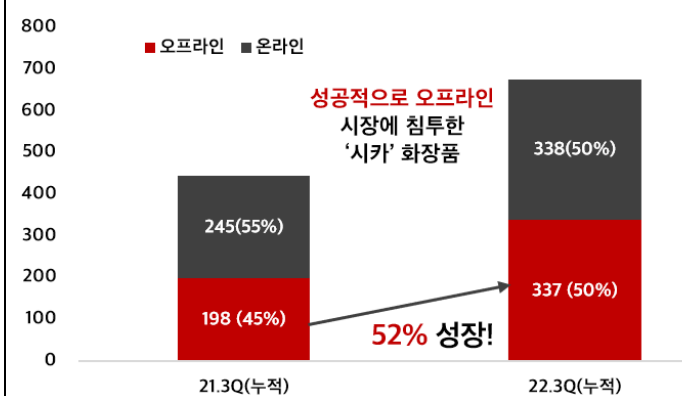
하지만 동사는 '23년 기준으로 16,000개 점포의 드럭스토어에 입점해 있다. 동사 제품이 입점한 드럭스토어 수는 '20년 말 5,000개에서, '23년 4분기를 기점으로 16,000개의 점포로 유통망을 공격적으로 확장했다. 즉, 동사는 **일본 내에서 '성공한 경력직'**이 됐다. 동사는 온라인 경쟁력을 바탕으로 일본 소비자들에게 성공적인 레퍼런스를 쌓았고, 이를 통해 일본의 대형 드럭스토어에 침투하여 유통사 입장에서 **매력적인 상품**으로 등극한 것이다.

그림 4-5. 입점 드럭스토어, 매출 추이 (단위: 점포 수, 억 원)



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

그림 4-6. 동사 온라인/오프라인 매출 비중 (단위: 억 원)



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

4.3. 드럭스토어 입점이 진짜 꽃길 맞아? - 타사 사례 분석

색조화장품 사례를 보면, 동사의 성공 예측 가능!

앞서 동사의 일본 내에서의 '드럭스토어 입점'을 강조한 바 있다. 직관적으로 '드럭스토어 입점'은 소비자와의 접점 확보를 뜻하지만, 그저 내실 없는 외형확장인가 하는 의문이 들 수도 있다. 직전 사업분기에 판관비의 급격한 증가로 기록한 적자는 이를 가중시킨다. 과연 15,000개의 오프라인 점포 확보가 동사에게 확실한 성장 모멘텀이 맞을까? 의문을 해소하기 위해 동사와 같은 기초화장품 회사는 아니지만 BM이 대동소이한, 일본 내 오프라인 유통망을 확보했던 한국 색조화장품 회사 사례를 살펴보며 동사의 성장 가능성을 확인해보자.

오프라인 유통망 확보, 매출 급등의 시발점

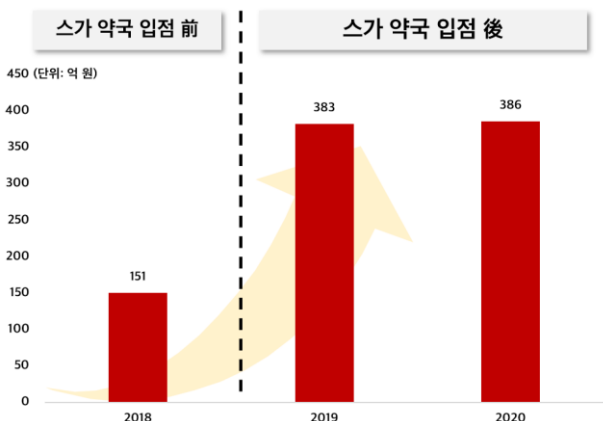
'미샤'로 유명한 에이블씨엔씨의 사례를 먼저 살펴보자. 당사는 지난 '18년 하반기 일본 3위 약국 체인인 '스가약국'에 입점하자마자 매출이 급증했다. [그림 4-7.]를 통해 '18년 151억원에서 '20년 386억원으로 2년 내 2배 이상 가파르게 증가한 것을 확인할 수 있다. 또다른 사례인 '클리오'는 지난 '20년 일본 드럭스토어 체인인 마즈모토키요시에 입점했는데, 입점 이전인 '19년 195억원에 불과하던 일본 매출이, 입점 이후에는 '20년 355억원, '21년 457억원으로 큰 폭으로 증가했다.

'에이블씨엔씨'와 '클리오'의 경우를 통해 일본 내 중소형 브랜드의 색조화장품 섹터에서 드럭스토어 입점 후 모두 Top-Line 상의 성장이 일어났음을 확인할 수 있다. 동사와는 화장품 시장 내 세부 섹터가 다르지만, 결국 브랜드파워 확보 후 유통망 확대에 의한 매출의 가파른 성장 공식은 그대로 적용될 것임이 틀림없다. 그렇기에 본 보고서는 작년 강력한 브랜드 파워를 기반으로 공격적으로 오프라인 유통망을 확충한 동사가 '23년 유통망에 의한 수혜를 직접적으로 누릴 것임을 주장한다.

OEM으로 쌓는 '재고자산' = 판매에 대한 '자신감'

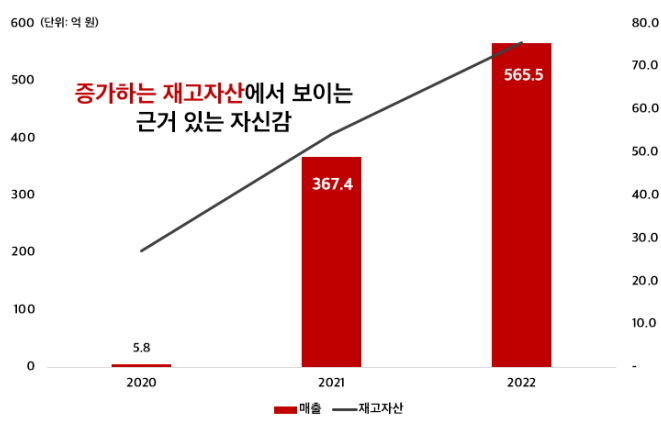
확보한 유통망을 바탕으로 한 동사의 자신감은 재무제표를 통해서도 엿볼 수 있다. 동사와 동사의 모회사인 브이티지엠피는 화장품을 OEM 방식으로 생산해 재고 부담을 가져갈 필요가 없다. 그런데, 동사의 재고는 큰 폭으로 증가했고, 과거 재고자산과 매출이 비례적으로 상승했다는 점에서 더욱이 VT Cube Japan의 '23년 성장세를 기대하게 만든다.

