노머스 (473980)

SMIC 2025년 4월 11일

슈슈슈 슈퍼노머스

K-pop의 슈퍼맨, Superfans

K-pop 산업의 체질이 바뀌고 있다. 아티스트와의 연결을 위해 아낌없이 지출하는 슈퍼팬이 등장했고, 공급자 중심의 산업이 수요자 중심으로 개편되며 기존의 음반 중심의 BM은 설 자리를 잃어가고 있다. 팬과의 Tapping point를 극대화하는 슈퍼팬 비즈니스에서, 공연과 북미 시장의 중요성은 더욱 커지고 있다. 엔터사의 경영전략을 조명하며, 동사의 온전한 수혜를 가져올 전방 산업의 변화를 살펴보자.

투자포인트 1: 슈퍼주니어, 이제는 슈퍼시니어

BTS와 블랙핑크가 열어젖힌 글로벌 K-pop 시장의 낙수효과는 산업 전반으로 확산되고 있다. 미디어 환경의 진화와 함께, 중소돌, 개인 아티스트, 2,3세대 빈티지 IP까지 해외 진출의 기회를 얻고 있다. 그러나 이들에게 북미 공연은 여전히 높은 벽이다. 메인 IP 중심으로 재편된 대형 기획사 구조에서 소외된 아티스트들은 점차 중소 엔터사로 이적하고 있으며, 쌓여가는 K-pop IP는 새로운 수익 구조를 필요로 한다. 이 흐름 속에서 형성된 니치 마켓의 크기와 기회를 숫자로 직접 확인해보자.

투자포인트 2: 노머스를 향해, 슈퍼 이끌림~♬

동사는 공연, 팬플랫폼, MD 등 다수의 사업부를 통한 Tapping Point를 보유하고 있으며, 각각에서 강력한 경쟁력을 갖추고 있다. 공연은 수요 예측력과 현지 운영 노하우로 차별화되고, 팬플랫폼 'fromm'은 니치 IP 전략으로 빠르게 성장 중이다. MD와 상품 사업은 타 사업부와 유기적으로 연결되며 시너지를 강화하고 있다. K-pop 산업의 구조적 변화가 본격화되는 지금, 그 수혜의 최전선에는 동사가 있다.

Valuation

26E EPS 2,579원에 Target PER 14.7x를 적용한 목표주가 37,950원, 상승여력 56%, 투자의견 BUY를 제시한다. 동사는 현재 엔터 기업 중에서도 유독 낮은 멀티플을 적용받고 있다. 이는 동사가 아직 아티스트의 미국 진출을 실현시키는 '플랫폼'으로서의 본질적 가치를 시장에서 충분히 인정받지 못하고 있다는 뜻이기도 하다. 그러나 향후 실적을 통해 동사의 경쟁력이 입증된다면, 시장은 자연스럽게 이에 걸맞는 멀티플을 부여할 것이다. 시장의 오해는 늘 기회로 바뀌어 찾아왔다. 이번에는 동사가 그 주인공이 될 수 있다.

추정 연결손익계산서

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**9,218**	**18,016**	**42,300**	**68,913**	**122,345**	**144,849**
YoY(%)	*-*	*95.4%*	*134.8%*	*62.9%*	*77.5%*	*18.4%*
매출원가	4,813	13,543	23,677	40,167	70,571	74,400
매출총이익	4,405	4,473	18,622	28,745	51,774	70,449
GPM(%)	*47.8%*	*24.8%*	*44.0%*	*41.7%*	*42.3%*	*48.6%*
판매비와관리비	8,429	14,763	18,827	20,564	29,419	35,707
영업이익	**(4,024)**	**(10,289)**	**(204)**	**8,181**	**22,355**	**34,742**
OPM(%)	*-43.6%*	*-57.1%*	*-0.5%*	*11.9%*	*18.3%*	*24.0%*
기타손익	(684)	2	(683)	704	3	3
금융손익	(16,965)	(5,238)	(23,975)	995	594	946
지분법손실	-	-	56	10	-	-
세전순이익	(21,673)	(15,525)	(24,919)	9,871	22,952	35,691
법인세비용	(1,005)	(4,346)	6,415	(11)	1,643	7,113
당기순이익(손실)	**(20,667)**	**(11,179)**	**(31,334)**	**9,882**	**21,309**	**28,578**
NPM(%)	*-224.2%*	*-62.0%*	*-74.1%*	*14.3%*	*17.4%*	*19.7%*

Rating

Buy

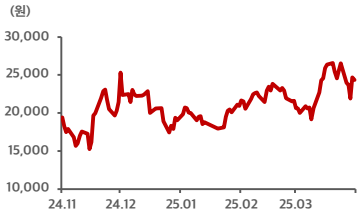
현재주가: 24,350 원

목표주가: 37,950 원

상승여력: 56%

12M 주가추이

시가총액 2,698 억 원



Key Metrics

EPS (TTM)	899 원
EPS (25E)	2,227 원
PER (25E)	10.9x
ROE (25E)	39.9%
자산 총계	988 억 원
부채 총계	127 억 원
자본 총계	861 억 원

주요 주주

김영준 외 10인	32.25%
노머스우리사주	0.63%

SMIC 3팀

팀장 50 기 이재현

팀원 50 기 최고운

50 기 최규호

51 기 김정훈

51 기 최진우

CONTENTS

1. K-pop의 슈퍼맨, Superfans - 산업 분석 3

2. 엔터 산업의 실리콘투 - 기업 분석 8

3. 슈퍼주니어, 이제는 슈퍼시니어 - 투자포인트 1 10

4. 노머스를 향해, 슈퍼 이끌림~♬ - 투자포인트 2 18

5. 중국에서 불어오는 엔터의 봄바람 - 플러스 α 24

6. 매출 추정 25

7. Valuation 28

8. Appendix 33

1. K-pop의 슈퍼맨, Superfans - 산업 분석

1.1. '슈퍼 팬'데믹의 시대

글로벌 음악 산업의 트렌드: Superfans

24년 글로벌 음악 산업의 키워드는 단연 'Superfan'이었다. 미국의 3대 레이블에 해당하는 WMG와 UMG는 아티스트와 슈퍼팬의 연결을 위해 비즈니스 역량을 집중하겠다고 밝혔고, 스포티파이는 슈퍼 팬을 겨냥한 구독 모델 출시를 발표했다. **슈퍼팬은 일반 팬과 구별되는 헌신적이고 적극적인 코어 팬층을 말한다.** 이들은 음반 구매에서 소셜 플랫폼, MD(Merchandise) 구매, 팬미팅, 콘서트 관람, 2차 컨텐츠 제작에 이르기까지 다양한 방식으로 아티스트와 관계를 맺는다.

슈퍼팬으로의 3단 진화

팬덤의 발전 단계는 일반 대중 → 캐주얼팬 → 라이트팬 → 슈퍼팬으로 정리할 수 있다. 일반 대중은 음악을 청취하고 영상을 시청하는 단계에서 아티스트에 대한 관심과 호감도를 쌓으며 캐주얼팬으로 변모한다. 캐주얼팬은 자유도를 기반으로 여러 아티스트를 병렬적으로 탐색하는 멀티 스탠(multi-stan)의 양상을 보이며 디지털 플랫폼 내에서 컨텐츠를 반복적으로 이용한다. 특정 아티스트에 대한 선호가 커지면 '최애'를 결정하고 '입덕'하는 라이트팬이 되어 본격적으로 소비를 시작한다. **팬-아티스트 관계와 소속감이 더욱 깊어짐에 따라 시간, 감정, 자본을 아낌없이 투자하는 슈퍼팬이 형성된다.**

누구나 최애 하나쯤은 가슴에 품고 산다

유튜브, 인스타그램, 틱톡과 같은 뉴미디어의 보편화는 슈퍼팬 탄생의 기반이 되었다. 후술하겠지만, 숏폼 챌린지 등 전세계로 확산되는 컨텐츠 덕분에 아티스트는 단순히 자신을 온라인 상에 자주 노출시키는 것만으로도 글로벌 시장을 개척할 수 있게 되었다. 소비자 영역에서는 맞춤형 알고리즘에 의한 초개인화가 진행됨에 따라 나만의 최애를 발견하고 알아가는 것이 쉬워졌다. 이들은 수동적인 대중 매체의 소비자에서 벗어나 개별적인 '니치 팬덤' 시장을 형성하고, 아티스트와 상호작용하고 있다.

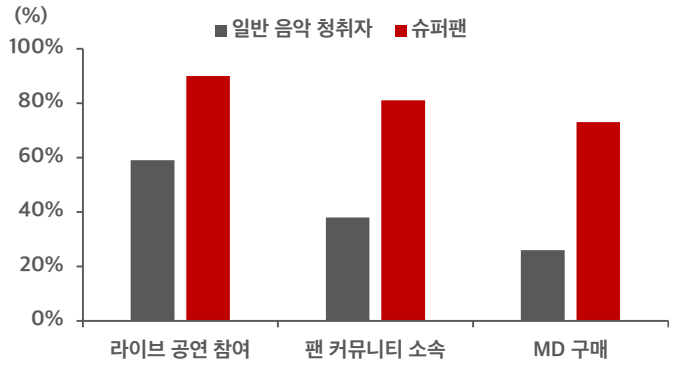
연결만 된다면, 돈은 문제 없어

슈퍼팬의 가장 큰 니즈는 '아티스트와의 연결'이다. 슈퍼팬에게 아티스트는 동경의 대상이고, 친구이자, 자신의 정체성이다. 아티스트로부터 소속감을 느끼는 슈퍼팬들은 그들과 더 개인적으로 연결되고, 최대한 많은 채널에서 교류하기를 원한다. 그 중에서도 모두가 접근할 수 있는 음반, 음원보다 라이브 공연과 MD, 팬사인회 같은 희소성 있는 경험을 선호하는 경향이 있다. 이를 위한 구매 의지는 높은 편으로, **슈퍼팬은 일반 팬보다 평균 1.8배 더 많이 지출한다.**

K-pop의 특명: 슈퍼팬을 잡아라

K-pop은 글로벌 슈퍼팬과 함께 또 한 번의 점프업을 준비한다. 국내 및 아시아 시장에서 음반 위주로 성장해 온 엔터사들은 다음 성장 동력을 찾기 위해 분주하다. 북미와 유럽으로 확장된 팬덤을 만나기 위해 서구권의 문을 두드리고 있으며, 아티스트 IP(Intellectual Property Rights, 지적재산)를 활용한 콘서트 투어, MD, 팬 플랫폼 사업으로 곳곳에 산재한 글로벌 슈퍼팬을 아티스트와 연결해 주고 있다. 글로벌 '슈퍼 팬'데믹 시대에 변화하는 엔터 산업을 살펴보자.

도표 1-1. 슈퍼팬과 일반 음악 청취자 비교



출처: Luminate, SMIC 3팀

도표 1-2. 팬덤 발전 단계 모식도

출처: SMIC 3팀

1.2. 음반 기반 대중 비즈니스의 종말

K-pop을 이끌어 온 피지컬 음반

K-pop 시장은 오랫동안 피지컬 음반 중심의 BM 기반으로 성장해 왔다. 음원 스트리밍이 대중화되어 실물 CD를 통해 음악을 감상하는 사람은 5.7%에 불과하다. 그럼에도 음반은 팬들에게 소장 가치와 소유의 경험을 제공하는 중요한 매개체다. 이러한 상징성 덕분에 초동 판매량(음반 발매 후 1주일 간의 판매량), 누적 판매량, 총 음반 판매량은 아티스트의 흥행을 가늠하고, 팬덤의 크기와 충성도를 보여주는 산업의 핵심 지표가 되어왔다. **음반 판매량은 14년 730만 장에서 CAGR 36% 성장해 23년 1억 장을 기록하며, K-pop의 외형 성장을 이끌었다.**

'음반 버블'의 형성

팬덤의 반복 소비는 피지컬 음반의 버블을 만들었다. 엔터사는 음반에 포토카드, 포스터, 팬 사인회 응모권과 같은 다양한 부가 요소를 포함해 팬들의 소비를 유도했다. 앨범에 포함된 랜덤 굿즈는 팬으로 하여금 평균적으로 4.1개의 같은 앨범을 구매하게 만들었다. **음반 판매량이 아티스트와 인기와 성과를 평가하는 지표로 자리 잡으면서, 팬덤 간 경쟁 심리가 반복 구매로 이어지기도 했다.** 매년 데뷔하는 아이돌 수가 늘어가고, 코로나 시기 콘서트가 취소되면서 유일한 '덕질' 수단이던 앨범에 팬들의 지출이 집중되었다는 점도 버블 형성에 기여했다.

음반 밀어내기가 굴린 스노우볼

'음반 밀어내기'는 악순환을 만들어 버블을 키웠다. 음반 밀어내기란 엔터사가 중간 판매처에게 일정 물량을 구매하도록 해 특정 시점의 판매량을 인위적으로 끌어올리는 방법이다. 엔터사가 앨범 판매량을 높이기 위해 음반을 실질적 수요보다 과도하게 판매처에 공급하면, 판매처는 물량 소진을 위해 음반 한 장당 팬 사인회 추첨권 한 장을 제공해 판매한다. 팬들은 당첨을 위해 여러 장의 음반을 구매하고, 아티스트는 팬 사인회 등의 행사를 수십 번 반복해 진행한다. 음반 차트 순위가 집계되고 나면 엔터사는 또다시 '밀어내기'를 통해 다음 주의 음반 경쟁을 부추긴다.

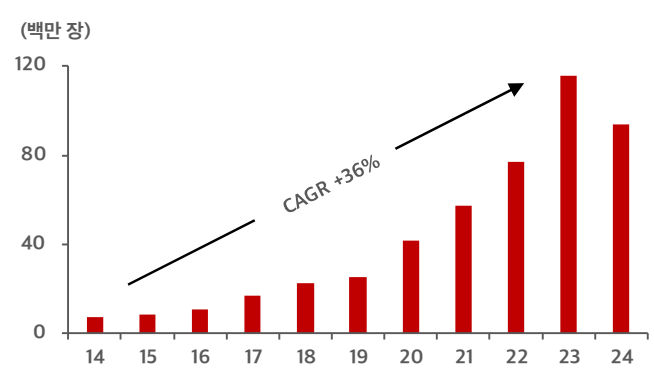
음반 판매량은 10년 만에 역성장

버블은 서서히 붕괴되고 있다. '숫자 경쟁'은 팬들의 피로도와 소비 부담을 가중했고, 아티스트를 음악적 가치가 아닌 판매량 지표로 평가받게 만들었다. 그에 따라 엔터 산업의 근간이 되는 팬-아티스트 관계는 단순화되고 소비 지향적으로 변질되었다. 이러한 분위기 속 국내 및 중국 팬 중심의 자정 작용으로 **24년 음반 판매량은 yoy 19% 하락하며 10년 만에 역성장을 기록했다**

글로벌에서 먹힐 새로운 BM 고도화

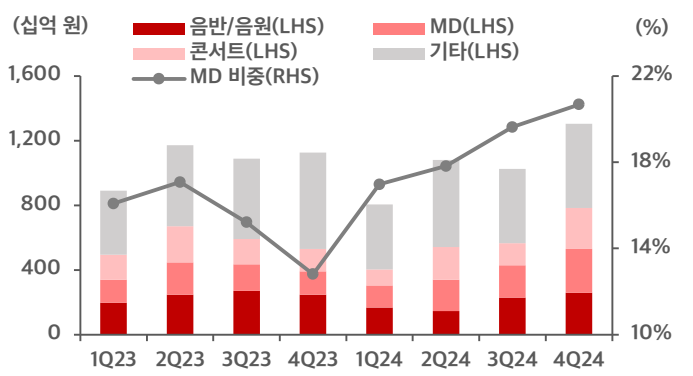
글로벌 시장이 K-pop의 메인 스테이지가 됨에 따라, 음반 중심 BM은 더 빠르게 자리를 잃고 있다. 디지털 스트리밍과 무형의 콘텐츠 소비가 주류인 글로벌 음악 시장의 팬들은 국내와 일부 아시아 국가의 팬들과 달리 음반의 물리적 소유라는 방식에 익숙하지 않다. 또한 지리적 제약으로 팬 사인회나 오프라인 이벤트에 참여하기 어려워, 앨범에 포함된 부가 요소를 겨냥한 소비를 유도하기도 어렵다. **엔터사들 역시 음반 성장의 한계를 느끼고, 음반 외 사업부에 집중하고 있다.**

도표 1-3. 연간 차트 기준 앨범 판매량 400 추이



출처: 써클차트, SMIC 3팀

도표 1-4. 엔터 4사 합산 매출액 및 MD 비중 추이



출처: DART, SMIC 3팀

1.3. 글로벌 슈퍼팬 비즈니스로의 전환

성장 지표가 달라지고 있다

K-pop의 성장세는 여전히 건재하다. 단지, 음반에 치우쳤던 무게추가 다른 곳으로 옮겨가고 있을 뿐이다. 24년 4월, 골드만삭스는 리포트를 통해 앨범 중심의 산업 구조에 이의를 제기했지만, 케이팝의 성장세는 의심할 여지가 없다고 분석했다. **오프라인 공연 모객 수, MD 수출량, 유튜브 조회수, SNS 팔로워 수 등이 새로운 성장 지표로 등장했으며, K-pop의 펀더멘탈에 문제가 없음을 입증하고 있다.** 엔터사의 성장 및 수익모델은 슈퍼팬의 중심으로 변화하고 있다.

슈퍼팬 BM의 핵심: Tapping point↑

글로벌 슈퍼팬 BM의 핵심은 'Tapping point의 극대화'에 있다. 슈퍼팬은 좋아하는 아티스트가 차트 1위를 하기보다 그들과 더 자주, 더 다양한 방식으로, 더 밀접하게 연결되기를 열망한다. **엔터사들은 이러한 니즈를 충족하기 위해 아티스트라는 하나의 IP로 음원, SNS, 팬 사인회, 공연, MD, 팬클럽, 스폰서쉽 등의 멀티 서비스를 제공한다.** 음반 또한 주된 수익원 중 하나로 남아있지만, 뉴미디어의 활용과 정서적 교감 중심의 팬 경험이 우선시됨에 따라 그 중요도가 감소했다.

자주 볼수록 자주 열리는 지갑

접점을 늘리면 수익은 자연스럽게 따라온다. 엔터사는 팬과 아티스트가 연결되는 각각의 채널을 모두 매출 파이프라인으로 전환하고 있으며, 슈퍼팬들은 이를 위해 기꺼이 지불할 의사와 구매력을 모두 지니고 있다. 전체 팬의 15% 정도에 불과한 슈퍼팬은 MD의 50% 이상을 구매하고, 매달 라이브 공연에 일반 팬의 3배에 달하는 비용을 지출한다. 이들의 구매 동기는 가격이 아닌 정서적 감정과 희소한 경험에 있기에, 가격 민감도 또한 낮다. 글로벌이라는 거대한 타겟 시장은, 니치 팬덤을 확보하는 것만으로도 슈퍼팬 비즈니스 모델에 큰 수익을 보장한다.

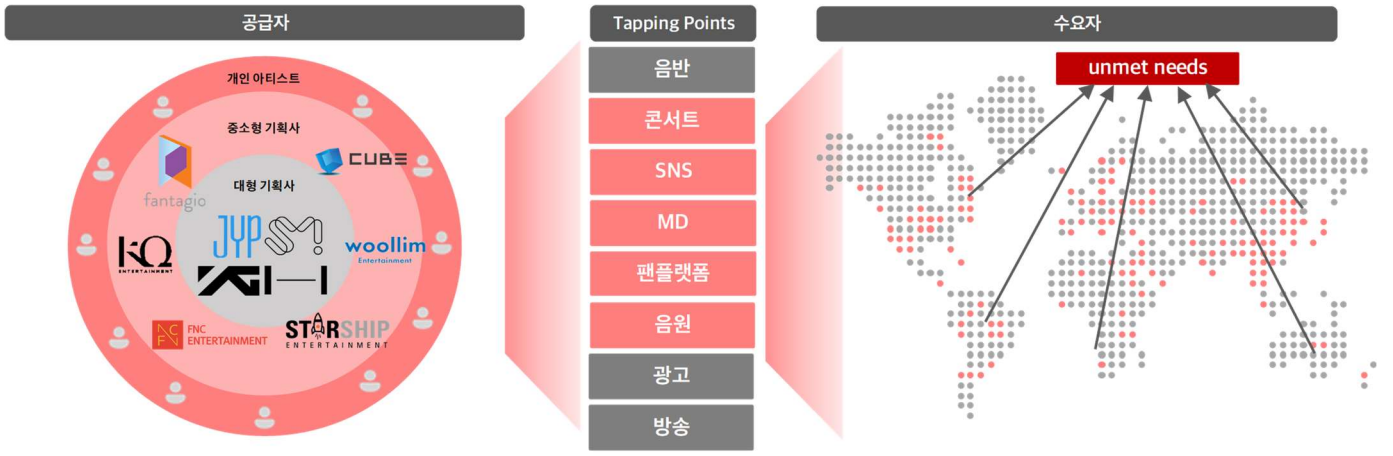
다양해진 선호도, 파편화된 소비 시장

공급자 위주였던 K-pop 시장은 수요자 위주로 재편되고 있다. 시장의 저변이 글로벌로 넓어지면서 K-pop을 소비하는 국가와 팬덤의 국적이 다양해지고 있으며, 더욱 많은 아티스트들이 고른 인기를 누리고 있다. 스포티파이 팔로워 500만 명 이상의 K-pop 아티스트 수는 23년 18명에서 24년 35명으로 증가했다. **과거에는 인기가 집중된 몇몇 아티스트에 팬들이 몰려들었다면, 이제는 엔터사들이 파편처럼 분산된 K-pop 시장을 직접 개척해, 세밀하고 다양해진 팬들의 수요를 충족해야 한다.**

K-pop에서도 공급 병목이?

글로벌 슈퍼팬들의 초과 수요는 small player에게 더 많은 기회를 제공한다. K-pop 산업 규모는 약 8조 원으로 추산된다. 그러나 24년 4대 엔터사의 매출액 합은 4조에 불과하며, 중소형 엔터사와 유통사의 매출액을 모두 합쳐도 1조 수준이다. 이러한 괴리는 글로벌 슈퍼팬의 'unmet needs'가 존재함을 의미한다. **대형 엔터사들이 파편화된 시장과 팬의 Tapping point를 모두 커버하기 힘든 상황이다.** 중소형 엔터사를 비롯한 일부 플레이어들은 이러한 마찰 지점을 포착하고 니치마켓에 진입하고 있다.

도표 1-5. 글로벌 슈퍼팬 BM



출처: SMIC 3팀

1.4. K-pop 트렌드: 공연과 북미

슈퍼팬 BM의 핵심: 라이브 공연

라이브 공연은 슈퍼팬 기반의 BM의 본체나 다름없다. 공연은 슈퍼팬들의 오프라인 경험에 대한 수요를 충족함과 동시에 아티스트의 음악관과 세계관을 실현하는 무대로 기능한다. 팬들은 아티스트의 실시간으로 연결되어 함께 노래, 응원, 교감하면서 직접적인 관계를 형성한다. 신규 팬을 유입시키고, 기존 팬의 충성도를 강화해 아티스트 IP의 외연 확장에도 도움을 준다.

공연 하나로 쓸어담는 수익

수익화 측면에서 공연은 더 매력적이다. 콘서트 1회의 마진율은 20% 이내로, 다른 파이프라인에 비해 높다고 보기 힘들다. 그러나, 공연의 수익 구조를 살펴보면 얘기가 달라진다. **공연은 한 번의 기획으로 다중 수익을 창출할 수 있다.** 티켓 수익뿐만 아니라, MD, 라이브 스트리밍을 통한 온라인 콘서트, 공연 영상의 콘텐츠화, 스폰서십 광고와 브렌디드 스테이지 등 고수익의 부가 매출을 발생시킨다. 또한 **공연은 1) 회당 관객 수가 많을수록, 2) 같은 공연장에서 연속으로 콘서트를 진행할수록, 3) 콘서트 티켓 가격이 높을수록 영업레버리지 효과가 발생해 수익성이 향상된다.**

끝판왕은 북미콘

K-pop 공연 시장은 북미에서 가장 빠르게 성장하고 있다. 일본과 아시아 시장의 성장세는 둔화하는 한편, 25년 북미권의 해외 모객 수는 크게 증가한다. 미국의 음악 시장 규모는 약 43조 원으로, 한국의 9배에 달한다. K-pop 아티스트의 빌보드 hot 100 진입, 음원 스트리밍 횟수와 유튜브 조회수 등의 성장 지표는 매년 성장하고 있다. **초과 수요가 존재하고 K-pop이 미국 음악 산업에서 차지하는 비중이 여전히 3%에 불과하다는 점을 고려할 때, 반드시 공략해야 하는 고성장 시장이다.**

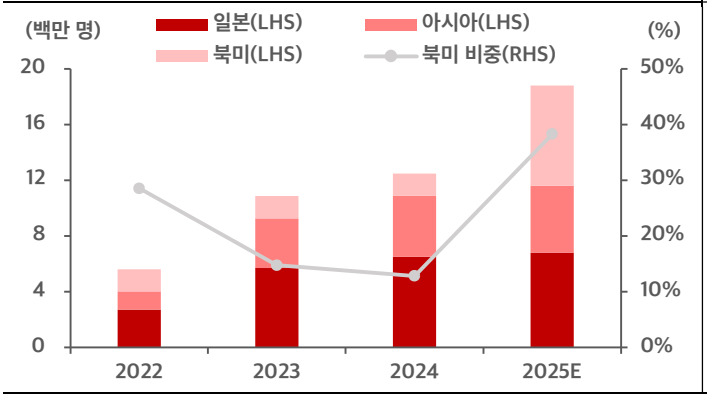
북미 공연의 P: 티켓과 부가 수익

북미 공연의 중요성을 P와 Q로 나누어 살펴보자. 미국은 공연 및 부가 파이프라인의 ASP가 높다. 티켓 가격은 투어 국가의 구매력에 비례한다. 미국의 1인당 구매력 평가 지수는 한국의 1.4배 정도지만, 실제로는 더 높은 가격에 판매되는 경우가 많다. **수요와 공급에 따라 실시간으로 가격이 변동되는 다이내믹 프라이싱이 적용되기 때문이다.** 23년 슈가의 LA 솔로 콘서트 티켓의 정가는 다이내믹 프라이싱에 의해 350달러에서 1,000달러까지 상승한 바 있다. 또한, 미국의 슈퍼팬들은 일반 청취자들보다 MD나 프리미엄 패키지에 2.4배 더 높은 비용을 지출한다.

