

K Knows Z, Z Likes K



2025.04.22

장지혜 엔터·미디어·음식료
02-709-2336
jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원
02-709-2665
rlarla6019@ds-sec.co.kr

Con- tents



K Knows Z, Z Likes K

07

점점 더 중요해지는 Gen Z
Global Gen Z의 선택을 받은 K
투자전략: Gen Z가 좋아하는 것에 투자하자

IP 레버리지 효과가 매력적인 엔터

22

엔터 섹터 주가 흐름과 현황
국내외 음악 산업 분석
투자포인트(1) 글로벌 음악 시장 내 K 비중 확대
투자포인트(2) 엔터 기획사 역할 확대
투자전략: IP 활용 레버리지가 큰 엔터사에 투자하자

차이나[China]는 업사이드 분석

49

또 다시 중국에 걸어보는 기대
1)중국 내수 경기 부양 → K-소비재 수혜
2)중국 한한령 해제 → K-Contents와 K-pop 레버리지 확대
투자전략: 중국 관련주 주목. 시나리오별 비중 확대

기업분석

67

최선희주: 하이브 / 스튜디오드래곤 / 삼양식품
와이지엔터테인먼트, SM, JYP, 디어유 / CJ ENM, SBS, 콘텐츠리중앙 / 오리온

[엔터·미디어·음식료]

K Knows Z, Z Likes K

Global Gen Z의 취향을 저격하며 성장 중인 K-Contents

소비재를 분석하는데 있어 글로벌 Gen Z(1997~2012년 출생)를 분석하는 것이 중요해지고 있다. 2025년 기준 전 세계 인구의 25%에 달하는 Gen Z가 경제 활동을 시작하며 소비 시장에 미치는 영향은 갈수록 커질 것이기 때문이다. 경험 소비와 온라인 소비를 선호하는 글로벌 Gen Z가 한국의 아이돌, 드라마, 화장품, 음식료품 등 K-Contents 선호도가 높아지고 있어 K의 글로벌 시장 점유율 확대가 기대된다. 이 중에서도 IP 레버리지 효과가 큰 K-pop에 주목했다.

엔터(Initiation): 글로벌 점유율 확대 + 엔터 기획사 역할 확대

엔터 업종은 글로벌 점유율 상승과 IP 레버리지 효과 측면에서 매력적이다. 글로벌 시장 내 K-pop의 비중은 24년 공연 3%, 음원 2%, 음반 23% 수준에서 지속적으로 상승할 전망이다. 1)음악 소비 시장 내 글로벌 Gen Z 비중 확대, 2)K-pop 주요 소비 시장인 동남아 소득 수준 상승과 일본 점유율 상승, 미국/유럽/남미 진출 등 지역적 확대 때문이다. 주요 엔터 기획사는 메가 IP의 활발한 글로벌 활동을 기반으로 국내외 신규 IP를 발굴하고 글로벌 Gen Z의 취향을 저격하며 수익화 시점을 앞당기고 있다. 또한 MD, 팬플랫폼 등 밸류체인 확장을 통해 IP 레버리지 효과를 확대하며 실적 성장이 기대된다. 당사 엔터 신규 커버리지 4개 사의 25년 합산 실적은 매출액 4.9조원(+16% YoY), 영업이익 6,238억원(+64% YoY, OPM 12.8%)으로 전망한다.

차이나[China]는 업사이드 분석

최근 중국 내 한국 콘텐츠 유통 재개에 대한 기대감이 높아지고 있다. 미-중 갈등 심화 속 중국의 주변국 관계 개선과 25년 1순위 경제 과제인 내수 확대를 동시에 해결할 수 있는 것이 한국 콘텐츠 유통이기 때문이다. 여전히 불확실성은 높지만 한한령 해제 시 미디어는 구작 판매 및 신작 선판매로 리콥을 상승, 엔터는 중국 공연 및 활동 증가에 따른 IP레버리지 확대로 수익 성장이 기대된다. 중국 관련 소비재(오리온, 건기식 ODM)의 중국향 실적 성장도 주목할만하다.

최선호주: 하이브, 스튜디오드래곤, 삼양식품

본 보고서에서는 글로벌 Gen Z의 선호와 함께 성장 중인 K-Contents(음악, 드라마, 음식료) 산업에 대해 분석했다. 각 업종별로 1)글로벌 Gen Z를 잘 파악하고 활용해 외형 성장, 2)수익성 개선을 통해 레버리지 효과를 증명하고 있는 기업에 비중 확대 의견을 제시한다. 엔터/미디어/음식료 각 업종 최선호주는 하이브/스튜디오드래곤/삼양식품, 차선호주는 YG/CJ ENM/오리온을 추천한다.

장지혜 엔터·미디어·음식료
02-709-2336
jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원
02-709-2886
rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.04.22

비중확대 (유지)

Top Picks

하이브 003230

투자의견(신규)	BUY
목표주가(신규)	300,000원
상승여력	30.4%

스튜디오드래곤 253450

투자의견(유지)	BUY
목표주가(유지)	60,000원
상승여력	37.9%

삼양식품 003230

투자의견(유지)	BUY
목표주가(상향)	1,200,000원
상승여력	25.4%

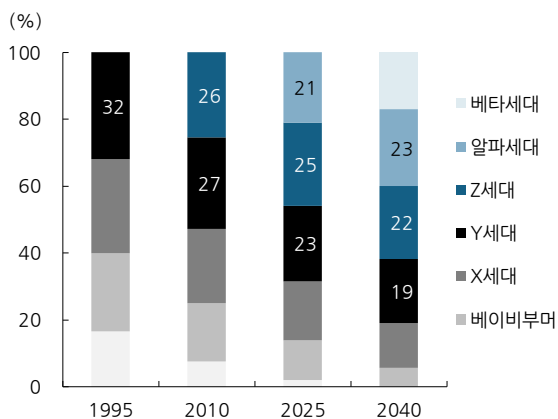
Key Charts

표1 엔터/미디어/음식료 DS 커버리지 목표주가 산출

엔터	하이브	SM	JYP	YG	디어유	
Top Pick	★★			★		
투자의견	매수	매수	매수	매수	매수	
시가총액(십억원)	9,580.0	2,598.5	2,220.8	1,198.1	980.4	
현재주가(원)	230,000	113,500	62,500	64,100	41,300	
목표주가(원)	300,000	150,000	85,000	90,000	55,000	
상승여력	30%	32%	36%	40%	33%	
미디어/음식료	스튜디오드래곤	CJ ENM	SBS	콘텐츠리중앙	삼양식품	오리온
Top Pick	★★	★			★★	★
투자의견	매수	매수	매수	매수	매수	매수
시가총액(십억원)	1,307.5	1,217.1	341.9	162.8	7,209.1	4,728.5
현재주가(원)	43,500	55,500	18,430	8,450	957,000	119,600
목표주가(원)	60,000	80,000	26,000	12,000	1,200,000	160,000
상승여력	38%	44%	41%	42%	25%	34%

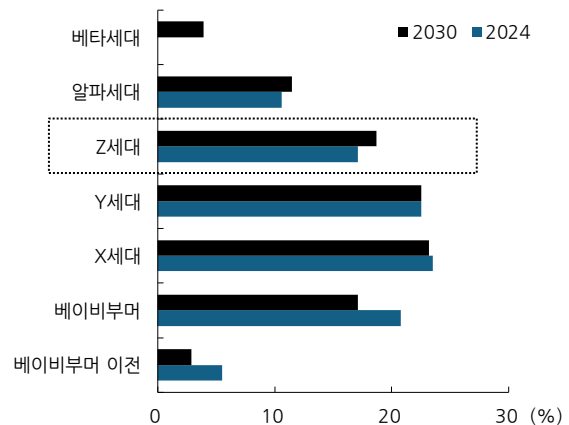
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터 추정, 주: 시가총액 및 현재주가는 2025.04.21 종가 기준

그림1 글로벌 Gen Z의 비중 확대



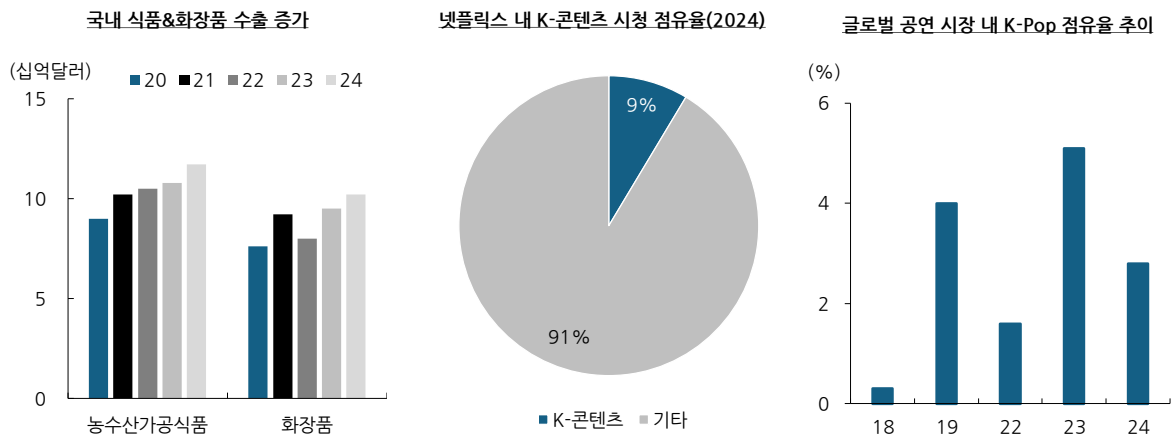
자료: UN, DS투자증권 리서치센터

그림2 글로벌 소비 시장 내 세대별 비중 변화



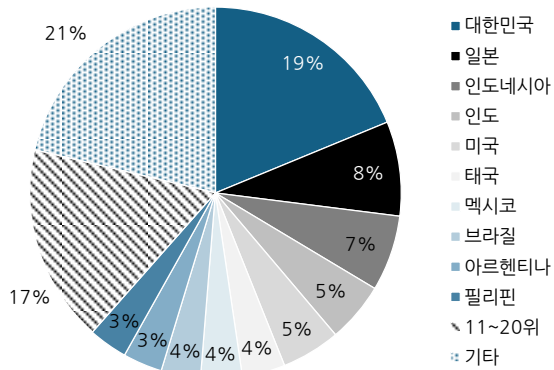
자료: World Data Lab, DS투자증권 리서치센터

그림3 글로벌 Gen Z의 선택을 받아 글로벌 존재감을 높이는 중인 K-Food, Beauty, Contents, Pop



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

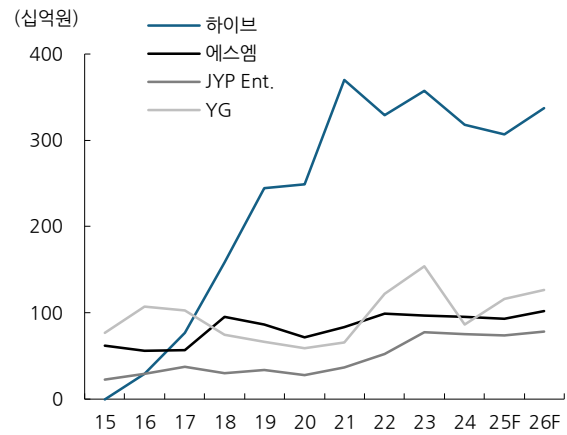
그림4 2024 K-pop 인기 국가 Top 20



자료: kpop radar, DS투자증권 리서치센터

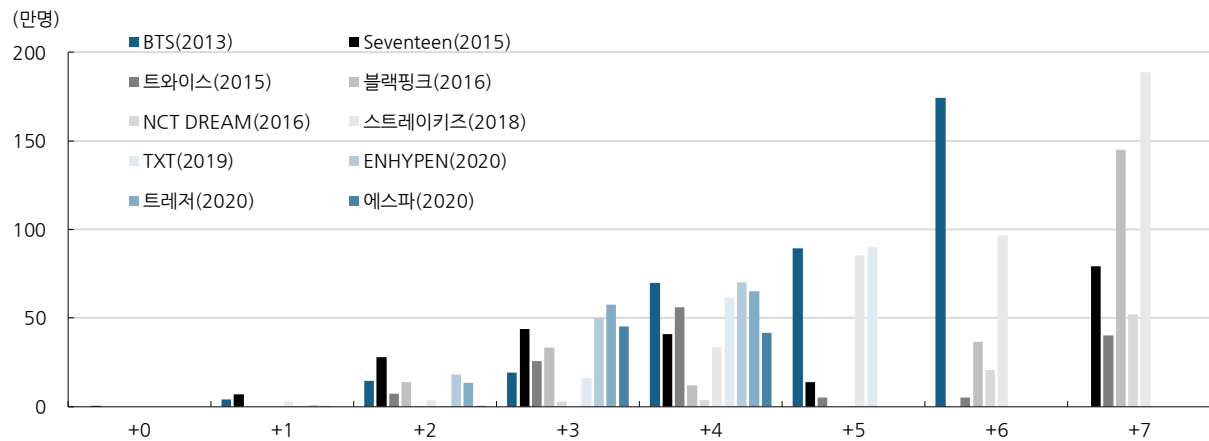
주: 24.01~12 유튜브 아티스트 차트 내 관련 영상 조회 수

그림5 K-pop 기획사별 IP 갯수 당 매출액 추이



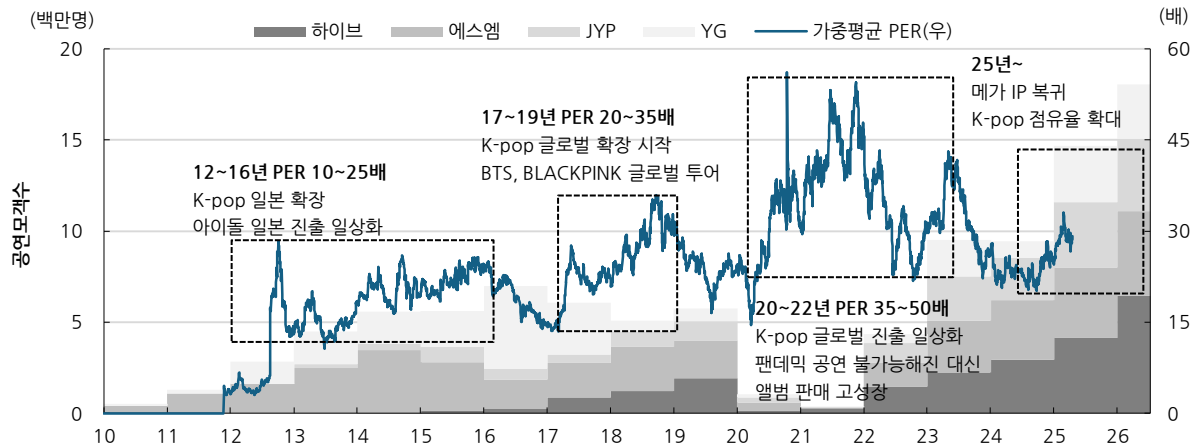
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림6 성장 IP의 메가IP 화와 보다 빠르게 수익화 시점에 도달 중인 K-pop IP



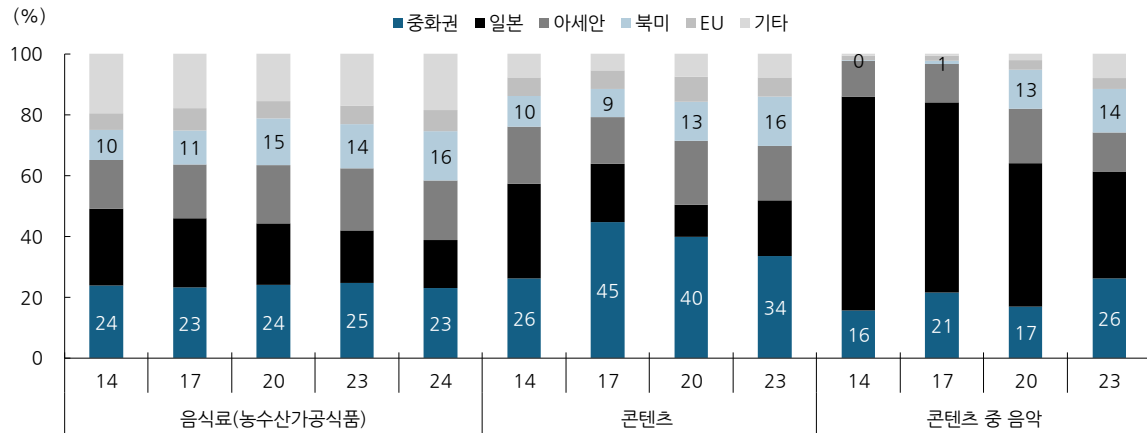
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림7 주요 기획사 4사의 IP 글로벌 공연 모객수 증가와 가중평균 PER 추이



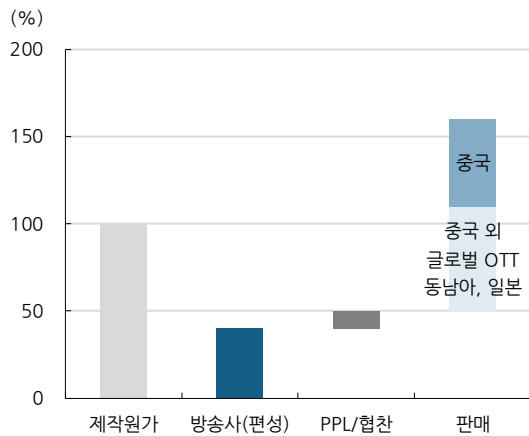
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림8 연도별 음식료와 콘텐츠 지역별 수출 비중 추이



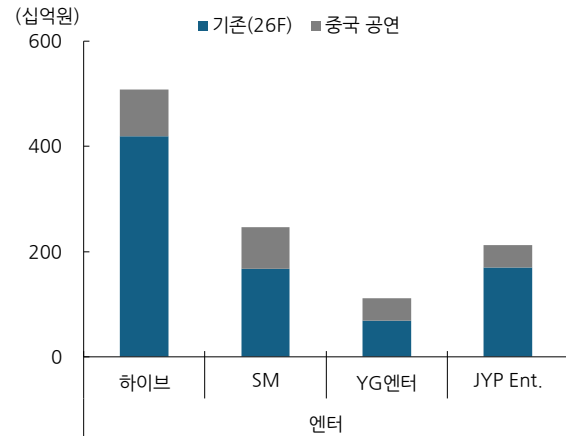
자료: 농림축산식품부, 한국콘텐츠진흥원, DS투자증권 리서치센터, 주: 중화권은 중국, 홍콩, 대만 합산 실적

그림9 드라마 제작 리쿱율 가정



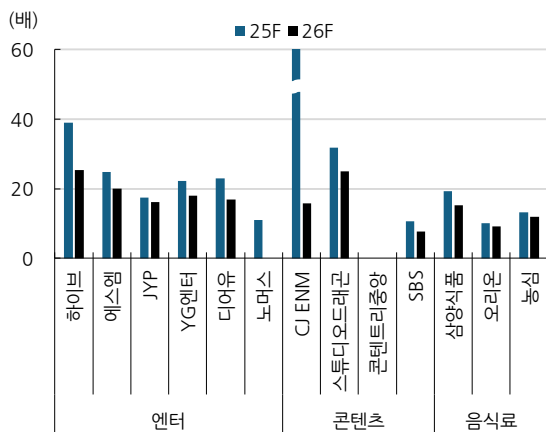
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림10 K-pop 기획사 중국 한한령 해제 효과 실적 전망



자료: DS투자증권 리서치센터

그림11 주요 기업 PER 밸류에이션 비교



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림12 투자아이디어와 각 섹터별 Top Picks

구분	글로벌 Gen Z 선호	IP 확장 레버리지	중국 업사이드
K-Food 음식료	불닭볶음면 압도적 다수 K-Food 관심	제한적	중국 내수 회복 시 중국 비중 높은 종목 선별적 수혜
Top Picks	삼양식품, 오리온		
K-pop 엔터	음악 소비 방식 변화로 강점 부각 글로벌 점유율 상승	기획사 역할 확대 음반, 공연, MD 팬플랫폼 성장	중국 공연 재개로 공연 수익 증가와 연계된 소비 증가
Top Picks	하이브, YG		
K-Drama 미디어 콘텐츠	글로벌 OTT 성장 스토리의 힘	제한적이지만 IP 확장 노력 중	중국 구작 판매, 신작 선판매로 레버리지 가장 큼
Top Picks	스튜디오드래곤		

자료: DS투자증권 리서치센터

K Knows Z, Z Likes K

점점 더 중요해지는 Gen Z

디지털에 익숙하고 개인의 가치를 중시하는 세대

Gen Z의 정의와 중요도 확대

소비재를 분석하는데 있어 글로벌 Gen Z의 취향을 분석하는 것은 점점 더 중요해질 것이다. 기술 발전에 따른 디지털 전환으로 국가간 경계가 사라졌고 세대간 전환은 점점 더 빠르게 나타나고 있는 상황에서 향후 15년간 글로벌 Gen Z가 변화의 중심에 있을 것이기 때문이다. 디지털 네이티브라 불리는 Gen Z는 1997년~2012년 사이에 태어난 세대로 2025년 현재 기준 나이는 13~28세이다. Gen Z가 경제활동을 시작하며 이들의 특성을 파악하고 향후 성장이 기대되는 산업과 종목에 주목할 필요가 있다. 특히 성장이 제한적인 내수 보다 해외 시장의 중요도가 커진 국내 음식료, 화장품, 엔터, 콘텐츠 등 한국 소비재 기업들은 더욱 필수적이다.

표2 세대별 구분

세대 구분	베이비 부머	X 세대	Y 세대(밀레니얼 세대)	Z 세대
출생연도	1946 년~1964 년	1965 년~1980 년	1981 년~1996 년	1997 년~2012 년
2025 년 현재 나이	61~79 세	45~60 세	29~44 세	13~28 세
글로벌 이벤트	냉전	냉전 종식	9/11 테러	GFC, COVID-19
국내 이벤트	6.25, 새마을운동 광주 민주화운동	서울올림픽 IMF 외환위기	2002 월드컵	세월호참사
특징	경제 성장기 경험	개인주의	아날로그/디지털 과도기	디지털 네이티브
영상 콘텐츠 소비	라디오, 국영방송	MTV (Music Television)	VOD	숏폼
핵심 기기	TV	PC	스마트폰	AR/VR
취미	TV 시청	인터넷 서핑	음악 듣기	게임, 영상 시청
음악 듣기	오디오 카세트	워크맨	아이팟, MP3	스트리밍
마케팅	방송(mass)	직접(targeted)	온라인(Online)	디지털(Social)
소셜 네트워크	오프라인 펍	Face Book	Instagram	Youtube, Tiktok

자료: 산업 자료, DS투자증권 리서치센터

글로벌 Gen Z의 특징 디지털 네이티브

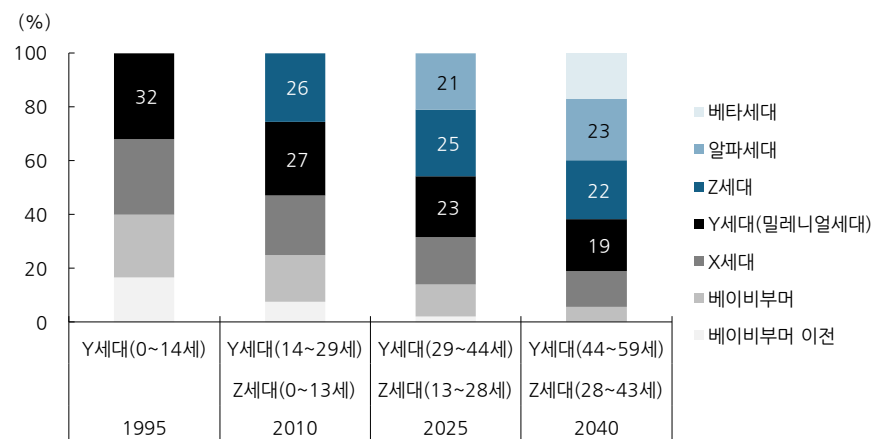
다른 세대와 Gen Z를 구분하는 가장 큰 특징은 디지털 네이티브라는 것이다. 태어나면서부터 PC, 스마트폰, 인터넷 등 디지털 환경을 접하고 디지털 기술의 발전과 함께 성장한 세대이다. 디지털 기기를 통해 다양한 정보를 실시간으로 얻고 SNS를 통해 다양한 사람들과 소통하며 평등함과 다양성을 존중하는 가치관을 보유하고 있다. 또한 개인을 중시하는 개인주의 성격을 가지고 있으면서도 유튜브, 인스타그램, 틱톡 등의 SNS 플랫폼을 활용해 자신만의 콘텐츠를 만들고 공유하는 활동에도 적극적이다. 소비에 있어서는 1)경험 중심 소비, 2)온라인 소비가 특징적이다.

최대 인구 집단 구성이 된 Gen Z

글로벌 Gen Z 비중 25%
소득 증가로 소비 시장 내
비중 확대 전망
1) 경험적 소비 증가

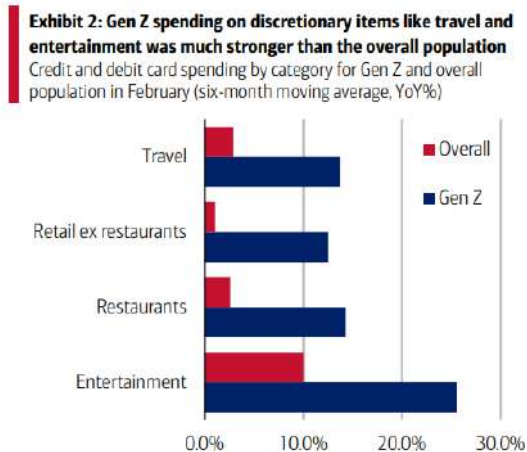
글로벌 Gen Z의 소비 패턴이 글로벌 경제에 미치는 영향은 더욱 커질 전망이다. 2025년 기준 Gen Z는 전 세계 인구의 약 25%로 최대 인구 집단을 형성하고 있다. 또한 이들이 노동 시장에 참여하기 시작하고 베이비 부머의 자산이 이전되기 시작하며 Gen Z가 글로벌 소득 및 자산에서 차지하는 비중은 점차 확대될 것이다. Bank of America의 조사에 따르면 글로벌 Gen Z의 소득은 23년 9조 달러에서 29년 36조 달러, 40년 74조 달러로 증가할 것으로 전망했다. 한편 Gen Z는 다른 세대에 비해 저축 수준이 낮고 원하는 삶을 살기에 소득이 부족하다고 할 정도로 소비에 적극적이다. 특히 Gen Z는 여행 및 엔터테인먼트와 같은 선택적 소비 항목에서 전체 인구보다 훨씬 높은 지출 증가율을 보였다.