그림 4-7. 타사 일본 매출, 드럭스토어 입점 (단위: 억 원)



출처: 에이블씨엔씨 사업보고서, IR, SMIC 1팀

그림 4-8. 동사 재고 자산 추이 (단위: 억 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

5. 매출 추정

5.1. 엔터테인먼트 부문 매출 추정

음반 매출추정 (단위: 백만 원)				음원 매출추정 (단위: 백만 원)			
	2022	2023E	2024E		2022	2023E	2024E
매출액	20,048	44,996	33,293	매출액	12,657	19,179	29,245
YoY%		124.45%	-26.01%	YoY%		51.53%	52.49%
(여자)아이들	12,791	36,000	22,140	중국 왕이원 뮤직	2,500	4,375	10,000
Q (천 장)	1,093	3,000	1,800	YoY%		75.00%	128.57%
비투비	1,327	1,701	2,180	내수	6,337	9,237	12,008
Q (천 장)	113	142	177	YoY%		45.76%	30.00%
그 외	5,929	7,295	8,973	그 외	3,819	5,567	7,237
Q (천 장)	507	608	729	YoY%		45.76%	30.00%
ASP	11,703	12,000	12,300				

음반 매출은 동사의 IP인 (여자)아이들과 비투비(BTOB)를 그 외 IP와 구분하여 추정하였다. '22년 각 음반 판매량에 ASP인 11,703원을 곱하여 그 외 IP의 음반 매출을 산출하였다. 이후 투자포인트의 논리에 맞춰 (여자)아이들의 컴백 음반의 총판매량을 120만 장으로 추정했다. 또한 지금까지의 평균 컴백주기인 7개월을 고려하여, '23년 12월에도 180만장의 규모의 컴백이 가능할 것이라고 추정하였다.

비투비(BTOB)는 '12년에 데뷔한 장수 아이돌로서, 일본 리메이크 음반을 제외하면 한 번도 음반 판매 증가세가 꺾이지 않았다. 최근 멤버 전원이 군 문제를 해결하며 더욱 활발한 활동이 기대되기 때문에 연평균 성장률 25%를 적용하여 추정하였다. 그 외 IP는 (여자)아이들로 인한 낙수효과가 예상되며 점차 성장하는 K-Pop 시장 규모를 고려하여 20% 성장률을 적용하여 추정하였다.

음원매출은 내수와 수출을 구분하여 추정하였다. ASP를 밝혀주는 음반과 달리 음원은 동사의 수익구조를 정확히 파악하기 어려운 점이 존재했다. 이에 따라 유튜브 구독자 수의 '22년 1월 대비 '23년 1월의 성장률인 45.8%를 적용하여 추정하였다. 그 외 지역도 마찬가지로이다.

음원의 중국향 매출은 동사와 왕이원 뮤직의 독점계약을 통해 추정하였다. 1년 간 25억원의 계약금이 지급되던 과거와 달리, 올해부터는 재계약을 통해 계약금액이 인상될 가능성이 농후했다. 특히 JYP가 왕이원 뮤직과 50~100억원 규모의 계약을 체결한 사실을 참고하였다. 중국에서 (여자)아이들의 인기가 압도적인 만큼 '24년부터는 100억원 규모의 계약체결이 가능하다고 추정하였다.

CF의 경우, 과거 3년간 동사 엔터테인먼트 매출의 5~7%의 비중을 꾸준히 유지해 왔는데, 중국의 개방과 (여자)아이들의 달라진 입지를 고려하여 매출의 10%를 차지하도록 추정하였다.

방송 매출은 (여자)아이들의 음반과 음원 매출, 즉 인기와 상관성이 없어 가장 큰 값인 '21년도의 값을 적용해주었다.

행사(콘서트)매출의 경우 '23년 (여자)아이들이 30만 관객을 유치할 수 있을 것이라 가정하여 '22년 해당 그룹을 제외한 나머지 그룹들의 모객수를 더한 뒤, '22년 총 모객수로 나누어 그 배수를 적용해주었다. 나아가, '24년 매출의 경우 정확한 예측이 어려운 바, 50%의 성장률이 보수적이라 판단해 적용하였다.

나아가, 콘텐츠 매출의 경우, '22년 기준 1/3이 MD에서, 나머지가 유튜브 등에서 발생한 것으로 확인되었다. 그렇기에 MD 매출은 행사(콘서트)의 증분을 적용, 나머지는 Social Blade의 Projection을 활용하여 소속연예인들의 구독자 증가 추이를 파악한 뒤 그 평균 성장률을 적용시켰다.

5.2. 코스메틱 부문 매출 추정

동사의 코스메틱 부문 매출은 판매채널별로 매출을 분리하여 추정하였다.

코스메틱 부문 추정 (단위: 백만 원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	2023E	2024E
매출액	6,861	9,886	9,832	10,164	36,743	12,415	13,501	14,441	16,198	56,555	65,299	74,947
YoY%						80.95%	36.57%	46.88%	59.37%	53.92%	15.46%	14.78%
온라인 매출액	4,185	5,833	5,604	5,590	21,212	6,952	7,021	6,643	6,803	27,419	35,441	45,811
YoY%						66.12%	20.36%	18.53%	21.70%	29.26%	29.26%	29.26%
오프라인 매출액	2,676	4,053	4,228	4,574	15,531	5,463	6,480	7,798	9,395	29,136	29,136	29,136
입점 오프라인 매장 수(개)	6,000	7,000	8,000	9,000	9,000	10,750	12,500	14,250	16,000	16,000	16,000	16,000
YoY%						79.17%	78.57%	78.13%	77.78%	77.78%	0.00%	0.00%

온라인 매출액은 동사가 지난 1년간 보여준 온라인 매출의 평균 성장률인 29.26%를 적용하여 추정하였다. 지속적으로 유지되고 있는 온라인 판매 채널 내 동사 제품의 순위와, 동사의 브랜드 평판을 고려했을 때, 동사 제품의 온라인 시장 성장세가 유지된다고 가정하였다.

오프라인 매출의 경우 오프라인 점포의 입점에 비례하여 증가함을 확인할 수 있다. 이때 점포확장에 의한 더 이상의 지출은 없을 것이라는 동사의 입장에 따라 오프라인 매출은 더 이상 확대되지 않는다고 가정하여 '22년 매출이 유지된다고 추정하였다.

상기 논의를 종합한 최종 매출 테이블은 다음과 같다.

매출추정 (단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	28,851	36,938	71,944	120,638	186,256	211,976
엔터테인먼트 부문 매출	28,851	31,618	32,217	60,097	116,487	132,558
YoY %		9.6%	1.9%	86.5%	93.8%	13.8%
음반	3,295	6,951	6,313	20,048	44,996	33,293
YoY %		110.9%	-9.2%	217.6%	124.4%	-26.0%
부문 대비 비중(%)		22%	20%	33%	39%	25%
음원	8,094	8,417	8,847	12,657	19,179	29,245
YoY %		4.0%	5.1%	43.1%	51.5%	20.0%
부문 대비 비중(%)		27%	27%	21%	16%	22%
CF	2,746	1,864	1,742	4,040	10,444	13,256
YoY %		-32.1%	-6.5%	131.9%	158.5%	26.9%
부문 대비 비중(%)		6%	5%	7%	9%	10%
행사	3,239	442	766	4,195	12,049	18,074
YoY %		-86.3%	73.3%	447.6%	187.2%	50.0%
부문 대비 비중(%)		1%	2%	7%	10%	14%
방송	2,217	3,974	6,384	6,165	6,384	6,384
YoY %		79.2%	60.6%	-3.4%	3.6%	0.0%
부문 대비 비중(%)		13%	20%	10%	5%	5%
콘텐츠	5,744	4,339	3,494	8,817	19,259	28,131
YoY %		-24.5%	-19.5%	152.4%	118.4%	46.1%
부문 대비 비중(%)		14%	11%	15%	17%	21%
기타	3,516	5,632	4,670	4,176	4,176	4,176
YoY %		60.2%	-17.1%	-10.6%	0.0%	0.0%
부문 대비 비중(%)		18%	14%	7%	4%	3%
코스메틱 매출	-	5,321	36,122	56,071	65,299	74,947
유통 매출	-	-	3,605	4,470	4,470	4,470

6. Valuation - Peer PER Method

동사의 사업부는 크게 엔터테인먼트, 코스메틱으로 구분되며, 이를 각각 별도 추정하였다. 본 보고서에서 지속 서술한 것과 같이, 동사의 핵심 주가 Driver는 엔터테인먼트 부문이기에 기본적인 목표주가를 엔터테인먼트 부문에서 산정하고, 코스메틱 부문의 가치를 별도 비영업가치로써 추가적으로 추정해보고자 한다.