북미 공연의 Q: 관객 및 공연 수

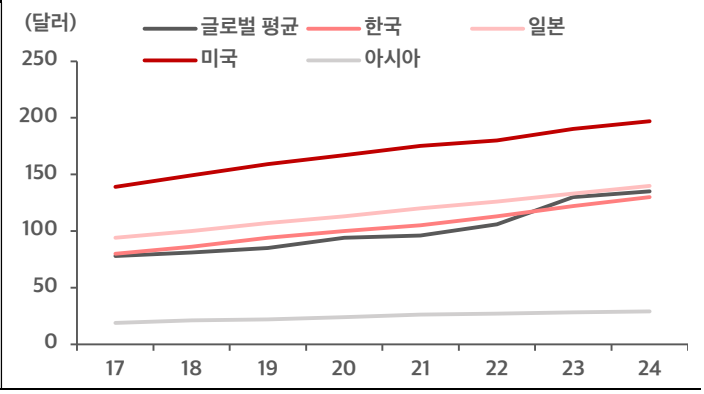
북미 공연의 Q, 관객 수와 공연 횟수는 앞으로 증가할 것이다. 미국은 라이브 공연이 여가 활동에서 큰 비중을 차지하고 있으며, 경험 경제 트렌드로 인해 페스티벌과 콘서트에 대한 소비가 매년 증가하고 있다. 또한 미국 슈퍼팬의 90%가 라이브 공연 경험이 있고 월평균 113달러를 지출한다. 북미권의 K-pop 팬은 꾸준히 증가하고 있지만 지리적 한계로 인해 아티스트와의 접점이 거의 없는 상황이다. 오프라인 공연의 수요와 함께 25년부터 Q 증가가 본격화할 전망이다.

도표 1-6. K-pop 아티스트 해외 공연 모객 수 전망



출처: DART, SMIC 3팀

도표 1-7. 글로벌 공연 티켓 가격 비교



출처: Statista, SMIC 3팀

1.5. 엔터사의 목표: 한정된 CAPA로 신규 IP의 수익 기여 시점을 앞당겨라!

종합예술 같은 아티스트 브랜딩

K-pop 시장에서 브랜딩 역량은 더욱 중요해지고 있다. 매년 약 80팀이 데뷔하는 상황에서 좋은 노래만으로는 눈에 띄기 어렵다. 따라서 엔터사는 아티스트에 고유한 색깔을 입혀 오리지널리티를 가진 하나의 브랜드로 형성하기 위해 노력한다. 이렇게 만들어진 아티스트의 정체성은 팬덤을 형성하고, IP를 확장하는 데 중요한 역할을 한다. 뉴진스는 K-pop 브랜딩의 가장 모범적인 예시다. 그룹 이름(NewJeans), 패션(Y2K), 장르(시티팝), 가사, 뮤비, 앨범 커버, 콜라보 등 모든 요소는 유기적으로 연결되며 뉴진스가 가진 레트로와 하이틴의 이미지를 강화한다.

레트로의 뉴진스, 광야의 에스파, 다크문의 엔하이픈

브랜딩이 핵심 경쟁력으로 자리 잡으면서 엔터사의 비용 부담도 크게 상승하고 있다. 아티스트 IP의 차별화 요소는 점점 다양해지고 있다. 에스파는 현실 멤버들과 가상세계의 아바타가 공존한다는 메타버스 세계관을 갖고 있고, 엔하이픈과 TXT는 멤버들이 등장하는 웹툰과 웹소설을 제작해 스토리텔링 기반으로 IP를 확장한다. 이처럼 브랜딩의 중요도가 올라감에 따라 엔터사는 연습생 육성 비용에 비해 훨씬 큰 규모의 비용을 쏟아붓고 있다. 하이브는 뉴진스의 데뷔를 위해 약 300억 원을 투입했으며, 첫 정규 앨범 제작에만 70억 원을 사용했다.

7년 계약과 수익 배분 구조

아티스트와 엔터사의 계약은 주로 7년 전속계약과 후정산 시스템에 기반한다. 아티스트는 데뷔 시 7년 전속계약을 체결하고, 그 이후로는 3년마다 재계약한다. 엔터사는 초기 매니지먼트 및 앨범 제작 비용을 전액 부담하는 대신 데뷔 이후 수익이 발생하면 먼저 투자 비용을 회수하고, 손익분기점을 넘어서는 시점부터 아티스트에게 수익을 배분한다. 아티스트와 엔터사의 수익 배분 비율은 차이가 있지만 보통 음반/음원의 경우 2:8, 공연 및 광고는 4:6 정도다. 연차가 쌓일수록 정산 비율이 올라가며, 재계약 시에 5:5나 6:4 정도로 아티스트에게 우호적으로 조정된다.

CAPA는 모자르고 BEP는 단축되고

엔터사가 신규 IP에 주력하는 이유는 2가지다. ① 한정된 CAPA 때문이다. 아이돌 시스템상 팬덤의 연속성이 존재하지 않아 엔터사는 모든 그룹을 제로베이스에서 양성한다. 각각의 아티스트는 브랜딩부터 수익화까지 막대한 인력, 비용, 시간을 필요로 한다. **② 신규 IP 성공에 따른 초기 업사이드가 더욱 커지고 있다.** 아티스트에 대한 누적 투자 비용 회수 기간이 짧아지고 있다는 사실은 이를 뒷받침한다. 방탄소년단은 BEP 달성에 4년이 걸렸으나, 비교적 최근 데뷔한 TXT는 2년, 엔하이픈은 1년, 뉴진스는 2개월 만에 투자를 회수하는 데 성공했다.

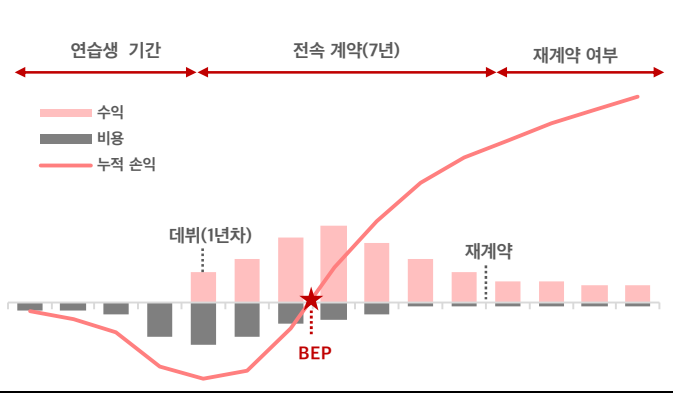
우월 전략: 신규 IP에 몰빵하기

엔터사 입장에서 신규 IP의 성공을 위해 한정된 CAPA를 집중하고, 투자 회수 기간을 앞당기는 것이 우월 전략이다. 이를 위해 예전보다 해외공연, MD 판매 등의 타임라인이 빨라지는 추세다. 팬덤 분산에 따른 수익 감소와 막대한 유지비 우려로 이전 세대 그룹은 팬덤이 정착해 BEP에 도달하면, 추가 투자를 중단하고 행사 위주로 전환해 자체 활동을 돌리는 구조가 정착되었다.

도표 1-8. 뉴진스 브랜딩

출처: 언론 종합, 각사, SMIC 3팀

도표 1-9. 아티스트 연차별 엔터사의 누적 수익 변화



출처: SMIC 3팀

2. 엔터 산업의 실리콘투 - 기업 분석

2.1. K-pop 아티스트와 함께 성장하는 동사

IP만 주면
내가 다 해줄게

동사는 아티스트 IP를 활용해 종합 솔루션을 제공하는 기업이다. 중소형 엔터사 또는 1인 레이블로부터 다수의 IP 포트폴리오를 확보하고, 이를 기반으로 국내외 공연 주최, 플랫폼을 통한 팬 관리, MD 제작 및 판매, 콘텐츠 기획 제작 등의 아티스트 활동을 올인원으로 지원한다. 사업부별 매출 비중은 공연 42%, MD 23%, 플랫폼 20%. 상품 15% 순이다.

북미콘할 사람
여기여기 붙어라

매출의 42%를 차지하는 공연 부문은 동사의 핵심 사업이다. 국내외 공연을 모두 담당하지만, 해외 공연, 그중에서도 북미 지역에 경쟁력을 갖고 있다. 동사는 엔터사나 아티스트에 일정 금액을 지불하고 공연 판권을 취득한다. 이후 수요 예측, 컨텐츠, 마케팅 등 전반적인 공연 기획을 진행하고 현지 프로모터를 선정해 공연장 세팅, 티켓팅, 보안 등의 부차적인 업무를 맡긴다.

못해도 MG는,
잘되면 R/S까지

해외 공연의 하방은 막혀있고, 상방은 열려있다. 동사는 해외 투어 진행 시 현지 프로모터와의 계약을 통해 약정한 **최소 보장금(MG, Minimum Guarantee)**을 수취한다. 만약, **현지 프로모터 측 분배금[(티켓 매출 - 공연장 세팅비, 현지 인건비 등의 프로모터 측 지출 비용) X 계약상 분배율]**이 MG보다 클 경우, 이를 매출로 인식한다. 계약 금액인 MG를 기본으로 수취하고, 공연이 성공할 경우에 발생하는 초과 이득은 현지 프로모터와 공유하는 R/S(Revenue Sharing) 구조다.

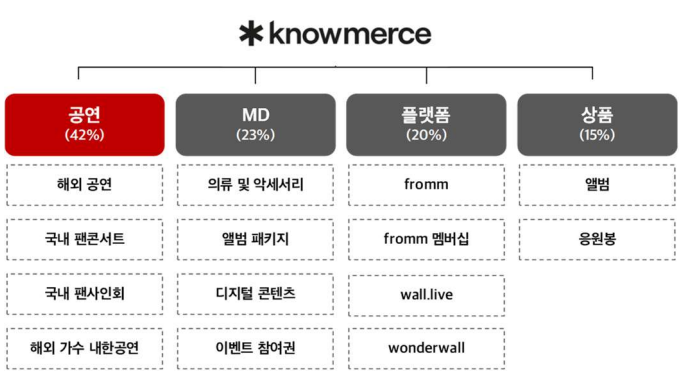
최애와의 1:1 채팅

플랫폼 사업은 팬 플랫폼 'fromm'을 중심으로 운영된다. 주요 서비스는 프라이빗 메시지로, 아티스트와 1:1 채팅 형식으로 소통하는 방식이다. 아티스트는 텍스트, 음성, 사진 및 동영상으로 자신의 일상을 공유하고, 팬은 여기에 답장하며 유대감을 키울 수 있다. 이 외에도 커뮤니티, 팬클럽, 라이브 등의 서비스를 제공하며 아티스트와 팬의 소통 채널로 자리 잡고 있다. 온라인 공연 스트리밍과 유튜브 등 IP 기반의 콘텐츠 사업도 플랫폼 매출에 포함된다.

팬이라면 집에
하나씩은 있는

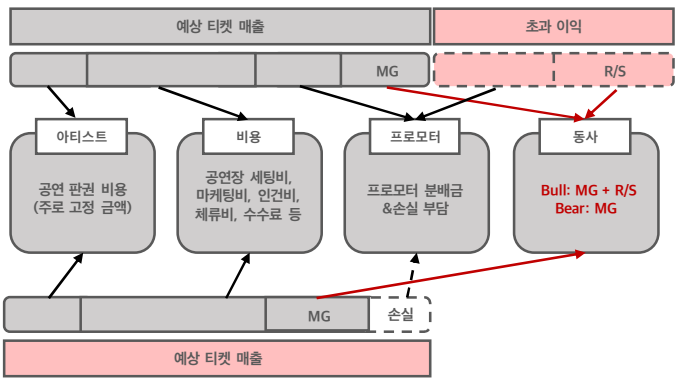
MD와 상품의 판매 사업도 진행한다. MD는 아티스트 IP를 활용한 굿즈를 의미한다. 동사는 아티스트와 협업하여 기획, 디자인, 유통, CS까지의 과정을 총괄하고 제조만 외주 업체에 위탁하는 방식으로 다양한 형태의 굿즈를 개발한다. MD는 의류, 악세서리, 화장품 등 배송 상품부터 이용권, 디지털 콘텐츠, 이벤트 참여권의 무형 상품까지 다양한 형태를 띈다. 상품은 엔터사에서 출시한 아티스트의 앨범, 응원봉 등의 사입품목을 의미한다. 동사는 MD와 상품을 아티스트의 공연장 또는 팬플랫폼 내의 온라인 fromm 스토어에서 제공한다.

도표 2-1. 동사 매출 비중



출처: DART, SMIC 3팀

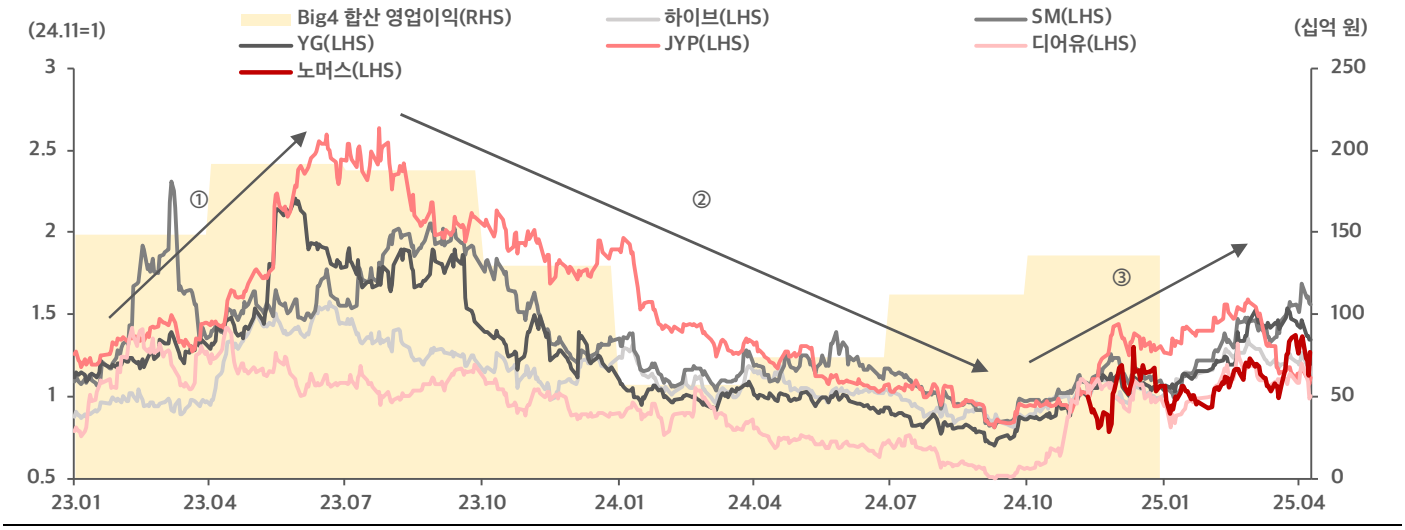
도표 2-2. 공연 수익 배분 구조



출처: DART, SMIC 3팀

2.2. 어디선가 익숙한 실리콘투의 향기가 난다 - 주가 분석&재무 분석

도표 2-3. 엔터사 주가 추이 및 합산 영업이익



출처: KRX, DART, SMIC 3팀

엔터 업종 주가 분석

① 22년 말부터 엔터 기업들은 음반 판매량 증가와 글로벌 팬덤의 확대에 힘입어 매출액과 영업이익이 동반 성장하며 1H23까지 상승 랠리를 이어나갔다. ② 2H23 음반 판매량이 둔화되면서 영업이익이 급감했고, 주가 피크아웃 우려에 1년 넘게 하락했다. ③ 엔터 섹터는 지난 9월부터 다시 반등을 시작하고 있다.. 25년 본격화되는 대규모 해외투어 일정과 MD 매출 증가에 따른 수익성 개선, 한한령 해제에 대한 기대감이 주가를 이끌고 있다.

히스토리가 없는 동사

24년 11월 상장해 마땅한 실적 히스토리가 없는 동사는, 아직까지 전반적인 엔터 기업들과 발맞추어 움직이고 있다. 3Q24 연결 잠정 실적에서 영업이익이 흑자전환하자, 주가는 크게 반응했으나 여전히 시장은 25년 매출 가이던스에 대한 의문을 품고 있다.

동사와 실리콘투의 평행이론

엔터 산업 내에서 동사의 역할은 실리콘투와 닮아있어 그 유사성에 주목할 필요가 있다. 두 기업이 속한 전방시장과 BM의 특징을 살펴보며, 그 이유를 알아보자. 두 기업은 화장품과 엔터 산업 변화의 중심에 위치한 기업이다. K-beauty는 가성비와 트렌드를 앞세운 인디 브랜드 중심으로 성장하고 있으며, 후술하겠지만 K-pop 시장 역시 중소형 IP에 대한 수요가 증가하고 있다.

실리콘투처럼 우리도?

두 기업의 BM도 유사하다. 실리콘투가 수출에 어려움을 겪는 인디 브랜드의 제품을 해외에 유통하듯이, 동사 역시 해외 공연 역량이 내재화되지 않은 중소형 엔터사와 개인 아티스트의 Pain point를 공략한다. 북미 시장에 주력하여 침투율을 높이고 있으며, 이를 바탕으로 다른 국가로의 사업 확대를 노리고 있다는 점과 개별 브랜드 또는 아티스트에 대한 의존도가 낮아 적은 리스크로 전방 시장 성장의 과실을 누릴 수 있다는 점도 유사하다. **화장품 섹터와 동행하던 실리콘투의 주가는 실적으로 자체 유통망이라는 해자를 입증하며 리레이팅 받았다.** K-pop 시장의 변화에 올라탈 최적의 조건을 지닌 동사도 이처럼 실적과 해자를 시장에 증명할 수 있을지 주목하자.

과도한 오버행 우려는 X

오버행 이슈는 동사 주가의 부담 요인이다. 25년 5월 12일 전체 발행 주식 수의 5.82%에 해당하는 주식 623,257주의 의무보유기간이 만료됨에 따라 주가 변동성이 커질 우려가 있다. 그러나 상장 후 3개월간 전제 발행 주식 수의 약 60%의 달하는 물량 출회를 무리 없이 소화했고, 엔터 업황이 개선되고 있으며, 타 엔터 관련 기업 대비 당사의 밸류에이션 부담이 적다는 점을 고려할 때 보호예수기간 만료에 따른 주가 하락은 매수 기회가 될 수 있다.

3. 슈퍼주니어, 이제는 슈퍼시니어 - Point ①

엔터사와 아티스트가 팬을 만나는 Tapping Point가 다각화되고 있다. [투자포인트1]에서는 K-pop의 저변이 넓어지고 성숙해짐에 따라 쌓여가는 IP를 탐구해보자. 그 중 동사가 주목하는 시장은 대형 기획사 출신 고연차 아이돌과 중소엔터사의 주력 아티스트들이다. 이 니치한 IP 마켓이 형성되기까지의 미디어 환경 변화와 엔터사들의 구조적 변화를 통해, 아티스트들이 동사로 흘러들 동인을 찾아보자.

3.1. 니치 IP시장의 형성은 미디어의 변화로부터

아무나 못하는 북미 단독 콘서트

지난해 7월 아이유, 올해 2월 태민이 차례로 북미 단독 콘서트를 열었다. 두 아티스트 모두 전석 매진을 달성하며 공연장을 팬으로 가득 채웠다. K-pop팬이라면 모를 수 없는 아티스트지만, 소위 '돌판'을 산업적 관점에서 보면 15년 전에 전성기를 맞았던 왕고들이다. 현재 최전성기를 구가하는 4세대 아이돌에 주목하던 투자자라면, 익히 알던 K-pop의 지형을 떠올리며 고개를 갸웃거릴 것이다. 학창시절 따라다니던 '최애'가 몇 천석 규모도 아닌 10,000석 이상의 돔을 완판시킨 점은 국내팬에게도 낯선 호재다. 이 생경한 흐름은 거세질 전망이고, 그 라스트마일을 동사가 꽉 틀어잡고 있다.

K-pop 확장에 따른 낙수효과

오늘날의 글로벌 K-pop 시장은 세대별 최정상 아티스트들의 꾸준한 도전 끝에 만들어졌다. 한류로 통칭했던 1,2세대의 가수/아이돌들이 해외 팝 시장의 문을 두드리며 인지도를 올렸다면, 실질적으로 팬이자 소비자가 되어줄 로열한 슈퍼팬이 형성된 것은 3세대 아이돌의 대대적인 성공 덕분이었다. BTS, 블랙핑크가 유튜브를 통해 K-pop의 대중적 인지도 자체를 상승시켰고, 시간이 지나며 낙수효과는 4대 엔터사 메가 IP에 한정되었던 해외 인기를 전체 K-pop으로 확장시켰다.

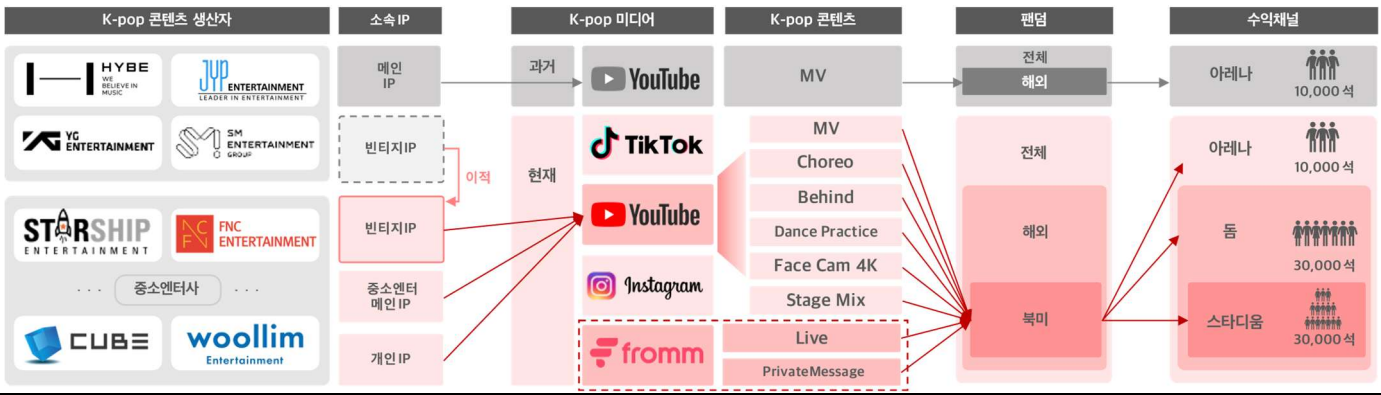
뉴미디어가 만든 해외 공략 루트

낙수효과는 K-pop 콘텐츠가 팬에게 전달되는 미디어를 타고 흘러들었다. 유튜브/인스타/틱톡/팬플랫폼이 비단 BTS의 팬덤만을 키운 것이 아니다. 이러한 뉴미디어의 출현은 접점 증가에 따른 팬층 유지에 크게 기여한다. 자연히 유튜브를 통한 K-pop의 폭발적 존재감 확장에 탑승하지 못한 아티스트들도 기회를 얻었다. 치열한 경쟁을 자랑하는 국내 '돌판'에서 각자 한 자리씩 차지하고 있던 아티스트들은, 메가 IP와는 또 다르게 각 타겟 팬층을 대상으로 매력 포인트를 보유한다. 국내 시장과 달리 포화되지 않은 해외 시장에서 팬들에게 노출될 경로만 있다면, 이들이 인기를 얻는 것은 시간문제였다.

MV는 때깔이 중요해

4대 엔터사가 오랜 기간 해외 시장 진출을 모색한 끝에 성공시킨 방법은 MV(뮤직비디오)였다. 유튜브에 수십억 원의 자본과 전사적 기획력을 쏟은 고퀄리티의 MV를 업로드해 팬층을 확보했다. BTS, 블랙핑크의 뮤비들은 매 앨범마다 컨셉에 맞는 최적의 기획과 압도적인 퀄리티로 해외 K-pop 팬을 양성해냈다. ON에서는 한편의 드라마 같은 연출에 힘을 줬다면, Dynamite에서는 각 멤버들의 활력과 마이클 잭슨에 대한 오마주가 킥이었다. 이 시기 K-pop은 '보는 음악'으로의 전환의 대표주자였다.

