



### YOU DON'T NEED PERMISSION TO BUY.

동사의 2024E EPS 9,335원에 PER 35.9x 적용한 334,500원을 목표주가로 제시한다. 최근 증시는 3高 (고환율, 고유가, 고금리) 리스크로 몸살을 앓고 있다. 이런 매크로 상황에서는 기업, 소비자 등 모두의 지갑이 닫힐 수밖에 없다. 하지만 길거리에서 음악만큼은 절대 멈추지 않는다. 연일 갱신되는 앨범 판매량과 전 좌석 매진 신화를 쓰는 콘서트 기록은 K-POP 팬덤의 지갑은 여전히 활짝 열려 있음을 보여준다. 동사는 지금껏 해외 곳곳에 씨앗을 뿌려 두었고 이제는 수확의 시간이 다가온다.

### 투자포인트 1. 팬덤은 Antifragile, 수익성은 Dynamite

아직도 동사의 수익 모델이 BTS '원툴'이라고만 생각하는가? BTS가 군입대로 잠시 쉬어가는 사이 23년 세븐틴, TXT, 뉴진스 등 여러 아티스트들이 괄목할 만한 성장을 보여주었다. 내년에는 이들이 BTS의 공백을 메우고 세계를 돌며 돈을 쓸어 담을 차례이다. 이러한 상황을 예측이라도 한 듯, 동사는 타사와 달리 해외 공연 기획사를 내재화하며 막대한 공연 수익에 따른 극적인 레버리지 효과를 누릴 준비를 마쳤다. 또한 내년은 위버스 수익화의 원년이다. 이미 1,000만명이 넘는 강력한 팬덤이 운집한 위버스의 수익화 잠재력은 당신의 상상을 초월할 것이다.

### 투자포인트 2. 글로벌 음원 시장으로, 모두 Attention!

대중성은 배제한 채 코어 팬덤의 니즈를 충족시키기 바쁘다는 비판을 받아온 K-POP, 하지만 이제는 다르다. 이미 여러 음원들이 글로벌 스트리밍 사이트에서 높은 순위를 기록하고 있고, 정국 및 뉴진스는 여느 글로벌 아티스트 부럽지 않을만한 스트리밍 순위를 갱신하고 있다. 가장 파이가 큰 미국 음악 시장을 향해 행진하며 본격적인 판을 키워 나가고 있는 것이다. 여기서 한 걸음 더 나아가 글로벌 걸그룹 런칭을 통해 시장 공략에 박차를 가한다. 광범위한 유효시장의 확대, 이제부터 시작이다.

추정 손익계산서									
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	1H23	2023E	2024E	2025E
매출액	301,372	587,224	796,283	1,255,926	1,776,154	1,031,625	2,368,225	2,903,958	3,221,343
YoY(%)		94.9%	35.6%	57.7%	41.4%		33.3%	22.6%	10.9%
매출원가	189,979	385,687	421,538	632,927	933,515	554,413	1,236,636	1,504,560	1,648,195
매출총이익	111,393	201,538	374,745	622,999	842,639	477,212	1,131,588	1,399,397	1,573,148
GPM(%)	37.0%	34.3%	47.1%	49.6%	47.4%	46.3%	47.8%	48.2%	48.8%
판매비와관리비	31,462	102,795	229,230	432,751	605,731	343,360	740,919	835,688	910,944
영업이익	79,931	98,742	145,516	190,248	236,908	133,851	390,669	563,709	662,204
OPM(%)	26.5%	16.8%	18.3%	15.1%	13.3%	13.0%	16.5%	19.4%	20.6%
기타손익	(1,671)	(356)	(3,802)	(1,823)	(111,439)	16,136	8,050	(9,185)	(9,185)
지분법손익	(124)	(908)	(1,606)	15,938	108	549	549	108	108
금융손익	(126,584)	1,014	(13,862)	6,121	(29,092)	46,886	49,789	2,414	2,414
법인세비용차감전순이익	(48,449)	98,492	126,247	210,484	96,485	197,423	449,058	557,046	655,540
법인세비용	22,016	26,068	39,185	69,649	48,453	56,997	129,644	168,221	197,965
당기순이익	(70,466)	72,424	87,061	140,835	48,032	140,426	319,414	388,825	457,576
NPM (%)	-23.4%	12.3%	10.9%	11.2%	2.7%	13.6%	13.5%	13.4%	14.2%

### Rating

## Buy

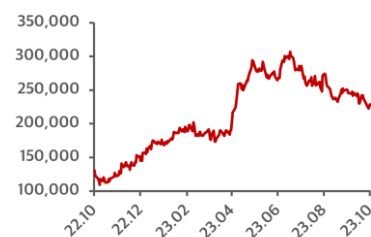
목표주가: 334,500 원

현재주가: 244,500 원

상승여력: 37%

### 12M 추가추이

시가총액 10 조, 1,839 억원



### B/S data (2Q23)

순자산 32,006 억원

PBR 3.90x

ROE 2.08%

### Earning data

추정 EPS (24F) 9,335 원

Consensus EPS (24F) 7,121 원

Implied PER (24F) 26.19x

Consensus PER (24F) 34.54x

### 주요 주주

방시혁 외 8인 33.16%

넷마블 18.08%

국민연금공단 7.63%

두나무 5.53%

### SMIC 1 팀

팀장 47기 안유리

팀원 47기 문준서

47기 최유진

48기 박병호

48기 이보연

# CONTENTS

---

1. K-POP의 봄날 - 산업 분석	03
2. Time to Get Up, HYBE - 기업 분석	06
3. 투자포인트 1. 팬덤은 Antifragile, 수익성은 Dynamite 🧨	09
Point 1. 남다른 본업 DNA	09
Point 2. 위버스 수익성, What's Your ETA? 2024!	14
4. 투자포인트 2. 글로벌 음원 시장으로, 모두 Attention!	17
5. Issue & Risk	22
6. 매출추정	23
7. Valuation - Peer PER Method	26
8. Appendix	31

## 1. K-POP의 봄날 - 산업 분석

**Take my money.** K-POP 산업은 소비자들의 지불 용의가 화끈한 시장이다. 원하는 아티스트의 음악 방송에 가기 위해서 앨범을 수백 장씩 구매하고, 생일날에는 온 세계에 전광판을 걸고 비행을 띄운다. 아티스트를 응원하고 싶은 마음은 스트리밍 ‘총공’으로도 나타난다. 이러한 팬심을 엔터사들은 다양한 방식으로 충족시키며 체계적인 수익 구조를 확립해 나간다.

### 1.1. 팬심을 \$로 - 이 시대의 연금술사, 엔터사

도표 1-1. K-POP 밸류체인



출처: SMIC 1팀

K-POP 아티스트  
: 어떻게 탄생하나

K-POP 산업은 사람들의 시선을 끌고 **지갑을 열게 하는** 아티스트의 존재를 전제로 한다. 그리고 이 아티스트들은 엔터사의 철저한 계획 하에 **제작된다**. 엔터사는 1) 오디션이나 스카우팅을 통해서 재능의 원석을 연습생으로 **캐스팅**한다. 그리고 이들을 하루에 12시간씩, 기본적으로 몇 년간 2) 보컬, 춤, 연기 등의 영역에서 **트레이닝**시키며 데뷔를 준비시킨다. 데뷔가 결정되면, 엔터사는 아티스트의 성공에 없어서는 안 될 3) 아티스트의 컨셉, 정체성을 **프로듀싱**한 후, 4) 음원 녹음 및 뮤직비디오 촬영을 통해 아티스트를 **데뷔**시킨다.

엔터사의 신인  
발굴&교육 → 의존도↑

엔터사들은 이러한 체계적인 시스템을 통해 **계속해서 경쟁력 있는 신규 아티스트들을 시장에 출격**시킬 수 있다. 아티스트는 엔터사에 의해 발굴 및 체계적인 교육을 통해 성장한 존재들이기에, **엔터사에 대한 의존도가 높다**. 재능 있는 개인이 아티스트로 성장한 후 매니지먼트사와 직접 계약하는 미국과는 다르게, 7년 단위로 재계약에서도 전체 멤버가 재계약하는 경우를 심심찮게 볼 수 있다.

앨범 구매하고 나의  
팬 생활 시작됐다

팬덤은 이렇게 체계적으로 만들어진 아티스트들을 소비하는 **핵심 주체**이고, K-POP 밸류체인은 **팬이 앨범을 구매하면서** 시작된다. 아티스트의 앨범을 구매하는 것은 그 아티스트의 팬이 되는 첫 걸음이기 때문이다. 이제 앨범은 음악을 듣기 위해 구매하는 상품이 아니라, 아티스트의 포토카드를 얻고 팬 사인회나 콘서트를 가기 위해 구매하는 상품이다. 처음에는 한 번에 한두 장의 앨범만을 구입하지만, 팬심이 커질수록 팬들은 **최애 아티스트의 포토카드를 모두 수집하거나 팬 사인회에 참석하기 위해 수십, 수백 장의 앨범을 한꺼번에 구매하는 단계로 넘어간다**.

깊어진 팬심  
→ 콘서트 & MD

한 번 소비를 시작한 팬에게 다음 소비는 별로 어렵지 않다. 앨범을 구매하고 아티스트의 영상들을 더 찾아보면서 팬심이 점점 커지는 팬의 소비 영역은 **콘서트와 MD(상품)로 확장된다**. 콘서트는 팬들에게 있어 화면으로만 관람했던 아티스트의 공연을 눈 앞에서 볼 수 있는, **대체 불가능한 기회**이다. 콘서트는 오프라인에만 그치지 않고 라이브 뷰잉이나 온라인 스트리밍으로도 확장되고 있다. MD도 공연 관련 **응원 용품**(응원봉)이 대표적이거나, 현재는 생활용품(의류, 텀블러)이나 소품(키링, 케이스)까지 스펙트럼이 넓어지고 있다.

콘서트 매출 ↑  
→ MD 매출 ↑

콘서트 매출과 MD 매출은 **유의미한 상관관계**를 가진다. 참새가 방앗간을 못 지나치듯, 콘서트에 간 팬이 MD샵을 지나치긴 어렵기 때문이다. 모든 팬들이 응원봉을 손에 쥐고 있고, 몇몇 팬들은 아티스트에 눈에 띄기 위해 현수막을 들고 있는 콘서트장의 분위기에 팬이라면 **현혹되지 않을 수 없다**. 엔터사도 이러한 **팬들의 심리**를 알기 때문에 응원봉을 꾸밀 수 있는 파츠나 보관할 수 있는 파우치까지 따로 판매하기도 한다. 실제로 22년 콘서트가 재개되면서 **MD 매출은 동반 성장**하며 엔터사의 실적을 견인하는 주요 요소가 되기도 했다.

도표 1-2. 뉴진스 응원봉 및 부속상품

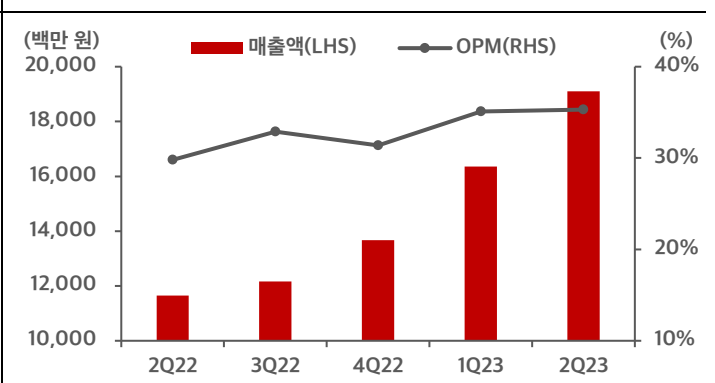


종류	NJ & TOKKI	HEART & STAR	
기본 파츠	N T R K	♥ ☆	
멤버별 파츠	민지	하니	다니엘
	M J 민 지	H N 형 니	D N 다 니
	하니	혜인	
	H R 혜 린	H I 혜 인	

MD SKU 세분화로 업셀링 가능

출처: 위버스샵, SMIC 1팀

도표 1-3. 디어유 실적 추이



출처: 디어유 IR, SMIC 1팀

팬덤 플랫폼  
① 팬심 ↑  
② IP 수익 규모 ↑

그리고 팬 플랫폼의 등장으로 **아티스트-팬덤 관계는 더욱 견고해졌다**. 19년도 이전까지 팬덤은 팬 카페, SNS, 공식 홈페이지 등 분리되어 존재했으나 팬덤 플랫폼 출시 후 하나로 통합되었다. 아티스트와 쌍방향 소통이 가능한 팬덤 플랫폼은 팬덤의 **팬심과 내집단 의식을 강화**시키는 장점이 있다. 또한 엔터사는 팬덤 플랫폼을 통해 앨범, 콘서트, MD뿐만 아니라 디지털 환경에서만 가능한 상품까지도 판매할 수 있어 **아티스트 IP(지적재산권)의 수익 규모 확대**가 기대된다.

버블, 위버스  
2강 체제

국내 팬 플랫폼 사업은 현재 **버블과 위버스로 양분**되어 있다. 디어유의 팬 플랫폼 '버블'은 아티스트와 팬들이 1:1로 대화하는 듯한 다이렉트 메시지(DM)가 소통의 중심이 된다. 동사의 팬 플랫폼 '위버스'는 게시물과 댓글로 소통하는 전통적인 팬 카페 방식으로 운영되어 왔으나, 최근 버블과 같은 DM 서비스를 몇몇 아티스트들에게 시범적으로 도입하기 시작했다.

실적 좋은 디어유,  
준비된 위버스

팬 플랫폼에 대한 수요는 **숫자**로도 확연하게 드러난다. 버블은 월 평균 215만 명의 유료 구독자를 확보했고, 위버스는 MAU(월간 활성사용자)가 지난 1년간 50% 가까이 상승하면서 **1,000만 명을 돌파**했다. 매출액의 90%가 버블에서 나오는 디어유는 **30%대의 OPM**을 유지하며 꾸준하게 외연 성장을 거듭해오고 있다. 위버스는 아직 전면 유료화가 진행되지 않았는데, 1,000만명에 달하는 MAU를 고려하면 위버스가 유료화될 시 그 잠재력은 상당할 것으로 기대된다.

## 1.2 글로벌 음원 시장을 바라보는 K-POP

글로벌 음원 시장이라는 기회의 땅을 점령하기 위해 여러 시도들을 거쳐왔던 K-POP 엔터사들이 다. 가능성이 희박해 보였던 도전에, 승전보가 하나 둘 들려온다.

대중성 없이는  
음원 수익 보장 X

전술한 앨범, 콘서트, MD와 다르게 개인이 쉽게 소비하나, **팬덤의 소비만으로는 대중의 선택이 중요한 음원 성적에 지속적으로 영향을 주기 어렵다.** 그렇기에 높은 음원 수익을 위해서는 음원의 **대중성**이라는 정성적인 요소를 고려해야 한다. 팬덤 중심으로 수익 가시성이 높기 때문에 엔터사들은 앨범, 콘서트, MD에 집중하고 있으나, 최근 빌보드 차트와 글로벌 1위 스트리밍 서비스인 스포티파이 Global 200에 진입한 아티스트들이 늘어나면서 음원 매출도 증가하고 있다.

K-POP 을 담기에  
한국은 작다

나날이 커지고 있는 K-POP의 글로벌 영향력을 담기에 **한국 음악 시장은 너무나도 작다.** 글로벌 음악 시장에서 한국이 차지하는 비중은 세계 7위로 **2%에 불과하다.** 1위 미국의 시장 점유율이 41%라는 점에서 격차를 확인할 수 있다. 같은 음원이라 해도 한국에서 히트할 때의 수익과 미국에서 히트할 때의 수익은 확연히 다르기에, 엔터사들은 마음 한 켠에 **글로벌 음원 시장**으로의 진출을 꿈꿔왔다.

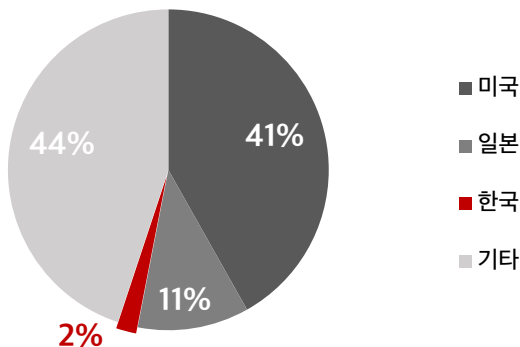
BTS  
: 처음이자 마지막?

글로벌 음원 시장에서 첫 승전보를 올린 K-POP 아티스트는 동사의 대표 아티스트 **BTS**다. BTS의 곡 DNA가 17년 빌보드 HOT100에 진입한 것을 시작으로, 영어 가사 기반의 Dynamite와 Butter에서 스트리밍 성적이 크게 향상됐다. 특히 스포티파이에서 Dynamite의 누적 스트리밍 횟수는 **17억 회**로, 역대 스포티파이 스트리밍 TOP 100에 들어가는 **유일한 K-POP 곡**이다. 이후 K-POP은 글로벌 음원 시장에서 조금씩 지분을 늘리고 있었으나 BTS에 비하면 성적이 다소 아쉬운 것이 사실이었다.

Cupid 로 보인  
가능성

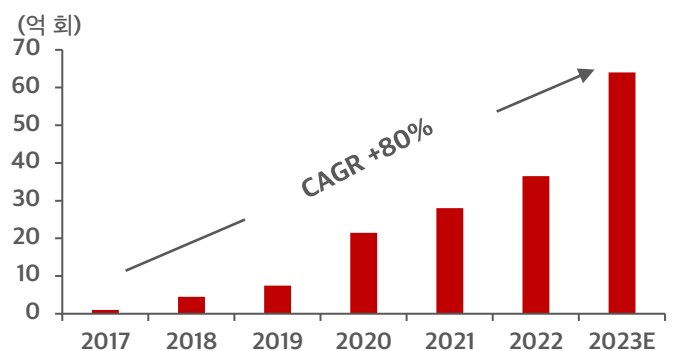
모두의 예상을 깨고 두 번째 승전보를 올린 아티스트는 어트랙트의 피프티피프티다. 23년 2월에 발매된 피프티피프티의 Cupid는 K-POP이 글로벌 음원 시장에서 지분을 확장하는 과정의 **새로운 분기점**이 되었다. 중소 엔터사임에도 불구하고 **영어 가사 기반의 적절한 음원, 마케팅 전략**으로 영어권 타겟에 성공하였고, 빌보드 HOT 100 차트에 25주 연속으로 차트인하면서 Dynamite, 강남스타일에 이어 **K-POP 역대 3위의 차트인 기록**을 달성했다. Cupid의 성공 이후 타 엔터사들도 유사한 전략으로 글로벌 음원 시장에 도전하고 있다.

도표 1-4. 국가별 음악 시장 점유율 전망 (2024)



출처: PwC, SMIC 1팀

도표 1-5. 스포티파이 TOP200 내 K-POP 스트리밍 횟수 추이



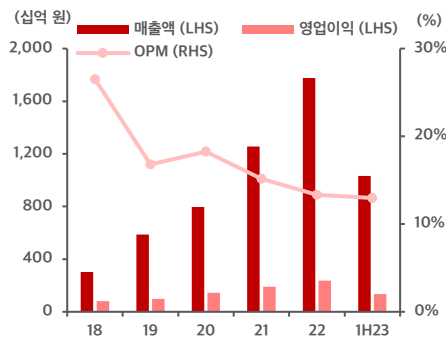
출처: Spotify Daily Top Singles Global, SMIC 1팀

## 2. Time to Get Up, HYBE - 기업 분석

### 2.1. 실적 및 재무 분석

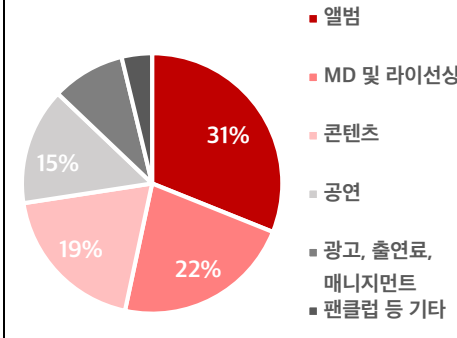
동사의 매출액은 18년도 3,000억부터 22년 1.7조까지 폭발적으로 성장하였다. 영업이익 또한 그에 맞춰 18년부터 22년까지 약 3배 이상 성장하였다.