6.1. 엔터테인먼트 부문 매출원가 추정

엔터테인먼트 부문에선 재고자산의 변동과 지급수수료, 급여 계정이 금액적 중요성을 보인다.

엔터테인먼트 매출원가						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
엔터테인먼트 사업부 매출	28,851	31,618	32,217	60,097	121,087	142,152
매출원가	25,273	25,396	31,645	49,205	83,681	95,891
재고자산의 변동	0	3,565	5,778	13,068	24,814	21,414
% of Sales	0.0%	11.3%	17.9%	21.7%	20.5%	15.1%
지급수수료	5,222	6,913	8,435	16,316	29,109	40,414
% of Sales	18.1%	21.9%	26.2%	27.2%	24.0%	28.4%
급여	3,290	3,720	4,536	5,395	5,707	6,038
YoY %		13.1%	21.9%	18.9%	5.8%	5.8%
퇴직급여	309	496	421	404	404	404
YoY %		60.3%	-15.0%	-4.1%	0.0%	0.0%
감가상각비	1,504	1,577	1,670	1,782	2,031	2,461
% of Sales	5.2%	5.0%	5.2%	3.0%	1.7%	1.7%
무형자산상각비	1,126	1,372	2,035	1,747	1,961	2,322
% of Sales	3.9%	4.3%	6.3%	2.9%	1.6%	1.6%
외주비	3,819	3,181	3,772	4,807	9,685	11,370
% of Sales	13.2%	10.1%	11.7%	8.0%	8.0%	8.0%
제작비	5,716	1,199	1,914	1,487	2,995	3,516
% of Sales	19.8%	3.8%	5.9%	2.5%	2.5%	2.5%
복리후생비	1,156	1,083	1,039	1,292	1,320	1,348
% of Sales	4.0%	3.4%	3.2%	2.1%	2.1%	2.1%
임차료 및 건물관리비	216	126	113	201	201	202
% of Sales	0.7%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
의상비	1,050	858	630	1,028	2,072	2,432
% of Sales	3.6%	2.7%	2.0%	1.7%	1.7%	1.7%
교육훈련비	655	366	361	435	876	1,029
% of Sales	2.3%	1.2%	1.1%	0.7%	0.7%	0.7%
여비교통비	679	307	353	667	1,343	1,577
% of Sales	2.4%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
기타	531	633	587	577	1,162	1,364
% of Sales	1.8%	2.0%	1.8%	1.0%	1.0%	1.0%

(1) 매출원가 상 재고자산의 변동은 동사가 판매하는 음반 및 MD의 원재료비에 대응되는 비용이기에, 원가율이 공급망 문제가 없었던 '20, '22년의 평균 수준으로 유지된다고 가정하여 매출액에 연동해 추정했다.

엔터테인먼트 원재료비						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
엔터테인먼트 원재료비	0	3,565	5,778	13,068	24,814	21,414
YoY %	-	-	62.1%	126.2%	89.9%	-13.7%
음반 및 콘텐츠 매출액	9,037	11,289	9,807	22,987	56,120	48,430
원가율 %	-	31.6%	58.9%	56.9%	44.2%	44.2%
음반 매출액	3,294	6,951	6,313	20,048	49,796	39,197
YoY %	-	111.0%	-9.2%	217.6%	148.4%	-21.3%
MD 매출액	5,743	4,339	3,494	2,939	6,324	9,233
YoY %	-	-24.4%	-19.5%	-15.9%	115.2%	46.0%

(2) 지급수수료의 경우 소속 아티스트의 수익 분배 과정에서 발생하는 비용이다. 유형별 구체적 분배구조는 기밀이나, 아티스트가 직접적으로 참여하는 CF, 행사, 방송, 그리고 일회성 수익을 인식하는 기타 매출에 상관성을 보일 것이라 판단된다. 이는 아티스트의 직접적인 노동을 필요로 하는 콘서트보다, 콘서트로 인해 유발되는 MD 및 음반의 수익성이 더 높다는 사

실과도 부합한다. 따라서 해당 4개 사업부 매출 성장에 연동하여 지급수수료를 추정했다.

엔터테인먼트 매출원가 내 지급수수료						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
지급수수료(매출원가)	5,222	6,913	8,435	16,316	29,109	40,414
YoY %		32.4%	22.0%	93.4%	78.4%	38.8%
CF, 행사, 방송, 기타 매출	11,718	11,912	13,562	18,575	33,140	46,010
YoY %		1.7%	13.9%	37.0%	78.4%	38.8%
CF 매출	2,746	1,864	1,742	4,040	10,945	14,215
행사 매출	3,239	442	766	4,195	11,635	21,235
방송 매출	2,217	3,974	6,384	6,165	6,384	6,384
기타 매출	3,516	5,632	4,670	4,176	4,176	4,176

(3) 일반적인 매출원가상 급여의 경우 매출액과 연동되지만, 동사와 같은 엔터테인먼트 기업에서는 직접적인 가치를 창출하는 임금이 지급수수료로 인식되어 매출원가상 급여는 매출액에 비례하지 않는 모습을 보인다. 또한, (여자)아이들의 폭발적인 인기 상승에 따라 '20년도 직원수 111명에서 '21년 145명으로 크게 확충한 이후, '22년 146명으로 직원 신규 채용을 멈춘 것으로 보인다. 이를 고려하여 평균 임금상승률을 부여하여 추정해주었다. 퇴직급여와 복리후생비는 급여에 연동하여 추정해주었다.

(4) 외주비와 제작비의 경우, 아티스트들의 자체 콘텐츠, 무대/공연, 메이크업, 앨범 제작 등 아티스트의 전반적인 활동과 관련된 다양한 비용을 포괄하고 있다. 동사는 외주를 줄이고 내부적으로 역량을 기르기 위해 노력하고 있으나, 구체적 수치를 확인할 수 없어 보수적 추정을 위해 전사 매출 성장과 동일한 성장률을 부여했다.

(5) 무형자산상각비는 전속계약금과 기타 무형자산들에 의해 발생한다. 자세한 추정 논리는 감가상각비 추정논리와 함께 Appendix에 첨부하였다. 이외 기타 비용들은 비용의 고정비/변동비적 성격에 따라 추정하였으며, 준변동비의 성격을 지닐 경우에는 보수적 추정에 입각하여 '22년도 전사 매출 대비 비중이 유지된다 가정하여 추정하였다.