그림13 글로벌 세대별 인구 비중



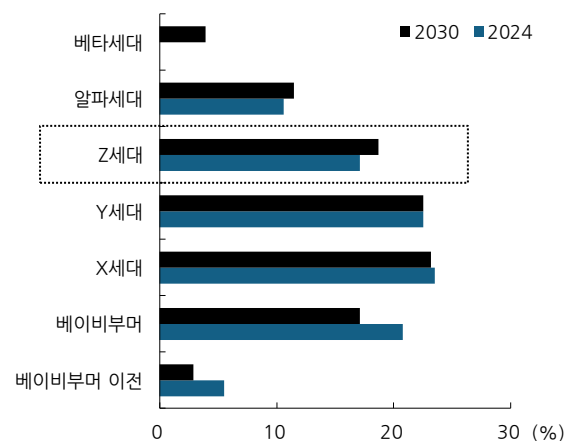
자료: UN, DS투자증권 리서치센터

그림14 선택적 소비 항목에 지출이 높음



자료: Bank Of America, DS투자증권 리서치센터

그림15 글로벌 소비 시장 내 세대별 비중 변화

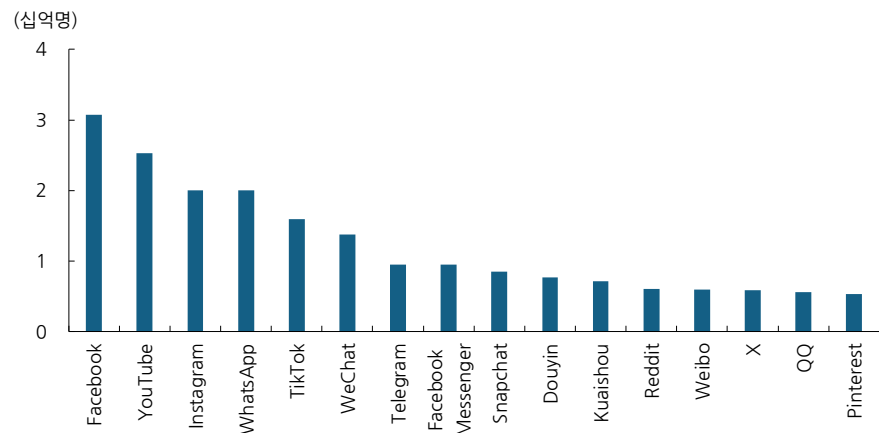


자료: World Data Lab, DS투자증권 리서치센터

온라인 중심 소비

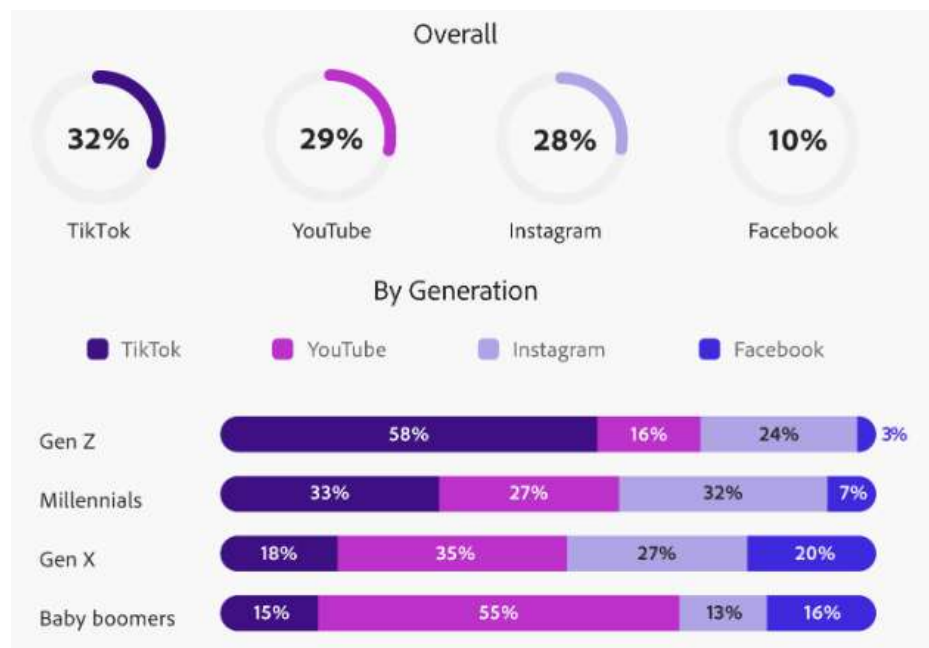
또한 Gen Z는 다른 세대에 비해 정보 취득과 소비에 있어서 온라인 플랫폼 의존도가 높다. 다수의 글로벌 Gen Z는 SNS를 통해 제품 정보를 검색, 트렌드를 파악하고 인플루언서의 추천을 받아 제품을 구매한다. 콘텐츠 소비에 있어서도 기존의 TV 방송 콘텐츠 보다 유튜브, OTT 등의 온라인 플랫폼을 활용하고 숏폼 콘텐츠를 더 선호한다. Adobe Study에 따르면 숏폼 비디오 플랫폼의 세대별 선호도를 비교하면 Gen Z는 틱톡 이용률이 가장 높았다.

그림16 글로벌 SNS 플랫폼 MAU 비교(25년 2월 기준)



자료: Statista, DS투자증권 리서치센터

그림17 숏폼 비디오 플랫폼 세대별 선호 비교



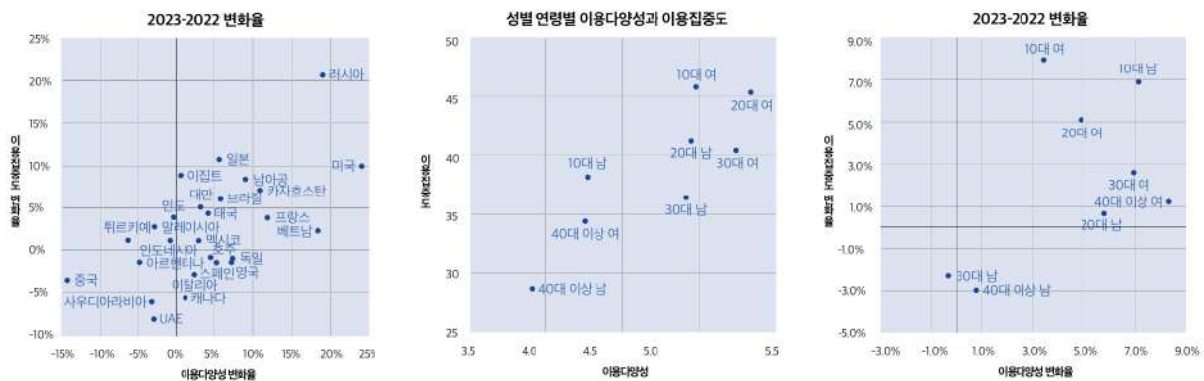
자료: Adobe Study(2024.11), DS투자증권 리서치센터

Global Gen Z의 선택을 받은 K

Gen Z의 선택을 받은
K-Food, Beauty, Pop,
Contents 등

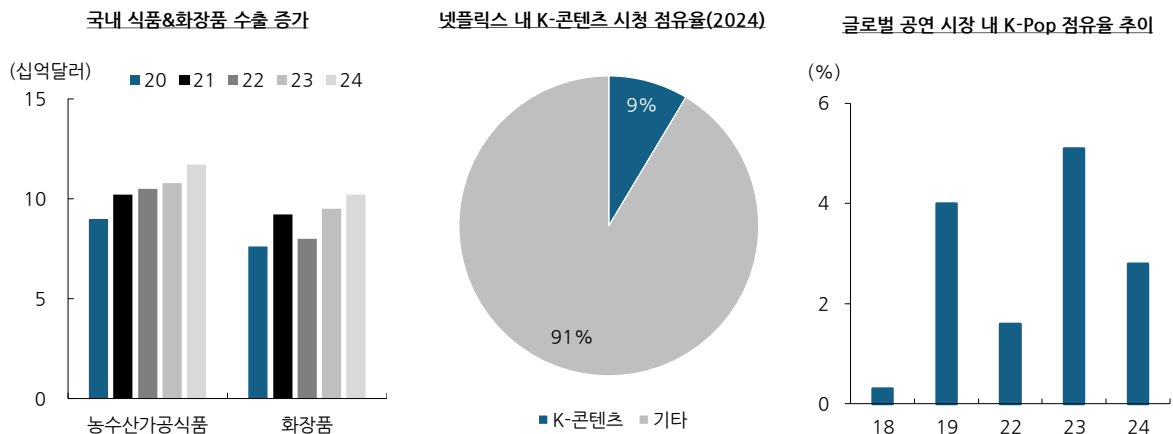
이렇듯 갈수록 중요해진 글로벌 Gen Z 세대의 선호에 힘입어 한류 콘텐츠도 글로벌 존재감을 높여가고 있다. 한국 드라마, 예능, 영화, 음악, 애니, 출판물, 웹툰, 게임, 패션, 뷰티, 음식까지 총 11개 품목을 포함한 한류 콘텐츠는 세계 여러 국가에서 다양성과 집중도 측면에서 개선되고 있다. 이용 집중도 측면에선 10~20대 여성의 이용이 두드러졌고 10대 남성의 변화율도 높아지고 있다. 이렇듯 글로벌 전역에서 Gen Z의 선택을 받으며 K-Food, Beauty, Drama, Contents, Pop의 글로벌 시장 점유율이 확대되고 있다. 실제로 24년 기준 농수산물·공식품의 수출은 지속 성장, 화장품은 글로벌 수출 시장에서 프랑스에 이어 2위를 차지하고 있고 넷플릭스 내 한국 콘텐츠의 점유율은 8%를 상회, 글로벌 공연 시장에서 K-pop 비중은 5%에 달한다.

그림18 국가별/인구통계집단별 한류 콘텐츠 이용다양성과 집중도 변화율



자료: KOFCE, DS투자증권 리서치센터

그림19 글로벌 존재감을 높이는 중인 K



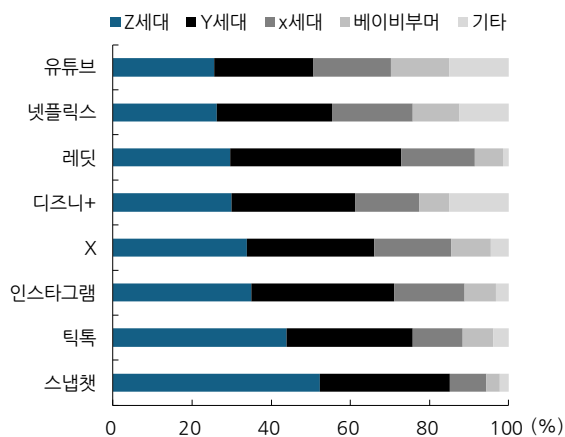
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

GenZ의 선택을 받은 이유(1) 알고리즘이 선택한 K, 온라인에서 강점 발휘

챌린지를 활용, K-콘텐츠간
시너지로 온라인을 통해
글로벌 Gen Z 취향 저격

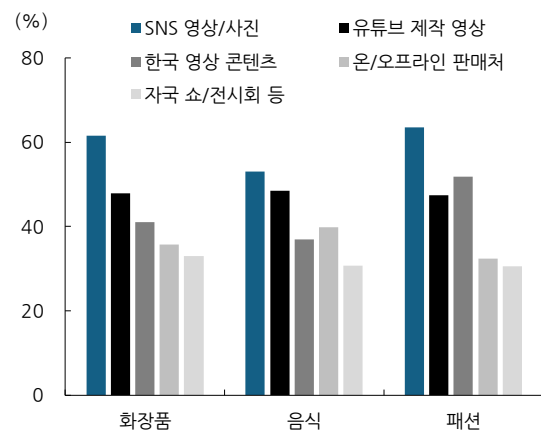
글로벌 Gen Z의 K 선호도 상승 배경에는 온라인 플랫폼 성장의 역할이 크다. 글로벌 Gen Z의 소비 트렌드를 주도하는 SNS와 OTT 내에서 K-pop, drama, food, beauty 등의 K-콘텐츠가 활발히 유통되며 빠르게 확산됐기 때문이다. 특히 팬데믹 기간 온라인 플랫폼 진출을 확대하기 시작한 점들이 스노우볼 효과를 일으켜 작은 관심들이 모여 알고리즘을 통해 점점 더 확대되고 있다. K콘텐츠의 인기는 1)챌린지 활용: 숏폼 영상에 적합한 K-pop의 따라하기 쉬운 안무와 중독성 있는 hooks을 이용한 챌린지로 신곡 홍보, 불닭볶음면과 같은 특색 있고 낮은 한국 식품 챌린지 영상, 2)콘텐츠간 시너지: K-pop 아이돌이나 K-drama 속 배우의 메이크업, 피부표현이 주목받으며 K-Beauty 관심이 증가하는 등 시너지가 창출되고 있다. 특히 틱톡 키워드별 영상 및 조회수를 통해 K-콘텐츠에 대한 관심을 확인할 수 있었다.

그림20 미국의 디지털 플랫폼 세대별 이용 분포(2024)



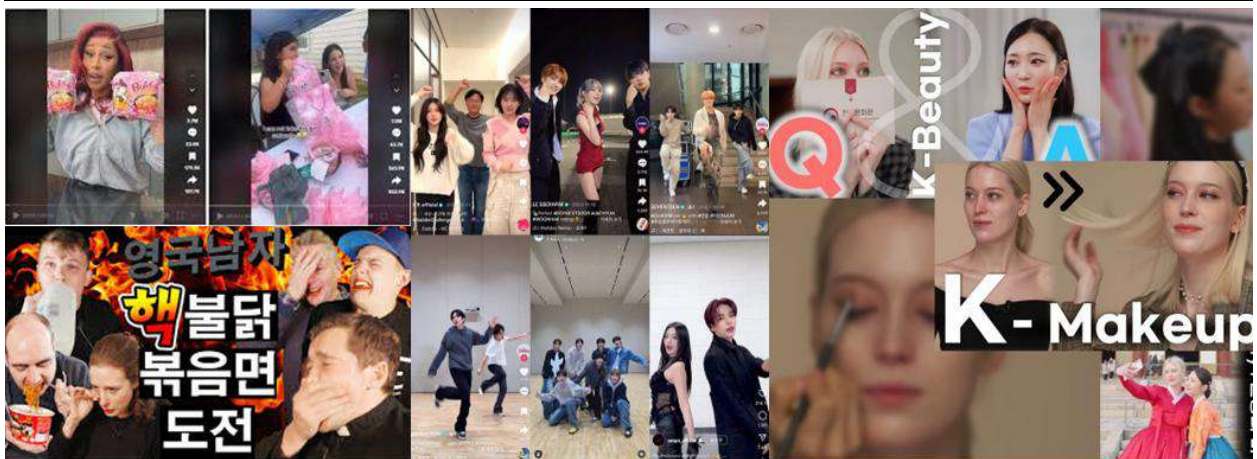
자료: Emarketer, DS투자증권 리서치센터

그림21 K-푸드, 뷰티, 패션 제품 접촉 경로



자료: KOFICE, DS투자증권 리서치센터

그림22 SNS를 타고 확산되는 K-Beauty, Food, Pop 등 한류 콘텐츠



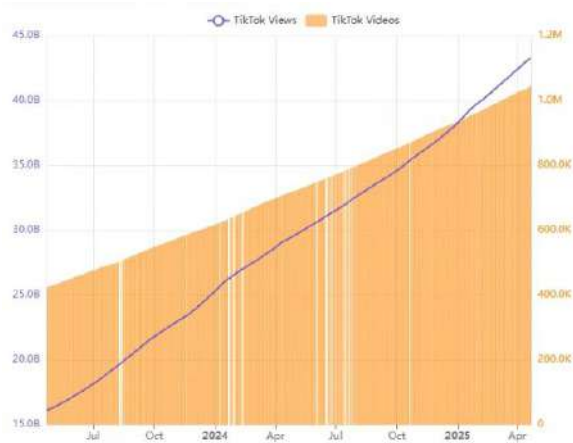
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

표3 키워드별 틱톡 영상 및 조회수 비교

구분	키워드	Videos	Total Views	구분	키워드	Videos	Total Views
음식				엔터			
대표	koreanfood	1.0M	43.3B	대표	KPop	65.4M	748.1B
비교군	Food	49.7M	1,142.2B	비교군	Pop	5.2M	76.2B
	Mukbang	5.3M	518.6B		Jpop	678.1K	11.9B
	japanesefood	900.4K	29.8B		TaylorSwift	16.3M	304.0B
	Chinesefood	884.1K	37.6B	아티스트	Bts	98.4M	803.8B
	asianfood	525.5K	14.7B		Blackpink	32.0M	366.5B
	cocacola	1.6M	44.7B		Straykids	20.0M	196.5B
세부	Kimchi	268.7K	9.2B		Enhypen	14.2M	165.1B
	Tteokbokki	98.7K	5.6B		Twice	13.1M	163.0B
	Soju	118.3K	2.6B		Seventeen	6.9M	103.8B
	Ricecake	37.5K	2.0B		Aespa	3.6M	73.7B
	Koreancorn dog	34.2K	1.7B		Newjeans	2.8M	54.1B
	Kimbap	57.3K	1.5B		Lesserafim	1.9M	42.9B
	Bibimbap	38.7K	1.4B		Babymonster	2.0M	40.1B
브랜드	Buldak	150.4K	11.0B		Gidle	2.0M	34.7B
	Buldakramen	111.3K	6.8B		Bigbang	1.1M	23.0B
	jungkwangjang	58.7K	1.7B	콘텐츠			
	Bibigo	7.0K	450.7M	대표	Kdrama	11.1M	464.7B
	Shinramen	6.4K	290.2M	비교군	drama	11.9M	523.5B
	Chocopie	23.2K	256.1M		chinesedrama	1.1M	46.6B
	Melona	9.9K	175.0M		Jdrama	208.6K	12.0B
화장품					Anime	145.0M	2,214.5B
대표	kbeauty	1.6M	44.0B	작품명	SquidGame	5.5M	203.9B
비교군	Cosmetics	3.1M	28.5B		Truebeauty	1.2M	30.9B
	Beauty	637.6K	3.8B		AllOfUsAreDead	2.1M	29.0B
	Loreal	501.1K	7.0B		Queenoftears	503.7K	16.5B
브랜드	Cosrx	268.0K	6.3B		runningman	445.3K	15.8B
	Romand	203.1K	4.3B		Theglory	127.6K	8.5B
	Laneige	195.9K	3.6B		Kingtheland	199.5K	7.3B
	Medicube	212.8K	4.0B		sweethome	549.8K	7.2B
	Beautyofjoseon	154.2K	2.3B		Whenlifegivesyoutangerines	117.1K	5.6B
	Oliveyoung	108.3K	2.4B		Extraordinaryattorneywoo	86.0K	5.6B

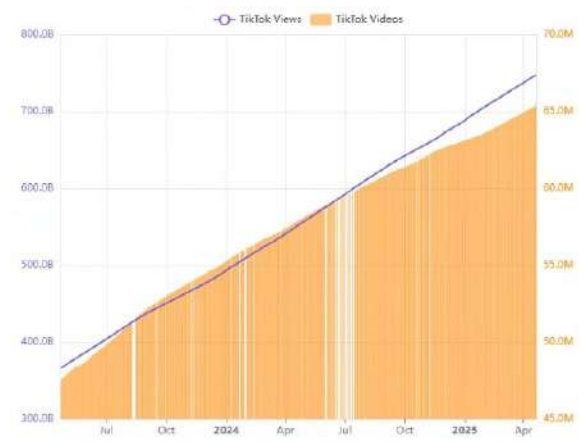
자료: Tiktok, DS투자증권 리서치센터, 주: 각 키워드별 영상과 조회수는 2025.04.18 기준

그림23 틱톡 조회수 추이 (1) 키워드 koreanfood



자료: Tiktok, DS투자증권 리서치센터

그림24 틱톡 조회수 추이 (2) 키워드 KPop

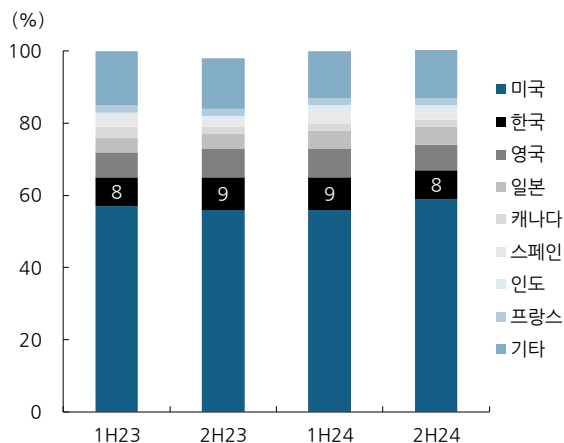


자료: Tiktok, DS투자증권 리서치센터

넷플릭스 전체 콘텐츠 시청 시간 점유율 한국은 2위로 9% 차지

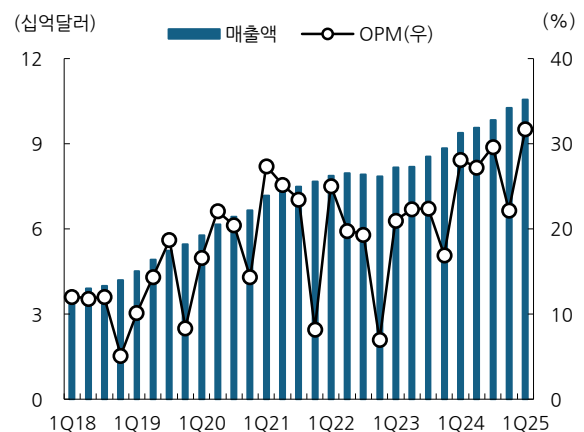
넷플릭스를 통해서도 한국 콘텐츠에 대한 글로벌 Gen Z의 선호를 확인할 수 있다. 온라인 플랫폼에 익숙한 Gen Z의 취향에 맞춰 원하는 시간에 원하는 콘텐츠를 소비하는 흐름이 확산되면서 글로벌 OTT 시장은 성장 중이다. 그런데 글로벌 OTT 시장을 선도 중인 넷플릭스 내에서 한국 콘텐츠의 시청 시간 점유율은 24년 9%로 미국(56~59%)에 이어 2위를 차지하고 있다. 영국(7~8%)과 일본(4~5%)과 비교해도 높은 수준으로 드라마, 예능, 영화 등 K-콘텐츠의 경쟁력을 증명하고 있다. 넷플릭스는 1Q25 실적 발표에서도 당분기 긍정적 성과를 낸 콘텐츠 중 한국 콘텐츠는 <중증외상센터>와 <폭삭 속았수다>를 언급했고 역대 최고 흥행작 <오징어게임3>는 25년 6월 27일 공개한다고 밝혔다. 넷플릭스는 23년 한국 콘텐츠에 25억 달러를 투자하기로 발표했던 내용을 다시 한번 강조하며 한국 콘텐츠 투자가 글로벌 콘텐츠 투자의 핵심 사례라 언급했다.

그림25 넷플릭스의 콘텐츠 국적별 시청 시간 점유율



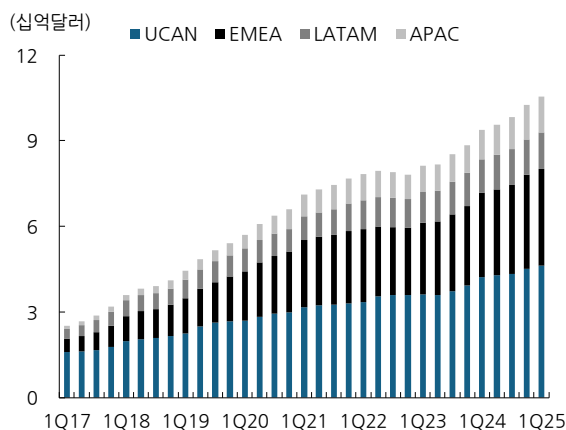
자료: Ampere, DS투자증권 리서치센터

그림26 넷플릭스 분기 실적 추이



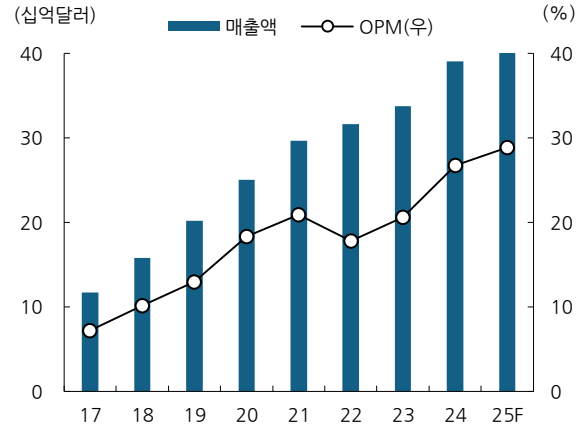
자료: Netflix, 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림27 넷플릭스 지역별 매출액 추이