도표 2-1. 동사 실적 추이



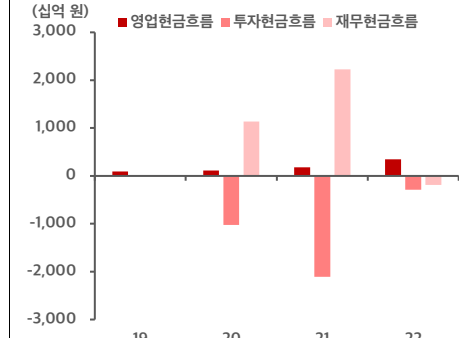
출처: DART, SMIC 1팀

도표 2-2. 동사의 매출 비중(22년 기준)



출처: DART, SMIC 1팀

도표 2-3. 동사 현금흐름 추이



출처: DART, SMIC 1팀

앨범 중심의 매출  
골고루 성장 중

[도표 2-2]에서 볼 수 있듯 동사의 매출은 앨범(음반, 음원) 비중이 제일 높으나, 공연, MD 및 라이선싱, 콘텐츠도 유의미한 비중을 차지하고 있다. 리오픈으로 공연 매출이 급증한 것을 감안하더라도, 20-22년도에 앨범을 중심으로 모든 부문의 매출이 뚜렷하게 성장하였다. 후술하겠지만, 이는 동사의 강력한 IP 파워에서 기인한다.

건조한 현금흐름  
: 잘 벌고 잘 쓴다

동사의 현금흐름 또한 건강하다. 22년 영업현금흐름 규모는 21년 영업현금흐름의 2배로, 앞으로의 투자활동을 위한 현금을 충분히 확보하고 있다. 20, 21년도 투자현금흐름 규모는 동사가 적극적으로 인수합병을 진행해 종속기업 취득 현금흐름 규모가 커지면서 증가한 것으로, 이는 다음 절에서 알아볼 동사의 전략과 관련되어 있다.

### 2.2. 소수정예 - 멀티 레이블 전략으로 강해진 IP

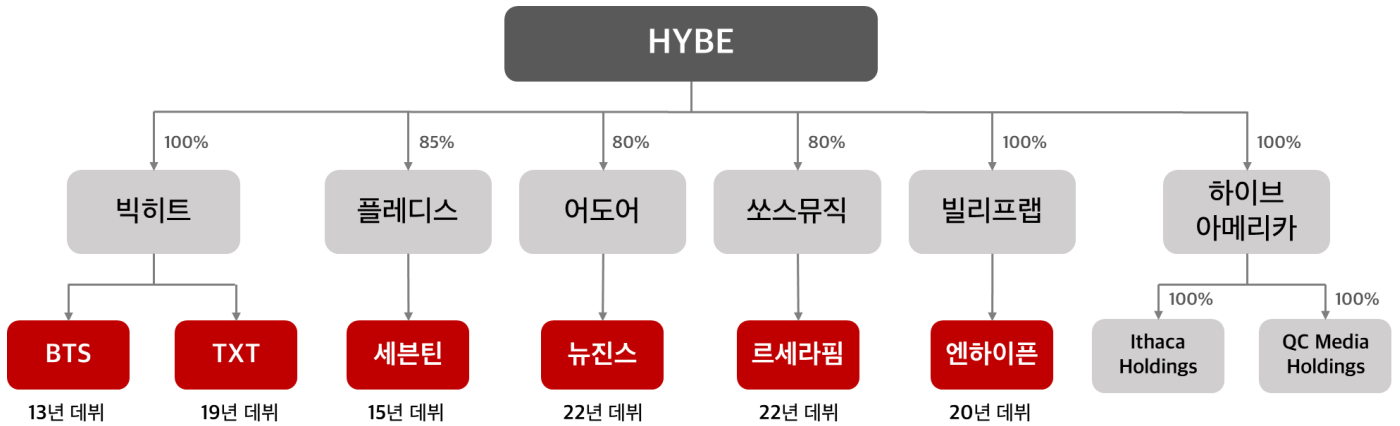
멀티 레이블  
→ 시장으로 총공격

동사는 초기부터 멀티 레이블 체제를 채택하여 레이블 별로 별도의 아티스트들을 데뷔시키고 있다. 음악 장르별로 레이블을 두고 그에 특화되게 각 레이블에서 제작, 프로듀싱, 마케팅을 맡으면서 소속 아티스트의 경쟁력을 제고하고 있다. 멀티 레이블 체제 하에서 여러 IP를 동시에 운영하며, 앨범 출시 주기를 단축시키고 더욱더 공격적으로 시장을 공략할 수 있다.

멀티 레이블  
: 세계로 확장 중

현 시점, 동사는 이러한 시스템을 글로벌 단위로 확장할 준비를 하고 있다. 21년 미국 엔터사 이타카 홀딩스(Ithaca Holdings)를 1조에, 23년 미국 힙합 레이블 QC 뮤직의 지주사 QC Media Holdings를 3,000억에 인수하면서 낯선 미국 땅에 깃발을 꽂았다. 하이브 아메리카의 신규오디션 프로그램 더 데뷔: 드림 아카데미는 6,000:1의 경쟁률에 달했으며, 참여자들 중에서 선발된 글로벌 걸그룹은 내년 상반기에 데뷔할 예정이다.

도표 2-4. 동사의 지배구조 및 레이블 별 아티스트 보유 현황



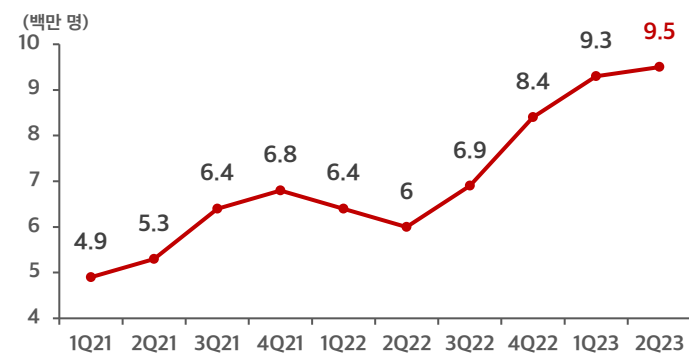
출처: DART, SMIC 1팀

세븐틴, TXT, 뉴진스  
다 잘해요

멀티 레이블 체제 하에서 동사는 더욱 다양하고 강력한 IP를 확보하였다. 플레디스의 세븐틴은 오래된 연차에도 불구하고, 최근에 거듭 성장을 반복하고 있다. 23일 발매 예정인 미니앨범 <세븐틴스 헤븐> 선주문량이 476만 장으로 집계되며 역대 최다 선주문량 기록을 경신했다. 빅히트의 TXT는 1분기 K-POP 아티스트 중 가장 많은 앨범을 판매하였고, 어도어의 뉴진스는 앨범 <Get Up>으로 빌보드 200에 10주간 차트인하였다. 신규 IP로는 글로벌 걸그룹인 드림 아카데미는 내년 상반기 데뷔가 기대되는 상황이다. 강력한 IP 파워로 동사의 23년 상반기 앨범판매량은 이미 22년의 연간 기록(2,200만 장)을 넘어섰고, 콘서트와 MD 매출 견인까지 예견된다.

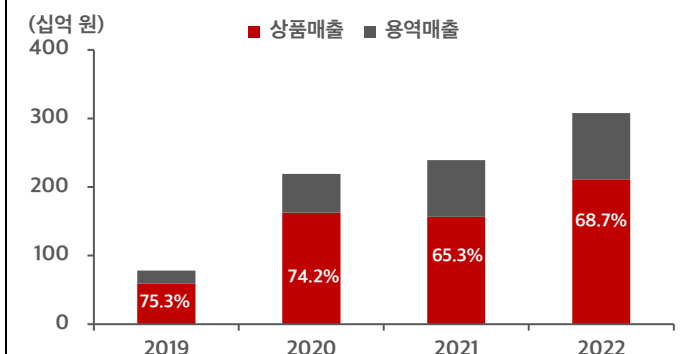
### 2.3 팬심은 위버스를 타고~

도표 2-5. 위버스 MAU 증가 추이



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

도표 2-6. 위버스 상품매출 비중



출처: DART, SMIC 1팀

위버스에서 팬들은  
모든 걸 할 수 있다

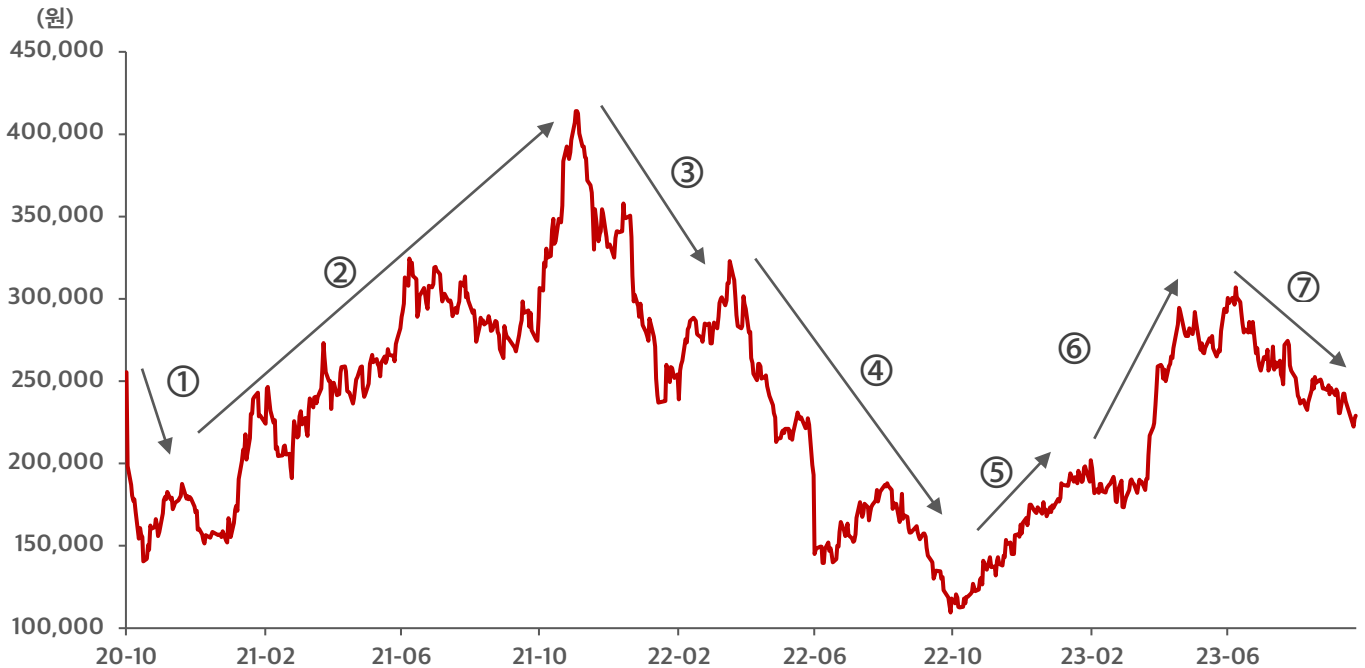
멀티 레이블 체제로 구축된 IP는 위버스라는 창구로 유통되고, 팬들에 의해 소비된다. 팬들은 아티스트 소식을 접하고 아티스트 혹은 다른 팬들과 소통하기 위해 위버스에 가입하고 아티스트 멤버십을 구독하면서 위버스 사용을 시작한다. 플랫폼 안에서는 커뮤니티로 소통하면서 온라인 콘서트를 관람하거나 자체 독점 콘텐츠(라이브, 예능, 다큐)를 시청할 수 있다. 내부 쇼핑몰 위버스 샵은 팬들의 앨범, MD, 콘서트 티켓 소비를 자극한다. 위버스에서는 모든 형태의 팬 활동이 가능하다는 점에서 버블과 차별성을 갖고, 이는 팬들을 위버스에 속박시킬 수 있는 강력한 유인책이 되곤 한다.

위버스:  
아직 큰거 남았다

그리고 지금, 팬 플랫폼 수익화라는 퍼즐판에 위버스 멤버십 출시라는 결정적인 퍼즐 조각이 남아있다. 아직까지 위버스에서는 버블과 달리 무료로 일부 서비스가 사용 가능하다. 그렇기에 MD 구매 위주로 매출이 실현되고 있고, 이는 19년 6월 서비스를 처음 시작하고 지금까지 위버스의 상품 매출 비중이 70%대를 유지하고 있는 데서 확인된다. 동사는 현재 위버스의 MAU를 지속적으로 확보하면서 유료 멤버십 전환을 준비하고 있다.

## 2.4 주가 추이

도표 2-7. 주가 추이



출처: KRX, SMIC 1팀

- ① 20.10: 코스피 상장 이후 고평가 논란으로 주가가 급락하였다.
- ② 21.1 ~ 21.11: 이후 이타카홀딩스 인수, NFT 사업 진출로 주가가 꾸준히 올랐고 리오프닝에 따른 오프라인 공연 재개 기대감에 최고가까지 급등하였다.
- ③ 21.12 ~ 22.2: 오미كرون 변이 바이러스의 확산으로 리오프닝에 대한 기대감이 꺾여 주가가 빠른 속도로 하락하였다. 매출은 증가했으나 컨서트스보다 낮게 나온 것도 영향이 있었는데, 오프라인 콘서트 횟수가 적어져 고정비 부담이 늘어났기 때문이다.
- ④ 22.4 ~ 22.10: BTS 활동 중단 및 군 입대 확정으로 주가가 급락하였다.
- ⑤ 22.12~ 23.3: SM 경영권 분쟁으로 시장에 불확실성이 퍼지면서 주가변동성이 증가하였다.
- ⑥ 23.4 ~ 23.6: BTS 공백 우려가 있었으나, 1Q23에 매출, 영업이익이 모두 40%가량 상승하여 1분기 최대 실적을 달성하면서 기존 IP (세븐틴, TXT)의 성장 및 신규 IP (뉴진스)의 성공이 증명되었다. 위버스 유료화에 따른 수익 다각화 기대감과 더불어 주가가 상승하였다.
- ⑦ 23.8 ~ 23.10: 위버스 유료 멤버십 지연에 따라 주가가 하락하였다.

## 투자포인트 1. 팬덤은 Antifragile, 수익성은 Dynamite

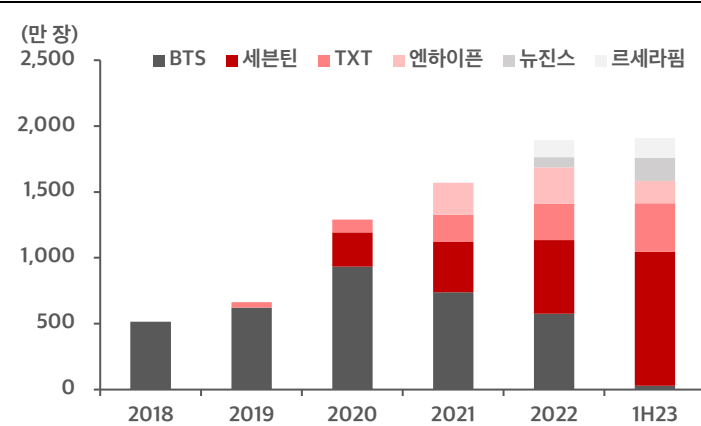
### Point 1. 남다른 본업 DNA

#### 3.1. 앨범 판매량, Super surprise

BTS 외 아티스트들의  
가파른 성장

상장 당시 동사의 최대 리스크로 지적된 부분은 소위 'BTS 원툴' 아니냐는 것이다. 하지만 최근에는 세븐틴, TXT, 뉴진스 등 BTS 외 아티스트들의 앨범 판매량이 빠르게 성장하며 BTS의 군공백을 메우고 있다. 또한 BTS 역시 멤버들이 시차를 두고 입대하며 개인 활동을 통해 좋은 성적을 이어가고 있다. 멤버 뷔의 솔로 앨범은 200만 장이 넘는 초동 판매량을 기록하였으며, 디지털 싱글로 음원을 발매한 정국의 경우 발매 첫날 스포티파이에서 1위를 기록한 후 현재까지도 높은 순위를 유지하고 있다.

도표 3-1. 동사 소속 아티스트의 앨범 판매량 추이



출처: 씨클차트, SMIC 1팀

도표 3-2. BTS 개인 활동 내역

멤버	앨범명	날짜	초동 판매량(장)
제이홉	Jack In The Box	2022-07-29	365,900
진	The Astronaut	2022-10-28	770,100
RM	INDIGO	2022-12-02	619,200
지민	FACE	2023-03-24	1,454,200
슈가	D-DAY	2023-04-21	1,277,200
정국	Seven(싱글)	2023-07-14	디지털 싱글
뷔	Layover	2023-09-08	2,101,900

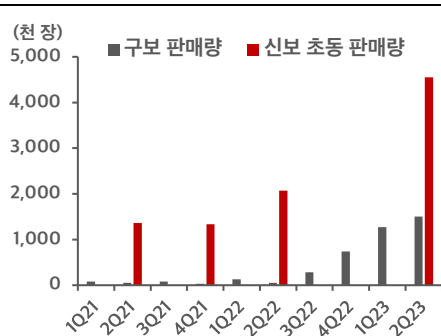
\*정국 Seven은 국내 솔로가수 최초 발매일 스포티파이 1위

출처: 씨클차트, SMIC 1팀

구보 판매량  
→ 성장이 유지되고  
있음을 보여줌

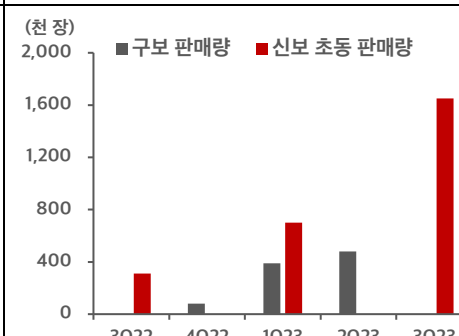
폭발적인 앨범 판매량의 성장은 앞으로도 이어질 것이다. 그 근거는 구보(발매 후 4개월 이상 지난 앨범)의 판매량이다. 기존 팬의 경우 구보를 이미 소유하고 있을 것이므로, 구보는 대부분 신규 유입된 팬에 의해 구매될 것임을 짐작할 수 있다. 따라서 대부분의 경우 구보 판매량은 다음 앨범 초동 판매량의 증가를 예측하고 신규 유입된 팬덤의 크기를 가늠하는 주요 지표로 사용된다. 최근 동사 아티스트 중 세븐틴, 뉴진스, TXT의 구보 판매량이 급증하고 있으며, 초동 판매량 또한 그에 맞춰 빠르게 성장하고 있다.