6.2. 판매비와 관리비 추정

엔터테인먼트 매출원가						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
엔터테인먼트 사업부 매출	28,851	31,618	32,217	60,097	121,087	142,152
판매비와 관리비	3,264	4,058	5,330	8,795	14,414	16,748
급여	522	634	798	901	953	1,009
YoY %		21.4%	25.8%	12.9%	5.8%	5.8%
퇴직급여	51	109	71	79	84	89
YoY %		114.8%	-35.1%	12.0%	5.8%	5.8%
지급수수료	1,101	1,657	1,735	3,909	7,876	9,246
% of Sales	3.8%	5.2%	5.4%	6.5%	6.5%	6.5%
광고선전비	773	864	1,180	1,407	2,834	3,327
% of Sales	2.7%	2.7%	3.7%	2.3%	2.3%	2.3%
임차료	30	27	21	21	21	21
% of Sales	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
접대비	193	41	444	690	1,391	1,633
% of Sales	0.7%	0.1%	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%
복리후생비	162	161	192	214	227	240
YoY %		-0.6%	19.0%	11.5%	5.8%	5.8%
세금과공과	20	70	46	80	80	80
% of Sales	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
감가상각비	230	254	246	294	320	388
YoY %		10.1%	-3.0%	19.6%	8.8%	21.2%
무형자산상각비	24	33	199	200	151	179
YoY %		38.3%	510.1%	0.5%	-24.3%	18.4%
대손상각비	97	131	172	91	131	131
% of Sales	0.3%	0.4%	0.5%	0.2%	0.1%	0.1%
주식보상비용	0	0	107	766	0	0
% of Sales	0.0%	0.0%	0.3%	1.3%	0.0%	0.0%
기타	60	78	120	143	345	405
% of Sales	0.2%	0.2%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%

(1) 판매비와 관리비에서 지급수수료는 금액적 중요성을 가진다. 이는 전반적 용역 수수료 및 위탁 판매수수료로 이루어지며 매출액과 높은 상관성을 갖기 때문에 비례하도록 추정했다.

(2) 판매비와 관리비 상의 급여는 소속 아티스트가 아닌 본사 직원의 급여로, 고정비에 해당하여 평균 임금상승율을 부여해 추정하였다. 퇴직급여의 경우 경향성을 보이지 않아 3개년 평균을 부여하였으며, 복리후생비의 경우 3개년 평균 성장률을 부여해 추정했다.

(3) 광고선전비와 접대비의 경우, 아티스트 활동과 직접적으로 연관되어 매출액 대비 비중이 일정 수준 유지되고 있기에 매출 성장에 비례하여 추정했다. 기타 판관비 계정들 또한 변동/고정비적 성격을 고려하여 추정했다.

6.3. 금융/기타손익 추정

엔터테인먼트 영업외손익 추정						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업외손익	5	-235	-3,104	-82	286	434
금융수익	245	148	187	400	331	209
이자수익	213	121	106	218	148	157
외환차익	30	27	52	183	183	52
외화환산이익	2	-	30	0	0	0
금융원가	186	258	174	263	288	158
이자비용	166	142	129	113	138	129
외환차손	7	23	12	134	134	12
외화환산손실	13	92	33	16	16	16
기타수익	38	235	1,398	750	667	806
임대료수익	-	-	14	14	14	14
기타의대손충당금환입	-	-	-	33	-	-
사용권자산처분이익	1	11	3	6	6	5
유형자산처분이익	-	-	-	2	-	-
무형자산처분이익	-	-	-	117	-	-
당기손익-공정가치금융자산처분이익	-	-	244	-	-	-
잡이익	36	225	1,137	577	646	787
기타비용	92	361	4,516	969	424	424
기타의대손상각비	1	26	135	37	37	37
유형자산처분손실	-	17	2	2	0	0
무형자산상각손	-	231	108	725	170	170
당기손익-공정가치금융자산평가손실	-	-	2,554	46	46	46
당기손익-공정가치금융자산처분손실	-	-	230	78	78	78
관계기업투자자산상각손	-	-	1,300	-	-	-
기부금	66	64	11	-	-	-
잡손실	25	23	176	81	93	93

금융원가 중 이자비용은 이자발생부채 장부금액으로 유효이자율을 도출하여 추정하였다. 기타 수익과 비용의 경우 합리적으로 추정할 수 없는 계정들은 0 Flat 처리하거나 일회성 이상치를 제외하고 3개년 평균 처리하여 추정했다.

엔터테인먼트 이자발생부채						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
이자비용	166	142	129	113	138	129
이자발생부채	5,593	6,934	5,828	4,768	5,843	5,480
기타유동금융부채	1,674	3,089	2,811	2,613		
기타비유동금융부채	3,919	3,845	3,017	2,156		
유효이자율 (%)	3.0%	2.1%	2.2%	2.4%	2.4%	2.4%

6.4. 법인세비용 추정

동사는 '22년 법인세차감전순이익이 발생하였음에도 법인세수익이 발생하였으며, '21년 법인세비용차감전순손실이 큰 폭으로 발생하였는데도 높은 법인세비용이 발생했다. 이에 따라, 유

효법인세율을 도출하여 법인세비용을 추정하는 것이 어렵다고 판단하였고, 과세표준에 맞게 유효법인세율을 부여하였다.

엔터테인먼트 법인세비용 추정						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
법인세 비용	-18	615	410	-97	5,121	7,247
법인세비용차감전순이익	319	1,928	-7,863	2,015	23,278	29,946
유효 법인세율	-5.5%	31.9%	-5.2%	-4.8%	22.0%	24.2%

최종적으로 도출된 추정 손익계산서는 아래와 같다.

엔터테인먼트 추정 손익계산서						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	28,851	31,618	32,217	60,097	121,087	142,152
YoY (%)		9.6%	1.9%	86.5%	101.5%	17.4%
매출원가	25,273	25,396	31,645	49,205	83,681	95,891
매출총이익	3,578	6,222	571	10,892	37,406	46,260
GPM (%)	12.4%	19.7%	1.8%	18.1%	30.9%	32.5%
판매비와관리비	3,264	4,058	5,330	8,795	14,414	16,748
영업이익	314	2,164	-4,759	2,097	22,992	29,513
OPM (%)	1.1%	6.8%	-14.8%	3.5%	19.0%	20.8%
기타손익	-55	-126	-3,118	-219	243	383
금융손익	59	-110	13	137	42	51
법인세비용차감전순이익	319	1,928	-7,863	2,015	23,278	29,946
법인세비용(수익)	-18	615	410	-97	5,121	7,247
당기순이익(손실)	337	1,313	-8,273	2,112	18,157	22,699

6.5. 코스메틱 부문 추정

코스메틱 매출원가					
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
코스메틱 부문 매출	5,321	36,122	56,071	65,299	74,947
매출원가	3,104	26,078	45,083	49,207	56,478
재고자산의 변동	3,060	26,020	44,982	49,089	56,342
% of Sales	57.5%	72.0%	80.2%	80.2%	80.2%
여비교통비	44	59	101	118	135
% of Sales	0.8%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

코스메틱 부문의 매출원가는 재고자산의 변동과 여비교통비가 있다. 코스메틱 제품들을 직접 생산하지 않고, 자회사 브이티지엠피가 OEM을 맡기고 일정 마진을 붙여 일본에 판매하는 BM으로, 3개년 평균의 원가율을 유지한다는 가정으로 재고자산의 변동을 추정하였다.