자료: Netflix, DS투자증권 리서치센터

그림28 넷플릭스 연결 실적 추이 및 전망



자료: Netflix, DS투자증권 리서치센터

표4 넷플릭스 실적테이블

(백만달러, 천명)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	4Q25F	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	9,370.4	9,559.3	9,824.7	10,246.5	10,542.8	1,103.5	24,996.1	29,661.1	31,615.6	33,723.3	39,001.0	43,880.5
YoY	14.8%	16.8%	15.0%	16.0%	12.5%	12.5%	24.0%	18.7%	6.6%	6.7%	15.6%	12.5%
Key Factor												
기말 가입자수	269,602	277,647	282,720	301,626			203,663	221,844	230,747	260,276	1,131,595	
YoY	16.0%	16.5%	14.4%	15.9%			21.9%	8.9%	4.0%	12.8%	334.8%	
가입자 순증	9,326	8,045	5,073	18,906			36,573	18,181	8,903	29,529	41,350	
ARM(달러/월)	11.6	11.5	11.6	11.3			10.2	11.1	11.4	10.8	2.9	
YoY	-1.0%	0.2%	0.6%	0.1%			1.7%	8.9%	2.5%	-5.4%	-73.4%	
지역별 매출												
1. UCAN	4,224.3	4,295.6	4,322.5	4,517.0	4,617.1		11,455.4	12,972.1	14,084.6	14,873.8	17,359.4	
YoY	17.1%	19.3%	15.7%	14.9%	9.3%		14.0%	13.2%	8.6%	5.6%	16.7%	
기말가입자수	82,658	84,109	84,803	89,625			73,936	75,215	74,296	80,128	341,195	
가입자 순증	2,530	1,451	694	4,822			6,274	1,279	-919	5,832	9,497	
ARM(달러/월)	17.3	17.2	17.1	17.3			13.3	14.6	15.9	16.3	68.8	
2. EMEA	2,958.2	3,007.8	3,133.5	3,287.6	3,404.7		7,772.3	9,699.8	9,745.0	10,556.5	12,387.0	
YoY	17.5%	17.4%	16.3%	18.1%	15.1%		40.2%	24.8%	0.5%	8.3%	17.3%	
기말가입자수	91,729	93,964	96,131	101,133			66,698	74,036	76,729	88,813	382,957	
가입자 순증	2,916	2,235	2,167	5,002			14,920	7,338	2,693	12,084	12,320	
ARM(달러/월)	10.9	10.8	11.0	11.1			10.7	11.6	11.0	10.9	43.8	
3. LATAM	1,165.0	1,204.1	1,240.9	1,229.8	1,261.9		3,156.7	3,577.0	4,070.0	4,446.5	4,839.8	
YoY	8.9%	11.8%	8.6%	6.4%	8.3%		12.9%	13.3%	13.8%	9.3%	8.8%	
기말가입자수	47,720	49,250	49,182	53,327			37,537	39,961	41,699	45,997	199,479	
가입자 순증	1,723	1,530	-68	4,145			6,120	2,424	1,738	4,298	7,330	
ARM(달러/월)	8.3	8.3	8.4	8.0			7.5	7.7	8.5	8.7	33.0	
4. APAC	1,022.9	1,051.8	1,127.9	1,212.1	1,259.1		2,372.3	3,266.6	3,570.2	3,763.7	4,414.7	
YoY	9.6%	14.4%	18.9%	25.9%	23.1%		61.4%	37.7%	9.3%	5.4%	17.3%	
기말가입자수	47,495	50,324	52,604	57,541			25,492	32,632	38,023	45,338	207,964	
가입자 순증	2,157	2,829	2,280	4,937			9,259	7,140	5,391	7,315	12,203	
ARM(달러/월)	7.4	7.2	7.3	7.3			9.1	9.6	8.5	7.6	29.2	
매출비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
1. UCAN	45.1	44.9	44.0	44.1	43.8		45.8	43.7	44.5	44.1	44.5	
2. EMEA	31.6	31.5	31.9	32.1	32.3		31.1	32.7	30.8	31.3	31.8	
3. LATAM	12.4	12.6	12.6	12.0	12.0		12.6	12.1	12.9	13.2	12.4	
4. APAC	10.9	11.0	11.5	11.8	11.9		9.5	11.0	11.3	11.2	11.3	
가입자수 비중	100.0	100.0	100.0	100.0			100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
1. UCAN	30.7	30.3	30.0	29.7			36.3	33.9	32.2	30.8	30.2	
2. EMEA	34.0	33.8	34.0	33.5			32.7	33.4	33.3	34.1	33.8	
3. LATAM	17.7	17.7	17.4	17.7			18.4	18.0	18.1	17.7	17.6	
4. APAC	17.6	18.1	18.6	19.1			12.5	14.7	16.5	17.4	18.4	
매출총이익	4,393.4	4,385.2	4,704.8	4,479.1	5,279.7		9,719.7	12,365.2	12,447.3	14,007.9	17,962.5	
YoY	30.8%	24.8%	30.3%	27.1%	20.2%		26.0%	27.2%	0.7%	12.5%	28.2%	
매출총이익률	46.9%	45.9%	47.9%	43.7%	50.1%		38.9%	41.6%	39.4%	41.5%	46.1%	
영업이익	2,632.5	2,602.8	2,909.5	2,272.8	3,347.0	3,675.0	4,585.3	6,194.5	5,632.8	6,954.0	10,417.6	12,662.3
YoY	53.6%	42.5%	51.8%	51.9%	27.1%	13.8%	76.1%	35.1%	-9.1%	23.5%	49.8%	21.5%
영업이익률	28.1%	27.2%	29.6%	22.2%	31.7%	27.5%	18.3%	20.9%	17.8%	20.6%	26.7%	28.9%
순이익	2,332.2	2,147.3	2,363.5	1,868.6	2,890.4	3,055.0	2,761.4	5,116.2	4,491.9	5,408.0	8,711.6	
YoY	78.7%	44.3%	40.9%	99.2%	23.9%	12.5%	47.9%	85.3%	-12.2%	20.4%	61.1%	
순이익률	24.9%	22.5%	24.1%	18.2%	27.4%	22.5%	11.0%	17.2%	14.2%	16.0%	22.3%	

자료: Netflix, DS투자증권 리서치센터

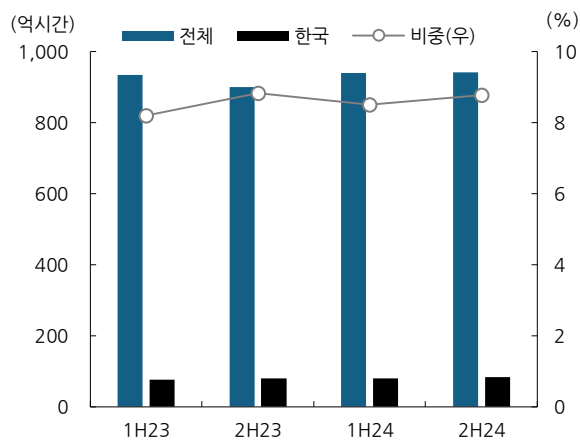
주: 전망치는 넷플릭스의 가이드선 반영

표5 넷플릭스 글로벌 시리즈(비영어권) 시청 시간 순위

No	타이틀	시청시간	제작사	연출	작가	배우
1	Squid Game	4,018.0	시즌1 싸이런픽처스 시즌2-3 퍼스트맨스튜디오	황동혁	황동혁	이정재, 위하준
2	Money Heist	1,185.4	Vancouver Media	Álex Pina	Álex Pina	Álvaro Morte
3	Café con aroma de mujer	813.5	RCN Televisión	Mauricio Cruz	Adriana Suárez	William Levy
4	Extraordinary Attorney Woo	662.1	에이스토리	유인식	문지원	박은빈, 강태오
5	All of Us Are Dead	659.5	필름몬스터 / JTBC 스튜디오	이재규	천성일	박지후, 윤찬영
6	Queen of Tears	653.9	스튜디오오드래곤 / 문화창고	김희원	박지은	김수현, 김지원
7	Elite	567.8	Zeta Producciones	Carlos Montero	Darío Madrona	Itzan Escamilla
8	The Queen of Flow	561.2	Sony Pictures / Caracol	Klych López	Claudia Sánchez	Carolina Ramírez
9	The Glory	561.0	화앤담 픽처스	안길호	김은숙	송혜교, 이도현
10	The Marked Heart	526.5	CMO Producciones	Camilo Vega	Leonardo Padrón	Michel Brown
11	Wrong Side of the Tracks	522.5	Mediaset España	David Bermejo	David Bermejo	José Coronado
12	King the Land	446.9	앰피오 엔터테인먼트	임현욱	최름	이준호, 임윤아
13	Alchemy of Souls	419.0	스튜디오오드래곤	박준화	홍정은, 홍미란	이재욱, 정소민
14	Lupin	402.9	Gaumont Télévision	Louis Leterrier	George Kay	Omar Sy
15	La Reina del Sur	380.2	Telemundo	Mauricio Cruz	Arturo Pérez	Kate del Castillo
16	Alice in Borderland	376.7	Robot Communications	Shinsuke Sato	Yasuko Kuramitsu	Kento Yamazaki
17	Fake Profile	352.3	Netflix / AG Studios	Klych López	Pablo Illanes	Carolina Miranda
18	Berlin	348.7	Vancouver Media	Álex Pina	Álex Pina	Pedro Alonso
19	Til Money Do Us Part	343.8	RCN Televisión	Israel Sánchez	Adriana Suárez	S. Martínez
20	Love Next Door	340.2	스튜디오오드래곤, 더모토리	유재원	신하은	경해인, 정소민
21	My Demon	331.1	스튜디오S, 빈지웍스	김장한, 권다솜	최아일	김유정, 송강
22	When Life Gives You Tangerines	316.6	팬엔터테인먼트, 바람픽처스	김원석	임상춘	아이유, 박보검
23	Hometown Cha-Cha-Cha	300.6	스튜디오오드래곤, 지티스트	유재원, 권영일	신하은	신민아, 김선호
24	Yo soy Betty, la fea	297.6	RCN Televisión	Mario Ribero	Fernando Gaitán	Ana M. Orozco,
25	The Empress	292.8	Netflix / Bavaria Fiction	Katharina Eyssen	Bernd Lange	Devrim Lingnau
26	Single's Inferno	292.1	시작 컴퍼니	김수아, 김재원	지현숙, 이정화	
27	When the Phone Rings	282.3	본팩토리, 바람픽처스	박상우, 위득규	김지운	유연석, 채수빈
28	Business Proposal	279.1	카카오엔터, 크로스픽처스	박선호, 이우람	한설희, 홍보희	안효섭, 김세정
29	Physical: 100	276.6	시즌1 MBC, 루아웍스미디어 시즌2 스튜디오27, 루아웍스	장호기, 이종일		
30	The Accident	268.5				

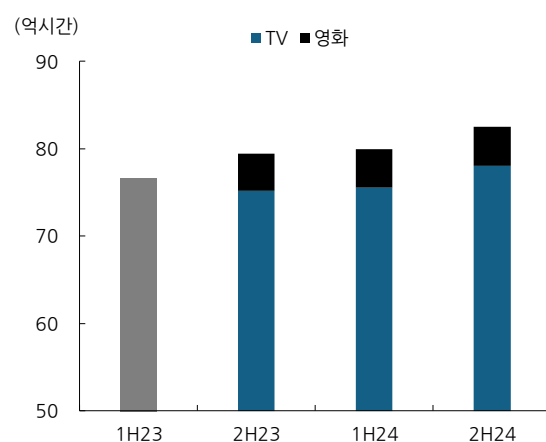
자료: Netflix, DS투자증권 리서치센터, 주: 21.07~25.04 주간 Top 10 합산, 시청시간은 백만시간 단위

그림29 넷플릭스 콘텐츠 내 한국 콘텐츠 시청 시간 점유율



자료: Netflix, DS투자증권 리서치센터

그림30 넷플릭스 콘텐츠 내 한국 콘텐츠 시청 시간 추이



자료: Tiktok, DS투자증권 리서치센터

Gen Z의 선택을 받은 이유(2) 합리적 가격의 소비재

공통점(2) 합리적 가격의 소비재. 화장품, 김밥

또한 K-Food와 Beauty 제품은 합리적 가격으로 글로벌 Gen Z의 소비 선택지가 되고 있다. 우선 K-Food로 인기를 끌었던 라면, 냉동 김밥, 핫도그의 경우 낮은 가격으로 한끼 식사 및 간식을 해결할 수 있기 때문에 비교적 수월하게 확산이 가능했다. 또한 K-화장품은 스킨케어 기술력과 트렌디한 제품을 합리적인 가격에 판매하며 글로벌 화장품과 비교해도 우수한 품질로 Gen Z의 취향을 저격하며 글로벌 수출 실적이 확대되고 있다. 실제로 24년 미국 내 한국 화장품 수입이 늘어 프랑스를 제치고 미국 수입 화장품 시장 점유율 1위를 달성했다.

표6 미국 내 주요 K-Food 가격 비교

구분	라면	김밥	떡볶이	만두
사진				
가격	\$6.88 / 5 Pack	\$3.99	\$9.99	\$6.98
유통	Walmart	Trader Joe's	Walmart	Walmart

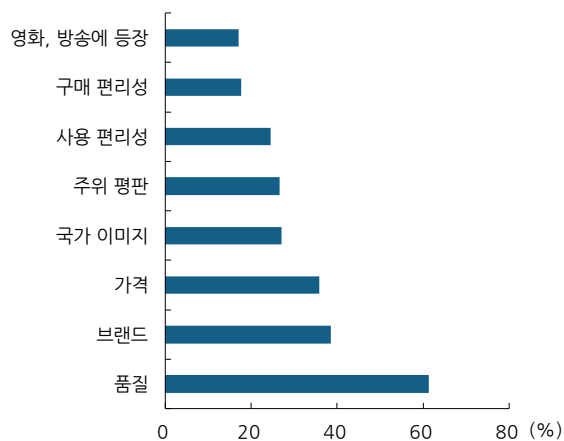
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

표7 미국 내 주요 K-화장품 가격 비교

구분	클렌징 오일	섰크림	스킨 패드	마스크
사진				
가격	\$12.99	\$29.99 / 2 Pack	\$11.89	\$32.00
유통	Walmart	Walmart	Walmart	Walmart

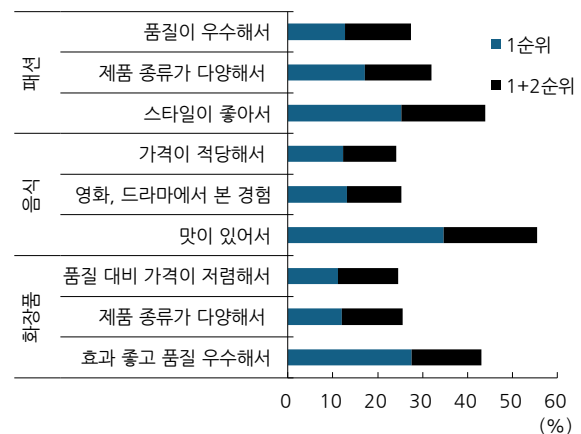
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림31 한국산 제품/서비스 구매 이유



자료: KOFICE, DS투자증권 리서치센터

그림32 K-음식과 화장품 선호 이유



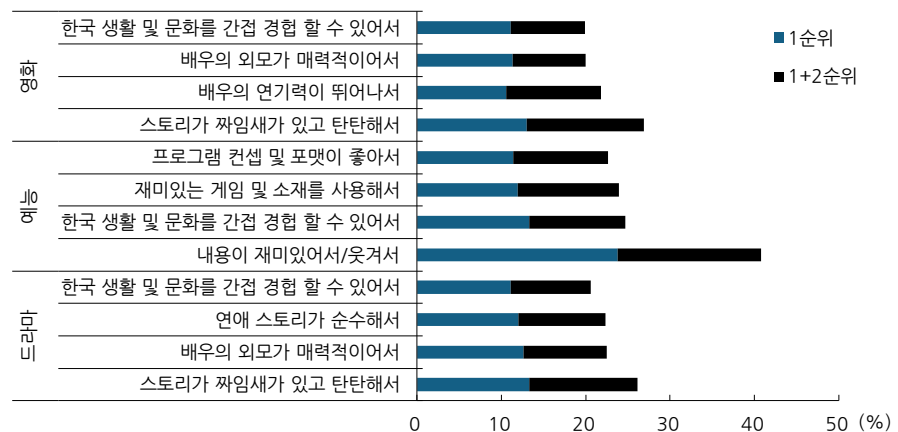
자료: KOFICE, DS투자증권 리서치센터

Gen Z의 선택을 받은 이유(3) 스토리의 힘. Gen Z가 중시하는 가치에 소구

공통점(3) 스토리의 힘 K-Drama의 휴머니즘 K-pop의 주제 의식

마지막으로 K-콘텐츠와 음악이 Gen Z의 선택을 받은 데에는 스토리의 힘이 있었다. 한국 드라마와 예능 등 K-콘텐츠는 넷플릭스의 시청 점유율이 8%를 꾸준히 유지하고 있고 글로벌 Top 10 차트에 꾸준히 들어가고 있다. 한국 드라마의 인기 요인은 짜임새 있고 탄탄한 스토리에 기반한 것으로 최근에는 넷플릭스 오리지널 한국 드라마 <폭삭 속았수다>가 글로벌 비영어 시리즈 Top 10의 1위에 올랐다. 장르를 불문하고 휴머니즘이 깔린 가족적 정서를 담아내는 데 탁월한 한국 드라마의 저력을 보여준 것이다. K-pop 역시 단순히 기획사의 관리된 아이돌에서 주체 의식을 가지고 나를 표현하고 사랑하는 내용을 담은 가사의 노래와 활동을 이어가기 시작하며 더 많은 글로벌 Gen Z 팬의 사랑을 받게 되었다.

그림33 주요 콘텐츠 선호 이유



자료: KOFICE, DS투자증권 리서치센터

그림34 넷플릭스 내 K-시리즈 역대 시청 시간 순위

순위	제목	시청 시간(백만시간)
1	Squid Game	4,018
2	Extraordinary Attorney Woo	662
3	All of Us Are Dead	660
4	Queen of Tears	654
5	The Glory	561
6	King the Land	447
7	Alchemy of Souls	419
8	Love Next Door	340
9	My Demon	331
10	When Life Gives You Tangerines	317
11	Hometown Cha-Cha-Cha	301
12	Single's Inferno	292
13	When the Phone Rings	282
14	Business Proposal	279
15	Physical: 100	277

자료: Netflix, DS투자증권 리서치센터, 주: 21.07~25.04 주간 Top 10 합산

그림35 주요 K-pop 아티스트의 주제 의식

그룹명	주제 의식
BTS (방탄소년단)	자아 발견, 사회적 억압에 대한 저항, 사랑과 상처
BLACKPINK	강한 여성상, 자기 주도성, 당당한 태도, 럭셔리한 삶
SEVENTEEN	팀워크, 성장 서사, 노력과 도전, 진심 어린 관계
TWICE	사랑, 설렘 → 자존감, 자기 수용
EXO	운명, 연대, 내면의 고통과 극복
NCT	자유, 다원성, 연결, 무한한 정체성 확장
LE SSERAFIM	"우린 실패하지 않아", 주체적 삶, 도전 정신
NewJeans	자연스러운 성장, 토레 감성, 세련된 일상
(G)I-DLE	여성주의, 정체성, 독립, 감정의 직접 표현
Stray Kids	자존감 회복, 나다움, 세상의 틀에 대한 도전
TXT	이질감, 외로움, 동경과 현실 충돌, 우정
IVE	자기애, 자존감, 세련된 자신감
ENHYPEN	운명, 소속감, 혼돈과 구원
ATEEZ	모험, 자유, 억압에 대한 저항
ITZY	자기 표현, '나는 나', 기준을 거부하는 당당함

자료: DS투자증권 리서치센터

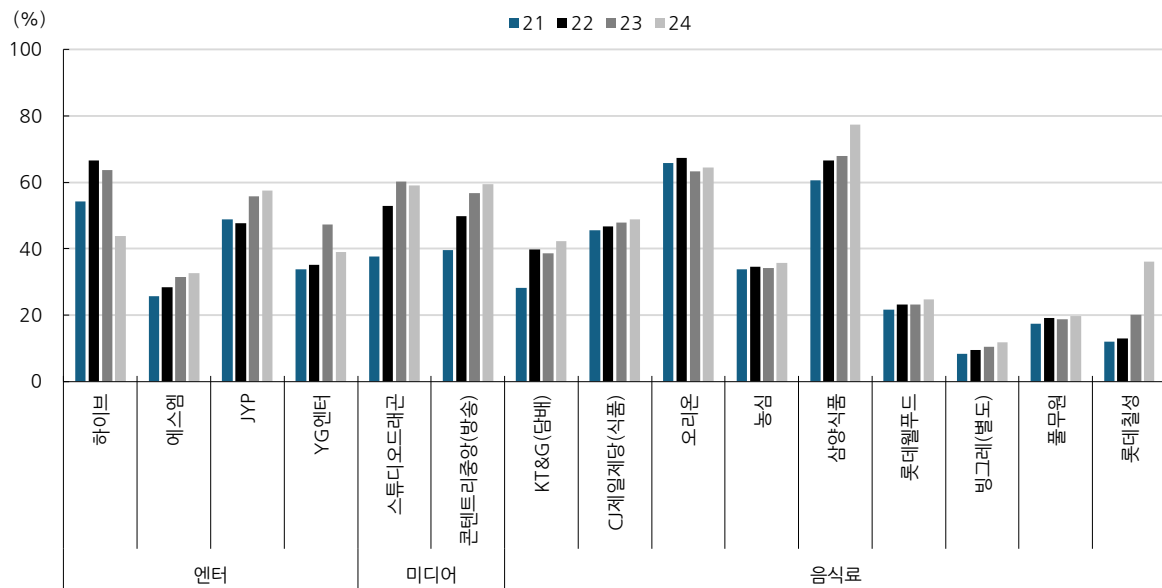
투자전략: Gen Z가 좋아하는 것에 투자하자

Global Gen Z의 선호 속 주요 K 기업들의 해외 매출 비중 상승

Global Gen Z의 선호가 높아지며 해외 성장 중인 엔터, 미디어, 음식료 주목

이번 자료에서 가장 중요한 투자아이디어는 글로벌 시장에서 갈수록 중요도가 커지는 글로벌 Gen Z가 좋아하는 것에 투자하자는 것이다. 기술의 발전과 글로벌 Gen Z의 소비 성향은 K-Food, Beauty, Contents, Pop에게는 유리한 상황으로 글로벌 시장 점유율 확대의 기회 요인으로 작용하고 있다. 이에 따라 각 업종 내 주요 기업의 실적에서 해외 비중도 지속적으로 확대되고 있다. 25년에도 각 업종은 해외 매출 비중 상승이 기대된다. 엔터는 메가 IP의 복귀와 IP들의 글로벌 투어 활동 증가, 소비재(음식료, 화장품 등)는 내수 시장 한계 속 해외 수출 증가 지속, 미디어는 제작편수 증가와 글로벌 OTT 리콥을 상승에 기인한다.

그림36 업종별 주요 기업 해외 매출 비중 비교



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

각 업종별 최선호주는 글로벌 플랫폼 내 순위 비교로 선정

각 업종 내 최선호주는 글로벌 Gen Z의 선택을 받으며 성장이 기대되는 기업으로 선정했다. 1)유튜브, 틱톡, 넷플릭스, 스포티파이와 같은 글로벌 플랫폼의 구독자 수 또는 조회 수로 Gen Z의 트렌드를 파악하고, 2)소비재의 경우 실제 수출입 데이터 추이를 추가로 확인하며 경쟁력 높은 기업을 선별했다. 틱톡 조회 수 기준 K-Food에서는 buldak(삼양식품), K-pop에서는 BTS(하이브)와 BLACKPINK(YG엔터), K-Drama에서는 넷플릭스의 글로벌 비영어권 시리즈에서 순위가 높은 스튜디오드래곤을 각 업종의 최선호주로 추천한다.

틱톡 글로벌 Top 10 아티스트 내 K-pop 7개

1)K-Pop: 최근 틱톡에서 먼저 확산된 후 주요 차트에 진입하는 등 음악 산업에서 틱톡의 영향력은 커지고 있다. 틱톡이 발표한 2024년 글로벌 Top 10 아티스트에는 K-pop 아티스트가 7개를 차지했다. 이중 하이브 소속 IP는 ENHYPEN(2위), LE SSERAFIM (4위), TXT(7위) 3개로 하이브의 경쟁력을 증명하고 있다.

넷플릭스 시청 점유율 한국 9%로 2위

2)K-Drama: 한국 콘텐츠는 동남아를 비롯해 글로벌 국가에서 시청 점유율이 꾸준히 상승 중이다. 이에 따라 23-24년 넷플릭스 전체 시청 시간에서 한국 콘텐츠의 점유율은 꾸준히 8~9%를 차지하고 있는데 이중 스튜디오드래곤의 드라마가 35%를 담당하고 있어 콘텐츠 경쟁력을 증명하고 있다.

음식료품 수출 국가 다변화 독보적인 라면 수출

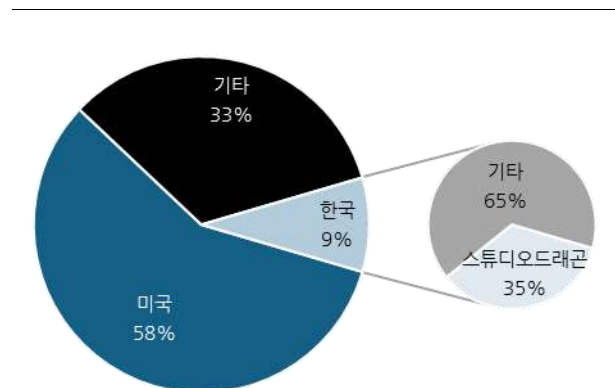
3)K-Food: 한국 음식료품 수출은 글로벌 소비자의 선호 증가로 기존 중국, 아세안에서 나아가 미국, 유럽 등 서구권으로 수출 지역을 확대하며 성장하고 있다. 이중에서도 라면의 수출 증가가 가장 두드러지며 삼양식품 수출 성장이 견인하고 있다.

그림37 틱톡 글로벌 아티스트 Top 10

순위	2023	2024
1	Kim Loaiza	Yeri Mua
2	Selena Gomez	ENHYPEN
3	BLACKPINK	NCT
4	BTS	LE SSERAFIM
5	Feid	Stray Kids
6	ENHYPEN	aespa
7	KAROL G	TXT
8	LE SSERAFIM	Kim Loaiza
9	NewJeans	TWICE
10	Shakira	Sabrina Carpenter

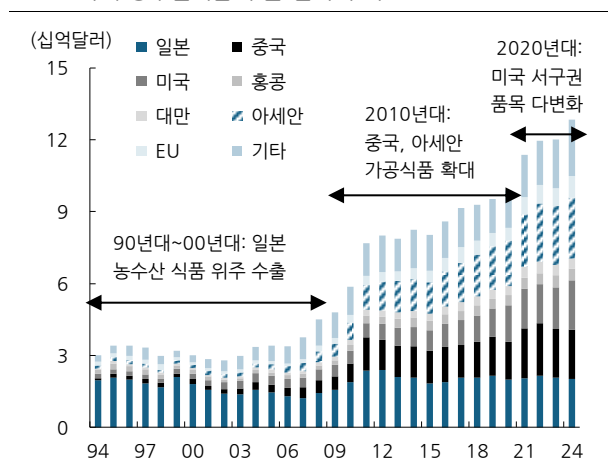
자료: Tiktok, DS투자증권 리서치센터

그림38 2024년 넷플릭스 전체 콘텐츠 내 한국 비중



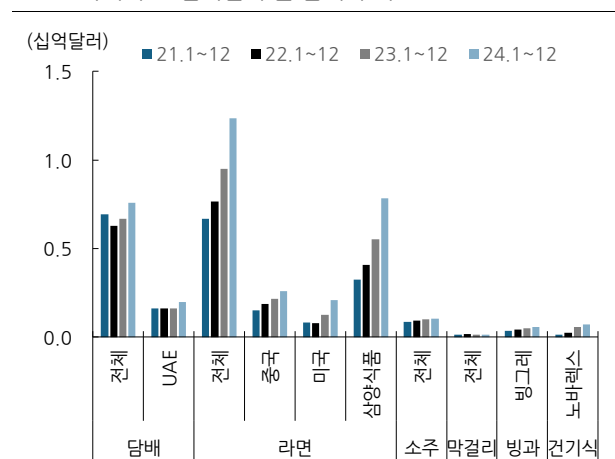
자료: 넷플릭스, DS투자증권 리서치센터

그림39 국내 농수산물 수출 실적 추이



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림40 국내 주요 품목별 수출 금액 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

밸류에이션 및 목표주가 산출

밸류에이션,
실적 성장을 비교

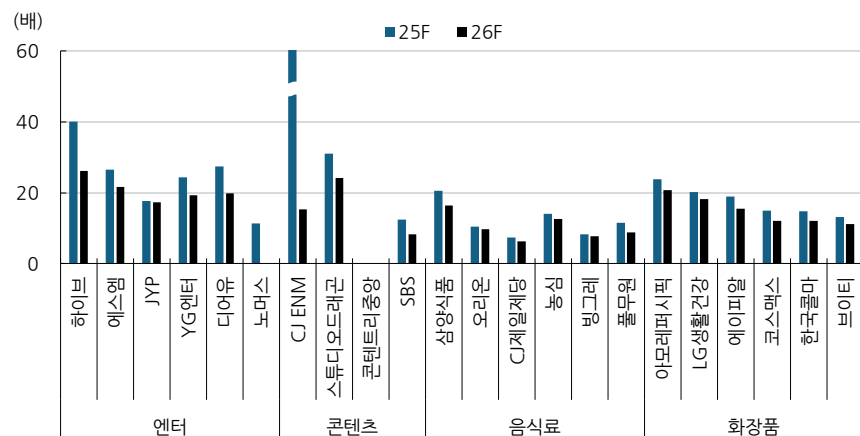
글로벌 Gen Z의 취향을 파악하며 성장 중인 K 업종은 장기 성장성이 기대돼 시장 대비 높은 밸류에이션을 적용했다. 4/18 종가 기준 KOPSI 12M Fwd PER 10배에 불과하지만 각 업종별 평균 목표 배수로 음식료는 12배, 드라마 30배, 엔터 30배로 선정했다. 음식료는 선진국의 F&B 업종이 시장 지수 대비 20~30% 프리미엄을 받는 것을 감안했으며 해외 비중에 따라서 프리미엄을 적용해 오리온 15배, 삼양식품은 22배를 적정 배수로 목표주가를 산출했다. 드라마는 넷플릭스의 Fwd PER 40배를 기준으로 업종 평균은 30배, 국내 1등 드라마 스튜디오인 스튜디오드래곤은 40배를 적용했다. 신규 커버리지를 개시하는 엔터 업종은 과거 글로벌 확장기 밸류에이션 하단인 30배를 기준으로 1등 기획사 하이브는 45배로 프리미엄을 적용했다.