도표 3-3. 세븐틴 구보, 신보 초동 판매량



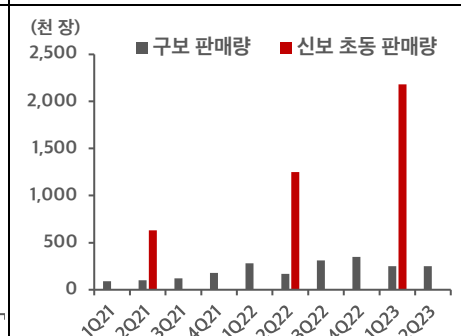
출처: 씨클차트, SMIC 1팀

도표 3-4. 뉴진스 구보, 신보 초동 판매량



출처: 씨클차트, SMIC 1팀

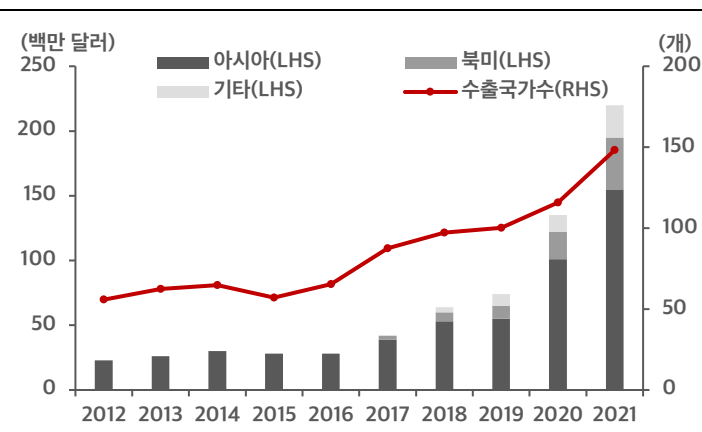
도표 3-5. TXT 구보, 신보 초동 판매량



출처: 씨클차트, SMIC 1팀

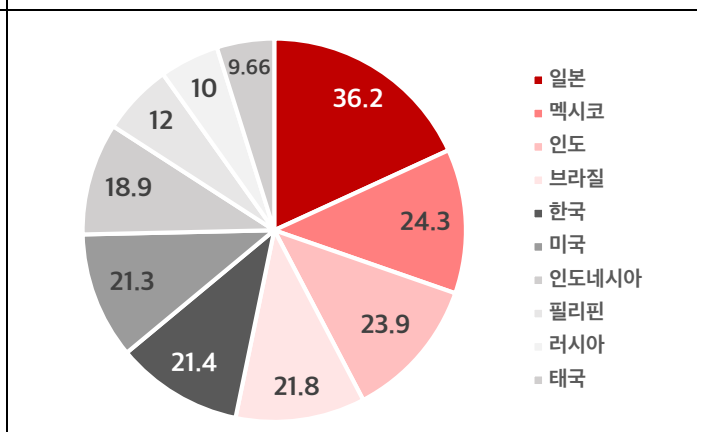
전 세계에서 K-POP에 대한 관심 확대 이러한 앨범 판매량 성장세의 원동력은 **해외 K-POP 팬덤의 확대**이다. 기존에 지역별 앨범 수출 비중에서 1위를 기록했던 아시아향 수출은 꾸준히 증가하고 있으며, 수출 국가 또한 다변화되고 있다. 또한 [도표 3-7.]의 BTS 유튜브 조회수의 국가별 비중에서도 K-POP 팬덤은 일본, 북미 외에도 전 세계로 확대되고 있다. BTS가 드높인 K-POP 위상의 낙수효과로 K-POP에 대한 관심이 글로벌로 확대되며 산업 전반이 빠르게 성장하고 있다.

도표 3-6. 지역별 K-POP 음반 수출금액 및 국가 수 추이



출처: 관세청, SMIC 1팀

도표 3-7. BTS 유튜브 조회수 국가별 비중



출처: YouTube, SMIC 1팀

### 3.2 Dynamite처럼 폭발할 콘서트 수익

#### (1) 앨범 매출을 콘서트 매출로 이어달리기

급증한 앨범 판매량 → 콘서트 매출로 연결 앞서 산업분석에서 언급했듯이, 앨범 판매량을 통해 확인된 **두터운 팬층은 콘서트 매출로 이어진다.** 콘서트 매출 역시 앨범 매출 못지 않게 엔터사에 있어서 주요한 수익원이다. 실제로 BTS는 DNA나 FAKE LOVE 등의 곡을 통해 해외에서 인기를 얻기 시작한 18년부터 19년에 걸쳐 대규모 월드투어를 통해 **티켓 매출만 2억 달러 이상을 기록**하였으며, 해당 기간 동안의 공연 매출은 전사 매출의 약 30%를 차지하였다.

BTS의 길을 따라가고 있는 세븐틴, TXT 작년까지는 동사 소속 아티스트 중 북미에서 5만석 이상의 공연장을 매진시킬 수 있는 아티스트는 BTS뿐인 것이 사실이었다. 하지만 올해 4월 발매된 세븐틴의 미니 10집 앨범 <FML>이 BTS 커리어하이 앨범 초동 판매량인 338만장을 아득히 뛰어넘는 455만장을 기록하며 **올해 말부터 시작되는 월드투어에 대한 기대감**을 가질 수 있는 상황이다. TXT 또한 가파른 초동 앨범 판매량 상승세를 보이고 있어 일본에서의 돔 투어 횟수를 늘리는 것에서부터 시작하여, 점차 북미 공연 규모까지 확대해 나갈 것으로 보인다.

뉴진스 열풍에도 주목! 또한 신규 IP인 뉴진스의 성장세에도 주목해야 한다. 최근 곡 Super Shy는 스포티파이 글로벌 스트리밍 주간 랭킹 최고 9위를 기록할 정도로 전 세계의 주목을 받고 있다. 최근 앨범의 초동 판매량도 165만장을 기록하며 역대 걸그룹 초동 순위 2위에 올랐다. 즉 **대중성과 구매력 있는 팬덤 모두를 확보**하였음을 의미한다. 이는 블랙핑크와의 비교를 통해 명확하게 드러난다. 블랙핑크는 9,000만명이 넘는 유튜브 구독자를 보유하고 있음에도 불구하고 역대 최대 초동 앨범 판매량은 154만장으로, 뉴진스보다 뒤처진다. 이러한 놀라운 기록들은 첫 투어부터 대규모 관객을 모집할 수 있다는 기대감을 증폭시켜 준다.

투어 규모 ↑  
→ 수익 규모 ↑↑

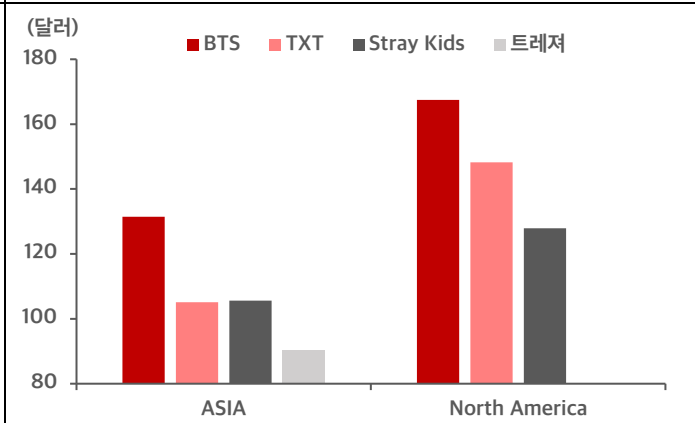
아티스트가 인기를 얻어 대규모의 월드 투어를 성공시킬 시, 이로부터 발생하는 수익은 기하급수적으로 증가한다. 공연 수익을 ① P = 평균 티켓 가격, ② Q = 관람객 수, ③ C = 공연장 대여비 및 수수료 등의 비용으로 나누어 생각해보자. 먼저 P는 아티스트의 인기에 비례하여 증가하며, 유명 아티스트의 콘서트 티켓의 경우 타 아티스트들 대비 상당히 높은 가격에 판매된다. 또한 관람객 Q가 증가함에 따라 더 큰 공연장에서, 연이어서 공연을 진행할 수 있게 된다. 이는 공연 관련 고정비를 감소시켜 큰 레버리지 효과를 일으킨다.

도표 3-8. BTS, 세븐틴, TXT투어 내역

가수명	시기	투어이름	지역	3만명 미만	3만명-5만명	5만명 이상
BTS	2021-2022	PERMISSION TO DANCE	North America			8
			ASIA	3		
			ASIA	6	14	0
	2018-2019	LOVE: Speak Yourself Tour	North America	6	1	
			Europe	7		
			North America	2	4	
			Latin America		2	
세븐틴	2022	BE THE SUN	ASIA	10	7	
			North America	11		
	2023	ACT: Sweet Mirage	ASIA	13	2	
			North America	10		
			ASIA	11		
TXT	2022-2023	ACT: Lovesick	ASIA	11		
			North America	8		

출처: Touring data, SMIC 1팀

도표 3-9. 주요 엔터사 보이그룹 지역별 투어 티켓 가격



출처: Touring data, SMIC 1팀

## (2) 콘서트 판의 American Dream - 미국 콘서트

미국 콘서트 레버리지? 동사는 이러한 레버리지 효과를 가장 크게 누릴 주인공이다. 출중한 아티스트 IP라는 총탄을 구비한 동사가 **미국이라는 거대한 시장**을 향해 돌진하기 위해서는 Peer들과 차별화되는 노력이 필요하다. ① 미국 공연 기획 시장의 **진입장벽**과 ② 경쟁사와 차별화되는 동사의 **HIGH-RISK & HIGHER-RETURN** 방식의 공연 기획 운영방식을 통해 전술한 **미국 콘서트 규모 급증이라는 모멘텀** 아래 가장 큰 수혜를 받을 동사를 살펴보자.

기존 정산 방식  
: 공연 기획사 → 국내 엔터사 정산

미국에 콘서트를 주최하는 대부분의 국내 엔터사는 **공연 기획 과정의 문지기를 담당하는 미국 현지 공연 기획사**를 거쳐서 최종 정산을 받는 구조로 진행된다. 현지 공연 기획사는 P x Q 티켓 매출에 기타 티켓판매, 대관비, 홍보비 및 무대세팅비 등을 포함한 총비용을 모두 인식한 후에 **MG(미니멈 개런티) 형식**으로 엔터사에게 정산을 해준다. **한마디로, 티켓매출이 아닌 아티스트의 MG가 곧 엔터사의 콘서트 매출이자 순이익이다.**

Good Artist,  
Good Payback.

공연 기획사가 **모든 비용을 우선적으로 인식하기** 때문에 콘서트가 적자가 나도 최소수익을 보장해주는 **가장 안정적인 기획 방식**이다. 다만 큰 흑자가 날 시 이를 100% 흡수하지 못한다는 단점이 있다. 흥행이 보장된 아티스트일 경우, 공연기획사가 질 리스크는 0에 수렴하기 때문에 MG가 치솟게 되거나 혹은 수익분배(R/S)와 최소수익 보장(MG)이 혼합된 [R/S + MG] 방식의 계약을 진행하게 된다. 반면, 완판에 대한 확신이 없을 경우 MG가 낮게 책정되는 구조이다. 즉, **잘 나가는 아티스트일수록, 정산 받는 MG가 상승한다.**

Ticket Master의  
형포

미국에 공연을 주최하기 위해서는 필수관문과 같이 미국내 1위 콘서트 **티켓 예매 사이트 티켓마스터(Ticket Master)**를 거쳐야 한다. 인지도 및 국가 등 각종 조건을 불문하고 모든 아티스트에게 적용되는 **절대적인 법칙**과도 같다.

테일러 스위프트도  
수익화는 X

이는 티켓마스터와 세계 1위 공연 기획사 라이브네이션(Live Nation)의 합병으로 라이브네이션이 보유한 주요 공연 베뉴(Venue)들과 **독점 계약을 진행**하며 협상우위를 확보했기 때문이다. 심지어 테일러 스위프트는 올해 3월에 '에라스(ERAS) 투어' 중 미국에서만 티켓매출로 \$60억을 벌었지만 대형공연장 대관을 위해서는 티켓마스터와의 계약 외에 **다른 선택지가 없다**고 밝혔다. 게다가 미국 티켓 사이트 점유율 2위인 스텐브럽(StubHub)에서 티켓 정가인 \$253.56의 15배로 팔며 수익을 올렸음에도 테일러 스위프트는 수익 배분을 받지 못하였다.

결국 공연 수익성  
= 공연 기획사와의  
계약구조로 결정

극진한 대우를 받아도 모자를 미국의 대형가수마저 100% 갇이 아닌 상황에서, 국내 아티스트가 티켓 에이전시와의 협상력에서 우위에 있기를 기대한다면 크나큰 오산이다. 상기 논의를 종합해 보면 결국 **공연 기획 단계에서 아티스트의 역량 및 프로모터와의 계약구조** 혹은 **부가적인 MD 매출** 등에 따라 **수익화의 정도가 결정된다**.

Buying Power 는  
공연 기획사의 손에  
⇒ ↓ MG

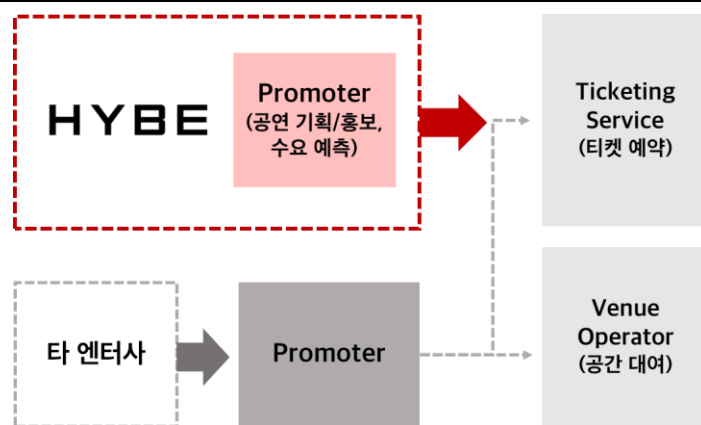
현재 미국에 콘서트를 개최하려는 일부 국내 아티스트들은 **올며 겨자 먹기로** 낮은 MG에도 불구하고 현지 공연 기획사를 이용하는 경우도 일부 발생한다. 19년에 블랙핑크의 경우, 첫 미주 유럽 투어 'IN YOUR AREA'에서 **143억원이라는 강력한 북미 티켓 매출**을 냈음에도 **3~5억원 정도**를 정산 받아 '적자곤'으로 낙인 찍히기도 했다. 첫 북미 공연이 아닌 트와이스의 상황도 크게 다르지 않다. 22년 1분기 월드투어 'III 투어'의 일환으로 7번의 북미 공연을 진행하여 **158억원 상당의 북미 티켓매출**을 올렸지만 당분기 투어를 주관한 공연 기획사 라이브네이션이 정산해준 MG와 동일한 수치인 분기보고서에 기재된 트와이스 해외콘서트 매출액은 **12억6천만원에 불과하다**.

즉, 일부 유명 국내 아티스트는 **낮은 MG로 인해 혈값에 콘서트를 진행**하고 콘서트 앞에서 진행되는 **기타 MD 판매 매출**로 이를 메꾸는 방식으로 수익을 창출하기도 한다.

동사 정산 방식  
: 동사가 공연 기획사  
수수료 지급

하지만 동사는 남들과 출발선부터 다르다. 국내 아티스트의 **미국 향 공연이 확대**되고 있는 현실 점, **현지 공연 기획사의 개입을 최소화**하고 **기획 및 프로모션 작업을 내재화**한 동사에게 수혜가 집중될 예정이다. 내재화의 1순위 목적은 직접 앞서 서술한 비용을 **처리함으로써 공연 기획사 향 수수료를 최소화**하고 **티켓매출을 탑라인에서 인식**한다는 점에서 기인한다. 그 결과 [도표 3-11.]과 같이 19년 대비 내재화 공연의 비중이 늘어난 22년 북미 콘서트 총매출과 티켓 수익 사이의 괴리가 줄어드는 매출 인식 차이를 확인할 수 있다.

도표 3-10. 동사와 타 엔터사 미국 공연 기획 밸류체인 비교



출처: 동사 IR 및 언론사종합, SMIC 1팀

도표 3-11. 2019 vs. 2022 동사 북미 콘서트 매출 인식 차이

구분	2019	2022
티켓 수익 (백만 달러)	193.9	188.7
환율 고려 수익 (십억 원)	226.1	243.5
하이브 북미 매출 (십억 원)	170.9	549.7
i) 레이블	134	320.2
ii) 플랫폼	0	112
iii) 솔루션	36.9	117.5
추정 콘서트 매출 (십억 원)	145.2	372.1
추정 티켓 매출 (십억 원)	87.1	223.2
비율 (%)	38.5	91.7

출처: DART, Touring Data, SMIC 1팀

공연 기획 내재화  
전초기지 하이 360

동사는 공연 기획 업무만을 수행하는 자회사 하이브쓰리식스티(HYBE 360)를 콘서트 활동을 위한 전초기지로 활용한다. 동사는 현지 스태프 채용, 설비 설치 및 티켓 판매 등 **현지 인력과 물리적 인프라**가 요구되어 오히려 **협업이 효율적인 영역만 선택적으로** 공연 기획사에게 외주를 맡긴다. 타 기획사와 다르게 동사만이 공연 기획 채용 직무기술서에 비용 처리를 위한 '계약 및 예산 관리'가 포함되어 있다. 즉, 동사의 내부 인력이 공연을 완성시키기 위해 다양한 공연 기획 에이전시와 조율하여 직접 비용 처리를 하기 때문이다.

동사, 미국 엔터  
시장의 공룡 기업과  
손잡다

게다가 **미국 엔터계의 전설**이라 불리는 이타카홀딩스를 인수로 인해 HYBE360는 미국향 공연 기획에 박차를 가하기 시작했다. 미국 베뉴 및 공연 기획사와의 협상력에서 더 높은 우위와 오랜 기간 다져 놓은 각국 현지 공연 인프라 네트워크를 활용하여 동사는 리스크 감수에 대한 보상을 톡톡히 받을 예정이다.

스쿠터 브론,  
Here we go!

이후 후술할 **레이블의 창립자이자 현재 HYBE America의 수장인 스쿠터 브론**은 저스틴 비버의 'Purpose' 앨범 홍보를 위해 2만석 규모의 스테이플스 센터를 2~3 주 전에 티켓팅 에이전시 없이 직접 손쉽게 대관할 수 있을 정도의 **영향력과 협력 관계**를 보유한 미국 엔터계의 큰 손이다. 동사는 이러한 거물급 인력을 필두로 미국 활동을 진행 중이다.

이유 있는 리스크 ①  
: ↑ 콘서트 규모

이러한 총 매출 인식을 시도할 수 있었던 이유는 결국 동사의 독보적인 아티스트 라인업에 기반한 **콘서트 흥행에 대한 확신** 덕분이다. 비용을 모두 인식하기에 콘서트 규모가 클 뿐만 아니라 절대적인 횟수로도 많아야 고정비 레버리지가 발생할 수 있다.

이유 있는 리스크 ②  
: 이익 체력

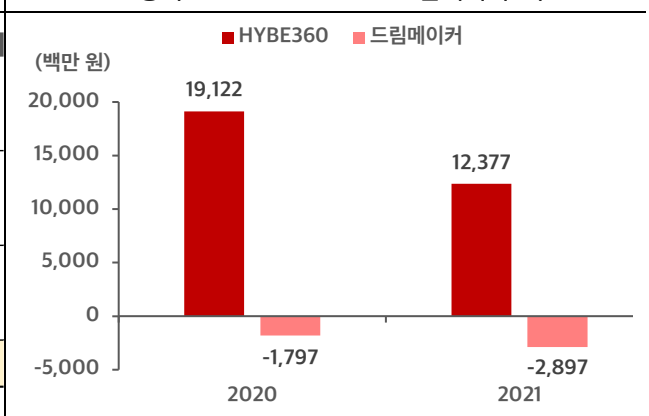
체계적인 내재화 시스템을 유지하는 것은 인프라 구축뿐만 아니라 **구축 이후에도 고정비를 감당할 이익체력** 요구하기에 굉장히 까다롭다. 동사는 공연 기획 내재화 작업에만 2~3년이 소요되었다. 예를 들어 에스엠(SM)의 공연 기획용 별도법인 '드림메이커'는 코로나-19로 인해 공연이 전무했을 때 각종 고정비로 인해 20년 17억원, 그리고 21년에는 30억이라는 **장기 적자의 쓴맛** 보기도 했다. 그러나 동사의 HYBE360은 후술할 위버스와의 연계를 통해 무관중 온라인 콘서트 파이프라인을 구축하는 등 발빠른 대처로 20년말 190억원의 흑자를 기록하는 성과를 보이며 국내 엔터사 중 **공연 기획 내재화의 1인자**임을 증명했다.

도표 3-12. 동사, SM, YG, JYP의 오프라인 공연 수익구조 비교

구분	국내	일본 외 해외 지역	일본
	JYP	연결 총 매출, 비용 인식	현지 프로모터 총 매출, 비용 인식 → JYP의 MG 매출 인식
YG	연결 총 매출, 비용 인식	현지 프로모터 총 매출, 비용 인식 → YG의 MG 매출 인식	현지 프로모터 총 매출, 비용 인식 후 이익 쉐어
SM	연결 (드림메이커) 총 매출, 비용 인식	현지 프로모터 총 매출, 비용 인식 → SM 연결 MG 매출 인식 → 별도 콘서트, 출연료 매출 인식	현지 프로모터 총 매출, 비용 인식 후 이익 쉐어
하이브	하이브 연결 총 매출, 총 비용 인식		

출처: 각 사 사업보고서 및 IR, SMIC 1팀

도표 3-13. 동사 HYBE360 vs. SM 드림메이커 비교



출처: 동사 및 SM 사업보고서, SMIC 1팀

## Point 2. 위버스 수익성, What's Your ETA? 2024!

### 3.3. Weverse is FEARLESS - 위버스 성장기 훑아보기

24/7 마르지 않는  
수익 샘물

통상적인 플랫폼들은 무료 서비스로 충분한 체류 고객들을 확보한 이후에 수익화 방법을 모색한다. 그러나 동사는 앞서 서술한 아티스트의 1차 앨범 → 2차 콘서트 및 MD 형태의 생산활동으로 쌓인 두터운 팬덤을 활용하여 사업 시작과 동시에 유료화 상품을 출시한다. 팬 플랫폼은 상대적으로 한국 아티스트들에 대해 접근성이 떨어지는 해외 팬들까지 하나로 모은 거대한 글로벌 온라인 놀이터이자 관련된 모든 소비를 진행할 수 있는 창구이다. 동사는 일반적인 엔터사에서 시작해 이제는 본격적인 위버스 수익화를 통해 플랫폼 기업의 면모도 갖춰갈 예정이다.

