

### 지금 “엔터”를, “JYP”를 봐야할 이유

동사는 아이돌 그룹을 육성하는 국내 엔터테인먼트 업체다. 25년은 K-pop의 상징인 블랙핑크와 BTS가 돌아오며 K-pop 전체 산업 내 훈풍이 불 것으로 예상되는 바, 엔터 투자에 대한 확산과 Top Pick에 대한 합의에 도달할 시점이 왔다. 본서에서는 엔터 투자 적기의 조건, Top Pick의 조건을 찾아 동사에 도달하고, 동사의 실적을 차례로 뜯어보며 25년 이익에 도달한다.

### 파이프라인별로 뜯어보기

#### Point 1. Stray Kids가 보여줄 폭발적 실적

스트레이 키즈는 데뷔 7년차로 전세계에서 월드투어를 진행하고 있다. 티켓 매진은 물론이고 계속해서 공연이 추가되고 있다. 24년과 25년 스트레이 키즈의 콘서트 매출은 동사의 콘서트와 MD 매출을 폭발적으로 성장시킬 것으로 예상된다.

#### Point 2. 고연차가 보장하는 안정적 실적

동사 고연차 아티스트, TWICE, DAY6, ITZY의 실적 성장 모멘텀을 설명한다.

#### Point 3. 저연차가 보여줄 실적과 성장성

보다 장기적인 성장 국면을 맞이하기 위해서는 저연차 IP의 성공이 요구된다. 오랜 준비 기간을 거친 동사의 저연차 IP. 선배 계보를 성공적으로 이어갈 준비를 마쳤다.

### Valuation

25E EPS 4,609원에 Target PER 25.3x를 적용한 116,604원을 목표주가로 제시한다. 23년 하반기 이후 엔터 산업 전체에 퍼진 성장성에 대한 피크아웃 우려로 인해 엔터 산업 전반적인 주가는 하락추세였다. 다만 동사가 3분기 어닝 서프라이즈를 기록한 이후 SKZ의 대형 콘서트를 필두로 이익 성장성이 주목받는 현시점, 엔터 산업 전반에 중요한 불확실성 요인이었던 어도어 민희진 사태가 해소 국면에 접어든다. 이익 성장에 대한 기대와 불확실성의 해소가 맞물리는 현시점이 투자 적기라 판단한다.

추정 연결손익계산서	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E
(단위 : 백만 원)										
매출액	144,399	193,900	345,892	566,501	136,502	95,708	170,473	170,699	603,801	760,771
YoY(%)	-7.1%	34.3%	78.4%	63.8%	15.6%	-36.9%	22.1%	8.7%	6.6%	26.0%
매출원가	67,502	89,746	189,330	298,217	75,819	62,442	86,600	101,687	336,580	379,751
매출총이익	76,898	104,154	156,563	268,284	60,683	33,266	83,874	69,012	267,220	381,021
GPM(%)	53.3%	53.7%	45.3%	47.4%	44.5%	34.8%	49.2%	40.4%	44.3%	50.1%
판매비와관리비	32,761	46,250	59,931	98,840	27,071	23,924	35,473	31,346	117,814	174,977
영업이익	44,136	57,904	96,632	169,444	33,612	9,342	48,400	37,666	149,406	206,043
OPM(%)	30.6%	29.9%	27.9%	29.9%	24.6%	9.8%	28.4%	22.1%	24.7%	27.1%
금융손익	(4,029)	15,882	(1,429)	(11,669)	3,845	(1,487)	140	725	3,224	1,527
기타손익	(2,028)	(2,559)	(1,777)	(5,927)	12	(2,969)	(43)	(35)	(3,035)	(3,662)
관계기업투자손익	(92)	14,685	695	3,825	1,404	1,048	315	1,065	3,832	5,512
세전순이익	37,988	85,912	94,121	155,673	38,872	5,935	48,812	39,422	153,427	209,420
법인세비용	8,351	18,412	26,619	50,656	7,408	4,620	10,020	9,288	31,336	56,715
당기순이익	29,636	67,501	67,501	105,017	31,464	1,316	38,792	30,134	122,091	152,705
NPM(%)	20.5%	34.8%	19.5%	18.5%	23.1%	1.4%	22.8%	17.7%	20.2%	20.1%

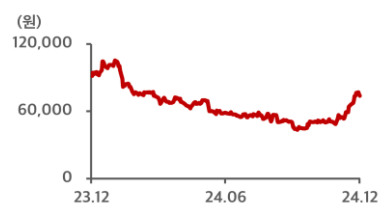
### Rating

**Buy**

목표주가: 116,604 원  
현재주가: 76,400 원  
상승여력: 52.6%

### 12M 주가추이

시가총액 2 조 7,147 억 원



### B/S Data(3Q24)

자산 총계 5,859 억 원  
부채 총계 1,321 억 원  
자본 총계 4,538 억 원

### Valuation (24E)

PER 27.6x  
EPS 2,721 원  
ROE 22.03%

### 주요 주주

박진영 외 3인 15.95%  
자사주 6.75%

### SMIC 5 팀

팀장 49기 전수연  
팀원 49기 김대원  
49기 정예환  
50기 주민재  
50기 최시아

# CONTENTS

---

지금, "엔터"에 주목할 이유	03
지금, "JYP"에 주목할 이유	09
파이프라인별로 뜯어보기	12
Point 1. StrayKids가 보여줄 폭발적 실적	12
Point 2. 고연차가 보장하는 안정적인 실적	18
Point 3. 저연차가 보여줄 실적과 성장성	21
Valuation	23
Appendix	31

## 지금, “엔터”에 주목할 이유

엔터 22년  
10월 이후 주가  
상승 랠리

22년 10월을 기점으로 엔터테인먼트 섹터의 주가는 오프라인공연 확대 기대감과 KPOP 성장성에 대한 확신에 힘입어 상승 랠리를 실현했다. 당시 JYP 주가는 22년 10월 대비 23년 7월까지 286% 상승했으며, 하이브는 23년 6월까지 22년 10월 대비 292% 상승했다. 에스엠은 23년 8월까지 240%, 와이즈엔터테인먼트는 동기간 212%, 신인 베이비몬스터의 기대감이 고조에 달했던 23년 5월까지를 기준으로 245% 상승한 바 있다.

도표 1-1. 엔터 4사 합산시가총액 추이



출처: KRX, SMIC 5팀

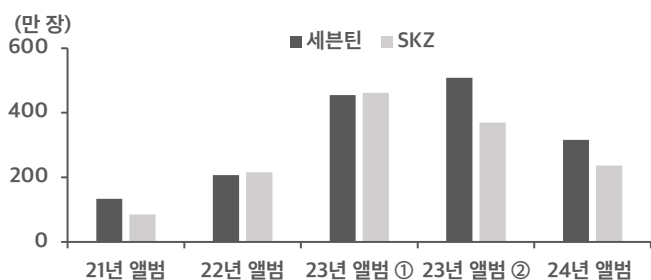
23년  
하반기부터 하락

23년 4월 이후 성장성에 대한 피크아웃 우려가 제기되기 시작했다. 이는 팬덤 규모를 알려주는 지표로 인식되어 온 음반 초동 판매량이 둔화되며 시작되었다. 23년 상반기까지 초동 순위에 대한 팬덤 경쟁이 극화되었고 특히 BTS의 부재 하에 세븐틴과 스트레이키즈(SKZ)의 초동 1위 차지 경쟁은 23년 상반기 발매된 앨범을 위주로 세븐틴의 455만 장>SKZ의 461만 장>세븐틴의 509만 장으로 차례로 달성하며 기록 돌파를 위해 공동, 중복 구매가 과열되는 모습을 보였다.

중국발 음반  
둔화

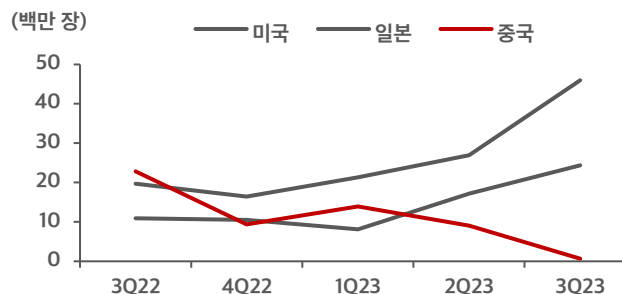
다만 지나친 중복 구매는 팬덤의 피로도를 누적시켰고, 중복 구매 기조는 완화되기 시작했다. 초동 증가율은 둔화되다가, 10월 23일 세븐틴의 초동 509만장 달성을 이후로 역성장 추세에 접어들었다. 특히 중복, 공동 구매 물량의 주 수요처였던 중국 팬덤의 자정작용이 준 영향이 컸다.

도표 1-2. 세븐틴, SKZ 연도별 앨범 초동 판매량 추이



출처: 씨클차트, SMIC 5팀

도표 1-3. KPOP 음반 수출량 국가별 비중 추이



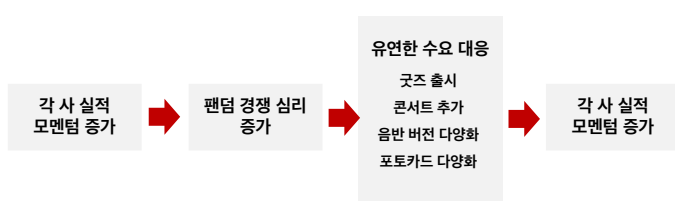
출처: 관세청, SMIC 5팀

인적 리스크  
부각

23년 7월부터 꺾이기 시작한 주가에는 24년 2분기까지의 분기 실적 부진, 에스파 열애설, 하이브의 레이블 어도어의 민희진 대표와 하이브 경영진과의 갈등에서 비롯된 인적 리스크 부각으로 하방 압력 가해졌고 22년 상승분을 반납할 때까지 하락은 지속되었다. 주가가 고점이었던 2Q23 당시 12MF PER은 1H22 대비 평균 25% 상향되어 JYP 31배, 하이브 47배, 에스엠 22배, 와이즈 24배에 달했지만 3Q24까지 각사 멀티플은 2Q23 대비 평균 43% 하락했다.

주가는 반등 시작	주가는 <b>지난 9월부터 반등을 시작했다</b> . 블랙핑크 멤버 로제의 신곡 APT의 글로벌 흥행으로 인한 KPOP 회복 기대감과 엔터사 분기 실적 회복 기대감에 의한 것이었다. 더불어 11월 14일 3분기 에스엠, JYP가 전년동기 대비 영업이익 기준 각 162.9%, 664% 증가한 실적을 기록했고 이가 시장 전망치를 크게 상회해 주가에 상방 압력을 더했다.
호재 이슈 ① BTS, 블핑 컴백 예정	시장의 관심은 <b>24년 하반기, 25년 엔터 업종에서 보여지는 긍정적 지표에 집중되었다</b> . 22년 군입대와 24년 개인 재계약 불발로 그룹 활동 공백이 있었던 BTS와 블랙핑크 모두 25년 하반기 컴백과 월드투어가 예정되어 있다. 글로벌 관심도가 압도적인 두 그룹의 컴백만으로 KPOP에 대한 글로벌 수요 증대와 23년 상반기 이후 꺾인 팬덤 경쟁 심리의 강화를 불러올 것이라는 데에서 업황 회복 기대감이 강화되었다.
관심 이슈 ② 무관세 ③ 한한령?	더불어, 11월 9일 트럼프 미국 대통령의 당선에 확정되며 이후 수출주에 대한 관세 우려가 심화되는 가운데 관세 압박에서 벗어난 업종이라는 점만으로 수급이 증대되는 효과가 가세되었다. 또한 16년부터 지속된 한한령(한류 수입 제한 명령) 폐지에 대한 기대감까지 가세되었다. 시장의 관심이 집중되면 실적 모멘텀은 더욱 부각된다. <b>BTS와 블랙핑크 컴백뿐 아니라, 공개된 24년 하반기, 25년 아티스트 일정은 콘서트 위주의 실적 상향을 가리키고 있다</b> .
각 사 모두 실적 모멘텀	에스엠은 NCT 드림과 에스파의 공연 스케일업이 기대되며, JYP는 스트레이키즈 월드투어, 트와이스 컴백이 예정되어 있다. 와이지는 아티스트 공백으로 인한 역성장을 베이비몬스터의 연말 정규앨범과 25년 월드투어로 회복할 계획이다. 아이돌 활동이 늘수록 팬덤 심리는 강화되고 경쟁에 따라 수요가 강화되면 기업은 수요에 맞추어 <b>① 콘서트 일정을 추가, ② 공연장을 스케일업, ③ 굿즈를 출시, ④ 음반 버전 및 내재된 포토카드를 다양화한다</b> . 팬덤이라는 특수한 구매력 집단을 바탕으로 '실적 모멘텀 > 팬덤 경쟁 심리 강화 > 실적 모멘텀 증가'라는 순환 구조가 엔터사의 잠재 실적을 상향시킨다.
엔터 상승기에 수요는 과열 실적은 서프	실제로 엔터 업황 상승기였던 23년 JYP는 22년 하반기 증권사 컨센서스 대비 매출액 35%, 영업이익 37% 수준으로 상향된 실적을 기록했다. 즉 <b>엔터 실적 모멘텀이 집중되는 업황 상승기에 엔터사는 ① 확정된 일정만을 기반으로 높은 기대감을 부여받을 뿐 아니라 과열되는 수요에 유연하게 공급을 증대함에 따라 ② 예상치를 크게 상회할 여력까지 가진다는 점에 주목해야 한다</b> .

도표 1-4. 실적 상황 구조



출처: SMIC 5팀

도표 1-5. 23E 증권사 컨센서스

증권사	추정일자	증권사 추정치		동사 실적	
		23E 매출액	23E 영업이익	23 매출액	23 영업이익
하나	22.10.17	442.8	126.7		
LS	22.11.15	400	116	평균 35.7%	평균 37%
한국투자	22.11.15	437	137	상향	상향
NH	22.11.18	390	114		
평균치		417.45	123.425	566.5	169.4

출처: 각 증권사, SMIC 5팀

그럼에도 장기 상승이라는 확신이 필요

**25년 아티스트 일정 집중으로 상향될 실적과 실적에 대한 기대감**. 이 두 요인이 주가를 결정하는 함수라면 지금 이 시점 투자를 마다할 이유가 없어 보인다. 하지만, 이 매력적인 상황에 대한 기대가 왜 하필 지금 촉발되는 것일까? 변동성과 대중 노출도가 큰 엔터주가 5개 분기 연속 하락 추세를 지속한 상황에서 본서는 지금의 주가 반등이 호재에 따른 일시적 변동이 아닌 **장기 상승 구간의 진입이라는 확신이 필요하다고 본다**.

이에 대한 해답을 제시하기 위해, 본서는 엔터주의 주가 흐름과 투자포인트를 복기하고자 한다.

## 1.1 실적이 중요하긴 한데

17년까지  
'개별 모멘텀'  
중요

17년까지 엔터주는 드라마 제작사, 게임 개발사와 같이 실적을 결정하는 개별 모멘텀이 주가 흐름을 결정했다. 당시 에스엠은 고연차인 동방신기, 와이지는 빅뱅에 높은 실적 의존도를 보였기 때문에, 해당 그룹의 공연 모멘텀에 따라 주요 주가 드라이버가 됨을 확인할 수 있다. KPOP 확장성은 지속되던 시기였지만 일본 매출 의존도가 높아 12-16년의 약 31% 하락한 원/엔 환율 리스크에 따라 수익성이 급감한 바 있었다. 따라서 엔터사 모두 유의미한 실적 개선을 보이지 못했고 12-17년 사이의 기간에서 에스엠, 와이지의 기업 가치가 크게 증대되지 않았다.

16년 하락  
17년 회복

각 사 주가는 16년 사드 배치 문제로 인한 한한령에 따라 중국 수요에 대한 기대가 하락하면서 일시적 디레이팅을 겪었다. 그러나 17년 하반기 BTS가 DNA로 핫100에 진입하면서 KPOP의 성장성이 부각되어 멀티플은 중국 기대감 저하에 따른 하락분을 모두 회복했다.

도표 1-6. SM, YG 합산 영업이익 및 시가 총액 추이 (10-17)



출처: KRX, DART SMIC 5팀

BTS 차트인으로  
리레이팅

17년 하반기 BTS의 DNA 핫100 차트인으로 KPOP 리레이팅이 시작되었다. BTS는 팬덤의 숫자가 지속 가능한 매출을 보장할 수 있음을 보여주었고 인적 리스크가 고질적인 문제로 인식되며 개별 모멘텀에만 변동해온 엔터주가 성장성에 대한 확신에 힘입어 횡보를 마치고 산업 단의 리레이팅을 받는 구간이었다.

JYP가  
당시 탑픽

빅히트(현 하이브)가 비상장사였던 당시 가장 큰 기업 가치 증대와 시장의 주목을 받은 기업은 JYP였다. JYP는 13년 우회 상장하였으나 타사에 비해 실적이 부진해 주가 또한 횡보했다. 다만 트와이스 팬덤에 힘입은 18년의 폭발적인 실적 기대감, BTS를 답습한 스트레이 키즈의 데뷔, 낮은 중국 의존도는 BTS가 촉발한 투자 아이디어 변화에 가장 부합하는 픽이었다.

코로나 19로  
변동 후  
실적 성장

코로나19로 인한 실적 기대감 하락으로 20년 상반기 있었던 큰 폭의 주가 하락은 정부 경기 부양책 따른 과도한 유동성 공급으로 회복되었다. 이후 20년 하반기부터 온라인으로 집결한 팬들을 대상으로 한 플랫폼 사업과 온라인 공연 실적이 시장 예상치를 상회하고 오프라인 공연 회복 기대감이 가세함에 따라 실적 예상치 상승에 따른 주가 회복이 지속되었다.

지금까지 실적이  
곧 주가였다

이 시기까지 실적 상향 기대감이 있으면, 주가가 상승할 것이라는 데에 의심의 여지는 없었다. 12MF EPS와 12MF PER 추이를 뜯어보면 이를 더 명확히 확인할 수 있다. ① 12MF EPS와 12MF PER이 장기적으로 연동되는 구간과 ② 급증한 유동성 영향으로 12MF EPS 하락에도 불구하고 12MF PER이 상향되는 구간만을 관찰할 수 있었다.

## 1.2 BTS가 그렇게 중요해?

20년 하이브  
상장 후  
민감해진 주가

다만 주가 회복 시기와 맞물려 20년 10월 14일 하이브가 상장했고, 하이브 상장에 따라 엔터 4사의 시가총액 합산은 20년 11월 평균 기준 2조 7천억 원에서 8조 8천억 원으로 318% 증가했다. 레이블 확장으로 개별 IP에 대한 매출 의존도를 낮춰 안정적인 기업 가치 증대를 꾀한 하이브의 등장 이후 역설적이게도 주가는 불확실성에 더 민감해졌다. 근거는 12MF EPS와 12MF PER의 디커플링이 가장 극심했던 22년 상반기의 주가 흐름에서 찾을 수 있다.

실적 성장  
전망에도 PER은  
하락

21년 10월 하이브는 BTS의 개인활동 집중 발표로 실적 전망이 꺾인 바 있다. 다만 그 외 3사의 실적 상승 기대는 17년 하반기부터 음반 판매량 피크아웃이 오기 전인 23년 상반기까지 꺾인 적이 없다. 시장의 KPOP 시장 전망치는 20, 21, 22년 모두 10년 기준 CAGR 7.5% 수준에서 하락 없이 0.2%p 이내로 적게 변동한다. JYP, 에스엠, 와이지 3사의 12MF EPS는 단 한번의 역성장도 없이 18년 초부터 23년 EPS 고점까지 각 사 연평균 54.6%, 43.6%, 30.3% 상승한다.