도표 3-1. 뉴미디어에 의한 Tapping Point 강화



출처: 각사, K-pop Radar, SMIC 3팀

변태적인 K-pop 유튜브

그러나 지난 10년 사이 K-pop의 유튜브 활용법은 진화를 거듭했다. 이는 열성적인 국내 K-pop 팬들의 높은 안목과 세심한 관심 덕분이었다. 국내 팬들의 기준에 부합하기 위해 각 콘텐츠 생산자들은 더 '변태적'으로 슈퍼팬의 취향을 저격했다. 매 활동마다 방송사는 4K 무대 직캠, 멤버별 세로 직캠 등 새로운 포멧의 영상을 공식 유튜브 계정에 업로드했다. 팬클럽에서는 멤버별 직캠을 찍는 '홈마(Homepage Master의 줄임말)'가 붙었고, 기획사에서는 안무영상, 비하인드 등을 쏟아냈다. K-pop에 입문하는 해외팬들에게는 어디에서도 본적 없는 취향저격 콘텐츠가 넘쳐흐르는 환경이 조성되었다.

TikTok이 퍼나르는 K-pop 훅

틱톡은 K-pop의 북미 시장 확장에 유튜브만큼이나 일조했다. 강력한 훅과 슈퍼팬을 둔 K-pop 인기곡들은 밈과 챌린지를 통해 해외 MZ들에게 퍼졌다. 마치 유튜브의 방송채널과 팬클럽처럼, 기획사의 자체적인 노력 없이도 미디어 사용자의 니즈에 맞게 콘텐츠가 다양하게 진화한 케이스다. 심지어 틱톡은, 본서에서 주목하는 북미 시장에서 특히 인기가 높다. 비교적 긴 영상길이와 알고리즘의 특성 상, 유튜브는 최소한 K-pop에 대한 인지와 호감이 있어야만 K-pop 생태계에 머무르며 접접이 형성된다. 반면 틱톡에서는 K-pop을 전혀 몰라도 유행하는 BGM으로 북미팬들의 K-pop 유입을 이끌었다.

소통과 일상공유로 팬심을 팬다

팬플랫폼과 소셜미디어는 K-pop 엔터사들이 가장 잘 공략할 앞마당이었다. 누구보다 팬덤에 대한 민감도가 높은 엔터사들은 소속 아티스트들의 팬플랫폼과 소셜미디어 사용을 권장하는 것을 넘어, 소통 자체를 기획하고 관리했다. 연예인의 일상을 더 자주, 친근하게 업로드 해 압도적으로 잦은 Tapping Point를 만든 것이다. 팬들과 자주 소통하고 수시로 일상을 공유하는 방식의 양방향적 교류는, 팬심을 일방적 동경이 아닌 인간적 교감으로 변모시켰다. 자연히, 팬심에 대한 구속력은 강해졌다.

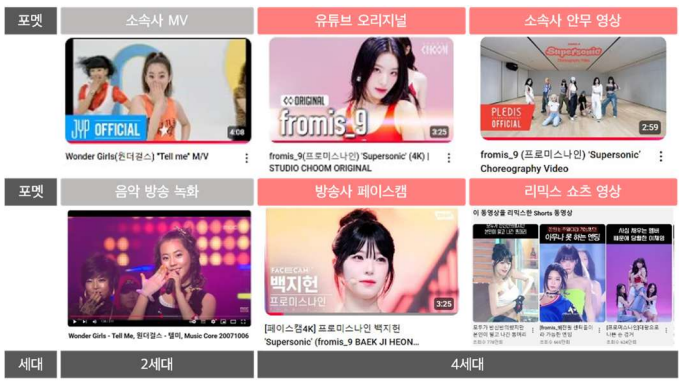
팬에게 다가갈 방법이 많아진다

이런 변화를 처음에 잘 이용한 것은 4대 기획사였지만, 가장 반가웠을 이들은 따로 있었을지도 모른다. **각자의 개성과 매력을 갖고 있지만 자본, 기획력, 팬덤 포화 등의 이유로 커져만가는 K-pop 시장에서 존재감을 드러내지 못하던 아티스트들이다.** 나만 알고 싶은 연예인은 그 동안 덕질을 하려고 해도 콘텐츠 수는 적고, 뮤비는 저예산에, 방송출연도 많지 않아 팬심을 유지하기가 벅찼다. 그랬던 것이 이제 영세한 엔터사의 신입 아이돌조차 다양한 경로로 팬과 소통할 수 있게 되었다.

요즘 신인은 원더걸스의 10배야

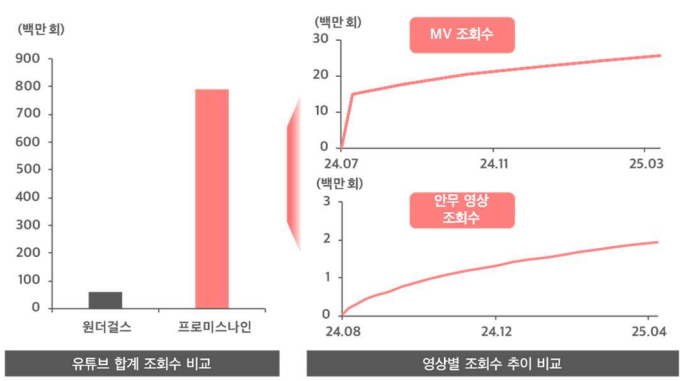
원더걸스의 텔미를 Youtube에 검색해보면, 5,191만 조회수의 MV와 몇몇 음악방송 녹화분을 제외하면 활동 시기의 영상을 찾기 어렵다. 반면 18년에 중소엔터사에서 데뷔한 프로미스나인은 자체 채널에는 1139개의 영상 콘텐츠가 업로드되어있고, 합계 조회수만 7.9억 회에 이른다. 멤버 한명의 소셜미디어와 팬플랫폼 사용 이력을 트레킹한 결과, 일주일 사이 2번, 총 1.5시간의 라이브를 켜 팬들과 실시간으로 소통했다. 잦을 때는 하루에 수 백개의 댓글을 팬플랫폼에 게재하기도 했다. **뉴미디어는 이처럼 팬심을 자극하는 Tapping Point를 잘게 쪼개어, 콘텐츠 다양성과 소통 빈도를 늘렸다.** 다음으로 해외 시장이 '대형 아이돌이 도전해볼법한 무대'가 아닌, K-pop의 핵심 시장이 되었음을 데이터로 살펴보자.

도표 3-2. K-pop 콘텐츠의 다양한 포멧



출처: 언론 종합, SMIC 3팀

도표 3-3. 2세대-4세대 유튜브 비교



출처: Viewstats, SMIC 3팀

3.2. 데이터가 보여주는 확실한 롱테일

K-pop의 꼬리가 길어지고 뚱뚱해져

해외 팬덤이 K-pop을 향유하는 방식에서 롱테일 현상이 두드러진다. 이들은 K-pop을 하나의 장르로 인식해, 서로 다른 아이돌을 좋아하더라도 같은 문화를 즐긴다는 동질감을 느낀다. 뉴미디어의 고도화된 알고리즘과 엔터사들의 마케팅 역시 산업의 꼬리에 위치한 다수의 아티스트들에게 긍정적이다. 특정 아티스트의 콘서트 무대 영상으로 K-pop에 입문하고 나면, 쇼츠는 비슷한 포지션의 타 아티스트 관련 영상을 추천한다. 여기에 '블랙핑크 동생그룹', 'JYP 막내딸' 등의 브랜딩으로 같은 소속사 아티스트의 팬덤 간 선호가 더해진다. 마치 90년대 일본 문화의 세계화처럼 생태계 자체가 커지는 양상이다.

분산되는 K-pop 인기

낙수효과에 의한 K-pop 생태계 내 모든 IP의 해외 노출도 상승은 데이터 상 뚜렷하다. 우선 K-pop의 외연 확장은 익히 알려진대로 스트리밍, 검색어 등 모든 트렌드 지표에서 나타난다. 주목할 점은 K-pop의 인기가 분산되는 추세다. 대표적으로 Youtube 조회수 기준 Top10 아티스트의 비중은 23년 45.7%에서 지난해 37.3%로 감소했다. 이는 K-pop 콘텐츠에 대한 멀티스탠 팬이 증가한 덕분이다.

고연차 아이돌에게 빈티지의 향이 난다

분산의 수혜를 입을 아티스트는 크게 고연차/중소엔터/개인으로 구분된다. 가장 눈에 띄는 것은 고연차 아이돌이다. 샤이니, 소녀시대 등 국내 시장과 초기 한류를 이끌며 시대를 풍미했던 아이돌들이, 일반적인 '아이돌 LTV(Life Time Value)'를 넘어서 가장 큰 북미 시장에 진출할 수 있게 되었다. 15년 이상 쌓여온 팬덤이 미디어 혁신을 타면서, 유지를 넘어 성장하기까지 하고 있다. 동사의 관점에서 이 변화는, 성숙도가 새로운 수익성을 창출하는 '전성기가 지난 아이돌'의 '빈티지 IP'로의 변모다.

2세대 아이돌 아직 살아있네

2,3세대 빈티지 IP의 진가는 멤버들의 솔로 활동 및 컴백 실적에서 나타난다. 걸그룹 소녀시대 출신 태연의 21년 솔로곡 Weekend 발매 후, 태연의 개인 채널 조회수는 단 15일만에 1,000만, 1개월만에 5,400만 회 증가했다. 이 중 자그마치 67%가 해외에서 발생했다. 데뷔 18년차 아이돌임에도, 스포티파이 팔로워는 300만명에 이른다. YG의 빅뱅은 22년 북미에서 완전체 컴백을 선보였는데, 신곡 봄여름가을겨울은 발매 직후 빌보드 200 차트 9위, 아이튜즈 33개국 1위에 오르는 저력을 과시했다.

얘도 쟤도 좋아 나도 그렇거든

미디어 데이터 상 빈티지 IP의 강세는 멀티스탠 팬덤의 증가를 뒷받침한다. 10~15년전부터 쌓여온 팬층이 재유입되는 한편, 'K-pop팬'들이 새로 유입되는 일도 잦아지고 있다. Blip의 조사에 따르면 해외 K-pop 팬의 75.5%가 멀티스탠 팬으로, 국내 응답자 비율인 41.4%보다 월등히 높은 수치를 보였다.

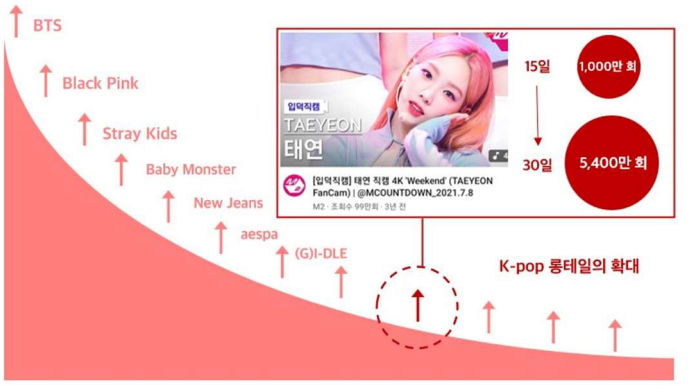
똑똑~ 우리도 북미 들어가실게요~

한편 팬들이 처음 '입덕'을 한 계기에도 주목할 필요가 있다. 국내외 팬덤 모두 64%가 '무대영상'이었던 반면, '지인의 추천'은 단 16%에 그쳤다. 2,3세대 아이돌이 훌륭한 퍼포먼스로 컴백할수만 있다면 국내팬보다는 해외 타 아이돌 팬의 마음을 열기가 수월하다는 뜻이다. 4세대 스트레이키즈의 팬이 자연스럽게 샤이니, 2PM의 무대를 보고 팬이 된 사례가 많을 것으로 추측할 수 있다. 실제로 태민의 MOVE가 인기를 얻은 이후, 타그룹 팬들이 태민에 '입덕'한 사례를 Reddit에서 다수 찾아볼 수 있었다.

도표 3-4. 23, 24 K-pop 아티스트 조회수 분포 비교

출처: K-pop radar, SMIC 3팀

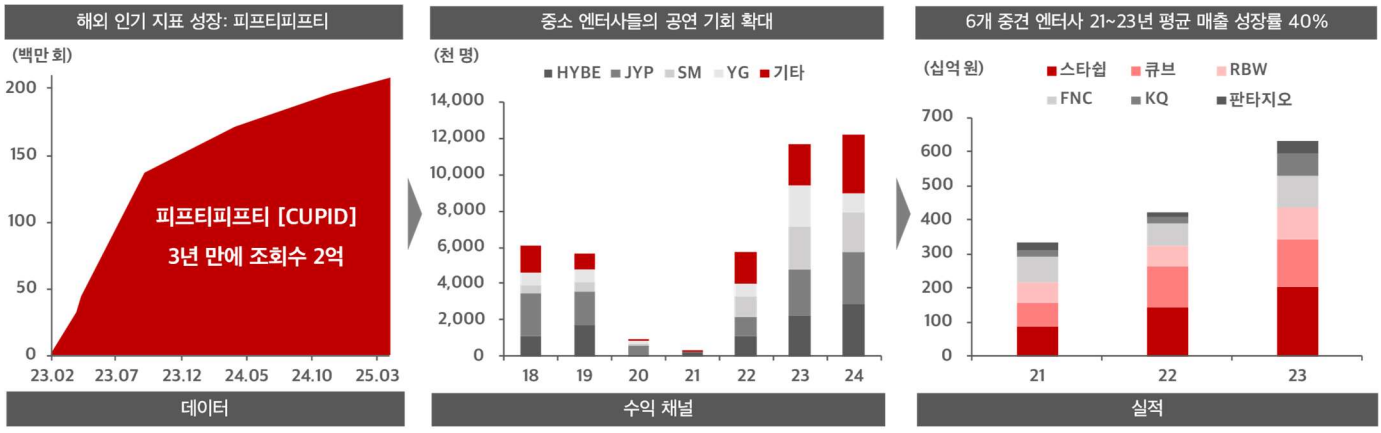
도표 3-5. K-pop Long-tail의 확대



출처: 동사 IR, Viewstats, SMIC 3팀

3.3. 중소엔터의 잭팟 확률은 올라가고 판돈은 커졌다

도표 3-6. 해외 인기 지표 사례, 해외 공연 모객수 성장세, 중소형 엔터사의 매출,



출처: 각사, 동사 IR, SMIC 3팀

미국도 장카설이 궁금해

K-pop의 저변 확대는 '중소돌'과 '개인'에게도 기회였다. 세대 간 크로스셀링과 유사하게, 국내 아이돌 판에서 만들어지는 각종 밈과 논쟁 등의 문화 향유 양상이 그대로 해외 시장에도 수출된 것이다. 가령 4세대 아이돌의 그룹별 비주얼 멤버를 비교하는 '장카설(장원영·카리나·설윤)' 논쟁이 유튜브 댓글창에서 시작되면, 해외 팬들 역시 번역기를 사용하며 설전에 참전한다. 덕분에 JYP 설윤, SM 카리나는 알아도 스타쉽 장원영을 몰랐던 해외 팬들에게 아이브의 인지도가 상승할 가능성이 높아졌다.

중소돌의 기적은 타겟팅 한방으로

이 밖에도 유튜브/틱톡은 4대 기획사가 만들었던 성공 방정식 외 다양한 잭팟의 경로를 제공했다. 대표적인 사례로 23년 피프티피프티의 깜짝 메가히트가 있다. 타이틀곡 CUPID는 쉬운 멜로디와 영어가사로 틱톡 챌린지에 최적화된 곡이었다. 당시 국내 인지도는 무명에 가까웠지만, CUPID는 전세계를 강타해 올해 3월 기준 9.6억회 이상의 Spotify 스트리밍 수를 기록했다. 이는 K-pop 걸그룹 누적 2위로, 나머지 1~4위가 블랙핑크의 타이틀곡들임을 감안하면 그야말로 중소돌의 기적이다.

중소 엔터 도전 ①: 외국 멤버 영입

우호적 미디어 환경 속 기적 같은 잭팟을 목격한 중소엔터사들은 해외 시장에 도전하기 시작했다. 외국인 멤버는 발굴과 육성에 추가적인 노력이 들어감에도 중소엔터사들이 외국인 멤버를 데뷔시키는 경향은 자명하다. FT 아일랜드, AOA 등을 배출했던 FNC는 16년까지 데뷔한 5개 그룹 모두 전원 한국인 멤버였지만, 19년부터 데뷔한 3개 그룹에는 도합 8명, 모든 그룹에 외국인 멤버가 포함되어있다. 과거 한국인 멤버 위주로 팀을 꾸렸던 WM, 울림 등도 비슷하게 외국인 멤버 비율을 크게 늘렸다.

중소 엔터 도전 ②: 공격적 해외 공연

전사적 역량을 특정 지역에 쏟는 전략도 있다. 한국에서보다 빠르게 해외에서 대박을 치는 사례가 이런 경우다. 에이티즈는 멤버 전원이 한국인이지만, 유례없이 공격적으로 해외를 공략했다. 데뷔 100일차에 도전한 12개국 월드투어를 시작으로 공연 규모와 빈도를 늘려나간 끝에 지난해에는 북미에서만 누적 20만 관객을 모집했다. 이는 24년 전체 4위에 해당한다. 이렇듯 중소돌들이 연이어 각기 다른 방식으로 해외로 진출하면서, 중소엔터사는 해외 투어와 매출, 양단에서 급격한 성장을 이루고 있다.

아이유는 그래서 배우야 가수야?

게다가 K-pop 아티스트의 인기는 비단 가수라는 본업과 음악에서만 나오지 않는다. 이들이 배우 활동, 예능 출연 등을 통해 만들어지는 K-콘텐츠 유니버스가 존재한다. 동사와 협업 중인 IP 중에는 아이돌 그룹 아스트로 출신의 차은우, 솔로가수 출신의 아이유가 연기자로 넷플릭스 인기작에서 활약했다. K-pop과 넷플릭스의 크로스 마케팅(Cross Marketing)으로 '개인'마저도 북미에서 높은 인기를 구가하게 되었다. 가령, 아이유는 음악보다 연기로 더 높은 인지도 구축 효과를 봤겠지만, 동작품 출연 배우들과는 달리 공연이라는 강력한 수익채널을 북미팬들을 만날 수 있게 되었다.

3.4. 빛나고 싶은 스타들의 구조적 소외

이렇게나 높은 인기를 구가하는 아티스트들이 왜 동사를 찾아올지 궁금해진다. 우선 주목해야 할 것은 대형엔터사의 빈티지 IP다. 이들이 어째서 자신들을 키워준 기획사에서 나와, 중소기획사로 이적하려고 하는지 살펴본 후에, 중소 기획사에서는 자사 IP의 해외 공연을 전담할 수 없는지 알아보자. 마지막으로 동사를 찾아올 가능성이 높은, 시장의 성숙도에 따라 쌓여가는 K-pop IP들을 직접 세어보자.

차원이 다른 북미 시장

북미 팬층을 효과적으로 Tapping한 엔터사와 아티스트의 다음 목표는 수익화다. 피상적인 인기 지표와 스트리밍에 따른 간헐적 수익이 아닌, 해외 팬으로부터 직접적인 수익을 창출하는 고부가가치 채널은 해외 투어다. 전술한대로 여러 Tapping Point를 통해 지속적으로 캐주얼팬을 키워내고 슈퍼팬까지 매료시키면, 비로소 압도적인 수익성을 자랑하는 '북미 공연 시장'의 문이 열리는 것이다. 매력적인 IP가 북미 투어를 성황리에 마쳤을 때의 수익 규모는 작으면 몇백억 원, 크면 수천억 원에 이른다.

메인 IP들은 전폭적 지지를 받아

4대 엔터사의 메인 IP는 전폭적인 지지 아래 해외 투어에 나섰다. 문제는 글로벌 슈퍼팬을 공략하기 위해서는, 그에 걸맞는 '슈퍼아이돌'이 되어야 한다는 점이었다. 메인 IP의 육성, 데뷔, 활동 전 영역에 걸쳐서 엔터사의 인적, 물적 투자가 크게 증가함에 따라 제작 및 운영 역량은 포화상태가 되었다. 그 속에서 고연차 아이돌들은 상대적으로 사측 핵심 지원 대상에서 소외되었다.

소외 이유 ①: 메인 IP 파워 Up

소외가 심화되는 이유는 전성기 메인 IP의 수익이 월등히 커지고 있기 때문이다. 4대 엔터사 보이/걸그룹 모두에 해당하는 이야기다. 기존의 국내 수익화 방식(앨범)이 유효한데다가, 해외 팬덤의 콘텐츠 소비력과 공연 모집력이 전에 본적 없는 수준이다. 하이브 레이블 산하 쏘스뮤직은 소속 아티스트가 르세라핌 뿐이므로 24년 매출 664억 원을 르세라핌이 벌어들였다고 해석할 수 있다. 이 4세대 걸그룹의 1년 매출은 2세대 소녀시대가 전성기였던 09년부터 3년 매출 688억 원과 비슷한 수준이다.

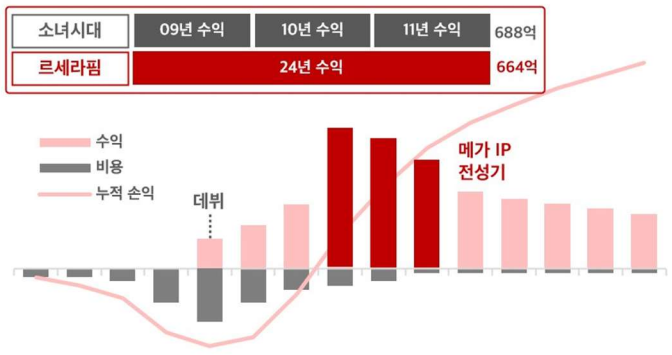
반대로 2,3세대는 허들이 존재해

2,3세대 아이돌에게는 기존 수익화 방식을 적용하기 어렵고 해외 팬덤도 4,5세대 대비 미약하다. 현재 10대~20대 초반의 K-POP팬들이 태민을 알고, 심지어 좋아할 수는 있어도, 음반구매와 포토카드 수집 대상은 친구를 따라 NCT일 확률이 높다. 상황이 이러니 엔터사들이 고연차와의 의리를 잭팟 육성보다 중시하기는 어렵다. 4대 엔터사들이 메가 IP에 투입하는 자금은 매년 커지고 있다.

소외 이유 ②: 집중 체제 강화는 소외를 키워

둘째로, 멀티 매니지먼트 시스템 역시 빈티지 IP의 소외를 심화시킨다. SM, JYP는 기획팀이 구분되어 각 팀마다 전담 아티스트가 배정된다. 하이브의 멀티레이블 시스템도 이와 유사하다. 아이돌을 성공시키는 데에 도가 튼 엔터사들이, 메가 IP를 양산하기 위한 최적의 구조를 찾아낸 것이다. 기획팀이 철저하게 구분됨으로써, 각 기획팀은 컨셉에 깊이감을 더하고 전담 아티스트 관리의 강도를 집중시킬 수 있었다. 게다가 컴백이 이뤄져도, 23년 태연, 에스파, 레드벨벳의 컴백 시기가 겹쳐 팬들의 원성을 산 일도 있었다. 더 확실한 집중 체제가 갖춰질수록, 구조적으로 소외되는 쪽은 빈티지 IP다.

도표 3-7. 메인 IP의 수익성 강화



출처: DART, SMIC 3팀

도표 3-8. 국내 엔터사의 멀티레이블 시스템

출처: SM Entertainment, SMIC 3팀

3.5. 고연차/중소/개인에게 너무 먼 미국

7년 징크스는 구조적 문제

2,3세대 아이돌의 7년차 징크스는 이처럼 엔터사가 메가 IP에 집중하는 구조로부터 기인했다. 물론 많은 그룹들이 데뷔 7년차 전후로 계약에 난항을 겪는 이유는 단지 '전성기 후배'를 밀어주기 때문만은 아니다. 그러나 주력 IP의 수익성이 강화되고 이를 위한 엔터사의 인풋이 증가하는 구조적 변화가, 충분한 인기와 팬덤을 보유한 고연차 아이돌에게 불리한 구조적 변화임은 틀림없다.

보물함에 갇힌 빛나고 싶은 스타

보물함에 수납된 아티스트에 대한 팬들의 갈증은 소속사에게도 부담이 된다. 일례로 JYP는 15년 데뷔한 트와이스의 메가히트로 재정적 위기를 타개할 수 있었다. 그러나 JYP 팬들 사이에서는, 트와이스보다 1년 먼저 데뷔한 보이그룹 갓세븐이 상대적으로 소외됐다는 불만이 자자했다. 3~4년차부터라도 전폭적 지지가 이뤄졌으면 좋았겠지만, 18년 데뷔한 스트레이키즈가 해외에서 폭발적인 인기를 끌었다. 각 멤버들의 구체적인 심정은 알기 어렵지만, 갓세븐은 21년 전속계약 만료로 JYP를 떠났다.

무대만 깔아주면 빈티지도 잘해

이후 개별 멤버의 행보를 보면, 갓세븐이 북미 투어에 나서지 못한 것은 인기의 문제는 아니었다. 멤버 뱀뱀은 작년에 기획한 단독 북미콘서트를 전석 매진시켰다. 아티스트의 발목 부상으로 콘서트 자체는 취소되었지만, 4대 기획사의 메인 IP가 아닌 고연차 아이돌이 멤버 개인으로도 엄청난 국내외 인기를 자랑한다는 방증이다. 올해 연달아 북미 투어를 진행하는 샤이니의 태민, 온유도 비슷한 경우다.