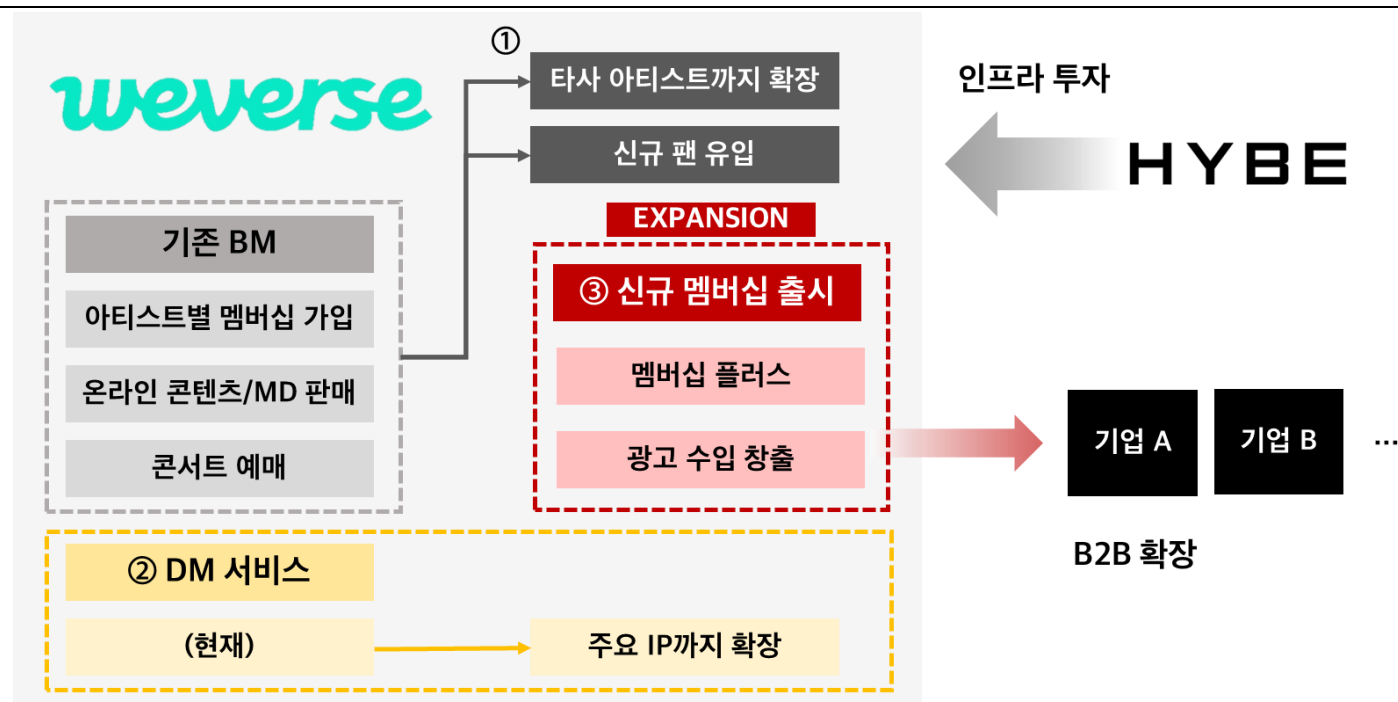
*시간과 장소를 구애받지 않고 수익이 샘솟는 이곳, 바로 위버스다.*

기존 유료 BM:

- ① 아티스트 멤버십
- ② 콘서트
- ③ 자체 콘텐츠
- ④ MD

23-24년에 확대될 수익을 증명하기에 앞서, 위버스의 BM과 이를 둘러싼 수익구조를 [도표 3-14.]에서 다시 한번 정리해보고 넘어가자. 19~21년도에는 '인스타그램'과 유사한 게시물 및 댓글 형태의 팬 소통 커뮤니티를 구축하여 아티스트 ↔ 팬과 팬 ↔ 팬 사이의 결집력을 확보하였다. 그 외에 유료화 상품으로는 대표적으로 ① 아티스트별 멤버십 구독 서비스 ② 콘서트, ③ 자체 콘텐츠, 그리고 ④ MD와 같은 커머스가 존재한다.

도표 3-14. 위버스(Weverse) BM 및 수익구조 정리



출처: SMIC 1팀

### 3.4. 아직 시작도 안 했다: 위버스 수익화 확장

준비된 Q 위에  
숫아오를 P

지금까지 위버스 수익의 주요 드라이버는 '위버스 샵'을 통한 MD 매출이었다. 하지만 23년부터 플랫폼 내 자체 재화 '젤리' 및 디어유의 버블과 유사한 DM 서비스를 도입하는 등 수익화 방식 다변화로 중장기적인 먹거리를 찾아 변모를 시도하기 시작했다. 이에 본 보고서에는 동사가 ① 23년 1~3분기에 걸쳐 이미 도입된 서비스와 ② 24년 도입할 예정인 새로운 통합 멤버십 제도 '멤버십 플러스'로 24년이 수익성의 원년임을 증명하고자 한다. 팬 플랫폼의 구독 모델이 갖는 Q 안정성 위에 날개를 달고 숫아오를 P 성장을 앞둔 동사를 확인해보자.

## (1) 네 취향이 하나쯤은 있겠지? - 아티스트별 유료 멤버십

## 멤버십 가입

- ① 신규 아티스트향
- ② 기존 아티스트향

멤버십 가입 경로는 크게 ① 타 엔터사에 소속된 아티스트의 입점으로 인한 신규 유입과 ② 앞서 가파른 구보판매 성장률로 확인한 신규 팬 유입에 따른 낙수효과로 구분할 수 있다. 두 가지 경로로 구분하여 앞으로 예상되는 신규 멤버십 가입과 이로부터 예상되는 수익을 추산해 보았다.

- ① 위버스 판 위에서 노는 SM & YG 아티스트 멤버십

먼저 올해 9월 위버스에 SM 아티스트가 신규 입점함에 따라 추가될 것으로 예상되는 멤버십 수익을 추산하였다. 이를 위해 우선적으로 '버블'의 주요 아티스트의 트위터 팔로워 수와 유료 이용자 수의 비율을 통해 SM 아티스트 입점으로 유입된 이용자 중 실질적으로 매출을 견인할 팬클럽 가입 비율을 도출해냈다.

- ② 기존에 이미 등록되어 있었던 아티스트향

이 비율과 SM 아티스트 커뮤니티 가입 회원 수 추정치, 가입비, SM 아티스트향 수취 수수료, 앨범 판매량 성장률을 이용하여 최종 신규매출액을 산출하였다. 멤버십 가입이 보통 대규모 투어를 앞두고 이뤄지는 점과 다가올 4분기에 주요 SM 아티스트의 공연이 부재하다 점을 감안하면 **관련 본격 수익화는 내년 1분기부터** 확인될 것이다. 기존 아티스트 멤버십 신규유입은 22년 팬클럽 매출액에 앞으로 예상되는 K-POP 앨범 판매 성장률을 적용하여 진행하였다.

## (2) 소통하기 위해 아낌없이 지갑이 열리네 - 쌍방향 DM 서비스 도입

팬덤 최적화 BM, 아직 다 들어오지도 않았다!

동사는 준비된 1,000만 MAU 플랫폼 위에 '위버스 DM'을 런칭했다. 같은 서비스를 제공하는 버블의 MAU와 매출 규모를 고려할 시 위버스 DM 서비스 출시에 따른 수익 여력은 상당할 것이다. '버블'의 유료이용자 수와 '버블'내 주요 아티스트 대비 위버스 주요 아티스트의 트위터 팔로워 수 비율을 참고하여 수익 규모를 추산한 결과, **약 1,067억의 매출을 올릴 것으로** 추정되었다. 이는 엄청난 팬덤을 보유하고 있는 BTS의 커뮤니티 가입자 수를 제외하고 도출한 결과이기에, 향후 BTS의 합류를 고려하면 수익 창출 잠재력은 무궁무진하다.

도표 3-15. 국가별 위버스 자체 재화 '젤리' 가격

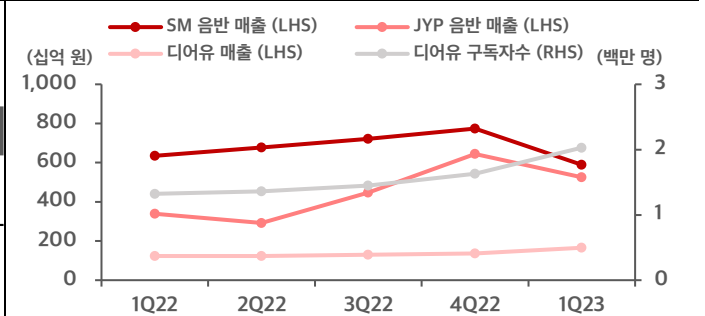
국가	젤리 개수 (개)	가격
한국 (원)	4	1,200
	40	12,000
	80	24,000
	120	36,000
일본 (엔)	4	130
	40	1,300
	80	2,600
	120	3,900
미국 (달러)	240	7,800
	240	59.99

DM 구독료 (개)	구독기간
15	30일
30	60일
45	90일

출처: 위버스, SMIC 1팀

도표 3-16. '버블' 구독자 수 및 매출, SM + JYP 음반 매출 추이



출처: SM, JYP, 디어유 사업보고서, SMIC 1팀

## (3) NEW 통합 멤버십, Do You See? - 멤버십 플러스

NEW 멤버십, So Fresh, So Clean.

동사는 여기서 안주하지 않고 신규통합 멤버십 제도 '멤버십 플러스' 출시를 앞두고 있다. 멤버십 플러스 가입자들에게는 특정 아티스트에 한정되지 않는 실시간 자막 서비스, 팬레터, 손글씨, 라이브 방송 다시보기 선시청 기능 등이 제공된다. 위버스의 해외 유저 비중이 90%에 이르는 것을 고려할 시, 실시간 자막 서비스가 포함된 '멤버십 플러스'에 대한 가입 수요는 상당할 것으로 기대된다.

글로벌 팬덤 흡수	멤버십 도입으로 기대 가능한 이익을 추산하기 위해 먼저 유튜브 '프리미엄' 전환율을 전체 위버스 이용자 중 멤버십에 가입할 것으로 기대되는 이용자의 비율로 가정하였다. 위버스의 주유저층은 유튜브와 달리 충성심이 강한 팬덤이므로, 멤버십 가입 비율로 적용하기에 충분히 보수적인 수치라고 판단한다. 이후 월 구독비와 위버스의 MAU를 통해 <b>멤버십 서비스가 견인할 추가 수익 규모를 산출</b> 하였다. 24년 위버스 MAU는 최근 1년 MAU증가율을 이용하여 추정하였다.
프리롤 광고 유력, → B2B 세일즈 파이프라인 확대	이에 더해 광고 제거 기능 'Ad-free'를 명시한 것을 보아 플랫폼에 광고가 추가적으로 탑재될 예정임을 유추해볼 수 있다. 특히 동사가 별도 구매를 유도하는 <b>유료 영상 콘텐츠 판매에 적극적</b> 이라는 점을 고려하면 동영상 재생 전 자동 재생되는 <b>프리롤 광고</b> 도입 가능성이 높게 점쳐진다. 동사로서는 개인 팬에게 얻는 수익원에 더해 <b>새로운 B2B 매출을 확보할</b> 지면이 생기는 셈이다. 이는 16년에 프리롤 광고를 처음 도입했던 아프리카TV와 상황적으로 매우 유사하다. 따라서 당시 아프리카TV의 광고 수익과 두 플랫폼의 MAU 비율을 활용해 광고 도입으로 기대되는 추가 수입 규모를 추산한 결과, <b>약 300억의 광고 수입을 올릴 것으로 기대된다.</b>
NO MORE DELAY.	하지만 올해 3분기 출시 예정이었던 멤버십 플러스의 론칭이 연기되며 <b>즉시 주가가 하락</b> 하였다. 이에 다시 한번 연기될 가능성을 우려할 수 있으나, 동사의 채용 공고에서 이 우려를 불식할 힌트를 찾을 수 있다. 동사는 올해부터 <b>위버스 내에 탑재될</b> 광고 도입 관련 프로젝트를 총괄하는 디지털 광고 사업부 직원 <b>상시 채용</b> 을 시작했다. 앞서 언급된 멤버십 플러스의 'Ad-free' 기능으로 유추해보았을 때 동사는 이미 광고 계획 및 광고주 모집에 박차를 가하기 시작한 것이다.
24년 위버스 매출은 약 5,000 억에 육박할 예정	지금까지의 결과를 종합하여 24년 위버스 유료화에 따라 기대되는 추가 수익을 [도표 3-17.]에 정리하였다. 기존 BM 관련 매출도 성장할 것이 자명하나 이를 flat으로 가정하더라도, 해당 증분값이 추가되면 동사의 플랫폼 매출은 <b>5,000억원에 달할 것으로 예상된다.</b> 이는 네이버 웹툰의 20년 당시 연 매출 규모와 유사하다. K-웹툰이 플랫폼을 통해 전세계로 뻗어 나가기 시작했듯이, K-POP도 위버스라는 온라인 팬 플랫폼을 통해 확보할 폭발적인 확장성을 그려보자.

도표 3-17. 위버스 24년 신규매출 추정 총정리

위버스컴퍼니 신규매출 추정		위버스컴퍼니 기존 BM 기반 매출	
		(단위: 백만 원) 2022A	
		<b>총 매출 307,723</b>	
		<b>위버스컴퍼니 신규매출 추정(중분)</b>	
		(단위: 백만 원) 2024E	
		1) 팬클럽 10,742	
		i) SM 675	
		ii) 기존 아티스트 신규유입 10,067	
		2) DM 106,707	
		3) 멤버십 플러스 24,408	
		4) 광고 29,793	
		<b>2024E 용역 매출액 증감분 171,650</b>	
		*후술할 매출 Table에서는 MD매출 별도 추정하였음	
		<b>5,000억원 가량의 2024E 매출</b>	

DM 서비스 신규매출 추정		멤버십 플러스 신규매출 추정		광고 신규매출 추정	
비밀 유료이용자수		위버스 MAU		16년 아프리카TV 플랫폼 광고 매출 (백만 원)	
2,150,000		11,300,000		7,925	
SM 및 JYP 주요 아티스트 대비 트위터 팔로워수 비율 (%)		유튜브 '프리미엄' 전환율 (%)		현재 위버스 MAU / 16년 당시 아프리카TV MAU	
91.9%		4%		3.8	
DM 서비스 구독비 (월 4,500원 * 12)		멤버십 플러스 구독비 (월 4,500원 * 12)		총 신규매출 추정치 (백만 원)	
54,000		54,000		29,793	
<b>총 신규매출 추정치 (백만 원)</b>		<b>총 신규매출 추정치 (백만 원)</b>			
<b>106,707</b>		<b>24,408</b>			
<b>아티스트별 멤버십 신규매출 추정</b>					
<b>1) SM 아티스트</b>					
SM 아티스트 멤버십 가입 추정치		22년동사 팬클럽 및 기타 매출액 (백만 원)		67,113	
500,000		앨범성장률 (%)		15%	
멤버십 가입비 (원)		30,000			
앨범성장률 (%)		15%			
위버스 수취 수수료 (%)		30%			
<b>총 신규매출 추정치 (백만 원)</b>		<b>675</b>			
<b>2) 기존 아티스트 신규유입</b>					
22년동사 팬클럽 및 기타 매출액 (백만 원)		67,113			
앨범성장률 (%)		15%			
<b>총 신규매출 추정치 (백만 원)</b>		<b>10,067</b>			

출처: SMIC 1팀

상기 투자포인트의 논의를 종합하면 다음과 같다.

- 1) 올해 세븐틴, TXT, 뉴진스 등 여러 아티스트들의 팬덤이 폭발적으로 확장되었으며,
- 2) 내년은 이러한 강력한 팬덤이 대규모 공연, 위버스 등을 통해 수익화되는 원년이다.

하지만 동사, 여기서 그치지 않는다. 약 23조원 규모의 글로벌 스트리밍 시장 공략을 통해 글로벌 엔터사로 나아가고 있는 동사의 발자취를 따라가보자.

## 투자포인트 2. 글로벌 음원시장으로, 모두 Attention!

### 4.1. 내가 만든 음원, Spotify 위에 구웠지 ♪

가파른 스포티파이 음원 성장세

7월 발매된 정국의 Seven은 발매 후 스포티파이 Global 1위를 8주 연속 석권하고, 현 시점에도 상위권에 머무르고 있다. 동사의 새로운 IP 뉴진스 역시 Super Shy를 통해 Global 최고순위 9위를 기록했다. 그간 K-POP 아티스트들이 앨범, MD 등에서는 좋은 성과를 냈지만, 대중성으로 대표되는 음원 시장에서는 고전을 면치 못했다는 점을 감안하면 이는 괄목할 만한 성장이다.

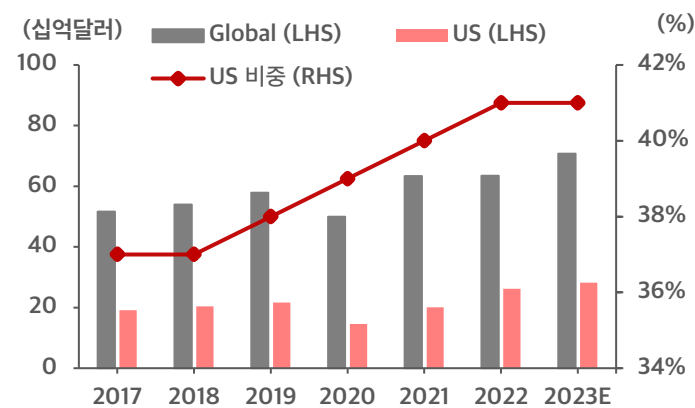
뉴진스의 꾸준한 일간 스트리밍

역대 K-POP 걸그룹 앨범 초동순위 3위에 달하는 와이지엔터테인먼트(YG)사 블랙핑크의 Pink Venom은 미국 스포티파이 차트에서 6주 만에 차트아웃되었으며, 보이그룹 앨범 초동순위 1위에 달하는 JYP Ent(JYP)사 스트레이키즈(SKZ)의 S-Class는 미국 스포티파이 차트 100위권에 진입조차 하지 못했다. 하지만 동사 아티스트 뉴진스의 경우 11주차가 지난 현 시점까지 미국 스포티파이 Top 200에 머무르며, 신보 효과가 사라진 이후에도 꾸준한 일간 스트리밍이 지속되고 있다. 이는 일시적인 팬덤 효과가 아닌 대중의 수요를 끌어 모았다는 점을 짐작하게 한다.

글로벌 음악시장의 핵심은 스트리밍!

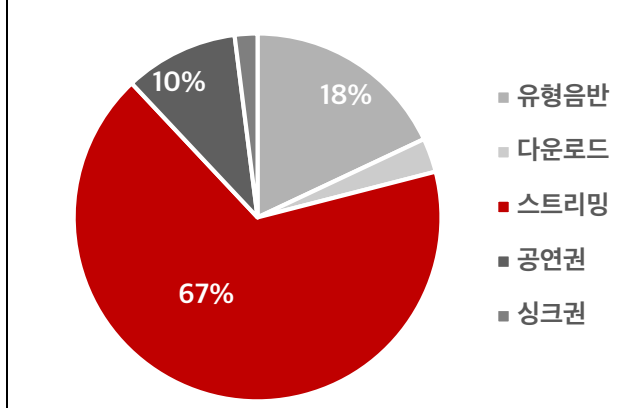
그렇다면 Global 음원시장에서 좋은 성적을 얻는 것은 엔터사에게 어떤 의미를 가지는가? 이를 알아보기 위해서는 글로벌 음악시장의 구조를 살펴봐야 한다. 34조 원 가량의 글로벌 음악시장 중 스트리밍 시장의 규모는 약 23조원으로 67%에 달한다. 특히 전세계 음악 시장의 약 40%를 차지하는 미국 시장에서 스트리밍이 차지하는 비중은 84%로 독보적이다. 즉, 전 세계로 시야를 넓혀보면, 스트리밍 시장에 성공적으로 안착하는 것은 유효시장의 확대를 의미하는 동시에 중요한 매출 성장의 동력이 된다.