표8 엔터/미디어/음식료 DS 커버리지 목표주가 산출

엔터	하이브	SM	JYP	YG	디어유	
Top Pick	★★			★		
투자의견	매수	매수	매수	매수	매수	
시가총액(십억원)	9,580.0	2,598.5	2,220.8	1,198.1	980.4	
현재주가(원)	230,000	113,500	62,500	64,100	41,300	
목표주가(원)	300,000	150,000	85,000	90,000	55,000	
상승여력(%)	30%	32%	36%	40%	33%	
목표배수(배) PER	45	30	24	30	30	
미디어/음식료	스튜디오드래곤	CJ ENM	SBS	콘텐츠리중앙	삼양식품	오리온
Top Pick	★★	★			★★	★
투자의견	매수	매수	매수	매수	매수	매수
시가총액(십억원)	1,307.5	1,217.1	341.9	162.8	7,209.1	4,728.5
현재주가(원)	43,500	55,500	18,430	8,450	957,000	119,600
목표주가(원)	60,000	80,000	26,000	12,000	1,200,000	160,000
상승여력(%)	38%	44%	41%	42%	25%	34%
목표배수(배) PER	40	26F EPS의 30	15	EV/EBITDA 7	22	15

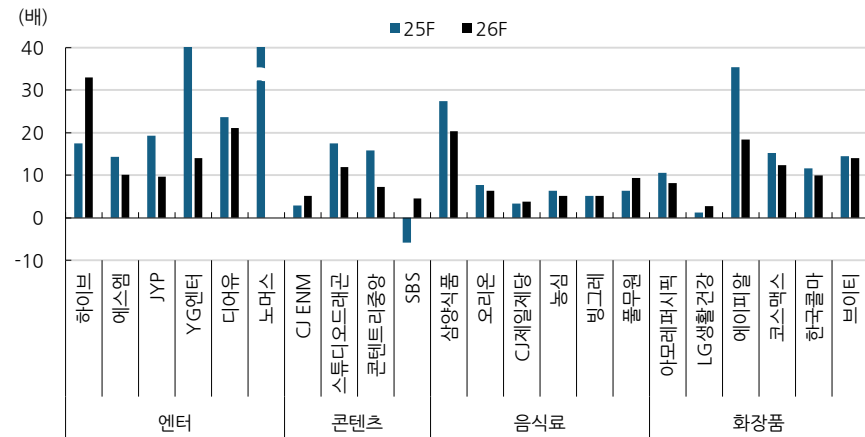
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터 추정, 주: 시가총액 및 현재주가는 2025.04.21 종가 기준

그림41 주요 글로벌 Gen Z 관련 국내 기업 PER 밸류에이션 비교(컨센 기준)



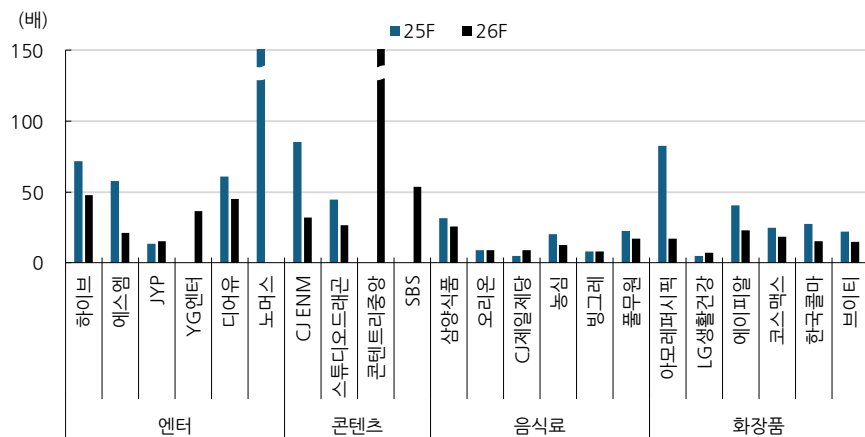
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림42 주요 글로벌 Gen Z 관련 국내 기업 매출액 성장을 비교(컨센 기준)



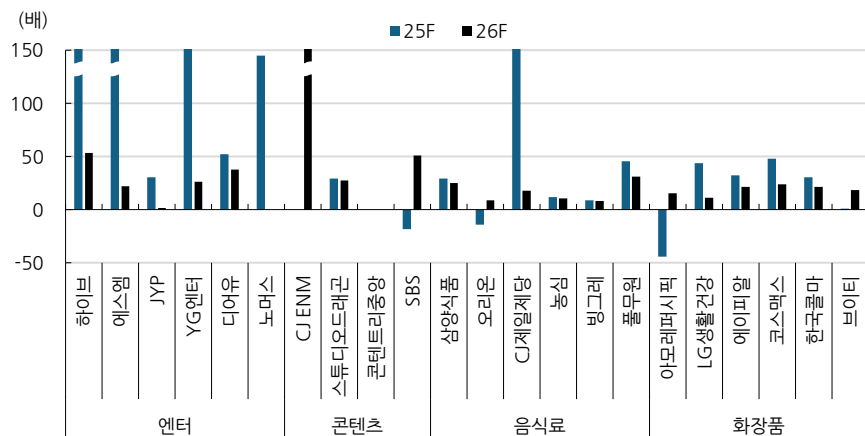
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림43 주요 글로벌 Gen Z 관련 국내 기업 영업이익 성장률 비교(컨센 기준)



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림44 주요 글로벌 Gen Z 관련 국내 기업 지배주주순이익 성장률 비교(컨센 기준)



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

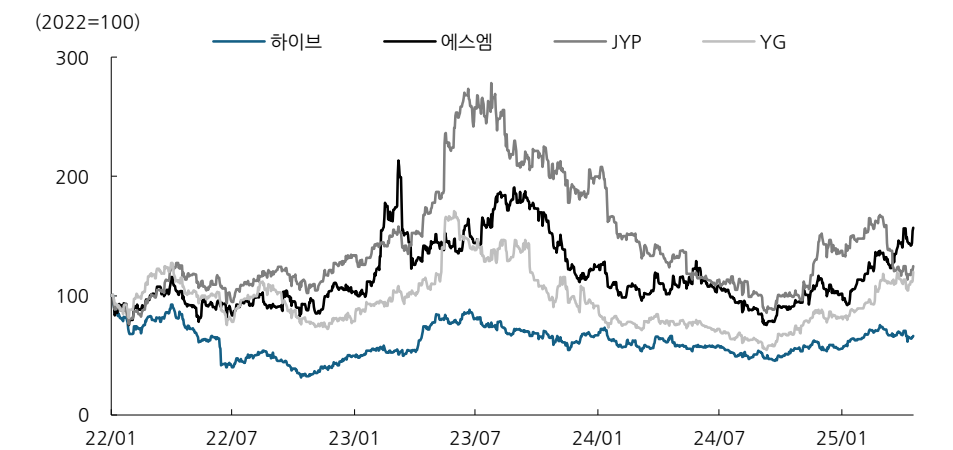
엔터(Initiation): IP 레버리지 효과가 매력적인 엔터

엔터 섹터 주가 흐름과 현황

엔터 업종 밸류에이션
리레이팅을 위해 K-pop
장기 성장성 증명이 필요

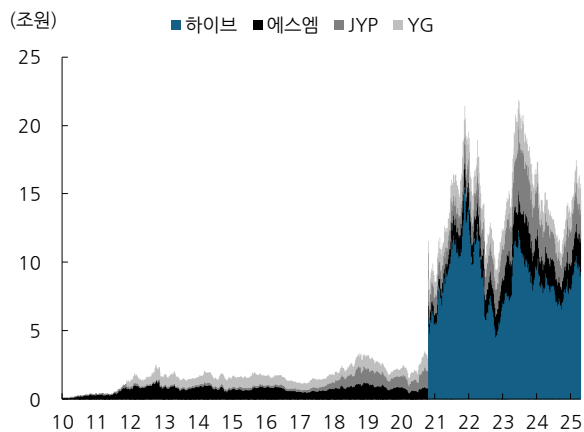
K-pop은 하나의 IP를 다방면으로 확장할 수 있는 구조로 레버리지 효과가 큰 산업이다. 음원/음반에서 공연, MD, 플랫폼으로 확대되는 IP 레버리지 효과는 K-pop의 글로벌 인기와 함께 더욱 확대될 전망이다. 최근 엔터 업종 주가는 24년 하반기 바닥 형성 후 상승했다. 미국 관세 영향이 적고, 메가 IP 복귀, 중국 한한령 해제 기대감 등이 반영됐기 때문이다. 당사는 글로벌 Gen Z의 취향을 사로잡으며 성장하고 수익 모멘텀이 강화되는 엔터 업종에 대해 비중확대 의견을 제시한다. 투자포인트는 크게 2가지로 1)글로벌 시장 점유율 상승, 2)기획사의 역할 확대이다.

그림45 엔터4사 주가 추이



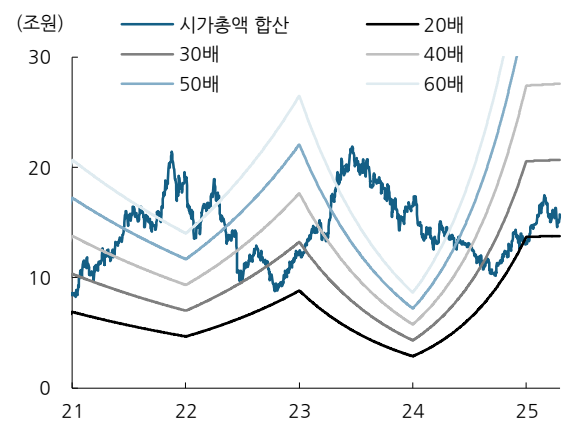
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림46 엔터 4사 시가총액 추이



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림47 엔터 4사 PER 밴드 차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

국내외 음악 산업분석

국내 음악 시장 규모

국내 콘텐츠 산업 내에서
독보적으로 성장 중인 음악
23년 매출액 12.6조원

국내 음악 산업은 콘텐츠 산업 내에서도 가파르게 성장 중이다. 국내 전체 콘텐츠 산업 매출액은 23년 154조원으로 CAGR(19~23) +5% 성장했는데 음악 산업 매출액은 12.6조원, 동기간 연평균 +17% 성장률을 기록했다. 특히 21~22년 팬데믹 기간 성장으로 기저 부담이 높았던 23년에도 콘텐츠 산업 전체는 +2% YoY 성장에 그쳤으나 음악 산업 매출액은 +15% YoY 성장했다. 24년에도 유사한 흐름을 이어갈 것으로 전망하는데 국내 음악 산업을 견인하고 있는 K-pop의 아티스트 IP 증가 및 음반/공연 활동 확대, 국내외 팬덤 증가가 지속되고 있기 때문이다.

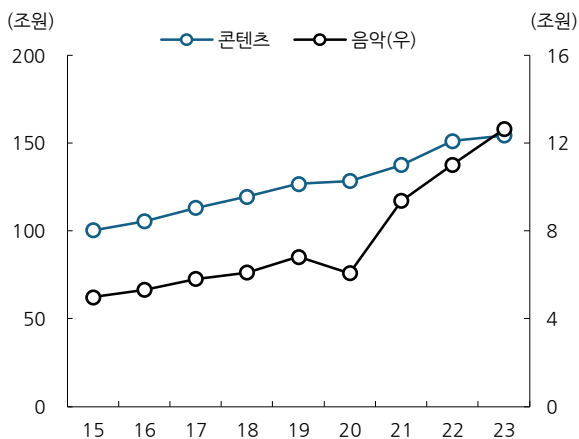
음악 산업 수출 규모
23년 12.2억 달러로 성장
무역 수지 확대

K-pop의 글로벌 위상 상승과 함께 음악 산업 수출 실적도 가파르게 성장 중이다. 국내 음악 산업 수출액은 23년 12.2억 달러(원화 1.6조원)로 CAGR(19~23) +13% 성장했다. 수입액 규모는 0.17억 달러(원화 221억원)로 동기간 연평균 +5% 성장에 그치며 무역 수지가 확대되고 있다.

일본 수출이 견조한 가운데
중국, 미국, 유럽 등으로
수출 성장하며 지역 다변화

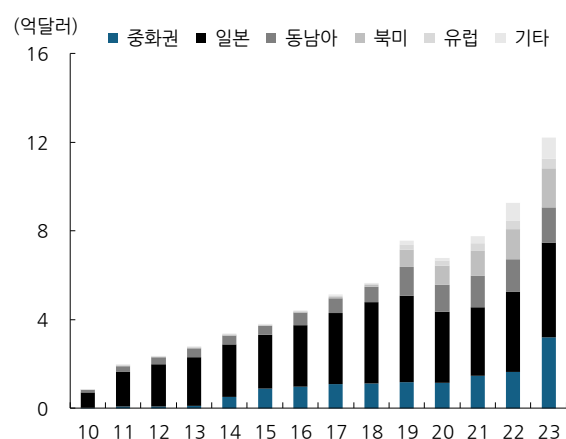
또한 긍정적인 것은 음악 수출 지역의 다변화가 나타나고 있다는 점이다. 단일 국가로 금액이 가장 큰 일본향 수출 금액은 23년 4.3억 달러로 여전히 견조한 가운데 중화권, 북미, 유럽, 기타 지역으로 수출이 확대되며 수출 실적이 성장 중이다. 이에 따라 2013년만해도 전체 수출의 80%를 차지했던 일본은 10년이 지난 2023년 35%로 비중이 축소됐고 동기간 중화권 4%→23%, 북미 0.4%→14%, 동남아 14%→13%로 비중 변화가 나타났다.

그림48 국내 콘텐츠 산업과 음악 산업 매출액 추이



자료: KOSIS, DS투자증권 리서치센터

그림49 국내 음악 산업 수출액 추이



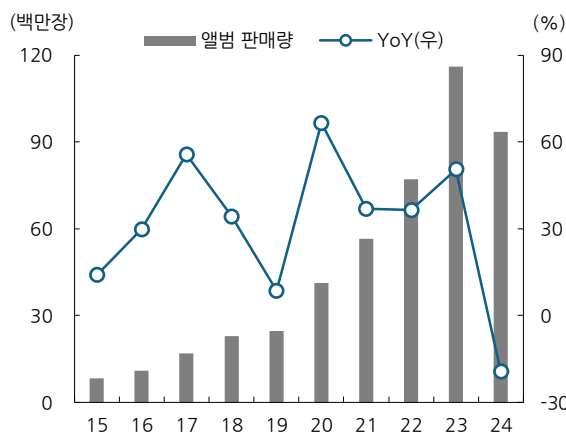
자료: KOSIS, DS투자증권 리서치센터

이외에도 기타 시장 데이터를 통해 국내 음악 산업의 변화를 살펴보면 다음과 같다.

음반 판매량 정상화 시장 과열에서 벗어남

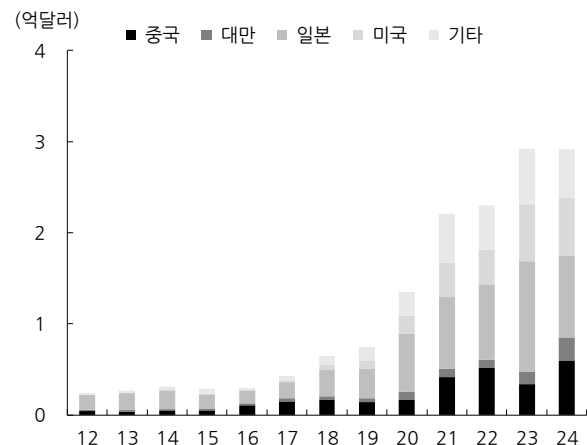
1)음반: 국내 음반 판매량은 23년을 피크로 24년 축소되며 주요 기획사 실적에 부정적인 영향을 미쳤다. Circle Chart의 월간 Top 100 앨범 판매량을 합산한 결과 24년 판매량은 9,351만 장으로 23년 1억 1,595만 장대비 -19% 감소했다. 국내 음반 수출 금액은 24년 2.9억 달러(-0.2% YoY)를 기록했다. 그러나 이는 K-pop의 국내 외 인기와는 별개로 1)K-pop 팬덤의 과도한 초동 판매량 경쟁 문화에 대한 문제의식 확산, 2)기획사의 굿즈를 이용한 소비 강요 마케팅 축소, 3)공연 재개에 따른 추첨권 수요 축소 등의 영향으로 분석한다. 한편 1Q25기준 국내 앨범 판매량은 988만 장으로 전년동기 대비 -43% 감소했고 앨범 수출 금액 역시 3,305만 달러로 전년비 기저 부담과 아티스트 활동 부재로 부진했다.

그림50 국내 앨범 판매량 추이



자료: Circle Chart, DS투자증권 리서치센터

그림51 국내 앨범 수출 금액 추이

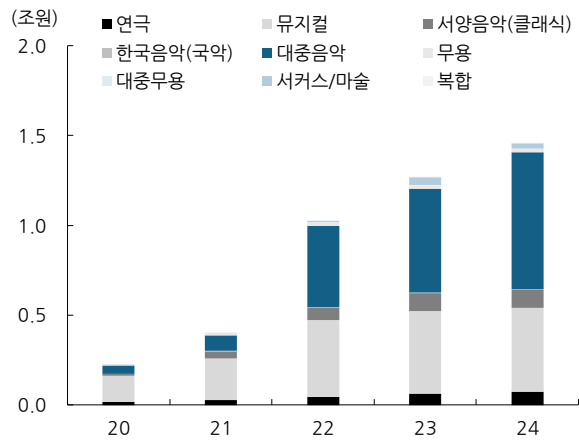


자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

국내 공연 시장은 대중 음악 콘서트 성장이 견인. PQ 동반 성장

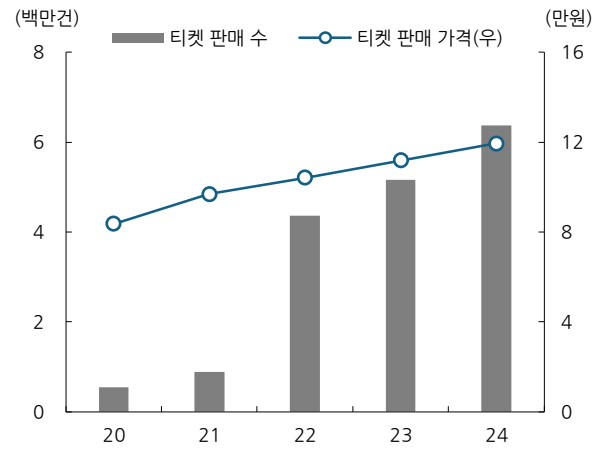
2)공연: 국내 공연 시장은 팬데믹으로 침체 후 회복에서 나아가 성장 중이다. 국내 공연 시장 규모는 티켓 판매액 기준 24년 1조 4,588억원(+15% YoY)을 기록했다. 이중 52%를 차지하는 대중 음악 콘서트 티켓 판매액은 7,610억(+32% YoY)으로 가장 가파른 성장률을 시현했다. 24년 대중 음악 공연 건수는 3,997건(+11% YoY), 티켓 판매 수는 6,372만 건(+24% YoY), 평균 티켓 가격은 11.9만 원(+7% YoY)으로 P와 Q가 동시에 늘어났다. 이는 저연차와 고연차 아이돌을 포함한 트로트 등 다양한 IP의 공연 활동이 증가했고 대규모 공연이 확대되며 공연 시장 성장을 견인하고 있기 때문이다. 24년 기준 국내 대중음악 티켓 판매 금액 기준 상위 Top 10에는 임영웅, 아이유, 세븐틴, 싸이, NCT Dream 콘서트가 차지했다.

그림52 국내 공연 시장 티켓 판매 금액 추이



자료: KOPIS, DS투자증권 리서치센터

그림53 국내 대중음악 공연 티켓 판매 수와 판매 가격 추이



자료: KOPIS, DS투자증권 리서치센터

K-pop 해외 매출

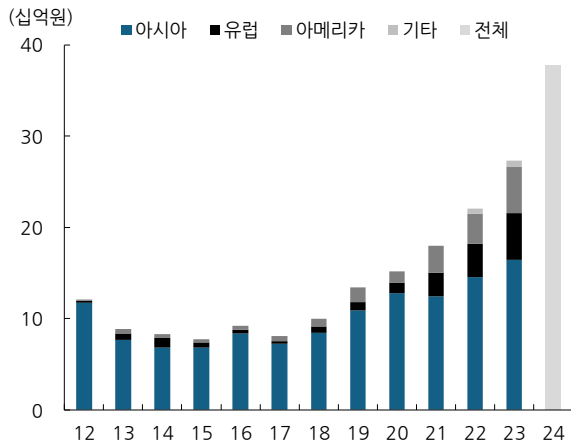
음반 3,981억원

음원 3,559억원

기획사 4곳 해외 매출액
합산

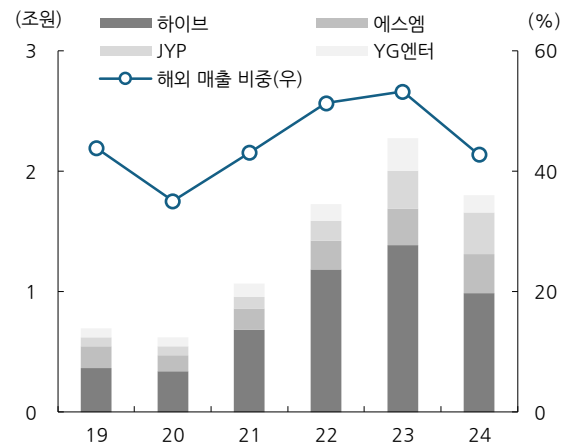
K-pop의 해외 매출은 1)음반 수출 금액, 2)해외 음원 스트리밍 매출액, 3)해외 공연 매출액의 합산으로 추정할 수 있다. 우선 음반 수출 금액은 앞서 살펴본 바와 같이 24년 2.9억 달러(-0.2% YoY)로 원화 기준 3,981억원을 기록했다. 다음으로 해외 음원 스트리밍 매출액은 한국음악저작권협회에서 발표하는 연간 외국입금사용료를 기반으로 음원 평균 수익 배분율(10.5%)로 역산하면 24년 2.6억 달러(+32% YoY), 원화 기준 3,559억원으로 추정한다. 마지막으로 K-pop의 해외 공연 매출은 추정하기 어렵지만 기획사의 해외 매출의 큰 비중이 글로벌 투어 실적임을 감안했을 때 추이를 살펴보면 주요 기획사 4곳의 합산 해외 매출은 24년 1.8조원(-21% YoY)을 기록했다. 다만 이는 공연 실적만은 아니고 기획사에 따라 총매출, 개런티 등 매출 인식 방법의 차이가 있어 실제 해외 공연 성과로 보기엔 과소평가 되어있다.

그림54 외국사용료 징수 금액 추이



자료: 한국음악저작권협회, DS투자증권 리서치센터

그림55 주요 기획사 4개사 합산 해외 매출액 추이



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

표9 주요 K-pop 기획사별 세대별 아이돌 그룹

구분	데뷔 연도	하이브	에스엠	JYP	YG	기타
1 세대 아이돌	1996		HOT			
	1997		S.E.S		지누션, 젝스키스	베이비복스
	1998		신화			핑클, 코요태, S#ARP
	1999		Fly to the SKY			god
	2000					샤크라
	2001					쥬얼리, 슈가
	2002					바이브, 리쌍, 노을
	2003		동방신기			버즈, 에픽하이
2 세대 아이돌	2004			god(계약)		
	2005		슈퍼주니어			SS501, 먼데이키즈
	2006				빅뱅	브라운아이드걸스
	2007		소녀시대	원더걸스		카라, FT 아일랜드
	2008		샤이니	2AM, 2PM		다비치
	2009	애프터스쿨	f(x)		2NE1	비스트, 엠블랙, 포미닛
	2010			missA		씨앤티블루, 인피니트, 틴탑
	2011					에이핑크
3 세대 아이돌	2012		EXO			AOA, EXID
	2013	BTS				
	2014		레드벨벳	GOT7	악뮤, 위너	마마무
	2015	세븐틴, 여자친구	NCT	DAY6, 트와이스	아이콘	몬스타엑스, 엔플라잉, SF9
	2016		NCT 127, NCT Dream		블랙핑크	우주소녀, I.O.I, ASTRO
	2017	fromis_9				Wanna One, The Boyz
4 세대 아이돌	2018			Stray Kids		
	2019	TXT	WayV	ITZY		
	2020	엔하이픈	에스파	NiziU	트레저	JO1, 스테이씨
	2021			Xdinary Heroes		Kep1er, INI, 아이브
	2022	&Team, 르세라핌, 뉴진스		엔믹스		
	2023	BOYNEXTDOOR	라이즈	VCHA		ZEROBASEONE, DXTEEN
	2024	TW, 아일릿, KATSEYE	NCT WISH	NEXZ	베이비몬스터	Izna, ME:I, IS:SUE
	2025		하츠투하츠	킥플립		KiiiKiii

자료: DS투자증권 리서치센터, 주: 하이브의 경우 인수한 레이블의 과거 그룹도 함께 기재

글로벌 음악 시장 규모

글로벌 음악 시장
23년 매출액 0.8조 달러

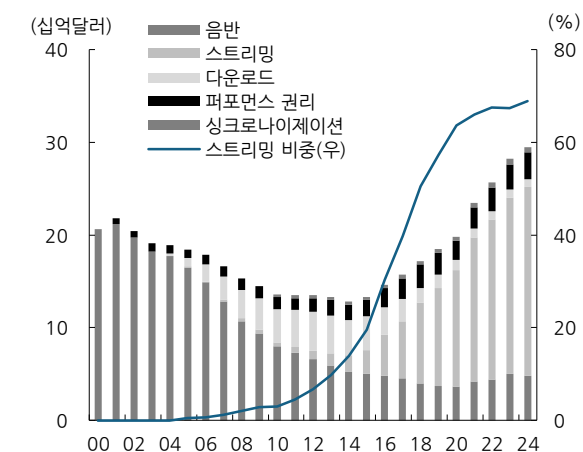
글로벌 음악 산업은 스트리밍과 공연 시장을 중심으로 성장 중이다. 국제음반산업협회(IFPI)에 따르면 글로벌 음반/음원 시장 규모는 24년 296억 달러(+5% YoY)로 CAGR(19~24) +10% 성장했다. 이중 스트리밍 음악 시장은 글로벌 음악 스트리밍 구독수 증가로 24년 204억 달러(+7% YoY)로 CAGR(19~24) +14% 성장하며 전체 음악 시장 성장을 견인하고 있다. 스트리밍 매출 비중은 18년 51%→21년 66%→24년 69%로 확대되었고 향후에도 동 비중 상승이 지속될 것으로 전망한다.