이해충돌까지 껴있어

한편 수익배분 구조는 빈티지 IP와 기획사 사이 이해충돌의 가능성을 시사한다. 신인 시절 비용 회수를 명목으로 평균적으로 5:5로 설정된 소속사와의 수익배분 비율은 고연차가 될수록 아티스트 쪽이 높아진다. 뒤집어 생각하면 엔터사는 고연차 IP일수록 수익규모 뿐 아니라, 수익배분 측면에서도 불리해지는 것이다. 엔터사-아티스트 간 적정 활동 강도에 대한 이해충돌이 발생하는 게 이 때문이다. 합의점을 찾지 못한다면, 7년차부터 아티스트는 자유계약 신분이 되어 이적을 선택할 수 있다. JYJ와 SM의 법적 분쟁 이후 09년 제정된 연예인 표준계약서 상 전속계약 최대 유효기간이 7년이기 때문이다.

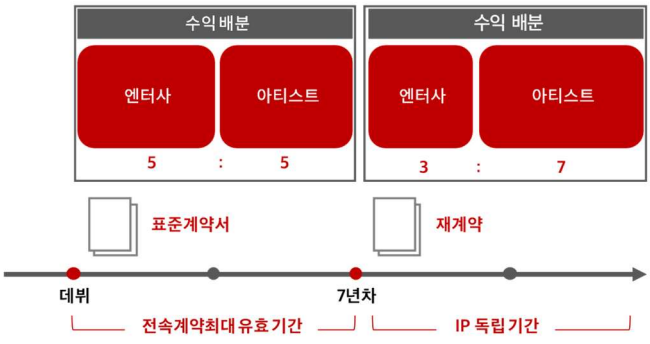
빈티지 IP의 중소 이적 트렌드

이런 까닭에 중소엔터사로 이적하는 빈티지 IP의 수가 증가하는 추세다. 재계약 없이 소속사를 옮기거나, 팀은 유지하되 개인 활동은 중소엔터사와 진행하는 방식이다. 관건은 중소엔터사의 역량이다. 이들이 자체적으로 북미투어를 추진할 수 있다면 빈티지 IP들이 동사를 찾아올 이유가 없기 때문이다.

이적한 중소는 역량이 부족해

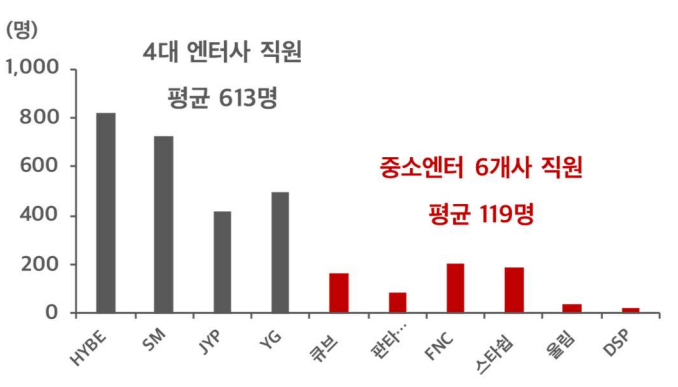
그러나 빈티지 IP들이 이적해가는 소속사는 규모는 중소엔터사 중에서도 영세한 축에 속한다. 스타쉽, 큐브와 같이 비교적 규모가 큰 중소엔터사는 아이브, (여자)아이들과 같이 주력 IP를 보유하고 있어 원소속사에서와 동일한 문제가 발생한다. 동사와 공연 협업을 진행한 화사, 태민의 개인소속사 또한 직원 수 70~80명 규모의 소형 엔터사다. 400~800명 규모의 4대 엔터사와 기획 역량 차이가 나는 것은 당연하고, 경험이 없는 대형 해외 공연을 위한 수요 예측 및 기획을 독자 운영하기란 불가능하다.

도표 3-9. 엔터사 - 아티스트 수익배분 구조



출처: 언론종합, SMIC 3팀

도표 3-10. 엔터사 규모에 따른 직원 수 비교



출처: DART, SMIC 3팀

3.6. 쌓여가는 K-pop IP 카운팅

도표 3-11. K-pop IP의 연차별 Youtube 조회수 지형도

출처: Blip, Viewstats, SMIC 3팀

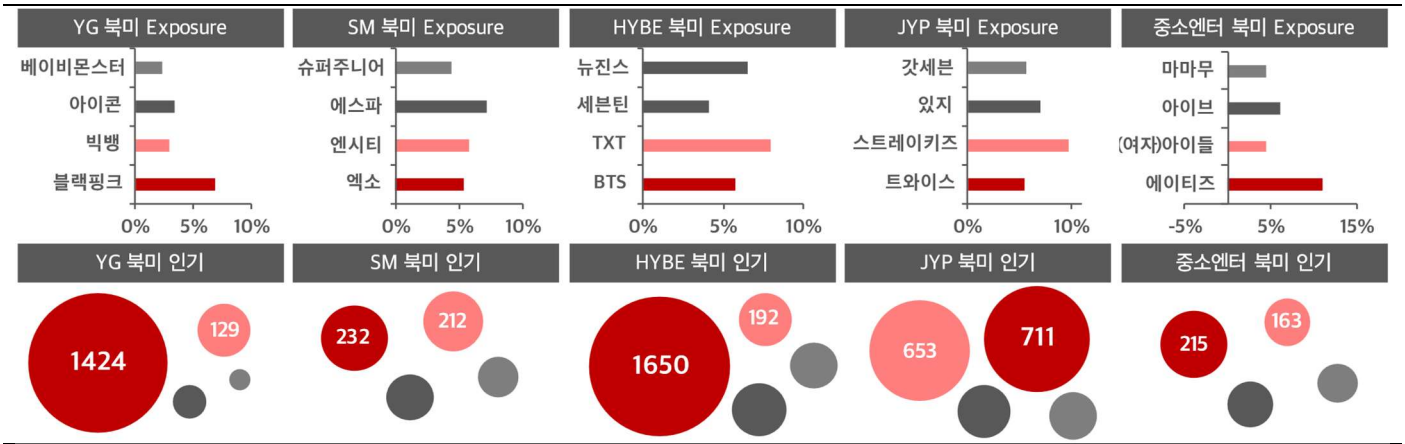
K-pop 시장의 1번 데이터

전술했듯, K-pop IP의 힘이 축적되고 있음은 스트리밍, 조회수 등의 데이터로 확인된다. 이 숫자들은 투자자에게 엔터주 매매의 근거로 사용되고, 대중에게는 K-pop의 위상을 실감케 한다. **그러나 동사의 투자자에게는, K-pop의 북미 진출 가능성을 검토하는 시작점이 되는 데이터다.**

황금연차는 데뷔 5~8년

조회수 Top 30이 13~18년 데뷔에 밀집되어있는 점이 눈에 띈다. 선두 BTS와 블랙핑크가 13년, 16년에 데뷔한 탓도 있지만, Stray Kids, (G)I-DLE 등 5~10위권을 형성하는 아티스트는 17~19년 사이에 몰려있다. 데뷔 5~8년차로, 해외 인지도가 최상위권에 도달하기까지 걸리는 시간으로 해석할 수 있다. 동시에, 성공적인 그룹이 5~8년차에 기대해볼 인기지표라고도 볼 수 있다.

도표 3-12. 엔터사별 미국 Exposure 기반 북미 인기



출처: SMIC 3팀

진짜 미국 인기를 찾아보자

다음으로 북미 진출 가능성이 있는 아티스트의 모수를 구하기 위해 그룹별 '북미 Exposure'를 도출했다. '북미 Exposure'는 K-pop 그룹들의 전세계 대비 미국 인기라고 정의했다. K-pop Radar가 소속사별로 일부 아티스트에 대해 공개한 '관련 영상물의 지역별 조회수'를 활용했다. 데이터가 없는 경우 본서 논리 중 미디어의 발전과 북미팬들의 K-pop 향유 양상을 반영했다.

스트리밍 데이터 x 북미 Exposure = 북미 인기

첫째로, 미디어 발전에 따라 북미 시장 노출도가 증가했을 것으로 가정해, 데뷔 연차를 기준으로 1차 분류를 진행했다. 다음으로, 같은 소속사 간 선호 및 '상호 입덕' 양상을 고려해 같은 연차 내에서는 동일 소속사 아티스트의 노출도를 차용했다. **각 아티스트의 노출도를 도출한 후, 글로벌 Youtube 스트리밍 데이터와 곱해 '개별 북미 지역 인기'를 별도로 추정했다.**

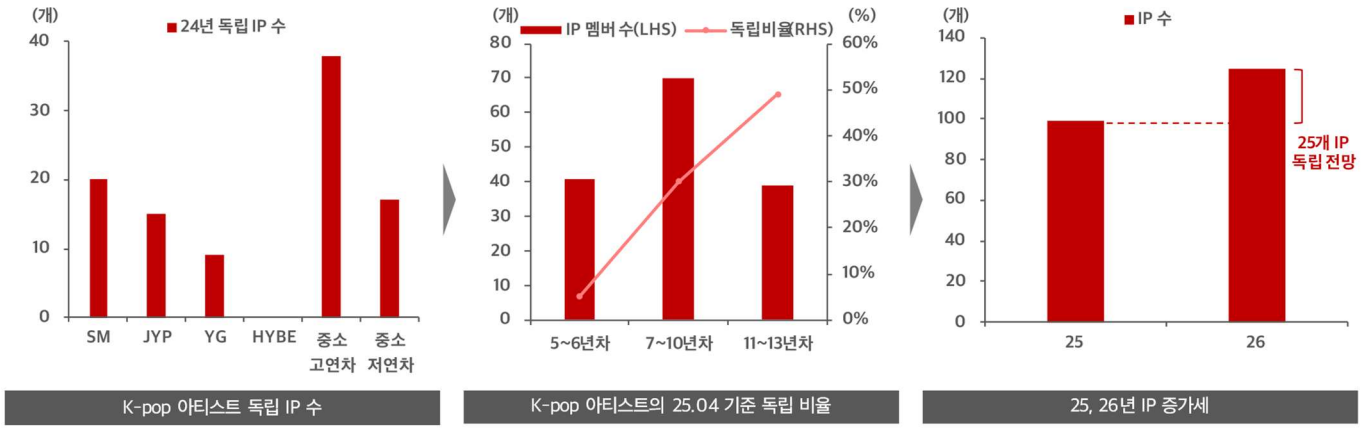
북미는 조회수 2,000만 이상부터!

북미 인기를 활용해 본서가 주목하는 '해외 공연 가능성이 있는 아티스트'를 비로소 세어볼 수 있었다. 4대 엔터사의 경우, 북미 조회수 2,000만회 이상 기록한 아티스트를 기준점으로 삼았을 때, 대형 엔터사의 데뷔 연차 3년 이하 아티스트가 공통적으로 제외되는 경계점이었다. 아일릿, 베이비몬스터 등 예외적으로 빠른 성장세를 보인 사례가 있었지만, 이들 그룹은 이제 막 데뷔를 해 단기간 내 해외 단독 투어 가능성은 배제했다.

중소엔터는 할인이 필요해

한편 중소엔터사는 본서 투자 논리에 따라 기준을 하향조정했다. 1) 중소엔터사의 저연차 아이돌은 보다 적극적으로 해외 진출을 모색할 것이라는 점과 2) 중소엔터사의 고연차 아이돌은 성숙한 팬덤을 기반으로 유튜브 데이터보다 높은 인기를 구가할 것이라는 가정을 적용했다. 이에 저연차 아이돌은 1,500만 회, 고연차 아이돌은 1,000만 회를 경계선으로 설정했다.

도표 3-13. 빈티지 IP의 이적에 따른 독립 IP의 증가



출처: Viewstats, SMIC 3팀

99개의 해외 공연 가능성

마지막으로, '해외 공연 가능성이 있는 아티스트' 중, 동사를 사용할 수 있는 아티스트의 모수를 헤아려봤다. 아티스트가 해외 공연을 위해 동사를 사용한다는 것은 소속사가 영세하거나, 4대 엔터에서 독립했음을 의미한다. 따라서 24년 독립적으로 개인활동을 진행하는 4대 엔터사 출신 개인 IP 수와 중소엔터사의 IP 수를 집계했다. 이렇게 구한 99개의 IP는, 투자포인트 1에서 주목한 1) 4대 엔터사 빈티지 IP와 중소엔터사의 주력 IP로 구성된 집단이기도 하다.

빈티지 IP는 26년에도 증가

이 IP는 26년에도 증가세를 보일 것이다. 아이돌의 LTV가 길어졌다고는 하나, 개인 활동을 시작하지 않은 7~13년차 IP가 다수 존재하기 때문이다. 보수적 추정을 위해 5~6년차 IP는 성공적으로 마의 7년을 넘긴다고 가정하고, 25년 K-pop 시장의 연차별 독립 비율을 26년에 7~13년차가 되는 IP에 적용했다. 이렇게 도출한 1) 북미 인기가 높아 해외 공연이 가능한 IP 중, 25년 현재 독립을 했거나 중소엔터사 소속인 IP는 99개다. 여기에, 26년 개인 IP로 독립할 가능성을 고려한 IP 추가분은 25개다. 후술하겠지만, 이 수치는 [매출추정]에서 후술할 B그룹에 해당한다.

American Dream with Knowmerce

가장 강력한 고객이 동사를 찾아주는 구조적 변화가 일어나고 있다. 미디어 환경은 니치 IP 시장을 열어제쳤고, 그 속에서 빈티지 IP와 중소 IP는 북미에서의 인기를 실감하고 있다. 이들은 너무나도 매력적인 IP지만, 스스로는 거대한 미국 시장을 두드릴 수 없다는 것도 확인했다. 이제, 아티스트들의 아메리칸 드림을 동사가 실어나를 일만 남았다.

4. 노머스를 향해, 슈퍼 이끌림~♬ - Point ②

[산업분석]에서 슈퍼팬 트렌드의 핵심은 Tapping Point들을 활용하여 슈퍼팬들과 접촉을 늘리는 것임을 확인했다. [투자포인트 1]에서 늘어나는 중소·개인 엔터사, 고연차 IP들의 American Dream을 확인했다. **그렇다면 1) 북미 공연이라는 Super Tapping Point와 Daily Tapping Point로 작용할 2) 팬플랫폼, 3) MD·상품 측면에서 왜 동사가 선택받을 지 각각 조명해보겠다.**

4.1. 북미 공연 - 동사의 가장 강력한 Tapping Point

Dreams come true

현재 엔터 산업에서 빨라지고 있는 아이돌 사이클은 소외되는 IP의 수를 증가시킨다. **하지만 소외된 IP도 K-pop의 열기가 뜨거운 북미 공연 시장에서 여전히 힘을 발휘할 수 있다.** 데뷔 18년차 아이돌 가수인 샤이니의 태민은 SM과의 계약 만료 후 중소 엔터사로 이적하여 단독으로 월드투어를 진행했고, 25년 2월 미국에 입성하여 6개 도시에서 전석 매진이라는 쾌거를 이뤄냈다. 이번 북미 투어 이전 태민은 아시아 지역에서만 공연했지만, 북미에서도 충분한 경쟁력이 있음을 입증했다. 태민 외에도 휘인(마마무), 츄 등 연차가 쌓이면서 중소 기획사로 새로 이적한 아티스트들도 북미 투어를 성료하였다.

해외 투어 프로젝트 진행 과정

해외 투어 프로젝트 진행 과정에 대해 살펴보자. 공연 기획사는 특정 아티스트의 공연 IP를 엔터사로부터 구매하고 개런티를 선지급한다. 이후 현지 네트워크를 이용해 수요를 예측하여 공연을 기획하고, 현지 프로모터를 선정하여 공연장을 대관한다. 현지 프로모터는 현지에서 티켓을 판매하고, 공연 종료 후 공연 기획사와 수익을 정산한다. 동사는 수익 정산 시 MG와 R/S 중 큰 금액을 수취한다. **티켓이 많이 팔릴수록 공연 기획사와 프로모터가 win-win하는 구조이다.**

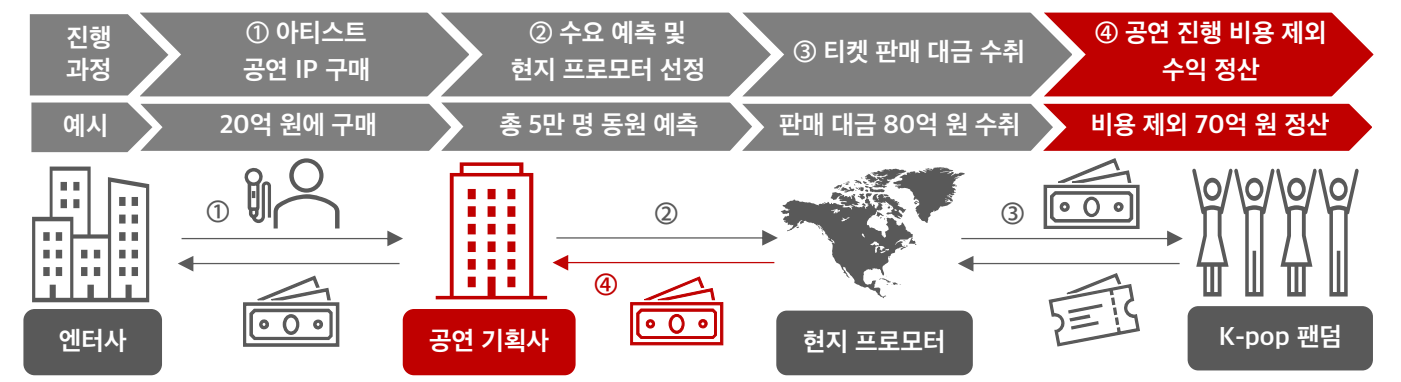
중소 엔터사들은 혼자 못해요

대형 엔터사들과 몇몇 중형 엔터사들은 수요 예측, 예측 수요에 부합하는 공연장 선정, 현지 프로모터 선정에 달하는 해외 공연 기획 과정을 대부분 내재화하였다. **그러나 규모가 작은 중소 엔터사들은 한정된 자원으로 인해 공연 기획 역량을 내재화하지 못한다.** 그래서 동사와 같은 공연 기획 대행사가 필요하다. 해외 공연 계획 과정의 성패와 직결되는 수요 예측력, 공연의 매끄러운 추진을 위한 현지 네트워크는 중소 엔터사에게 내재화의 큰 장애물로 작용하기 때문이다.

그래서 공연 기획사가 왔습니다

공연을 기획하는 입장에서 이익 극대화와 손실 최소화를 위해 해당 공연의 최대 수용 인원과 티켓 판매 수의 간극을 줄이는 것이 중요하다. **이때 공연 기획에 요구되는 역량이 수요 예측이다.** 24년 12월 2만 7천 석 규모의 SM타운 LA 공연 티켓팅이 시작되었는데, 공연을 한 달 앞둔 현시점에도 잔여석이 눈에 띄게 많다. 이 경우 티켓 매출에서 프로모터 측 지출 비용을 제하면 적자까지 이어질 수 있다. 업계의 거물인 SM도 수요 예측에 실패하는데, 전문 인력이 없는 중소 엔터사에게는 더욱 어려운 과제일 것이다. 또한 손실 위험은 대형 엔터사보다 중소 엔터사에겐 특히나 크게 다가올 것이며, **중소 엔터사가 공연 기획 과정을 내재화하지 못하고 공연 기획사를 통해 risk를 hedging하는 이유이다.**

도표 4-1. 해외 투어 프로젝트 진행 과정 및 수익 정산 과정



출처: 동사 IR, SMIC 3팀

현지 네트워크는 높은 장벽으로

현지 네트워크도 주요한 장애물로 작용한다. 수요 예측에 실패하여 좌석 미달이 발생하면 수익 정산 구조 상 현지 프로모터가 손실을 떠안는다. 그렇기 때문에 현지 프로모터는 이전에 공연 흥행 이력이 많은 실력 있는 업체와 협력하려 한다. 또한 실제 공연 진행을 위해서 무대, 진행 인력을 현지에서 섭외해야 하는데 업력이 없는 업체는 이러한 네트워크를 구축하는 것이 어렵다. **중소 엔터사의 현지 네트워크 부재는 중소 엔터사로 하여금 공연 대행사를 찾게 한다.**

동사의 수요 예측 : 흥행 Relay

동사는 언급한 두 가지 요소에서 뛰어난 역량을 발휘하며 여러 중소 엔터사들의 공연 기획을 대행하고 있다. 공연 수요 예측은 동사의 다양한 사업, 미디어에서 쌓이는 팬덤에 대한 데이터, 다수의 현지 네트워크로부터 입수한 정보를 종합·분석하여 이루어진다. **이러한 수요 예측을 바탕으로 동사는 22년 SF9의 투어 프로젝트를 시작으로 25년 태민의 투어 프로젝트까지 적자를 기록한 적이 없으며, 오히려 많은 공연을 매진시키는 성과를 거두었다.** 이는 공연 대행사로써의 동사의 입지를 공고히 한다.

함께 할수록 헤어나올 수 없어

수요 예측에서 동사가 쌓아온 업력은 현지 프로모터에게 레퍼런스로 작용한다. 협업 성공 사례가 있는 현지 프로모터는 동사와 긴밀한 네트워크를 구축한다. 따라서 한 번 협업했던 현지 프로모터는 동사와 다시 일하게 될 확률이 높다. 다시 협업하는 과정에서 동사와의 파트너십이 자연스레 형성되는 것이다. 현지 무대팀, 진행 인력들과도 역시 지속적으로 함께 일하며 끈끈한 네트워크를 구축한다. 동사는 공연을 기획할 때에 현지 네트워크를 적재적소에 활용하여 매끄럽게 프로젝트를 진행할 수 있다.

아티스트에게도 동사가 좋다

동사의 기획력은 아티스트 입장에서도 긍정적이다. 북미 투어는 대부분 10개 내외의 지역에서, 3~4주 가량의 짧은 시간 내 이루어진다. 지역 간 이동 빈도도 많고, 북미의 지리적 특성상 이동 시간이 길어 아티스트들에게 살인적인 스케줄이다. **동사는 현지에서 쌓아온 경험과 노하우를 통해 아티스트의 편의를 돕는다.** 동사는 축적된 경험으로 북미 현지에서 이동 동선을 효율적으로 계획하고 투어 진행 도중 발생할 수 있는 문제 상황에 대비하여 사고를 미연에 방지한다.

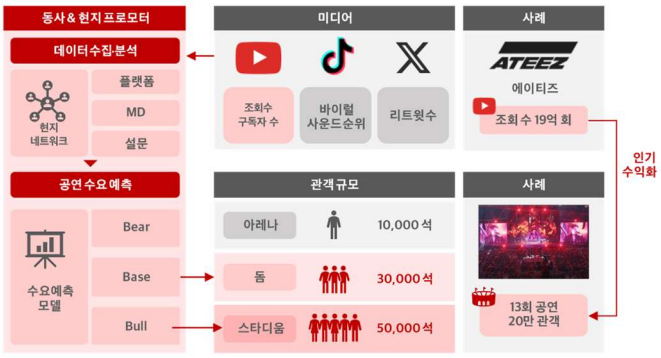
난 북미 투어를 해봤어요!

동사의 투어 동선 효율화는 수치로도 확인할 수 있다. 1일당 평균 이동 거리(총 이동 거리 ÷ 체류 일수)를 계산하여 동사와 같이 북미 현지에서 활동하는 공연 기획사 '마이뮤직테이스트(MMT)'의 수치와 비교했을 때, 동사가 근소 우위에 있음을 알 수 있다. 23년 1건의 이상점(WOODZ 투어)을 제외하면, 그 차이는 커질 것이다. **동사의 효율적인 동선 수립은 동사의 노하우를 단적으로 보여주는 요소이다.**

나는요 노머스 좋은걸~

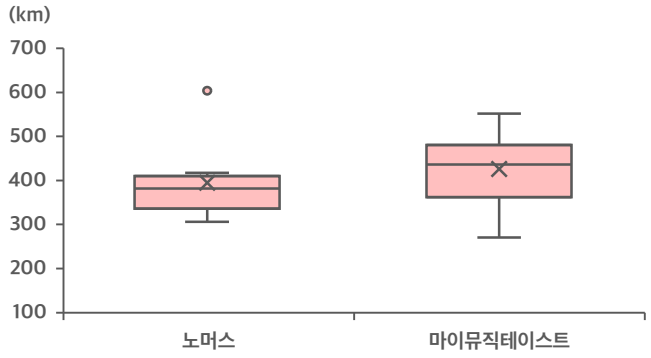
동사의 북미 현지 노하우는 24년 아이유의 북미 투어의 비하인드 스토리에서도 나온다. 24년 7월 19일 마이크로소프트 클라우드 서비스의 장애로 미국 전역의 다수 공항에서 많은 항공편이 취소되었다. 아이유 역시 애틀랜타에서 워싱턴DC로 가야 하는 상황에서 항공편이 취소되어 곤경에 처했다. 그러나 동사는 대응책을 마련해 두었고, 아이유의 컨디션을 위해 지체없이 미리 준비해 놓은 차량을 통해 이동했다. **동사가 사전에 대응책을 준비해 두고 빠르게 대처한 덕분에 공연을 성공적으로 마무리했다.**

도표 4-2. 동사의 공연 수요 예측 과정



출처: 동사 IR, SMIC 3팀

도표 4-3. 동사, MMT의 북미 투어 1일당 평균 이동 거리



출처: K-PLAY! FEST, SMIC 3팀

동사의 공고한 입지 : 5천 석~1만 5천 석

특히 5천 석~1만 5천 석 규모의 공연에 있어 동사는 탄탄한 입지를 구축하고 있다. 23년부터 현재까지 해당 규모의 북미 지역 공연은 대형 엔터사의 자체 기획을 제외하면 대부분 동사가 기획했다. 이보다 소규모의 공연도 기획하긴 하지만, 5천 석 이하의 공연은 주로 다른 중소 공연 기획사들이 담당하고 있다. 대형 엔터사가 직접 기획하는 경우를 제외하고, **23년부터 25년까지 매년 평균 1만 석 이상 규모의 북미 투어를 성공적으로 기획한 공연 기획사는 동사가 유일하다.**

신생 공연 기획사? 내가 널 어떻게 믿어?