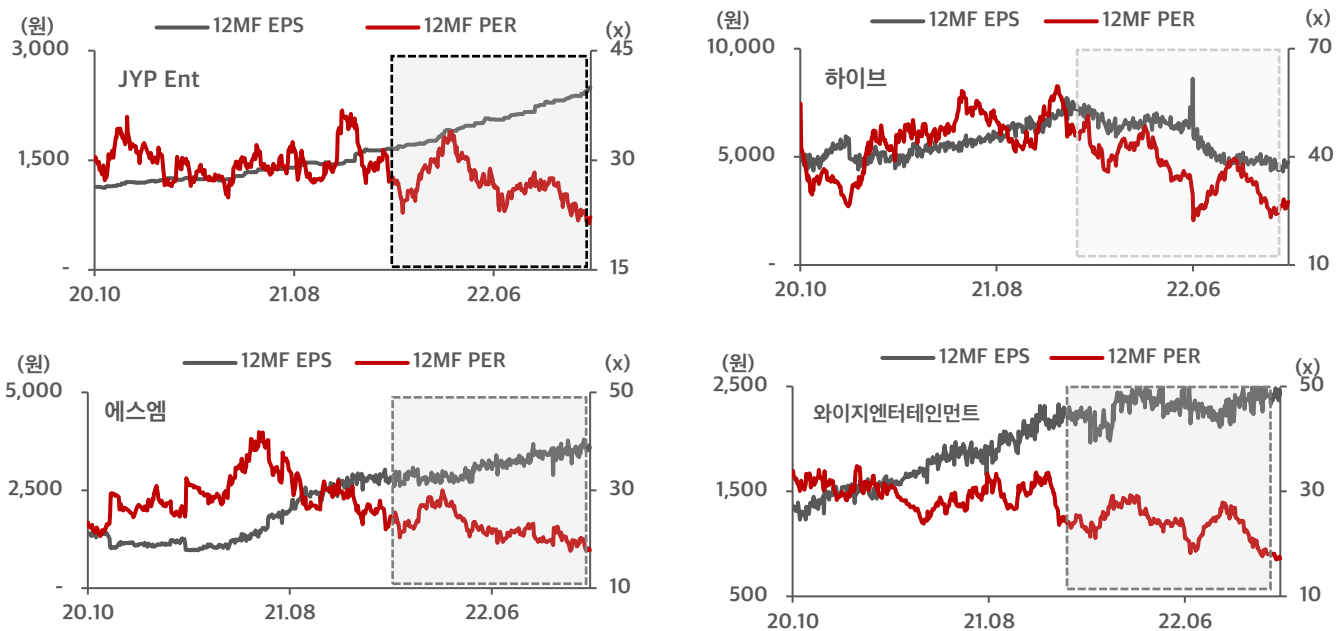
원인은 BTS  
군입대 이슈에  
따른  
불확실성

다만 12MF PER은 22년 상반기 극대화된 BTS 군입대 이슈만으로 디레이팅되기 시작했다. 연이은 실적 향상이 기대됨에도 엔터 주가는 횡보하며 개별 모멘텀에만 변동했다. 논의된 방안은 ① 전원 동시입대 하거나, ② 순차적으로 입대하거나, ③ 면제였다. 면제의 가능성은 희박하다고 평가받았고 동시 입대 또는 순차 입대가 유력했으나 두 방안에 대한 우위는 불확실한 상황이었다.

일정 확정 후  
상승 구간 진입

주목할 지점은 22년 10월 BTS의 순차 군입대가 확정되고 타 3사의 실적과 멀티플 디커플링이 중단되고 멀티플 상황이 시작되었다는 점이다. 즉, 군입대의 여부보다는 불확실성의 존재 자체가 투자자들에게 우려 사항이었던 것이다. 12MF EPS에도 보여지듯이, BTS의 군입대가 있더라도 실적이 향상될 것이라는 것은 자명했다. 그럼에도 불구하고, 대형 IP의 일정에 대한 불확실성만으로 주가 상승은 제한되었던 것이다.

도표 1-7. 20.10-22.10 엔터 4사 12MF EPS 및 12MF PER 추이



출처: QuantiWise, SMIC 5팀

상술한 상승  
래리와 하락

22년 11월을 기점으로 멀티플은 실적 전망치에 동행하여 상향되었다. 상승하였듯 23년 4월부터 피크아웃 우려 제기로 멀티플은 하락, 24년 부재한 실적 모멘텀으로 실적 전망치가 하락했다.

### 1.3 어도어가 그러케 중요해? 응 중요해!

상승 구간으로의  
진입 조건은  
실적 +  
'불확실성의 해소'

현시점 Intro에서 상술했듯 실적 전망치를 상향시킬 수 있는 호재들이 가득하다는 것엔 의심의 여지가 없다. 다만, 불확실성에 민감해진 주가가, 실적 상향만으로 상승을 지속할 수 있을지 확신할 수는 없다. **달리 말하면, 22년 10월과 같이 불확실성이 해소된 상황이라면, 실적 상승에 따라 멀티플 리레이팅이 지속되며 지표가 꺾이는 지점까지 상승 구간을 실현할 수 있다는 것이다.**

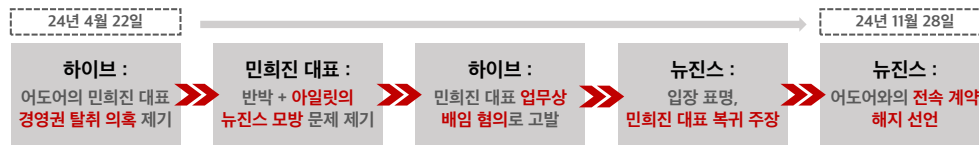
결국 '불확실성이 잔재해 있는가'의 여부가 장기 상승 구간에 진입할 수 있는지를 가르는 Key다. 그렇다면, 그간 주가 상승을 제한했던 엔터 업계의 불확실성은 모두 해소되었을까? **놀랍게도 지금 엔터 업종은 세 가지 중요 불확실성 이슈가 해소가 맞물리는 지점에 있다.**

#### (1) 먼저, 어도어와 민희진을 보아야 한다

22년 4월 촉발  
레이블에 대한  
의구심'

24년 4월 촉발된 어도어 사태는 멀티레이블의 리스크를 부각하고 하이브의 주요 IP였던 뉴진스의 행보를 불확실하게 하는 주요 요인으로 엔터 투자를 악화시켰다. 하이브 주가는 하이브 측의 민희진 전 어도어 대표 경영권 탈취 의혹에 대한 감사 실시 당일인 4월 22일 14% 급락을 시작으로 하락 추세로 전환했다. 당일 타 3사는 변동이 없었지만, 6일 민희진 기자회견을 통해 모기업 대표와의 갈등 사실이 밝혀지면서 엔터 레이블 체제에 대한 의구심 가세로 주가가 하락했다.

도표 1-8. 어도어 사태 타임라인



출처: 언론종합, SMIC 5팀

9월 1차 해소?

9월 민희진 어도어 사내 이사 해임으로 1차적으로 불확실성이 일부 해소되는 듯 보였지만, 민희진 측에서 이에 동의하지 않고, 하이브의 주요 IP인 뉴진스가 민희진 대표의 재선임에 찬성하는 측임에 따라 뉴진스의 행방, 민희진의 확정적인 사임 여부는 확정되지 않고 갈등은 장기화됐다.

28일 완벽 해소

11월 20일 민희진 이사는 사임했고 28일자로 뉴진스는 어도어와의 29일 전속 계약 해지를 발표하며 하이브 주요 IP에서 배제되었다. 시장의 예상과 크게 다르지 않은 결과다. 다만 BTS 또한 군입대가 유력했음에도 공식 입장이 발표된 후에야 리레이팅이 시작되었음을 고려하면 지금 시기가 하방 압력이 완전히 해소되는 초입이라고 할 수 있다. 뉴진스의 성명상표권 사용 여부와 구체적 활동 계획 발표가 진행되면センチ먼트 회복에 긍정적으로 작용할 것으로 보인다.

#### (2) 두번째, 블랙핑크를 보아야 한다

23년 블랙핑크  
재계약 시기

BTS가 부재한 상황에서 가장 글로벌 영향력이 큰 IP라고 할 수 있는 블랙핑크는 16년 8월 데뷔하여 23년 소속사 와이지와 멤버 간 합의에 따라 재계약 여부가 결정되는 상황에 있었다. 재계약 여부에 따라 블랙핑크 IP의 존속 여부와 와이지의 매출원이 결정되는 상황이었다.

12월 6일  
재계약 확정  
개인 재계약 불발

12월 6일 블랙핑크와 와이지의 재계약이 공시되며 그룹 활동 존속 여부가 확정되었다. 동월 29일 개인활동 미계약 및 별개 추진으로 최종 공시되었다. 재계약 여부에 대한 사항이 발표되었음에도 그룹 활동 계획에 대한 불확실성은 잔재했다. 통상 강력한 IP를 가진 개인 멤버의 그룹/개인 분리 재계약은 더 우위의 협상권을 가진 개별 아티스트가 개인 활동을 통해 수익을 창출하고자 하는 선택에서 비롯되므로, 개인 활동이 우선될 여지가 크기 때문이다.

개인 활동 추이가 점점 공개된다

실제 블랙핑크는 24년 개인 활동만을 이어갔고 와이지 실적 악화뿐 아니라 팬덤 경쟁 약화까지 이어졌다. 다만 24년 6월 20일 완전체 신곡 무대를 25년 공개하는 것으로 확정 발표하였다. 25년 그룹활동 계획이 구체화되며 공개될수록 투심 회복 여지가 더 남아 있는 상황이다. 또한 9월 로제가 브루노 마스와 신곡 APT를 발매하며 빌보드 메인 싱글 차트 5주 연속 차트인을 실현했고, 해당 히트에 따른 멤버 글로벌 인지도 상승에 그룹 컴백에 대한 기대감까지 상향되었다.

오히려 부재가 만들어낸 경쟁 IP -> 경쟁 심리 강화가 기대된다

블랙핑크의 부재가 가져오는 악재가 반영된 지금 긍정적 요인에 오히려 집중해야 할 시점이다. 블랙핑크의 부재는 '다음 주자'에 대한 탐색을 촉진하며 신인 그룹에 대한 관심을 촉진했다. 그 가운데 블랙핑크를 답습해 소수의 4인 멤버로 개별 멤버의 IP 영향력을 강화하는 전략을 취한 에스파는 10월 21일 공개한 곡 '위플래시'로 스포티파이 차트에 53위로 진입하며 24년 KPOP 걸그룹 최고 기록을 세웠고, 22일 MAMA 대상을 수상하며 현 앨범 발매가 활발한 여그룹 중 IP 영향력 1위라는 인식으로 자리 잡았다. 즉 블랙핑크의 부재 동안 새로운 1위가 등장했다는 사실은 블랙핑크 팬덤의 기록 경쟁을 촉발시킬 것이고 경쟁 정도는 순환되며 상향될 것이다.

(3) 마지막으로, 음반 판매량에 대한 의구심이 해소되고 있다

음반 역성장인 KPOP 피크아웃을 의미할까?

23년 상반기 디레이팅을 촉발한 음반 판매량 피크아웃은 곧 지속적인 구매력을 보장하는 팬덤의 감소, 즉 KPOP 전체의 피크아웃으로 파악될 가능성이 다분했다. 다만 초동 판매량 경쟁에 따른 중복 구매 현상 완화이므로 팬덤 규모의 절대적인 감소를 의미하지 않는다. 주요 IP의 초동 판매량 감소에도 불구하고 24년 상반기부터 글로벌 스포티파이 스트리밍은 증가 추세다.

콘서트 위주 전략으로 팬덤의 지속성 챙기기

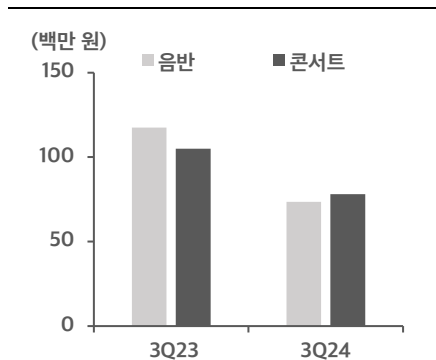
엔터사 또한 무리한 포토카드 및 버전 발행 등등으로 중복 구매를 촉진해 팬덤의 피로도를 누적하는 전략을 중단하고 콘서트와 파생되는 굿즈 매출 확장으로 전략을 전환하고 있다. 각 사는 일시적인 합산 매출 하락을 겪을 수밖에 없지만 KPOP 성장의 지속성을 보장하는 길을 택한 것이다. 음반 판매량의 감소가 팬덤 규모의 하락을 의미하지 않음은 음반 판매량 외의 지표가 지속적으로 증가함에 따라 투자자들에게 더 확실히 인식될 것이다.

오해 해소는 분기 실적 공개로부터

가장 확실한 지표는 음원 지표뿐 아니라, 음반 판매량 감소에도 불구하고 콘서트 매출, 굿즈, 음원 매출의 상황이 상쇄하는 각 사의 분기 실적이다. 콘서트 매출에 의존한 3분기 에스엠과 JYP의 어닝 서프로 지표는 한 차례 공개되었다. 엔터 3사 24년 주요 모멘텀이 콘서트에 집중됨에 따라 꺾이지 않는 콘서트 수요가 공개될수록 성장성에 대한 불확실성은 해소될 여지만 남았다.

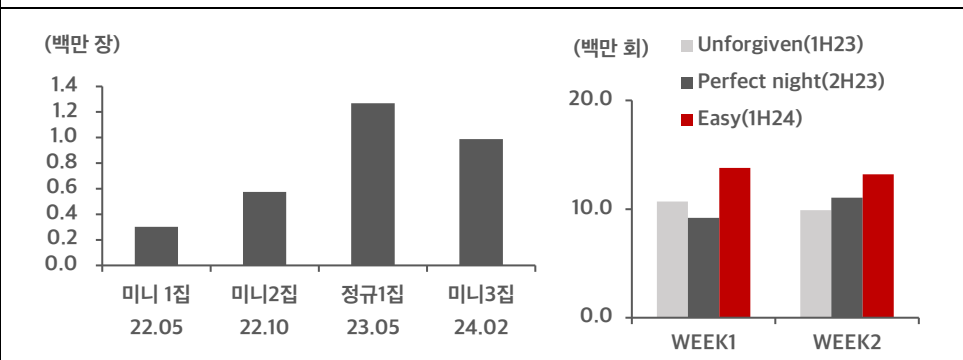
단순 불확실성이 제거되었을 뿐 아니라, 성장에 대한 확신이 맞물리는 지점에서, 긍정적인 투심을 바탕으로 Top Pick을 정할 차례다.

도표 1-9. 에스엠 3분기 실적 구성



출처: DART, SMIC 5팀

도표 1-10. 르세라핌 초동 판매량(좌)과 스포티파이 스트리밍 추이(우)



출처: 씨클차트, SMIC 5팀

## 지금, “JYP”에 주목할 이유

엔터에 대한 긍정적 전망 앞에서, 그 매력을 가장 극대화할 수 있는 기업을 찾아야 한다. 결국, 산업에 대한 투자 논리와 일치하게, ① 가장 낮은 불확실성, ② 가장 높고 확실한 실적 상향을 담보하는 기업에 도달해야 하는 것이다. 두 조건에 모두 부합하는 Top Pick은 단연 JYP Ent.다.

### 2.1 Who's JYP?

유일 퓨어 플레이어

동사는 상장사 제이투엔터테인먼트의 주식을 대량 매입 후 JYP Ent로 사명을 변경, 기존 비상장사 JYP와 13년 합병 계약을 체결하는 방식으로 우회 상장하였다. 동사는 음악 본업과 무관한 자회사 JYP 픽처스를 23년 7월 청산하였고 현재 엔터 업종 유일 퓨어 플레이어이다. 에스엠은 연결 대상 종속회사 가운데 키이스트, 에스엠C&C 포함 4개사, 와이지엔터는 19개 가운데 2개사를 음악 본업 무관 자회사로 뒤 업황 상승기에 수혜가 분산된다는 점과 상반되는 강점이다.

### 2.2 가장 낮은 불확실성

#### (1) 반성하는 JYP

멀티레이블 체제

동사는 멀티레이블 체제로, 아티스트마다 전담 조직을 붙여 해당 본부에서 마케팅, 기획, 매니징 등 프로세스를 독립적으로 추진하는 구조다. 15년 트와이스 데뷔를 기점으로 시범 도입, 17년 말 정식 도입되었는데, 초기 ‘본부제’라는 이름으로 해당 체제를 도입하기 전에는 마케팅, 홍보, 음반 기획 총괄 부서가 모든 아티스트의 관리를 담당하는 구조였다.

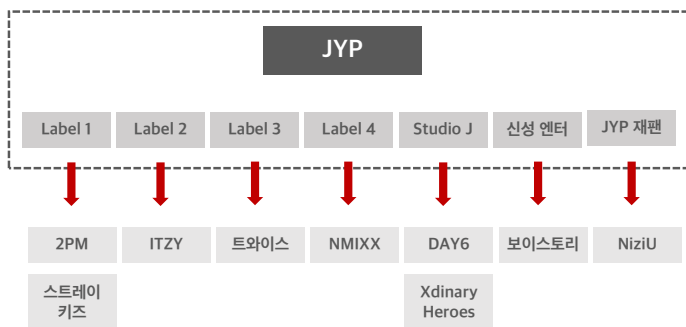
높은 가동률  
높은 OPM

아티스트는 각 본부에 소속되고 아티스트별 특화 조직을 운영한다. 동사는 이를 통해 엔터 산업 난관으로 여겨지던 조직 전반의 생산성 측정과 관리가 가능해졌고 본부제 실시 후 타사 대비 평균 10%pt 높은 OPM를 보여왔다. 타 엔터 대비 신곡 발매 간격이 좁은 것 또한 다양한 아티스트를 동시에 육성, 관리, 음반 발매, 굿즈 발매가 가능한 본부제의 특성에서 비롯된다. 트와이스 데뷔 이전 아티스트 데뷔 간격보다 획기적으로 높아졌다.

다른 엔터도?

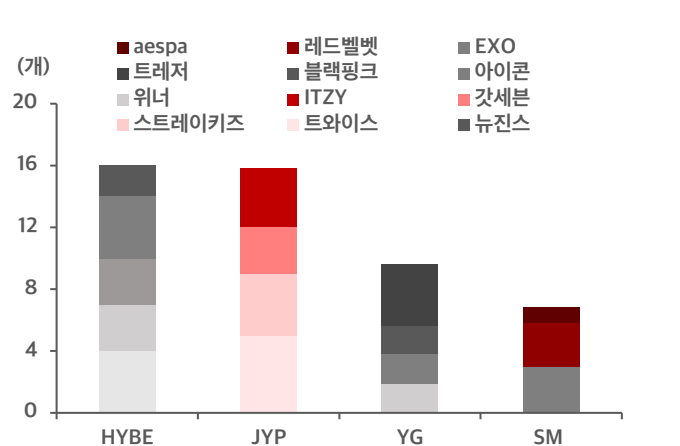
에스엠은 23년 10월부터, 하이브는 20년 5월부터 플레디스 엔터테인먼트를 인수하여 레이블로 편입하며 M&A를 통한 빠른 멀티레이블 확장에 돌입한 바 있다.

도표 2-1. 멀티레이블 체제와 산하 아이돌



출처: 동사, SMIC 5팀

도표 2-2. 각 사 별 연간 평균 발매 앨범 수



출처: 각 사, SMIC 5팀

멀티레이블은 곧 자기반성의 결과

다만 동사 멀티레이블의 의의는 경영 효율화로 인한 실적 결과에서만 비롯되는 것이 아니라, **빠아픈 자기반성의 결과라는 그 설립 과정 자체에 있다.** 동사의 멀티레이블 체제는 아티스트 실패 경험을 인정하고 성장을 도모하는 경영 정신의 반영으로 실적과 동시에 경영자에 대한 투자자의 신뢰를 만드는 근간이라는 것이다.

JYP, 미국 진출 실패 후 스스로 영향력을 축소

동사 설립자이자 대표 프로듀서, CCO(Chief Creative Officer)인 박진영은 11년 미국 법인 JYP Creative를 설립, 원더걸스의 해외 진출을 강행했으나 17억 원 손실과 함께 회사를 청산한 바 있다. 박진영은 실패를 인정하고 **독단적인 결정에 따른 경영을 스스로 제재하기 위해 프로듀서의 영향력을 축소시키는 방향으로 체제를 개편했고, 그 결과가 상술한 멀티레이블이다.** 멀티레이블 체제 전환 이후 20년 박 프로듀서가 지분율 100%를 가지고 있던 JYP 퍼블리싱을 동사가 100% 인수하여 박 프로듀서에 대한 퍼블리싱 의존도를 낮추는 작업은 계속되었다.