코스메틱 원재료비						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
코스메틱 원재료비	0	3,060	26,020	44,982	44,582	51,170
YoY %	-	-	750.3%	72.9%	-0.9%	14.8%
코스메틱 매출액		5,821	36,122	56,071	65,299	74,947
원가율 %		52.6%	72.0%	80.2%	68.3%	68.3%

판매비의 경우, 판매점에 지급하는 지급수수료와 운반비는 매출액에 연동하여 추정해주었고, 이외의 계정들은 발생 추이에 따라 평균 Flat 혹은 추세 상승으로 추정해주었다. 법인세비용 추정 논리는 Appendix에 첨부하였다.

코스메틱 판매비와관리비					
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
코스메틱 부문 매출	5,321	36,122	56,071	65,299	74,947
판매비와 관리비	3,844	7,707	10,627	11,446	12,089
급여	323	957	933	945	957
YoY %		196.2%	-2.5%	1.3%	1.3%
퇴직급여	0	0	5	5	5
YoY %		-	-	0.0%	0.0%
지급수수료	867	1,452	1,854	2,159	2,230
% of Sales	16.3%	4.0%	3.3%	3.3%	3.3%
광고선전비	2,333	2,024	2,263	2,207	2,207
YoY %		-13.3%	11.8%	-2.5%	0.0%
임차료	65	12	20	32	32
YoY %		-81.2%	63.1%	62.4%	0.0%
접대비	41	39	55	45	45
YoY %		-5.0%	43.4%	-18.9%	0.0%
복리후생비	43	150	164	180	198
YoY %		250.5%	9.7%	9.7%	9.7%
세금과공과	43	3	2	2	2
YoY %		-93.7%	-44.0%	0.0%	0.0%
감가상각비	16	142	212	315	468
YoY %		805.6%	48.6%	48.6%	48.6%
무형자산상각비	3	3	3	3	3
YoY %		-5.7%	-5.6%	-5.6%	-5.6%
대손상각비	0	130	-49	27	27
YoY %		-	-	-	-
운반비	0	2,633	4,965	5,327	5,716
% of Sales		7.3%	8.9%	7.3%	7.3%
기타	110	163	200	200	200
YoY %		47.5%	22.9%	0.0%	0.0%

이에 따라 최종적으로 도출된 코스메틱 및 연결 추정 손익계산서는 아래와 같다.

코스메틱 추정 손익계산서					
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	5,321	36,122	56,071	65,299	74,947
YoY (%)		578.9%	55.2%	16.5%	14.8%
매출원가	3,104	26,078	45,083	44,700	51,305
매출총이익	2,217	10,044	10,988	20,598	23,642
GPM (%)	41.7%	27.8%	19.6%	31.5%	31.5%
판매비와관리비	3,844	7,707	10,627	11,446	12,089
영업이익	-1,626	2,337	360	9,152	11,553
OPM (%)	-	6.5%	0.6%	14.0%	15.4%
기타손익	19	324	-1,002	2	23
금융손익	-52	-47	-19	-19	-19
법인세비용차감전순이익	-1,660	2,614	-661	9,135	11,557
법인세비용(수익)	221	540	-288	1,887	2,388
당기순이익(손실)	-1,880	2,074	-372	7,248	9,169

추정 연결손익계산서						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	28,851	36,938	71,944	120,638	190,856	221,569
YoY (%)		28.0%	94.8%	67.7%	58.2%	16.1%
엔터테인먼트 매출	28,851	31,618	32,217	60,097	121,087	142,152
YoY (%)		9.6%	1.9%	86.5%	101.5%	17.4%
코스메틱 매출	-	5,321	36,122	56,071	65,299	74,947
YoY (%)		-	578.9%	55.2%	16.5%	14.8%
유통 매출	-	-	3,605	4,470	4,470	4,470
YoY (%)		-	-	24.0%	0.0%	0.0%
매출원가	25,273	28,499	57,723	94,288	128,381	147,197
매출총이익	3,578	8,439	14,220	26,350	62,475	74,373
GPM (%)	12.4%	22.8%	19.8%	21.8%	32.7%	33.6%
판매비와관리비	3,264	7,902	13,038	19,422	25,860	28,836
영업이익	314	537	1,182	6,928	36,615	45,536
OPM (%)	1.1%	1.5%	1.6%	5.7%	19.2%	20.6%
기타손익	-60	-107	-2,793	-1,221	324	483
금융손익	68	-162	-34	118	23	32
지분법손실	58	58	264	100	100	100
법인세비용차감전순이익	265	211	-1,909	5,725	36,962	46,052
법인세비용(수익)	-18	835	950	-385	7,008	9,635
당기순이익(손실)	283	-625	-2,859	6,110	29,953	36,417
지배기업소유주지분	283	-203	-3,290	6,115	28,482	34,556
비지배지분	0	-422	431	-4	1,471	1,861

6.6. Valuation: Peer PER Method

Valuation으로 Peer PER Method를 사용한다. 본 보고서에서 다루는 주요 논리는 한한령으로 정상적인 콘서트 및 매체 활동이 불가능한 상황에서도 초동 물량 100만 장을 달성하기 위한 공식, 1) 유튜브 1억뷰 한달 내 달성, 2) 타이틀곡의 음원 성적 Top 3를 4주 이상 유지, 3) 트위터 팔로워 수 100만명 이상을 기록하여 중국에서의 폭발적인 성장을 증명해낼 것이라는 점이다. 이러한 논리를 반영하기 위해서는, **기대되는 Earning을 기반으로 가치를 산정하는 12mf PER Method가 가장 적합하다** 판단하였다.

동사와 현재 국내 대표적인 엔터 4사의 규모를 고려할 때 아직 함께 어깨를 나란히 할 수 없지만, 보통의 중소형 엔터사보다는 압도적으로 우월한 걸그룹을 보유하고 있는 상황이다. 이러한 상황에서 적절한 Historical PER이 적합해 보이지만, 현재 맞이할 기하급수적인 성장을 동사는 경험해보지 못했다. 따라서, 본 보고서에서는 **대형 엔터사가 지금의 위상을 갖기 전에 받았던 12mf PER을 부여하는 것이 가능한 방법 중 가장 합리적이라고** 판단하였다.

또한, 동사는 엔터테인먼트 부문뿐만 아니라, 일본에서 화장품을 유통, 판매하는 코스메틱 부문 자회사(비상장)를 보유하고 있다. 추후 두 사업부 간 시너지 효과도 기대해 볼 수는 있겠지만, 아직 구체적으로 나타나지는 못하였기에, 각각의 EPS에 다른 Multiple을 부여하는 것이 합리적이다.

1). 엔터테인먼트 부문

엔터테인먼트 부문에 대한 Multiple로 '18년 10월, 콘서트 3개월을 앞두고 폭발적인 매출성장을 기대 받고 있었던 와이지엔터테인먼트(이하 YG)의 1달간 평균 12M Forward PER인 28.45x를 20% 할인한 22.76x를 Target Multiple로 제시한다.