한편 팬데믹으로 축소됐던 공연 시장의 성장도 눈에 띈다. 글로벌 공연 시장은 21년 회복되기 시작해 22년에는 이미 19년 수준을 넘어섰으며 23년 397억 달러(+26% YoY)를 기록했다. ‘스위프트노믹스(Taylor Swift + Economics)’라는 신조어를 만들어 낸 테일러 스위프트의 <The Eras Tour>(2023~24) 공연은 23년 3월~24년 12월 까지 51개 도시에서 총 149회 공연을 통해 1,016만명의 관객을 동원하고 티켓 판매 수익 20.7억 달러를 기록하며 글로벌 공연 시장의 성장 잠재력을 증명했다.

국가별 음악 시장 규모

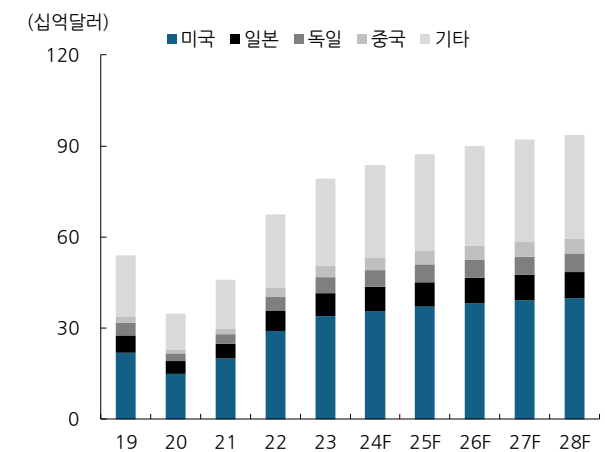
국가별 음악 시장 규모는 굳건한 1위의 미국을 중심으로 성장을 이어갔다. 23년 주요 국가의 음악 시장 규모는 미국 338억 달러(+16% 이하 YoY), 일본 76억 달러(+15%), 독일 53억 달러(+17%), 중국 36억 달러(+23%)를 기록했다. 단일 국가 기준 최대 규모인 미국 음악 시장은 CAGR(19~23) +11%를 기록했으며 향후에는 CAGR(23~28) +3% 성장할 것으로 전망된다. 한편 글로벌 음악 시장 내 영향력이 확대되고 있는 중국의 경우 CAGR(23~28) +6% 성장 전망되고 있다. 스트리밍 서비스의 유료화와 외국 아티스트의 공연 시장 확대 등으로 성장이 기대된다.

그림56 글로벌 음악 시장 규모 추이 및 전망



자료: IFPI, 한국콘텐츠진흥원, DS투자증권 리서치센터

그림57 국가별 음악 시장 규모 추이 및 전망



자료: PwC, 한국콘텐츠진흥원, DS투자증권 리서치센터

주: PwC(2024), Global Entertainment & Media Outlook 2024~2028 Global

투자포인트(1) 글로벌 음악 시장 내 K 비중 확대

K-pop 해외 점유율 확대

- 1) Gen Z와 함께 성장
- 2) K-pop 소비 지역 확장

엔터 업종 첫번째 투자포인트는 글로벌 음악 시장 내 K-pop 점유율 확대이다. K-pop은 1)주요 소비자로 성장 중인 글로벌 Gen Z의 취향을 저격하며 시장 점유율을 확대해 나갈 것이다. 또한 2)지역별로는 K-pop 주요 소비층인 동남아의 소득 수준 상승, 음악 시장 규모가 큰 북미/유럽이 신규 소비층으로 확대되며 K-pop의 글로벌 점유율 확대 기여할 전망이다.

24년 K-pop 점유율

글로벌 공연 2.8%

메가 IP 복귀와 후속 IP의
글로벌 투어 규모 확대

24년 기준 글로벌 음악 시장에서 K-pop의 비중은 공연 2.8%, 음원 2%, 음반 23%로 추정한다. 우선 공연의 경우 빌보드의 <올해의 투어(The Year in Touring)> 보고서에 따르면 글로벌 공연 시장에서 K-pop의 비중은 2018년 이전 1% 미만이었으나 19년 BTS의 월드 투어 'LOVE YOURSELF: SPEAK YOURSELF' 등으로 4%대로 상승했다. 20~22년 팬데믹 이후 23년 BLACKPINK를 비롯해 다양한 K-pop 아티스트의 글로벌 투어 공연이 확대되며 점유율도 5.1%로 역대 최고치를 기록했다. 그러나 24년은 BTS와 블랙핑크의 공백으로 전년대비 공연 실적이 -45% 감소하며 점유율은 2.8%까지 축소됐다. 다만 25~26년 메가 IP의 복귀와 글로벌 투어가 재개되고 이외에도 글로벌 Gen Z 팬들을 확보한 후속 IP의 글로벌 투어 규모도 확대되며 공연 시장 점유율 상승이 기대된다.

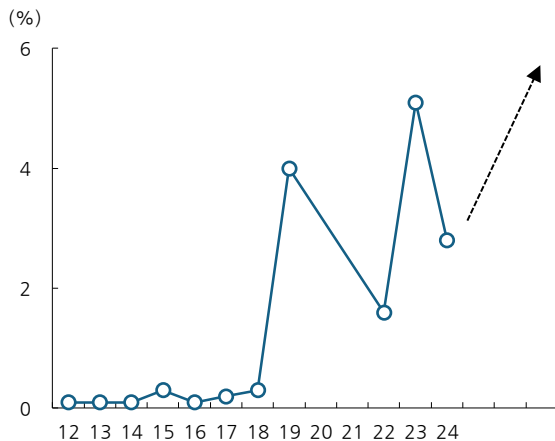
글로벌 음반 23%

글로벌 음원 2~3%

공연 증가와 함께
점유율 상승 전망

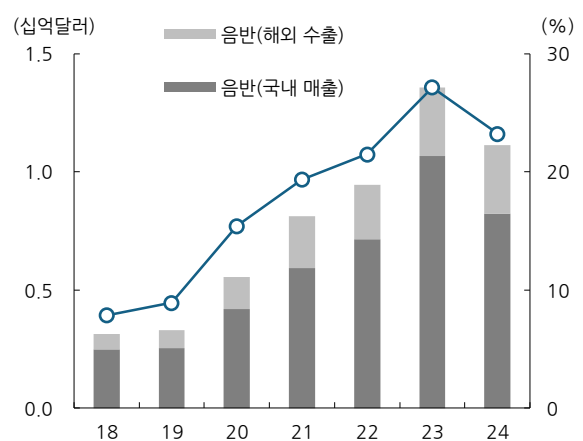
음원과 음반 시장에서 K-pop 비중도 상승이 기대된다. 음반의 경우 24년 국내 음반 판매량 9,351만 장, 판매 단가 1.2만원, 음반 수출 금액 2.9억 달러를 바탕으로 추정하면 글로벌 시장 내 점유율은 23%로 초동 경쟁 완화와 공연 재개에 따라 적정 수준으로 내려오고 있다. 글로벌 음원 스트리밍 시장 내 점유율은 2~3% 수준에서 유지 중인데 공연 수익 증가와 함께 음원 점유율도 점진적으로 상승할 전망이다.

그림58 글로벌 공연 시장 내 K-pop 점유율



자료: Billboard, DS투자증권 리서치센터 추정

그림59 글로벌 음반 시장 내 K-pop 점유율



자료: IFPI, 관세청, Circle Chart, DS투자증권 리서치센터

1)음악 시장에서 Gen Z 비중 확대 → Gen Z를 사로잡은 K-pop

엔터 내 Gen Z 역할 확대

1)소비 여력 상승

2)소비 성향

향후 엔터 산업에서도 Gen Z의 중요성은 더욱 확대될 전망이다. 1)소비 여력 측면에서 Gen Z가 일을 시작하며 소득 수준 상승에 따라 소비 여력이 증가하고, 2)소비 성향 측면에서 Gen Z는 이전 세대보다 더 문화 소비에 가치를 두고 있기 때문이다. 실제로 세대별 평균 라이브 공연 지출 금액을 비교해 봤을 때에도 Gen Z는 다른 세대 대비 평균적으로 더 많은 돈을 지출하고 있는 것으로 나타났다.

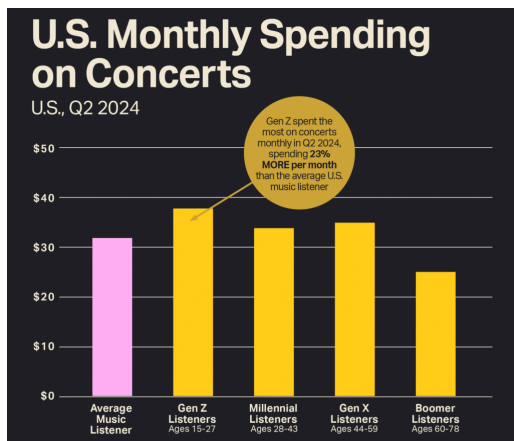
3)소비 시간

아이 돌보는 사람

vs 아이돌 보는 사람

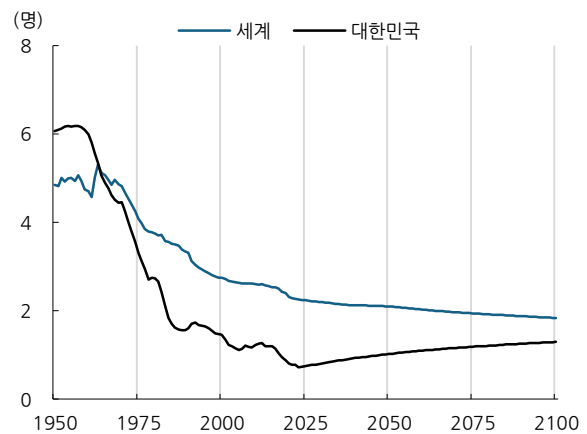
또한 3)소비 시간 측면에서 글로벌 Gen Z는 국가 불문 출산율이 낮아 더 많은 시간을 엔터 문화 소비에 할애할 수 있다. 우스갯소리로 요즘 30대는 ‘아이 돌보는 사람’과 ‘아이돌 보는 사람’으로 나뉜다고 한다. 과거에는 10~20대까진 아이들을 좋아하고 적극적으로 음악, 공연, MD 등 팬덤 소비를 즐겼다가 30대가 되면 아이를 낳고 육아를 하느라 소비할 수 있는 시간적 여유가 줄어들기 마련이었다. 그러나 향후 30대가 될 Gen Z는 아이를 낳지 않고 자신의 삶을 즐기는 것에 집중하다보니 계속해서 아이돌 팬문화를 소비할 수 있는 시간적 여유가 있다.

그림60 US 세대별 평균 라이브 공연 지출 금액



자료: Luminate, DS투자증권 리서치센터

그림61 글로벌과 대한민국 합계출산율 추이 및 전망



자료: KOSIS, DS투자증권 리서치센터

K-pop은 2가지 이유로
글로벌 Gen Z를 사로잡아
점유율 확대될 전망

결과적으로 Gen Z는 향후 엔터 산업의 성장을 주도하고 주요 소비층으로 역할이 확대될 것이다. 따라서 각 엔터 산업 플레이어들은 글로벌 Gen Z의 취향을 사로잡는 것이 갈수록 중요해지고 있는데 K-pop은 글로벌 Gen Z를 사로잡으며 성장하고 있다. K-pop이 글로벌 Gen Z의 취향을 저격하게 된 이유와 향후 지속될 것이라 전망하는 이유는 2가지가 있다.

Gen Z 사로잡은 이유(1) 음악 소비 방식 변화 속 K-pop의 강점 강화

첫째로 기술의 발전과 세대 변화로 음악 소비 방식도 변화하는 가운데 갈수록 K-pop의 강점이 부각되고 있기 때문이다. 글로벌 음악 소비 방식은 음반으로 ‘듣는 음악’에서 1981년 미국에서 음악 전문 케이블 TV인 MTV(Music Television)가 등장하며 뮤직비디오를 통해 ‘보는 음악’으로 변화하며 댄스 퍼포먼스, 이미지, 스타일 등 시각적 요소도 중요해졌다. 이후 스마트폰의 등장과 통신 기술 발전으로 이동 중에도 고화질 동영상을 시청할 수 있게 되면서 음악과 영상 콘텐츠의 결합은 더욱 공고해졌다. 여기에 다양한 SNS 플랫폼이 등장하고 숏폼 콘텐츠를 선호하는 Gen Z에 이르러서는 음악 소비가 ‘함께 제작하고 소통하는 방식’으로 바뀌고 있다.

음악+영상 결합 강화, 숏폼 콘텐츠 소비 확대되며 K-pop의 시각적 요소와 강렬한 흑과 안무 강점

K-pop의 강점은 여기서 드러났다. 연출, 군무, 헤어/메이크업/코디 등 시각적 요소가 강조되는 K-pop 아이돌 무대는 영상 속에서 매력이 더욱 어필됐기 때문이다. 실제로 K-pop 소비는 유튜브 영상을 통해서 많이 이루어지고 있다. 또한 Gen Z가 선호하는 틱톡, 유튜브, 릴스 등 숏폼 플랫폼 내 K-pop 콘텐츠 증가도 인기 확산에 기여했다. K-pop의 특징인 중독성 있는 흑과 따라하기 쉬운 안무가 짧은 시간에 강렬한 인식을 남겨야 하는 숏폼 형태 콘텐츠에 적합했기 때문이다.

K-pop 아이돌 및 기획사도 이를 최대한 활용하고 있다. 최근에는 ‘챌린지’로 신곡을 홍보하는 문화가 자리잡아 SNS 바이럴이 더 쉽게 이루어지고 있고 많은 숏폼 콘텐츠가 생산, 확산되면서 충성도 높은 코어 팬덤 외에도 라이트 팬덤 유입이 나타나고 있다. 또한 유튜브와 팬플랫폼을 활용해 자체 콘텐츠를 유통하며 아이돌의 리얼한 모습을 공유하고 더 가깝게 느껴질 수 있도록 한다. 이렇듯 K-pop은 SNS의 성장 속 글로벌 Gen Z의 취향을 저격하며 글로벌 점유율을 확대해가고 있다.

그림62 신곡 홍보의 필수가 된 숏폼 챌린지



자료: DS투자증권 리서치센터

그림63 아이돌 자체 콘텐츠



자료: DS투자증권 리서치센터

Gen Z 사로잡은 이유(2) 팬들에게 전달하는 메시지

둘째로 K-pop 아이돌이 음악으로 전달하는 메시지가 글로벌 Gen Z의 취향을 사로잡고 있다는 점이다. 이전의 K-pop 아이돌은 기획사의 철저한 통제 속 모범생 이미지와 귀엽고 순응적인 이미지로 어필해 팬덤 확장의 한계가 있었다. 그런데 중소 기획사 출신의 BTS가 1) SNS를 활용해 보다 자유롭게 각 멤버별 개성을 드러내고, 2) ‘자기 자신을 사랑하라’라는 메시지를 기반으로 자아 발견과 사회적 억압에 대한 저항의 의미를 전달했고, 3) 멤버들이 직접 작사 작곡에 참여해 전달하고자 하는 메시지를 더 강화한 것이 글로벌 팬덤을 확대하는데 큰 기여를 했다.

이후에도 블랙핑크, 트와이스 등 여자 아이돌 역시 이전의 K-pop 여자 아이돌과는 다르게 강한 여성상의 모습으로 여성의 자주성, 독립을 선언하고 자기 확신을 강조하는 메시지를 전달했다. 이는 자기 표현과 독립성을 중요하게 생각하는 Gen Z의 가치관과 부합하며 K-pop 글로벌 팬덤 확산에 기여한 것으로 판단한다. 최근에는 전달하는 메시지가 유사해진다는 비판도 있지만 더 많은 아이돌 그룹이 다양한 컨셉으로 데뷔하며 K-pop의 글로벌 시장 점유율 확대에 기여할 것이다.

오디션 프로그램을 통한 성장형 서사, 팬덤 확보

또 한가지 Gen Z의 취향을 저격한 것은 K-pop 오디션 프로그램을 통해 데뷔한 아이돌 그룹의 성장형 서사이다. 오디션 프로그램은 Gen Z의 주요 가치관인 ‘성장’과 ‘개성’, ‘공정함’에 부합하고 시행착오를 겪으며 아이돌로 거듭나는 과정을 소개하는 것이 데뷔 전부터 팬덤을 확보하는데 효과적이기 때문이다. 또한 세계 각국에서 지원자를 모집하고 글로벌 투표를 진행하기 때문에 향후 글로벌 팬덤 확보에도 유리하다. 이에 따라 국내 주요 기획사들은 꾸준히 오디션 프로그램을 제작하고 있고 해외 유명 레이블들도 관심을 표현하며 협업을 진행하고 있다.

그림64 주요 K-pop 아티스트의 주제 의식

그룹명	주제 의식
BTS (방탄소년단)	자아 발견, 사회적 억압에 대한 저항, 사랑과 상처
BLACKPINK	강한 여성상, 자기 주도성, 당당한 태도, 럭셔리한 삶
SEVENTEEN	팀워크, 성장 서사, 노력과 도전, 진심 어린 관계
TWICE	사랑, 설렘 → 자존감, 자기 수용
EXO	운명, 연대, 내면의 고통과 극복
NCT	자유, 다원성, 연결, 무한한 정체성 확장
LE SSERAFIM	"우린 실패하지 않아", 주체적 삶, 도전 정신
NewJeans	자연스러운 성장, 오래 감성, 세련된 일상
(G)I-DLE	여성주의, 정체성, 독립, 감정의 직접 표현
Stray Kids	자존감 회복, 나다움, 세상의 틀에 대한 도전
TXT	이질감, 외로움, 동경과 현실 충돌, 우정
IVE	자기애, 자존감, 세련된 자신감
ENHYPEN	운명, 소속감, 혼돈과 구원
ATEEZ	모험, 자유, 억압에 대한 저항
ITZY	자기 표현, 나는 나, 기준을 거부하는 당당함

자료: DS투자증권 리서치센터

그림65 국내외 주요 K-pop 오디션 프로그램



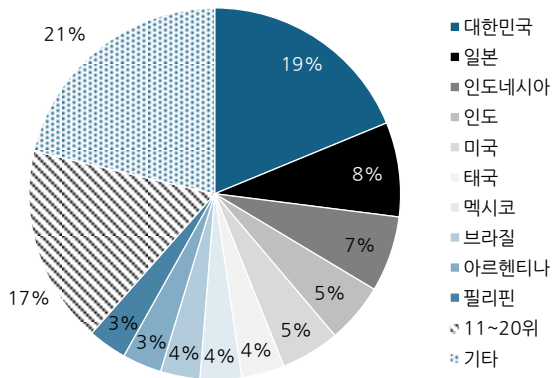
자료: DS투자증권 리서치센터

2) K-pop 주요 팬인 동남아 경제 성장 + 신흥 시장 미국/유럽/남미 비중 확대

K-pop 주요 팬덤의
인구 비중, 소득 상승과
신규 시장 진입으로 성장

K-pop은 지역 확장으로 글로벌 점유율 성장이 기대된다. 기존 K-pop 소비국가인 일본, 인도네시아, 태국, 필리핀, 대만 등 아시아권에서 나아가 미국, 유럽, 남미로 K-pop의 소비국가가 확대되고 있다. 실제로 24년 kpop radar에서 조사한 24년 연간 유튜브 아티스트 차트 내 K-pop 관련 영상 조회 수를 지역별로 살펴보면 대한민국 다음으로 일본, 인도네시아, 인도, 미국, 태국, 멕시코 순으로 조회수가 높다는 것을 파악할 수 있었고 이외에도 유럽, 남미 등 다양한 국가가 20위권 내에 있었다. 특히 중국의 한한령 후 중국 내 제한적인 활동, 미국과 유럽에서 메가 IP의 활동 증가로 지역적 다변화가 나타나고 있다.

그림66 2024 K-pop 인기 국가 Top 20



자료: kpop radar, DS투자증권 리서치센터

주: 24.01~12 유튜브 아티스트 차트 내 관련 영상 조회 수

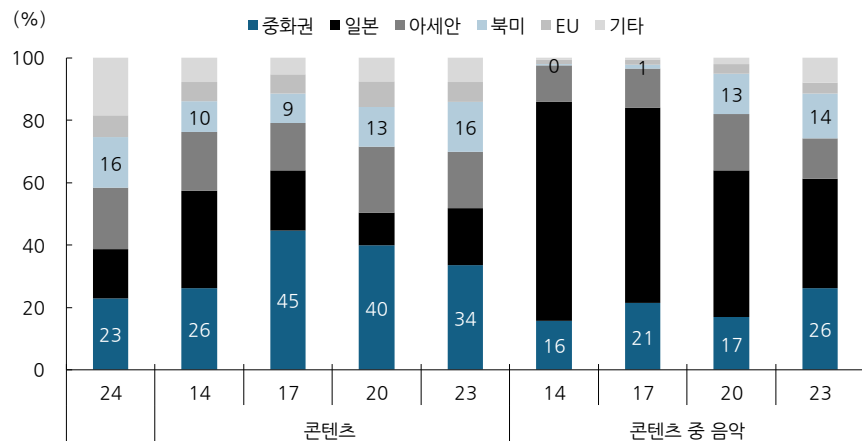
그림67 2024 K-pop 인기 국가 Top 20

순위	국가	순위	국가
1	대한민국	11	대만
2	일본	12	튀르키예
3	인도네시아	13	말레이시아
4	인도	14	베트남
5	미국	15	러시아
6	태국	16	페루
7	멕시코	17	우크라이나
8	브라질	18	프랑스
9	아르헨티나	19	나이지리아
10	필리핀	20	칠레
1~10위 합산		62%	
11~20위 합산		17%	

자료: kpop radar, DS투자증권 리서치센터

주: 24.01~12 유튜브 아티스트 차트 내 관련 영상 조회 수

그림68 콘텐츠 전체와 콘텐츠 중 음악의 수출 실적 국가별 비중

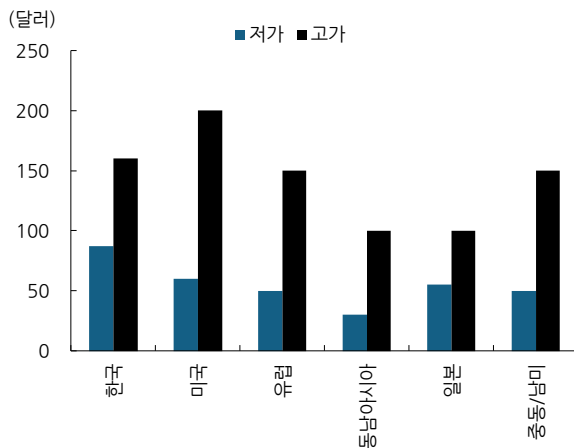


자료: 콘텐츠진흥원, DS투자증권 리서치센터

기존 K-pop 소비 국가
기존 아세안 경제 성장
신규 점유율 상승

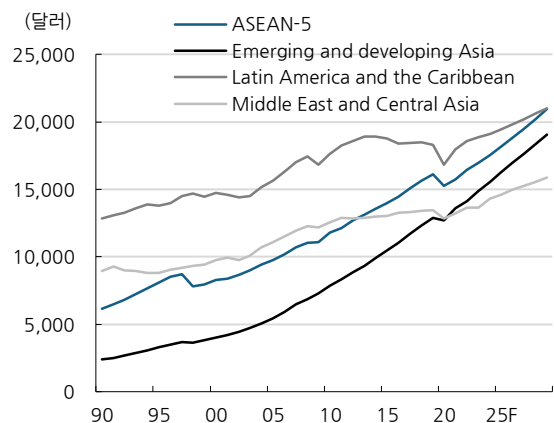
또한 긍정적인 것은 K-pop 소비 국가의 기존과 신규 지역 동반 성장이다. 기존 K-pop 주요 소비 국가인 아시아는 소득 수준 상승으로 공연, MD 등 향후 K-pop 소비 금액이 상승이 기대된다. 비교적 신규 소비 국가인 미국과 유럽, 남미는 이미 높은 소득 수준과 콘텐츠 시장을 보유하고 있어 K-pop에 대한 선호 증가에 따른 시장 확대 효과가 클 것으로 전망한다. 우선 기존 주요 소비 층인 동남 아시아의 경우 글로벌 Gen Z 내 비중이 55%에 달하는 만큼 주요 시장이지만 낮은 소득 수준으로 음악시장 규모가 크진 않다. 실제로 주요 라이브 콘서트의 티켓 가격은 동남아시아가 가장 낮은 수준으로 파악된다. 그러나 향후 아세안 국가의 인당 GDP의 상승에 따라 문화 콘텐츠 소비 금액이 늘어나면서 K-pop 시장 확장이 기대된다.

그림69 글로벌 권역별 콘서트 티켓 가격 범위(일반 기준)



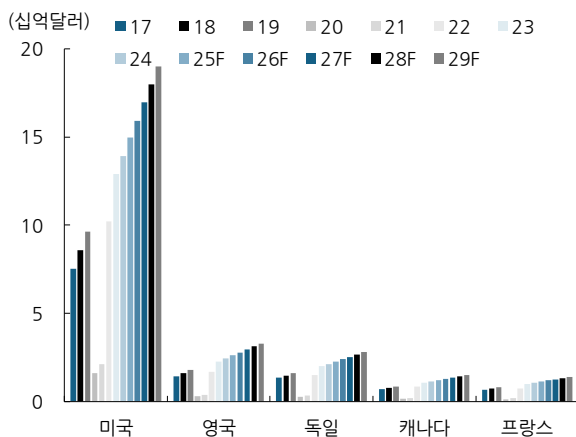
자료: DS투자증권 리서치센터

그림70 인당 GDP 추이 및 전망(실질 기준)



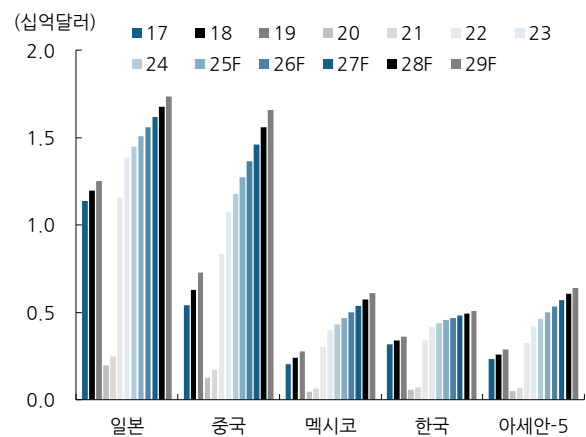
자료: IMF, DS투자증권 리서치센터

그림71 주요 국가 공연 시장 규모 추이 및 전망



자료: STATISTA, DS투자증권 리서치센터

그림72 주요 국가 공연 시장 규모 추이 및 전망

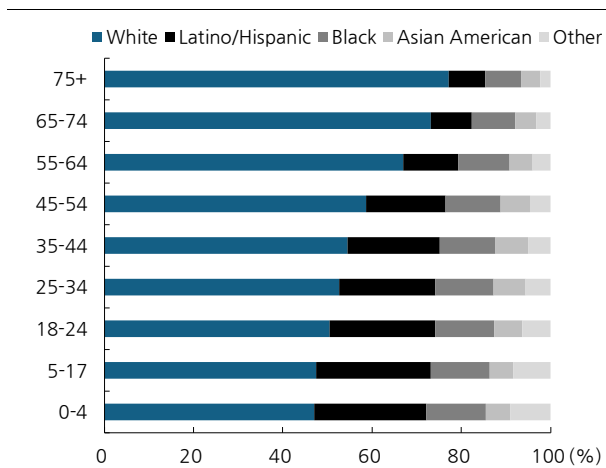


자료: STATISTA, DS투자증권 리서치센터

미국과 유럽에서도 성장 미국 인종 구성 변화는 K-pop 확산에 긍정적

특히 이미 글로벌 음악 및 공연 시장에서 파이가 큰 미국과 유럽 내 K-pop 인기가 확대되고 있는 점도 K-pop의 글로벌 시장 확대의 중요한 요소가 될 것이다. 특히 미국의 인구 내 인종 비중이 다양해지고 있는 점도 K-pop에는 긍정적이다. 주류 문화 외에도 다양한 문화에 대해 관심을 가지고 소비가 이루어질 수 있기 때문이다. 미국의 경우 2010년~2020년 사이 전국적으로 55세 미만 연령대 중에서 백인 비중이 감소했다. 특히 젊은 연령대에서 인구 구성이 다양해지고 있다. 비백인 신규 이민자가 늘고 출산율이 증가했기 때문이다. Z세대와 알파세대에서 혼혈 비율이 높고 이러한 인종 변화는 향후 이민 수준에 관계없이 지속해서 비백인의 비중이 늘며 미국 내 K-pop의 침투율도 높아질 것으로 전망한다.