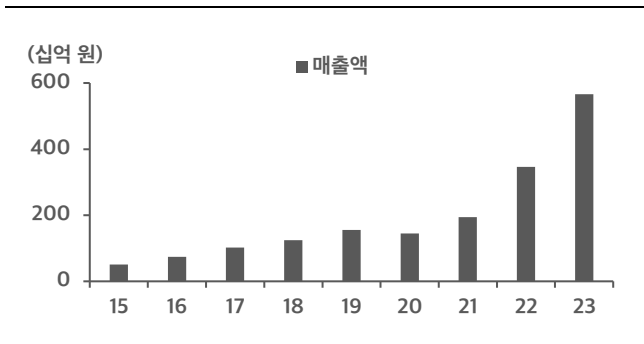
트와이스와 SKZ의 매출 견인은 그 결과물

**현시점 동사 주요 매출원은 스트레이 키즈(SKZ), 트와이스다.** 15년 데뷔한 트와이스는 박진영이 멀티레이블 체제의 당위성 주주와 내부 인력에게 설득하기 위한 시범 케이스였고 트와이스가 높은 가동률을 통한 팬덤 규모 확장과 지속적인 매출 상승을 보여주었다. 18년 데뷔한 스트레이 키즈 또한 걸그룹과 달리 보이그룹 영역에서 에스엠, 와이지 대비 경쟁력 있는 메가 IP를 확보하지 못했던 박진영이 퍼블리싱에서 스스로 최대한 배제시킨 결과였다. **트와이스, SKZ는 18년부터 23년까지 동사의 폭발적인 매출 성장을 이끈 주역이다.**

가장 근본적인 무기, '반성'하는 경영자에 대한 신뢰

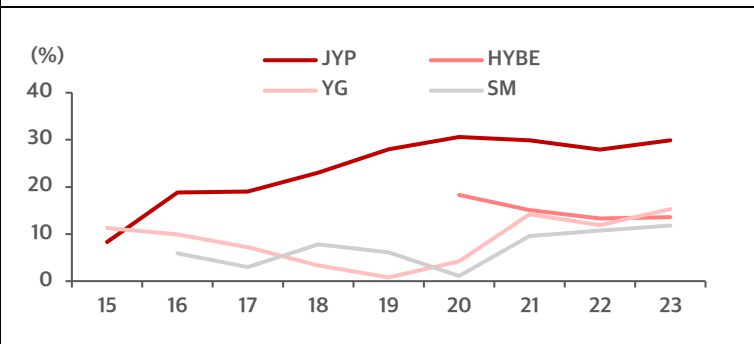
아이돌의 성공은 기본적으로 수많은 변수에 의해 좌우된다. 즉 현재 메가 히트 IP가 내년에도 그 영향력을 유지할 수 있을지, 항상 메가 히트 IP를 만들어냈던 기업이 신인 아이돌을 같은 패턴으로 성공시킬 수 있을지의 여부는 모두 불확실성의 영역이고 엔터 업종의 고질적인 리스크처럼 여겨져 왔다. 반면 JYP가 보여주는 반성을 통한 변화라는 영역은 불확실성을 헛지하는 가장 본질적인 무기라고 본다.

도표 2-3. 동사 15년 이후 매출액 추이



출처: DART, SMIC 5팀

도표 2-4. 4사 영업이익률 추이



출처: DART, SMIC 5팀

(2) 함께 가는 JYP

재계약, 엔터의 가장 큰 불확실성

개별 IP가 주요 현금 창출원인 엔터업계에서 재계약 문제는 가장 큰 리스크다. 17년 이전 엔터업계의 가장 큰 캐시 카우였던 빅뱅, 동방신기는 모두 와이지, 에스엠과 지속적인 재계약을 해왔기 때문에 해당 문제는 크게 강조되지 않았다. 다만 통상 6년차 이후 실적 하락기였던 아이돌의 일반적인 수명이 재계약 기간인 7년보다 늘어나면서 **신인 아이돌의 빠른 육성보다 고연차 IP와의 재계약 지속이 실적을 결정하는 시기가 왔다.** 바꿔 말하면, 특정 기업이 메가 IP를 보유하더라도 7년 이후 재계약에 대한 보장성이 적으면 불확실성을 담보해야만 하는 것이다.

**15년 이후 전원 재계약** 동사는 15년 이후 데뷔 그룹이 전원 재계약했다. 트와이스는 22년 7월, 데이식스는 22년 9월, 스트레이 키즈는 25년 계약 만료 시기지만 24년 8월 조기 재계약했다. 이는 우연의 결과라기보다는, ① 멀티레이블 체제에 입각한 동사의 효율적인 관리시스템에 대한 아티스트 만족도와 ② 사내 분위기가 촉진하는 그룹 내 멤버 간 친밀도가 기여한 바가 크다. ③ 멀티레이블 체제 하에서 높은 그룹 가동률이 가능함에 따라 광고, 연기 등 개별 활동 대신 그룹 IP 강화에 실적을 담보받는다든 것도 개별 멤버가 재계약에 협조적이게끔 하는 요인이다.

**경영 이념에서 파생되는 낮은 인적 리스크** 재계약 외의 인적 리스크 또한 가장 낮은 수준이다. 박진영은 30년 간 아티스트로 구설수 없이 연예계 활동을 지속한 경험을 바탕으로 소속 아티스트에게 장기 지속성을 강조한다. 정직, 성실, 겸손의 사내 이념이 연습생에게 공식적으로 교육된다. 실제 아이돌 사건사고는 JYP는 엔터 소속 아티스트에게서 현저히 적다. 이가 우연의 결과가 아닌, 동사 경영 이념에 따른 인적 리스크 관리에서 비롯되는 결과임에 주목할 필요가 있다.

도표 2-5. 19-24년 아이돌 사건사고

2019	2020	2021	2022	2023	2024
빅뱅 승리 버닝썬 게이트	EXO 첸 훈전임신 아이린 인성논란	NCT 루카스 양다리 폭로 SKZ 현진 학교폭력 논란	TXT 수빈 인성 논란 르세라핌 데뷔 멤버 학폭 논란 및 탈퇴	세븐틴 조슈아 열애설 뷔, 제니 열애설 지드래곤 마약 혐의	슈가 음주운전 NCT 태일 성범죄 르세라핌 홍은채 인성 논란 에스파 카리나 열애설

출처: 언론 종합, SMIC 5팀

### 2.3 가장 확실한 실적

**가장 확실하고 풍부한 실적 모멘텀** 낮은 불확실성에서 비롯되는 투자 매력은 확인했다. 그렇다면, 확실한 실적 모멘텀을 보유하고 있는가? 엔터 4사 주요 파이프라인을 보면 동사는 유일하게 ① 가장 구체적인 일정이 공개된 실적 모멘텀을, ② 메가 히트 IP이면서, ③ 팬덤의 구매력이 높은 보이 그룹 위주로 갖고 있는 기업이다.

**조건 별로 뜯어보자** ① 을 보유한 에스엠과 와이지의 모멘텀은 신인, 저연차 여자 아이돌로 위주로 고연차 보이그룹인 SKZ 대비 팬덤 구매력과 수요가 낮다. ② 조건을 보유한 블랙핑크, BTS의 경우 컴백 일정의 불확실성이 높아, 주가의 반응을 기대하기 이르다고 판단한다. 기존 ②, ③의 교집합인 세븐틴, TXT의 경우 세븐틴 멤버 1인이 군입대한 상황이며 연내부터 타 멤버의 순차적 군입대를 앞두고 있어 높은 기대감을 부여하기 어렵다. TXT는 SKZ보다 팬덤 규모가 현저히 작다.

**하이브는 아직 아니야** 특히 가장 다양한 파이프라인이 포진된 하이브는 실상 확정된 매출원이 적으며, 앞서 제시한 엔터 업종의 가장 큰 불확실성인, 어도어 민희진 사태와 직접적 연관이 있다. 즉 현시점 엔터 3사 대비 압도적인 불확실성을 보유한 하이브에 대한 논의는 배제해야 한다고 보는 바다.

도표 2-6. 25년 엔터4사 주요 파이프라인 현황

2025년 아티스트 주요 일정		24년 11월 ~ 12월 ~ 25년 1월 ~ 2월 ~ 3월 ~ 4월 ~ 5월 ~ 6월 ~ 7월 ~ 8월 ~ 9월 ~ 10월 ~ 11월 ~ 12월											
엔터	아티스트	24년 11월 12월 25년 1월 2월 3월 4월 5월 6월 7월 8월 9월 10월 11월 12월											
	트와이스	일본 투어, 일본 컴백											
JYP (9)	SKZ	일본 컴백, 국내 컴백, 아시아 투어(일본, 마카오, 동남아), 남미 투어, 북미 투어, 유럽 투어, 돔투어(추정)											
	그 외	넥스지 컴백, 데이식스 월드투어, 키클링 데뷔, 엔믹스 월드 투어											
SM (9)	NCT	국내, 일본 컴백											
	에스파	국내 컴백(10/21), 북미 투어, 유럽 투어, 뉴질랜드 투어, 국내 컴백(추정)											
	그 외	아이린 컴백, 신인 걸그룹, 영국 보이그룹 데뷔											
YG (4)	베이비몬스터	일본 컴백, 북미, 일본 월드 투어, 그 외 월드 투어											
	그 외	국내 컴백(10/21), 2NE1 월드 투어, 블랙핑크 컴백, 투어											
하이브 (11)	세븐틴	일본 컴백, 일본 투어, 아시아 투어, 추가 투어, 컴백(추정), 멤버별 순차적 군입대											
	TXT	월드 투어, 국내 컴백, 국내 컴백, 추가 투어(추정), 재계약											
	그 외	진 컴백, 멤버 순차적 전역 및 솔로 앨범(추정), BTS 컴백, 투어											

\*()는 활동 중인 IP 개수  
 : 확정 주요 일정    : 확정 비주요 일정    : 일정 미확정    □ : 미확정, 패턴상 유력한 일정

출처: 각 사, 언론 종합, X, 인스티즈, 더쿠, SMIC 5팀

## 파이프라인별로 뜯어보기

엔터사의 자산은 사람이다. 어떤 아티스트를 파이프라인으로 두는지에 따라 엔터사의 가치는 다르게 책정된다. 동사는 엔터 본업에만 집중하는 pure-player로, 각 파이프라인의 실적 모멘텀 위주로 투자자들의 관심을 받아왔다. 따라서 본서는, 다음 포인트들을 따라 SKZ 월드투어 시작으로 동사 실적 모멘텀을 파이프라인별로 뜯어보려 한다.

**Point 1**에서는 모객 수 규모가 커지고 있는 SKZ의 월드투어가 가져올 폭발적 실적 모멘텀을, **Point 2**에서는 고연차 아티스트의 탄탄하고 안정적인 실적 모멘텀을, **Point 3**에서는 신인 아티스트의 실적 모멘텀과 성장성을 제시한다.

### Point 1. StrayKids가 보여줄 폭발적 실적

#### 3.1 SKZ의 인기는 하늘을 뚫어

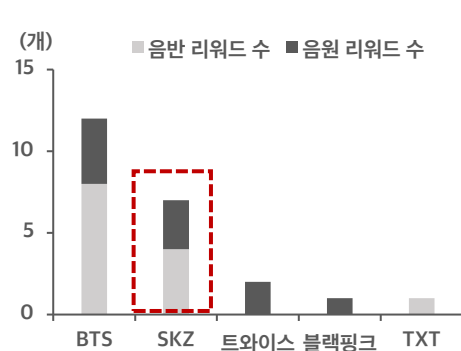
SKZ의 인기는 빠르게 확산 중

SKZ가 18년 3월 데뷔 후 트위터 팔로워 수 1,000만을 달성하는 데 필요했던 시간은 단 5년 7개월뿐이었다. K-pop의 메가IP인 BTS는 10년 6월 데뷔 후 7년 5개월, 블랙핑크는 16년 8월 데뷔 후 7년 3개월이 걸렸다. 비슷한 세대의 보이그룹인 세븐틴은 15년 5월 데뷔 후 7년 4개월, TXT는 19년 3월 데뷔 후 3년 6개월이 걸렸다. 타 엔터사 메가IP들과 비교해도 빠른 성장세다.

음반 판매 IP는 BTS 다음으로 2등

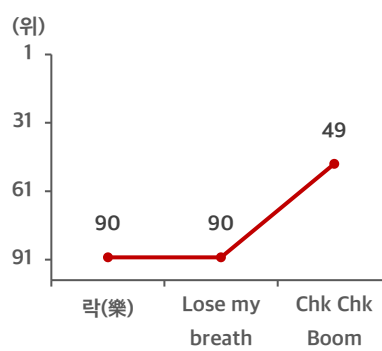
24년 11월 기준 미국 음반 산업 협회(RIAA)의 Gold Award 수를 보면 SKZ는 K-pop 아티스트 중 BTS의 뒤를 이은 2위다. Gold Award는 미국 내 음반 판매량 또는 음원 판매량이 50만 개 이상일 시 주어진다. K-pop 메가IP인 블랙핑크도 단 1개만을 보유하고 있는 이 상을 SKZ는 음반 부문 4개, 음원 부문 3개로 총 7개 보유하고 있다. 이 Gold Award를 받기까지 23년 6월 앨범 '5-STAR'는 4개월 25일, 23년 11월 앨범 '樂-STAR'는 3개월 17일, 24년 7월 앨범 'ATE'는 2개월 29일이 걸렸다. 음반 판매량의 증가 속도까지 빨라지고 있는 것이다.

그림 3-1. 아티스트별 골드 리워드 개수



출처: RIAA, SMIC 5팀

그림 3-2. SKZ 역대 빌보드 핫 100 순위



출처: Billboard, SMIC 5팀

그림 3-3. 빌보드200 1위 차트인

발매일	앨범명	순위	차트인 주수
22.03	ODDINARY	1	7주
22.10	MAXIDENT	1	6주
23.06	5-STAR	1	16주
23.11	樂-STAR	1	14주
24.07	ATE	1	14주

출처: Billboard, SMIC 5팀

빌보드 핫 100에서 49위 차트인

24년 7월 앨범 'ATE'의 타이틀곡 'Chk Chk Boom'은 당월에 빌보드 핫 100 49위에 차트인하며 24년 5월 'Lose my breath'으로 달성했던 90위의 자체 기록을 깼다. 트와이스의 'The Feels'는 21년 10월 89위를, 뉴진스의 'Super Shy'는 23년 8월 48위를 기록하는 등 빌보드 핫 100 차트에 이름을 올린 K-pop 아티스트는 단 10명뿐이다. 이 중, 보이그룹은 단 두 그룹 BTS와 SKZ뿐이다. 빌보드 핫 100은 매주 세계에서 가장 인기 있는 음원의 순위를 발표하는 차트다.

신보 5개 모두  
빌보드 200 1위  
차트인

24년 7월 앨범 'ATE' 또한 빌보드200 1위 차트인에 성공하면서 24년 11월 기준 빌보드200 1위를 총 6번 기록한 BTS의 뒤를 잇고 있다. SKZ는 22년 3월 앨범 'ODDINARY'를 시작으로 22년 10월 앨범 'MAXIDENT', 23년 6월 앨범 '5-STAR', 23년 11월 앨범 '樂-STAR', 24년 7월 앨범 'ATE'까지 총 5번의 빌보드200 1위 차트인 기록을 가지고 있다. 빌보드200 1위에 등극된 앨범은 SKZ의 최근 5개 앨범인데, K-pop 아티스트상 연속으로 신보 5개를 빌보드200 1위에 차트인시킨 것은 SKZ가 최초다. 빌보드 핫 100이 음원 차트라면, 빌보드200은 앨범 차트로 두 차트 모두 아티스트의 글로벌 성공 여부를 가늠하는 지표다.

음악만 좋아?  
무대도 좋아

SKZ는 K-pop 아티스트 역사상 최초로 23년 7월 프랑스 파리에서 열린 음악 축제 '롤라팔루자 파리'에서 메인 헤드라이너를 맡았다. 24년 8월에는 미국 시카고에서 열린 '롤라팔루자 시카고'에서 다시 메인 헤드라이너로 출연했는데, 공연 시간이 23년 75분에서 24년 90분으로 늘어났다. 이에 더해 두 번 모두 축제 라인업 중에서 SKZ의 공연 시간이 가장 길었다. 무대 퍼포먼스 능력까지 입증한 SKZ가 다니는 월드투어는 과연 어떨까?

### 3.2 역대급 실적을 보여줄 월드투어

공연장 규모가  
더 커진 월드투어

SKZ는 3번째 월드투어 'dominATE'를 진행하고 있다. 공연장은 스타디움(약 6만 명)>돔(약 3.5만 명)>아레나(약 1.5만 명)>홀(약 0.5만 명) 순서로 수용 인원을 더 많이 받을 수 있는데, 공식적으로 발표된 'dominATE'의 일정은 아레나, 돔, 스타디움에서 각각 6번, 10번, 31번의 공연 즉, 총 47회의 공연을 한다. 2번째 투어인 'MANIAC'이 총 42회의 공연을 홀, 아레나, 돔, 스타디움에서 각각 2번, 34번, 4번, 2번 진행했는데, 이번 투어는 이전과 다르게 스타디움 공연의 비중이 66%다. 공연 횟수는 비슷하지만, 회당 관객이 늘어나 콘서트 매출이 더 증가하는 구조다.

도표 3-4. 투어 일정표

아시아(10개국, 19회 공연)					북아메리카(3개국, 14회 공연)					
연도	일자	나라	공연장	수용 인원(명)	연도	일자	나라	공연장	수용 인원(명)	
24년	08.24~08.27	한국	KSPO Dome	15,000	25년	04.12~13	멕시코	Estadio GNP Seguros	65,000	
	9.28	싱가포르	National Stadium	52,000		05.24	미국	T-Mobile Park	47,947	
	10.19	호주	Marvel Stadium	53,539		05.28	미국	Oracle Park	41,915	
	10.26	호주	Allianz Stadium	45,500		05.31~06.01	미국	SOFI Stadium	70,240	
	11.02	대만	Kaohsiung Stadium	55,000		06.06	미국	Globe Life Field	40,300	
	11.14~11.16	일본	Tokyo Dome	55,000		06.10	미국	Truist Park	41,084	
	11.23	필리핀	Philippine Arena	55,000		06.14	미국	Camping World	50,612	
	11.29~11.30	마카오	Galaxy Arena	16,000		06.18~19	미국	Citi Field	41,922	
	12.05~12.07	일본	Kyocera Dome	36,627		06.23	미국	Nationals Park	41,546	
	12.14	태국	Jangkok National Stadium	35,000		06.26	미국	Wrigley Field	41,649	
	12.21	인도네시아	Bung Karno Stadium	77,193		06.29	캐나다	Rogers Centre	49,286	
	남아메리카(4개국, 7회 공연)					유럽(5개국, 7회 공연)				
연도	일자	나라	공연장	수용 인원(명)		연도	일자	나라	공연장	수용 인원(명)
25년	01.18~01.19	홍콩	AsiaWorld-Expo	14,000		25년	07.11	네덜란드	CRUIFF Arena	56,120
	03.28~03.29	칠레	Estadio Bicentenario	17,000	07.15		독일	Deutsche Bank Park	51,500	
	04.01	브라질	Estadio Nilton Santos	44,661	07.18~07.19		영국	Tottenham Hotspur	62,850	
	04.05	브라질	Estadio Morumbi	66,795	07.22		스페인	Riyadh Air Metropo	70,460	
	04.09	페루	Estadio San Marcos	32,000	07.26~07.27		프랑스	Stade De France	80,698	

\*노란색 음영은 공연 추가된 장소

기존 일정(22개국, 41회 공연) ➡ 최근 투어일정(22개국, 47회 공연)

월드투어는 계속  
규모 확대 중

11월 19일 41회 공연으로 확정된 월드 투어였지만, 특히 미국과 유럽 지역에서 전석 조기 매진으로 기존 공연 예정이었던 미국, 멕시코, 프랑스, 영국 스타디움과 미국 돔 그리고 칠레 아레나에서 각 1회씩 공연이 추가됐다. 공연 횟수 증가로 인해 동사의 콘서트 매출이 증가할 것이라는 점도 중요하지만, 주목할 점은 따로 있다. **북미 스타디움 연속 공연이 가능한 K-pop 아티스트는 단 3팀 BTS, 블랙핑크, SKZ 뿐이다.**

월드투어 총  
모객수 추정치는  
231만 명

현재까지 공식 발표 난 일정으로만 추정되는 모객 수는 195만 명이지만, 25년 7월 이후 일정을 고려하지 않은 모객 수다. 현재 월드투어 티켓이 계속 조기매진되고 있기 때문에 아직 공개되지 않은 8~12월 사이, 미국 스타디움급 공연장 2개에서 3일 연속 공연 즉, **6회의 공연 일정이 추가되어 SKZ의 'dominATE' 투어 예상 모객 수가 최소 233만 명이 될 가능성이 높다.** SKZ의 직전 월드투어 'Maniac'의 총 모객 수인 55만 명은 물론, 동사 고연차 걸그룹인 트와이스의 23년 'Ready to be' 투어의 총 모객 수인 150만 명을 넘는 대규모 월드투어다.