그 이유는 당시 YG의 블랙핑크가 앞선 투자포인트에 기술된 '성공한 걸그룹의 교집합'을 만족하였으나, 폭발적인 성장을 이루기 전 시기로 현재 동사의 (여자)아이들을 바라보는 시선과 유사하기 때문이다. '18년 6월, YG의 블랙핑크는 뚜두뚜두, 포에버영을 발매하였고, 뚜두뚜두는 10일 만에 유튜브 영상 1억뷰를 달성하였으며, 동사의 Nxde가 달성하는데 걸린 시간 17일과 유사하다. 또한, 당시 20%의 매출성장을 기대받고 있었는데, 이는 YG의 다각화된 아이돌 포트폴리오를 고려할 때 매우 큰 비중의 상승으로- (여자)아이들과 같이 '원툴'까지는 아니지만- 주가를 Drive하는 주 요소로 꼽혔다는 점이 더욱 뒷받침한다. 그 외에도 투자 포인트에서 언급했던 여러 주요 지표들을 달성하고, 콘서트가 약 3개월 뒤 열릴 것으로 기대하고 있는 바, 현존하는 과거 사례 중 가장 일치한다고 판단된다.

'18년도 와이지엔터테인먼트와 '22년도 동사의 유사성		
구분	'18년 와이지엔터테인먼트	'22년 동사
히트곡	Forever Young DDU DU DDU DU	Nxde Tomboy
스트리밍 횟수	1억+	1억+
유튜브 조회수 1억뷰 달성 시간	10일	17일
시가총액	약 5,000억	3,340억
써클차트 Top 3 유지 기간	6주+	6주+
앨범 발매 이듬해 콘서트 모객 수	30만 명	30만 명(기대)
콘서트 예정(추정)	3개월 뒤	3개월 뒤
추후 매출 성장 기대치(컨센서스)	20%	94%

하지만, 당시 YG는 아이콘, 워너 등 주력 아이돌을 추가적으로 보유하고 있었기에, 당시의 Multiple을 그대로 사용하기에는 무리가 있다고 판단, 20%를 할인하여 부여했다.

2). 코스메틱 부문

코스메틱 부문에는 클리오와 에이블씨엔씨의 현재 12M Fwd PER의 평균인 27.50x를 부여하였으며, 그 근거는 아래와 같다.

동사의 화장품 사업부는 동사의 브랜드 파워 및 최근 50% 확대한 유통망을 기본으로 일본 내에서 지속적으로 성장을 거듭하고 있다. 투자포인트에서 서술한 것처럼 에이블씨엔씨와 클리오의 성공 사례를 그대로 따르고 있으며, 앞으로도 견고한 성장이 예상된다. 화장품 사 중에서도, 직접 생산이 아닌 ODM 생산을 통해 판매하면서, 오프라인 유통망을 확보한 두 회사가 시장 내 Peer 중 가장 유사하다고 판단하였다.

	일본 매출 비중	OPM(2022)	총 매출 (억원)	Fwd Multiple	ODM
클리오	14.0%	6.6%	2,725	22.34x	O
에이블씨엔씨	18.5%	4.0%	2,479	32.65x	O
LG생활건강	<<0%	9.9%	71,858	19.11x	X
아모레퍼시픽	-	5.2%	41,349	69.10x	X

이에 따라, 엔터테인먼트 부문 2023F EPS 1,330에 Target PER 22.76x, 코스메틱 부문 2023F EPS 423에 Target PER 27.50x를 적용한 **목표 주가 41,900원, 상승여력 73.2%의 투자 의견 Buy**를 제시한다.

'23년 EPS에 Fwd Multiple을 적용하여 주가를 산정한 만큼, 현재 당장 실현되어야 하는 TPI이며, 코스메틱 부문을 제하고 Valuation을 하더라도 25.1%의 상승여력을 확인할 수 있다. 도출된 93.6x의 Implied PER도 Band 내에 위치하여 무리한 Valuation이 아니라 판단된다.

Valuation - PER Method (2023E)	
유통가능주식수 (단위: 주)	13,652,028
엔터테인먼트 부문	
2023E 당기순이익 (단위: 백만 원)	18,157
2023E EPS	1,330
Target Fwd PER	22.76x
코스메틱 부문	
2023E 당기순이익 (단위: 백만 원)	7,248
지배기업소유주지분	5,776
2023E EPS	423
Target Fwd PER	27.50x
목표주가 (단위: 원)	32,000
현재주가 (단위: 원)	24,200
상승여력	73.2%

엔터 Valuation - PER Method (2023E)	
2023E 당기순이익 (단위: 백만 원)	18,157
유통가능주식수 (단위: 주)	13,652,028
2023E EPS (단위: 원)	1,330
Target Fwd PER	22.76x
목표주가 (단위: 원)	30,250
현재주가 (단위: 원)	24,200
상승여력	25.1%

보조 Valuation - Implied PER	
목표주가 (단위: 원)	41,900
2022 당기순이익 (단위: 백만 원)	6,115
2022 EPS	448
Implied PER	93.6x

7. Appendix

7.1. 동사 연결 재무상태표 & 7.2. 동사 별도 재무상태표

연결 재무상태표 (단위: 백만 원)				별도 재무상태표 (단위: 백만 원)			
	2020	2021	2022		2020	2021	2022
자산				자산			
유동자산	37,288	31,970	74,497	유동자산	32,734	19,518	49,009
현금및현금성자산	18,062	9,213	22,409	현금및현금성자산	16,960	5,520	16,077
단기금융상품	3,000	3,000	23,000	단기금융상품	3,000	3,000	23,000
매출채권 및 계약자산	4,923	9,797	14,381	매출채권 및 계약자산	3,295	5,486	4,930
당기손익-공정가치금융자산	0	1,103	391	당기손익-공정가치금융자산	0	1,103	391
기타유동금융자산	5,086	2,206	4,371	기타유동금융자산	5,085	2,205	1,244
재고자산	2,715	5,429	7,545	기타유동자산	890	1,166	1,838
기타유동자산	1,152	1,222	2,201	당기법인세자산	0	0	0
매각예정비유동자산	2,350	0	0	재고자산	1,153	1,037	1,528
당기법인세와관련된자산	0	0	198	매각예정비유동자산	2,350	0	0
비유동자산	21,044	28,761	31,415	비유동자산	24,223	31,921	34,026
기타포괄-공정가치금융자산	2,940	15,458	14,784	기타포괄-공정가치금융자산	2,940	15,458	14,784
기타비유동금융자산	3,089	2,373	5,239	기타비유동금융자산	3,059	2,358	5,130
관계기업투자	742	0	0	종속기업및관계기업투자	4,242	3,442	3,542
유형자산	6,395	5,512	5,523	유형자산	6,115	5,338	5,116
무형자산	6,677	4,730	3,449	무형자산	6,666	4,723	3,445
기타비유동자산	0	175	40	기타비유동자산	0	120	12
순확정급여자산	0	0	216	순확정급여자산	0	0	216
이연법인세자산	1,201	512	2,164	이연법인세자산	1,201	483	1,781
자산총계	58,332	60,731	105,911	자산총계	56,957	51,439	83,035
부채				부채			
유동부채	11,784	18,775	64,106	유동부채	9,894	10,952	42,406
매입채무	3,324	8,748	26,639	매입채무	2,143	2,834	8,755
단기차입금	0	0	1,430	기타유동금융부채	3,089	2,811	2,613
기타유동금융부채	3,572	4,094	4,564	당기법인세부채	14	23	349
당기법인세부채	225	483	363	기타유동부채	4,633	5,280	30,647
기타유동부채	4,649	5,415	31,028	기타총당부채	15	4	43
기타총당부채	15	35	83	비유동부채	8,591	5,155	2,291
비유동부채	8,728	5,179	2,508	기타비유동금융부채	3,845	3,017	2,156
기타비유동금융부채	3,982	3,040	2,334	기타비유동부채	4,523	1,934	0
기타비유동부채	4,523	1,934	0	퇴직급여부채	111	71	0
퇴직급여부채	111	71	0	비유동총당부채	112	133	135
비유동총당부채	112	133	174	부채총계	18,485	16,107	44,697
부채총계	20,512	23,954	66,614	부채총계	18,485	16,107	44,697
자본				자본			
지배기업소유주지분	37,243	35,787	38,385	자본금	3,452	6,902	6,902
자본금	3,452	6,902	6,902	자본잉여금	39,082	20,599	20,599
자본잉여금	39,309	20,826	20,826	이익잉여금(결손금)	-4,018	5,981	12,269
이익잉여금(결손금)	-5,456	6,296	12,468	기타자본구성요소	0	42	-1,135
기타자본구성요소	0	42	-1,135	기타포괄손익누계액	-44	1,807	-297
기타포괄손익누계액	-61	1,719	-676	자본총계	38,472	35,332	38,338
비지배지분	577	991	912	자본과부채총계	56,957	51,439	83,035
자본총계	37,820	36,777	39,297	자본과부채총계	56,957	51,439	83,035
자본과부채총계	58,332	60,731	105,911	자본과부채총계	56,957	51,439	83,035