늘어나는 공연 수요에 따라 생겨나는 신생 공연 기획사들 사이에서도 동사는 견고한 입지를 유지할 것이다. 공연 적자에 대한 리스크를 짊어지는 프로모터 입장에서 굳이 협업해본 적 없는 신생 공연 기획사를 선택하여 위험도를 키울 이유는 없다. 동사와 파트너십을 맺고 협업해 오던 아티스트 역시 본인의 커리어에 있어 중요한 도전을 신생 공연 기획사에게 맡길 유인이 부족하다. 북미 투어 경험이 많은 동사는 선점 효과를 누리며 계속해서 레퍼런스를 쌓을 것이다.

25년 에이티즈와 더 큰 무대로

다가오는 25년 7월 ATEEZ는 북미 12개 지역에서 개최하는 투어 'IN YOUR FANTASY'를 동사와 함께한다. ATEEZ는 빌보드 차트 진입 이력이 여럿 있을 정도로 북미 지역에서 인기를 끌고 있으며, 이미 24년에 MMT와 협업하여 북미 투어를 진행한 바 있다. 그랬던 ATEEZ가 올해는 동사와 단일 공연 당 평균 2만 관객 규모의 투어를 함께하기로 한 것이다. 이는 동사가 기획한 북미 투어 중 최대 규모로, **동사가 더 큰 규모의 공연으로 영역을 확장하고 있다는 대목이다. 이번 투어가 성황리에 마무리된다면, 비슷한 규모의 공연을 추가적으로 기획할 수 있을 것이다.**

일감이 늘수록 이익은 ↑

비즈니스 구조 특성 상 영업 레버리지 효과도 기대할 수 있다. 동사는 프로젝트 하나에 보통 1~2명의 PM을 배정하여 프로젝트를 기획한다. 그렇기 때문에 추가 인력 채용 없이도 프로젝트를 늘리는 것이 가능하다. 기획 중인 프로젝트가 크게 늘어난다면 인력 증원이 필요하겠지만, 적어도 인력 증가분보다 진행 가능한 프로젝트 수 증가분이 크기 때문에 프로젝트 수가 늘어나면 이익 변동 폭이 커진다.

전문 인력을 일시적으로 채용 가능

또한 공연 관련 전문 인력을 일시적으로 채용할 수 있다는 것도 큰 장점이다. 공연 진행 과정에는 많은 전문 인력 소요가 발생하는데, 이들을 모두 정식 채용해 투어를 다니기엔 항공권 요금, 숙박비 등의 비용이 크게 발생한다. 그래서 동사는 현지 네트워크를 활용하여 공연 진행에 필요한 인력을 현지에서 적재적소로 채용하거나 파트타임 인원으로 충당하여 비용을 절감한다. 프로젝트성으로 팀을 결성하고 해산하기 때문에, 프로젝트 사이 공백기에 대한 비용이 절감된다.

공연 IP 풍년은 동사의 업사이드

중소 엔터사와 고연차 아이돌의 북미 공연 IP 증가는 동사의 업사이드로 작용한다. 동사가 북미 공연 기획에서 쌓아온 업력은 American Dream을 가진 아티스트가 동사를 찾게 만들 것이다. 신규 IP의 유입과 프로젝트 성공 행진이 계속해서 이어진다면 추가적인 레퍼런스를 쌓을 수 있을 것이다. 동사를 향한 Q 증가는 영업 레버리지 효과와 시너지를 이루어 이익 성장을 기대케 한다.

도표 4-4. 23년 이후 1만 석 이상 규모로 열린 북미 공연 목록

연도	아티스트명	소속사	규모(천 석)	연도	아티스트명	소속사	규모(천 석)	연도	아티스트명	소속사	규모(천 석)
23	NCT127	SM	18~23	24	트와이스	JYP	60	25	베이비몬스터	YG	18
	Stray Kids	JYP	14~16		엔하이픈	하이브	18~20		NCT 127	SM	17~20
	NCT DREAM	SM	17~23		TXT	하이브	20~40		제이홉 (BTS)	하이브	19~20
	슈가 (BTS)	하이브	17~19		**아이유**	**이담**	**12~13**		SM타운	SM	27
	TXT	하이브	19~22		ATEEZ	KQ	17~40		Stray Kids	JYP	40~70
	마마무	**RBW**	**18~20**		(여자)아이들	큐브	18~20		**ATEEZ**	**KQ**	**17~21**
	트와이스	JYP	21~70		NCT DREAM	SM	13~24		블랙핑크	YG	60~70
	블랙핑크	YG	56~81		세븐틴	하이브	18~22				
	엔하이픈	하이브	19~27								

: 동사 기획 : 자체 기획

출처: K-PLAY! FEST, SMIC 3팀

4.2. 팬플랫폼 - 조용하지만 강한 Tapping Point

팬플랫폼 등장 배경 : 소통이 고픈 팬들

동사는 팬플랫폼 'fromm'도 운영하고 있다. 팬플랫폼은 과거 1, 2세대 아이돌들이 주로 활동하던 시기에는 존재하지 않았다. **3세대 아이돌이 활동하던 시기 아티스트와의 실시간 소통에 대한 팬덤의 욕구를 충족하기 위해 18년 디어유의 'Lysn'을 시작으로 하이브의 '위버스' 등 여러 팬플랫폼이 등장했다.** 팬플랫폼은 임팩트는 강하지만 빈도를 늘리는 데엔 한계가 존재하는 공연을 보완하는 일상적인 Tapping Point로 작용한다. 또한 공연의 사각지대에 있는 팬덤의 욕구를 채워주는 장치이기도 하다.

두근두근 아티스트와 일대일 채팅

팬플랫폼은 플랫폼마다 제공하는 콘텐츠가 다르긴 하나, 대부분의 팬플랫폼은 프라이빗 메시지, 라이브 방송, 커뮤니티 등의 콘텐츠를 제공한다. 프라이빗 메시지는 아티스트와 팬덤이 일대다로 채팅하는 형태로, 아티스트가 보낸 메시지는 팬들에게, 팬들이 보낸 메시지는 아티스트에게 실시간으로 전달된다. 이때 개인 채팅창 형태의 인터페이스를 제공하여, 아티스트와 일대일로 채팅하는 듯한 느낌을 준다. 라이브 방송은 실시간으로 아티스트가 영상을 송출하며 올라오는 채팅들을 보며 소통하는 형태이다. 커뮤니티는 아티스트와 팬들이 자유롭게 게시물을 올리고 댓글을 달며 소통하는 형태로 운영된다.

팬들은 아티스트를 따라간다: IP 중요성

팬플랫폼은 팬들이 아티스트와 사적인 사이가 된 듯한 경험을 선사한다. 그러나 팬들은 팬플랫폼 자체에 대한 소비를 한다기보다 본인이 '덕질'하는 아티스트와의 밀접한 커뮤니케이션을 소비하는 것이다. 그렇기 때문에 다른 부류의 플랫폼과 달리 UI, 요금제 등 플랫폼 자체의 문제를 이유로 플랫폼을 옮기는 경우는 적다. 좋아하는 아티스트의 소속사가 바뀌며 플랫폼도 바뀐다든지, 좋아하는 아티스트가 바뀔 때 플랫폼을 옮긴다. **팬플랫폼을 운영하는 입장에서 구독자 수가 즉 수익의 지표이므로 IP가 쏟아져 나오는 현 시점, 수익 증대를 위해선 얼마나 많은 그리고 양질의 IP를 확보하는지가 중요하다.**

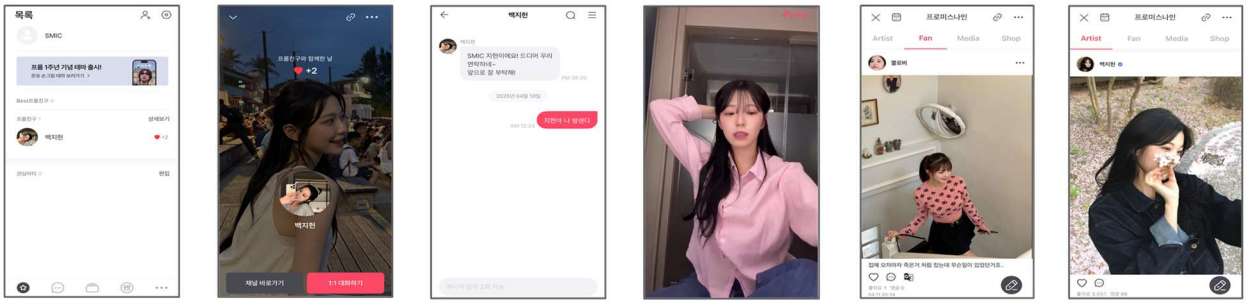
동사의 팬플랫폼 fromm

동사 또한 팬플랫폼이라는 Tapping Point의 중요성을 인지하여 22년 11월 팬플랫폼 사업에 뛰어들었다. 동사의 팬플랫폼 fromm은 전술한 프라이빗 메시지, 라이브 방송, 커뮤니티 기능을 모두 제공한다. 이는 아티스트 1명 당 월간 구독료를 내어 세 가지 기능을 모두 이용할 수 있다. fromm의 UI는 아티스트와 사적인 사이가 된 느낌을 극대화하여, 개인 메신저처럼 미리보기, 프로필까지 제공한다. 또한 일반 이용권보다 메시지 발송 횟수, 길이 제한 등의 조건이 완화된 '베프친 이용권'을 별도 판매한다.

쌍두마차가 이끄는 팬플랫폼 시장

하지만 동사의 fromm 앞에는 팬플랫폼 시장에 먼저 진입한 거물 위버스와 버블이 존재한다. 위버스는 대형 엔터사 하이브의 자회사 플랫폼으로, 초메가 IP BTS를 비롯한 하이브 계열 엔터사 소속 아티스트들이 주로 포진해있다. SM의 계열사인 디어유의 버블 역시 SM, JYP, 스타쉽 등 유명 아티스트의 IP를 확보해 엔터사별로 어플을 출시하여 운영하고 있다. 화려한 아티스트 IP 라인업을 가진 위버스와 버블은 팬플랫폼 시장을 지배하고 있다. 카카오 엔터 또한 25년 3월 '베리즈'를 출시하며 팬플랫폼 시장에 뛰어들면서, **글로벌 K-pop 팬덤의 성장에 따라 팬플랫폼 시장 경쟁도 심화될 것으로 보인다.**

도표 4-5. fromm 주요 기능



출처: 동사 fromm 앱, SMIC 3팀

동사는 틈새시장에서 IP 수집 중

fromm을 내세운 동사는 팬플랫폼 시장의 명백한 후발주자이다. 위버스와 버블이 메가 IP들을 다수 선점한 상황에서 시장에 늦게 진입한 동사가 이들을 제치고 시장에서 Main Player로 자리 잡는 것은 쉽지 않을 것이다. 동사의 전략은 메가 IP를 영입하는 전략이 아니다. 팬플랫폼 시장에서 동사의 포지션은 Niche Market Player이다. [투자포인트 1]에서 언급했듯 현재 K-pop 시장에서 가치가 충분한 IP 매물이 쏟아져 나오고 있다. **동사는 Niche Market Player답게, 메가 IP에 밀려 거물 팬플랫폼에 외면받는 중소 엔터사 소속 IP를 끌어모으는 전략을 구사하고 있다.**

다양한 IP 포트폴리오 : Risk ↓, Return ↑

동사의 이런 전략은 차은우, 트리플에스, ATEEZ, 프로미스나인 등 인기 아티스트의 fromm 입점을 성사시켰다. **전술했듯 팬덤은 아티스트를 따라 움직이기 때문에, 동사가 IP를 구매하면 팬덤들은 fromm으로 플랫폼을 옮기며 구독자가 증가한다.** 이외에도 동사는 여러 분야의 아티스트 IP를 들여오며 다양하게 포트폴리오를 구성했다. 다양한 IP 포트폴리오 구성은 단일 아티스트의 문제로 인한 위험을 낮춤과 동시에 하나의 잭팟이 터질 경우 폭발적 매출 성장을 가능케 한다.

중소 엔터사 대신 관리해드립니다

위버스·버블과 동사의 IP 관리 방식 차이는 중소 엔터사가 동사를 선택할 유인으로 작용할 수 있다. 위버스와 버블은 UI 관리 및 개선 플랫폼 관리만 제공한다. 실질적인 팬플랫폼 관리는 해당 엔터사 자체 인력의 몫이다. 대형 엔터사는 배정할 수 있는 전담 인력이 충분하나, 중소 엔터사는 배정 가능한 인력이 한정적이다. 동사는 IP 관리 인력을 충분히 두어 팬플랫폼을 관리한다. fromm 입점은 중소 엔터사가 IP 관리 인력을 늘리지 않아도 된다는 점에서 매력적인 옵션이다.

어플도 나쁘지 않습니다

팬플랫폼 어플 자체에 대해서도 경쟁력을 가져갈 수 있는 부분이 있다. 위버스는 아티스트 DM 프로필을 누르면 즉시 결제 페이지로 넘어간다. 그러나 동사는 아티스트 프로필을 누르면 메신저 프로필처럼 프로필 사진, 배경사진이 나오는 페이지로 전환되며 유저의 흥미를 유발한다. 또한 위버스, 버블과 다르게 라이브 방송 녹화가 허용되는데, 녹화 영상이 숏폼 컨텐츠로 재생산되면 바이럴 마케팅 효과를 불러와 미처 구독하지 못했던 팬들이 신규 구독자로 유입될 수 있다.

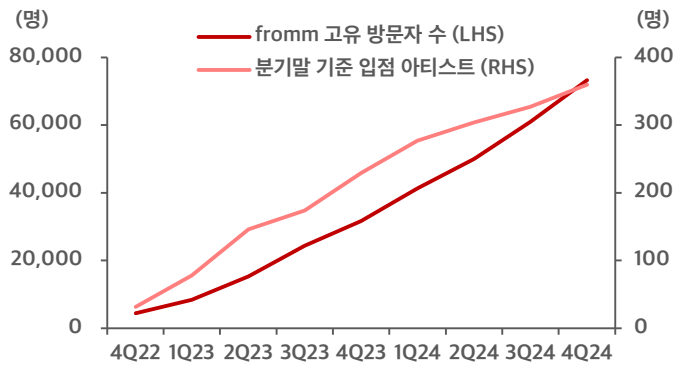
이왕 할 거면 공연도, MD도 다같이?

위버스·버블 외의 팬플랫폼의 성장도 배제할 수 없다. **그러나 중소 엔터사에게 동사가 최선의 선택지임은 동사 사업 구조의 특징에 기인한다.** 동사는 팬플랫폼만 아니라 공연 기획, MD 사업까지 영위한다. 중소 기획사 역시 여러 tapping point를 활용해야 하는데, 세 가지를 모두 다른 업체와 협업하는 것보다 정산의 편의성 측면에서 동사와 파트너십을 가지는 것이 훨씬 유리하다.

점점 두터워지는 파트너십

실제로 동사는 여러 아티스트와 여러 사업 영역에서 협업하고 있다. 24년 4월 샤이니 온유는 fromm 채널을 오픈했고, 동사의 기획 하에 25년 4월 말부터 미국 8개 도시에서 공연 예정이다. 23년 5월 동사와 북미 투어를 협업한 마마무의 멤버 솔라, 문별은 각각 같은 해 10월, 11월에 fromm과의 협업을 시작했다. 이같은 사례의 증가는 추가적인 업사이드를 가져다 줄 수 있다.

도표 4-6. fromm 고유 방문자 수, 입점 아티스트 수 추이



출처: DART, 혁신의 숲, SMIC 3팀

도표 4-7. fromm, 위버스, 버블 비교

구분	fromm	위버스	버블
출시일	22.11	19.06	20.02
월 구독료	5,000원	3,000~5,000원	4,500원
입점 아티스트 수	약 350명	약 1,000명	약 600명
다인권 혜택 유무	△	X	O
라이브 녹화 허용	O	X	X
음성 메시지 지원	O	X	O
AR 콘텐츠	X	O	X
채팅 커스터마이징	X	X	O

출처: 3사 종합, SMIC 3팀

팬플랫폼을 중심으로 일어나는 시너지

동사의 사업 구조는 팬플랫폼을 중심으로 공연, MD와의 시너지도 창출한다. 일상적 Tapping Point를 이용하는 팬들은 팬덤 활동에 대한 몰입도가 높기 때문에 공연 티켓 지불 용의가 크다. 동사는 이 점을 이용해 공연 선예매 혜택을 멤버십에 추가했다. 또한, 동사는 fromm 스토어를 통해 MD 상품을 판매하여 팬플랫폼과 MD 판매로 쌓인 데이터는 공연 수요 예측에 활용되고, 해외 투어 흥행은 글로벌 구독자 증가로 이어져 사업부들의 동반 상승 효과를 만들어낼 수 있다.

4.3. MD & 상품 - 공연, 팬플랫폼과 상승할 Tapping Point

닮은 듯 다른 MD와 상품

동사의 MD, 상품 매출은 적지 않은 비중을 차지한다. 공연과 플랫폼을 제외한 매출 중 상당 부분이 이에 해당한다. **MD와 상품은 얼핏 보면 같은 듯하지만 차이점을 가지고 있다.** MD는 동사가 엔터사, 아티스트를 상대로 IP를 구매한 후 팬덤을 겨냥하여 자체적으로 제작한 의류, 액세서리 등의 굿즈이다. 상품은 앨범, 응원봉 등 동사가 판매할 목적으로 엔터사로부터 사입한 품목을 말한다. MD와 상품은 기획 및 제작 과정에 있어 동사의 참여 여부로 구분할 수 있다.

MD는 공연이랑 플랫폼에서 팔리고요

MD의 판매처는 공연과 팬플랫폼 내 스토어로 이원화되어 있다. 동사의 사업 모델 특성상 엔터사와 공연 IP를 계약할 때 MD에 대한 IP를 함께 계약할 수 있다. 제작한 MD는 공연 현장에서 판매되는데, 북미 공연의 경우 현지 K-pop 팬들의 구매 의사가 크기 때문에 공연에서 판매되는 MD 중 북미 공연이 가장 큰 비중을 차지한다. 북미 공연 시 판매하는 MD의 ASP는 타 지역보다 높아 마진율 향상에도 기여한다. 또한 동사는 공연 현장 외에 fromm 스토어 내에서 MD를 상시 판매하여 팬덤을 공략한다.

상품도 공연이랑 플랫폼에서 팔립니다

외부에서 사입한 상품 판매처 또한 공연과 팬플랫폼 내 스토어로 이원화되어 있다. 엔터사를 통해 사입한 아티스트 전용 응원봉, 키링 등의 잡화를 MD와 마찬가지로 공연 현장에서 판매한다. 상품 역시 북미 지역에서 ASP가 다른 지역보다 높아 상품 매출과 마진에 긍정적 영향을 미친다. fromm 스토어에서는 사입한 아티스트의 앨범 등의 품목을 판매한다. 아티스트의 앨범 구매는 팬사인회 혹은 팬미팅 입장권과 연결되어, 아티스트와 직접 대면하고자 하는 팬덤의 구매를 유발하는 장치로 작용한다.

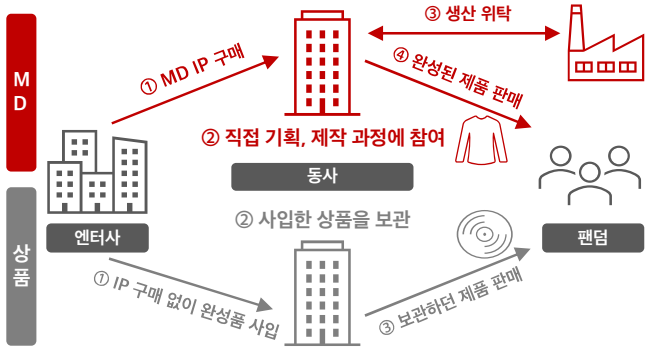
공연이 잘되면 MD, 상품도 좋다!

MD와 상품 공통적으로 공연과 fromm 스토어로 이원화된 판매처를 가진다. **이 역시 동사 사업의 구조적 특징을 활용한 투트랙 전략으로 공연 기획, 팬플랫폼 사업과 긴밀하게 맞물린다.** 동사가 기획하는 공연 프로젝트의 수가 증가할수록, 기획하는 공연의 규모가 커질수록 MD·상품 매출은 공연 기획 매출과 동반 성장할 것이다. 특히 북미 투어의 비중이 커지면 이익 Mix 개선 효과도 기대할 수 있다.

플랫폼도 잘되면 MD, 상품은 더 좋다!

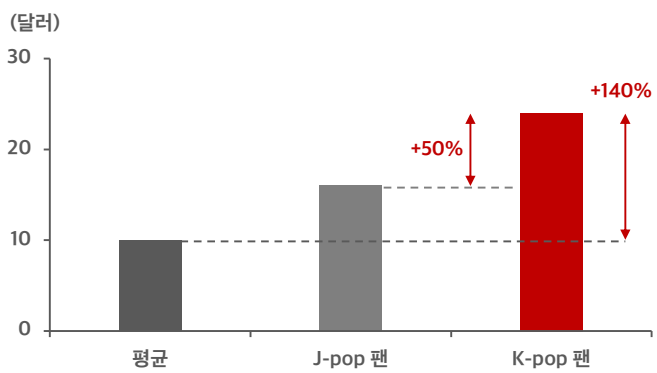
fromm 스토어의 이용자는 대부분 fromm에 입점해 있는 아티스트의 팬덤, 즉 fromm의 구독자이다. 팬플랫폼 구독자 증가 논리와 같은 논리로, **fromm에 입점한 IP가 많아질수록 팬플랫폼의 구독자도 많아져, fromm 스토어의 구매 건이 증가할 것이다.** 동사가 현재 다양한 아티스트 IP를 계속해서 확보하고 있기에, fromm 스토어를 통한 MD와 상품 판매량 역시 증가하며 매출 성장으로 이어질 것이다.

도표 4-8. MD, 상품의 제작 및 판매 과정



출처: 헤럴드경제, SMIC 3팀

도표 4-9. 미국 내 K-pop 팬의 굿즈 소비력



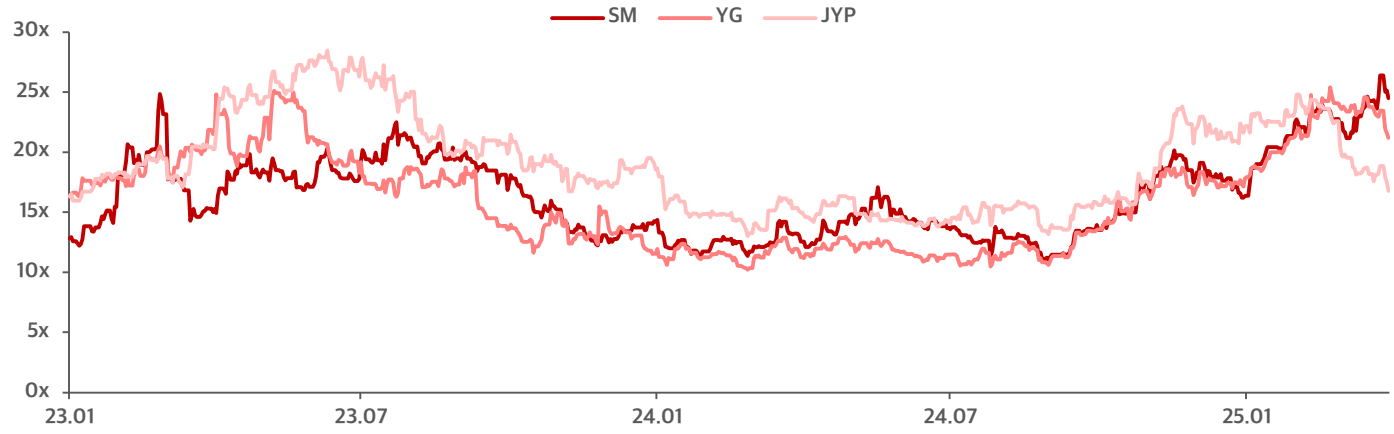
출처: Luminate, SMIC 3팀

5. 중국에서 불어오는 엔터의 봄바람 - 플러스 α

K-pop의 발목을 잡았던 한한령

한한령(限韓令)은 중국 정부가 16년 한국의 사드 배치 결정에 반발하며 취한 비공식적인 한류 금지 조치를 말한다. **중국 전역에서 인기를 얻던 K-pop의 활동이 제한되면서 엔터 산업에 타격을 입혔으나, 최근 한한령 해제에 대한 기대감이 고조되고 있다.** 24년 11월 중국 정부는 한국 국민 대상 무비자 정책을 시행했고, 5년 만에 양국의 문화·관광 장관 회담이 재개되었다. 지난달에 개최된 한중일 외교장관회의, 시진핑 주석의 APEC 정상회의 참석 언급과 방한 문화사절단 파견 결정은 오랫동안 잠겨 있던 중국의 빗장이 곧 풀릴 것이라는 기대를 증폭시키고 있다.