하반기 미국  
스타디움에서  
추가 공연 기대

23년 트와이스는 'Ready to be' 투어에서 24년 3월까지의 일정을 마치고 단일 국가 중 가장 많은 37만 명 모객에 성공한 일본에서 6회의 스타디움급 추가 공연을 통해 투어를 마무리한 적이 있다. 당시 트와이스가 K-pop 걸그룹 최초로 일본 '닛산 스타디움'에 입성했다는 것과 현재 SKZ가 미국 내에서 K-pop 보이그룹 두 번째로 미국 스타디움 연속 공연을 진행한다는 점은 두 그룹의 폭발적 인기 증가세라는 상황적 유사성을 대변한다. **트와이스가 추가 공연을 통해 기존 일본 공연에 버금가는 36만 모객에 성공했다는 점에서, SKZ 또한 25년 하반기 6회 추가 공연으로 현재 미국 예상 모객 46만 명에 못 미치는 36만 모객은 충분히 성공할 것을 기대한다.**

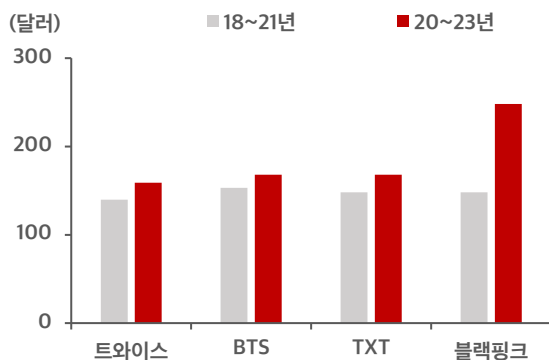
북미 티켓  
가격은 다른  
지역보다 비싸

타 지역보다 북미에서 더 많은 공연을 할수록 콘서트 매출은 더 커질 수밖에 없다. BTS의 21년 Permission to Dance on Stage, TXT의 22년 Act: Lovesick Tour, Seventeen의 22년 Be The Sun Tour 그리고 SKZ의 22년 Maniac 투어를 비교한 결과, 북미 티켓의 평균 가격인 139달러는 아시아지역보다 1.2배 더 비쌌다. Maniac에서 20.8만 명이었던 북미 관객은 dominATE 투어에서는 공식 일정 기준 61.5만 명으로 3배 증가했기 때문에 폭발적 실적 성장은 예견된 사실이다.

인기 아티스트는  
가격에 상관없이  
티켓 매진

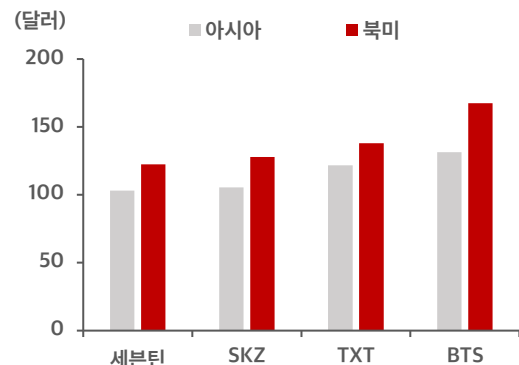
각 지역의 티켓 가격은 시간이 흐르면서 상승하는 경향이 있는데, **높아진 가격 때문에 콘서트 공석에 대한 우려가 있을 수 있다.** 그러나 BTS의 18년 Love: Speak Yourself Tour와 21년 Permission to Dance on stage 투어를 비교해보았을 때, 북미 지역에서 티켓 가격이 153달러에서 168달러로 높아졌음에도 티켓 매진율은 100%를 유지했다. **아티스트의 인지도가 높으면 티켓 가격은 팬들에게 중요한 요소가 아니다.**

그림 3-5. 시기별 티켓 가격 추이



출처: Touringdata, SMIC 5팀

그림 3-6. 티켓 가격 지역별 차이



출처: Touringdata, SMIC 5팀

### 3.3 월드투어 이후에는 돔투어

돔 투어를 통한 모  
객 수 증가 기대

25년 하반기 다시 돔 투어가 개최될 가능성도 높다. 23년 5-STAR 돔 투어는 26만 석을 두고 사전 응모만 250만 건이 몰리고, 티켓팅 오픈 후 5분 만에 매진됐다. 당시 돔 투어는 빌보드 200 1위를 달성한 첫 번째 정규앨범인 '5-STAR'를 기념했다. 앨범 'ATE' 또한 빌보드 핫 100 기록 갱신이라는 의미를 가지고, 23년에도 MANIAC 투어가 종료된 하반기에 돔 투어를 진행했다는 점을 참고하면 dominATE 투어가 종료될 25년 하반기에 돔 투어가 진행될 가능성이 높다.

돔 투어는 25년  
하반기 최소 6회  
이상 공연 진행

5-STAR 돔 투어가 23년에 6번, 24년에 2번 및 추가 공연 두 번으로 진행됐다는 점에서 25년 하반기 돔 투어도 최소 6번 이상의 공연을 진행할 것을 기대한다. 이번 월드투어가 기존 'MANIAC' 월드투어보다 훨씬 규모가 커졌다는 점에서, 공연장 또한 도교 돔과 같이 더 많은 수용 인원을 받을 공연장으로 바뀔 가능성이 높다. 그렇게 되면 티켓 가격 변동 없이도 이전보다 모객 수를 높여 5-STAR 돔 투어 매출보다 더 높은 수준을 달성할 수 있다.

MD 는 고마진  
상품

콘서트를 더 많이 진행할수록 동사는 영업이익률이 40~60%에 달하는 고마진 상품인 MD(Merchandise)를 팬들에게 더 많이 판매할 수 있다. MD의 종류로는 대표적으로 콘서트에서 주로 사용하는 응원봉이 있으며, 아티스트의 이름이나 로고가 표시된 의류, 한정판으로 판매하는 포토북 등이 있다. MD는 온라인이나 콘서트 현장에서 직접 구매할 수 있는데, 현장 구매 시 MD 샵 오픈 2~3시간 전부터 줄을 서서 기다려야 구입할 수 있을 정도로 팬들의 수요가 높다.

MD 매출까지  
증가해 실적  
견인

실제로 전체 매출액에서 공연과 MD가 차지하는 비중은 22년 7%와 14.1%에서 23년 11.2%와 20.2%로 같이 증가했다. 24년 3분기 누적 공연 수익은 655억 원으로 이미 23년 632억 원을 초과했고, 4분기 월드투어가 남았기 때문에 MD 매출은 23년 1,110억 원보다 높게 책정될 것임은 자명하다. 정리하면, SKZ의 예상 총 모객 수는 24년 77만 명, 25년 175만 명이며 공연 매출액만 24년 300억 원, 25년 700억 원 증가가 예상되어 역대 콘서트 매출 달성에 성공할 것이다.

도표 3-7. 월드 투어, 돔 투어 모객 수 추정 표

24년 총 모객 수					25년 총 모객 수				
연도	공연장 종류	개수	모객 수(만)	총 모객 수(만)	연도	공연장 종류	개수	모객 수(만)	총 모객 수(만)
24년	스타디움	9	6	54	25년	스타디움	13	6	78
	돔	4	3.5	14		돔	11	3.5	38.5
	아레나	6	1.5	9		아레나	4	1.5	6
	홀	0	0.5	0		홀	0	0.5	0
합계				77	합계				122.5
25년 추가 총 모객 수(추정)					25년 돔투어 총 모객 수(추정)				
연도	공연장 종류	개수	모객 수(만)	총 모객 수(만)	연도	공연장 종류	개수	모객 수(만)	총 모객 수(만)
25년	스타디움	6	6	36	25년	돔	4	3.5	14
합계				36	25년	아레나	3	1.5	4.5
합계				36	합계				18.5

출처: 동사, 언론 종합, Touringdata, SMIC 5팀

### 3.4 콘서트 정산 방식도 황금기

각 지역마다 다른  
콘서트 정산 방식

각 지역별로 동사의 콘서트 매출 인식 방법은 다르다. 국내 콘서트의 경우, 총 티켓 판매액을 전액 매출로 인식하고 공연에 소요되는 고정비와 변동비 모두 직접 비용 처리한다. 일본의 경우, 공연을 주관하는 해외 프로모터가 총 티켓 매출에서 비용을 제외하고 일정 부분의 이익을 엔터사에게 나눠주는 형식인 R/S(Revenue Share) 방식이 사용되고 있다. R/S 비율은 아이돌의 입지와 어떤 프로모터와 진행하는지에 따라 20~30%의 범위에서 변동해 정산액이 달라진다.

동사의 복미 콘서트  
매출 인식 방식  
:MG + R/S

공연 기획사를 내재화한 하이브를 제외하고 YG, SM, JYP 중 세계 1위 공연 기획사인 라이브네이션으로부터 MG+R/S의 수익 구조 계약을 따낸 곳은 동사가 유일하다. 23년 11월 동사는 세계 1위 공연 주관 업체인 라이브네이션과 파트너십을 체결하며 미국 내에서 공연 수익을 정산받는 구조를 MG(미니멈 개런티)에서 MG+R/S로 변경했다. 복미를 포함한 그 외 지역에서는 보통 MG 또는 MG+R/S의 구조로 정산받는다.

MG방식은 고정액만  
큼만 수취

그동안 동사는 공연의 흥행 여부와 관계없이 라이브네이션이 매 공연마다 지급하는 고정액만큼만 공연 매출로 인식했다. 콘서트가 흥행하지 못해 적자가 나도 동사는 지급된 MG로 안정된 수익을 보장받았다는 장점도 있었지만, 반대로 콘서트가 흥행해도 그 과실을 얻지 못했다는 단점도 존재했다. LOW RISK, LOW RETURN 구조인 것이다.

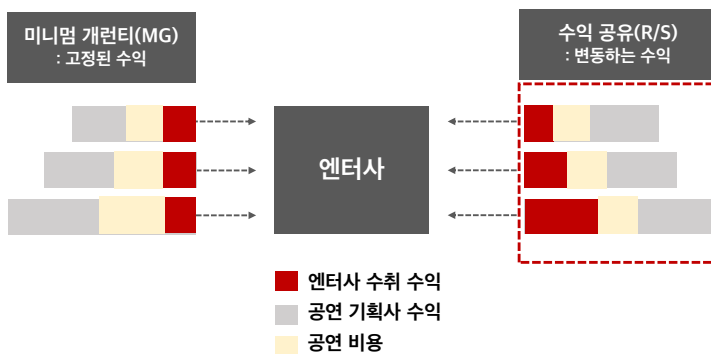
R/S방식은 수익도  
높고 위험도 높고

하지만 상술했듯이, 콘서트 전석 조기 매진을 시킬만큼 SKZ의 흥행이 확실한 상황에서 더 이상 동사가 안정적이지만 상방이 막힌 MG만을 받을 이유가 없다. MG+R/S로 수익 구조가 변경되면, 엔터사는 공연 흥행에 대한 리스크를 부담해야하기 때문에 HIGH RISK, HIGH RETURN의 상황에 취하게 된다. 그러나 콘서트 흥행이 뚜렷한 동사에게는 오히려 MG+R/S는 LOW RISK, HIGH RETURN 구조이며, 동사의 IP 파워가 더 강력해질수록 위험은 더 낮아지고 리턴은 높아진다.

이번 투어는 수익성  
도 좋은 투어

하나의 공연장에서 2일 이상 연속 공연을 진행하는 횟수의 증가는 상술한 R/S에서 동사가 인식할 수 있는 수익의 크기를 늘리는 구조다. 같은 공연장에서 연속 공연을 진행하면 공연장 대관료와 같은 고정비가 감소하기 때문에 이익률이 상승한다. 동사는 이미 스타디움 5곳에서 2일 연속 공연을 확정지었기 때문에 매출 증가세보다 이익 증가세가 더 가파를 것이다.

그림 3-8. MG와 R/S 도식도



출처: SMIC 5팀

그림 3-9. 엔터4사 공연 수익 인식 방법

구분	국내	일본	미주 지역	기타 지역
JYP	총 매출 + 비용 인식	R/S	MG+R/S	MG
YG	총 매출 + 비용 인식	R/S	MG	MG
SM	총 매출 + 비용 인식(드림메이커)	R/S	MG	MG
HYBE	총 매출 + 비용 인식			

출처: 각 사, SMIC 5팀

### 3.5 음반 시장에도 걸 수 있는 기대

#### (1) 음반도 회복 중

앨범 시장 역성장  
이제 그만

24년을 넘어 25년에는 음반 시장의 활기가 다시 돌아올 것으로 기대된다. 먼저 중국으로 나가는 K-pop 음반 수출액 24년 1~10월 누적분은 23년 1~10월 누적분보다 109% 증가했다. 23년 음반 시장 업황이 좋아지지 못한 이유로는 23년 하반기부터 악화된 팬덤 경쟁 심리도 있었지만 22년 5,132만달러에 달했던 중국향 음반 수출액이 23년 3,389만 달러로 34% 감소했다. 22년 1~10월 누적분으로 비교해보아도 24년 1~10월 누적 수출액이 2% 더 큰 수치며, 중국향 음반 수출 부진의 문제가 점차 해소되고 있다.

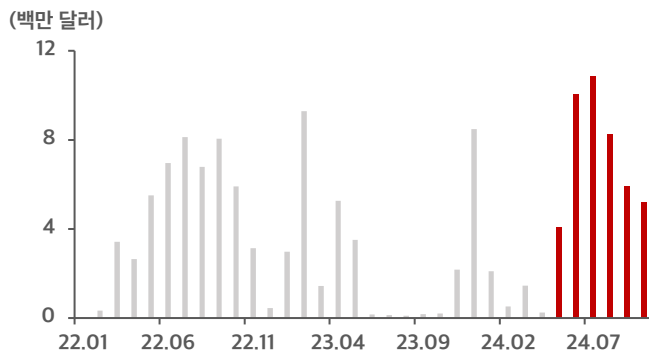
### 팬덤 경쟁 심리 회복될 예정

신인 그룹을 중심으로 팬덤 경쟁 심리 또한 회복되고 있다. 세븐틴의 23년 10월 앨범 ‘Seventeenth Heaven’이 초동 판매량 509만 장을 기록한 후, 초동 판매량 경쟁에 대한 팬들의 피로도가 누적되어 팬덤들의 경쟁 열기가 식었다. 하지만 24년 4월 보넥도(BOYNEXTDOOR) 53만 장, 7월 NCT위시 54만 장, 9월 보넥도 76만 장, NCT위시 79만 장으로 현재 저연차 보이그룹 중심으로 비슷한 초동 판매량이 집계되고 있다. 팬덤 규모 대응치인 트위터 팔로우 수가 보넥도의 경우 24년 4월에 33만, 9월에 51만으로, 확장된 팬덤의 규모를 감안하더라도 경쟁 심리가 살아나고 있는 것은 명확해 보인다.

### BTS와 블랙핑크의 컴백으로 음반 시장 활기 회복 예정

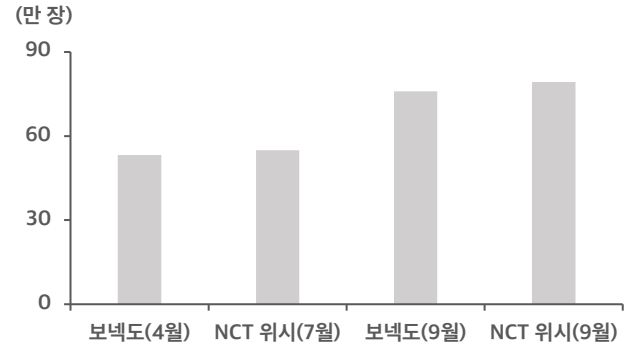
25년에는 K-pop 메가IP인 BTS와 블랙핑크의 컴백이 예정되면서, 팬덤 경쟁 심리 회복은 저연차 아이돌 팬덤에서 그치지 않을 것이다. 그룹 활동이 부재했던 23년이었지만, BTS와 블랙핑크는 기존 앨범 판매량으로만 23년 국내 음반 시장의 14%를 차지했다. 25년 그들이 컴백을 한다면, 국내 음반 시장뿐만 아니라 K-pop 시장 전체에 활력이 붙을 것으로 기대한다.

그림 3-10. 중국향 음반 수출액



출처: TRASS, SMIC 5팀

그림 3-11. 신인 보이그룹 초동 판매량 비교



출처: 한터차트, SMIC 5팀

### 앨범 준비 1일차 조회수는 점점 상승 중

SKZ 또한 23년 6월 ‘5-STAR’ 초동 판매량 462만 장을 달성한 후 24년 7월 앨범 ‘ATE’까지 초동 판매량이 하락하고 있지만, 여전히 팬덤의 규모는 견조하다. 5-STAR의 경우, 1일차 유튜브 티저 조회 수는 250만이었고, 23년 11월 앨범 ‘樂-STAR’와 24년 7월 앨범 ‘ATE’는 각각 173만, 183만으로 ATE의 경우 조회 수가 전작 대비 6% 증가했다. SKZ에 대한 팬들의 관심도는 여전히 높았기 때문에, 최소한 초동 판매량이 역성장하지 않을 것은 물론 25년 음반 시장이 다시 회복된다면 동사의 앨범 초동 판매량 또한 증가할 것으로 기대한다.

### (2) 컴백은 언제쯤 할까?

#### 25년에 국내에서 컴백 2번

25년에는 국내 컴백을 총 2번 진행할 것으로 기대한다. 해당 근거는 SKZ 데뷔 이후 코로나19 시기인 20년과 21년을 제외한 모든 연도에서 모두 2번 이상의 컴백을 해왔기 때문에 25년에도 2번 컴백할 것으로 예상할 수 있다. MANIAC 월드 투어를 다니고 돔 투어까지 진행했던 23년에도 국내에서 2회 컴백했다는 점에서, 25년 컴백 기대는 충분히 합리적이다.

#### 25년 일본에서 컴백 1번

뿐만 아니라 일본에서도 1번의 컴백을 기대해본다. 21년을 제외하고 매년 1번씩 컴백을 해왔으며, 20년 10월에 발매한 미니1집 ‘ALL IN’과 22년 6월 미니2집 ‘CIRCUS’의 초동 판매량이 6만 장에서 19만 8,000장으로 18개월 만에 3배 이상 증가했다. 23년 2월 정규1집 ‘THE SOUND’와 24년 11월 정규2집인 ‘GIANT’의 초동 판매량이 45만 장과 44만 6,000장으로 집계돼 초동 판매량 성적도 좋은 현재, 일정에 무리가 없는 이상 25년에 한 번 더 컴백하지 않을 이유가 없다.

## Point 2. 고연차가 보장하는 안정적인 실적

동사의 고연차 아티스트들은 동사의 실적 안정성을 책임진다. 15년 데뷔 이래 앨범 판매량이 꾸준한 증가 추세에 있는 TWICE, 이보다 더 안정적일 수는 없다. 빅뱅과 뉴진수도 세우지 못한 기록을 세우며 역주행에 성공한 DAY6, 최근 28개 지역 32회 공연의 월드 투어도 무사히 마무리한 ITZY까지. 실적의 안정성을 책임지는 이들에게 실적 성장 모멘텀까지 다가오고 있다.

### 4.1 TWICE, JYP 고연차 아티스트의 대명사

월드 투어 대성공  
4년 전의 5.5배 수익

15년 10월 데뷔한 TWICE는 동사의 대표 IP로서 동사의 실적 안정성을 보장해준다. TWICE의 저력은 월드 투어 성과를 봐도 알 수 있다. 19년 대비 23년 총 수익은 5.5배가 되었고, 쇼의 횟수도 2배 정도로 증가했다. 동일 기간 티켓 판매량은 4.7배, 티켓 가격은 1.2배로 상승했다. 지역적으로는 아시아 매출이 부각되는데, 이 중 일본이 73%로 아시아 매출의 대부분을 차지했다.