도표 4-1. 전세계 및 미국 음악시장 규모



출처: IFPI, SMIC 1팀

도표 4-2. 글로벌 음악 산업 중 스트리밍 비중

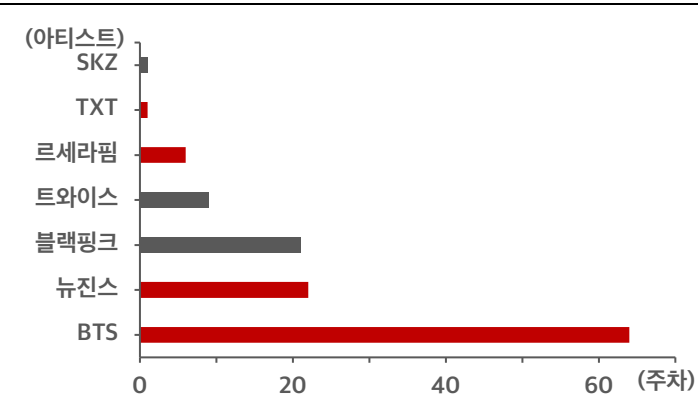


출처: PwC, SMIC 1팀

뉴진스의 미국 스트리밍 비중 주목!

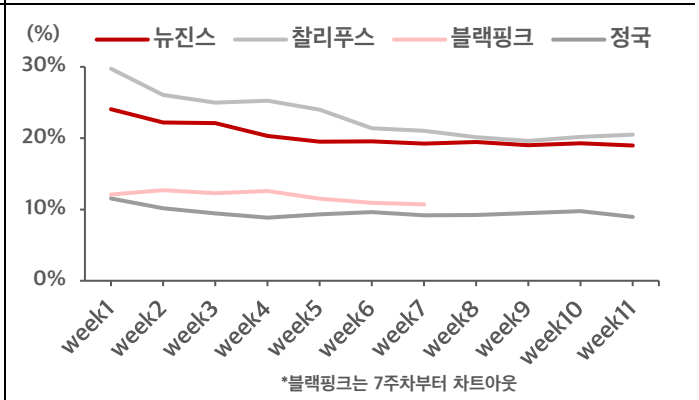
상기 정보를 종합하면, 뉴진스의 리스너 중 '미국' 리스너가 차지하는 비중은 반드시 주목해야 하는 포인트다. 일반적인 K-POP은 미국에서의 스트리밍 비중은 미미하고 미국을 제외한 글로벌 차트에서만 선전하는 경우가 대부분이다. 하지만 뉴진스의 Super Shy의 경우 글로벌 전체 스트리밍 중 20% 가량이 미국에서 비롯되었다. 이는 글로벌 팝스타 Charlie Puth와 유사한 수준에 해당한다.

도표 4-3. 스포티파이 글로벌 차트인 기간



출처: kworb, SMIC 1팀

도표 4-4. 아티스트별 스트리밍 중 미국 비중



출처: kworb, SMIC 1팀

Mega IP 로 거듭나고 있는 뉴진스

블랙핑크 Pink Venom의 미국 리스너 비중이 10-12% 가량이고, 정국 Seven 역시 유사한 비중임을 고려하면 뉴진스의 미국 대중 공략은 상당히 고무적이다. 이는 현재 뉴진스가 음악시장 내 Major market이라고 할 수 있는 미국 시장에서 굳건히 자리잡고 있으며, 향후 글로벌 스트리밍 시장에서 동사의 매출을 견인할 주인공이 될 것임을 시사한다.

#### 4.2. 스트리밍, 매출을 견인할 잠룡인가?

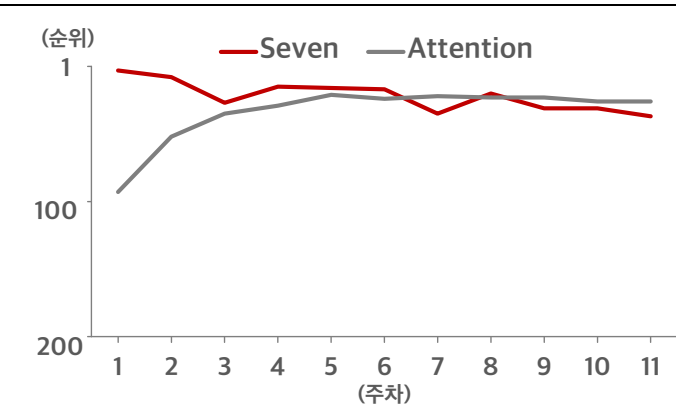
음원 매출규모와 매출비중 추정

그럼 지금부터는 동사 아티스트의 성공적인 음원 스트리밍 실적이 동사의 매출을 어느 정도로 견인할 수 있을지 구체적인 수치를 통해 살펴보자. 올해 7월 발매한 뉴진스 Super Shy와 정국의 Seven의 스트리밍 실적에 대해서 확인한 후, 1) 이끌어낼 수 있는 매출 규모를 가늠하고 2) 이를 가장 견고한 수입원인 앨범 매출에 비교하여 살펴볼 것이다.

유사한 음원 순위 proxy 곡 선정

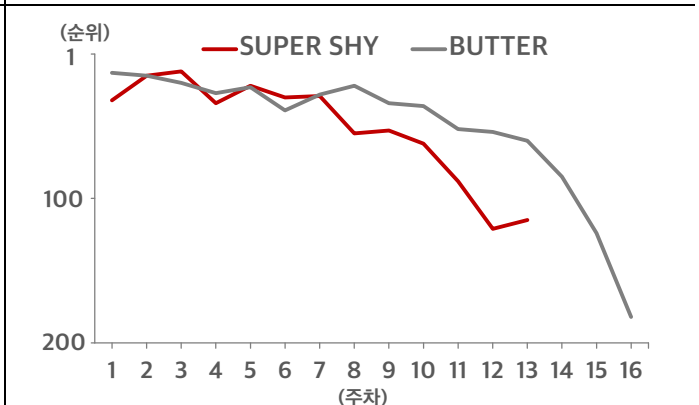
추정방법은 다음과 같다. 아직 Super Shy와 Seven이 발매된지 4개월이 채 지나지 않았기에, 연간 스트리밍 예상치를 도출하기 위해 proxy 곡을 선정하였다. 미국 및 글로벌 음원 순위가 비슷한 곡을 기준으로 삼아, 해당 곡 스트리밍 수의 주별 증감율 추이를 적용했다. 뉴진스 Super Shy의 경우 글로벌 차트 순위 추이와 미국 차트아웃 시점이 유사하다고 판단되는 BTS Butter를 이용했으며, 정국 Seven은 3주차 이후 미국 내 음원 순위가 비슷한 Charlie Puth의 Attention을 proxy 자료로 참고하였다.

도표 4-5. 정국, 찰리푸스 Attention 스포티파이 weekly 순위



출처: kworb, SMIC 1팀

도표 4-6. 뉴진스, BTS BUTTER 스포티파이 weekly 순위



출처: kworb, SMIC 1팀

뉴진스 음원/앨범 43% 추정된 연간 스트리밍 예상 횟수에 스포티파이 1회당 정산 금액 및 스트리밍 플랫폼 내 스포티파이 점유율을 반영하여 계산한 결과 뉴진스 <Get up> 앨범의 스트리밍 음원 매출액은 앨범 매출액의 43% 가량에 해당함을 확인했다. 정국 Seven의 경우 BTS 최근 앨범 대비 스트리밍 매출 비중이 50%에 달한다. 즉, 글로벌 시장으로 나아가 꾸준한 음원성적을 확보할 경우 그간 주요 수입원이라 여겼던 앨범 매출에 비견할 정도로 상당한 수준의 매출을 견인해낼 수 있는 것이다. 계산에 사용한 스포티파이의 1회 스트리밍 당 수익이 타 음원 서비스 대비 1/3 수준으로 낮음을 고려하면, 해당 수치는 충분히 보수적이다.

도표 4-7. 뉴진스 Super Shy 외 2곡, 정국 Seven 음원매출 추정값

뉴진스 Super Shy, New Jeans, ETA Global 음원 수입 추정		뉴진스 Get Up 앨범 수입 추정	
Spotify 연간 스트리밍 수 예상치 (회) = A	838,066,367	Get Up 앨범 판매량 (~9월 합산)	1,599,001
Super Shy Streams 예상치	489,767,264	Get Up 앨범 판매 가격	20,000
New Jeans Streams 예상치	183,446,104	Get Up 앨범 수입 예상치 (백만 원)	31,980
ETA Spotify Streams 예상치	164,852,999	앨범 매출 대비 스트리밍 매출 비중	43%
Spotify Stream 1회 당 정산금액 (\$) = B	0.0038		
달러/원 환율 (원) = C	1,300		
Spotify 통한 연간 수입 예상치 (백만 원, axbxc)	4,140		
Spotify 점유율	30%		
<b>전체 스트리밍 연간 수입 예상치 (백만 원)</b>	<b>13,800</b>		
정국 Seven Global 음원 수입 추정		BTS Butter 앨범 수입	
Spotify 연간 스트리밍 수 예상치 (회) = A	1,615,797,619	Butter 앨범 판매량 (연간)	2,999,407
Spotify Stream 1회 당 정산금액 (\$) = B	0.0038	Butter 앨범 판매 가격	17,800
달러/원 환율 (원) = C	1,300	Butter 앨범 매출 (백만 원)	53,389
Spotify 통한 연간 수입 예상치 (백만 원, A x B x C)	7,982	앨범 매출 대비 스트리밍 매출 비중	50%
Spotify 점유율	30%		
<b>전체 스트리밍 연간 수입 예상치 (백만 원)</b>	<b>26,607</b>		

출처: kworb, SMIC 1팀

글로벌 음원 시장  
침투율은 급상승

또 하나 주목해야 할 점은 동사 글로벌 음원 시장 침투율의 강력한 속도이다. 정국 Seven의 23년 7-9월 스트리밍 누적 값은 약 7억 회로, BTS Butter 음원의 1년 간 스트리밍 누적 값과 거의 동일하다. 21년도에 발매한 Butter의 1년간 음원 수입은 앨범 대비 22%에 불과했지만, 그로부터 2년 후 발매된 정국의 Seven 음원은 1년 추정 매출이 동일 앨범 대비 50%까지 상승하였다. 동사의 K-POP 음원이 팬덤을 넘어 글로벌로 확장되었음을 시사하는 부분이다. 전례 없는 음원 실적으로 물 밀듯이 글로벌 대중에게 다가가는 동사의 성장에 주목해야 할 때이다.

#### 4.3. 본격적인 광범위한 시장의 확대, “판을 키운다”

하이브 아메리카와  
이타카홀딩스 인수

그렇다면 어떻게 다각화된 IP로 글로벌 대중들의 귀를 사로잡은 것일까? 이를 위해서는 그간 동사가 다져온 자회사 및 레이블 확장을 살펴보아야 한다. 동사는 21년도에 이타카홀딩스를 100% 지분율로 인수하면서, 이타카 홀딩스의 설립자이자 미국 연예계의 거물급 기획자인 스쿠터 브론을 하이브 아메리카의 CEO로 데려왔다.

미국 연예계의 큰 손,  
스쿠터 브론이  
정국을 위해 일하다

그가 다져온 입지와 미국 내 네트워크는 동사 아티스트의 미국 진출 확대에 큰 발판이 되고 있다. 구체적으로 살펴보면 이번 정국의 Seven의 경우 곡 수급부터 피처링 아티스트를 섭외하는 데까지 스쿠터 브론이 이끄는 하이브 아메리카의 네트워크가 기반이 되었다. 저스틴 비버와 샘 스미스 등과 작업했던 Andrew Watt이 곡 프로듀싱을 담당하고, 이처럼 글로벌 대형 프로듀서와 협업한 곡들은 현지의 귀를 사로잡을 수 있었다.

덕분에 동사의  
글로벌 영향력 확대

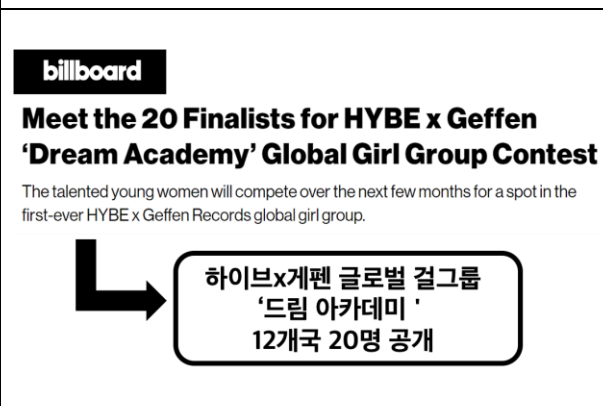
실제로 타 엔터사와 달리 동사는 K-POP이 아닌 실제 미국 팝을 만드는 글로벌 대형 프로듀서들에게 곡을 소싱받는다. 글로벌로 나아가기 위한 동사의 과감했던 투자는 북미 시장에서의 영향력을 확실히 확대하고 있는 것이다.

도표 4-8. 엔터 및 아티스트별 작곡가

엔터사	아티스트	트랙	해외 프로듀서	국내 & K-Pop 위주 프로듀서
하이브	BTS	Butter	Rob Grimaldi, Stephen Kirk, Alex Bilowitz, Ron Perry	Jenna Andrews, RM, Sebastian Garcia
		Permission to Dance	Ed Sheeran, Steve Mac, Johnny McDaid	Jenna Andrews
	정국	Seven	Andrew Watt, Jon Bellion, Henry Walter, Theron Makiel Thomas,	
	뉴진스	Super Shy	Frankie Ssoca, Erika de Casier, Kristine Boqan	Gigi, 김동현, 다니엘(DANIELLE)
JYP	트와이스	Talk that Talk		이우민 'collapsedone', 마치 (MRCH)
	스트레이키즈	특		방찬 (3RACHA), 장빈(3RACHA), 한 (3RACHA), 채강해, RESTART
SM	에스파	Spicy		김연서, Ludvig Evers, Jonatan Gusmark,
	NCT127	Ay-Yo	Dem Jointz, Dwayne "Dem Jointz", Abernathy Jr., Tropkillaz	Kenzie, Calixte, Adrian Mckinnon
YG	블랙핑크	Shut Down		TEDDY, 24, Danny Chung, Vince
		Pink Venom		TEDDY, Danny Chung, 24, R.Tee, IDO

출처: 언론 보도 종합, SMIC 1팀

도표 4-9. 미국 현지 걸그룹



출처: Billboard, SMIC 1팀

#### 4.4. 이제 시작이야, 글로벌 진출: 멀티 레이블의 파워

다양한 멀티레이블과  
아티스트의 성장세

동사가 가진 라인업은 BTS와 뉴진스에서 끝나지 않는다. 동사의 멀티레이블 내 타 아티스트들의 성장세 역시 심상치 않다. 빅히트 레이블 소속 TXT와 쏘스뮤직 레이블 소속 르세라핌은 타이틀 곡 1일차 스포티파이 Global 스트리밍이 지난 타이틀곡 대비 각각 76.7%, 31.9% 성장했다. 그간 글로벌 차트 진입에 어려움을 겪던 플레디스의 세븐틴 역시 지난 활동에 비해 스포티파이 스트리밍 수가 두 배 이상으로 성장하며 차트인 기간을 늘려 나가는 중이다.

점차 강력해지는  
동사의 IP

즉, 멀티 레이블 체제로 다각화된 아티스트들은 레이블 내 고유한 색을 바탕으로 글로벌 음원 시장에서도 점유율을 확대해 나가고 있다. 음원에서 시작해 앨범, 콘서트, MD로 이어지는 흐름 속에서 점차 강력해지는 동사의 IP는 확실한 성장을 견인해낼 수밖에 없다.

#### 4.5. 무국적 POP으로의 도약, 글로벌 현지 걸그룹 출격!

첫 미국 현지화  
걸그룹 론칭!

K-POP이란 단어는 동사의 행보를 설명하기엔 부족한 단어다. UMG(Universal Music Group)와의 합작 법인 '하이브x게펜 레코드'를 통해 웨스턴 팝 기반의 첫 미국 현지화 걸그룹이 론칭된다. 이는 동사의 체계적인 아티스트 육성 시스템과 게펜 레코드의 현지 유통망이 강력하게 집약된 결과물이다. 11월말 생방송으로 선정되는 데뷔 조 멤버를 바탕으로 연습과 데뷔 준비 과정에 최소 6개월이 필요하다는 점을 고려하면 실질적인 데뷔는 24년 상반기가 될 것으로 예상된다.

미국, 안정적으로  
침투할 현지 걸그룹

자국어 선호 현상이 있는 현지에서 영어 가사를 사용하고 문화적 진입장벽을 낮춰 접근하는 현지 걸그룹은 미국 시장에 안정적으로 침투하는데 유리한 조건을 가지고 있다. 또한 공략하는 시장의 규모 자체가 엄청나다. 이에 집중해야 한다. 현지 아이돌은 그간 일본에서 먼저 시도된 적 있지만, 이번의 걸그룹 프로젝트는 일본 대비 4배 이상 방대한 미국 음악 시장을 타겟으로 한다. 따라서 폭발적인 성공이 아닌 일정 수준의 선방만으로도 분명한 성장을 기대할 수 있다.

K를 넘어선다,  
무국적 팝으로!

결국 K팝을 정형적이고 고정화한 음악에서 벗어나 하나의 비즈니스 시스템으로 확장해 나가는 동사의 발걸음은 K의 한계를 깨고 무국적 팝으로 도약해 강력하고 지속적인 성장을 이끌어낼 것이다. 지속적인 성장 동력과 강력한 확장 모멘텀, 동사에 주목하지 않을 이유가 없다!

## Issue & Risk

### 5.1. 넷마블 오버행 우려

#### 2대주주 넷마블의 오버행 우려

최근 동사 주가의 발목을 잡고 있는 요인 중 하나는 **2대 주주인 넷마블(지분율 18.08%)**이 가진 **동사 지분을 매각할 수도 있다는 우려**이다. 넷마블은 21년 홍콩의 소셜카지노 게임사 ‘스핀엑스(SpinX)’ 모회사인 레오나르도 인터랙티브의 지분 100%를 약 2조 5,100억원에 매입했는데, 이 중 1조 7,786억원을 외화 대출로 조달했다. 하지만 강달러 현상이 지속되며 외화 차입금 관련 손실이 확대되었으며, 이로 인해 단기 차입금 규모 또한 크게 확대되었다.

#### 자금 마련을 위해 동사 지분 매각이 유력

상환 만기를 내년 6월까지 연장하는 데는 성공했으나, 넷마블은 조속히 자금 상환 계획을 마련해야 하는 상황이다. 심지어 작년 저조한 수익성과 과도한 차입금 부담을 지적받으며 신용 등급이 하향 조정된 점과, 고금리 기조가 유지되고 있다는 점도 부담으로 작용하고 있다. 이에 회사에서 차입금 상환을 위한 자산유동화 계획을 발표하며 시장에서는 넷마블이 동사 지분을 매각할 수 있다는 우려가 불어지고 있다.

#### 할인행사로 보자!

하지만 이는 **펀더멘털과는 무관한 이슈**이며, 오버행 물량 출회로 주가 하락 시 오히려 주가를 눌러왔던 **악재가 해소된 것으로 보고 매수 기회로 활용**해야 한다고 판단한다. 실제로도 시장에서 우려했던 오버행 물량이 해소된 후 되려 주가가 상승하는 경향이 자주 나타난다.