7.3. 동사 연결 포괄손익계산서 & 7.4. 동사 별도 포괄손익계산서

연결 포괄손익계산서 (단위: 백만 원)				별도 포괄손익계산서 (단위: 백만 원)			
	2020	2021	2022		2020	2021	2022
매출액	36,938	71,944	120,638	매출액	31,300	35,480	64,314
매출원가	28,499	57,723	94,288	매출원가	25,314	31,679	49,303
매출총이익	8,439	14,220	26,350	매출총이익	5,986	3,802	15,011
판매비와관리비	7,902	13,038	19,422	판매비와관리비	4,058	5,330	8,795
영업이익(손실)	537	1,182	6,928	영업이익(손실)	1,928	-1,529	6,216
기타수익	263	1,401	779	기타수익	235	1,398	750
기타비용	369	4,194	2,000	기타비용	361	4,516	969
금융수익	149	188	401	금융수익	148	187	400
금융원가	311	221	283	금융원가	258	174	263
지분법손실	-58	264	100	종속기업투자주식손상차손			
법인세비용차감전순이익(손실)	211	-1,909	5,725	법인세비용차감전순이익(손실)	1,692	-4,633	6,134
법인세비용(수익)	835	950	-385	법인세비용(수익)	615	410	-97
당기순이익(손실)	-625	-2,859	6,110	당기순이익(손실)	1,077	-5,043	6,231
당기순이익(손실)의 귀속				기타포괄손익	70	1,893	-2,047
지배기업소유주지분	-203	-3,290	6,115	당기손익으로 재분류되지 않는항목		1,893	-2,047
비지배지분	-422	431	-4	순확정급여부채의 재측정요소	-3	42	57
기타포괄손익	-159	1,805	-2,412	기타포괄-공정가치금융자산 평가손익	73	1,851	-2,104
당기손익으로 재분류될 수 있는 항목		-88	-365	총포괄손익	1,148	-3,150	4,184
해외사업환산손익	-229	-88	-365	주당이익(손실)			
당기손익으로 재분류되지 않는항목		1,893	-2,047	기본주당이익(손실) (단위 : 원)	35	-365	454
순확정급여부채의 재측정요소	-3	42	57	희석주당이익(손실) (단위 : 원)	35	-365	454
기타포괄-공정가치금융자산 평가손익	73	1,851	-2,104				
총포괄손익	-783	-1,054	3,698				
총포괄손익의 귀속							
지배기업소유주지분	-297	-1,467	3,776				
비지배지분	-487	413	-78				
주당이익(손실)							
기본주당이익(손실) (단위 : 원)	-7	-238	446				
희석주당이익(손실) (단위 : 원)	-7	-238	446				

7.5. 동사 연결 현금흐름표 & 7.6. 동사 별도 현금흐름표

연결 현금흐름표				동사 별도 현금흐름표				
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022
영업활동현금흐름	5,332	2,826	41,393	영업활동현금흐름	-582	8,944	71	39,623
영업에서 창출된 현금흐름	6,446	3,421	42,483	영업에서 창출된 현금흐름	-683	10,047	347	40,018
이자의 수취	63	49	47	이자의 수취	151	63	49	47
이자의 지급	-141	-112	-130	이자의 지급		-140	-107	-111
법인세납부액	-1,036	-531	-1,007	법인세납부액	-50	-1,026	-217	-331
투자활동현금흐름	-13,072	-9,906	-25,730	투자활동현금흐름	-3,226	-13,043	-9,910	-25,612
단기대여금의 감소	64	470	241	단기대여금의 감소	167	64	470	241
주임종단기대여금의 감소	9	4,081	120	장기대여금및수취채권의 처분	73			
단기금융상품의 처분	0	3,000	3,000	주임종단기대여금의 감소		9	4,081	120
보증금의 감소	209	221	420	단기금융상품의 처분	320		3,000	3,000
기타포괄-공정가치금융자산 처분	2,950	526	1,064	보증금의 감소	33	182	206	420
당기손익-공정가치금융자산 처분	0	4,361	597	기타포괄-공정가치금융자산 처분		2,950	526	1,064
장기금융상품의 처분	0	0	0	당기손익-공정가치금융자산 처분	300		4,361	597
유형자산의 처분	53	35	73	유형자산의 처분		53	35	73
선수금의 증가	200	0	0	선수금의 증가		200		
리스채권의 원금 회수	3	0	0	리스채권의 원금 회수		3		
기타포괄-공정가치금융자산 취득	-2,996	-10,671	-3,054	기타포괄-공정가치금융자산 취득	-2,932	-2,996	-10,671	-3,054
당기손익-공정가치금융자산 취득	-2,200	-5,653	-10	당기손익-공정가치금융자산 취득		-2,200	-5,653	-10
관계기업투자주식의 취득	-800	-500	-100	관계기업투자주식의 취득		-800	-500	-100
보증금의 증가	-772	-90	-2,903	단기대여금의 증가	-114	-546	-487	-54
단기대여금의 증가	-546	-487	-54	장기대여금의 증가		-148	-138	-129
장기대여금의 증가	-148	-138	-129	주임종단기대여금의 증가	-10	-4,070	-20	-130
주임종단기대여금의 증가	-4,070	-20	-130	보증금의 증가	-582	-740	-90	-2,791
보증금의 증가	0	0	0	단기금융상품의 취득		-3,000	-3,000	-23,000
유형자산의 취득	-677	-741	-564	유형자산의 취득	-102	-652	-730	-558
무형자산의 취득	-1,353	-1,199	-1,301	무형자산의 취득	-380	-1,353	-1,199	-1,301
단기금융상품의 취득	-3,000	-3,000	-23,000	장기선금금의 증가				-100
선금금의 증가	0	-100	0	재무활동현금흐름	-1,443	14,328	-1,595	-3,442
재무활동현금흐름	19,049	-1,710	-2,149	유상증자		18,805		
유상증자	18,805	0	0	주식선택권의 행사		303		
주식선택권의 행사	303	0	0	자기주식의 처분			0	
자기주식의 처분	0	0	1,430	주식발행비용		-14	-32	
단기차입금의 증가	0	0	0	리스부채의 원금 상환	-1,443	-1,323	-1,498	-1,499
비지배지분의 증가	1,291	0	0	자기주식의 취득			-65	-1,944
리스부채의 원금 상환	-1,335	-1,614	-1,635	종속기업투자의 취득		-3,442		
자기주식의 취득	0	-65	-1,944	현금및현금성자산의순증가(감소)	-5,251	10,229	-11,433	10,568
주식발행비용	-14	-32	0	현금및현금성자산의 환율변동효과	-8	-80	-7	-11
현금및현금성자산의순증가(감소)	11,309	-8,790	13,514	기초현금및현금성자산	12,071	6,811	16,960	5,520
현금및현금성자산의 환율변동효과	-312	-58	-318	기말현금및현금성자산	6,811	16,960	5,520	16,077
기초현금및현금성자산	7,065	18,062	9,213					
기말현금및현금성자산	18,062	9,213	22,409					