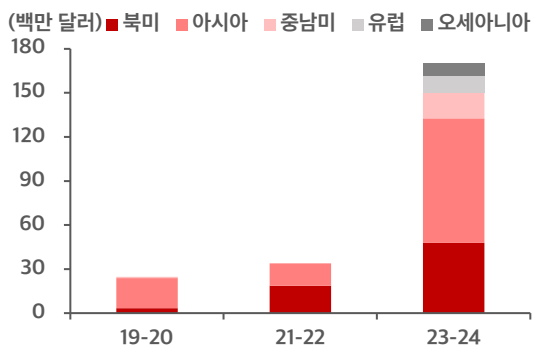
가장 큰 시장인  
북미에서도 성과

북미 매출의 성장성에도 주목할 필요가 있다. 세번째 투어의 북미 매출은 첫번째와 두번째 각각의 14.0배, 2.6배에 달한다. 북미의 평균 티켓 가격이 아시아보다 18% 비싼 것을 감안하면, 북미 관객 수가 눈에 띄게 증가했음을 알 수 있다. 23년 TWICE는 K-POP 걸그룹 최초로 8만석 내외의 로스엔젤레스 SoFi 스타디움과 뉴저지의 MetLife 스타디움에서 완판을 기록했다.

오는 12월 6일  
미니 앨범 발매

오는 12월 6일, 14번째 미니 앨범인 'STRATEGY'를 발매한다. 여기에 피처링에 참여한 미국 유명 래퍼 메간 디 스텔리온의 피처링으로 기대를 높인다. Strategy 티저 영상은 Billboard 200 1위에 입성했던 'With You-th'와 첫 24시간 조회수가 60만 회로 일치한다. 수록곡인 'One Spark'는 초동 106만 장을 기록했는데, Strategy는 이를 상회할 가능성이 높다. 11월 21일 K-POP 아티스트 최초로 '아마존 뮤직 라이브'에 출연해 역대 가장 많은 시청자 수를 기록했고, 미국 팝업스토어에서 준비한 모든 MD가 매진되었으며, TWICE 앨범 판매량이 우상향 추세라는 점을 고려하였다. 앨범의 인기에 따라 공연 일정이 발표되는데, 이에 따른 추가 매출도 충분히 기대해볼 수 있다.

도표 4-1. 월드 투어 시즌별 매출



출처: Touringdata, SMIC 5팀

도표 4-2. TWICE 연도별 월드 투어 성과

TWICE 연도별 월드 투어 성과						
(단위: 달러)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
수익	21,075,168	3,746,973	904,648	32,996,629	116,907,206	53,539,439
YoY		-82%	-76%	3547%	254%	-54%
쇼(회)	21	4	2	12	40	11
회당 수익	1,003,579	936,743	452,324	2,749,719	2,922,680	4,867,222
티켓 판매량(개)	198,501	43,646	8,874	280,790	928,119	572,161
YoY		-78%	-80%	3064%	231%	-38%
티켓 가격	106	86	102	118	126	94
YoY		-19%	19%	15%	7%	-26%

출처: Touringdata, SMIC 5팀

25 월드 투어  
진행할 것

과거 활동 패턴을 고려하면 TWICE는 'STRATEGY' 발매 이후에도 6번째 월드 투어를 진행할 것이다. 과거 이력을 토대로 향후 콘서트 일정을 예상해보면, 12월 앨범 발매 후 1월 한국 공연을 시작으로, 1월 중후반부터 해외 투어를 시작할 것이다. 한편, TWICE는 25년 4월 6차레에 걸쳐 콜드플레이의 내한공연 게스트로 무대에 오른다. 국내 무대지만, 콜드플레이가 세계적으로 인기 있는 밴드인 만큼 밴드 신이나 브릿팝(Britpop) 신에서도 TWICE를 주목하는 계기가 될 수 있다.

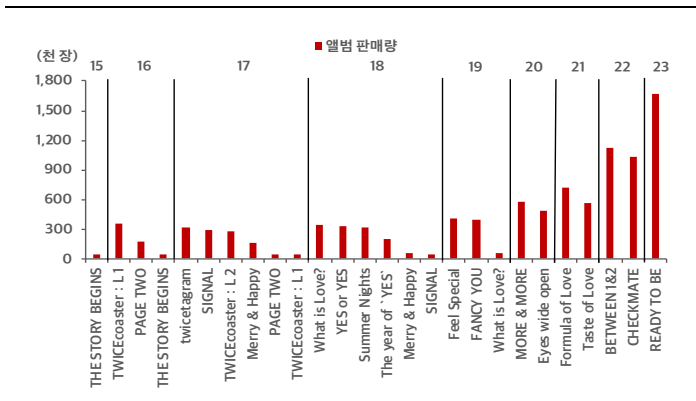
## 25 투어 티켓 판매량 추정

25 월드 투어 콘서트 티켓 판매량은 778,644개로 기대할 수 있다. 미국과 일본을 제외한 콘서트는 23-24 투어 수준의 판매가 가능하고, 전술했듯, 최근 큰 활약을 하고 있는 미국과 일본에서의 업사이드에 주목한다. 실제로 19-20 투어 대비 23-24 투어에서도 미국 수익은 15배 이상 증가했고, 동일 시기 일본은 6천~1만 4천이었던 쇼의 크기가 4만~7만으로 4배 이상 증가하였다. 이전 투어 대비 각 투어 시작 시점의 트위터 팔로워 수 증가 비율을 고려하여, 미국과 일본 티켓 판매량에 이전 투어 대비 23-24 투어의 티켓 판매량 증가율을 곱해주었다.

## JYP의 고연차 상징 : 10년차 걸그룹

TWICE는 어느덧 10년차 아이돌 그룹으로, 동사를 대표하는 고연차 아티스트라는 상징성을 띤다. TWICE 전원은 22년 7월 동사와 재계약을 완료하면서 아이돌의 평균 수명인 '마의 7년'을 넘는데 성공했고, 25년 재계약도 성사될 확률이 높다. SKZ와 DAY6 등 핵심 아티스트들이 재계약한 것을 보면 아티스트와 회사간의 끈끈한 관계를 짐작할 수 있고, TWICE가 동사보다 더 많은 수익을 얻는 좋은 계약 조건이라는 점과 멤버간 사이가 좋기로 유명하다는 점을 감안하였다.

도표 4-3. TWICE 앨범 판매량



출처: CircleChart, SMIC 5팀

도표 4-4. TWICE 25 월드 투어 콘서트 티켓 판매량 추정

### TWICE 25 월드 투어 콘서트 티켓 판매량 추정

(단위: 개)	21-22 투어	23-24 투어	25 투어
총합	234,205	603,602	778,644
북미	28,035	133,829	165,394
아시아	206,170	155,835	299,312
중남미	-	180,033	180,033
유럽	-	63,770	63,770
오세아니아	-	70,135	70,135
트위터 팔로워 수	9,239,592	11,491,113	12,213,187
YoY(%)	-	24%	6%

출처: Spotify, SMIC 5팀

## 4.2 DAY6, 저점에서 고점으로 역주행의 아이콘

### TOP6 안에 4곡 전무후무한 기록

15년 9월, DAY6는 동사에서 밴드로 데뷔한 최초의 아티스트이다. 대중에게는 사실상 올해 제대로 인식된 밴드이지만, 23년 12월 마지막 주에 역주행을 시작하여 앞으로의 성장성이 더욱 기대되는 아티스트이다. DAY6의 인기가 상당하다는 사실은 멜론 차트를 보면 알 수 있다. DAY6의 곡이 24년 9월 TOP6 중 4개를, 24년 10월엔 TOP10 중 4개를 차지했다. 종합장르 TOP6 안에 4곡이 들어간 건 전무후무하다. 15년의 빅뱅도, 23년의 뉴진스도 3곡이 최대였다.

### 3만 8천여 명 10분 만에 매진

올해 개최된 DAY6의 콘서트는 전 회차 전석 매진이었다. 12월 20일과 21일, K-POP 밴드 최초로 국내 최대 실내 공연장 중 하나인 고척스카이돔에서 단독 콘서트를 개최한다. 3만 8천여 명의 규모임에도 일반 예매 오픈 10분 만에 전석이 매진되었다. 따라서, 24년 단독 콘서트 합산 11만 2천개에 달하는 티켓 판매량은 25년에도 충분히 가능하리라고 판단된다.

### 세번째 월드 투어 진행 중

DAY6는 24년 9월 20일 인천 인스파이어 아레나를 시작으로 세번째 월드 투어 'FOREVER YOUNG'을 시작했다. 이전의 월드 투어 두 번 모두 아시아, 북아메리카, 유럽 순으로 진행하였고, 이번 월드 투어 또한 유사한 순서로 진행될 것으로 판단한다. 25년 2월 말까지 아시아 콘서트를 마치고, 4월 중순에 북아메리카로 건너간다. 이미 발표된 규모에, 후술한 논리에 따라 앞으로 더 추가될 수 있는 규모를 합산하면 최종 예상 규모, 224,750개를 기대해볼 수 있다.

세번째 월드 투어  
규모 추정 논리

FOREVER YOUNG 월드 투어의 규모는 첫 월드 투어인 'YOUTH'와 두 번째 월드 투어인 'GRAVITY' 모두 진행되었던 국가, 콘서트장만을 반영한 규모다. 글로벌 음악 스트리밍 시장의 선두주자인 Spotify TOP 200에 3년간 2개를 넘기지 않았던 DAY6의 앨범이 24년 9월엔 12개가 들어가는 등 DAY6의 인기가 급격히 상승 중이라는 사실을 감안하면, 월드투어 규모는 본서가 제시한 바보다 더욱 커질 것으로 보인다.

4.3 ITZY, 내년 재계약과 함께 월드 투어 실적 기대

ITZY 재계약  
가능성 ↑

19년 2월 데뷔한 걸그룹 ITZY는 데뷔 7년차로 재계약을 앞두고 있는데, ITZY는 동사와 재계약을 할 가능성이 높다. TWICE와 SKZ 등 최근 동사와 소속 아티스트와의 재계약한 사례가 많고, 올해 진행된 월드 투어 'Born To Be World Tour'에서 28개 지역 32회 공연을 하는 등 성공적인 성과를 거두었기 때문이다. 배우로 활동하는 멤버가 없는 것도 재계약의 가능성을 높인다.

25년 앨범 발매와  
월드 투어 가능성 有

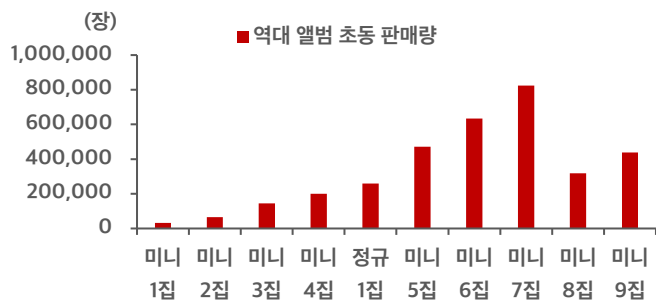
10월 15일 발매된 미니 앨범 'GOLD'는 ITZY 역대 앨범 초동 판매량에서 4위를 기록했다. ITZY는 연 평균 약 1.7개의 앨범을 발매하므로, 내년 2개의 앨범을 발매할 가능성이 높다. 22년 이래로 매년 월드 투어를 했다는 점을 고려하면, 25년 월드 투어도 열릴 것이다. 최근 월드 투어에서 방문 국가가 기존 8개에서 18개로 늘었기에, 25년 월드 투어의 실적 또한 상승할 여지가 있다.

도표 4-5. DAY6 월드 투어 콘서트 티켓 판매량 추정

(단위: 개)	YOUTH(18.6-19.3)	GRAVITY(19.8-20.1)	확정된 규모	추가 예상 규모	최종 예상 규모
아시아	32,200	103,850	131,800	4,000	135,800
북아메리카	15,950	24,850	11,600	26,700	38,300
유럽	15,100	43,250	-	43,250	43,250
기타	4,500	7,400	-	7,400	7,400
합계	67,750	179,350	143,400	81,350	224,750

출처: Melon, SMIC 5팀

도표 4-6. ITZY 역대 앨범 초동 판매량



출처: 언론종합, SMIC 5팀

Point 3. 저연차가 보여줄 실적과 성장성

5.1 동사 저연차, 어떻게 봐야할까?

동사 우려사항  
=저연차?

엔믹스, 니쥬, NEXZ 모두 타 엔터사 신인 대비 낮은 국내 인지도를 가지는 점은 우려 사항으로 언급된다. 특히 TWICE 이후 '5세대 아이돌'로써 동사 대표 여자아이돌 주자로 거론되었던 엔믹스의 타사 그룹 대비 부진이 동사 성장성에 대한 대중의 우려를 유발한다. '5세대 여자아이돌' 대표 주자가 동사의 경우 엔믹스라면, 에스엠은 에스파, 와이지는 베이비몬스터다. 에스엠의 에스파가 상술하였듯 블랙핑크 부재 속에서 저연차 여자아이돌 중 가장 높은 가치의 IP로 인정받는 가운데 24년 4월 데뷔한 베이비몬스터가 통상 데뷔 3년차 이후 시작하는 월드투어를 2년차인 25년에 시작할 것으로 보이며 이에 따른 성장성의 차이가 더 부각되는 지점에 있다.

하지만 중요한건  
성과의 지속성

다만 주목할 것은 동사의 저연차, 신인 아이돌의 저력이 신인 시기의 폭발적인 대중의 주목에 있다가보다는, 성과의 지속성에 있다는 점이다. 동사는 상술한 멀티레이블 체제를 시범 도입하기 시작한 15년 이후 데뷔한 아이돌 그룹 가운데 현재 실적 성장에 기여하지 않는 그룹이 단 한 개도 없다.

다른 엔터사는 어떤데?

하이브는 레이블 체제 하 수익성 기여가 낮은 아이돌을 해체시키는 전략이다. 와이지는 아이콘, 위너의 지속적 성장에 실패했으며, 에스엠의 경우 앞의 두개 사 대비 개별 그룹의 성공률이 높은 편이지만 잦은 인적리스크로 레드벨벳, NCT의 실적 보존에 실패한 바 있었다.

개별 저연차는 모두 보장된 실적원

결론적으로, TWICE, DAY6, ITZY의 실적 기여를 지속해나가고 있는 동사의 경우 타 엔터사보다도 개별 저연차 파이프라인에 대한 주목이 필요한 지점이다. 어떤 아이돌 그룹이 대중의 관심 매집에 성공할지 모르는 환경에서, 흥행의 정도가 높지만 성공률은 낮은 타 엔터사의 파이프라인은 후행 지표를 보고 트래킹하는 관점이 적합하다. 반면 동사는 고연차, 과거 행보에서 비롯된 신뢰에 기반해서, 개별 저연차와 신인 IP를 모두 유의미한 파이프라인으로 보고 주목할 필요가 있다.

*이제, 저연차 IP 엔믹스, 니쥬의 실적 기여와  
25년 데뷔를 앞둔 신인 IP 킥플립의 성장성을 알아보자.*

**5.2 저연차 실적 훑어보기**

향후 엔믹스는 안정적 성장 가능

25년은 데뷔 3년차인 엔믹스의 앨범 발매와 월드 투어 일정 발표까지 기대되는 시점이다. 연 평균 2개를 발매한 과거 이력에 따라, 엔믹스는 25년 또한 앨범 2개를 발매할 가능성이 높다. 통상적으로 아이돌은 팬덤 수요가 뒷받침된다면, 3-4년차에 월드 투어 콘서트를 진행한다. 이는 콘서트 무대가 가능한 곡이 일정 개수 이상 누적 발매된 후에 진행하는 경향성에서 기인한다.

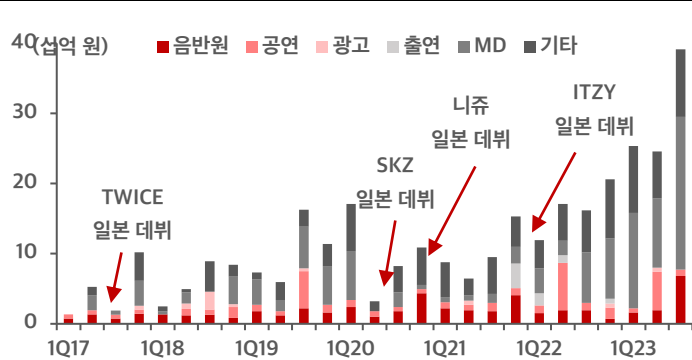
월드 투어 수요 충분

엔믹스 월드 투어의 수요는 충분할 것으로 보인다. 엔믹스는 데뷔 약 1년 만인 23년 3월과 24년 1월 두 개의 앨범으로 빌보드 200에 연속 진입하는 성과를 거두었다. KPOP 아이돌의 빌보드 200 순위 진입은 팬덤 차원의 앨범 내 전곡 연속 스트리밍, 음반 공동 구매를 통해 이루어지는 경우가 일반적이며, 즉 일정 수준 이상의 팬덤 규모의 존재를 의미한다. 더불어 24년 8월 발매한 미니 앨범 초동 판매량은 59만 장으로, 23년 월드 투어 최고 규모의 실적을 기록한 TWICE의 23년 발매 앨범 초동 판매량 64만장과 불과 5만 장밖에 차이 나지 않는 수준이다.

일본의 TWICE 니쥬

니쥬와 NEXZ의 실적도 기대된다. 24년 11월 13일부터 니쥬는 ‘NiziU Live with U 2024-2025’ 콘서트를 이미 3회 진행하여, 25년 2월 23일까지 일본 6개 지역에 걸쳐 남은 15회를 진행할 예정이다. 25년 2월 박진영이 일본 도쿄에서 개최하는 데뷔 30주년 콘서트에도 나간다. 니쥬는 일본 시장을 공략하려는 박진영의 행보에 가장 큰 수혜를 볼 수 있는 그룹이므로, 앞으로 일본에서의 실적이 기대된다. 올해 7월 24일 발매한 앨범 ‘Rise Up’은 초동 19만 6천 장으로, 23년 발매된 두 앨범보다 평균 34% 높았다.

**그림 5-1. 라인업 수 많아지며 빠르게 증가 중인 일본 매출**



출처: 동사, 언론종합, SMIC 5팀

**그림 5-2. 동사 저연차 아티스트 Billboard**

아티스트	앨범	순위	날짜
<b>Billboard 200</b>			
엔믹스	미니 1집 expérgo	122	23.04.08.
	미니 2집 Fe3O4: BREAK	171	24.02.03.
니쥬	디지털 미니 앨범 Mayke you happy	192	20.06.30.
<b>Billboard Japan HOT 100</b>			
니쥬	싱글 Paradise	1	23.03.15.

출처: 언론종합, SMIC 5팀

## 5.3 SKZ 동생 그룹 출격하는데, 형처럼 될 수 있어?

키플립,  
왜 봐야 할까?

25년 1월 1일부터 동사 신인 남자아이돌 키플립의 데뷔 프로젝트가 시작될 예정이다. 17년 하반기, 18년 상반기 SKZ의 데뷔 프로젝트가 진행되었고, 당시 동사의 주가 상승은 TWICE의 폭발적 실적 뿐 아니라 SKZ 성장에 대한 기대감 또한 맞물린 결과였다. 다만 동사의 저연차 아이들이 지속적으로 시장 기대를 하회하는 흥행 성적을 냄에 따라 현시점 키플립 데뷔는 시장의 선행적 반응을 얻고 있지는 못한 상황으로 보인다. 다만 본서는 키플립의 컨셉에서 보이는 동사 전략이 성장 기대감을 증폭시킬 수 있는 요인이라고 본다.

키플립,  
그게 누구?

7인으로 구성된 키플립은 21년 6월 진행된 오디션 프로그램 'LOUD'에서 최종 선발된 멤버 4명이 포함되어 있으며, 해당 멤버들 모두 3년 이상의 연습생 기간까지 거쳐 팬덤 확보의 주요 요인 중 하나인 실력적 요인은 보장될 것으로 기대되는 지점이다. 주목할 지점은 키플립이 미국 팬덤 확보를 용이하게 한 SKZ의 '아티스트형 아이돌' 컨셉을 답습하고 있다는 데 있다.