도표 5-1. 국내 엔터 3사 멀티플 추이



출처: DataGuide, SMIC 3팀

가장 큰 시장이 또다시 열린다

K-pop은 한한령 해제의 가장 큰 수혜자로 언급된다. 중국은 한국 엔터 산업의 주요 수출국으로, 소비자층이 넓고 시장 규모가 방대하다. 한한령 이후 10년 가까이 흘렀지만, 중국 내 팬덤은 여전히 견고하다. 23년 하반기부터 재개되고 있는 팬싸인회와 팝업 스토어에는 팬들이 밀려들고 있으며, K-pop 아티스트들의 웨이보 팔로우 수와 MD 공구 수량도 증가하고 있다.

이미 시작된 섹터 리레이팅

한한령 해제 기대감은 엔터 기업의 리레이팅 요소로 작용하고 있다. 25년과 26년 주요 아티스트들의 해외 투어 일정을 고려할 때, 중국 시장에서 유의미한 매출이 발생하기까지는 충분한 시간이 필요하다. **그럼에도, K-pop 최대 시장이 개화된다는 사실만으로 멀티플 상향이 이뤄지고 있다.** 24년 11월 이후 엔터 3사 주가의 합산 시가총액은 5개월 만에 평균 40% 상승했다.

1등 수혜 아니지만, 소외되진 않아

동사도 제한적이나마 중국 시장에 대한 익스포저가 존재한다. 동사는 중국 시장 전용 팬 플랫폼 앱을 올해 3분기 출시할 계획이다. 전용 앱 출시에 앞서 알리페이와 위챗페이 결제를 도입한 결과 중국 구독자 수는 28% 증가해, 앱 런칭에 따른 추가 유입이 기대된다.

중국 컴백 임박 동사도 가능성 有

중국 내 공연은 동사가 레퍼런스를 보유한 소규모 공연 위주로 재개되고 있다. 아이브, 제로베이스원 등 중소엔터사들의 메인 IP 역시 올해 들어 중국 일정을 소화했다. 게다가 최근 일부 대형 IP와 팬들 간 소통 과정에서 중국 공연 정황이 새어나오기도 했다. 해외 공연기획 시장에서의 점유율과 레퍼런스를 감안할 때, 동사가 주요 IP의 중국 공연을 담당할 가능성도 적지 않다. 이에 **동사는 한한령 해제에 따른 엔터 산업의 긍정적인 센티에서 소외받지 않을 것임을 주장한다.**

폭증하는 Cash Cow, 그들을 따르는 Super Fan, .
그 사이를 잇는 동사에게 쏟아지는 수혜가 어느정도일지 숫자로 확인해보자.

6. 매출 추정

동사의 주된 사업 부문인 공연, 플랫폼, MD, 상품으로 나누어 추정하였다. 가장 큰 매출처이자 MD 및 상품 매출과 연동되는 값인 해외 공연과 플랫폼을 중심으로 엄밀히 추정하였다. 기본적으로 PQ 논리를 사용하여 추정하였으며, 해외 공연 매출의 경우 추정이 사실상 불가능하기에 최대한 보수적으로 추정하였다. 상기 투자 포인트를 종합한 최종 매출 테이블은 아래와 같다

최종 매출추정 Table

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	2H24	2024	2025E	2026E
매출액	**9,218**	**18,017**	**42,300**	**26,460**	**47,415**	**68,913**	**122,345**	**144,849**
YoY(%)		*95.4%*	*134.8%*			*62.9%*	*77.5%*	*18.4%*
공연 매출	**-**	**2,069**	**18,497**	**10,377**	**17,544**	**28,678**	**59,910**	**64,965**
% of Sales	*0.0%*	*11.5%*	*43.7%*	*39.2%*	*37.0%*	*41.6%*	*49.0%*	*44.8%*
해외 공연	-	484	15,541	5,206	13,899	19,105	47,537	48,971
국내 공연	-	1,585	2,956	5,171	3,645	9,573	12,374	15,994
플랫폼 매출	**3,106**	**3,272**	**5,810**	**5,863**	**7,710**	**13,573**	**21,159**	**30,467**
% of Sales	*33.7%*	*18.2%*	*13.7%*	*22.2%*	*16.3%*	*19.7%*	*17.3%*	*21.0%*
메시지 서비스 매출				4,823	6,453	11,276	18,069	26,870
플랫폼 컨텐츠 매출				1,040	1,257	2,297	3,090	3,597
MD 매출	**6,112**	**8,023**	**10,900**	**5,564**	**16,153**	**15,997**	**24,178**	**29,131**
% of Sales	*66.3%*	*44.5%*	*25.8%*	*21.0%*	*34.1%*	*23.2%*	*19.8%*	*20.1%*
일반 MD				5,206	13,899	13,385	18,293	23,201
해외 공연 MD				358	2,254	2,612	5,884	5,930
상품 매출	**-**	**4,653**	**7,093**	**4,656**	**6,008**	**10,664**	**17,098**	**20,286**
% of Sales	*0.0%*	*25.8%*	*16.8%*	*17.6%*	*12.7%*	*15.5%*	*14.0%*	*14.0%*
일반 상품 (앨범)				4,631	3,952	8,583	11,730	14,878
해외 공연 상품				25	2,056	2,081	5,367	5,409

6.1. 공연 매출

① 해외 공연 매출

전술한 투자 포인트의 논리에 따라, 해외 공연 매출은 동사의 강력한 해자를 바탕으로 매출 비중이 가장 높은 북미 시장의 공연을 중심으로 추정하였다. 동사의 경우 사실상 Big 4 기획사 소속 아티스트를 제외한 모든 IP들과 계약을 맺을 수 있기에 25년, 26년 어느 정도 규모의 공연을 기획할지 정확히 예측하는 것은 불가능하다. **따라서 25년 해외 공연 매출은 24년 11월 동사의 상장 당시 투자 설명서에 첨부된 공연 확정 프로젝트를 기반으로 한 후, 기존 동사의 공연 기획 건수 추이를 반영하여 매출을 추정하였다**. 프로젝트 라인업은 [Appendix 8.2.]에 수록하였다.

이는 25년 매출액을 추정하기에 가장 합리적인 추정이다. 우선, 해외 공연의 경우 공연 6~9개월 전 기획사와 계약한다. 투자 설명서가 발간된 24년 말에는 이미 어느 정도 25년 상반기 공연이 계약되었을 것이라 사료된다. 이는 실제 공연 현황으로 드러난다. 25년 초 온유와 태민의 공연, 그리고 현재 예매되는 에이티즈의 공연 모두 동사의 프로젝트 계획 내역에 드러난다. 또한 온유와 태민의 공연은 전석 매진, 에이티즈의 공연 또한 24년 매진 및 추가 공연 사례를 보면 동사의 25년 공연 관객 수 및 매출액 가이던스가 크게 벗어나지 않을 것으로 생각한다. 또한, 동사는 중대형 규모의 공연을 매년 하반기에 2 건 가량 진행하였기에, 이 또한 추가하여 반영하였다.

26년 해외 공연 매출은 P x Q 논리를 사용하여 추정하였다. P와 Q는 다음과 같다.

P = 관객 1인당 매출액

Q = 26년 전체 공연 수 x 동사의 비중 x 공연 1건 당 관객 수

먼저 Q를 엄밀히 추정하기 위하여, 23년과 24년 북미 지역에서 공연한 모든 아티스트 및 기획사를 조사하여 규모와 동사의 확장 가능 여부에 따라 구분 지었다. A 그룹은 4대 기획사나 중대형 기획사의 Main IP (Ex. 에이티즈) 그리고 아레나급 대규모 공연이 가능한 아티스트를 포함하였다. B 그룹에는 중소 기획사의 Main IP (Ex. 더보이즈)와 4대 기획사 출신의 독립 IP를 포함하였으며, C 그룹에는 그 외 Therter급 (3000석 미만) 공연을 하는 아티스트를 포함하였다.

2023 K-POP 가수 북미 공연 리스트

그룹	공연 시기	그룹명	소속사	북미 콘서트 기획사	콘서트장 규모(석)	프롬 입점	비고
A	2023-01	NCT127	SM엔터테인먼트	자체기획	18,000~23,000		
	2023-02	박진영	JYP엔터테인먼트	자체기획	2,300~3,200		
	2023-03	스트레이 키즈	JYP엔터테인먼트	자체기획	14,000~16,000		
	2023-04	NCT DREAM	SM엔터테인먼트	자체기획	17,000~21,000		
	2023-04	슈가 (BTS)	하이브	자체기획	17,000~19,000		
	2023-05	엔믹스	JYP엔터테인먼트	자체기획	3,600~8,000		
	2023-05	TXT	하이브	자체기획	19,000~22,000		
	2023-05	**마마무**	**RBW**	**Fromm**	**18,000~20,000**	**o**	
	2023-06	트와이스	JYP엔터테인먼트	자체기획	21,000~70,000		
	2023-08	(여자)아이들	큐브엔터테인먼트	자체기획	5,000~7,100		
	2023-08	블랙핑크	YG엔터테인먼트	자체기획	56,000~81,000		
	2023-08	에스파	SM엔터테인먼트	자체기획	5,000~20,000		
	2023-10	엔하이픈	하이브	자체기획	19,000~27,000		
B	2023-01	ONEUS	RBW	마이뮤직테이스트	1,500~2,800	○	
	2023-01	포레스텔라	비트인터렉티브	스프링이엔티	1,700~3,000		
	2023-01	**피원하모니**	**FNC엔터테인먼트**	**Fromm**	**2,100~3,600**	**o**	
	2023-03	드림캐쳐	드림캐쳐컴퍼니	마이뮤직테이스트	3,000~5,000	○	
	2023-04	잭슨 (갓세븐)	써브라임 (+중국 기획사)	자체기획	6,300~8,000		
	2023-09	IKON	143 엔터테인먼트	Leo Presents	3,000~6,000	○(굿즈)	
	2023-09	**Loossemble**	**CTDENM**	**Fromm**	**5,600~8,800**	**o**	
	2023-10	The Rose	WINDFALL엔터테인먼트	transparnts art	5,200~8,000		
	2023-10	STAYC	Highup엔터테인먼트	자체기획	1,150~4,000		
	2023-11	비	Rain엔터테인먼트	infinite prospectsent	7,000		
	2023-12	**WOODZ**	**이담엔터테인먼트**	**Fromm**	**3,000~13,000**		*대부분 6000석
	2023-12	**츄**	**ATRP**	**Fromm**	**1,900~3,400**		
C	2023-01	엔플라잉	FNC엔터테인먼트	studio pav	1,300~1,800	○	
	2023-01	영탁	밀라그로	자체기획	2,300~3,000		*원인 미상 취소
	2023-01	송은이	미디어랩 시소	마이뮤직테이스트	2,000		*현지 사정 취소
	2023-01	PH-1	하이어뮤직	KOHAI	1,200~2,000		
	2023-02	EPEX	C9엔터테인먼트	마이뮤직테이스트	1,200~2,100	○	*주관사 사정 취소
	2023-02	임영웅	물고기뮤직	CJ E&M	3,200		*LA에서만 진행
	2023-02	JUNNY	모브컴퍼니	Modo live	300~750		
	2023-02	LOOPY	UNWANTED WORLD	Modo live	200~300	○	
	2023-02	에픽하이	아워즈 (1인)	자체기획	1,100~2,000		
	2023-03	식케이	KC (1인)	KOHAI	1,000~1,400		
	2023-03	강다니엘	커넥트엔터테인먼트 (1인)	미상	1,500~2,500		
	2023-03	저스디스&던말릭	도플갱음	studio pav	400~700		
	2023-03	CIX	C9 엔터테인먼트	마이뮤직테이스트	700~1,500	○	
	2023-03	GEMINI	AT AREA	Modo live	700~880		
	2023-03	CRAVITY	스타쉽엔터테인먼트	studio pav	1,000		
	2023-04	SURL	mpmg music	미상	220~500		
	2023-04	OnlyOneOf	에잇디엔터테인먼트	studio pav	700~1,140	○	
	2023-04	카더가든	두루두루아티스트컴퍼니	미상	950~1,100		
	2023-04	PIXY	올라트엔터테인먼트	Leo Presents	730~800		
	2023-04	SHAUN	하우뮤직프로덕션	Modo live	300~500		
	2023-05	The Good Days Boys	mpmg music	Modo live	400~1,000		
	2023-05	위아이	위엔터테인먼트	자체기획 (w. Kpopme)	1,200~1,500		
	2023-06	방용국	YY엔터테인먼트	마이뮤직테이스트	1,200~2,000	○	
	2023-06	TRI.BE	티알엔터테인먼트	Leo Presents	750~1,500		
	2023-09	BLACK ON	Xplore entertiment	미상	250		
	2023-09	에릭남	에릭남컴퍼니	자체기획	1,300~3,000		
	2023-09	트리플에스	모드하우스	자체기획	1,600~2,500	○	
	2023-09	TAN	생각엔터테인먼트	Kyoo live	330~500		
	2023-10	효연 (소녀시대)	SM엔터테인먼트	자체기획 (DJ 공연)	1,100~1,200		
	2023-10	싸이커스	KQ 엔터테인먼트	마이뮤직테이스트	1,000~1,900	○	
	2023-11	퍼플키스	RBW	Leo Presents	300~700	○	
	2023-11	EVERGLOW	위에화엔터테인먼트	마이뮤직테이스트	1,800~2,300		
	2023-11	AB6IX	브랜뉴뮤직	studio pav	1,500~2,000	○	
	2023-11	eaJ (데이식스)	Reynolds Management	자체기획	900		

2024 K-POP 가수 북미 공연 리스트

그룹	공연 시기	그룹명	소속사	북미 콘서트 기획사	콘서트장 규모(석)	프롬 입점	비고
A	2024-03	아이브	스타쉽엔터테인먼트	자체 기획	7,000~13,000		
	2024-03	트와이스	JYP엔터테인먼트	자체 기획	60,000		
	2024-04	엔하이픈	하이브	자체 기획	18,000~20,000		
	2024-05	TXT	하이브엔터테인먼트	자체 기획	20,000~40,000		
	2024-05	피원하모니	FNC엔터테인먼트	자체 기획	8,000~17,000	○	
	2024-05	라이즈	SM엔터테인먼트	자체 기획 (w. 파워하우스)	7,100		
	2024-06	ITZY	JYP엔터테인먼트	자체 기획	7,200~20,000		
	2024-07	**아이유**	**아담엔터테인트**	**Fromm**	**12,000~13,000**		
	2024-07	Xdinary Heroes	JYP엔터테인먼트	자체 기획 (스튜디오 J)	2,000~2,700		
	2024-07	에이티즈	KQ 엔터테인먼트	마이뮤직테이스트	17,000~40,000	○	
	2024-09	(여자)아이들	큐브엔터테인먼트	자체 기획	18,000~20,000		
	2024-09	NCT DREAM	SM엔터테인먼트	자체 기획	13,000~23,500		
	2024-10	세븐틴	하이브	자체기획	18,000~22,000		
B	2024-01	Odd eye circle	모드하우스	자체 기획	2,000~5,000		
	2024-02	**엘렙(갓세븐 출신)**	**어비스컴퍼니**	**Fromm**	**6,000~7,000**	**o**	***발목 부상 취소**
	2024-03	ONEUS	RBW	자체 기획	1,880~3,000	○	
	2024-05	**휘인**	**더라이브레이블**	**Fromm**	**3,000~5,000**	**○(굿즈)**	
	2024-07	더보이즈	IST엔터테인먼트	드림메이커엔터(SM 자회사)	5,600~7,100	○	
	2024-07	**츄**	**ATRP**	**Fromm**	**1,200~3,400**		
	2024-10	XG	XGALX	자체 기획	4,500~8,000		
	2024-10	**Loossemble**	**CTDENM**	**Fromm**	**1,700~3,300**	**o**	
	2024-11	드림캐쳐	드림캐쳐컴퍼니	마이뮤직테이스트	3,300~5,000	○	
	2024-11	효린	브리지엔터테인먼트	K core Ent. (거의 자체)	1,100~2,200		
	2024-11	키스 오브 라이프	S2엔터테인먼트	Wonder.Enc	1,200~2,300		
	2024-11	FIFTY FIFTY	어트랙트	마이뮤직테이스트	1,700~2,200	○(굿즈)	
C	2024-01	VAV	Ateam 엔터	studio pav	1,000		
	2024-01	카더가든	두루두루아티스트컴퍼니	CJ문화재단	400~700		
	2024-02	MCND	티오피미디어	studio pav	500~1,500		
	2024-03	JUST B	블루닷엔터테인먼트	미상	500~1,500	○	
	2024-03	Alexa	지비레이블	studio pav	650		
	2024-04	OnlyOneOf	에잇디엔터테인먼트	studio pav	900~1,100	○	
	2024-04	서인국	스토리제이컴퍼니	Konnect'd Ent	1,300~1,800(팬미팅)	○	
	2024-05	CIX	C9 엔터테인먼트	studio pav	1,300~1,700	○	
	2024-05	BM	DSP미디어	Konnect'd Ent	1,200~1,700		
	2024-05	루사	미스틱스토리	Leo Presents	300~1,200		
	2024-06	퍼플키스	RBW	Leo Presents	600~1,200		
	2024-06	베리베리	젤리피쉬	studio pav	1,500~2,700		
	2024-06	A.C.E	비트인터렉티브	마이뮤직테이스트	720~2,000		
	2024-07	AB6IX	브랜뉴뮤직	J&B Entertainment	650~1,200	○	
	2024-07	VIVIZ	빅플래닛메이드엔터	자체 기획	400~1,000		
	2024-07	시크릿넘버	바인엔터테인먼트	ShowKase	400~600		
	2024-08	아이엠(몬스타엑스)	소니뮤직엔터테인먼트	The Hello Group(소니 파트너)	700~1,500	○	
	2024-08	Colde	Wavy	Kohai	1,850~2,500		
	2024-08	ONF	WM엔터테인먼트	J&B Entertainment	600~1,500	○	
	2024-08	아르테미스	모드하우스	자체 기획	1,700~3,250		
	2024-08	에픽하이	아워즈 (1인)	자체 기획	1,000~2,000		
	2024-09	wave to earth	Wavy	Kohai (Wavy 북미 공연 담당)	1,200~1,800		
	2024-09	EVERGLOW	위에화엔터테인먼트	마이뮤직테이스트	1,400~2,700		
	2024-10	KARD (카드)	DSP미디어	Konnect'd Ent	1,200~1,800		
	2024-10	JUNNY	모브컴퍼니	Modo live	400~1,000		
	2024-11	GEMINI	AT AREA	wasserman music	1,150~1,500		
	2024-11	문별	RBW	Leo Presents	900~1,200	○	
	2024-11	Billlie	미스틱스토리	studio pav	625~1,400		
	2024-11	WOOSUNG	WINDFALL엔터테인먼트	transparnts art	1,800		
	2024-12	원호(몬스타엑스)	하이라인엔터테인먼트	자체기획(팬미팅)	950~1,300		

먼저 26년 동사는 A 그룹의 공연을 1건 시행할 것으로 추정하였다. 동사는 23년, 24년 꾸준히 A 그룹의 아티스트와 공연을 1개씩 하고 있으며, 25년에도 A 그룹에 속한 에이티즈와의 공연이 예정되어 있다. 동사 이외에 A 그룹 IP와 대형 공연을 할 수 있는 기획사는 마이뮤직테이스트밖에 없으며, 24년 마이뮤직테이스트와 함께한 에이티즈가 25년 동사와 함께함에 따라 동사의 지위가 공고함을 볼 수 있다. 따라서 26년에도 이 추세를 유지할 것으로 추정하였다.

동사는 26년 B 그룹의 공연을 약 6.3건 시행할 것이라 추정하였다. B 그룹의 모수가 [투자포인트 1]에서 주목한 동사의 타겟 시장 크기다. 전술했듯, 24년 B 그룹의 전체 IP 수는 99개이며 그 중 12건, 전체 IP의 약 12%가 24년 북미 공연을 한 것을 볼 수 있다. 26년 4대 기획사 IP가 독립함에 따라 26년 전체 IP는 124개로 증가할 것으로 추정되며, 24년 공연 비중 12%에서 소폭 상승한 26년 15%를 적용하여 추정한 26년 B 그룹 IP의 북미 공연 수는 19건이다. 23년과 24년 모두 동사는 B그룹 공연의 약 33%를 기획하였기에, 해당 비율을 그대로 차용하여 추정하였다.

이는 보수적 추정으로 우선 향후 B 그룹에 속할 정도로 성장하는 중소 IP들은 반영하지 않았으며, **Big 4 기획사에서 독립할 것으로 추정된 IP들만이 모수의 증가 폭에 반영되었다.** 또한, 투자포인트의 주된 논리인 '미국 진출 가능한 IP' (B 그룹) 중 '북미 공연을 할 IP' (공연 수)로의 전환이 증가할 것임은 자명하지만, **엄밀한 추정이 불가함에 따라 3%가량 만을 증가시켜 추정하였다.**

A 그룹 공연 1건 당 관객 수는 동사가 진행한 A 그룹 공연인 아이유와 에이티즈 공연의 관객 수를 avg.하여 추정하였으며, B 그룹 공연 1건 당 관객 수는 24년 진행한 휘인, 그리고 25년 진행한 온유, 태민 공연의 관객 수를 avg. 하여 추정하였다. P는 25년에 이루어진 A, B 그룹 공연들의 1인당 매출액을 avg. 하여 추정하였으며, 북미 지역의 YoY 티켓 가격 증가율인 약 4.7%를 적용하여 증가분을 추정하였다. 위 공연 외 다른 지역이나 C 그룹의 공연은 하지 않았다고 가정하였다. 자세한 추정 Table은 [Appendix 8.3.]에 수록하였다.

② 국내 공연 매출

국내 공연의 경우도 P x Q 논리를 사용하여 추정하였다. **우선 P인 관객 1명당 매출액은 투자 설명서에 공시된 비투비 콘서트의 매출액과 관객 수 (15,000석 규모 콘서트 전석 매진)을 차용하여 24년 P를 도출하였다**. P의 25~26년 상승 추이는 국내 대중음악 공연 평균 티켓 가격의 3개년 증가율을 avg. flat 하여 추정하였다. **Q는 역산한 P를 이용하여 24년 전체 관객 수를 도출하였다. Q의 25~26년 증가 추이는 대중음악 공연 티켓 예매 수 2개년 증가분을 avg. flat하여 추정하였다.** 동사는 시장 성장 외에도 턴키 서비스의 해자로 가파른 성장을 보여주고 있으며, 동사의 주 타겟인 중소 IP의 성장세가 시장 전체의 성장세보다 가파르기에 시장의 성장률을 차용하는 것은 보수적 추정이다. 공연 매출의 자세한 추정 Table은 [Appendix 8.4.]에 수록하였다.

6.2. 플랫폼 매출

플랫폼 매출은 주된 매출처인 메시지 서비스 매출과 그 외 콘텐츠 및 수수료 매출로 나뉜다. 메시지 서비스 매출은 대체로 사용자들의 유료 IP 구독 수에 좌우된다. 사용자들의 유료 IP 구독 수는 대체로 동사의 아티스트 IP 보유 개수에 비례한다. 버블의 경우 입점 아티스트 수와 유료 구독 수는 R^2=0.9457로 매우 높은 상관 관계를 가진다. **따라서 본 서는 메시지 서비스의 Q를 동사가 보유한 아티스트 IP 개수로, P를 IP 1개당 매출액으로 설정하여 P x Q 논리로 추정하였다.**

Q인 동사 보유 아티스트 IP 개수는 분기당 약 33개씩 증가할 것으로 추정하였다. 동사는 24년 11월 상장 이후 확보한 자금으로 IP 확보를 위한 공격적 투자를 단행하고 있다. 동사는 24년 40억 투자에 이어, 25년 26년 각각 약 68억씩 추가로 투자하여 분기당 38개의 IP 확보를 계획하였다. IP 확보의 경우 아티스트에게 계약금을 지급하여 확보하는 구조로 투자 금액의 크기에 대체로 비례하여 증가한다. 24년 동사가 40억을 투자하여 분기당 약 37개의 IP를 확보한 것을 보아 동사의 목표치인 분기당 38개는 합리적인 숫자로 보인다. **그러나 보수적 추정을 위해, 동사의 현재 상황과 비슷한 22년 버블의 분기당 IP 33개 확보의 추이를 따라갈 것으로 추정하였다.**

P인 IP 1개당 매출액의 26년까지의 증가세는 현재 동사와 가장 비슷한 22년 위버스의 구매 유저 1명당 매출액(ARPPU) 추이를 차용하여 추정하였다. 22년 위버스는 라이브 스트리밍 서비스와 같은 새로운 유료 서비스를 제공하여 ARPPU를 증가시켰다. 현재 동사도 팬 미팅 추첨권, 프라이빗 메시지 등 새로운 유료 서비스를 판매하기 시작하며 질적 성장을 도모하고 있다.