### 5.2. 이타카홀딩스 가수들이 소속사를 떠난다?

#### 미국 레이블의 협상력 : 아티스트 > 기획사

동사의 이타카홀딩스 인수를 두고 터무니없이 높은 가격에 인수했다는 평이 쏟아지고 있다. 주요한 원인은 동사 인수 후 Idina Menzel, Hilary Duff, Ariana Grande 등 많은 아티스트들이 레이블을 떠나고 있기 때문이다. 미국은 한국과 달리 활동에 대한 수익을 아티스트가 기획사에게 정산해주는 구조이므로, 아티스트의 협상력이 한국보다 높아 기획사 입장에서 아티스트 관리에 어려움을 겪고 있는 것이다. 이러한 상황 속에서도 동사는 미국 레이블 QC를 추가적으로 인수하는 등 해외 레이블을 인수하는 전략을 고수하고 있어 우려를 키우고 있다.

인수한 레이블의 실적에 중요한 영향을 미치는 아티스트가 이탈하는 것이 우려스러운 것은 사실이다. 하지만 **기대할 수 있는 시너지 효과도 분명 존재**한다.

#### 해외 레이블 인수 효과 ①음원 IP 확보 ②스트리밍 시장 내 점유율 확대

먼저, 해외 레이블 매출의 대부분은 음원에서 발생하므로, 레이블을 인수하는 것만으로 **①지속적이고 안정적인 수익을 창출할 수 있는 IP를 확보**할 수 있다. 따라서 레이블의 가치를 단순히 현재 실적 기준으로만 평가하는 것은 적절하지 않다. 또한 이타카홀딩스라는 협상력 높은 레이블을 인수함으로써 **②스트리밍 시장 내에서 점유율을 높일 수 있으며**, 이를 통해 스트리밍 플랫폼에 지불하는 수수료율을 낮출 수 있다. 즉, 동사 및 인수한 레이블의 음원을 낮은 수수료율로 유통시킬 수 있게 되는 것이다. 이는 [4. 투자포인트 2.]에서 살펴보았던 **글로벌 스트리밍 시장을 공략하고자 하는 동사의 전략과 일맥상통**한다.

즉, 동사가 해외 레이블을 인수하는 것은 겉보기엔 이해할 수 없는 전략으로 보이나, 협상력 있는 해외 레이블이 더해주는 무형의 가치를 고려한다면 **장기적인 성장을 위한 밑그림**으로 볼 수 있을 것이다.

## 매출추정

동사 매출은 1) 앨범(음반, 음원), 2) 공연(콘서트, 팬미팅), 3) 광고, 출연료, 매니지먼트, 4) MD 및 라이선싱, 5) 콘텐츠, 6) 팬클럽과 기타로 나누어 추정하였다. 동사의 매출에 큰 영향을 미치는 아티스트들(BTS, 세븐틴, TXT, 엔하이픈, 뉴진스, 르세라핌)을 중심으로 추정하였으며, 최종 Table은 다음과 같다.

최종 매출 Table									
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	1H23	2023E	2024E	2025E
매출액	301,372	587,224	796,283	1,255,926	1,776,154	1,031,625	2,368,225	2,903,958	3,221,343
YoY(%)		95%	36%	58%	41%		33%	23%	11%
앨범(음반, 음원)	105,400	108,327	320,618	376,877	551,989	430,178	1,120,495	1,227,109	1,399,438
YoY(%)		3%	196%	18%	46%		103%	10%	14%
음반							915,222	935,191	1,058,077
음원							205,273	291,917	341,361
공연(콘서트, 팬미팅)	87,743	191,087	3,422	45,284	258,167	182,741	344,718	441,045	471,694
YoY(%)		118%	-98%	1223%	470%		34%	28%	7%
광고, 출연료, 매니지	14,312	20,071	46,798	100,737	161,830	58,017	122,807	144,913	161,830
YoY(%)		40%	133%	115%	61%		-24%	18%	18%
MD 및 라이선싱	51,257	168,238	259,032	317,019	395,554	180,827	406,189	519,694	555,808
YoY(%)		228%	54%	22%	25%		3%	28%	7%
콘텐츠	33,485	78,044	133,467	370,380	341,500	138,071	290,435	315,968	341,500
YoY(%)		133%	71%	178%	-8%		-15%	9%	8%
팬클럽 등 기타	9,174	21,457	32,946	45,629	67,113	41,790	83,580	255,230	291,073
YoY(%)		134%	54%	38%	47%		25%	205%	14%

### 6.1. 앨범(음반, 음원) 매출 추정

동사는 음반과 음원 수익을 통합하여 공시하고 있으므로, 앨범 매출을 음반 매출과 음원 매출의 합으로 추정하였다.

#### 1) 음반 매출 추정

앞서 제시한 6팀 각각에 대한 음반 매출 추정을 진행하였다. 24년 동사 소속 아티스트 중 가장 많은 앨범을 팔 것으로 예상되는 세븐틴의 판매량에 대한 추정 논리를 예시로 상술하였다.

세븐틴은 4Q23 컴백이 예정되어 있다. 종전 앨범의 초동 판매량은 약 455만장이었으며, 현재까지 스트레이키즈(약 462만장)에 이어 역대 보이그룹 초동 판매량 2위를 기록하고 있다.

경쟁 그룹과의 차이가 7만장 뿐인 상황에서, 팬들은 세븐틴의 초동 신기록 달성을 원할 것이며, 이를 위한 적극적인 앨범 구매를 기대할 수 있다. 또한, 컴백이 10일 이상 남은 시점에서(10/12) 선주문량 신기록인 467만장을 달성한 것을 고려하여, 초동 판매량 500만장을 가정하였다. 그간의 초동 판매량 성장세를 고려하면 충분히 달성 가능한 기록으로 보인다.

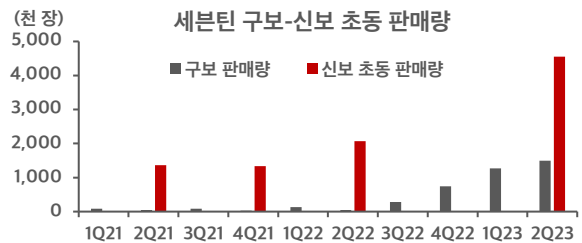
또한 초동 판매량으로부터 앨범의 총판량을 추산하기 위해, 직전 앨범 발매 후 3개월이 지난 시점까지의 총 판매량과 해당 앨범의 초동 판매량을 비교한 결과, 총판량(550만장)은 초동 판매량(455만장) 대비 약 20% 높은 수치를 나타냈다. 절대적인 초동 판매량이 많은 세븐틴의 총판량/초동 판매량의 비율이 타 아티스트 대비 상대적으로 낮을 것으로 보이는 바, 앞으로 진행되는 매출추정에서 초동 판매량의 120%를 해당 앨범의 총판량으로 가정하였다.

구보 판매량은 지난 컴백 이후의 월 평균 구보 판매량의 3배를 한 분기의 구보 판매량으로 가정하였으며, 이후 판매량은 분기 flat으로 추정하였다. 구보 판매량 역시 가파르게 증가하고 있으며, 통상적으로 컴백 직전에 구보 판매량이 급증하는 경향이 있는 바, 컴백 직전 기간을 제외한 추정치이므로 충분히 보수적으로 사료된다. 25년의 구보 판매량은 BTS의 입대 후 구보 판매 감소를 적용하여 추정하였다.

24년 이후의 경우 투어 및 군입대 이슈가 존재하므로, 24년은 1회의 완전체 컴백과 1회의 스페셜 혹은 리퍼키지 앨범 발매(0.5회 컴백으로 기록)를 가정하였으며, 25년 판매량의 경우 BTS의 그룹의 커리어하이 초동 판매량 대비 개별 활동의 평균 초동 판매량의 비율을 통해 컴백당 초동을 추정하였다. 이때의 신보 발매는 분기당 1회로 가정하였다.

앨범의 ASP는 18,000원으로 추정하였으며, 위 결과를 종합하여 도출한 세븐틴의 앨범 매출은 다음과 같다. 유사한 방식으로 나머지 아티스트의 앨범 판매량도 추정하였으며, 상세 추정 과정은 [Appx. 5.]에 첨부하였다

세븐틴 음반 매출 추정				
(단위: 천 장)	3Q23	4Q23	2024E	2025E
매출액 (단위: 백만 원)	33,716	141,716	321,164	281,222
전체 판매량	1,873	7,873	17,842	15,623
신보 판매량(초동의 120%)	-	6,000	10,350	8,970
컴백횟수	-	1	1.5	4
컴백당 초동 판매량	-	5,000	5,750	1,869
구보 판매량	1,873	1,873	7,492	6,653



## 2) 음원 매출 추정

음원 매출은 대중성을 고려하여 각 아티스트 별로 음반 매출 대비 음원 매출의 비율을 추산한 후, 앞서 추정된 음반 매출에 기반하여 음원 매출을 추정하였다.

[4. 투자포인트 2.]에서 추정된 바에 따르면 정국의 Seven은 현재 스포티파이 순위와 그 추이를 고려할 시 연간 약 266억의 수익을 거둘 것으로 예상되는데, 이는 BTS의 싱글 앨범 Butter의 앨범 판매 수익의 약 50%에 달한다. 따라서 BTS는 음반 매출의 50% 정도의 음원 매출이 발생한다고 추정하였으며, 뉴진스 역시 동일하게 [4. 투자포인트 2.]의 논리에 따라 음반 매출의 43% 수준을 음원 매출로 추정하였다. 나머지 아티스트 역시 대중성과 스트리밍 사이트 순위를 고려하여 음반 매출 대비 음원 매출의 비율을 추정하였다.

상기 논의를 종합한 동사의 음반/음원 매출 추정 결과는 다음과 같다.

음반 매출 추정			
(단위: 백만 원)	2H23	2024	2025
매출액	485,044	935,191	1,058,077
YoY(%)		2.18%	13.14%
BTS	40,192	27,000	93,743
세븐틴	175,432	321,164	281,222
TXT	65,428	147,785	167,253
뉴진스	76,753	134,064	164,997
르세라핌	37,305	84,524	107,942
엔하이픈	33,388	101,736	116,731
신인	-	55,000	62,698
그 외(전체의 2.94%)	12,962	24,692	28,189
이타카홀딩스	43,585	39,226	35,304

음원 매출 추정			
(단위: 백만 원)	2H23	2024	2025
매출액	205,273	291,917	341,361
YoY(%)			16.94%
BTS	20,096	13,500	46,871
세븐틴	17,543	32,116	28,122
TXT	16,357	36,946	41,813
뉴진스	33,771	58,988	72,599
르세라핌	7,461	16,905	21,588
엔하이픈	8,347	25,434	29,183
신인	-	16,500	18,809
이타카홀딩스	101,697	91,528	82,375
매출 대비 비중	8.67%	10.05%	10.60%

## 6.2. 콘서트 매출 추정

콘서트 매출에는 해외 투어, 팬미팅을 비롯한 각종 공연 매출이 포함되나, 가장 큰 비중을 차지하는 아티스트별 해외 투어 매출만을 반영하여 보수적으로 추정하였다. 콘서트 매출 역시 4Q23 부터 진행될 세븐틴 월드투어 'FOLLOW' 매출에 대한 추정 논리를 예시로 상술하였다.

먼저 공연을 규모에 따라 3만 명 미만, 3만 명~5만 명, 5만 명 이상 공연으로 구분하고, 각각을 '홀급', '아레나급', '스타디움급' 공연으로 정의하였다.

세븐틴의 이전 투어인 'BE THE SUN'의 경우 아시아 지역에서는 10번의 홀급 공연과 7번의 아레나급 공연(일본 3개 돔 투어 포함)이, 북미 지역에서는 11번의 홀급 공연이 진행되었다. 3개의 돔 투어를 성공적으로 진행시킨 다음 투어에서는 4대 돔 투어를 기대할 수 있으며, 따라서 4대 돔 투어를 성공적으로 개최했던 BTS의 18년 LOVE: SPEAK Yourself Tour를 proxy로 공연 규모를 추정하였다. 북미 지역 역시 해당 BTS를 proxy로 적용하였다.

Proxy로 지정한 투어 당시 BTS의 초동 판매량은 100만장 수준에 불과했으나, 현재 세븐틴의 초동 판매량은 400만장을 상회하는 바, 두터운 팬 층을 통해 충분히 해당 규모의 투어를 성공적으로 개최할 수 있을 것으로 기대된다.

티켓 ASP는 작년 투어 대비 올해 한국에서 진행한 투어의 티켓 가격 인상률을 아시아, 북미 지역 가격 인상률에 적용하였다. 온라인 콘서트 매출은 예상되는 오프라인 콘서트의 직전 투어 대비 매출 증가율을 적용하여 추정하였다. 상기 논의를 종합하여 도출한 세븐틴 월드투어 'FOLLOW'의 공연 매출은 아래와 같다.

이와 유사한 방식으로 나머지 아티스트의 투어 매출을 추정하였으며, 상세 추정 논리는 [Appx. 5.]에 기록하였다. 최종 공연 매출 추정 결과는 다음과 같다.

세븐틴 투어 매출 추정 (23년-24년)					
지역	규모	P	Q	횟수	매출
ASIA	홀급	\$120.38	20,000	6	14
	아레나급	\$120.38	45,000	14	76
	합계				90
North America	홀급	\$142.88	20,000	8	23
	아레나급	\$142.88	45,000	5	32
	합계				55
합계(단위: 백만 달러)					145
온라인(단위: 백만 달러)					16
환율(단위: 원)					1,300
합계(단위: 백만 원)					209,265

콘서트 매출 추정			
(단위: 백만 원)	2H23	2024	2025
매출액	151,172	441,045	471,694
YoY(%)	-	32.08%	6.95%
BTS	-	-	148,783
세븐틴	-	156,949	-
TXT	-	35,464	141,855
뉴진스	-	135,700	-
르세라핌	-	46,247	46,247
엔하이픈	-	33,695	101,085
기타(전체의 5.7%)	-	23,266	24,972
이타카홀딩스	10,805	9,725	8,752

\*23년은 모든 투어 일정이 공개되어 일정과 매진율을 고려하여 별도 추정

## 6.3. 기타 매출 추정 및 최종 Table

그 외 광고, 출연료, 매니지먼트 매출과 콘텐츠 매출은 22년 BTS 효과로 크게 증가 후 감소 추세이므로, 대부분의 BTS 멤버들의 컴백이 기대되는 25년에 22년 수준의 매출을 달성한다고 가정한 후 선형으로 증가함을 가정하였다. 콘서트 매출과 MD 매출은 동행하는 경향이 있어 MD 및 라이선싱 매출은 공연 매출 YoY에 연동하여 추정하였다. 이타카홀딩스 실적은 보수적 추정을 위해 매출 YoY -10%를 가정한 후, 추정 매출 비중에 따라 동사 매출에 안분하여 반영하였다.

팬클럽 등 기타 매출의 경우 23년은 1H23 매출의 2배로 추정하였으며, 24년 매출은 [3. 투자포인트 1.] 에서 추정한 24년에 추가되는 매출 1,716억을 더하여 추정하였다.

## 7. Valuation - Peer PER Method

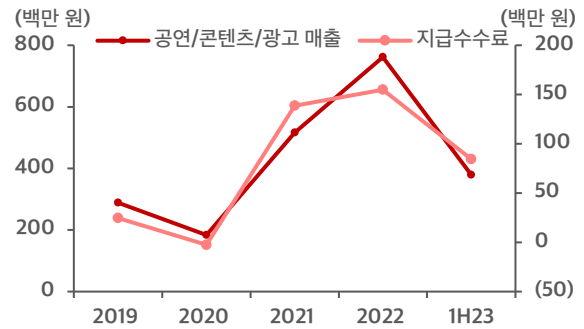
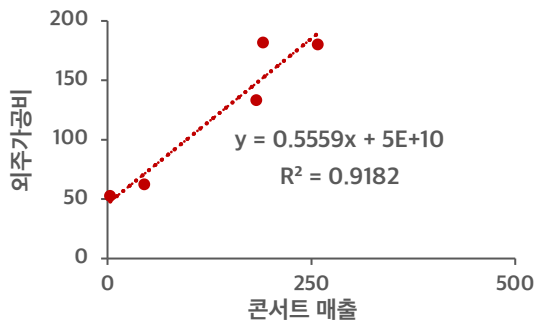
### 7.1 매출원가 추정

매출원가 및 판매비와관리비 추정								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1H23	2023E	2024E	2025E
매출액	587,224	796,283	1,255,926	1,776,154	1,031,625	2,368,225	2,903,958	3,221,343
YoY(%)	94.9%	35.6%	57.7%	41.4%	0.0%	33.3%	22.6%	10.9%
매출원가	385,687	421,538	632,927	933,515	554,413	1,236,636	1,504,560	1,648,195
매출원가율(%)	65.7%	52.9%	50.4%	52.6%	53.7%	52.2%	51.8%	51.2%
GPM(%)	34.3%	47.1%	49.6%	47.4%	46.3%	47.8%	48.2%	48.8%
재고자산의 변동 등	91,692	140,118	214,185	300,144	144,579	397,645	487,599	540,891
% of sales	15.6%	17.6%	17.1%	16.9%	14.0%	16.8%	16.8%	16.8%
외주가공비 등	181,584	52,336	62,188	179,988	133,038	237,778	291,328	308,366
% of sales	30.9%	6.6%	5.0%	10.1%	12.9%	12.9%	10.0%	9.6%
지급수수료	24,492	(2,513)	138,718	154,866	84,428	178,877	212,852	230,103
% of sales	4.2%	-0.3%	11.0%	8.7%	8.2%	7.6%	7.3%	7.1%
운반비	3,514	14,857	8,303	19,130	19,709	41,735	51,177	56,770
% of sales	0.6%	1.9%	0.7%	1.1%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%
감가상각비	-	-	1,641	8,704	2,686	7,244	8,275	9,453
% of sales	0.0%	0.0%	0.1%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
사용권자산상각비	204	343	477	859	593	896	896	896
% of sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
무형자산상각비	-	7,518	16,735	23,363	11,624	24,687	25,567	26,517
% of sales	0.0%	0.9%	1.3%	1.3%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%
기타비용	84,201	208,878	190,680	246,459	157,757	347,774	426,867	475,199
% of sales	14.3%	26.2%	15.2%	13.9%	15.3%	14.7%	14.7%	14.8%
판매비와관리비	102,795	229,230	432,751	605,731	343,360	740,919	835,688	910,944
판매비율(%)	17.5%	28.8%	34.5%	34.1%	33.3%	31.3%	28.8%	28.3%
OPM(%)	16.8%	18.3%	15.1%	13.3%	13.0%	16.5%	19.4%	20.6%
종업원 급여	45,696	84,439	160,233	237,025	144,629	279,848	302,043	325,668
% of sales	7.8%	10.6%	12.8%	13.3%	14.0%	11.8%	10.4%	10.1%
지급수수료	19,756	43,098	80,064	99,642	59,604	136,829	160,042	177,534
% of sales	3.4%	5.4%	6.4%	5.6%	5.8%	5.8%	5.5%	5.5%
운반비	18,248	49,050	72,216	81,281	31,676	108,375	132,891	147,415
% of sales	3.1%	6.2%	5.8%	4.6%	3.1%	4.6%	4.6%	4.6%
주식보상비용	4	16	7,440	26,457	16,346	30,236	30,236	30,236
% of sales	0.0%	0.0%	0.6%	1.5%	1.6%	1.3%	1.0%	0.9%
유형자산상각비	3,914	3,303	10,343	13,521	7,322	20,165	23,034	26,314
% of sales	0.7%	0.4%	0.8%	0.8%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%
사용권자산상각비	3,962	17,780	23,677	27,046	15,313	29,368	29,368	29,368
% of sales	0.7%	2.2%	1.9%	1.5%	1.5%	1.2%	1.0%	0.9%
무형자산상각비	1,233	6,003	30,422	45,383	22,849	46,382	48,036	49,821
% of sales	0.2%	0.8%	2.4%	2.6%	2.2%	2.0%	1.7%	1.5%
기타비용	9,983	25,541	48,356	75,377	45,621	89,716	110,038	124,588
% of sales	1.7%	3.2%	3.9%	4.2%	4.4%	4.4%	3.8%	3.9%

매출원가에서 금액적 중요성을 갖는 계정은 ①재고자산의 변동, ②외주가공비, ③지급수수료, ④운반비 등이다. ①재고자산의 변동은 앨범 및 MD 상품의 재고자산 변동을 의미하며 매출 대비 비중이 유사하게 나타난다. 20년도부터 1H23까지 소폭 하락 추세이나 보수적 추정을 위해 매출 대비 비중 4개년 평균치를 활용해 추정하였다.