BTS>SKZ>키플립?  
아티스트형 아이돌

BTS의 미국 팬덤 모집의 성공 요인은 10, 20대 소년으로서 '자신의 이야기'를 가사와 무대에 담음으로써 멋, 신비로움, 화려함을 강조하는 기존의 '팬덤형 아이돌'과 구별되는 '아티스트형 아이돌' 컨셉을 차용했다는 데 있다고 평가받는다. SKZ의 미국 팬덤 모집 또한 BTS를 답습한 아티스트형 아이돌 컨셉이 기여한 바가 크다고 본다. SKZ는 18년 데뷔 시부터 리더인 방찬이 전 멤버를 구성한 점, 직접 작사 작곡한 곡으로 무대를 구성하는 점, 반항적이고 자유분방한 컨셉에서 BTS의 성공공식을 재현해낼 것이라는 시장의 기대를 받은 바 있다. 실제 데뷔 시부터 초기 미국 팬덤 확보에 성공했으며 이는 현시점 미국 성공의 주요 기반이 되었다.

선배들  
따라한게 틀림없다

동사가 제시한 키플립의 컨셉은 스케이트 보딩 용어에서 차용한 '기존의 것에 얽매이지 않는다'는 뜻의 팀명에서 드러나며, 반항적이고 자유분방한 10대 소년의 이미지가 중심이다. 더불어 동사는 전 멤버 공개도 되기 전부터 홈페이지를 통해 멤버 연습일지를 공개하는 등의 행보를 보였다. 특정 유명 멤버 인지도를 활용하지 않는 점, 데뷔 전부터 연습일지를 공개하며 신비주의를 배제한 점, 데뷔 시 예능 프로그램이 진행될 예정으로 초기 팬덤 확보를 목표하는 점 모두 BTS>SKZ로 이어진 미국 팬덤 확보의 공식이다.

TWICE에게  
배운 바가 있다

일본인 멤버 2명, 한국인 5명으로 구성된 점은 SKZ와 차별되는 점으로, 지속적인 일본 시장 공략을 통한 수익성 확보전략으로 보인다. 동사 다국적 남자아이돌 계보에서 14년 데뷔한 갓세븐은 멤버 7인 중 미국인 1명, 태국인 1명, 홍콩인 1명이 포함되었으며, 18년 데뷔한 SKZ는 호주인 1명만이 포함되었다. 현시점 다국적 멤버로 일본인 2명만을 포함시킨 점은, 18년 이후 TWICE의 성공 사례를 통해 배운 일본 팬덤의 지속성과 일본 시장의 수익성을 노린 전략으로 보인다. TWICE의 고연차에도 불구하고 지속적인 실적 상향은 미국 시장의 확장성뿐 아니라, 일본인 멤버 3명을 주축으로 일본 팬덤의 높은 충성도에서 받은 수혜가 크다.

*동사의 확실한 실적까지, 파이프라인별로 훑어보았다.*

*이제, 낮은 불확실성, 높은 실적 상향의 기대감을 모두 충족하는 동사의 투자 매력은  
숫자를 통해 구체화해보자.*

## Valuation

### 6.1 매출 추정

동사 매출은 (1) 콘서트, (2) 음반, (3) MD, (4) 음원, (5) 광고, (6) 출연, (7) 기타로 나누어 추정하였다. 본서에서 다른 아티스트들을 중심으로 추정하였으며, 특히 SKZ가 매출에 기여하는 정도에 중점을 두었다. 최종 매출 Table은 다음과 같다.

최종 매출 Table										
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E
매출액	144,399	193,900	345,892	566,501	136,502	95,708	170,473	170,699	603,801	760,771
	YoY(%)	34.28%	78.39%	63.78%					6.58%	26.00%
콘서트	1,141	1,232	24,586	63,188	29,445	14,022	22,082	28,262	93,811	153,202
	YoY(%)	8.02%	1895.13%	157.01%					48.46%	63.31%
SKZ								9,110	30,418	72,140
SKZ 제외								11,611	44,760	67,932
이연 매출								9,110	18,633	13,130
음반	47,789	76,455	133,202	210,583	30,898	13,567	54,521	48,891	147,877	174,135
	YoY(%)	59.98%	74.22%	58.09%					-29.78%	17.76%
SKZ								26,907	65,650	79,425
SKZ 제외								21,984	82,227	94,710
MD	17,454	12,281	48,833	114,566	23,860	14,675	50,229	38,042	126,806	201,400
	YoY(%)	-29.64%	297.62%	134.61%					10.68%	58.83%
SKZ									50,989	96,990
SKZ 제외									75,817	104,410
음원	27,080	36,304	41,523	52,212	15,832	12,795	13,814	19,857	62,298	74,332
	YoY(%)	34.06%	14.38%	25.74%					19.32%	19.32%
광고	11,864	12,584	21,801	28,355	7,885	9,232	8,396	8,505	34,019	38,039
	YoY(%)	6.06%	73.25%	30.06%					19.98%	11.82%
출연	6,420	12,440	11,270	14,267	4,714	7,925	5,427	6,022	24,088	26,729
	YoY(%)	93.78%	-9.40%	26.59%					68.84%	10.97%
기타	32,652	42,604	64,678	83,330	23,868	23,491	16,004	21,121	84,485	92,933
	YoY(%)	30.48%	51.81%	28.84%					1.39%	10.00%

#### (1) 콘서트 매출 추정

동사의 콘서트 부문 매출을 추정하기 위해서는 아래 사항에 대한 추정이 먼저 필요하다.

#### (A) 수익 인식 구조, (B) 매출 이연, (C) P, (D) Q

(A) 동사의 콘서트 매출 수익 구조는 지역별로 다르다. 투자 포인트1에서 전술했듯, 한국은 티켓 수입을 전부 매출로 인식하지만 일본은 'R/S(Revenue Share)', 미주는 'R/S + MG(Minimum Guarantee)', 그 외 지역은 'MG' 방식으로 매출을 인식한다. 그러나 엔터사에게 R/S와 MG 수치는 영업 비밀로, 공개되지 않는다. 따라서 과거 데이터를 역산함으로써 지역별 평균 정산율을 추정하였다. 정산율은 실제 인식된 매출을 전체 티켓 수입으로 나눈 비율을 의미한다.

먼저, 일본 지역 정산율은 25%로 추정하였다. 이는 1Q24 매출에 일본에서의 이연 공연 29회가 반영되어, 186억이 인식되었음을 활용하였다. 29회 공연의 실제 모객 수와 ATP(Average Ticket Price)를 통해 총 티켓 수입을 추정하였고, 인식된 매출이 티켓 수입의 25%임을 확인하였다.

#### 이연 공연 29회 티켓 수입 추정

(단위: 명, 백 만원)	이연 횟수	총 모객	ATP (단위: 원)	티켓 수입
SKZ	8	322,509	104000	16,677
TWICE	4	160,356	104000	33,541
NiziU	17	223,695	104000	23,264
합계	29	706,560		73,482

#### 일본 정산율 추정

(단위: 백만 원)	
인식 매출	18,633
티켓 수입	73,482
정산율	25%

같은 방식으로, MG 방식의 수익구조에서 평균 정산율은 16%로 추정하였다. 미주 지역의 평균 정산율은 2Q24에 인식된 TWICE의 미주 공연 초과 수익을 통해 구하였다. 기존 MG 방식에서 R/S를 추가하면서 발생한 초과 수익이 티켓 수입의 4%이므로, 미주 지역은 20%의 평균 정산율을 가진다고 가정하였다.

(B) 현지 프로모터와 계약 구조로 인해, 콘서트 부문에서 매출 이연이 자주 일어난다. 동사의 각 분기 실적 IR 자료와 이를 통한 매출액 역산을 진행하여, 평균적으로 일본 지역 콘서트 매출과 미주 지역의 초과 수익이 1분기씩 매출 인식이 지연됨을 확인하였다.

(C) P의 경우, 각 지역별(국내, 일본, 미주, 기타) 평균 티켓 가격(ATP)를 산출하였다. 국내 외 지역의 경우, 23~24년 진행된 SKZ와 TWICE의 월드 투어의 ATP를 추정하였다. 국내의 경우 24년 동사 소속 아티스트인 SKZ, TWICE, ITZY, DAY6 등의 콘서트 가격이 모두 154,000원임을 활용하였다. 25년 ATP는 24년 ATP에서 9.4% 상승함을 가정하였다. 전세계 콘서트 티켓 가격은 매년 증가하고 있으며, 24년 평균 상승률은 9.4%이기 때문이다. 22년 해당 그룹들의 티켓 가격이 모두 13,200원이었음을 고려하면, 합리적인 수치이다.

(D) Q의 경우, 추정을 위하여 공연장 규모를 홀(0~1만 명), 아레나(1~3만 명), 돔(3~5만 명), 스타디움(5~7만 명)으로 구분한 후, 규모별로 개수를 세어 모객 수를 산출하였다. 공개된 월드투어 일정을 고려하고, 추정의 엄밀성을 높이기 위해 콘서트 매출에 대해 (1) 4Q24 매출, (2) 25년 SKZ 매출, (3) 25년 SKZ 제외 매출을 구분하여 추정하였다.

#### 가. 4Q24 콘서트 매출

4Q24 콘서트 매출 추정 (단위: 만 명, 백만 원)					
지역	규모	횟수	총 모객	판매액	매출
국내	홀	6	3	4,620	4,620
	아레나	2	3	4,620	4,620
기타	홀	4	2	3,120	499
	아레나	3	4.5	7,020	1,123
	돔	1	3.5	5,460	874
	스타디움	6	36	56,160	8,986
합계					20,722
3분기 이연 매출					7,540
합계					28,262

3Q24 일본 콘서트 매출 추정 (단위: 만 명, 백만 원)					
규모	횟수	총 모객	판매액	매출	
아레나	2	3	3,120	780	
돔	4	14	14,560	3,640	
스타디움	2	12	12,480	3,120	
합계				7,540	
4Q24 일본 콘서트 매출 추정 (단위: 만 명, 백만 원)					
규모	횟수	총 모객	판매액	매출	
홀	6	3	3,120	780	
돔	5	17.5	18,200	4,550	
스타디움	5	30	31,200	7,800	
합계				13,130	

지역별 수익 구조 및 ATP를 고려하기 위해, 지역을 나누어 공연장 규모와 횟수를 산출하였고, 이에 따라 총 모객 수를 구하였다. 지역별 정산율(한국: 100%, 일본: 25%, 미주: 20%, 기타: 16%)을 통해 실제 매출로 인식되는 금액을 추정하였다. 4Q24의 경우, 3분기 진행된 일본 콘서트 매출이 인식되고, 4분기에 진행된 일본 콘서트 매출은 25년으로 이연된다.

#### 나. 25년 SKZ 콘서트 매출

25년 SKZ 콘서트 매출 추정 (단위: 만 명, 백만 원)					
지역	규모	횟수	총 모객	판매액	매출
국내	아레나	3	4.5	7,560	7,560
일본	돔	4	14	15,960	3,990
미주	아레나	2	3	6,060	1,212
	돔	11	38.5	77,770	15,554
	스타디움	13	78	157,560	31,512
기타	아레나	2	3	5,130	821
	스타디움	7	42	71,820	11,491
합계					72,140

포인트1의 논리에 따라, 25년 SKZ 콘서트 매출을 추정하는 결과는 위와 같다.

#### 다. 25년 SKZ 제외 콘서트 매출

SKZ 제외 아티스트들의 경우, 콘서트 일정이 아직 나오지 않아 SKZ와 같은 방식으로 추정하면 불확실성이 높아진다. 따라서 그룹별 25년 예상 모객 수를 추정한 뒤, 그 성장률과 티켓 가격 상승률을 콘서트 매출에 반영하였다. TWICE와 DAY6의 경우, 포인트2의 추정 결과를 사용하였으며, 이외 그룹들은 과거 데이터와 proxy를 사용하였다. 예를 들어, NiziU는 22년 23.4만 명, 23년 20.8만 명을 모객하였으나, 24년에는 콘서트를 활발히 진행하지 않았다. 2월까지 예정된 콘서트 일정으로도 12.7만 명의 모객 수가 예상되기에, 보수적으로 24만 명의 모객 수를 추정하였다. 25년에 3년차 걸그룹이 되는 NMIXX는, 에스파의 3년차 콘서트 모객 수에 음반 초동 판매량 차이를 기준으로 할인율을 적용하였다. 상세 추정 과정은 [Appx.]에 첨부하였다.

SKZ 제외 총 모객 수 추정			콘서트 매출 추정			
(단위: 만 명)	2024	2025E	(단위: 백만 원)	4Q24E	2024E	2025E
총 모객 수	142	197	매출액	28,262	93,811	153,202
YoY(%)	-	38.73%	YoY(%)	-	48.46%	63.31%
TWICE	71	78	SKZ 매출	9,110	30,418	72,140
DAY6	21.5	34	SKZ 제외 매출	11,611	44,760	67,932
ITZY	34.5	38	이연 매출	7,540	18,633	13,130
NiziU	9	24				
NMIXX	6	23				

#### (2) 음반 매출 추정

P : 동사가 인식하는 매출은 음반 정가가 아니라 유통가를 기준으로 한다. 24년 1~3분기 음반 매출을 해당 기간 음반 판매량으로 나누어, 음반 1개당 평균 순매출이 1,100원임을 추정하였다.

Q : 그룹별로 초동 판매량을 추정한 뒤, 이의 130%를 발매 이후 3개월 동안의 총 음반 판매량으로 구하였다. 과거 데이터를 통해, 음반 발매 후 3개월 동안 신보와 구보를 합한 판매량이 초동의 130%에 해당함을 확인하였다. 3개월 이후에도 음반 판매가 계속되나, 규칙성을 보이지 않는, 비교적 적은 양이기에 보수적으로 제외하였다. 초동 판매량의 경우, 코어 팬덤의 증가를 보여주는 트위터 팔로워 수 증가율 전망치를 활용하였다. 보통 1~3% 수준으로, 현재 K-pop 시장이 회복 국면에 들어섬을 고려했을 때 충분히 보수적이다. 데뷔 전인 킥플립의 경우 SKZ와의 관계가 BTS와 TXT의 관계와 유사함을 반영하여 초동 판매량을 추정하였다. [Appx.]

동사 아티스트들이 국내 연간 2회, 일본 연간 1회 컴백함을 추정하였고, 솔로 및 유닛 활동을 하는 그룹의 경우 24년과 동일하게 진행함을 가정하였다. 4Q24의 경우, 이미 발매된 앨범의 판매량 및 예정된 컴백 일정을 반영하였고, 초동 판매량의 30%에 해당하는 초과분은 월별로 안분해 주었다. 12월 컴백하는 SKZ의 경우, 스페셜 앨범임을 감안해 21년의 동일한 상황을 proxy로 삼아 직전 앨범 초동 판매량의 73%로 추정하였다. [Appx.] TWICE는 포인트2에 따라 초동 판매량이 상승할 것으로 보이나, 보수적으로 flat 처리하였다. 음반 매출 추정 결과는 다음과 같다.

4Q24 음반 매출 추정				25년 음반 매출 추정		
(단위: 만 장, 원)	발매 월	초동 판매량	판매량(4Q)	(단위: 만 장, 원)	초동 판매량	총 판매량
NMIXX	8월	58.6	5.9	SKZ	555.4	722.0
DAY6	9월	12.1	2.4	TWICE	325.5	423.2
TWICE (솔로)	9월	22	4.4	DAY6	30.2	39.3
ITZY	10월	43.9	57.1	ITZY	101.3	131.7
TWICE (유닛)	11월	10.9	13.1	NMIXX	118.2	153.6
SKZ (일본)	11월	44.6	53.5	NiziU	39.7	51.6
TWICE	12월	106.4	117.0	NEXZ	22.2	28.9
SKZ	12월	173.7	191.1	KickFlip	25.1	32.7
합계			444.5	합계	1217.7	1583.0
음반 1개당 순매출			11,000	음반 1개당 순매출		11,000
매출 (단위: 백만 원)			48,891	매출 (단위: 백만 원)		174,135

## (3) MD 및 음원 매출 추정

MD 매출 추정			음원 매출 추정					
(단위:백만 원)	2024E	2025E	(단위:백만 원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	126,806	201,400	매출액	36,304	41,523	52,212	62,298	74,332
YoY(%)	10.68%	58.83%	YoY(%)	34%	14%	26%	19%	19%
SKZ 총 모객(단위:만명)	95.5	183						
MD소비액	50,989	96,990						
SKZ 제외 총 모객(단위:만명)	142	197						
MD 소비액	75,817	104,410						

MD 매출의 경우, 콘서트 총 모객 수와 동행하나 계절성이 존재한다. 지난 3년간 MD 매출에서 4분기 비중이 모두 30%대임을 고려해, 보수적으로 4Q24 MD 매출액이 24년 전체의 30%라 가정하였다. 24년에 콘서트 관객 1명당 MD 소비액이 5,3000원임을 반영하여 25년 MD 매출액을 추정하였다. 1인당 MD 소비액이 매년 증가함을 고려할 때 보수적인 수치이다.

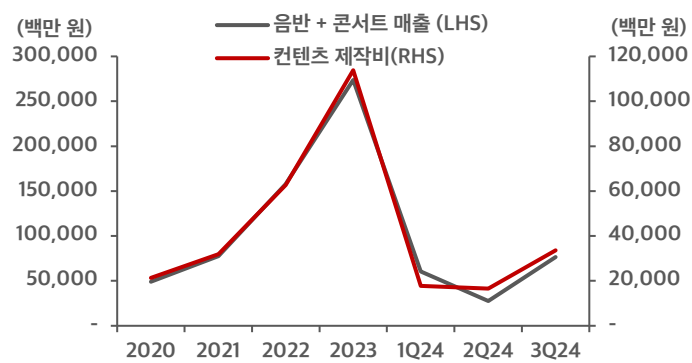
음원 매출의 경우, 스트리밍 시장 연간 성장률인 11.2%와 K-pop 시장 연간 성장률인 7.3%을 고려하여 연간 매출 성장률을 추정하였다. 이외 기타 부문은 모두 보수적으로 추정하였다.