그림73 미국 연령대별 인종 비중(2020)



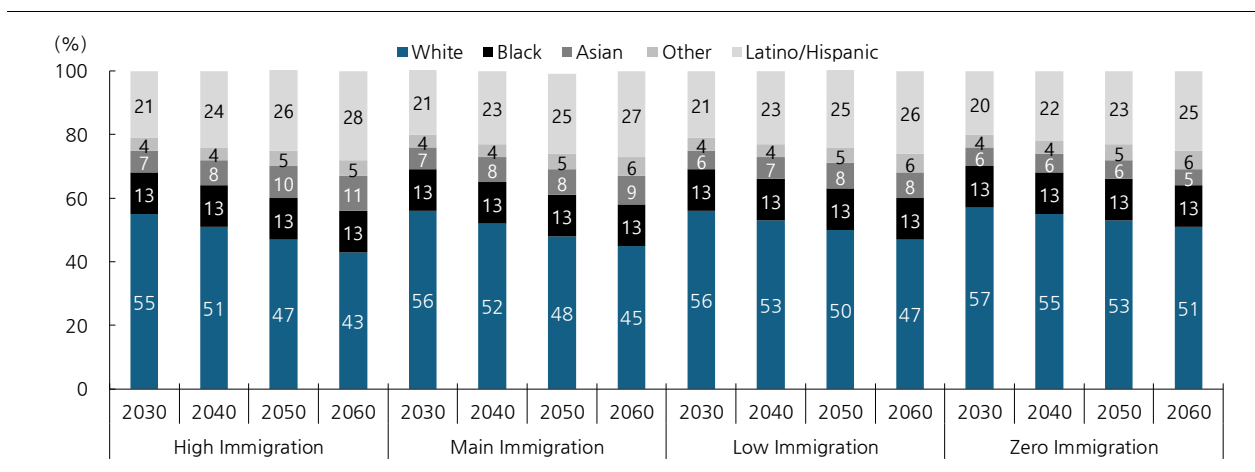
자료: Brookings Metro, DS투자증권 리서치센터

그림74 미국 내 K-pop 콘서트 투어 실적

그룹명	미국 투어 내용
BTS	스타디움 투어. SoFi Stadium 등 19년 'SPEAK YOURSELF' 투어는 북미 지역만 약 9천만 달러 이상 매출. 당시 단일 K-pop 아티스트 사상 최고 매출 달성. 21년 LA 공연은 SoFi Stadium 4회 전석 매진
BLACKPINK	스타디움 투어. Dodger Stadium, MetLife 등 BORN PINK 투어(22-23)는 북미 17회 공연 전석 매진 23년 Dodger Stadium (LA): 약 55,000명 동원, 북미 K-pop 걸그룹 최초 스타디움 단독 공연
Seventeen	BE THE SUN(24) 투어는 미국에서 10회 공연으로 약 20만 명 이상의 관객을 동원. 첫 미국 스타디움 진출
TWICE	READY TO BE 투어(23)에서 블랙핑크 다음으로 SoFi Stadium 입성. 북미 시장 내 입지 강화
Stray Kids	MANIAC 월드 투어(22-23) 미국 내 첫 스타디움 dominate 월드 투어 (24-25) 스타디움 투어로 확장

자료: DS투자증권 리서치센터

그림75 미국 이민자 시나리오별 인종 비중 변화 전망



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

투자포인트(2) 엔터 기획사 역할 확대

엔터 기획사 역할 확대가
가장 중요한 밸류에이션
리레이팅 요소

K-pop의 글로벌 시장 점유율 상승과 함께 엔터 기획사의 역할 확대는 엔터 상장사 밸류에이션 리레이팅의 핵심이다. 역사적으로 빅뱅, BTS, 블랙핑크와 같은 메가 IP는 글로벌 확장을 주도하고 IP 레버리지 효과가 크지만 그만큼 중요한 것은 기획사의 꾸준한 신규 IP 발굴 능력이다. 그런데 주요 K-pop 기획사의 IP 발굴 경험과 글로벌 시장 진출 노하우가 쌓이며 저연차 IP의 수익 기여 시점이 빨라지고 있다. 또한 엔터 산업 밸류체인을 내재화하며 IP 레버리지 효과를 극대화하고 있다.

1) 메가 IP 재계약과 빨라진 저연차 IP 수익화가 증명하는 K-pop 기획사의 역할

메가 IP의 수익기여
메가 IP의 재계약은
기획사의 중요성 방증

우선 최근 엔터 업종 주가 상승의 가장 중요한 포인트는 메가 IP BTS와 블랙핑크의 복귀이다. 둘의 실적 기여도를 추정하면 다음과 같다. BTS의 글로벌 투어 실적은 1) 신보 음반 판매 400만장, 2) 공연 모객 400만명, 3) MD 매출은 티켓 실적의 50%로 가정하며 합산 매출액은 1.9조원에 달할 전망이다. 이는 하이브의 24년 매출액 2.2조원의 84% 수준이다. BTS보다 빠르게 25년 하반기부터 글로벌 투어가 시작되는 블랙핑크는 1) 구보 음반 판매 50만장, 2) 공연 모객 250만명, 3) 역시 MD 매출은 티켓 매출의 50%로 가정하면 전체 매출액 7,000억원으로 YG의 24년 매출액 3,649억원 대비 190% 규모로 각각 실적 모멘텀 확장에 크게 기여할 전망이다.

여기서 주목할 점은 이러한 메가 IP가 기존 소속사와 그룹으로 재계약을 진행하고 글로벌 투어를 함께 한다는 점이다. 그룹의 색채를 훼손하지 않으면서 퀄리티 높은 글로벌 활동을 지원하는 소속사의 역할도 중요하기 때문이다. 기획사 입장에서 메가 IP 재계약에 따른 수익성 하락은 불가피하나 규모가 크고 수익률이 높은 글로벌 활동을 지원하며 IP 레버리지 효과를 가져갈 수 있다는 측면에서 의미가 있다.

표10 BTS와 블랙핑크 복귀에 따른 실적 성장 전망

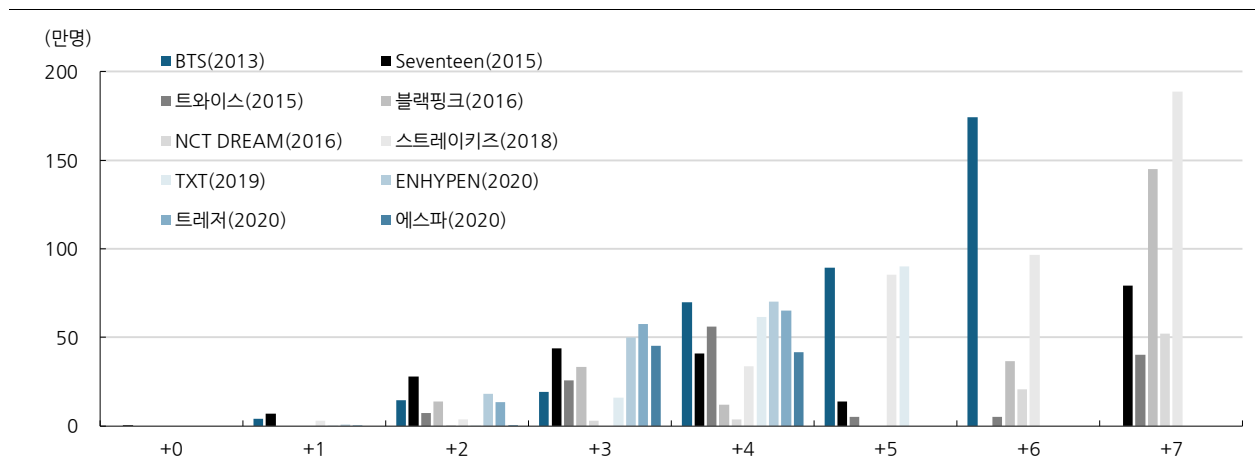
구분		BTS	블랙핑크
앨범	$A=a*b$	6,000억원	750억원
이전 판매량		MAP OF THE SOUL : 7(초동 337만장)	BORN PINK(초동 150~비공식 200만장)
신규 앨범 판매량	a	400만장	신보 발매 없이 공연으로 구보 50만장
판매 단가	b	15,000원	15,000원
공연	B	$(c*d*e)$ 8,000억원	$(c*d*e)$ 3,125억원
이전 모객수		18-19 Love Yourself(200만명) 20-21 Map of the Soul(350만명+) 취소	22-23 Born Pink world tour(180만명)
25-26 모객수 가정	c	400만명	250만명
티켓 가격	d	25만원	25만원
MG율	e	80%(유통수수료 제외 및 일부 MG)	50%
MD	$C=c*d*f$	5,000억원	3,125억원
티켓 매출 대비	f	50%	50%
합산 매출	A+B+C	1.9조원	7,000억원
24년 매출액		하이브 매출액 2.2조원	YG 매출액 3,649억원
24년 매출액 대비		84%	190%

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

성장 IP의 메가 IP화 신규/저연차 IP의 수익화 기획사 경쟁력 증명

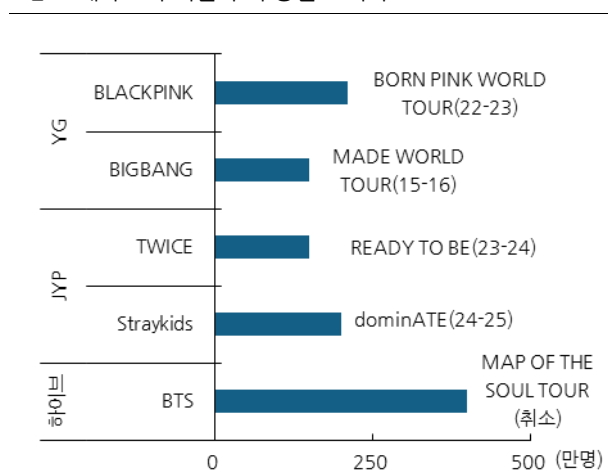
메가 IP의 글로벌 흥행으로 K-pop 아티스트들의 글로벌 진출 문턱이 낮아지며 후속 IP의 글로벌 투어도 확대되고 있다. 기획사는 후속 IP를 메가 IP로 성장시키는 한편 꾸준히 신규 IP를 발굴해 메가 IP에 대한 의존도를 낮추고 지속 성장 모멘텀을 확보하고 있다. 주요 기획사의 5년차에 접어든 IP의 연차별 공연 모객수를 메가 IP와 비교해 보면 유사한 흐름으로 성장 중으로 지속해서 K-pop 메가 IP가 등장할 수 있음을 보여주고 있다. 또한 최근에는 기획사의 신규 IP 출시 시점이 점점 빨라지고 있고 저연차 IP의 수익화 시점이 빨라지며 기획사의 경쟁력을 증명하고 있다. 이제는 신규 IP라해도 빌보드 차트인, 앨범 초동 판매 기록 경신, 글로벌 투어 진출 등의 소식이 낯설지 않은 상황이다. 이러한 신규 IP의 흥행은 기획사의 IP 발굴 및 마케팅 경쟁력을 증명하는 요소로 판단한다.

그림76 데뷔 후 연도별 공연 모객 수 추이



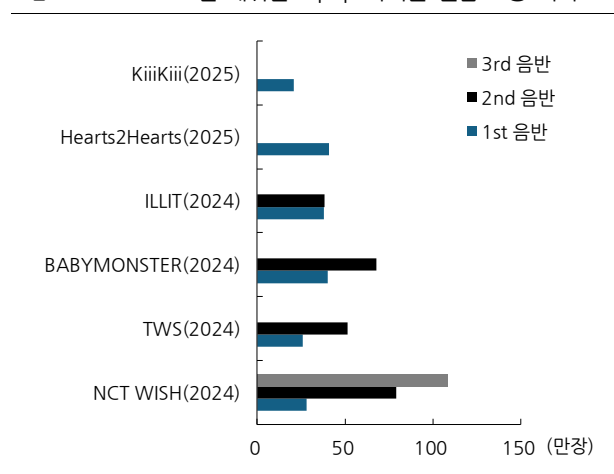
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림77 메가 IP의 직전 투어 공연 모객 수



자료: 한터차트, DS투자증권 리서치센터

그림78 2024~2025년 데뷔한 K-pop 아이돌 앨범 초동 기록



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

표11 주요 K-pop 기획사별 세대별 아이돌 그룹

구분		그룹명	데뷔 연도	직전/현재 투어 모객수(추정치 포함)		음반 판매량 기록(초동판매량)		음원
				투어명	만명	앨범명	만장	
하이브	국내	BTS	2013	LOVE YOURSELF: SPEAK YOURSELF (18-19) MAP OF THE SOUL TOUR (취소)	200+ 300+	MAP OF THE SOUL : 7(2020)	338	2,508
		Seventeen	2015	RIGHT HERE (24-25)	110+	Seventeenth Heaven(2023)	509	541
		TXT	2019	ACT:PROMISE (24-25)	100+	이름의 장: FREEFALL(2023)	225	633
		ENHYPEN	2020	WALK THE LINE(24-25)	80+	ROMANCE : UNTOLD(2024)	234	862
		LE SSERAFIM	2022	EASY CRAZY HOT (25)	30+	UNFORGIVEN(2023)	126	1,557
		NewJeans	2022	-	-	Get Up(2023)	165	1,284
		BOYNEXTDOOR	2023	KNOCK ON Vol.1(24-25)	12+	19.99(2024)	76	267
		TWS	2024	-		SUMMER BEAT!(2024)	51	143
	ILLIT	2024	-		ILL LIKE YOU(2024)	38	938	
	미국	KATSEYE	2024	-			-	603
일본	&TEAM	2022	AWAKEN THE BLOODLINE(25)	15+	雪明かり (yukiakari)(2024)	2	72	
SM	국내	TVXQ!	2003	ZONE (24-25)	49	20&2(2023)	7	68
		SUPER JUNIOR	2005	SUPER SHOW SPIN-OFF : Halftime (24)	18	Time Slip(2019)	27	114
		Girls' Generation	2007	Phantasia (15-16)	13	FOREVER 1(2022)	19	258
		SHINee	2008	FROM NOW ON (18)	20	HARD(2023)	21	224
		EXO	2012	EXplOration (19)	39	EXIST(2023)	156	395
		Red Velvet	2014	HAPPINESS : My Dear, ReVe1uv (24)	7	Birthday(2022)	50	491
		NCT 127	2016	NEO CITY - THE MOMENTUM (25)	51	Fact Check(2023)	165	285
		NCT Dream	2016	DREAMSCAPE (24)	68	ISTJ(2023)	365	261
		Aespa	2020	SYNK : PARALLEL LINE (24-25)	50+	MY WORLD(2023)	170	1,007
		RIIZE	2023	RIIZING DAY (24)	17	RIIZING(2024)	126	230
		Nævis	2025	-	-		-	2
		Hearts2Hearts	2025		-	The Chase(2025)	41	289
	중국	WayV	2019	ON THE Way (25)	17	FREQUENCY(2024)	35	129
	일본	NCT WISH	2024	LOG in (24-25)	10+	poppop(2025)	153+	61
영국	dearALICE	2025	-			-	4	
YG	국내	BIGBANG	2006	MADE WORLD TOUR(15-16)	132	BIGBANG MINI 4(2011)	9	600
		AKMU	2014				-	200
		WINNER	2014	WINNER CROSS TOUR(19)	10	HOLIDAY(2022)	15	82
		BLACKPINK	2016	BORN PINK WORLD TOUR(22-23)	211	BORN PINK(2022)	154	1,557
		TREASURE	2020	REBOOT(23-24)	50	PLEASURE(2025)	72	277
		BABYMONSTER	2024	HELLO MONSTERS(25)	40+	DRIP(2024)	68	741
JYP	국내	2PM	2008	GALAXY OF 2PM(16)	19	MUST(2021)	8	65
		DAY6	2015	FOREVER YOUNG(24-25)	40+	Fouever(2024)	14	233
		TWICE	2015	READY TO BE(23-24)	150	With YOU-th(2024)	106	950
		Stray Kids	2018	dominATE(24-25)	200+	★★★★★ (5-STAR)(2023)	462	1,037
		ITZY	2019	BORN TO BE(24)	30+	KILL MY DOUBT(2023)	82	365
		Xdinary Heroes	2021	Beautiful Mind(25)	10+	Livelock(2023)	7	92
		NMIXX	2022	NMIXX CHANGE UP : MIXX lab tour (24-25)	10+	A Midsummer NMIXX's Dream(2023)	103	402
		KickFlip	2025	-		Flip it, Kick it!(2025)	28	43
	중국	BOY STORY	2018	-			-	3
	일본	NiziU	2020	AWAKE(24-25)	16		-	99
		NEXZ	2024	NEXZ LIVE TOUR(25)	5	Ride the Vibe(2024)	12	9
	미국	VCHA	2025	-			-	17
CJ ENM	국내	Kep1er	2021	-		DOUBLAST(2022)	29	101
		ZEROBASEON	2023	TIMELESS WORLD(24)	17	MELTING POINT(2023)	213	150
		Izna	2024	-		N/a(2024)	25	90
	일본	JO1	2020	-			-	63
		INI	2021	-			-	28
		DXTEEN	2023	-			-	6
		ME:I	2024	-			-	71
IS:SUE	2024	-			-	11		

자료: DS투자증권 리서치센터, 주: 투어 모객수는 발표치 및 당사 추정치 포함. 음원은 Spotify 25년 4월 월간 청취자 수

표12 주요 기획사별 4세대 IP 비교

데뷔연도	구분(만장, 만명)	하이브			SM	JYP	YG
2018	그룹명	fromis_9				Stray Kids	
	누적앨범(한국/일본)	96				2,764 / 226	
	음원(스포티파이)	153				1,037	
	콘서트(직전투어)	1+				200+	
	유튜브/틱톡 구독	129 / 190				1,980 / 2,940	
	그룹명					BOY STORY(중국)	
	누적앨범(한국/일본)					0.3	
	음원(스포티파이)					3	
	콘서트(직전투어)						
	유튜브/틱톡 구독					121 / 31	
2019	그룹명	TXT			WayV	ITZY	
	누적앨범(한국/일본)	1,694 / 182			216 / 6.9	629 / 18	
	음원(스포티파이)	633			129	365	
	콘서트(직전투어)	100+			17	30+	
	유튜브/틱톡 구독	1,260 / 2,660			362 / 530	951 / 1,580	
2020	그룹명	ENHYPEN			Aespa	NiziU(일본)	TREASURE
	누적앨범(한국/일본)	1,489 / 137			875 / 15	16 / 207	538 / 72
	음원(스포티파이)	862			1,007	99	277
	콘서트(직전투어)	80+			50+	16	50
	유튜브/틱톡 구독	1,170 / 2,870			715 / 1,570	228 / 310	776 / 810
2021	그룹명					Xdinary Heroes	
	누적앨범(한국/일본)					66	
	음원(스포티파이)					92	
	콘서트(직전투어)					10+	
	유튜브/틱톡 구독					115 / 150	
2022	그룹명	LE SSERAFIM	NewJeans	&TEAM(일본)		NMIXX	
	누적앨범(한국/일본)	610 / 52	842	2 / 122		504	
	음원(스포티파이)	1,557	1,284	72		402	
	콘서트(직전투어)	30+	-	15+		10+	
	유튜브/틱톡 구독	595 / 1,180	800 / 1,230	110 / 330		333 / 620	
2023	그룹명	BOYNEXTDOOR			RIIZE	VCHA(미국)	
	누적앨범(한국/일본)	294 / 22			283 / 32	-	
	음원(스포티파이)	267			230	17	
	콘서트(직전투어)	12+			17	-	
	유튜브/틱톡 구독	171 / 360			172 / 370	68 / 150	
2024	그룹명	TWS	ILLIT	KATSEYE(미국)	NCT WISH(일본)	NEXZ(일본)	베이비몬스터
	누적앨범(한국/일본)	170	118	-	187 / 17	32 / 9	171
	음원(스포티파이)	143	938	603	61	9	741
	콘서트(직전투어)	-	-	-	10+	5	40+
	유튜브/틱톡 구독	107 / 230	/ 520	137 / 410	79 / 1,400	36 / 91	904 / 910
2025	그룹명				Hearts2Hearts	KickFlip	
	누적앨범(한국/일본)				41	28	
	음원(스포티파이)				289	43	
	콘서트(직전투어)				-	-	
	유튜브/틱톡 구독				64 / 160	42 / 130	
	그룹명				dearALICE(영국)		
	누적앨범(한국/일본)				-		
	음원(스포티파이)				4		
	콘서트(직전투어)				-		
	유튜브/틱톡 구독				3 / 25		

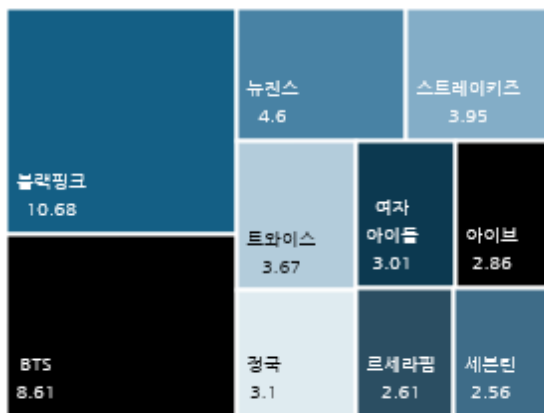
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

주: 앨범 판매량은 4/20기준 데뷔 후 모든 앨범 합산 누적 한국 판매량 / 일본 판매량, 주요 플랫폼 구독자수는 25년 4월 기준

K-pop 소비도 다양한 아이들로 분산, 재분배

실제로 K-pop 팬들의 소비도 다양한 IP로 분산되고 있다. 과거에는 메가 IP중심 콘텐츠 소비가 집중되었다면 최근에는 다양한 아티스트로 재분배되고 확산되고 있다. kpop radar의 아티스트 유튜브 관련 영상 조회 수 분포를 비교해보면 K-pop 아티스트 Top 10의 합산 점유율이 23년 45.6%에서 24년 37.3%로 줄어들었고 Top 10 내 분포도 역시 분산되고 있음을 확인할 수 있다. 물론 메가 IP의 활동 축소 및 솔로 활동에 따른 분산도 관련이 있겠으나 Top 10의 비중 자체가 줄어들고 베이비몬스터와 같은 신인 아이돌 그룹의 순위가 높아지고 있는 점도 주목할만하다.

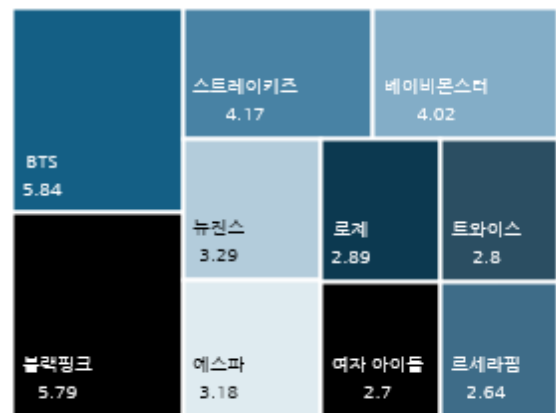
그림79 2023 아티스트 조회수 Top 10(합산 46%)



자료: kpop radar, DS투자증권 리서치센터

주: 23.01~12 유튜브 아티스트 차트 내 관련 영상 조회 수

그림80 2024 아티스트 조회수 Top 10(합산 37%)



자료: kpop radar, DS투자증권 리서치센터

주: 24.01~12 유튜브 아티스트 차트 내 관련 영상 조회 수

해외 오디션을 통해 K-pop 기획사 시스템 역수출 되는 중

한편 최근 오디션을 통한 신인 발굴이 글로벌 Gen Z의 공감과 서포트를 받는 상황에서 이러한 경험을 쌓아온 K-pop 엔터 기획사의 역할이 국내외로 확대되고 있다. 이미 오래전부터 오디션 프로그램을 통해 IP를 개발하고 성장시킨 경험을 쌓은 K-pop 엔터 기획사가 가진 아티스트 발굴 및 훈련 프로그램에 대해 일본과 미국 등 해외에서도 관심을 가지며 해외 유명 음악 레이블과 협업이 늘고 있다. 일본과 미국에서 발전했던 아이돌 그룹 체제와 육성 방식이 국내 K-pop 기획사를 중심으로 일본과 미국 프로듀서와 협력하며 역수출되는 것이다.

현지화 신규 IP확대 K-pop 기획사의 글로벌 점유율 확대

이에 따라 23년부터 현지인으로만 구성된 팀들도 나오기 시작했다. 특히 하이브와 JYP는 각각 미국, 일본 레이블사와 협력해 23년 현지 아이돌 그룹을 데뷔시켰다. JYP는 20년 니쥬(일본), 23년 넥스지(일본)와 VCHA(미국)를 데뷔시켰고 25년은 라틴아메리카와 중국 그룹이 예정돼 있다. 하이브는 23년 유니버설 뮤직과 협력해 미국 걸그룹 KATSEYE를 론칭했고 25년 추가로 라틴과 일본 그룹 데뷔를 준비 중이다. SM은 영국 보이밴드그룹 디어앨리스를 론칭했다. 아직 실적 기여도는 작지만 K-pop 기획사가 글로벌 시장에서 산업을 확대한다는 측면에서 의미가 있다.