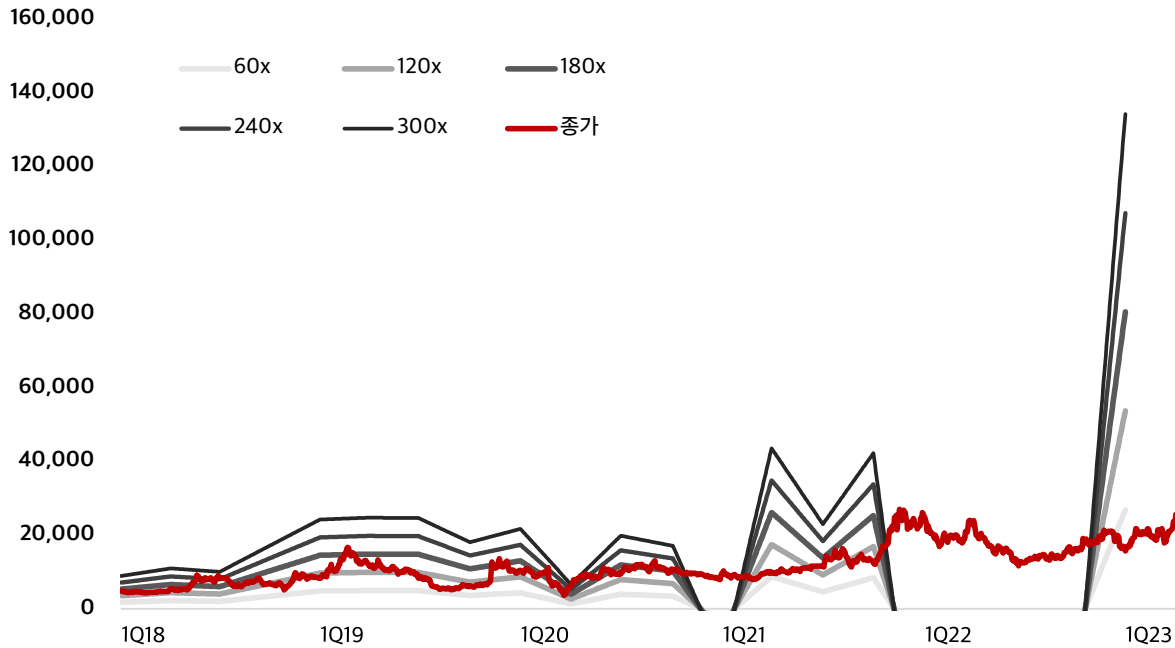
7.7. 감가상각비 및 무형자산상각비 추정

엔터테인먼트 감가상각비						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
기초 취득가액						
토지	0	0	0	0	152	152
건물	0	0	0	0	227	233
임차시설물	1,155	1,184	1,536	1,586	1,668	1,766
비품	1,202	1,275	1,440	1,599	1,694	1,828
차량운반구	0	0	43	521	423	566
사용권자산	0	6,521	6,560	6,871	7,300	8,995
기말 취득가액						
토지	0	0	0	152	152	152
건물	0	0	0	227	233	239
임차시설물	1,184	1,536	1,586	1,668	1,766	1,870
비품	1,275	1,440	1,599	1,694	1,828	1,972
차량운반구	0	43	521	423	566	715
사용권자산	6,521	6,560	6,871	7,300	8,995	10,944
감가상각비	1,735	1,831	1,916	2,077	2,351	2,849
토지	-	-	-	-	-	-
건물	-	-	-	6	6	6
임차시설물	235	265	132	98	104	110
비품	128	141	128	134	144	155
차량운반구	0	15	84	144	149	194
사용권자산	1,372	1,411	1,572	1,695	1,949	2,384
상각률						
토지	-	-	-	-	-	-
건물	-	-	-	2.5%	2.5%	2.5%
임차시설물	20.1%	19.5%	8.5%	6.0%	6.0%	6.0%
비품	10.4%	10.4%	8.5%	8.2%	8.2%	8.2%
차량운반구	-	69.4%	29.8%	30.4%	30.1%	30.3%
사용권자산	42.1%	21.6%	23.4%	23.9%	23.9%	23.9%
엔터테인먼트 무형자산상각비						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
기초 취득가액						
소프트웨어	165	180	259	244	262	302
기타의 무형자산	32	32	32	1,632	2,248	2,408
전속계약금	2,325	5,717	8,117	8,117	7,593	9,238
개발비	-	-	804	908	1,051	1,153
회원권	-	-	-	293	517	517
영업권	-	-	1,600	-	-	-
기말 취득가액						
소프트웨어	180	259	244	262	302	346
기타의 무형자산	32	32	1,632	2,248	2,408	2,600
전속계약금	5,717	8,117	8,117	7,593	9,238	10,998
개발비	-	804	908	1,051	1,153	1,268
회원권	-	-	293	517	517	517
영업권	-	1,600	-	-	-	-
무형자산상각비	1,150	1,404	2,234	1,947	2,112	2,501
소프트웨어	24	33	39	40	44	51
기타의 무형자산	-	-	160	160	192	207
전속계약금	1,126	1,258	1,918	1,645	1,761	2,117
개발비	-	113	117	102	115	127
회원권	-	-	-	-	-	-
영업권	-	-	-	-	-	-
상각률						
소프트웨어	13.7%	14.8%	15.4%	15.7%	15.7%	15.7%
기타의 무형자산	-	-	19.2%	8.2%	8.2%	8.2%
전속계약금	28.0%	18.2%	23.6%	20.9%	20.9%	20.9%
개발비	-	14.1%	13.6%	10.5%	10.5%	10.5%
회원권	-	-	-	-	-	-
영업권	-	-	-	-	-	-

7.8. 코스메틱 법인세비용 추정

코스메틱 법인세비용 추정					
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
법인세 비용	221	540	-288	956	1,319
법인세비용차감전순이익	-1,660	2,614	-661	4,628	6,385
유효 법인세율	-13.3%	20.7%	-	20.7%	20.7%

7.9. 동사 PER band (TTM) (2018~)



Notice.

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