## 6.2 매출원가 및 판매비 추정

매출원가 및 판매비와관리비 추정										
(단위 : 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E
매출액	144,399	193,900	345,892	566,501	136,502	95,708	170,473	170,699	603,801	760,771
YoY(%)	-7.1%	34.3%	78.4%	63.8%	15.6%	-36.9%	22.1%	8.7%	6.6%	26.0%
매출원가	67,502	89,746	189,330	298,217	75,819	62,442	86,600	101,687	336,580	379,751
매출원가율(%)	46.7%	46.3%	54.7%	52.6%	55.5%	65.2%	50.8%	59.6%	55.7%	49.9%
GPM(%)	53.3%	53.7%	45.3%	47.4%	44.5%	34.8%	49.2%	40.4%	44.3%	50.1%
컨텐츠제작비	28,719	41,543	72,886	114,694	17,116	16,307	37,253	37,303	118,012	129,623
% of sales	19.9%	21.4%	21.1%	20.2%	12.5%	17.0%	21.9%	21.9%	19.5%	17.0%
지급수수료	29,777	30,626	68,598	139,335	35,261	33,628	31,911	46,018	146,818	171,950
% of sales	20.6%	15.8%	19.8%	24.6%	25.8%	35.1%	18.7%	27.0%	24.3%	22.6%
종업원 급여	589	701	1,211	1,547	489	560	682	599	2,330	2,522
% of sales	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
재고자산의 변동	2,934	1,393	10,704	12,333	13,924	3,482	9,587	5,907	32,900	25,519
% of sales	2.0%	0.7%	3.1%	2.2%	10.2%	3.6%	5.6%	3.5%	5.4%	3.4%
감가상각비	671	762	1,989	5,536	1,388	1,453	1,513	1,546	5,899	10,126
% of sales	0.5%	0.4%	0.6%	1.0%	1.0%	1.5%	0.9%	0.9%	3.5%	5.9%
광고선전비	2,658	6,193	8,487	13,167	4,496	4,559	3,636	5,798	18,490	19,882
% of sales	1.8%	3.2%	2.5%	2.3%	3.3%	4.8%	2.1%	3.4%	3.1%	2.6%
기타비용	2,153	8,528	25,454	11,605	3,145	2,454	2,016	4,517	12,131	20,129
% of sales	1.5%	4.4%	7.4%	2.0%	2.3%	2.6%	1.2%	2.6%	2.6%	2.6%
판매비와관리비	32,761	46,250	59,931	98,840	27,071	23,924	35,473	31,346	117,814	174,977
판매비율(%)	22.7%	23.9%	17.3%	17.4%	19.8%	25.0%	20.8%	18.4%	19.5%	23.0%
OPM(%)	30.6%	29.9%	27.9%	29.9%	24.6%	9.8%	28.4%	22.1%	24.7%	27.1%
종업원 급여	22,077	31,492	40,044	63,236	16,268	12,942	20,616	16,892	66,718	84,477
% of sales	15.3%	16.2%	11.6%	11.2%	11.9%	13.5%	12.1%	9.9%	11.0%	11.1%
지급수수료	4,266	5,469	9,761	20,422	5,150	5,668	7,764	7,363	25,946	27,512
% of sales	3.0%	2.8%	2.8%	3.6%	3.8%	5.9%	4.6%	4.3%	4.3%	3.6%
감가상각비	3,400	3,929	4,055	5,519	1,819	2,163	2,328	2,030	8,339	12,006
% of sales	2.4%	2.0%	1.2%	1.0%	1.3%	2.3%	1.4%	1.2%	1.4%	1.6%
여비교통비	363	398	1,251	2,546	628	704	1,015	1,019	3,366	3,471
% of sales	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%
지급임차료	144	372	784	636	482	303	874	672	2,331	1,838
% of sales	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.4%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.2%
광고선전비	45	87	399	856	484	409	763	699	2,355	1,664
% of sales	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.2%
소모품비	483	406	741	1,411	563	307	415	555	1,840	1,948
% of sales	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
기타	1,985	4,097	2,896	4,215	1,678	1,427	1,699	2,115	6,919	6,916
% of sales	1.4%	2.1%	0.8%	0.7%	1.2%	1.5%	1.0%	1.2%	1.1%	0.9%

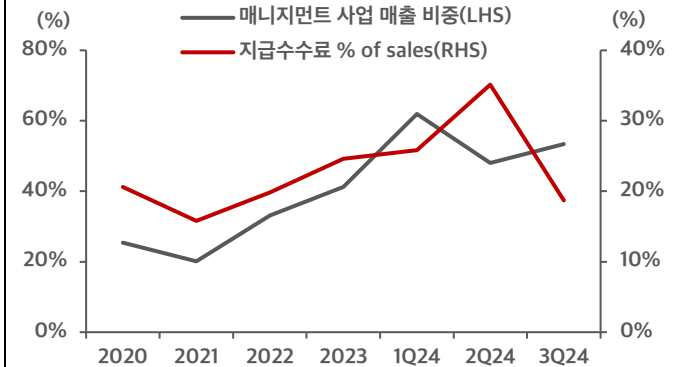
매출원가 및 판매비와관리비의 경우 금액적 중요성을 가지는 콘텐츠제작비, 지급수수료, 종업원 급여, 재고자산의 변동을 중심으로 추정하였다. 그 외 계정은 고정비, 변동비적 성격을 고려해 매출액 대비 원재료비 비중을 3y avg flat, 또는 절대 금액을 flat해 적용하였다. 유형자산상각비와 무형자산상각비의 경우 별도 추정하였다. 동사의 경우 25년에 SKZ, 트와이스와의 재계약이 예정돼 있기 때문에 과거 트와이스와 재계약을 했던 22년의 전속계약권 취득분을 25년 무형자산상각비에 반영해주었다. 과거 3개년 Capex 취득분을 활용하여 유지 Capex를 반영하였다. 자세한 추정 논리는 Appx 5에 수록하였다.

도표 6-1. (음반+콘서트) 매출 및 콘텐츠 제작비 추이



출처: DART, SMIC 5팀

도표 6-2. 매니지먼트 사업 매출 비중 및 지급수수료 추이



출처: DART, SMIC 5팀

각 매출 항목과 콘텐츠 제작비에 대해 회귀분석을 진행해본 결과 가장 연관성이 높은 두 항목은 음반과 콘서트 매출임을 확인할 수 있었다. 그리고 음반 + 콘서트 매출에서 음반이 차지하는 매출이 감소함에 따라 콘텐츠 제작비가 매출 대비 차지하는 비중이 낮아지는 것을 확인할 수 있었다. 상술했듯 해외 콘서트의 경우 대행사가 콘서트 비용을 대신 인식하기 때문에, 해외 콘서트가 견인하는 콘서트 매출 비중이 증가함에 따라 콘텐츠 제작비가 차지하는 비중이 줄어든 것으로 풀이된다.

실제 1Q24의 경우 작년 하반기에서 이연된 공연 매출이 인식되며 일본 콘서트 매출을 186억원 인식하였는데, 이때 콘텐츠제작비가 매출 대비 차지하는 비중이 최저치를 기록하였다. 따라서 음반 비중을 토대로 4Q24E의 경우 콘텐츠 제작비가 차지하는 매출 비중은 3Q24와 동일하다고 가정하였으며, 25년의 경우 보수적 추정을 위해 2Q24와 동일하다고 가정하였다. 25년의 경우 콘서트 매출에서 해외 콘서트가 차지하는 비중이 80.6%로 24년도보다 더 높아져 수익성이 개선되는 것을 고려하면 무리한 추정은 아니라 판단된다.

콘텐츠 제작비 추정										
(단위 : 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E
콘텐츠 제작비	21,296	32,149	65,591	112,743	27,820	16,641	36,247	37,303	118,012	129,623
% of sales	19.9%	21.4%	21.1%	20.2%	12.5%	17.0%	21.9%	21.9%	19.5%	17.0%
음반 매출액(A)	47,789	76,455	133,202	210,583	30,898	13,567	54,521	48,891	147,877	174,135
콘서트 매출액(B)	1,141	1,232	24,586	63,188	29,445	14,022	22,082	28,262	93,811	153,202
음반 비중(A/(A+B), %)	97.7%	98.4%	84.4%	76.9%	51.2%	49.2%	71.2%	63.4%	61.2%	53.2%

매출원가로 분류되는 지급수수료는 소속 아티스트와의 수익 배분에서 발생하는 인세이다. 매출 유형별 인세율의 경우 구하기 어려우나, 아티스트의 노동을 요구하는 매니지먼트 사업(광고+콘서트+출연료+MD)에서 지급수수료가 상대적으로 크게 발생할 것으로 판단했으며, 실제로 매니지먼트 사업 매출 비중 추이와 지급수수료의 비중이 20-23년도까지 동행한다.

## 지급수수료(매출원가) 추정

(단위 : 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E
<b>지급수수료</b>	<b>29,777</b>	<b>30,626</b>	<b>68,598</b>	<b>139,335</b>	<b>35,261</b>	<b>33,628</b>	<b>31,911</b>	<b>46,018</b>	<b>146,818</b>	<b>171,906</b>
매니지먼트 사업	36,878	38,537	106,490	220,375	65,904	45,855	86,134	80,830	278,723	419,370
콘서트	1,141	1,232	24,586	63,188	29,445	14,022	22,082	28,262	93,811	153,202
광고	11,864	12,584	21,801	28,355	7,885	9,232	8,396	8,505	34,019	38,039
출연료	6,420	12,440	11,270	14,267	4,714	7,925	5,427	6,022	24,088	26,729
MD	17,454	12,281	48,833	114,566	23,860	14,675	50,229	38,042	126,806	201,400

다만 2Q24, 3Q24의 경우 일본향 MD 매출에 대한 지급수수료를 선반영함에 따라 디커플링이 일어났다. 이에 따라 매니지먼트 사업 매출의 절대금액보다 매니지먼트 사업부 내의 유형별 매출액 추이를 반영하는게 마땅하다고 판단하였다. **이연된 비용이 발생하지 않았던 2Q22~1Q24의 매니지먼트 사업부 내 항목들과 지급수수료 간의 회귀분석을 진행하였다.** 분석 결과 결정계수는 0.927로 유의미한 설명력을 가진다 판단하였으며, 이를 연동하여 지급수수료를 도출하였다. 보수적 추정을 위해 콘서트 매출 내 해외 콘서트 비중의 증가분은 고려하지 않았다.

## 재고자산의 변동 추정

(단위 : 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E
<b>재고자산의 변동(A)</b>	<b>2,934</b>	<b>1,393</b>	<b>10,704</b>	<b>12,333</b>	<b>13,924</b>	<b>3,482</b>	<b>9,587</b>	<b>5,907</b>	<b>32,900</b>	<b>25,519</b>
음반& MD 매출(B)	65,243	88,736	182,034	325,150	54,757	28,242	104,750	86,932	274,682	375,535
음반 매출	47,789	76,455	133,202	210,583	30,898	13,567	54,521	48,891	147,877	174,135
MD 매출	17,454	12,281	48,833	114,566	23,860	14,675	50,229	38,042	126,806	201,400
A/B (%)	4.5%	1.6%	5.9%	3.8%	25.4%	12.3%	9.2%	6.8%	12.0%	6.8%

재고자산의 변동은 상품 매입으로 인한 증가분 및 재고처리로 인한 감소 모두 반영한 수치이기 때문에 음반, MD 매출과 강한 연관성을 갖는다. 재고자산의 변동과 (음반+ MD) 매출의 비율은 과거 1~5% 수준에서 변동하였으나 23년도에는 중국 공구 및 팬덤 경쟁 심화에 대비해 예외적으로 244억의 재고자산을 비축했었다. 그 후 1~3Q24에 걸쳐 악성 재고자산을 처리하고 있으며 3Q24말 기준으로는 150억원으로 감소하는 추세이다. **향후 중국 공구 혹은 팬덤 경쟁이 과거 23년도처럼 심화되지는 않을 것이라 판단하였기 때문에 감소 추세를 반영하였다.**

## 종업원 급여 추정

(단위 : 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E
<b>종업원 급여</b>	<b>22,666</b>	<b>32,193</b>	<b>41,254</b>	<b>64,783</b>	<b>16,758</b>	<b>13,502</b>	<b>21,298</b>	<b>17,491</b>	<b>69,048</b>	<b>86,999</b>
YoY (%)	16.7%	42.0%	28.1%	57.0%	27.3%	-26.4%	30.9%	2.8%	6.6%	26.0%
매출액	144,399	193,900	345,892	566,501	136,502	95,708	170,473	170,699	603,801	760,771
YoY (%)	-7.1%	34.3%	78.4%	63.8%	15.6%	-36.9%	22.1%	8.7%	6.6%	26.0%
매출원가 종업원급여	<b>589</b>	<b>701</b>	<b>1,211</b>	<b>1,547</b>	<b>489</b>	<b>560</b>	<b>682</b>	<b>599</b>	<b>2,330</b>	<b>2,522</b>
% of 종업원 급여	2.6%	2.2%	2.9%	2.4%	2.9%	4.1%	3.2%	3.4%	3.4%	2.9%
판매비와관리비 종업원급여	<b>22,077</b>	<b>31,492</b>	<b>40,044</b>	<b>63,236</b>	<b>16,268</b>	<b>12,942</b>	<b>20,616</b>	<b>16,892</b>	<b>66,718</b>	<b>84,477</b>
% of 종업원 급여	97.4%	97.8%	97.1%	97.6%	97.1%	95.9%	96.8%	96.6%	96.6%	97.1%

종업원급여의 경우 본사 직원과 연관성이 깊어 본래 고정비적 성격이지만, 과거 데이터를 확인 해본 결과 매출액에 연동되는 성격도 존재함을 확인할 수 있었다. 과거 22-23년도에 추이에서 확인할 수 있는 종업원 급여의 상승 폭이 매출 상승폭보다 낮다는 것을 고려하면 매출액 상승 시기에는 이익 레버리지가 나타날 수 있다고 판단된다. 그러나 24,25년 매출액 성장률은 과거 22-23년 대비 낮은 수준이므로 보수적 추정을 위해 25년까지는 이익 레버리지가 나타나지 않을 것이라 판단하여 매출 상승률을 연동하였다.

### 6.3 영업외손익 추정

금융손익은 이자손익의 경우 이자발생부자산 및 부채와 유효이자율 추정을 통해 별도로 진행하였으며 자세한 추정 논리는 Appx 2에 수록하였다. 외화환산손익 및 외환차손익의 경우 동사가 일정한 수준을 유지하겠다는 의지를 밝힌 바, 근 3분기 추이를 avg하여 일정하게 적용하였다. 그 외 합리적 추정이 불가한 계정은 0 flat 처리하였다.

기타손익은 합리적 추정이 불가한 계정의 경우 0 Flat 처리하였다. 기부금의 경우 동사 매출 성장률을 반영해주었다. 23년도의 무형자산손상차손의 경우 복경 신성 법인 지분취득으로 인해 영업권손상차손이 크게 발생했었다. 자세한 추정 논리는 Appx 3에 수록하였다

관계기업투자손익의 경우 지분법손익과 관계기업투자처분 및 손상차손의 합으로 계산된다. 주목해야 할 부분은 동사가 2대 주주로 있는 디어유로, 24년 10월 28일 텐센트와의 전략적 제휴 및 서비스 계약을 체결함에 따라 실적 전망치가 상향됐다. 다만 본서는 동사의 본업에 집중된 실적 성장세를 논증한 만큼, 보수적 추정을 위해 10월 28일 텐센트와의 제휴 이후 발표된 당기순이익 전망치중 가장 낮은 수치를 적용해 추정하였다. 동사의 관계기업 목록 및 각각의 지분율은 합리적 추정이 불가해 25년에도 동일하다 가정하였으며, 이를 정리해 Appx 4 에 수록하였다.

### 6.4 최종손익계산서

추정 연결손익계산서										
(단위 : 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E
매출액	144,399	193,900	345,892	566,501	136,502	95,708	170,473	170,699	603,801	760,771
YoY(%)	-7.1%	34.3%	78.4%	63.8%	15.6%	-36.9%	22.1%	8.7%	6.6%	26.0%
매출원가	67,502	89,746	189,330	298,217	75,819	62,442	86,600	101,687	336,580	379,751
매출총이익	76,898	104,154	156,563	268,284	60,683	33,266	83,874	69,012	267,220	381,021
GPM(%)	53.3%	53.7%	45.3%	47.4%	44.5%	34.8%	49.2%	40.4%	44.3%	50.1%
판매비와관리비	32,761	46,250	59,931	98,840	27,071	23,924	35,473	31,346	117,814	174,977
영업이익	44,136	57,904	96,632	169,444	33,612	9,342	48,400	37,666	149,406	206,043
OPM(%)	30.6%	29.9%	27.9%	29.9%	24.6%	9.8%	28.4%	22.1%	24.7%	27.1%
금융손익	(4,029)	15,882	(1,429)	(11,669)	3,845	(1,487)	140	725	3,224	1,527
기타손익	(2,028)	(2,559)	(1,777)	(5,927)	12	(2,969)	(43)	(35)	(3,035)	(3,662)
관계기업투자손익	(92)	14,685	695	3,825	1,404	1,048	315	1,065	3,832	5,512
세전순이익	37,988	85,912	94,121	155,673	38,872	5,935	48,812	39,422	153,427	209,420
법인세비용	8,351	18,412	26,619	50,656	7,408	4,620	10,020	9,288	31,336	56,715
당기순이익	29,636	67,501	67,501	105,017	31,464	1,316	38,792	30,134	122,091	152,705
NPM(%)	20.5%	34.8%	19.5%	18.5%	23.1%	1.4%	22.8%	17.7%	20.2%	20.1%

S

상기 내용을 반영한 최종 손익계산서 Table은 다음과 같다. 법인세비용 추정 논리는 Appx 6에 기재하였다.

### 6.5 Historical PER Valuation

현재 엔터 산업에 주목해야 하는 이유는 잔재해 있던 산업 전반의 불확실성 해소로 인해 주가가 장기 상승 구간에 진입할 조건을 갖췄기 때문이며, 그 중에서 JYP가 Top-Pick인 이유는 ① 가장 낮은 불확실성과 ② 가장 높고 확실한 실적 상향을 담보하기 때문이다. 나날이 높아져가는 SKZ의 인기와 더불어 역대급 규모의 콘서트인 'dominATE'로 인해 동사 콘서트 매출은 역대 최고치를 달성할 것이다. 뿐만 아니라 TWICE, DAY6, ITZY의 고연차 아티스트에서 비롯하는 안정적인 실적 성장 모멘텀과 엔믹스, 니쥬를 필두로 한 저연차 IP의 성장성도 주목해야 한다. 따라서 상기 이익 모멘텀을 반영한 Valuation을 위해서는 PER Method가 적합하다.

흔히 Peer로 제시되는 엔터 4사는 BM과 OPM 레벨이 매우 상이하며, 그 중에서 동사는 유일하게 20% 후반 이상의 OPM을 갖춘 Player이다. 따라서 Peer PER을 선정하기보다 현시점과 대응되는 과거에 주목하는 것이 더욱 합리적이라 판단한다. 3Q22~1Q23의 기간 동안 동사에게 부여된 평균 12MF PER Multiple 25.3x를 Target Multiple로 제시하며, 선정 논리는 다음과 같다.

### ① 낮은 불확실성

해당 기간 또한 본서 앞단에서 제시한 현시점의 특성과 같이 불확실성에 대한 우려가 해소되는 상황이었다. 22년 7월 트와이스 멤버 전원의 재계약 체결 소식이 공개되었으며, 22년 10월 17일 BTS 군입대 방안이 확정되고 언론에 공개되며 동사センチ먼트에 주요했던 두 가지 불확실성의 해소가 맞물렸다. 즉, 당시 엔터 3사 에스엠, 와이지, 동사의 12MF PER 멀티플 디레이팅을 유발하고 있었던 엔터 업종 내 불확실성이 완전히 해소되는 시점이었다.

### ② 실적에 대한 양적, 질적 기대감

나아가 동사 실적에 대한 기대감 또한 현재와 유사하다. SKZ는 22년 10월 발매한 미니 7집 '맥시던트'의 초동 판매량이 216만장을 기록했으며, 뜨거운 인기에 힘입어 2번째 월드 투어를 22년 4월부터 23년 4월까지 진행하였다. ITZY 또한 미니 5집 'Checkmate' 발매 후 2년 8월부터 23년 4월까지 첫 월드투어가 예정되어 있어 동사 실적 성장에 대한 기대감은 현시점과 유사한 수준이었다.

실제로 22년 3분기 실적 발표 후 23년 예상 매출, 영업이익, OPM은 각각 4,090억원, 1,210억원, 29.6%였으며 매출액과 영업이익은 각각 yoy 17%, 14%의 성장을 보일 전망이다. 본서가 추정한 25년 예상 매출액과 영업이익은 yoy 25.8%, 37% 성장하며, OPM은 27% 달한다는 점에서 실적에 대한 기대감은 유사했다.

뿐만 아니라 22년 3분기 실적 발표가 어닝 서프라이즈였다는 점과, MD 매출이 이를 견인했다는 점에도 주목해야 한다. 22년 3분기는 니쥬와 스트레이키즈의 일본 투어 매출 인식이 4분기로 지연됐음에도 영업이익은 275억원으로 컨센서스를 부합했었으며, MD 매출이 157억원으로 yoy 469%의 성장성을 보여줬었다. 동사 3Q24 실적 또한 MD 매출의 성장이 기여했는데, MD 매출이 yoy 57%의 성장을 보이며 영업이익은 컨센서스 377억원 대비 28% 서프라이즈를 기록했다.

상기 논의를 종합해 2025E EPS 4,609원에 Target PER Multiple 25.3x를 곱한 목표주가 116,200원, 상승여력 52.6%, 투자의견 Buy를 제시한다.