표13 주요 기획사별 K-pop 아티스트 오디션 프로그램과 데뷔 그룹

구분	방영 연도	프로그램 명	데뷔 그룹	비고
하이브	2020	HLAND	ENHYPEN	하이브와 CJ ENM 빌리프랩, Mnet 방영
	2022	&Audition	& TEAM	일본 현지 기반 글로벌 그룹
	2023	The Debut: Dream Academy	KATSEYE	유니버설 뮤직. 하이브 첫 미국 걸그룹
	2023	R U Next?	ILLIT	빌리프랩, JTBC
	2025(예정)	미정		
SM	2024	엔시티 유니버스	NCT WISH	SM 글로벌 오디션, 일본 협업
	2024	Made in Korea	DEAR ALICE	SM, 카카오엔터, 영국 MOON&BACK
JYP Ent.	2015	SIXTEEN	TWICE	JYP 자체 제작, Mnet 협력
	2017	Stray Kids	Stray Kids	팀유지 방식으로 진행
	2020	Nizi Project 시즌 1	NiziU	JYP x Sony Music Japan
	2021	LOUD	Xdinary Heroes	박진영, 싸이 공동 기획. TNX(피네이션)
	2023	A2K	VCHA	JYP 첫 미국 걸그룹
	2023	Nizi Project 시즌 2	NEXZ	JYP x Sony Music Japan 보이그룹
	2025	L2K	미정	라틴 아메리카 그룹
YG	2025	Project C		중국 보이 그룹
	2013	WIN: Who Is Next	WINNER	엠넷 방영
	2014	MIX & MATCH	iKON	
	2018	YG 보석함	TREASURE	
CJ ENM	2024	Project 7	CLOSE YOUR EYES	JTBC 스튜디오 슬램과 합작
	2009~2015	슈퍼스타 K 시리즈		
	2016	프로듀스 101 시즌 1	I.O.I	
	2017	프로듀스 101 시즌 2	Wanna One	
	2018	프로듀스 48	IZ*ONE	한일 합작 걸그룹
	2019	프듀스 101 JAPAN 시즌 1	JO1	CJ ENM x 요시모토, GYAO
	2020	HLAND	ENHYPEN	하이브와 CJ ENM 빌리프랩, Mnet 방영
	2021	걸스플래닛 999	Kep1er	한·중·일 3국 글로벌 프로젝트
	2021	프듀스 101 JAPAN 시즌 2	INI	JO1 후속 보이그룹
	2023	보이즈플래닛	ZEROBASEONE	글로벌 팬덤 대상 보이그룹 선발
	2023	프듀스 101 JAPAN 시즌 3	ME:I	라포네 첫 일본 걸그룹
	2023	걸스리버스, ARTIST5	IS:SUE	
	2025	보이즈 2 플래닛 K		
	2025	보이즈 2 플래닛 C		

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

주: 음영은 해외 현지 아이돌 그룹 데뷔 오디션 프로그램

2) IP 활용 증가 → 글로벌 콘서트, MD, 플랫폼 수익 확대

아티스트 IP 활용 레버리지 확대

K-pop 기획사간 경쟁력 차이는 IP 활용에 따른 레버리지 차이에서 나온다고 할 수 있다. 글로벌 음악 산업 내 K-pop의 비중이 확대되고 K-pop 기획사의 역할은 점점 더 중요해지고 있다. 기획사는 연습생을 발굴하고 선발하며 훈련, 데뷔까지 경쟁력 있는 IP를 지속적으로 개발하는 프로덕션과 해당 IP를 바탕으로 앨범, 공연, MD 까지 다양한 사업을 전개하며 레버리지를 일으키는 것이 본질이다. 이에 따라 주요 K-pop 기획사는 1)엔터 산업 밸류체인 내재화, 2)IP 수익 확장을 위한 글로벌 시장 진출 및 신사업으로 비즈니스를 확장하고 있다.

기획사 밸류체인 내재화로 IP레버리지 활용 극대화

첫째로 국내 대형 기획사는 밸류체인 내재화를 진행하고 있다. IP 기획/제작업에서 나아가 유통, 공연으로 사업을 확장하고 팬플랫폼을 내재화해 IP 활용 수익을 극대화하고 일관성 있는 메시지를 전달할 수 있기 때문이다.

하이브는 한국, 일본, 미국, 남미까지 독립적인 멀티 레이블 운영으로 IP를 지속 발굴하고 국내외 공연, MD제작에서 나아가 팬플랫폼 ‘위버스’를 통해 풀 밸류체인을 구축하고 있다. 에스엠은 자회사로 분산 되어있던 각 사업부의 기능을 내재화하고 있다. 라이크 기획 계약 종료, 드림메이커가 담당하던 공연 기획 기능과 SM브랜드 마케팅이 담당하던 MD제작/유통 기능을 내재화하고 있다. 이에 따라 보다 투명한 운영 및 전략적인 IP 레버리지 확대가 나타나고 있는데 최근 MD 매출 성장이 이를 보여주고 있다. 또한 팬플랫폼은 자회사 디어유를 통해 사업을 운영하고 있는데 최근 지분 확대로 2Q25 부터는 연결 자회사로 편입 예정이다. JYP 역시 자회사 Blue Garage(블루 개러지)를 통해 기존 IP사업 범위를 다각화하고 있는데 국내 MD 기획/제작을 직접하고 향후에는 AI 기술을 결합해 콘텐츠 제작 및 IP 상품, 서비스 개발로 나아갈 것이다.

표14 주요 기획사별 밸류체인 내재화 전략

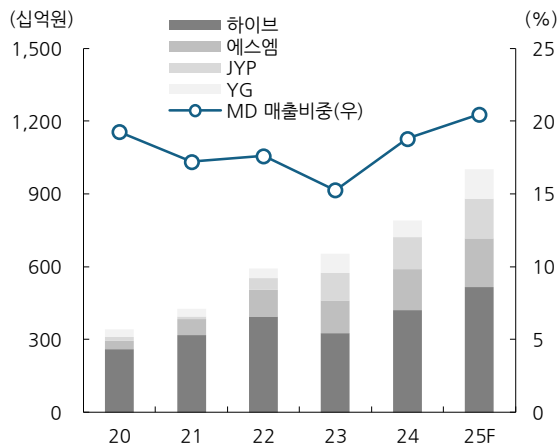
구분	하이브	에스엠	JYP	YG	CJENM
기획/제작	본업 외부 멀티 레이블	본업	본업	본업	오디션 프로그램 활용한 IP 제작
음반/음원 유통	-	-	-	자회사 YG 플러스	본업
공연	내재화	내재화 드림메이커 축소	-	내재화	내재화
MD	내재화	내재화	내재화 진행 중 블루 개러지	자회사 YG 플러스	
팬플랫폼	내재화 위버스	자회사 디어유	공동운영 디어유	-	내재화 플러스넷

자료: DS투자증권 리서치센터

MD 매출 확대

24년~25년으로 이어지는 음반 시장 정상화 기조에 기획사들은 실적 기저 부담을 MD 매출로 상쇄하려고 하고 있다. 공연 확대에 따른 공연 MD를 늘리는 것은 물론 팝업스토어, 캐릭터 등 기획 MD를 늘려 팬들의 니즈를 충족시키고 회사 수익을 방어할 것이다. 과거 팝업스토어는 신보 홍보를 위한 수단이었으나 최근에는 아티스트 관련 캐릭터 MD 팝업스토어 등 수익 창출 수단으로 활용되고 있다. 25년 주요 기획사 4곳의 합산 MD 매출은 25년 1조원(+26% YoY)으로 증가하고 전체 매출에서 MD가 차지하는 비중도 21년 17%→23년 15%로 음반 매출 성장으로 줄었으나 25년 다시 20%까지 확대될 것으로 전망한다.

그림81 주요 엔터 기획사 합산 엠디 매출 비중



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림82 투바투의 공식 캐릭터 뽀바투(PPULBATU) 팝업



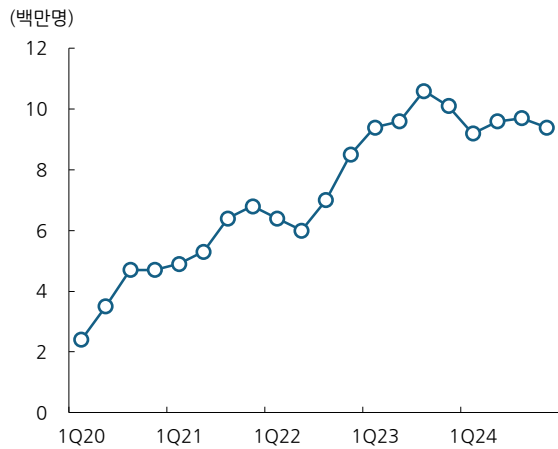
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

팬플랫폼 수익화 서비스 확대

팬플랫폼 측면에서는 디지털 팬플랫폼의 확대로 글로벌 팬층 확보와 신규 서비스 확대에 IP 레버리지 확대 효과가 기대된다. 하이브 산하의 위버스는 24년말 MAU 940만명을 보유한 국내 최대 팬플랫폼으로 입점 아티스트와 관련된 팬덤 커뮤니티, 직접 소통(DM), 자체 예능 및 온라인 콘서트 VoD 등 독점 콘텐츠를 제공하고 있다. 위버스는 24년 12월 월 구독 형태의 디지털 멤버십을 출시하고 25년 3월 팬과 아티스트가 실시간으로 음악을 함께 감상하고 소통할 수 있는 신규 서비스 '리스닝 파티(Listening Party)'를 출시하는 등 수익화에 힘쓰는 한편 아티스트와 팬의 소통을 확대하기 위한 서비스를 늘려가고 있다.

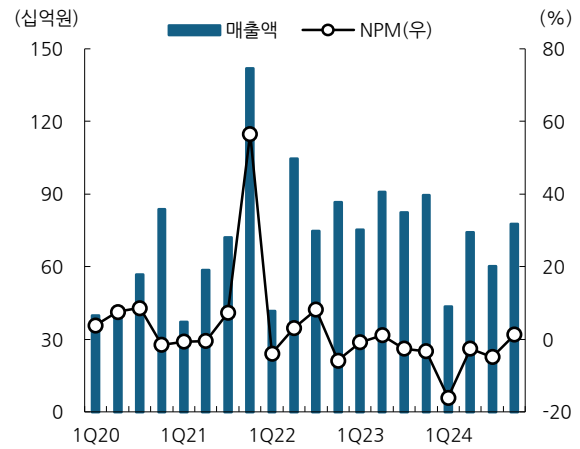
또한 SM 산하의 디어유 버블 역시 수익화에 나서는 한편 팬 소통 확대를 위해 서비스 투자를 늘리고 있다. 25년 2월 아티스트의 가상 반려동물 캐릭터와 팬들이 직접 소통할 수 있는 서비스 AI펫 버블을 출시하는 등의 서비스를 확대하며 ARPU 상승 및 MAU 확대가 기대된다. SM의 추가 지분 취득으로 디어유-SM의 협업 확대, 해외 진출을 통한 시너지가 기대된다.

그림83 위버스 MAU 추이



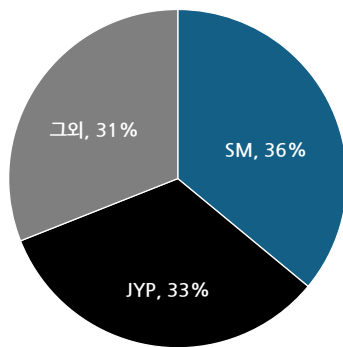
자료: 하이브, DS투자증권 리서치센터

그림84 위버스 실적 추이



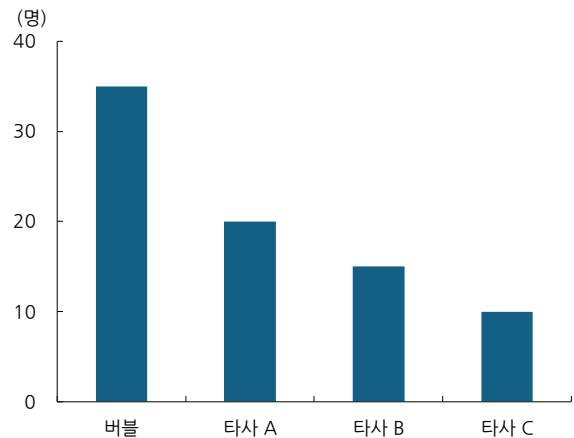
자료: 하이브, DS투자증권 리서치센터

그림85 버블의 SM, JYP 비중(4Q24)



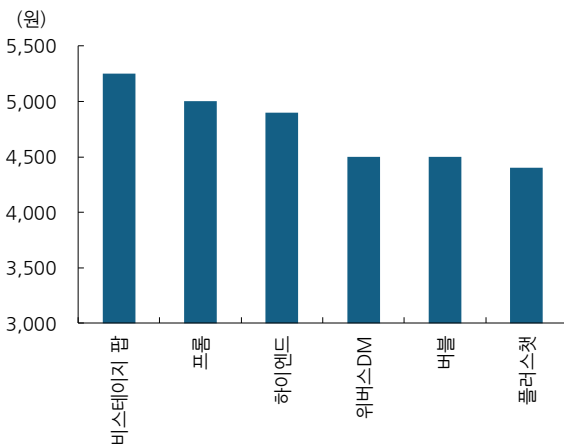
자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터 주: 비중은 구독 수 기준, JYP는 추정치

그림86 주요 팬 플랫폼별 주연급 배우 입점 수



자료: DS투자증권 리서치센터

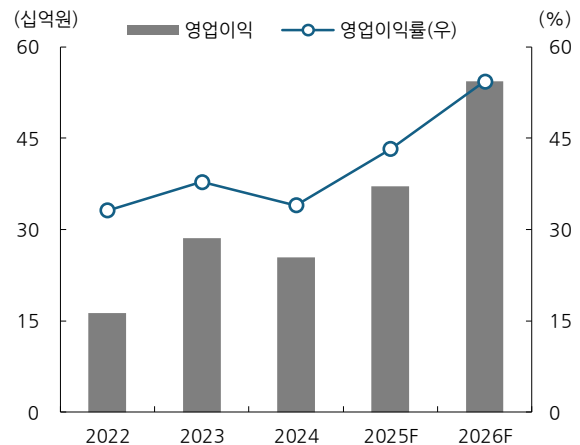
그림87 주요 플랫폼별 구독권 가격(1인권 기준)



자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터

주1: 비스태이지 팝은 IP별로 상이하므로 평균 값

그림88 디어유 영업이익 추이 및 전망



자료: DS투자증권 리서치센터

각 기획사 매출액을 IP수로 나누어 IP를 활용한 레버리지 정도 비교

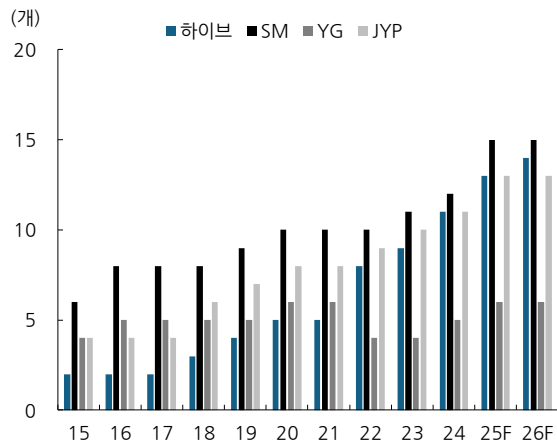
각 기획사의 IP 레버리지 활용도를 파악하는 방법으로 매출액을 IP로 나눠서 비교해 보았다. 하나의 IP로 음반, 공연, MD로 매출을 확대할수록 IP당 매출액 규모도 커질 것으로 판단했기 때문이다. 단순히 매출액을 IP로 나눈 것이므로 메가 IP의 유무에 따라서 해당 숫자는 차이가 클 수 있다. 또한 데뷔 초기에는 팬덤 확보에 시간이 소요되고 투어 규모도 제한적이기 때문에 연차별로 가중치를 부여해 산출했다. 7년차 이상 아이돌 그룹은 1, 3~7년차는 경우 0.7, 데뷔~3년차는 0.5를 적용해 가중치를 반영한 IP수로 각 기업의 전체 매출을 나누면 24년 기준 하이브 3,524억원, 에스엠 831억원, JYP 752억원, YG 868억원에 달했다. 25~26년 메가 IP의 복귀가 예정되어 있고 신규 IP의 수익화도 확대됨에 따라서 26년 매출액 컨센서스를 나눈 숫자는 하이브 3,804억원, SM 1,079억원, JYP 640억원, YG 1,662억원으로 추정한다.

표15 각 기획사별 아티스트 IP 수

그룹명	데뷔 연도	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26
하이브	7년차 이상	0	0	0	0	0	1	1	2	2	2	2	3
	3~7년차	0	1	1	2	2	1	2	2	3	3	4	4
	데뷔~2년차	2	1	1	1	2	3	2	4	4	6	7	7
	가중치 반영	1	1.2	1.2	1.9	2.4	3.2	3.4	5.4	6.1	7.1	8.3	9.3
SM	7년차 이상	4	4	4	4	5	5	6	6	8	8	8	9
	3~7년차	1	1	2	2	3	3	2	3	2	2	2	2
	데뷔~2년차	1	3	2	2	1	2	2	1	1	2	5	4
	가중치 반영	5.2	6.2	6.4	6.4	7.6	8.1	8.4	8.6	9.9	10.4	11.9	12.4
YG	7년차 이상	1	1	1	1	1	1	3	2	3	3	3	3
	3~7년차	0	0	2	3	4	4	2	1	1	1	1	1
	데뷔~2년차	3	4	2	1	0	1	1	1	0	1	2	2
	가중치 반영	2.5	3	3.4	3.6	3.8	4.3	4.9	3.2	3.7	4.2	4.7	4.7
JYP	7년차 이상	0	1	1	1	1	1	1	3	3	3	4	5
	3~7년차	1	0	1	3	3	3	4	3	4	5	4	4
	데뷔~2년차	3	3	2	2	3	4	3	3	3	3	5	4
	가중치 반영	2.2	2.5	2.7	4.1	4.6	5.1	5.3	6.6	7.3	8	9.3	9.8

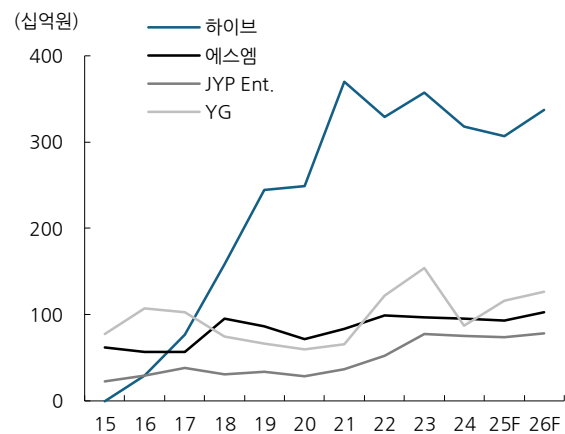
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터, 주: 25-26년 데뷔 예정인 그룹도 반영. 가중치 반영은 7년차 이상 아이돌 그룹은 1, 3~7년차의 경우 0.7, 데뷔~3년차는 0.5를 적용

그림89 주요 기획사 IP 수 추이



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림90 IP당 매출액 추이

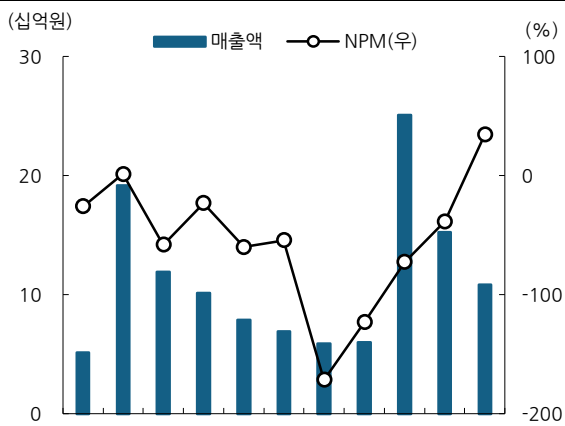


자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정

기획사의 사업 영역 확장 하이브의 게임 사업

둘째로 기획사는 IP 수익 확장을 위한 글로벌 시장 진출 및 신사업을 확장하고 있다. 하이브는 21년 9월 리듬게임 개발사 Superb를 흡수 합병한 후 22년 4월 하이브 IM(HYBE IM)을 설립했다. 하이브 아이엠은 자체 게임 개발 및 퍼블리싱 사업을 영위하며 하이브의 엔터테인먼트 사업 영역의 경계를 확장하고 있다. 대표 게임으로 Rhythm Hive, 인더섬 with BTS가 있으며, 별이 되어라2: 베다의 기사들, '프로젝트 OZ', '프로젝트 B'의 퍼블리싱을 발표하며 게임사업을 본격화하고 있다. 또한 최근 하이브IM은 빅히트 뮤직과 협업해 인공지능 기술과 음악을 융합한 신개념 프로젝트를 선보였다. 빅히트 뮤직의 새로운 아티스트 MIDNATT이 발표한 디지털 싱글 'Masquerade'를 6개 언어(한국어, 영어, 일본어, 중국어, 스페인어, 베트남어) 음원으로 HYBE의 인공지능(AI) 오디오 기술로 발음을 자연스럽게 교정하여 보다 다양한 언어권에서 몰입감 있게 음악을 청취할 수 있도록 제작했다.

그림91 하이브아이엠 실적 추이



자료: 하이브, DS투자증권 리서치센터

그림92 하이브아이엠 사업 현황

구분	내용
설립일	2022년 4월
자체 개발작	리듬하이브(2021년 2월 출시) 인더섬 위드 BTS(2022년 6월 출시)
서비스 게임	별이되어라2: 베다의 기사들(2024년 4월 출시) 던전 스토크즈(미정) 프로젝트 OZ(미정) 아쿠아트리 AAA급 대작 프로젝트A(미정)
투자	하이브, 마코빌 50억원 하이브, 아쿠아트리 300억원 하이브, 플린트 100억원 하이브아이엠, 액션스퀘어 20억원

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림93 퍼즐 세븐틴



자료: 하이브, DS투자증권 리서치센터

그림94 별이되어라2: 베다의 기사들



자료: 하이브, DS투자증권 리서치센터

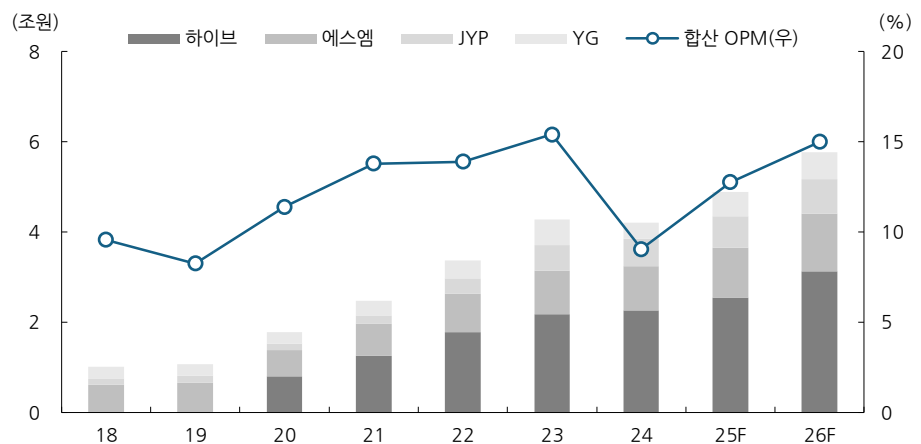
투자전략: IP 활용 레버리지가 큰 엔터사에 투자하자

엔터 4사 합산 실적과 주가 추이

25년 합산 실적 전망
매출액 +16% YoY
영업이익 +64% YoY

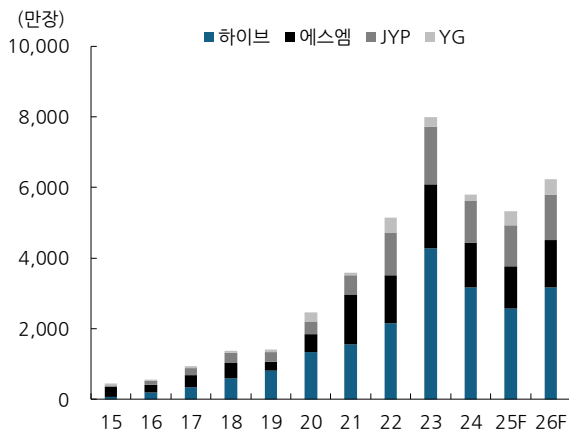
엔터 커버리지 4개 기업의 25년 합산 실적은 매출액 4.9조원(+16% YoY), 영업이익 6,238억원(+64% YoY, OPM 12.8%)으로 전망한다. 실적 성장은 1)23년 음반 매출 상승 기저 부담이 24년을 지나 완화되었고, 2)25-26년 메가 IP BTS와 블랙핑크의 활동이 재개되어 글로벌 투어, 음반/음원 매출 동반 성장이 기대되고, 3)성장 IP 및 저연차 IP의 활동 증가에 따른 수익 극대화, 4)기획사의 MD, 팬플랫폼을 통한 IP 레버리지 확대에 기인한다. 이러한 실적 성장은 주요 메가 IP의 투어 일정이 25-26년에 걸쳐 인식됨에 따라서 26년까지 엔터 업종 실적 모멘텀은 확대될 전망이다. 25-26년 실적 모멘텀이 가장 큰 기업은 메가 IP 복귀가 예정된 하이브와 YG이다.