동사 문의 결과, ②외주가공비는 콘서트와 가장 큰 연관성을 가지며, 전체 매출 대비 비중이 일정하지 않다. 이에 콘서트 매출액과 외주가공비 사이에 회귀분석을 진행한 결과, 결정계수가 0.9182로 높은 설명력을 가짐을 확인하였다. 이에 도출된 회귀식을 활용하여 외주가공비를 추정하였다.

③지급수수료의 경우 아티스트 수수료, 유통 수수료 등으로 구성된다. 이에 아티스트 수수료율이 높은 공연, 콘텐츠, 광고 부문 매출액에 연동하여 추정하였다. 실제로 콘서트 매출이 급감했던 20년도에 지급수수료도 급감하였으며, 공연/콘텐츠/광고 부문의 매출액과 지급수수료의 상관계수 또한 0.9377로 높은 상관성이 있음을 확인하였다.



④운반비는 유형 상품인 앨범과 MD 매출 대비 비중에 연동하여 추정하였다. 감가상각비의 경우 기초와 [Appx. 4.]에 상세한 추정 과정을 수록하였다. 그 외 기타 비용의 경우 고정비와 변동비 적 성격을 고려하여 최근의 YoY 증가 추세 혹은 4개년 매출 대비 평균을 반영하여 추정하였다.

## 7.2 판매비와관리비 추정

판매비와관리비에서 ①종업원 급여, ②지급수수료, ③운반비, ④주식보상비용 등이 금액적 중요성을 가진다. ①종업원 급여의 경우 종업원 수와 1인 평균 급여액 추이, 채용 공고 등을 통해 최근 신규 인력이 지속적으로 확충되고 있음을 확인하였다. 현 시점의 동사는 글로벌로의 성장을 꾀하고 있는 시점이기에, 23년 이후로도 인력 풀을 지속적으로 확장할 것으로 보고 종업원 수는 21-1H23까지의 연간 평균 신규 채용 종업원 수를 가산하는 방식으로 추정해주었다. 또한 1인 평균 급여액의 경우 23년도 중견기업 연봉상승률인 4.5%를 반영하여 추정하였다. 다만, 이렇게 추정한 급여와 실제 종업원급여 사이에 괴리가 있기에 YoY 증가율을 반영하여 종업원급여를 추정하였다.

종업원급여 추정   판매비와관리비							
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	1H23	2023E	2024E	2025E
직원 급여 (E)	30,942	64,020	60,171	44,541	71,042	76,677	82,674
YoY 성장률(%)		106.9%	-6.0%		18.1%	7.9%	7.8%
종업원 수 (명)	382	660	647	707	731	755	779
1인 평균 급여액	81	97	93	63	97	102	106
<b>종업원 급여</b>	<b>84,439</b>	<b>160,233</b>	<b>237,025</b>	<b>144,629</b>	<b>279,848</b>	<b>302,043</b>	<b>325,668</b>

②지급수수료의 경우 21년 이타카홀딩스 인수로 인해 약 100억 원의 수수료가 발생하며 일시적으로 증가하였으나, 해당 연도를 제외하고는 매출 대비 비중이 일정하다. 이에 23년도는 1H23의 매출 대비 비중을 flat 적용한 후, 24, 25년도는 20, 22년도 매출 대비 비중의 평균을 사용하여 추정하였다.

③운반비는 매출 대비 비중이 일정하나 소폭 감소 추세가 1H23까지 이어져 왔다. 보수적 추정을 위해 22년 매출 대비 비중을 flat 적용하여 추정하였다. ④주식보상비용은 20년도 상장 시점에 방시혁 의장이 BTS 멤버들에게 주식 증여 후 이를 5년에 나누어 비용으로 인식하고 있다. 이에 작년 비용을 flat으로 추정 후, 추가적인 주식 증여를 고려하여 BTS 멤버 1인분만큼의 비용을 가산해주었다.

그 외의 금액적 중요성이 크지 않은 기타비용의 경우 각각 고정비와 변동비로 구분하여 최근의 YoY 성장세 혹은 매출 대비 비중의 평균값을 적용하여 추정해주었다.

## 7.3. 영업외손익 추정

영업외손익 추정									
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1H23	2023E	2024E	2025E	
<b>기타손익</b>	<b>(356)</b>	<b>(3,802)</b>	<b>(1,823)</b>	<b>(111,439)</b>	<b>16,136</b>	<b>8,050</b>	<b>(9,185)</b>	<b>(9,185)</b>	
유/무형자산처분손익	(2)	(58)	(580)	12,542	34	-	-	-	
사용권자산처분손익	-	34	(9)	(1)	11	-	-	-	
유/무형자산손상차손	(15)	-	-	(95,578)	-	-	-	-	
유/무형자산폐기손실	-	(627)	(138)	(1,635)	(1,142)	(2,284)	-	-	
기부금	(467)	(2,658)	(1,426)	(9,185)	(938)	(9,185)	(9,185)	(9,185)	
종속기업투자주식처분손익	-	-	-	15,279	-	-	-	-	
관계기업투자주식처분손익	-	-	-	6,102	21,805	21,805	-	-	
리스부채상환손익	-	-	4	(197)	(9)	-	-	-	
관계기업투자주식처분손실	-	-	-	(39,821)	-	-	-	-	
잡손익	128	(493)	326	1,056	(3,625)	-	-	-	
<b>지분법손익</b>	<b>(908)</b>	<b>(1,606)</b>	<b>15,938</b>	<b>108</b>	<b>549</b>	<b>549</b>	<b>108</b>	<b>108</b>	
<b>금융손익</b>	<b>1,014</b>	<b>(13,862)</b>	<b>6,121</b>	<b>(29,092)</b>	<b>46,886</b>	<b>49,789</b>	<b>2,414</b>	<b>2,414</b>	
이자손익	(766)	(1,829)	(3,908)	3,110	(2,261)	(1,086)	(1,086)	(1,086)	
외환손익	3,407	(33)	553	43,442	13,374	13,374	-	-	
외화환산손익	(56)	(12,371)	2,157	(38,866)	7,539	7,539	-	-	
당기손익-공정가치 측정 금융자산평가손익	368	245	6,029	(33,833)	(55,370)	(55,370)	-	-	
당기손익-공정가치 측정 금융부채평가손익	(1,939)	-	1,872	(11,774)	(10,543)	(10,543)	-	-	
당기손익-공정가치 측정 금융자산처분손익	-	-	25	3,647	92,374	92,374	-	-	
배당금수익	-	-	-	4,966	1,750	3,501	3,501	3,501	
기타의대손충당금환입(상각비)	-	127	(607)	217	22	-	-	-	

성격상 대응되는 계정은 합산하여 '손익' 개념으로 추정하였다. 합리적 추정이 불가능하거나 금액적 중요성이 작은 경우 0값으로 flat 처리하였다. 기타손익 중 1H23에 발생한 관계기업투자주식 처분손익의 경우 Constellar LLC 지분 35% 처분으로 일시적 발생한 비용이다. 이를 반영하여 23년도 추정한 후 24, 25년도는 0 flat 처리하였다. 기부금의 경우 Max값인 92억원으로 flat 추정해주었다.

금융손익 중 1H23에 발생한 금융자산평가손익, 금융부채평가손익, 금융자산처분손익의 경우 각각 SM인수전 이후 주가 급락으로 인한 평가손실, 전환사채 평가손실, SM 지분 매각으로 인한 처분이익에 해당하는 것으로 파악된다. 이에 23년도는 1분기 flat 후 24, 25년도는 합리적 추정이 불가하기에 0 flat 처리해주었다. 이자손익([Appx. 3.])에 대해서는 별도 수록하였다.

## 7.4. 법인세비용 추정

법인세비용 추정									
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	1H23	2023E	2024E	2025E
법인세비용차감전순이익	(48,449)	98,492	126,247	210,484	96,485	197,423	449,058	557,046	655,540
<b>법인세비용</b>	<b>22,016</b>	<b>26,068</b>	<b>39,185</b>	<b>69,649</b>	<b>48,453</b>	<b>56,997</b>	<b>129,644</b>	<b>168,221</b>	<b>197,965</b>
유효법인세율	-45.44%	26.47%	31.04%	33.09%	50.22%	28.87%	28.87%	30.20%	30.20%

22년도에 이타카홀딩스 영업권 손상차손 인식하며 일시적으로 영업외손익이 감소하였다. 법인세비용이 절대금액 기준으로는 감소하였으나, 이 영향으로 법인세비용차감전순이익이 급감하며 유효법인세율이 증가하였다. 이에 23년은 동사가 제시한 예상 가중평균 유효법인세율을, 24, 25년은 19-21년의 평균 유효세율을 적용하여 법인세비용을 추정하였다.

## 7.5 최종 손익계산서 Table

상기 논의를 종합한 최종 손익계산서는 다음과 같다.

추정 손익계산서									
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	1H23	2023E	2024E	2025E
매출액	301,372	587,224	796,283	1,255,926	1,776,154	1,031,625	2,368,225	2,903,958	3,221,343
YoY(%)		94.9%	35.6%	57.7%	41.4%		33.3%	22.6%	10.9%
매출원가	189,979	385,687	421,538	632,927	933,515	554,413	1,236,636	1,504,560	1,648,195
매출총이익	111,393	201,538	374,745	622,999	842,639	477,212	1,131,588	1,399,397	1,573,148
GPM(%)	37.0%	34.3%	47.1%	49.6%	47.4%	46.3%	47.8%	48.2%	48.8%
판매비와관리비	31,462	102,795	229,230	432,751	605,731	343,360	740,919	835,688	910,944
영업이익	79,931	98,742	145,516	190,248	236,908	133,851	390,669	563,709	662,204
OPM(%)	26.5%	16.8%	18.3%	15.1%	13.3%	13.0%	16.5%	19.4%	20.6%
기타손익	(1,671)	(356)	(3,802)	(1,823)	(111,439)	16,136	8,050	(9,185)	(9,185)
지분법손익	(124)	(908)	(1,606)	15,938	108	549	549	108	108
금융손익	(126,584)	1,014	(13,862)	6,121	(29,092)	46,886	49,789	2,414	2,414
법인세비용차감전순이익	(48,449)	98,492	126,247	210,484	96,485	197,423	449,058	557,046	655,540
법인세비용	22,016	26,068	39,185	69,649	48,453	56,997	129,644	168,221	197,965
당기순이익	(70,466)	72,424	87,061	140,835	48,032	140,426	319,414	388,825	457,576
NPM (%)	-23.4%	12.3%	10.9%	11.2%	2.7%	13.6%	13.5%	13.4%	14.2%

## 7.6. Valuation - Peer PER Method

## 7.6.1. Valuation Method 선정 논리

동사 Valuation을 위해 Peer PER Method를 선정하였다. 본 보고서는 동사가 ①강력한 신규 IP가 견인할 Top-line & Bottom-line 성장, ②독보적인 팬 플랫폼 유료화를 통한 수익성 강화, ③음악 산업의 메인스트림인 글로벌 음원 시장으로 확장하며 이익 단에서 괄목할 만한 성장을 보여줄 것임을 주목하였다. BTS 외의 글로벌 단에서 인정받는 신규 IP의 등장은, 향후 동사의 성장이 견조할 것임을 시사한다. 이러한 성장성을 대변하기에는 PER Method가 가장 합리적 방법이라 판단하였다.

동사의 Peer로는 JYP를 제시한다. 현재의 JYP와 동사는 모두 주로 미국 시장을 타겟하고 있으며, ①미국 현지화 걸그룹을 만들기 위한 프로젝트에 집중하고 있다. 또한 일찍이 아티스트별 특화 관리의 필요성을 인지하여 각각 ②아티스트별 분권 체제, 멀티레이블 시스템을 확립하였다. 결과적으로 신규 아티스트 데뷔 사이클을 축소하여 다수의 신규 IP를 확보하였고, ③각 IP의 성장성(JYP-스트레이키즈, 엔믹스/하이브-TXT, 뉴진스)에 대해 높은 기대감이 드러난다. 마지막으로 ④21-1H23까지의 GPM 추이가 유사하여 BM 측면에서 유사성이 짙다.

한편 YG는 여러 IP를 발굴 및 보유하고 각 IP마다의 확장이 가시화된 동사와는 다르게, 블랙핑크라는 단일 IP에 대한 의존도가 높다. 그마저도 재계약 관련 문제로 현재 YG의 앞날이 그리 밝지만은 않은 상황이다. 또한 SM의 경우 멀티레이블 체제를 이제 설립하려는 단계일 뿐만 아니라, 광고 기획 등 다양한 자회사를 보유하여 Pure 기획사로 보기 어렵다. 이에 동사의 Peer로는 적합하지 않다 판단하였다.

JYP와의 동사의 유사성		
	JYP	동사
	미국, 일본	미국
1. 주 Target 시장 및 주요 프로젝트	A2K(America 2 Korea) 미국 현지화 K-POP 걸그룹 오디션 프로젝트, 23년 7월부터 유튜브를 통해 방송 데뷔조 VCHA 2H23 데뷔 예정	Dream Academy 미국 현지화 서바이벌 오디션 프로젝트 6,000:1의 경쟁률, 유튜브와 위버스에서 방송 1H24 데뷔 예정
2. 멀티레이블 확립도	아티스트별 전담 본부(TF) 구성하여 분권 체제 정립, 신규 아티스트 데뷔 사이클 축소에 이점	멀티레이블 체제 구축하여 어도어, 플레디스 등 다수의 레이블을 통한 아티스트별 특화 관리
3. 주요 파이프라인	(남) 스트레이키즈 (23년 6월 초동 461만 장, 1위 달성. 글로벌 팬덤 확보) (여) 트와이스(23년 4월-24년까지 월드 투어진행 중), 엔믹스(23년 7월 초동 100만 장)	(남) 세븐틴(23년 4월 초동 455만 장, 현재 2위), TXT(23년 1월 역대 초동 7위), BTS (여) 뉴진스(23년 7월 초동 165만 장, 현재 2위, Spotify Hot 100 진입으로 스트리밍 확장 중) 르세라핌 (빌보드200 진입 및 최근 단독 투어 진행)
4. GPM 추이		
2021	53.70%	49.60%
2022	45.30%	47.40%
1H23	49.10%	46.30%

### 7.6.2. Target Multiple 선정과 최종 Valuation

상기 이유들로 인해 현 시점의 JYP와 동사는 상황적 유사성은 짙게 나타나나, 투자포인트에서 선술한 팬 플랫폼의 수익화와 글로벌 음원 시장으로의 확대에 대한 기대감은, 동사에게만 적용되는 기대감이다. 이에 JYP가 부여받는 Multiple을 그대로 적용하는 것은 투자포인트의 논리를 반영하지 못한다 판단, 해당 기대감이 동사에게만 부여되었던 23년 4월 4일~8월 4일까지 JYP 대비 동사가 받았던 Multiple Premium의 평균(48.1%) 만큼 현 JYP의 24F PER 24.23x에서 할증하였다. 최종적으로 Target Multiple 35.9x을 제시한다.

23년 4월 4일, BTS 지민의 한국인 솔로 최초 빌보드 Hot 100 진입을 시작으로, 7월 BTS 정국의 Seven, 뉴진스 <Get up> 신곡 3곡이 모두 빌보드 Hot 100에 오르며 글로벌 음원 시장에서의 성장성에 대한 기대감을 불러일으켰다. 동시에 위버스 유료화로 수익성 개선에 대한 기대감이 묻어 있던 시기이기도 하다. 그러나 8월 8일 동사 컨퍼런스 콜에서 수익화 계획 지연을 발표하면서 이후 주가가 급락하였다. 그 외의 앨범 판매량에 대한 기대감, 투어 수익화에 대한 기대감은 JYP와 유사한 상황이라 판단된다(하단 표 참조).

#### JYP와 동사의 상황적 유사성 (23년 4월 4일 ~ 8월 4일)

	JYP	동사
앨범	스키즈(신규 IP) 정규 5집 6월 발매 → 판 매량 시장 기대 상회	세븐틴(신규/기존 IP) 4월 발매 → 500만 장 IP 등극에 대한 기대감
	엔믹스 싱글 3집 7월 발매	르세라핌 5월 앨범 발매
공연	트와이스(기존 IP) 월드 투어 등으로 역대 최고 공연 매출 달성 & 스키즈 투어 8월 시작으로 기대감	슈가 D-Day 투어 4월 후반 시작 & TXT 투어 3월 말 시작

#### Valuation - Peer PER Method (2024E)

2024E 당기순이익 (단위: 백만 원)	388,825
발행주식의 총수 (단위: 주)	41,652,097
<b>2024E EPS (단위: 원)</b>	<b>9,335</b>
Target PER	35.9x
<b>목표주가 (단위: 원)</b>	<b>334,500</b>
현재주가 (단위: 원)	244,500
<b>상승여력</b>	<b>37%</b>

상기 논의를 종합하여 2024E EPS 9,335원에 Target PER 35.9x를 곱한 334,500원을 목표주가로 도출하며, 현재주가 244,500원 대비 상승여력 37%로 투자 의견 Buy를 제시한다.

### 7.6.3 동사의 고 멀티플을 정당화하는 요인은 무엇일까?

동사는 시장에 처음 상장한 이래로 항상 높은 멀티플을 받아왔다. 본 보고서의 Target Multiple 인 35.9x 역시 아무 기업이나 쉽게 받을 수 없는 수치이지만, 역사적으로 동사가 받아왔던 멀티플의 중하단 수준에 불과하다. 동사의 높은 멀티플을 정당화하는 요인은 무엇일까? 이에 대한 본 보고서의 답은 ①안정적인 Top-line 성장에 대한 가시성과 ②폭발적인 Bottom-line 개선에 대한 기대감이다.

①**안정적인 Top-line 성장에 대한 가시성**: 동사는 IP 다변화를 통해 엔터사의 고질적인 문제였던 '사람'으로 인한 리스크를 분산했으며, 데뷔하는 가수들마다 히트를 치며 이익 성장에 대한 기대감 역시 높이고 있다. 여기까지는 타 엔터사도 마찬가지로 나아가고 있는 방향이다. 하지만 동사는 여기서 그치지 않고 앨범 판매, 공연 수익과 같은 상대적으로 불안정한 수익 구조를 점차 팬 플랫폼, 음원 스트리밍 수익과 같은 **안정적인 수익 구조로 전환**시켜 나가고 있다. 따라서 동사 Top-line의 **지속 가능성과 성장 가능성에 대한 확신**은 점차 높아지고 있는 상황이다.

②**폭발적인 Bottom-line 개선에 대한 기대감**: 동사와 유사한 GPM 수준을 보여주는 Pure 엔터사인 JYP의 경우 30%에 가까운 OPM을 기록 중이나, 동사는 2Q23 기준 약 12%에 불과하다. 이러한 차이는 두 기업의 사업 전략 차이에 기인한다. JYP의 경우 해외 공연, 자체 콘텐츠 제작 등에서 상당 부분을 외주화하며 리스크를 부담하고 있지 않고 있다. 반면 동사는 많은 부분을 총 매출, 총 비용을 직접 인식하는 방식으로 High Risk지만 **High Return**을 얻을 수 있는 전략을 취하고 있다. 이러한 전략이 성공하여 **레버리지 효과를 경험**하며 OPM이 JYP 수준으로 수렴하게 될 시, 동사의 이익 성장세는 상상을 초월할 것이다.