메시지 서비스 이외의 콘텐츠 매출인 원더월 클래스는 24년 8월부터 외주 후 월 1억의 로열티를 받는 형태로 전환되었다. 판매 대행 수수료 매출은 다른 회사의 MD 제품을 동사의 플랫폼에서 대신 팔아주는 형태로, 동사 메시지 플랫폼 입점 IP 개수 추이에 따라 증가할 것으로 추정하였다. 기타 자세한 매출 추정 Table 및 회귀 분석 그래프는 [Appendix 8.5.]에 수록하였다

6.3. 상품 및 MD 매출

입점 IP의 MD를 제작하거나 상품을 사입하여 판매하는 매출은 동사 플랫폼의 입점 IP의 개수에 비례한다. 이는 동사의 턴키 서비스의 흥행 및 레퍼런스에 기인한다. 따라서 상품 및 MD 매출의 Q인 프로젝트 개수는 동사 보유 IP 개수 증가세에 연동하여 추정하였다. P**인 프로젝트별 평균 매출액은 24년 평균 매출액을 26년까지 flat하여 보수적으로 추정하였다.**

해외 공연 MD와 해외 공연 상품 매출은 해외 공연 당일에 공연장에서 관객들에게 판매하는 MD 및 상품에 대한 매출액이다. 따라서 해당 매출의 Q는 해외 공연 총 관객 수이며 4.1.에서 추정한 해외 공연 관객 증가세와 연동하여 추정하였다. **P인 관객 1명 당 매출액은 1H24의 Q 값이 너무 적어 유의미하지 않기에 2H24의 P를 Flat하여 추정하였다.** [Appendix 8.6.]

7. Valuation

7.1. 비용추정

(1) 매출원가 및 판매비와관리비

매출원가 및 판매비와관리비 추정						
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**9,218**	**18,016**	**42,300**	**68,913**	**122,345**	**144,849**
YoY(%)	*-*	*95.4%*	*134.8%*	*62.9%*	*77.5%*	*18.4%*
매출원가	**4,813**	**13,543**	**23,677**	**40,167**	**70,571**	**74,400**
매출원가율(%)	*52.2%*	*75.2%*	*56.0%*	*58.3%*	*57.7%*	*51.4%*
GPM (%)	*47.8%*	*24.8%*	*44.0%*	*41.7%*	*42.3%*	*48.6%*
공연 매출원가	-	3,380	15,267	24,601	49,449	52,427
% of sales	*0.0%*	*18.8%*	*36.1%*	*35.7%*	*40.4%*	*36.2%*
플랫폼 매출원가	1,737	2,936	957	1,306	1,628	1,889
% of sales	*18.8%*	*16.3%*	*2.3%*	*1.9%*	*1.3%*	*1.3%*
MD 매출원가	2,598	4,347	2,862	6,822	8,329	7,649
% of sales	*28.2%*	*24.1%*	*6.8%*	*9.9%*	*6.8%*	*5.3%*
상품 매출원가	478	2,880	4,592	7,439	11,165	12,435
% of sales	*5.2%*	*16.0%*	*10.9%*	*10.8%*	*9.1%*	*8.6%*
판매비와관리비	**8,429**	**14,763**	**18,827**	**20,564**	**29,419**	**35,707**
판관비율(%)	*91.4%*	*81.9%*	*44.5%*	*29.8%*	*24.0%*	*24.7%*
OPM (%)	*-43.6%*	*-57.1%*	*-0.5%*	*11.9%*	*18.3%*	*24.0%*
급여	2,710	5,962	6,961	7,007	8,149	9,626
% of sales	*29.4%*	*33.1%*	*16.5%*	*10.2%*	*6.7%*	*6.6%*
지급수수료	775	2,638	5,726	9,051	14,045	17,971
% of sales	*8.4%*	*14.6%*	*13.5%*	*13.1%*	*11.5%*	*12.4%*
운반비	818	1,136	1,666	2,328	4,477	5,300
% of sales	*8.9%*	*6.3%*	*3.9%*	*3.4%*	*3.7%*	*3.7%*
광고출연촬영비	892	1,838	1,068	915	915	915
% of sales	*9.7%*	*10.2%*	*2.5%*	*1.3%*	*0.7%*	*0.6%*
광고선전비	2,106	1,696	915	170	50	50
% of sales	*22.9%*	*9.4%*	*2.2%*	*0.2%*	*0.0%*	*0.0%*
판매촉진비	547	418	138	192	341	403
% of sales	*5.9%*	*2.3%*	*0.3%*	*0.3%*	*0.3%*	*0.3%*
기타	581	1,073	2,352	902	1,442	1,442
% of sales	*6.3%*	*6.0%*	*5.6%*	*1.3%*	*1.2%*	*1.0%*

① **매출원가:** 동사는 공연, MD, 플랫폼, 상품 등 다양한 사업을 영위하고 있다. 앞서 투자 포인트와 매출 추정에서 살펴본 바와 같이, 이들 사업 부문은 모두 K-pop 산업의 발전과 구조적 변화에 따라 수혜를 입을 것이다. 그러나 각 사업 부문의 매출 규모, 인식 방식, 매출원가율 등이 서로 다르기 때문에, 매출원가의 각 계정을 전체 매출에 일괄적으로 연동하여 추정하기보다는, **사업 부문별로 매출원가율의 향후 변화를 고려해 추정하는 것이 더 정확할 것이라 판단했다.**

매출원가 추정						
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**9,218**	**18,016**	**42,300**	**68,913**	**122,345**	**144,849**
공연 매출	**-**	**2,069**	**18,497**	**28,678**	**59,910**	**64,965**
공연 매출원가	-	3,380	15,267	24,601	49,449	52,427
매출원가율(%)	*-*	*163.3%*	*82.5%*	*85.8%*	*82.5%*	*80.7%*
플랫폼 매출	**3,125**	**3,272**	**5,809**	**13,573**	**21,159**	**30,467**
플랫폼 매출원가	1,737	2,936	957	1,306	1,628	1,889
매출원가율(%)	*55.6%*	*89.7%*	*16.5%*	*9.6%*	*7.7%*	*6.2%*
MD 매출	**1,283**	**8,023**	**10,900**	**15,997**	**24,178**	**29,131**
MD 매출원가	2,598	4,347	2,862	6,822	8,329	7,649
매출원가율(%)	*202.5%*	*54.2%*	*26.3%*	*42.6%*	*34.5%*	*26.3%*
상품 매출	**4,809**	**4,653**	**7,093**	**10,664**	**17,098**	**20,286**
상품 매출원가	478	2,880	4,592	7,439	11,165	12,435
매출원가율(%)	*9.9%*	*61.9%*	*64.7%*	*69.8%*	*65.3%*	*61.3%*

공연 부문의 매출원가는 23년과 24년와 비슷한 수준을 유지하되, 소폭 낮아진다고 가정했다. MD 및 상품 부문의 경우, 해외 매출의 원가율이 국내보다 낮기 때문에 해외 매출 비중이 증가한다는 가정 하에 전체 매출원가율이 23년 수준으로 점진적으로 하락할 것으로 예상했다. 플랫폼 부문은 원가율이 높은 콘텐츠 매출이 감소하고, 상대적으로 원가율이 낮은 플랫폼 매출이 증가하면서 믹스 개선이 이루어질 것으로 보고, 이에 따라 매출원가율이 낮아질 것으로 추정했다.

여기까지만 보면, 공연 부문의 매출원가율이 다른 부문에 비해 상대적으로 높아 매출 비중이 가장 큰 사업임에도 불구하고 이익에 크게 기여하지 않는 것처럼 보일 수 있다. **그러나 이는 각 BM에서 매출과 비용을 인식하는 방식이 서로 다르기 때문이다.** 예를 들어, 공연 사업의 경우 매출원가에 공연 프로덕션 관련 비용뿐 아니라 아티스트 개런티까지 포함되지만, 플랫폼이나 MD 사업에서는 계약금이나 제작원가만 매출원가로 인식되며, 결제 수수료나 아티스트 IP 사용에 대한 정산금은 판매관리비 내 지급수수료 항목으로 처리된다. 실제로 24년 동사의 영업이익률이 11.9%였고, 판관비가 거의 발생하지 않는 공연 부문의 매출총이익률이 85.8%이었다는 점을 감안하면, **공연 부문과 다른 부문 간의 영업이익률 차이는 크지 않을 것으로 추정할 수 있다.**

② 판매비와관리비: 판관비 항목 중 가장 큰 비중을 차지하는 지급수수료는, **아래 표와 같이 공연 부문을 제외한 MD, 플랫폼, 상품 매출에 연동하여 추정하였다.** 종업원 급여는 사업보고서에 공시된 직원 수와 1인당 급여를 기준으로 산정하였으며, 1인당 급여는 연간 5%의 상승률을 반영했다. 직원 수는 전년도 대비 증가한 공연 수에 비례해 증가할 것이라고 가정했다. 광고선전비는 동사의 클래스 사업 축소로 인해 지출 금액이 감소할 것으로 가정했다. 운반비 및 판매촉진비는 변동비로 분류하여 매출에 연동시켰고, 광고출연촬영비와 기타 비용은 고정비로 간주하여 flat하게 유지되는 것으로 처리하였다.

지급수수료 추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
MD, 플랫폼, 상품 매출	9,217	15,948	23,802	40,234	62,434	79,884
지급수수료	**775**	**2,638**	**5,726**	**9,051**	**14,045**	**17,971**
% of sales	*8.4%*	*16.5%*	*24.1%*	*22.5%*	*22.5%*	*22.5%*

종업원 급여 추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
급여	**2,710**	**5,962**	**6,961**	**7,007**	**8,149**	**9,626**
직원 수(명)			60	65	72	81
1인당 급여			116	108	113	119

(2) 영업외손익

기타손익 중 합리적 추정이 불가능한 계정의 경우 0 flat 처리했고, 잡이익과 잡손실은 매출에 비례하여 각각 증가할 것으로 가정하였다. 이자손익은 동사의 이자부자산 및 이자부부채, 그리고 유효이자율을 바탕으로 추정하였다. **특히, 동사가 22년에 발행하여 25년 7월 전환청구기간이 도래한 전환사채가 주식으로 전환되어 이에 따라 이자부부채가 감소할 것으로 가정하였다.** 또한, 동사의 당기순이익이 현금성 자산으로 유입되어 이자부자산이 증가할 것으로 보고, 이를 반영하여 금융손익을 산정하였다. 보다 구체적인 추정 과정은 [Appendix 8.8.]에서 확인할 수 있다.

영업외손익 추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업외손익	**(17,649)**	**(5,236)**	**(24,715)**	**1,689**	**597**	**949**
기타손익	(684)	2	(683)	704	3	3
금융손익	(16,965)	(5,238)	(23,975)	995	594	946
지분법손실	-	-	56	10	-	-

(3) 법인세비용

동사는 21~23년까지 순손실을 기록함에 따라 이월결손금이 발생했으며, 이에 대한 추정치는 동사의 투자설명서에서 확인할 수 있다. 해당 수치를 바탕으로 과세표준을 산정한 뒤, 과세 구간에 따른 법인세율을 적용하여 법인세비용을 추정하였다.

법인세비용 추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
세전순이익	(21,673)	(15,525)	(24,919)	9,871	22,952	35,691
공제대상 이월결손금				(24,070)	(14,199)	-
공제 후 이월결손금				(14,199)	-	-
과세표준				-	8,752	35,691
법인세비용	**(1,005)**	**(4,346)**	**6,415**	**(11)**	**1,643**	**7,113**
법인세율(%)					*18.8%*	*19.9%*

(4) 최종 손익계산서 Table

추정 연결손익계산서

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**9,218**	**18,016**	**42,300**	**68,913**	**122,345**	**144,849**
YoY(%)	*-*	*95.4%*	*134.8%*	*62.9%*	*77.5%*	*18.4%*
매출원가	4,813	13,543	23,677	40,167	70,571	74,400
매출총이익	4,405	4,473	18,622	28,745	51,774	70,449
GPM(%)	*47.8%*	*24.8%*	*44.0%*	*41.7%*	*42.3%*	*48.6%*
판매비와관리비	8,429	14,763	18,827	20,564	29,419	35,707
영업이익	**(4,024)**	**(10,289)**	**(204)**	**8,181**	**22,355**	**34,742**
OPM(%)	*-43.6%*	*-57.1%*	*-0.5%*	*11.9%*	*18.3%*	*24.0%*
기타손익	(684)	2	(683)	704	3	3
금융손익	(16,965)	(5,238)	(23,975)	995	594	946
지분법손실	-	-	56	10	-	-
세전순이익	(21,673)	(15,525)	(24,919)	9,871	22,952	35,691
법인세비용	(1,005)	(4,346)	6,415	(11)	1,643	7,113
당기순이익(손실)	**(20,667)**	**(11,179)**	**(31,334)**	**9,882**	**21,309**	**28,578**
NPM(%)	*-224.2%*	*-62.0%*	*-74.1%*	*14.3%*	*17.4%*	*19.7%*

7.2. Valuation - Historical Peer PER Method

(1) Valuation Approach

본고는 동사의 이익이 가까운 미래에 빠르게 증가할 가능성이 높다는 점을 [투자포인트 1, 2]의 내러티브와 [매출 추정]의 논리를 통해 입증하고자 했다. **이러한 성장의 가능성과 시점을 함께 반영할 수 있는 Historical Peer PER method를 밸류에이션 방법으로 채택했다.** 주가 분석에서 살펴본 바와 같이, 동사의 주가는 엔터 산업 전반의 업황과 높은 상관관계를 보인다. 이는 K-pop 산업이 글로벌 문화로 자리 잡으면서, 동사가 직접적인 산업적 수혜를 받고 있으며, 그만큼 해당 산업에 대한 높은 beta를 가지고 있기 때문이다. 본고는 특히, K-pop 산업의 구조적 변화 속에서 팬과의 tapping point를 다수 확보한 동사만의 경쟁력, 즉 산업군 내에서의 alpha에 주목했다. **이에 따라, 시장이 K-pop 산업 전반에 대해 기대하고 있는 peer 멀티플을 밸류에이션의 하방으로 제시한 후, 동사의 alpha가 제공할 수 있는 상방 여력에 대해 논하고자 한다.**

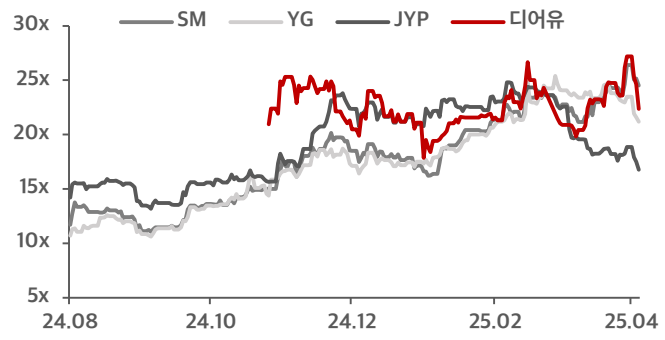
다만 앞서 설명했듯, 동사는 엔터 4사 및 디어유와는 달리 중국향 매출 비중이 작기 때문에, 한한령 해제로 인한 수혜는 제한적일 것으로 예상된다. 실제로 현재 동사의 12mf PER는 10.6x로, 독보적으로 멀티플이 높은 하이브를 제외한 엔터 3사의 평균인 20.8x에 비해 크게 낮다. 따라서 한한령 해제에 대한 기대감이 반영되어 멀티플이 높아진 현재 시점의 PER를 적용하기에는 무리가 있으며, **한한령 해제와 관련된 기대감이 아직 형성되기 전이면서, K-pop 산업 자체의 확장에 대한 내러티브는 현재와 유사했던 24년 10월을 target 기간으로 설정했다.**

해당 기간의 peer는 엔터 3사로 설정하였다. 본고의 내용상, 엔터 3사보다 아티스트와 팬 사이의 tapping point 관점에서 강점을 지닌 디어유를 peer로 선정하는 것이 적절했을 수 있으나, 디어유의 12mf EPS 컨센서스는 24년 11월에 형성되었고, 이 시점은 이미 한한령 내러티브의 영향을 받고 있었으므로 동사의 peer로 활용하기 어렵다. 다만 이후 디어유와 엔터 3사의 12mf PER 움직임이 유사한 구간에서 나타나고 있다는 점에서, **현재 시장은 디어유에 대해 엔터 3사와 유사한 멀티플을 부여하고 있음을 알 수 있다.** 따라서 동사 역시 장기적으로는, 최소한 24년 10월 기준 엔터 3사의 평균 12mf PER인 14.7x 수준의 멀티플을 부여받을 수 있을 것으로 판단된다.

23년, 인디 브랜드를 앞세운 한국 화장품의 북미 수출이 본격화되면서 브이티와 에이피알 등 브랜드 기업뿐만 아니라, 한국콜마와 코스맥스 같은 ODM 기업들까지 시장의 주목을 받으며 주가가 상승했다. 그러나 실리콘투는 '해외 유통망' 사업의 경쟁력에 대한 의구심으로 인해, 동일 산업 내 다른 기업 대비 낮은 멀티플로 거래되었다. **시장 내 오해가 해소된 시점은 4Q23 실적이 컨센서스를 크게 상회하고, 이를 통해 실리콘투가 명확한 경쟁 우위를 입증한 이후였다.** 이후 실리콘투는 산업 내 peer 대비 상단 수준의 멀티플을 부여받으며 re-rating되었다.

이는 동사에게도 시사하는 바가 크다. 실리콘투가 인디 브랜드의 해외 진출을 실현시킨 것처럼, 동사 또한 아티스트의 미국 진출을 실질적으로 가능케 하는 플랫폼이다. **따라서 동사 역시 실적을 통해 시장의 오해를 해소하고 경쟁력을 입증해낸다면, 엔터 산업 내 peer들과 유사한 수준의 멀티플을 부여받을 수 있을 것으로 판단된다.**

도표 7-1. 엔터 3사 및 디어유 12mf PER 추이



출처: DataGuide, SMIC 3팀

도표 7-2. 화장품 ODM 및 브랜드, 실리콘투 12mf PER 추이

출처: DataGuide, SMIC 3팀

(2) 목표주가 산정

한편, 동사의 현재 유통주식수는 10,791,617주이다. 여기에 25년 6월 전환청구기간이 도래하는 전환사채로 인한 보통주 9,705주와, 26년 말 이전 행사 가능한 주식선택권 280,000주를 반영할 경우, 26년 기준 유통 가능 주식수는 총 11,081,322주로 추산된다.

상기 논의를 모두 종합하여, 2026E EPS 2,579원에 Target PER 14.7x를 곱한 목표주가 37950원, 상승여력 56%, 투자 의견 "Buy"를 제시한다.

Valuation - PER Method (2026E)	
2026E 당기순이익 (단위: 백만 원)	28,578
유통가능주식수 (단위: 주)	11,081,322
2026E EPS (단위: 원)	**2,579**
Target PER	14.7x
목표주가 (단위: 원)	**37,950**
현재주가 (단위: 원)	24,350
상승여력	**56%**

7.3. 투자 전략

동사에 대한 배경지식이 있는 투자자라면 본서를 읽으며 다음과 같은 의문이 생겼을 수도 있다. ***"왜 본서의 추정치는 동사의 상장 전 투자설명서에 비해 25년 영업이익을 훨씬 낮게 보는가?"*** 이 차이를 이해하기 위해, 먼저 동사의 상장 전 투자설명서에 제시된 추정 연결손익계산서를 다시 살펴보자.

추정 연결손익계산서 (동사 투자설명서 기재)					
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	**9,218**	**18,016**	**42,300**	**69,026**	**104,576**
YoY(%)	*-*	*95.4%*	*134.8%*	*63.2%*	*51.5%*
매출원가	4,813	13,543	23,677	38,874	53,231
매출총이익	4,405	4,473	18,622	30,152	51,345
GPM(%)	*47.8%*	*24.8%*	*44.0%*	*43.8%*	*42.0%*
판매비와관리비	8,429	14,763	18,827	19,147	20,549
영업이익	**(4,024)**	**(10,289)**	**(204)**	**11,004**	**30,796**
OPM(%)	*-43.6%*	*-57.1%*	*-0.5%*	*16.0%*	*25.2%*
영업외손익	(17,649)	(5,236)	(24,603)	1,063	-
세전순이익	(21,673)	(15,525)	(24,919)	12,067	30,796
법인세비용	(1,005)	(4,346)	6,415	-	4,222
당기순이익(손실)	**(20,667)**	**(11,179)**	**(31,334)**	**12,067**	**26,574**
NPM(%)	*-224.2%*	*-62.0%*	*-74.1%*	*17.5%*	*21.7%*

우선, 24년 실제 실적과 비교해 볼 때, 동사의 추정 영업이익은 약 28억 원 가량 높게 제시되었음을 확인할 수 있다. 이 차이는 대부분 매출원가와 판관비의 과소평가에서 비롯된다. 구체적으로는 매출원가에서 약 13억 원, 판관비에서 약 14억 원의 과소추정이 있었다.

매출원가의 경우, 공연 부문에서 5억 원, MD 부문에서 8억 원, 상품 부문에서 2억 원이 각각 과소평가된 반면, 플랫폼 부문은 2억 원이 과대평가되었다. **판관비에서는 지급수수료가 약 11억 원 과소추정되었는데, 이는 PG사 및 앱 결제 수수료, 소속사 정산액, 해외 MD 판매 수수료, 서버 비용 및 회계법인 자문수수료 등 다양한 비용 항목으로 구성되어 추정이 어려운 면이 있다.**

그러나 공연을 제외한 각 사업부의 매출 비중이 크게 변하지 않는다면, 지급수수료 또한 매출 구조에 비례해 안정적으로 유지될 가능성이 높다. **따라서 본서에서는 이 구조적 특징을 반영해 지급수수료를 보다 보수적으로 추정하였고, 이에 따라 25년 영업이익 역시 더 낮게 추정되었다.**

이러한 분석을 바탕으로, 본서는 다음과 같은 투자 전략을 제안한다.

1. **25년 1분기 영업이익률에 주목한다.**
   동사의 투자설명서는 24년 11월에, 사업보고서는 25년 3월에 공시되었다. 이 사이에 매출원가나 지급수수료가 예상보다 증가한 불확실성이 있었고, 그 상황이 25년에도 지속될 수 있다는 점에서 1분기 실적은 중요한 신호가 될 것이다.
2. **만약 25년 1분기 영업이익률이 가이던스를 상회한다면:**
   본서의 우려가 해소되며, 동사의 실적 개선과 시장의 빠른 리레이팅을 기대할 수 있는 만큼, 즉시 매수를 추천한다.
3. **반대로 25년 1분기 영업이익률이 가이던스를 하회한다면:**
   이는 25년 연간 실적이 가이던스에 미치지 못할 가능성이 높다는 뜻이다. 그러나 본서는 동사의 폭발적인 성장이 26년부터 본격화될 것으로 판단하고 있어 실적 부진에 따른 단기 주가 하락을 매수 기회로 삼아, 25년 하반기 중 매수를 고려하는 전략을 제안한다.