Historical PER Method(2025E)	
2025E 당기순이익 (단위: 백만 원)	152,705
유통가능희석주식수 (단위: 주)	33,133,059
2025E EPS (단위: 원)	4,609
Target PER Multiple(12MF)	25.3x
목표주가 (단위: 원)	116,604
현재주가 (단위: 원)	76,400
상승여력	52.6%

## Appendix

## Appx 1. 재무상태표 및 현금흐름표

연결재무상태표				
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	3Q24
<b>자산</b>	<b>317,418</b>	<b>411,122</b>	<b>571,533</b>	<b>585,961</b>
유동자산	159,187	237,106	368,756	336,006
현금및현금성자산	49,138	139,647	217,190	180,082
기타유동금융자산	51,879	20,011	45,553	34,304
당기손익-공정가치측정금융자산	5,676	-	-	-
매출채권및기타채권	46,946	68,207	71,041	91,823
재고자산	1,433	2,397	24,439	15,095
기타유동자산	4,106	6,843	10,521	8,903
당기법인세자산	8	1	12	5,799
비유동자산	158,231	174,016	202,778	249,955
당기손익-공정가치측정금융자산	34,911	32,553	23,281	29,460
기타포괄손익-공정가치측정금융자산	2,910	1,455	1,526	1,049
기타비유동자산	8,811	11,149	19,885	25,739
관계기업투자	42,571	48,303	52,791	57,197
유형자산및투자부동산	38,286	37,764	56,354	67,475
무형자산	29,546	41,507	40,648	61,130
이연법인세자산	1,198	1,286	8,292	7,905
<b>부채</b>	<b>66,769</b>	<b>106,621</b>	<b>173,491</b>	<b>132,108</b>
유동부채	58,332	101,384	154,345	111,028
매입채무및기타채무	14,515	31,557	55,643	45,017
기타유동금융부채	2,392	3,215	5,335	5,380
선수금	16,931	25,417	28,142	30,503
기타유동부채	15,814	25,811	42,057	29,505
당기법인세부채	8,679	15,385	23,168	623
비유동부채	8,437	5,237	19,146	21,081
기타비유동금융부채	1,767	3,378	8,599	8,485
기타비유동부채	4,798	1,256	3,027	5,172
이연법인세부채	1,872	603	7,519	7,423
<b>자본</b>	<b>250,649</b>	<b>304,501</b>	<b>398,043</b>	<b>453,852</b>
지배기업의소유주지분	246,622	300,558	394,022	450,036
자본금	17,943	17,943	17,953	17,961
자본잉여금	76,956	76,956	78,164	79,101
자본조정	(11,901)	(9,591)	(10,510)	(10,825)
기타포괄손익누계액	1,348	(2,296)	(2,386)	152
이익잉여금	162,276	217,546	310,800	363,647
비지배지분	4,028	3,943	4,021	3,816
<b>자본과부채총계</b>	<b>317,418</b>	<b>411,122</b>	<b>571,533</b>	<b>585,961</b>

연결현금흐름표				
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	3Q24
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>45,833</b>	<b>87,648</b>	<b>151,239</b>	<b>16,035</b>
당기손익(손실)	67,501	67,501	105,017	71,535
조정사항	(3,507)	34,771	73,557	34,577
영업활동으로인한자산부채의변동	(7,721)	5,209	15,456	(41,379)
이자수취액	636	972	1,186	1,408
이자지급액	-	(91)	(237)	(360)
법인세의납부	(11,076)	(20,715)	(43,739)	(49,935)
배당금의수취	-	-	-	189
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(25,630)</b>	<b>17,078</b>	<b>(60,705)</b>	<b>(34,088)</b>
기타유동금융자산의감소	74,550	77,752	16,140	23,397
당기손익-FVPL금융자산의감소	21,423	5,752	3,311	464
기타포괄손익-FVPL금융자산의감소	338	-	-	-
기타비유동금융자산의감소	2,772	94	553	30
유형자산의처분	4	22	1	69
무형자산의처분	56	-	8	-
정부보조금의수취	-	-	2	-
기타유동금융자산의증가	(68,841)	(38,193)	(39,817)	(2,209)
당기손익-FVPL금융자산의증가	(20,451)	(450)	(6,336)	(7,125)
기타비유동금융자산의증가	(8,445)	(10,097)	(13,545)	(11,145)
기타포괄손익-FVPL금융자산의증가	-	-	-	-
중속기업투자의취득	-	-	(5,016)	-
관계기업투자의취득	(25,926)	(3,000)	(3,000)	(1,500)
유형자산의취득	(443)	(1,324)	(12,298)	(12,142)
무형자산의취득	(668)	(13,478)	(709)	(23,928)
관계기업투자의처분	-	-	-	-
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(6,461)</b>	<b>(12,796)</b>	<b>(13,102)</b>	<b>(20,941)</b>
기타유동부채의증가	300	-	10	-
기타비유동금융부채의증가	560	1,505	1,862	1,566
주식선택권행사	-	-	655	629
리스부채의감소	(1,704)	(1,631)	(2,604)	(2,927)
기타유동금융부채의감소	(520)	(456)	-	(1,200)
기타비유동금융부채의감소	-	-	(812)	-
배당금의지급	(5,097)	(12,213)	(12,213)	(19,010)
<b>현금및현금자산에대한환율변동효과</b>	<b>855</b>	<b>(1,421)</b>	<b>110</b>	<b>(37,107)</b>
<b>현금및현금성자산의순증가(감소)</b>	<b>14,596</b>	<b>90,509</b>	<b>77,542</b>	<b>1,886</b>
<b>기초현금및현금성자산</b>	<b>34,542</b>	<b>49,138</b>	<b>139,647</b>	<b>217,190</b>
<b>기말현금및현금성자산</b>	<b>49,138</b>	<b>139,647</b>	<b>217,190</b>	<b>180,082</b>

## Appx 2. 금융 손익 추정

금융손익 추정										
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E
<b>금융손익</b>	<b>(4,029)</b>	<b>15,882</b>	<b>(1,429)</b>	<b>(11,669)</b>	<b>3,845</b>	<b>(1,487)</b>	<b>140</b>	<b>725</b>	<b>3,224</b>	<b>1,527</b>
<b>금융수익</b>	<b>2,895</b>	<b>18,483</b>	<b>5,898</b>	<b>6,089</b>	<b>5,031</b>	<b>185</b>	<b>1,622</b>	<b>2,168</b>	<b>9,006</b>	<b>8,395</b>
이자수익	1,502	739	1,207	2,091	728	744	707	679	2,858	2,592
외화환산이익	786	848	3,519	3,420	1,704	1,335	749	1,262	5,050	4,893
배당금수익	-	-	-	-	-	189	-	-	189	-
당기손익-공정가치금융자산이익	492	16,795	1,172	577	2,599	(2,083)	166	227	910	910
장기금융상품평가이익	-	1	0	-	-	-	-	-	-	-
파생상품평가이익	114	-	-	-	-	-	-	-	-	-
장기금융상품손상차손환입	-	100	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>금융비용</b>	<b>6,924</b>	<b>2,601</b>	<b>7,328</b>	<b>17,758</b>	<b>1,186</b>	<b>1,672</b>	<b>1,482</b>	<b>1,443</b>	<b>5,783</b>	<b>6,868</b>
이자비용	94	38	90	264	39	79	40	49	206	185
외화환산손실	2,211	35	3,343	4,885	1,147	1,593	496	1,079	4,315	4,181
당기손익-공정가치금융자산손실	4,620	2,348	3,895	12,607	-	-	946	315	1,261	2,501
기타포괄손익-공정가치측정금융자산손실	-	180	-	-	-	-	-	-	-	-
장기금융상품평가손실	-	-	-	0	-	-	-	-	-	-
장기금융상품처분손실	-	-	-	-	0	-	-	-	0	-
<b>이자부자산 유효이자율</b>										
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E
기말 이자부자산	83,825	95,375	54,019	70,360	77,876	75,636	64,813	72,775	72,775	65,718
기타유동금융자산	63,984	51,879	20,011	45,553	48,873	44,001	34,304	42,393	42,393	35,985
당기손익-공정가치측정금융자산	16,876	40,586	32,553	23,281	27,444	30,471	29,460	29,125	29,125	28,320
기타포괄손익-공정가치측정금융자산	2,966	2,910	1,455	1,526	1,559	1,164	1,049	1,257	1,257	1,413
평균 이자부자산	-	89,600	74,697	82,867	74,118	76,756	70,224	68,794	71,567	69,246
<b>이자수익</b>	<b>1,502</b>	<b>739</b>	<b>1,207</b>	<b>2,091</b>	<b>728</b>	<b>744</b>	<b>707</b>	<b>679</b>	<b>2,858</b>	<b>2,592</b>
유효이자율(%)	-	0.8%	1.6%	2.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	4.0%	3.7%
<b>이자부부채 유효이자율</b>										
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E
기말 이자부부채	1,920	1,800	3,100	3,895	3,465	3,781	3,392	3,392	3,392	3,462
기타유동금융부채	-	1,200	1,500	1,845	1,415	2,010	1,021	1,021	1,021	1,455
기타비유동금융부채	1,920	600	1,600	2,050	2,050	1,772	2,372	2,372	2,372	2,007
평균 이자부부채	-	1,860	2,450	3,497	3,680	3,623	3,587	3,392	3,644	3,427
<b>이자비용</b>	<b>94</b>	<b>38</b>	<b>90</b>	<b>264</b>	<b>39</b>	<b>79</b>	<b>40</b>	<b>49</b>	<b>206</b>	<b>185</b>
유효이자율(%)	-	2.0%	3.7%	7.6%	1.1%	2.2%	1.1%	1.4%	5.7%	5.4%

## Appx 3. 기타 손익 추정

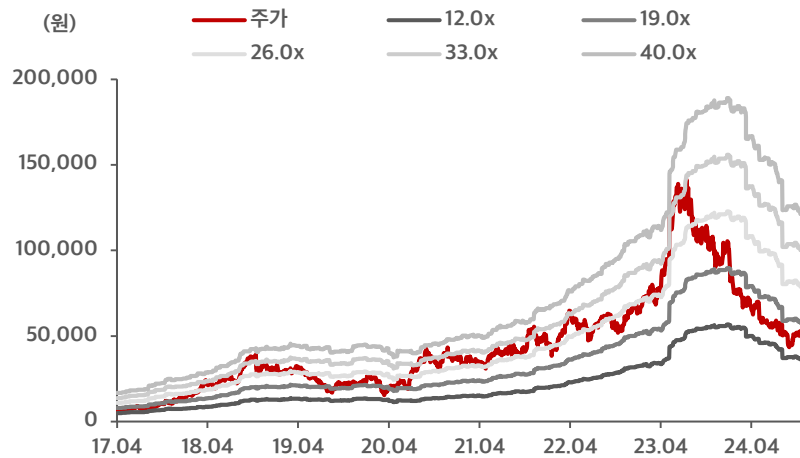
기타손익 추정										
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E
<b>기타손익</b>	<b>(2,028)</b>	<b>(2,559)</b>	<b>(1,777)</b>	<b>(5,927)</b>	<b>12</b>	<b>(2,969)</b>	<b>(43)</b>	<b>(35)</b>	<b>(3,035)</b>	<b>(3,662)</b>
<b>기타수익</b>	<b>36</b>	<b>609</b>	<b>335</b>	<b>807</b>	<b>66</b>	<b>43</b>	<b>62</b>	<b>48</b>	<b>219</b>	<b>417</b>
손실충당금환입	2	2	71	1	0	0	0	-	1	-
유형자산처분이익	5	13	1	2	1	25	0	-	26	-
무형자산처분이익	-	38	-	8	-	-	-	-	-	-
잡이익	29	557	264	796	65	18	61	48	193	417
<b>기타비용</b>	<b>2,064</b>	<b>3,168</b>	<b>2,112</b>	<b>6,734</b>	<b>55</b>	<b>3,012</b>	<b>104</b>	<b>83</b>	<b>3,254</b>	<b>4,079</b>
기부금	1,133	893	1,339	1,891	34	2,948	22	28	3,032	3,941
유형자산처분손실	482	73	593	84	1	0	0	-	2	-
무형자산처분손실	-	1	27	-	-	-	-	-	-	-
무형자산손상차손	-	2,172	-	4,719	-	-	-	-	-	-
잡손실	12	18	154	37	18	56	4	26	104	98
기타의대손상각비	437	10	-	3	2	7	78	29	117	40
재고자산폐기손실	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
해외사업장처분손실	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-

## Appx 4. 관계기업투자손익 추정

관계기업투자손익 추정							
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	~3Q24	2024E	2025E
관계기업투자손익(A+B)	(92)	14,685	695	3,825	2,767	3,832	5,512
지분법 손익(A)	(94)	(6,557)	1,908	2,027	2,767	3,832	5,512
내부거래 및 기타	153	(112)	(125)	(1,966)	(253)	(338)	(467)
지분법 손익(내부거래 반영 전)	(247)	(6,445)	2,033	3,993	3,020	4,170	5,980
북경신성엔터테인먼트유한공사	-	-	(126)	-	-	-	-
젠코스메티코스	(2)	(96)	(475)	(121)	(74)	(98)	(98)
엘앤에스-제이와이피 스마트 투자	(245)	(327)	(350)	(560)	(253)	(337)	(337)
디어유	-	(6,022)	2,984	4,740	3,422	4,706	6,516
넥스트웨이브코퍼레이션	-	-	-	(66)	(76)	(101)	(101)
관계기업투자처분 및 손상차손(B)	2	21,243	(1,213)	1,798	-	-	-

관계기업 지분율 추이							
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	~3Q24	2024E	2025E
북경신성엔터테인먼트유한공사	32%	32%	32%	0%	-	-	-
젠코스메티코스	20%	19%	19%	27%	27%	27%	27%
엘앤에스-제이와이피 스마트 투자	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
디어유	0%	20%	18%	18%	18%	18%	18%
넥스트웨이브코퍼레이션	0%	0%	0%	50%	50%	50%	50%

## Appx 5. JYP Ent. 12MF PER Band



## Appx 6. 감가상각비 추정

유형자산 감가상각비 - CapEx 반영 전				
(단위 : 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E
건물(20년)	2,824	2,824	2,824	-
구축물(5년)	478	478	478	-
비품(8년)	235	235	235	235
차량운반구(5년)	22	-	-	-
시설장치(15년)	428	428	428	428
기계장치(5년)	638	638	638	638
건설중인 자산	-	-	-	-
<b>합계</b>	<b>4,625</b>	<b>4,603</b>	<b>4,603</b>	<b>1,302</b>

건설중인자산 대체(건물, 구축물, 시설장치)				
(단위 : 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E
기초	9,873	3,312	3,312	3,312
취득	3,312	3,312	3,312	3,312
<b>대체</b>	<b>9,873</b>	<b>3,312</b>	<b>3,312</b>	<b>3,312</b>
건물(44%)	4,344	1,457	1,457	1,457
구축물(7%)	691	232	232	232
시설장치(49%)	4,838	1,623	1,623	1,623
기말	3,312	3,312	3,312	3,312

유형자산 Capex 추정				
(단위 : 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E
건물(20년)	-	-	-	-
구축물(5년)	15	15	15	15
비품(8년)	292	292	292	292
차량운반구(5년)	186	186	186	186
시설장치(15년)	901	901	901	901
기계장치(5년)	104	104	104	104
건설중인 자산	3,312	3,312	3,312	3,312
<b>합계</b>	<b>4,810</b>	<b>4,810</b>	<b>4,810</b>	<b>4,810</b>

유형자산상각비 - CAPEX 및 투자부동산 반영 후				
(단위 : 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E
유형자산	6,710	5,823	6,208	3,292
건물(20년)	3,041	3,114	3,187	436
구축물(5년)	619	668	717	289
비품(8년)	876	308	345	381
차량운반구(5년)	59	74	111	149
시설장치(15년)	488	979	1,147	1,316
기계장치(5년)	1,627	680	700	721
사용권자산	2,359	2,359	2,359	2,359
<b>합계</b>	<b>9,069</b>	<b>8,183</b>	<b>8,568</b>	<b>5,651</b>

감가상각비 안분										
(단위 : 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E
감가상각비	4,071	4,691	6,045	11,055	3,206	3,616	3,841	3,575	14,238	22,131
매출원가	671	762	1,989	5,536	1,388	1,453	1,513	1,546	5,899	10,126
비중 (%)	16.5%	16.2%	32.9%	50.1%	43.3%	40.2%	39.4%	43.2%	41.4%	45.8%
판매비와 관리비	3,400	3,929	4,055	5,519	1,819	2,163	2,328	2,030	8,339	12,006
비중 (%)	83.5%	83.8%	67.1%	49.9%	56.7%	59.8%	60.6%	56.8%	58.6%	54.2%

## Appx 7. 법인세비용 추정

법인세비용 추정										
(단위 : 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E
세전순이익	37,988	85,912	94,121	155,673	38,872	5,899	48,812	39,422	153,427	209,420
<b>법인세비용</b>	<b>8,351</b>	<b>18,412</b>	<b>26,619</b>	<b>50,656</b>	<b>7,408</b>	<b>4,620</b>	<b>10,020</b>	<b>9,288</b>	<b>31,336</b>	<b>56,715</b>
유효법인세율(%)	22.0%	21.4%	28.3%	32.5%	19.1%	78.3%	20.5%	23.6%	20.4%	27.1%

무형자산상각비 - 개별취득 반영 전				
(단위 : 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E
전속계약권(전속계약기간)	4,489	4,489	-	-
산업재산권(5년)	141	141	141	141
소프트웨어(5년)	25	25	25	25
라이선스(5년)	166	166	-	-
홈페이지(5년)	20	20	20	20
<b>합계</b>	<b>4,841</b>	<b>4,841</b>	<b>186</b>	<b>186</b>

무형자산상각비 - 개별취득				
(단위 : 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E
전속계약권(전속계약기간)	380	26,700	380	380
산업재산권(5년)	105	105	105	105
소프트웨어(5년)	30	30	30	30
라이선스(5년)	-	-	-	-
홈페이지(5년)	66	66	66	66
<b>합계</b>	<b>581</b>	<b>26,901</b>	<b>581</b>	<b>581</b>

무형자산상각비 - 개별취득 반영 후				
(단위 : 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E
전속계약권(전속계약기간)	4,616	13,516	9,153	9,153
산업재산권(5년)	246	183	204	225
소프트웨어(5년)	55	37	43	49
라이선스(5년)	166	166	-	-
홈페이지(5년)	86	46	59	72
<b>합계</b>	<b>5,169</b>	<b>13,948</b>	<b>9,460</b>	<b>9,500</b>

사용권자산				
(단위 : 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E
건물	1,646	1,646	1,646	1,646
차량운반구	714	714	714	714
<b>합계</b>	<b>2,359</b>	<b>2,359</b>	<b>2,359</b>	<b>2,359</b>

## Appx 8. SKZ 4Q24 콘서트, 25년 음반 매출 추정

SKZ 4Q24 콘서트 매출 추정 (단위: 만 명, 백만 원)						SKZ 25년 음반 매출 추정 (단위: 만 장, 원)		
지역	규모	횟수	총 모객	판매액	매출	초동 판매량	총 판매량	
일본	돔	3	10.5	10,920	2,730	국내 1차 컴백	242.7	315.5
	스타디움	3	18	18,720	4,680			
	<b>합계</b>				<b>7,410</b>			
기타	아레나	2	3	4,680	749	국내 2차 컴백	248.8	323.5
	돔	1	3.5	5,460	874	일본 컴백	63.9	83.0
	스타디움	5	30	46,800	7,488	<b>합계</b>		<b>722.0</b>
	<b>합계</b>				<b>9,110</b>	음반 1개당 순매출		11,000
*일본 매출분은 25년으로 이연						<b>매출 (단위: 백만 원)</b>		<b>79,425</b>

## Appx 9. NMIXX 25년 모객 수 추정

NMIXX 25년 모객수 추정 : 에스파 proxy (단위: 만 명, 만 장)	
에스파 23년 모객 수	35.6
<b>할인율</b>	<b>64%</b>
NMIXX 초동 판매량	58
에스파 초동 판매량	91
<b>NMIXX 25년 모객 수</b>	<b>23</b>

## Appx 10. 킥플립 25년 초동 판매량 추정

KickFlip 초동 판매량 추정 : TXT proxy (단위: 만 장) 초동 판매량	
SKZ (1H25 음반)	264.8
<b>PROXY 비율</b>	<b>4%</b>
BTS (19.4 출시 음반)	213.0
TXT (19.3 출시 음반)	7.8
<b>KickFlip (25.1 음반)</b>	<b>9.7</b>

KickFlip 초동 판매량 추정 : TXT proxy (단위: 만 장) 초동 판매량	
KickFlip 1번째 음반	9.7
<b>PROXY 성장률</b>	<b>59%</b>
TXT 1번째 음반	7.8
TXT 2번째 음반	12.4
<b>KickFlip 2번째 음반</b>	<b>15.4</b>

## Appx 11. SKZ 12월 컴백 앨범 초동 판매량 추정

SKZ 12월 초동 판매량 추정: 21년 proxy (단위: 만 장) 초동 판매량	
SKZ 직전 음반	236.6
<b>PROXY 비율</b>	<b>73%</b>
21년 스페셜 음반	47.1
21년 직전 음반	64.2
<b>12월 컴백 음반</b>	<b>173.7</b>

## Notice.

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