### 7.6.4. 투자 전략

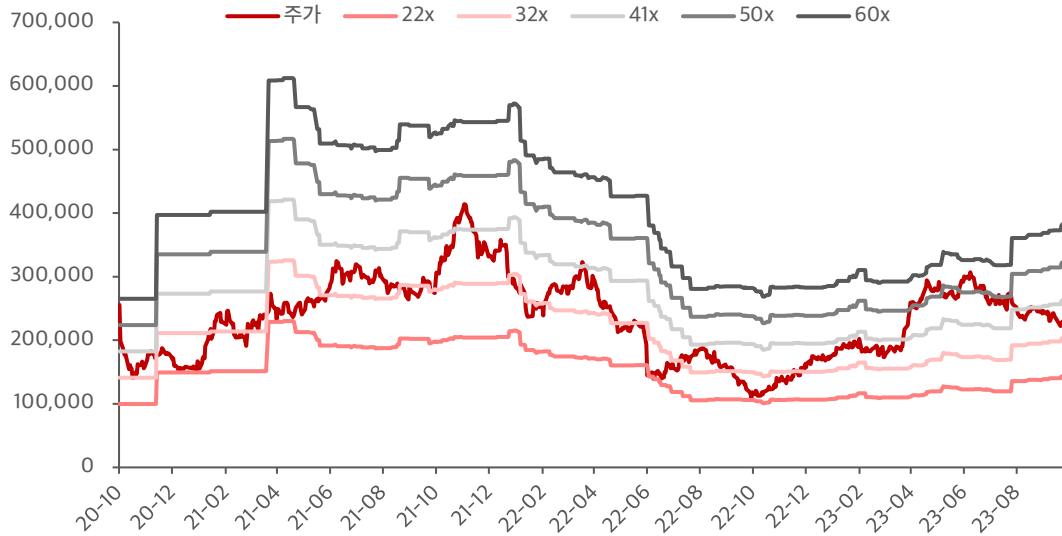
3Q23의 앨범 판매량 및 공연 일정은 시장에 이미 공개된 정보이므로, **투자자들의 시선은 동사의 4Q23으로 향해 있을 것이다.** 그리고 4Q23에는 BTS 정국, 세븐틴, TXT 등 동사 주력 아티스트들의 컴백이 대거 예정되어 있다. 위 아티스트들의 앨범 선주문량, 구보 판매량, 현재 성적 등 시장에 공개된 정보들을 취합해보면 **상상 이상의 좋은 성적**을 거둘 수도 있을 것으로 보이며, 이는 **동사 주가에 중요한 모멘텀으로 작용할 것이다.**

아티스트의 앨범 판매량은 선주문이나 초동 관련 기사 혹은 매주 목요일 11시에 업데이트되는 씨클차트 데이터를 통해 트래킹할 수 있으며, 동사 아티스트의 투어 관련 내용은 위버스 홈페이지에 공지된다. 또한 kworb.net 사이트에서 **음원 스트리밍 관련 다양한 데이터를 조회**할 수 있다. 위버스의 유료화 역시 재부각될 수 있으므로 관련 소식을 업데이트하는 것도 좋겠다.

주력 아티스트 앨범 판매량 호조와 대규모 해외 투어 일정 발표, 글로벌 음원 스트리밍 사이트에서의 호실적, 위버스 유료화 등 본 보고서의 투자포인트가 부각될 날이 머지 않았다고 판단되는 바, **지금 당장 매수에 나선 후** 위에서 소개한 데이터 포함 여러 지표를 트래킹하며 아티스트들의 활동 결과에 기대를 걸어 보는 것을 추천한다.

## 8. Appendix

Appx 1. PER Band (Fwd. 12M)



Appx 2. 재무상태표 및 현금흐름표

연결재무상태표					연결현금흐름표				
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	1H23	(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	1H23
<b>자산</b>	<b>1,924,443</b>	<b>4,728,915</b>	<b>4,870,434</b>	<b>5,260,221</b>	<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>116,677</b>	<b>177,258</b>	<b>347,125</b>	<b>21,912</b>
유동자산	1,389,257	2,003,133	2,115,847	1,957,526	영업으로부터 창출된 현금흐름	161,740	237,266	427,707	124,172
현금및현금성자산	380,244	677,679	531,624	530,539	이자 수익	351	8,698	34,198	22,181
당기손익-공정가치 측정 금융자산	64,994	651,061	-	-	이자 지급	(3,250)	(20,074)	(21,864)	(15,073)
매출채권	112,305	168,192	218,380	230,295	법인세의 납부	(42,164)	(48,771)	(106,443)	(111,444)
금융리스채권	35	170	363	398	배당의 수취	-	139	13,526	2,075
기타유동금융자산	722,368	339,630	1,206,133	992,785	<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>(1,022,430)</b>	<b>(2,110,184)</b>	<b>(285,344)</b>	<b>(17,688)</b>
기타유동자산	47,350	83,217	80,165	99,616	기타금융자산의 감소	4,792	1,534,363	4,380,197	2,923,821
재고자산	61,961	83,185	79,182	103,892	기타금융자산의 증가	(2,817)	(1,335,976)	(4,682,977)	(2,460,809)
비유동자산	535,186	2,725,782	2,754,587	3,302,695	기타비유동금융자산의 감소	590	1,557	9,342	3,358
당기손익-공정가치 측정 금융자산	9,591	77,810	83,348	309,530	기타비유동금융자산의 증가	(18,302)	(21,145)	(19,249)	(40,746)
기타포괄손익-공정가치 측정 금융자산	-	504,000	135,000	135,000	기타비유동자산의 증가	-	-	-	-
비유동금융리스채권	63	867	1,098	1,054	공정가치측정금융자산의 감소	119,477	66,413	919,981	247,893
기타비유동금융자산	22,800	277,977	257,128	103,502	공정가치측정금융자산의 증가	(885,713)	(1,188,049)	(815,727)	(453,465)
공동기업투자 및 관계기업투자	1,343	263,435	315,709	292,058	금융리스채권의 감소	-	167	2,369	-
유형자산	48,409	86,867	98,821	93,334	공동, 관계기업투자주식의 취득	(593)	(74,525)	(74,033)	(15,177)
사용권자산	149,757	150,781	185,181	198,036	공동, 관계기업투자주식의 처분	-	18,849	8,634	-
무형자산	288,375	1,330,038	1,470,170	1,951,744	유형자산의 취득	(39,482)	(54,027)	(17,060)	(8,431)
기타비유동자산	1,165	1,812	27,889	15,376	유형자산의 처분	-	339	387	68
순확정급여자산	-	-	6,229	3,383	무형자산의 취득	(12,745)	(40,571)	(21,893)	(7,303)
이연법인세자산	13,684	32,195	174,013	199,679	무형자산의 처분	-	-	13,057	44
<b>부채</b>	<b>725,503</b>	<b>1,842,330</b>	<b>1,941,754</b>	<b>2,059,650</b>	금융리스채권의 감소	-	-	-	661
유동부채	296,242	586,619	849,485	1,214,895	종속기업 취득 및 연결범위변동	(187,637)	(1,017,579)	11,629	(207,601)
매입채무	34,564	29,973	36,476	37,470	종속기업 처분 및 연결범위변동	-	-	-	-
단기차입금	-	150,000	-	120,000	<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>1,133,409</b>	<b>2,226,297</b>	<b>(188,183)</b>	<b>(6,066)</b>
리스부채	19,722	22,971	22,449	32,383	차입금의 증가	-	-	-	539,679
기타유동금융부채	82,672	143,534	182,490	307,770	차입금의 상환	(335)	(128,302)	(406,149)	(604,264)
당기법인세부채	30,965	47,719	103,447	79,857	차입금의 차입	200,100	550,442	240,000	-
기타유동부채	126,914	177,550	272,935	252,950	전환사채의 발행	-	399,999	-	-
유동성장기부채	868	14,819	231,683	384,460	기타금융부채의 증가	1,068	192	1,451	629
충당부채	538	53	5	5	기타금융부채의 감소	(992)	(39)	(2,082)	(64)
비유동부채	429,261	1,255,711	1,092,270	844,755	리스부채의 감소	(14,308)	(20,322)	(22,867)	(9,105)
장기차입금	200,117	589,731	365,206	100,000	연결자본거래로 인한 현금유입	-	161,141	1,500	67,059
전환사채	-	332,269	345,227	351,839	연결자본거래로 인한 현금유출	-	(60,362)	(35)	-
리스부채	122,421	116,155	149,256	158,532	유상증자	947,876	1,323,189	-	-
기타비유동금융부채	66,288	120,966	156,468	150,823	비지배자분의 증가	-	-	-	-
순확정급여부채	5,052	3,866	3,216	4,164	주식선택권의 행사	-	357	-	-
이연법인세부채	21,625	68,086	33,336	37,825	<b>현금및현금성자산의 증감</b>	<b>219,463</b>	<b>297,435</b>	<b>(146,055)</b>	<b>(1,084)</b>
기타비유동부채	3,741	6,445	15,960	17,936	외화표시 현금및현금성자산의 환율변동효과	(8,192)	4,064	(19,654)	757
장기충당부채	10,017	18,191	23,600	23,637	기초 현금및현금성자산	160,781	380,244	677,679	531,624
<b>자본</b>	<b>1,198,939</b>	<b>2,886,585</b>	<b>2,928,680</b>	<b>3,200,571</b>	기말 현금및현금성자산	380,244	677,679	531,624	530,539
자배기업의 소유지분	1,195,335	2,811,931	2,770,479	3,007,235					
자본금	17,812	20,677	20,677	20,826					
주식발행초과금	1,147,515	2,469,875	2,469,875	1,522,336					
기타자본	(13,520)	79,847	206,308	218,264					
기타포괄손익누계액	(473)	60,731	(159,504)	(128,947)					
이익잉여금(결손금)	44,001	180,803	233,124	1,374,756					
비지배자분	3,605	74,654	158,201	193,337					
<b>자본과부채총계</b>	<b>1,924,443</b>	<b>4,728,915</b>	<b>4,870,434</b>	<b>5,260,221</b>					

Appx 3. 이자수익, 이자비용 추정 Table

이자수익, 이자비용 추정									
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1H23	2023E	2024E	2025E	
기말이자부자산	18,080	819,752	1,850,478	1,681,609	1,540,817	1,540,817	1,540,817	1,540,817	
<b>이자수익</b>	<b>495</b>	<b>2,058</b>	<b>9,327</b>	<b>37,724</b>	<b>22,021</b>	<b>34,565</b>	<b>34,565</b>	<b>34,565</b>	
유효이자율(%)	2.7%	0.3%	0.5%	2.2%	1.4%	2.2%	2.2%	2.2%	
기말이자부부채	9,351	343,128	1,225,946	1,113,821	1,147,214	1,147,214	1,147,214	1,147,214	
<b>이자비용</b>	<b>1,260</b>	<b>3,887</b>	<b>13,235</b>	<b>34,614</b>	<b>24,282</b>	<b>35,652</b>	<b>35,652</b>	<b>35,652</b>	
유효이자율(%)	13.5%	1.1%	1.1%	3.1%	2.1%	3.1%	3.1%	3.1%	

Appx 4. 감가상각비 추정 Table

유형자산 감가상각비 추정								무형자산 감가상각비 추정							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>기초 취득가액</b>				1,611	1,611	1,611	1,611	<b>기초 취득가액</b>							
건물	-	-	-	1,611	1,611	1,611	1,611	산업재산권	161	298	2,471	3,244	5,271	8,566	13,921
차량운반구	18	41	164	151	174	197	220	소프트웨어	251	1,894	5,393	14,764	18,387	22,900	28,519
비품	1,248	4,447	6,143	27,170	60,259	69,297	79,692	기타의무형자산	9,004	7,582	129,743	291,454	307,994	307,994	307,994
시설장치	6,885	8,417	12,379	72,044	81,622	92,472	104,765	<b>기말 취득가액</b>							
<b>기말 취득가액</b>				1,611	1,611	1,611	1,611	산업재산권	298	2,471	3,244	5,271	8,566	13,921	22,623
건물	-	-	1,611	1,611	1,611	1,611	1,611	소프트웨어	1,894	5,393	14,764	18,387	22,900	28,519	35,519
차량운반구	41	164	151	174	197	220	242	기타의무형자산	7,582	129,743	291,454	307,994	307,994	307,994	307,994
비품	4,447	6,143	27,170	60,259	69,297	79,692	91,646	<b>감가상각비</b>							
시설장치	8,417	12,379	72,044	81,622	92,472	104,765	118,692	건물	56	580	653	994	1,598	2,597	4,220
<b>감가상각비</b>				80	160	160	160	소프트웨어	105	655	2,630	3,523	4,388	5,464	6,805
건물	-	-	80	161	160	160	160	기타의무형자산	1,071	12,286	43,874	64,229	65,083	65,542	65,313
차량운반구	3	70	25	9	11	12	13	<b>상각률</b>							
비품	671	1,192	4,332	12,359	16,253	18,691	21,494	산업재산권	24%	42%	23%	23%	23%	23%	23%
시설장치	3,240	2,041	7,547	9,696	10,985	12,445	14,100	소프트웨어	10%	18%	26%	21%	21%	21%	21%
<b>상각률</b>				9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	기타의무형자산	13%	18%	21%	21%	21%	21%	21%
건물	-	-	9.9%	10.0%	9.9%	9.9%	9.9%	<b>사용권자산 상각비 추정</b>							
차량운반구	11.6%	68.4%	16.1%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	(단위: 백만 원)							
비품	23.6%	22.5%	26.0%	28.3%	25.1%	25.1%	25.1%	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
시설장치	42.3%	19.6%	17.9%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	8,655	8,655	149,757	150,781	185,181	185,181	185,181	
								기초 취득가액	8,655	149,757	150,781	185,181	185,181	185,181	
								<b>감가상각비</b>	<b>4,166</b>	<b>18,122</b>	<b>24,154</b>	<b>27,905</b>	<b>30,264</b>	<b>30,264</b>	<b>30,264</b>
								상각률	48.1%	22.9%	16.1%	16.6%	16.3%	16.3%	16.3%

Appx 5. 앨범 판매량, 공연 매출 추정 Table

## 1) 앨범 판매량 추정

BTS 음반 매출 추정				
(단위: 천 장)	3Q23	4Q23	2024	2025
매출액 (단위: 백만 원)	11,192	29,000	27,000	93,743
전체 판매량	622	1,611	1,500	5,208
*3Q23의 경우 7, 8월 판매량만을 반영함. 4Q는 정국 솔로앨범의 초동만을 고려				
*24년 정국 솔로 초동의 20%인 32만, 올해 반기 구보 36만장의 두배 약 70만장, 스페셜 혹은 리패키지 앨범 발매 가능성 반영하여 연간 판매량 150만장 추정				
*25년은 23년 8월까지의 판매량과 동일하게 가정. 군 복귀 멤버들의 솔로 활동 가정				

TXT 음반 매출 추정 - 선주문량과 증가추세 반영하여 추정				
(단위: 천 장)	3Q23	4Q23	2024E	2025E
매출액 (단위: 백만 원)	4,500	60,928	147,785	167,253
전체 판매량	250	3,385	8,210	9,292
신보 판매량(초동의 125%)	-	3,135	7,210	8,292
컴백횟수	-	1	2	2
컴백당 초동판매량	-	2,508	2,884	3,317
구보 판매량	250	250	1,000	1,000

세븐틴 음반 매출 추정 - 선주문량, 추세, 군입대 일정 반영 추정				
(단위: 천 장)	3Q23	4Q23	2024E	2025E
매출액 (단위: 백만 원)	33,716	141,716	321,164	281,222
전체 판매량	1,873	7,873	17,842	15,623
신보 판매량(초동의 120%)	-	6,000	10,350	8,970
컴백횟수	-	1	1.5	4
컴백당 초동 판매량	-	5,000	5,750	1,869
구보 판매량	1,873	1,873	7,492	6,653

엔하이픈 음반 매출 추정 - Proxy TXT (22년)				
(단위: 천 장)	3Q23	4Q23	2024E	2025E
매출액 (단위: 백만 원)	900	32,488	101,736	116,731
전체 판매량	50	1,805	5,652	6,485
신보 판매량(초동의 125%)	-	1,755	5,452	6,285
컴백횟수	-	1	2	2
컴백당 초동 판매량	-	1,404	2,181	2,514
구보 판매량	50	50	200	200

(단위: 천 장)	3Q23	4Q23	2024E	2025E
<b>매출액 (단위: 백만 원)</b>	<b>4,500</b>	<b>32,805</b>	<b>84,524</b>	<b>107,942</b>
전체 판매량	250	1,823	4,696	5,997
신보 판매량 (초동의 125%)	-	1,573	3,696	4,997
컴백횟수	-	1	2	2
컴백당 초동판매량	1,258	1,258	1,478	1,999
구보 판매량	250	250	1,000	1,000

(단위: 천 장)	3Q23	4Q23	2024E	2025E
<b>매출액 (단위: 백만 원)</b>	<b>66,829</b>	<b>9,924</b>	<b>134,064</b>	<b>164,997</b>
전체 판매량	3,713	551	7,448	9,166
신보 판매량(초동의 120%)	2,063	-	6,223	7,779
컴백횟수	1	-	2	2
컴백당 초동판매량	1,650	-	2,489	3,112
구보 판매량		551	1,225	1,387

## 2) 공연 매출 추정

지역	규모	P	Q	횟수	매출
ASIA	홀급	\$120.38	20,000	10	24
	아레나급	\$120.38	45,000	7	38
	<b>합계</b>				<b>62</b>
North America	홀급	\$142.88	20,000	11	31
	아레나급	\$142.88	45,000	-	-
	<b>합계</b>				<b>31</b>
합계(단위: 백만 달러)					93
온라인(단위: 백만 달러)					10
환율(단위: 원)					1,300
<b>합계(단위: 백만 원)</b>					<b>134,780</b>

지역	규모	P	Q	횟수	매출
ASIA	홀급	\$141.11	20,000	18	51
	아레나급	\$141.11	45,000	4	25
	<b>합계</b>				<b>76</b>
North America	홀급	\$159.38	20,000	16	51
	아레나급	\$159.38	45,000	0	-
	<b>합계</b>				<b>51</b>
기타	홀급	\$114.98	20,000	4	9
	아레나급	\$114.98	45,000	0	-
	<b>합계</b>				<b>9</b>
합계(단위: 백만 달러)					136
환율(단위: 원)					1,300
<b>합계(단위: 백만 원)</b>					<b>177,319</b>

지역	규모	P	Q	횟수	매출
ASIA	홀급	\$114.15	20,000	15	34
	아레나급	\$114.15	45,000	2	10
	<b>합계</b>				<b>45</b>
North America	홀급	\$147.95	20,000	9	27
	아레나급	\$147.95	45,000	-	-
	<b>합계</b>				<b>27</b>
합계(단위: 백만 달러)					71
환율(단위: 원)					1,300
<b>합계(단위: 백만 원)</b>					<b>92,494</b>

지역	규모	P	Q	횟수	매출
ASIA	홀급	\$114.15	20,000	15	34
	아레나급	\$114.15	45,000	2	10
	<b>합계</b>				<b>45</b>
North America	홀급	\$161.80	20,000	9	29
	아레나급	\$161.80	45,000	2	15
	<b>합계</b>				<b>44</b>
기타	홀급	\$161.80	20,000	5	16
	아레나급	\$161.80	45,000	-	-
	<b>합계</b>				<b>16</b>
합계(단위: 백만 달러)					104
환율(단위: 원)					1,300
<b>합계(단위: 백만 원)</b>					<b>135,700</b>

## 3) 기획사별 주요 아티스트 최근 해외 투어 요약

기획사별 주요 아티스트 최근 해외 투어 요약						
가수명	시기	투어이름	지역	출급	아레나급	스타디움급
BTS	21년-22년	PERMISSION TO DANCE	North America			8
			ASIA	3		
			ONLINE			
	18년-19년	LOVE: Speak Yourself Tour	ASIA	6	14	0
			North America	6	1	
			Europe	7		
			North America	2	4	
Latin America				2		
Europe			4			
ASIA		4	4			
세븐틴	22년	BE THE SUN	ASIA	10	7	
			North America	11		
엔하이픈	23년	FATE	ASIA	2	4	
			North America	7		
	22년	MANIFESTO	ASIA	13	2	
TXT	23년	ACT: Sweet Mirage	ASIA	13	2	
			North America	10		
	22년-23년	ACT: Lovesick	ASIA	11		
			North America	8		
Stray Kids	22년-23년	MANIAC	ASIA	18	4	
			North America	16		
			Oceania	4		
TWICE	23년	Ready To Be	ASIA	2		4
			Oceania	4		
			North America	9	4	
	22년	One Day	Europe			
			Latin America			
	21년	III	ASIA	2	3	
	19년	Twicelights Tour	North America	9		
ASIA			21			
BLACKPINK	22년-23년	BORN PINK	North America	14	2	3
			Europe	10	1	
			ASIA	9	12	9
			Latin America			2
	18년-19년	In your area	Oceania	4		
			ASIA	17	3	1
			North America	7		
22년-23년	NEO CITY - THE LINK	Europe	6			
		Oceania	2			
		ASIA	5	3	2	
		North America	2			
22년-23년	NEO CITY - THE LINK	ASIA	5	2		
		North America	4			
		ASIA	5			
		Latin America	5			
AESPA	23년	SYNK : HYPER LINE	ASIA	15	2	
			North America	9		
			Latin America	2		
			Europe	3		