8. Appendix

8.1. K-pop IP 목록

기획사	그룹	멤버수	데뷔년도	데뷔 연차	독립 멤버수	독립 비율	Youtube 조회수	미국 Exposure	북미 인기
하이브	방탄소년단	6	2013	12	0	0%	28,777,368,608	5.7%	1,650.0
	투모로우바이투게더	5	2019	6	0	0%	2,435,984,427	7.9%	192.5
	세븐틴	13	2015	10	0	0%	4,261,754,821	4.1%	174.5
	뉴진스	5	2022	3	0	0%	2,505,284,300	6.5%	163.5
	엔하이픈	6	2020	5	0	0%	1,767,872,531	8.9%	157.2
	르세라핌	5	2022	3	0	0%	2,042,440,806	6.1%	125.3
	아일릿	5	2024	1	0	0%	466,480,357	5.6%	26.3
	보이넥스트도어	6	2023	2	0	0%	335,202,604	3.3%	11.1
	투어스	6	2024	1	0	0%	166,497,953	6.0%	10.0
	애프터스쿨	11	2009	16	11	100%	143,145,096	6.0%	8.6
	프리스틴	10	2017	8	10	100%	83,472,248	6.0%	5.0
	&TEAM	9	2022	3	0	0%		6.0%	
	KATSEYE	6	2023	2	0	0%		6.0%	

기획사	그룹	멤버수	데뷔년도	데뷔 연차	독립 멤버수	독립 비율	Youtube 조회수	미국 Exposure	북미 인기
SM	엑소	8	2012	13	4	50%	4,321,052,394	5.4%	232.4
	엔시티	9	2016	9	0	0%	3,705,318,662	5.7%	212.8
	에스파	4	2020	5	0	0%	2,835,333,809	7.1%	202.2
	슈퍼주니어	9	2005	20	4	44%	1,977,786,571	4.4%	86.5
	레드벨벳	5	2014	11	2	40%	3,425,833,302	2.5%	85.8
	엔시티 127	9	2016	9	0	0%	1,944,738,248	4.4%	85.0
	소녀시대	8	2007	18	4	50%	3,273,118,977	2.5%	81.9
	엔시티 Dream		2016	9	0	0%	1,760,580,414	4.4%	77.0
	샤이니	4	2008	17	2	50%	1,333,527,072	4.4%	58.3
	라이즈	6	2023	2	0	0%	914,845,632	5.4%	49.4
	동방신기	2	2004	21	0	0%	645,259,692	4.4%	28.2
	에프엑스	4	2009	16	4	100%	556,617,509	4.4%	24.3
	하츠투하츠	8	2025	0	0	0%	31,487,880	4.4%	1.4

기획사	그룹	멤버수	데뷔년도	데뷔 연차	독립 멤버수	독립 비율	Youtube 조회수	미국 Exposure	북미 인기
JYP	트와이스	9	2015	10	0	0%	12,805,201,809	5.6%	711.1
	스트레이키즈	8	2018	7	0	0%	6,758,167,988	9.7%	653.5
	있지	5	2019	6	0	0%	4,003,165,816	6.9%	278.0
	갓세븐	7	2014	11	7	100%	3,182,162,493	5.7%	181.9
	엔믹스	6	2022	3	0	0%	962,828,131	5.0%	47.8
	원더걸스	6	2007	18	6	100%	579,570,613	5.7%	33.1
	투피엠	6	2008	17	2	33%	547,421,232	5.7%	31.3
	미쓰에이	4	2010	15	4	100%	511,278,381	5.7%	29.2
	니쥬	9	2020	5	0	0%	182,772,649	5.7%	10.4
	엑스디너리히어로즈	6	2021	4	0	0%	167,927,756	5.7%	9.6
	데이식스	4	2015	10	0	0%	635,200,475	1.4%	9.2
	넥스지	7	2024	1	0	0%	85,683,265	5.7%	4.9
	킥플립	7	2025	0	0	0%	55,455,433	5.7%	3.2
	투에이엠	4	2008	17	4	100%	52,517,901	5.7%	3.0
	15&	2	2012	13	2	100%		5.7%	
	BOY STORY	6	2018	7	0	0%		5.7%	
	Project C	5	2021	4	0	0%		5.7%	
	VCHA	5	2024	1	0	0%		5.7%	

기획사	그룹	멤버수	데뷔년도	데뷔 연차	독립 멤버수	독립 비율	Youtube 조회수	미국 Exposure	북미 인기
YG	블랙핑크	4	2016	9	4	100%	20,673,552,352	6.9%	1,424.6
	빅뱅	4	2006	19	4	100%	4,506,734,508	2.9%	129.0
	아이콘	7	2015	10	7	100%	1,928,952,443	3.4%	66.2
	베이비몬스터	7	2024	1	0	0%	2,573,794,227	2.3%	60.5
	2NE1	4	2009	16	4	100%	1,756,614,469	3.4%	60.3
	위너	4	2014	11	0	0%	780,154,847	3.4%	26.8
	트레저	12	2020	5	2	17%	1,514,033,437	1.6%	24.6
	악동뮤지션	2	2014	11	0	0%	692,084,925	3.4%	23.7

기획사	그룹	멤버수	데뷔년도	데뷔 연차	독립 멤버수	독립 비율	Youtube 조회수	미국 Exposure	북미 인기
RBW	마마무	4	2014	11	2	50%	2,468,774,188	4.5%	111.1
	에이핑크	6	2011	14	5	83%	973,165,959	2.3%	22.7
스타쉽	씨스타	4	2010	15	4	100%	949,856,172	2.3%	22.1
MBK Ent.	티아라	6	2009	16	6	100%	932,886,189	2.3%	21.7
	에이오에이	7	2012	13	7	100%	865,588,957	2.3%	20.2
	포미닛	5	2009	16	5	100%	812,424,746	2.3%	18.9
	EXID	5	2012	13	5	100%	806,594,954	2.3%	18.8
	비스트	6	2009	16	6	100%	650,263,195	2.3%	15.1
큐브	비투비	6	2012	13	6	100%	644,372,756	2.3%	15.0
	카라	5	2007	18	5	100%	582,563,519	2.3%	13.6
	걸스데이	4	2010	15	1	25%	548,728,546	2.3%	12.8
	다비치	2	2008	17	0	0%	533,554,655	2.3%	12.4
울림	인피니트	7	2010	15	3	43%	431,809,311	2.3%	10.1
KQ Ent.	블락비	7	2011	14	7	100%	357,464,110	2.3%	8.3
	B.A.P	6	2012	13	6	100%	300,585,297	2.3%	7.0
젤리피쉬	빅스	4	2012	13	0	0%	298,868,863	2.3%	7.0
	씨엔블루	4	2009	16	3	75%	286,142,477	2.3%	6.7
	브레이브걸스	4	2011	14	0	0%	275,888,538	2.3%	6.4
FNC	FT아일랜드	5	2007	18	4	80%	257,834,936	2.3%	6.0
	비원에이포	5	2011	14	2	40%	235,308,684	2.3%	5.5
DSP미디어	SS501	5	2005	20	5	100%	223,190,611	2.3%	5.2
티오피미디어	틴탑	6	2010	15	2	33%	202,743,622	2.3%	4.7
미스틱스토리	브라운아이드걸스	4	2006	19	4	100%	190,906,163	2.3%	4.4
	크레용팝	5	2012	13	5	100%	187,108,295	2.3%	4.4
	보이프렌드	6	2011	14	6	100%	179,452,535	2.3%	4.2
	유키스	6	2008	17	6	100%	168,140,659	2.3%	3.9
TS Ent.	시크릿	4	2009	16	4	100%	159,533,910	2.3%	3.7
	나인뮤지스	9	2009	16	9	100%	112,736,085	2.3%	2.6
	헬로비너스	6	2012	13	6	100%	106,499,683	2.3%	2.5
	달샤벳	6	2011	14	6	100%	90,742,194	2.3%	2.1
	엠블랙	5	2009	16	3	60%	89,308,172	2.3%	2.1
	레인보우	7	2009	16	7	100%	82,462,333	2.3%	1.9
스타제국	제국의 아이들	9	2010	15	9	100%	50,276,944	2.3%	1.2
기타	JYJ	3	2010	15	3	100%	47,286,629	2.3%	1.1
	스피카	5	2012	13	5	100%	41,521,148	2.3%	1.0
	러블리즈	8	2014	11	7	88%	179,244,473	0.0%	

그룹	멤버수	데뷔년도	데뷔 연차	독립 멤버수	독립 비율	Youtube 조회수	미국 Exposure	북미 인기
에이티즈	8	2018	7	0	0%	1,935,613,579	11.1%	214.8
(여자)아이들	5	2018	7	0	0%	3,714,910,017	4.4%	163.2
아이브	6	2021	4	0	0%	2,088,771,812	6.2%	129.5
모모랜드	7	2016	9	7	100%	2,207,571,196	4.9%	107.1
몬스타엑스	6	2015	10	3	50%	1,346,287,800	4.9%	65.3
여자친구	6	2015	10	3	50%	1,145,167,329	5.1%	58.2
에버글로우	6	2019	6	0	0%	1,178,710,046	4.9%	57.2
카드	4	2017	8	4	100%	822,080,108	4.9%	39.9
더보이즈	11	2017	8	0	0%	800,849,542	4.9%	38.9
펜타곤	9	2016	9	6	67%	770,880,374	4.9%	37.4
드림캐쳐	7	2017	8	0	0%	732,407,105	4.9%	35.5
스테이씨	6	2020	5	0	0%	625,638,973	4.9%	30.4
오마이걸	7	2015	10	4	57%	593,673,475	4.9%	28.8
케플러	9	2022	3	2	22%	584,782,405	4.9%	28.4
워너원	11	2017	8	11	100%	577,936,114	4.9%	28.0
아스트로	4	2016	9	1	25%	571,994,311	4.9%	27.8
원어스	6	2019	6	0	0%	442,514,360	4.9%	21.5
씨엘씨	6	2015	10	3	50%	426,956,633	4.9%	20.7
키스오브라이프	4	2023	2	0	0%	331,311,942	5.7%	18.8
프로미스나인	9	2018	7	9	100%	387,680,524	4.9%	18.8
피프티피프티	4	2022	3	4	100%	376,103,749	4.9%	18.2
위클리	7	2020	5	7	100%	346,322,149	4.9%	16.8
에스에프나인	9	2016	9	2	22%	321,744,397	4.9%	15.6
AB6IX	4	2019	6	0	0%	251,351,737	4.9%	12.2
제로베이스원	9	2023	2	9	100%	292,215,489	4.1%	12.1
우주소녀	13	2016	9	5	38%	244,594,488	4.9%	11.9
빌리	7	2021	4	0	0%	204,459,441	4.9%	9.9
시크릿넘버	6	2020	5	4	67%	192,191,683	4.9%	9.3
크래비티	9	2020	5	0	0%	190,746,601	4.9%	9.3
골든차일드	10	2017	8	3	30%	184,867,157	4.9%	9.0
싸이커스	10	2023	2	0	0%	176,389,744	4.9%	8.6
피원하모니	6	2020	5	0	0%	170,717,777	4.9%	8.3
온앤오프	6	2017	8	0	0%	169,527,179	4.9%	8.2
베리베리	7	2019	6	0	0%	164,223,338	4.9%	8.0

그룹	멤버수	데뷔년도	데뷔 연차	독립 멤버수	독립 비율	Youtube 조회수	미국 Exposure	북미 인기
퍼플키스	6	2021	4	0	0%	147,633,077	4.9%	7.2
엔플라잉	5	2015	10	0	0%	144,555,555	4.9%	7.0
위키미키	8	2017	8	6	75%	136,513,471	4.9%	6.6
이즈나	7	2024	1	0	0%	117,291,714	4.9%	5.7
로켓펀치	5	2019	6	4	80%	113,970,970	4.9%	5.5
QWER	4	2023	2	0	0%	107,510,965	4.9%	5.2
공원소녀	7	2018	7	7	100%	106,438,314	4.9%	5.2
라잇썸	6	2021	4	0	0%	106,364,436	4.9%	5.2
Young Posse	5	2023	2	0	0%	95,109,089	5.3%	5.1
에이프릴	6	2015	10	6	100%	101,433,198	4.9%	4.9
체리블렛	5	2019	6	5	100%	85,654,913	4.9%	4.2
드리핀	6	2020	5	0	0%	85,074,426	4.9%	4.1
미래소년	7	2021	4	0	0%	84,464,170	4.9%	4.1
Omega X	11	2021	4	11	100%	82,184,591	4.9%	4.0
하이키	4	2022	3	0	0%	75,428,766	4.9%	3.7
네이처	9	2018	7	9	100%	74,457,706	4.9%	3.6
나우어데이즈	5	2024	1	0	0%	67,149,623	4.9%	3.3
올아워즈	4	2023	2	0	0%	63,931,281	4.9%	3.1
구구단	9	2016	9	8	89%	60,436,121	4.9%	2.9
리센느	5	2024	1	0	0%	59,332,587	4.9%	2.9
다이아	6	2015	10	6	100%	57,854,241	4.9%	2.8
업텐션	10	2015	10	10	100%	55,098,419	4.9%	2.7
원위	5	2019	6	0	0%	54,750,775	4.9%	2.7
밴디트	5	2019	6	5	100%	42,875,630	4.9%	2.1
XG	7	2022	3	7	100%	41,692,223	4.9%	2.0
세이마이네임	4	2023	2	0	0%	38,985,934	4.9%	1.9
BDC	3	2019	6	3	100%	27,540,768	4.9%	1.3
엠퍼샌드원	7	2023	2	0	0%	22,084,414	4.9%	1.1
키키	5	2025	0	0	0%	19,141,336	4.9%	0.9
드림노트	8	2018	7	0	0%	14,929,608	4.9%	0.7
MXM	2	2017	8	2	100%	12,602,633	4.9%	0.6
유니티	9	2018	7	9	100%	9,936,519	4.9%	0.5
ODD Youth	5	2024	1	0	0%	7,899,565	4.9%	0.4
VROMANCE	4	2016	9	0	0%		4.9%	
MCND	5	2020	5	0	0%		4.9%	
TNX	5	2022	3	0	0%		4.9%	

8.2. 25년 해외 공연 확정 프로젝트

2025 해외 공연 확정 프로젝트 (동사 투자설명서)				
(단위: 백만 원, 명)	매출액	예상 관객	관객 당 매출액 (원)	비고
25년 해외 공연 합계	**47,537**	**336,918**	**141,093**	
2025 해외_A	4,186	28,000	149,500	온유
2025 해외_B	8,256	50,000	165,120	태민
2025 해외_C	1,638	16,800	97,500	
2025 해외_D	22,557	168,000	134,268	에이티즈
2025 해외_E	300	2,152	139,405	
2025 해외_F	500	3,587	139,392	
2025 해외_B그룹1	5,050	34,190	147,702	추정 추가
2025 해외_B그룹2	5,050	34,190	147,702	추정 추가

8.3. 26년 해외 공연 확정 프로젝트

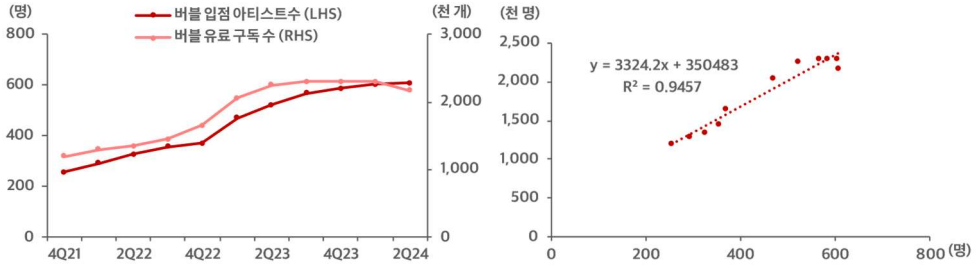
26년 B 그룹 전체 북미 공연 시행 건수		
(단위: 건)	2024	2026E
B 그룹 북미 공연 시행 건수	**12**	**19**
B 그룹 전체 IP 수	99	124
독립에 따른 IP 증가분		*25*
북미 공연 시행 비율 (%)	*12.1%*	*15.0%*

26년 해외 공연 매출				
(단위: 백만 원)	동사 확보 투어 수 (개)	투어 당 관객 수 (명)	관객 당 매출 (원)	합계
A그룹	1	122,979	138,140	16,988
B그룹	6.3	34,190	147,702	31,983
동사 전체 매출액	**7.3**	**339,514**	**144,239**	**48,971**

8.4. 공연 매출 추정 Table

공연 매출액 추정 Table								
(단위 : 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	2H24	2024	2025E	2026E
공연 매출액	**-**	**2,069**	**18,497**	**10,377**	**17,544**	**28,678**	**59,910**	**64,965**
해외 공연 매출액 (Q x P)	**-**	**484**	**15,541**	**5,206**	**13,899**	**19,105**	**47,537**	**48,971**
총 관객 수 (Q) (단위: 명)				45,827	97,872	143,699	336,918	339,514
관객 별 매출액 (P) (단위: 원)				113,601	142,012	132,954	141,093	144,239
국내 공연 매출액 (Q x P)	**-**	**1,585**	**2,956**	**5,171**	**3,645**	**9,573**	**12,374**	**15,994**
총 관객 수 (Q) (단위: 명)				50,400	35,526	93,304	112,238	135,014
관객 별 매출액 (P) (단위: 원)				102,600	102,600	102,600	110,245	118,460

8.5. 플랫폼 매출 추정



Fromm 메시지 플랫폼 입점 아티스트 IP 수					
(단위 : 명)	2022	2023	2024	2025E	2026E
연말 기준 입점 아티스트	**32**	**229**	**360**	**492**	**624**
YoY(%)		*615.6%*	*57.2%*	*36.7%*	*26.8%*
연간 입점	32	202	147	132	132
연간 퇴점		5	16	-	-

플랫폼 매출액 추정 Table								
(단위 : 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	2H24	2024	2025E	2026E
플랫폼 매출액	**3,106**	**3,272**	**5,810**	**5,863**	**7,710**	**13,573**	**21,159**	**30,467**
메시지 서비스 매출				**4,823**	**6,453**	**11,276**	**18,069**	**26,870**
연말 기준 입점 아티스트 수 (명)				299	360	360	492	624
입점 아티스트 당 매출액				16	18	31	37	43
플랫폼 콘텐츠 매출				**1,040**	**1,257**	**2,297**	**3,090**	**3,597**
원더월 클래스				414	500	914	1,200	1,200
판매대행 수수료 및 기타 매출				626	757	1,383	1,890	2,397

8.6. MD 및 상품 매출 추정

MD 매출액 추정 Table								
(단위 : 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	2H24	2024	2025E	2026E
MD 매출액	**6,112**	**8,023**	**10,900**	**5,564**	**16,153**	**15,997**	**22,983**	**28,534**
일반 MD 매출액 (P x Q)				**5,206**	**13,899**	**13,385**	**18,293**	**23,201**
MD 프로젝트 수 (Q)				33	45	78	107	135
MD 프로젝트 별 평균 매출액 (P)				196	154	172	172	172
해외 공연 MD 매출액 (P x Q)				**358**	**2,254**	**2,612**	**4,690**	**5,332**
해외공연 총 관객 수 (Q)				9,039	79,691	88,730	165,815	188,529
해외공연 관객 당 매출액 (원) (P)				39,606	28,284	29,438	28,284	28,284

상품 매출액 추정 Table								
(단위 : 백만 원)	2021	2022	2023	1H24	2H24	2024	2025E	2026E
상품 매출액	**-**	**4,653**	**7,093**	**4,656**	**6,008**	**10,664**	**16,008**	**19,742**
일반 상품 매출액 (P x Q)				**4,631**	**3,952**	**8,583**	**11,730**	**14,878**
앨범 프로젝트 수 (Q)				30	37	67	92	116
앨범 프로젝트 별 평균 매출액 (P)				154	107	128	128	128
해외 공연 상품 매출액 (P x Q)				**25**	**2,056**	**2,081**	**4,278**	**4,864**
해외공연 총 관객 수 (Q)				9,039	79,691	88,730	165,815	188,529
해외공연 관객 당 매출액 (원) (P)				2,766	25,800	23,453	25,800	25,800

8.7. 기타손익 추정

기타손익 추정						
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
기타손익	**(684)**	**2**	**(683)**	**704**	**3**	**3**
기타수익	**28**	**21**	**252**	**1,107**	**412**	**488**
대손충당금환입	-	-	-	80	-	-
복구충당부채환입	-	-	-	1	-	-
종속기업투자주식처분이익	-	-	136	-	-	-
관계기업투자주식처분이익	-	-	-	66	-	-
매각예정자산처분이익	-	-	-	727	-	-
잡이익	28	21	116	232	412	488
기타손실	**712**	**19**	**935**	**403**	**409**	**484**
기타의대손상각비	-	-	786	172	-	-
유형자산처분손실	-	-	91	-	-	-
기부금	3	-	-	-	-	-
재고자산폐기손실	706	-	-	-	-	-
잡손실	3	19	58	230	409	484

8.8. 금융손익 추정

금융손익 추정						
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
금융손익	**(16,965)**	**(5,238)**	**(23,975)**	**995**	**594**	**946**
금융수익	**90**	**316**	**590**	**2,249**	**3,935**	**7,915**
이자수익	86	212	167	375	642	993
외환차익	4	100	222	731	1,298	2,727
외화환산이익	-	5	34	1,124	1,996	4,195
당기손익-공정가치측정 금융자산처분이익	-	-	167	-	-	-
파생상품평가이익	-	-	-	19	-	-
금융비용	**17,055**	**5,554**	**24,566**	**1,254**	**3,341**	**6,969**
이자비용	832	2,350	1,864	43	48	47
외환차손	26	144	201	630	1,298	2,727
외화환산손실	4	7	64	527	1,996	4,195
파생상품평가손실	16,193	3,053	22,437	-	-	-
당기손익-공정가치측정 금융자산처분손실	1	-	-	54	-	-

이자부자산 유효이자율						
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
기초 이자부자산	2,787	5,932	20,879	22,153	34,922	56,025
기말 이자부자산	5,932	20,879	22,153	34,922	56,025	84,603
평균 이자부자산	4,359	13,406	21,516	28,538	45,474	70,314
이자수익	**86**	**212**	**167**	**375**	**642**	**993**
유효이자율(%)	*2.0%*	*1.6%*	*0.8%*	*1.3%*	*1.4%*	*1.4%*

이자부부채 유효이자율						
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
기초 이자부부채	6,352	34,114	64,258	3,313	4,401	4,195
기말 이자부부채	34,114	64,258	3,313	4,401	4,195	4,195
평균 이자부부채	20,233	49,186	33,785	3,857	4,298	4,195
이자비용	**832**	**2,350**	**1,864**	**43**	**48**	**47**
유효이자율(%)	*4.1%*	*4.8%*	*5.5%*	*1.1%*	*1.1%*	*1.1%*

8.9. 재무상태표 및 현금흐름표

연결재무상태표

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024
자산	**11,831**	**34,955**	**46,165**	**98,797**
유동자산	**9,013**	**23,859**	**25,130**	**51,527**
현금및현금성자산	3,876	12,121	7,124	11,978
매출채권	1,671	2,159	4,061	13,329
기타유동채권	198	211	5,069	3,285
기타유동금융자산	-	5,000	3,000	3,675
기타유동자산	467	3,222	3,445	16,648
당기법인세자산	12	16	25	52
재고자산	2,790	1,129	1,964	2,559
매각예정비유동자산	-	-	443	-
비유동자산	**2,818**	**11,096**	**21,035**	**47,270**
기타비유동채권	188	388	1,500	1,009
기타비유동자산	-	2,347	16,231	42,295
당기손익-공정가치측정금융자산	-	1,000	1,400	100
기타포괄손익-공정가치측정금융자산	-	-	-	1,546
관계기업투자주식	-	-	244	-
유형자산	600	672	199	210
기타무형자산	9	325	1,461	2,111
이연법인세자산	2,022	6,364	-	-
부채	**35,468**	**67,549**	**7,490**	**12,655**
유동부채	**2,383**	**15,891**	**6,502**	**11,910**
매입채무	145	791	1,373	1,584
기타유동채무	1,054	857	1,822	2,827
유동 리스부채	96	188	117	117
기타 유동부채	1,087	2,930	3,141	7,157
단기차입금	-	322	-	-
유동성전환상환우선주부채	-	1,887	-	-
유동성전환사채	-	-	-	148
유동성파생상품부채	-	8,870	-	51
유동성충당부채	-	33	26	26
당기법인세부채	-	13	22	-
비유동부채	**33,086**	**51,659**	**989**	**746**
장기차입금	-	50	-	-
전환사채	-	1,391	247	-
전환상환우선주부채	6,858	14,862	-	-
파생상품부채	25,886	34,880	119	-
비유동 리스부채	74	105	14	6
확정급여부채	267	348	599	732
충당부채	-	24	-	-
이연법인세부채	-	-	10	8
자본	**(23,637)**	**(32,594)**	**38,675**	**86,142**
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	**(23,637)**	**(32,958)**	**38,854**	**86,142**
자본금	50	52	116	5,396
자본잉여금	-	756	101,838	134,634
기타자본	836	1,386	3,115	2,401
기타포괄손익누계액	-	(2)	(2)	5
결손금	(24,524)	(35,150)	(66,213)	(56,295)
비지배지분	**-**	**364**	**(180)**	**-**

연결현금흐름표

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024
영업활동현금흐름	**(6,575)**	**(9,546)**	**(15,851)**	**(32,213)**
당기순이익(손실)	(20,667)	(11,179)	(31,334)	9,882
수익 및 비용의 조정	17,464	3,140	34,386	1,741
자산 및 부채의 증감	(3,415)	(1,604)	(19,030)	(44,048)
이자의 수취	77	107	167	262
이자의 지급	(22)	(5)	(28)	-
법인세의 납부	(12)	(6)	(12)	(50)
투자활동현금흐름	**2**	**(6,203)**	**(4,301)**	**2,312**
단기금융상품의 처분	434	5,000	13,000	17,392
임차보증금의 감소	100	-	30	-
단기대여금의 감소	-	-	3,756	3,084
장기대여금의 감소	-	-	42	383
종속기업투자주식의 처분	-	-	479	-
매각예정비유동자산의 처분	-	-	-	332
당기손익-공정가치측정금융자산의 처분	-	-	300	-
유형자산의 처분	-	-	87	-
단기금융상품의 취득	-	(10,000)	(11,000)	(18,001)
당기손익-공정가치측정금융자산의 취득	-	(1,000)	(400)	-
관계기업투자주식의 취득	-	-	(300)	-
유형자산의 취득	(320)	(50)	(84)	(33)
무형자산의 취득	(18)	(1)	(2,386)	(745)
임차보증금의 증가	(194)	-	(220)	-
기타보증금의 증가	-	(34)	(30)	-
단기대여금의 증가	-	(0)	(4,842)	(100)
장기대여금및수취채권의 취득	-	(144)	(2,403)	-
연결범위변동에 의한 현금유출	-	27	(330)	-
재무활동현금흐름	**9,593**	**24,000**	**15,272**	**34,654**
단기차입금의 차입	-	322	(579)	-
장기차입금의 차입	-	50	850	-
전환상환우선주의 발행	11,500	21,999	-	-
전환사채의 발행	-	1,760	-	-
주식선택권의 행사	-	2	1	518
유상증자	-	-	15,401	34,368
단기차입금의 상환	-	(22)	(105)	-
장기차입금의 상환	(1,690)	-	-	-
리스부채의 지급	(217)	(112)	(297)	(232)
현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	-	(2)	(22)	79
현금및현금성자산의 증가	**3,020**	**8,248**	**(4,902)**	**4,831**
기초현금및현금성자산	**855**	**3,876**	**12,121**	**7,124**
해외사업장 환율변동효과	-	(3)	(3)	23
기말현금및현금성자산	3,876	12,121	7,216	11,978
매각예정으로 분류된 현금및현금성자산	-	-	(93)	-
기말의 현금및현금성자산	**3,876**	**12,121**	**7,124**	**11,978**

Notice.

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