그림95 주요 엔터 기획사 4개사 합산 실적 추이 및 전망



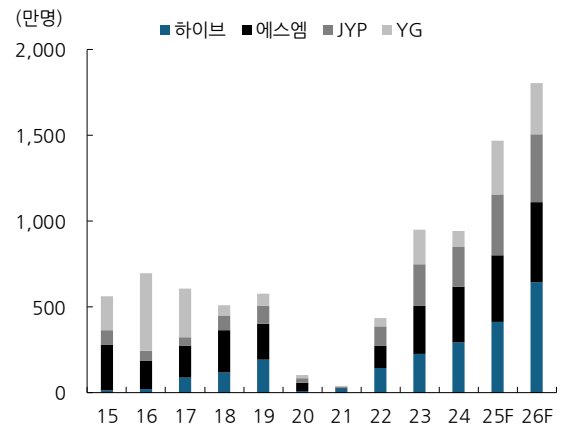
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정

그림96 주요 기획사 합산 음반 판매량 추이 및 전망



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정

그림97 주요 기획사 합산 공연 모객수 추이 및 전망



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정

밸류에이션 및 Top Picks

엔터 Historical PER

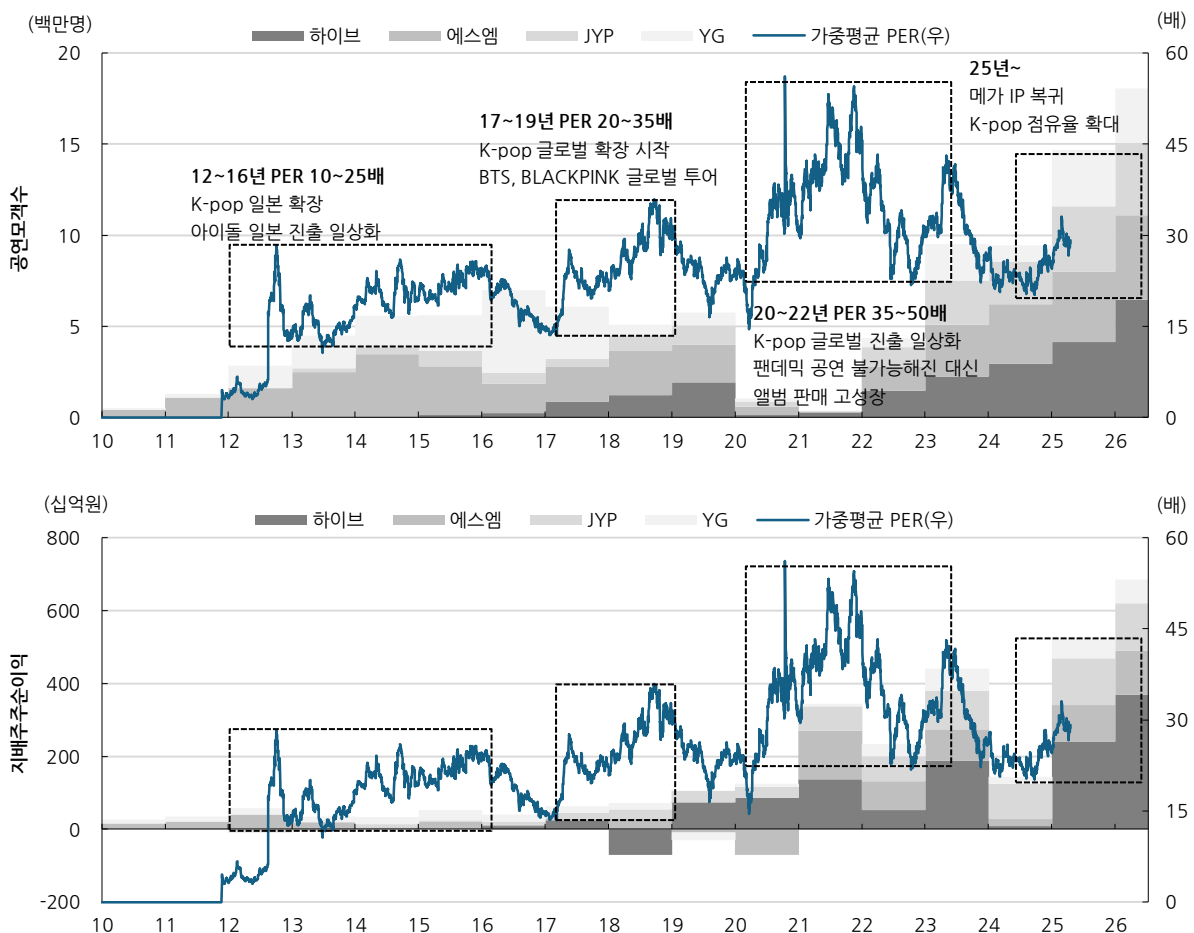
12~16 일본 확장기 20배

17~19 글로벌 진출 25배

20~22 글로벌 확장 35배

엔터 업종 밸류에이션은 글로벌 확장과 함께 밸류에이션 프리미엄이 확대됐다. 주요 엔터 기획사 4곳의 시가총액 가중평균 Historical PER은 1)12~16년(일본 확장기)은 K-pop 아이돌의 일본 확장이 본격화되며 평균 PER이 10배에서 20배로 상승했다. 15~16년 BIGBANG이 당시 K-pop 최대 규모로 월드 투어를 진행하며 글로벌 성장이 기대됐는데 16년말 중국의 한한령 우려로 밸류에이션은 하락했다. 2)17~19년(글로벌 진출 시작)에 들어와 BTS와 BLACKPINK가 글로벌 투어를 시작하며 PER 밸류에이션은 25배까지 상승했고, 3)20~22년(글로벌 확장기)은 하이브가 상장하고 메가 IP 외에도 K-pop 아티스트의 글로벌 확장이 이루어졌다. BTS 군입대와 팬데믹 등 악재에도 앨범 판매량이 고성장하며 PER 밸류에이션은 35배로 상승했다. 이후 BLACKPINK 재계약 불확실성 확대, 하이브와 어도어 분쟁, 메가 IP의 공백 속 앨범 판매 정상화로 수익 하락으로 PER은 20배까지 하락했다.

그림98 주요 기획사 4곳 공연 모객수 및 가중평균 PER 추이



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 공연모객수는 당사 추정치, 25~26년 예상 지배주주순이익은 컨센서스 활용

25년 메가 IP 복귀, 중국
기대감으로 상승한 PER
적정 목표배수 30배 제시

당사는 1)글로벌 Gen Z의 성장과 함께 K-pop의 글로벌 시장 점유율 확대, 2)엔터 기획사의 경쟁력 상승으로 IP 레버리지 효과 확대가 기대되는 엔터 업종 평균 목표 배수를 30배로 제시한다. 이는 이전 글로벌 확장기(20~22)의 밸류에이션 하단 수준으로 향후 IP 레버리지 효과에 따른 실적 성장 및 중국 한한령 해제에 따른 수익성 개선시 추가 리레이팅 가능성도 있다.

최선후주 하이브
차선후주 와이지엔터

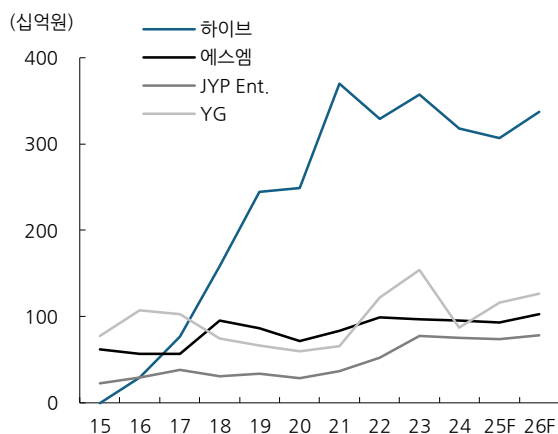
엔터 업종 최선후주는 1)실적 모멘텀과 2)아티스트 IP 레버리지가 높은 종목 순으로 선별했다. 25~26년 BTS 복귀, 성장 IP 다수 보유, 밸류체인 확장으로 IP 레버리지를 꾸준히 시현 중인 하이브(352820)를 최선후주로 제시한다. 하이브는 IP 경쟁력이 가장 높고 IP당 매출 레버리지도 높아 업종 평균 목표 배수 30배 대비 50% 프리미엄을 부여한 45배를 적용했다. 차선후주는 하반기 블랙핑크의 글로벌 투어 재개로 가장 빠른 실적 모멘텀이 기대되고 실적 레버리지가 높은 YG(122870)를 추천한다. 이외에도 밸류에이션 매력력이 높은 JYP, 가장 탄탄한 IP 층을 보유한 SM, SM과 협력 강화 및 중국 진출로 쿼텟 점프가 기대되는 디어유를 관심 종목으로 제시한다.

표16 엔터 Coverage 목표주가 산출

	하이브	SM	JYP	YG	디어유
Top Pick	★★			★	
투자 의견	매수	매수	매수	매수	매수
시가총액(십억원)	9,580.0	2,598.5	2,220.8	1,198.1	980.4
현재주가(원)	230,000	113,500	62,500	64,100	41,300
목표주가(원)	300,000	150,000	85,000	90,000	55,000
상승여력	30%	32%	36%	40%	33%
목표배수	45	30	24	30	30

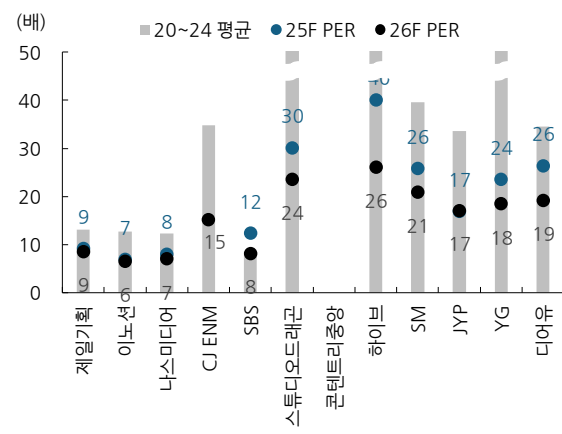
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 시가총액 및 현재주가는 2025.04.21 종가 기준

그림99 주요 기획사 IP당 매출액 추이



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터, 주: 25,26년 매출액은 컨센서스 활용

그림100 미디어/엔터 밸류에이션 비교



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

차이나[China]는 업사이드 분석

또 다시 중국에 걸어보는 기대

25년 주요 업사이드
요인이 될 중국 시장

25년은 음식료와 미디어/엔터 업종 공통적으로 중국 시장이 중요한 업사이드 요인으로 작용할 전망이다. 24년말부터 중국 정부의 강도 높은 내수 소비 활성화 정책이 이어지고 있고 최근에는 미-중 갈등이 심화되며 한국과의 관계 개선을 위한 움직임도 나타나고 있기 때문이다.

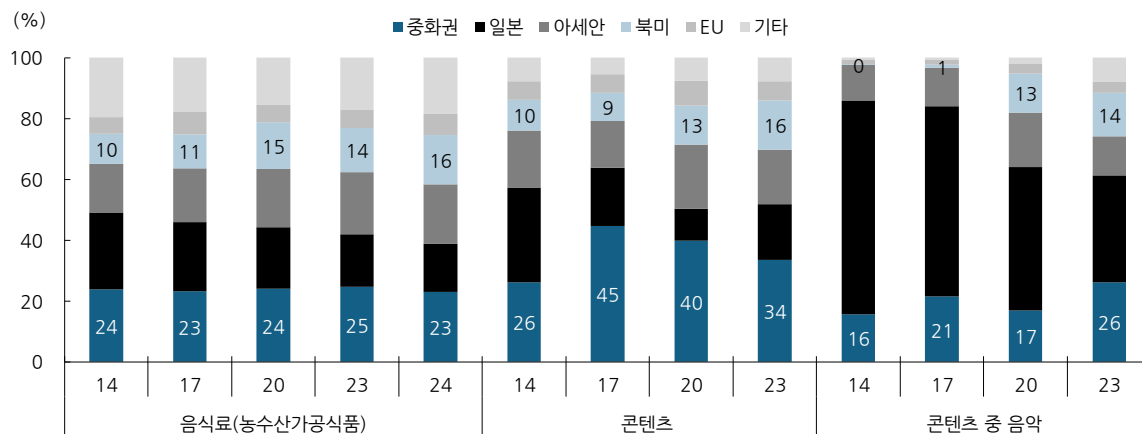
17년 사드 배치 후
축소된 중국 비중

17년 이후 국내 소비재와 콘텐츠 기업의 중국 의존도는 크게 축소됐다. 한국의 사드(THAAD) 배치 후 중국 정부의 규제 강화, 소비자 불매 운동, 중국 내수 경기 둔화까지 겹치며 주요 기업들의 중국 매출 비중이 크게 축소된 상황에서 성장률도 저조했기 때문이다. 특히 중국 정부가 한국 드라마/영화 방영 및 K-pop 공연 등 한국 콘텐츠의 중국 내 유통을 전면 금지하며 현재 미디어와 엔터 업종 내 중국 비중은 전무하다고 할 수 있다. 이에 따라 각 기업들은 중국 외 아시아 지역으로, 나아가서는 미국과 유럽으로 지역을 다변화하며 성장해왔다.

중국 시장 개화 시
미디어/엔터 실적 레벨업
소비재 기업 수혜도 기대

지금과 같이 중국 실적 비중이 축소된 상태에서 중국 시장의 개화는 단순 실적 성장을 넘어 레벨업의 기회가 될 것이다. 우선 K-콘텐츠 기업은 전세계 2위 규모 콘텐츠 시장인 중국에서 드라마 제작/판매, 아티스트 공연 등 활동 증가로 IP 활용 측면에서 레버리지 효과가 가장 클 것으로 기대한다. K-소비재 기업은 K-콘텐츠 확산과 중국 내수 경기 회복에 따른 수요 증가로 성장할 전망이다.

그림101 연도별 음식료와 콘텐츠 지역별 수출 비중 추이



자료: 농림축산식품부, 한국콘텐츠진흥원, DS투자증권 리서치센터, 주: 중화권은 중국, 홍콩, 대만 합산 실적

1)중국 내수 경기 부양 → K-소비재 수혜

중국 정부의 강도 높은 경기 부양책 발표와 내수 소비 반등 기대

중국 정부의 수출 감소 우려 속 내수 소비 부양 의지

중국의 경기부양 기대감이 고조되고 있다. 24년 9월부터 중국 정부는 다양한 경기부양책을 잇달아 발표했으며 25년 3월 양회에서 이를 더욱 공고히 했다. 25년 GDP 성장률 목표는 전년과 동일한 5% 수준이나 내수 확대를 1순위 중점 과제로 정하고 보다 적극적인 재정정책과 완화적인 통화정책을 펼칠 계획이다. 미-중 무역 갈등과 글로벌 보호무역주의로 중국의 수출 감소가 우려되는 상황에서 경제성장 목표를 달성하기 위해서는 내수 확대가 중요하기 때문이다.

적극적인 재정정책
양신, 양중, 서비스 소비
확대에 특별 국채 확대

이에 따라 중국 정부는 전방위적 내수 확대를 위한 적극적인 투자 계획을 밝혔다. 25년 재정적자율을 역대 최고 수준(4%)으로 책정하고 국채 발행을 전년비 2.9조 위안 늘린 11.9조원으로 제시했다. 이중 초장기(20~50년) 특별국채는 1.3조 위안으로 전년비 30% 확대했다. 이는 1)양신(兩新=이구환신): 대규모 설비와 소비재 교체, 2)양중(兩重): 국가급 중대형 전략, 중점 안보 능력 건설, 3)서비스 소비 확대: 건강, 양로, 육아 등 서비스 공급을 확대하고 문화, 관광, 스포츠 등 소비 잠재력을 자극해 내수 시장 확대에 사용될 것이다.

표17 중국 주요 경제 목표 및 실적

구분	2024		2025
	목표	실적	목표
경제성장률	5.0% 내외	5.0%	5.0% 내외
GDP 대비 적자율(재정정책)	3.0%(적극적)	3.0%	4.0%(더욱 적극적)
도시 신규 고용	1,200 만명	1,256 만명	1,200 만명 이상
CPI 증가율	3.0% 내외	0.2%	2.0% 내외
통화정책	온건한 기조	온건한 기조	적절히 완화적 기조

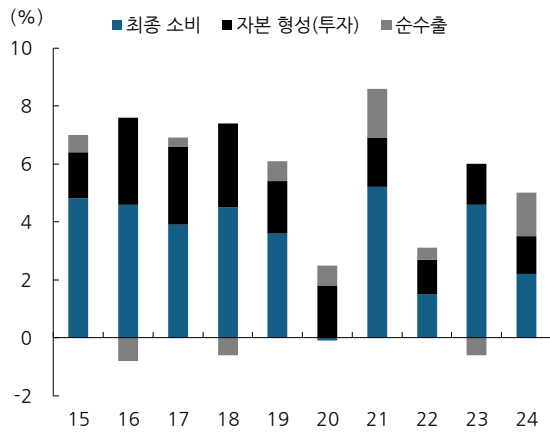
자료: 한국무역협회, DS투자증권 리서치센터

표18 연도별 중국 경제 중점 과제

No	2023	2024	2025
1	내수 확대	실질적 생산력 발전	내수 확대
2	현대화 산업체계 구축	과학 교육	지역별 실질적 생산력 발전
3	국유/민영 기업 개혁	내수 확대	과학 기술 교육
4	외자유치 및 활용 확대	개혁 심화	경제체제 개혁
5	경제 금융 리스크 해소	대외 개방 확대	대외 개방 확대
6	식량 생산 안정화/농촌진흥	핵심 분야 리스크 관리	핵심 분야 리스크 관리
7	녹색전환	3 농(농업·농촌·농민) 지속 추진	3 농(농업·농촌·농민) 지속 추진
8	민생보장	지역 균형 발전	지역균형발전
9		녹색·저탄소 발전	녹색·저탄소 발전
10		민생 개선	민생 개선

자료: 한국무역협회, DS투자증권 리서치센터

그림102 중국 경제 성장을 기여



자료: 중국국가통계국, DS투자증권 리서치센터

그림103 중국 연도별 국채 발행 내역

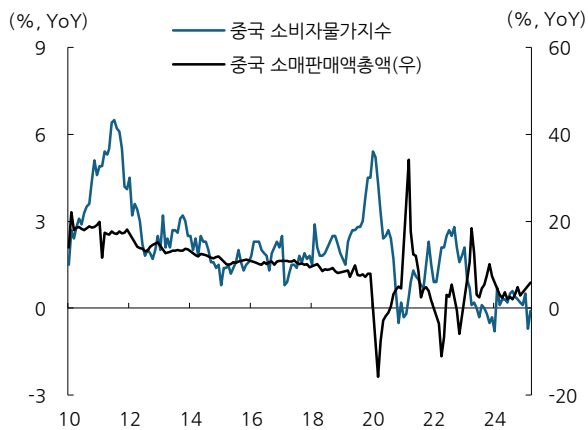
구분(조 위안)	2023	2024	2025
일반국채/재정적자	3.88	4.06	5.66
중점 인프라 투자	0.68	0.7	0.735
지방정부 특수목적 채권	3.8	3.9	4.4
대형은행 자본 확충 채권	-	-	0.5
특별국채	1.0	1.0	1.5
양중(兩重)		0.7	0.8
양신(兩新=이구환신)		0.3	0.5
설비 교체		0.15	0.2
소비재 이구환신		0.15	0.3
합계	8.68	8.96	11.86

자료: Kotra, 중국 국무원, DS투자증권 리서치센터

중국 소비자 심리지수, 소매판매증가율과 소매업 경기지수 호조

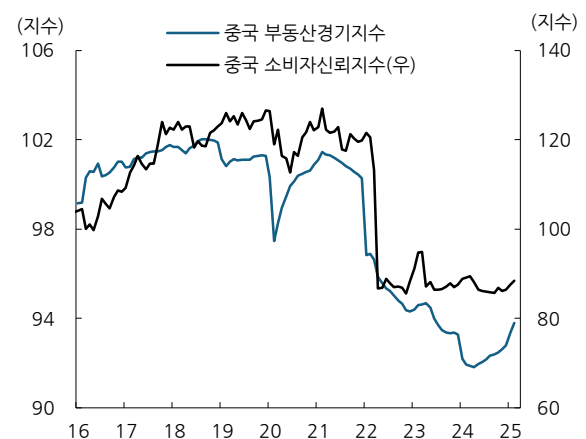
실제로 중국 내수 관련 경제 지표는 다소 긍정적으로 발표되고 있다. 중국 정부가 내수 활성화를 위해 다양한 경기부양책을 발표하기 시작한 24년 9월부터 중국의 소매업 부문의 체감경기를 나타내는 소매업 경기 지수(CRPI)는 50을 상회하며 확장 국면을 시사하고 있다. 24년 9월 50.6에서 25년 1월 51.1로 상승 후 2월 50.1으로 하락하며 위축 국면 직전까지 갔지만 3월 50.5로 상승했다. 또한 1Q25 중국의 GDP는 +5.4% 증가했는데 CPI는 -0.1% 하락했지만 사회 소비재 판매 총액은 +4.6% 증가한 것으로 파악된다. 향후에도 중국 정부가 소비재 이구환신 보조금 규모를 전년비 2배 확대하고 해당 품목을 24년 8종에서 25년 12종으로 확대해 관련 소비재 시장 성장 뿐만 아니라 관광, 문화, 오락, 가사도우미, 육아, 양로 등 서비스 소비촉진책 제정에 따른 서비스 시장 성장도 기대된다.

그림104 중국 CPI와 소매판매 증감률



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림105 중국 부동산경기지수와 소비자신뢰지수 추이



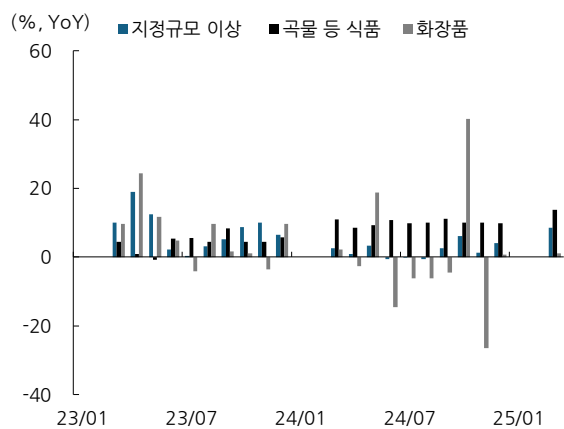
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

표19 중국 소매판매 증감률

(%)	24년										25년
월	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	3
총계	3.1	2.3	3.7	2.0	2.7	2.1	3.2	4.8	3.0	3.7	5.9
지정규모 이상	2.6	0.9	3.4	-0.6	-0.1	-0.6	2.6	6.2	1.3	4.0	8.5
자동차 제외	3.9	3.2	4.7	3.0	3.6	3.3	3.6	4.9	2.5	4.2	6.0
도시	3.0	2.1	3.7	1.7	2.4	1.8	3.1	4.7	2.9	3.7	6.0
농촌	3.8	3.5	4.1	3.8	4.6	3.9	3.9	4.9	3.2	3.8	5.3
케이터링 서비스	6.9	4.4	5.0	5.4	3.0	3.3	3.1	3.2	4.0	2.7	5.6
상품	2.7	2.0	3.6	1.5	2.7	1.9	3.3	5.0	2.8	3.9	5.9
지정규모 이상	2.6	0.9	3.4	-0.6	-0.1	-0.6	2.6	6.2	1.3	4.0	8.5
케이터링 서비스	3.2	0.0	2.5	4.0	-0.7	0.4	0.7	-0.3	2.5	1.2	6.8
상품	2.5	0.9	3.5	-1.0	0.0	-0.7	2.8	6.8	1.2	4.2	8.6
식품, 음료, 담배											
곡물 등 식품	11.0	8.5	9.3	10.8	9.9	10.1	11.1	10.1	10.1	9.9	13.8
음료	5.8	6.4	6.5	1.7	6.1	2.7	-0.7	-0.9	-4.3	-8.5	4.4
주류 및 담배	9.4	8.4	7.7	5.2	-0.1	3.1	-0.7	-0.1	-3.1	10.4	8.5
의류, 신발 등	3.8	-2.0	4.4	-1.9	-5.2	-1.6	-0.4	8.0	-4.5	-0.3	3.6
의류	3.6	-3.0	3.2	-2.2	-5.6	-1.9	-0.3	7.2	-4.5	0.4	
화장품	2.2	-2.7	18.7	-14.6	-6.1	-6.1	-4.5	40.1	-26.4	0.8	1.1
금, 은, 보석	3.2	-0.1	-11.0	-3.7	-10.4	-12.0	-7.8	-2.7	-5.9	-1.0	10.6
일상용품	3.5	4.4	7.7	0.3	2.1	1.3	3.0	8.5	1.3	6.3	8.8
가정용 전자제품	5.8	4.5	12.9	-7.6	-2.4	3.4	20.5	39.2	22.2	39.3	35.1
의약	5.9	7.8	4.3	4.5	5.8	4.3	5.4	1.4	-2.7	-0.9	1.4
오락용품	19.3	12.7	20.2	-1.5	10.7	3.2	6.2	26.7	3.5	16.7	26.2
서적, 신문, 잡지	10.7	-2.0	-5.1	0.8	-2.7	-3.9	5.1	-4.8	-10.1	-12.2	
문화, 사무용품	-6.6	-4.4	4.3	-8.5	-2.4	-1.9	10.0	18.0	-5.9	9.1	21.5
가구	0.2	1.2	4.8	1.1	-1.1	-3.7	0.4	7.4	10.5	8.8	29.5
통신 장비	7.2	13.3	16.6	2.9	12.7	14.8	12.3	14.4	-7.7	14.0	28.6
석유, 석유제품	3.5	1.6	5.1	4.6	1.6	-0.4	-4.4	-6.6	-7.1	-2.8	-1.9
자동차	-3.7	-5.6	-4.4	-6.2	-4.9	-7.3	0.4	3.7	6.6	0.5	5.5
건축, 건물내 자재	2.8	-4.5	-4.5	-4.4	-2.1	-6.7	-6.6	-5.8	2.9	0.8	-0.1
기타	0.4	3.7	4.4	3.5	3.4	3.7	6.9	9.7	2.7	8.0	

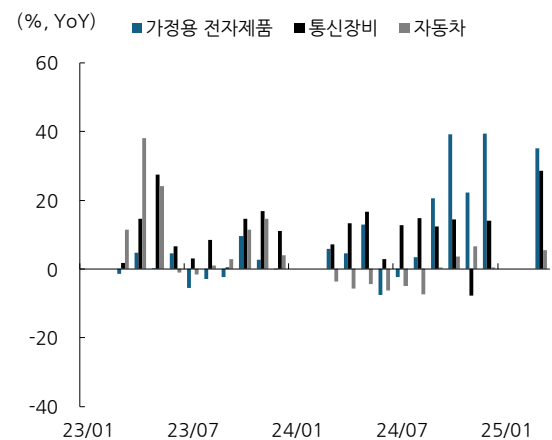
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림106 주요 품목별 소매판매 증감률



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림107 주요 품목별 소매판매 증감률



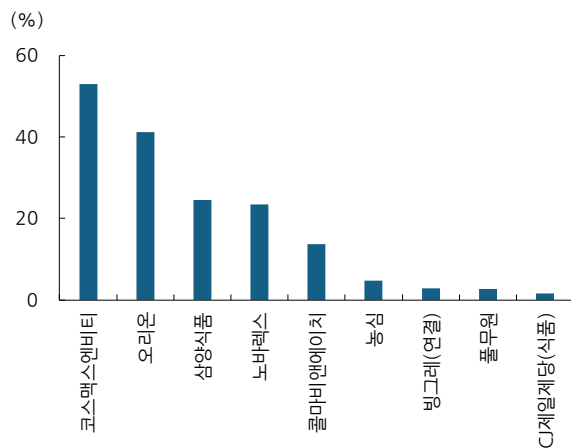
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

K-소비재 기업도 중국 관련 실적 모멘텀 확대 전망

중국 내수 소비 확대로
오리온, 건기식 ODM,
라면 업체 실적 성장 전망

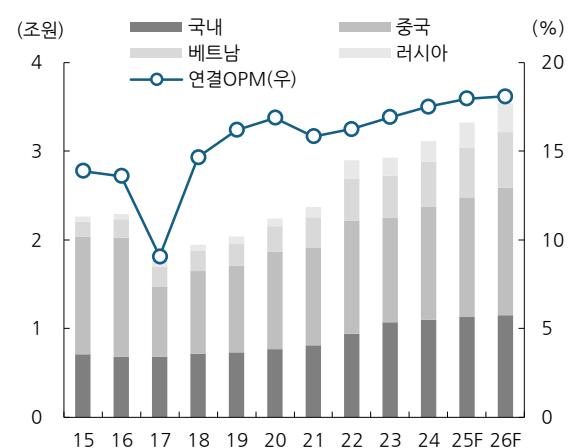
중국의 내수 소비 확대에 따른 K-소비재의 수혜도 기대된다. 음식료 섹터는 국내 시장의 한계 속에서 해외 성장이 더욱 중요해졌는데 최근 화두였던 미국 성장과 별개로 중국 회복이 추가 모멘텀이 될 것이다. 당사 커버리지 중 중국 매출 비중이 높은 음식료 기업은 건기식 ODM(코스맥스엔비티 50%, 노바렉스 30%), 오리온(40% 이상), 삼양식품(20%중반)이다. 특히 오리온은 중국 내 채널 조정이 마무리되어 소비 경기 회복 시 가장 탄력적으로 실적 회복을 시현할 것으로 전망한다. 또한 국내 건기식 ODM은 내수 시장이 부진한 가운데 중국 온라인 직구 채널이 성장하며 중국 로컬 및 글로벌 건기식 브랜드의 생산기지로 선택되며 중국 건기식 시장 성장에 따른 수출 실적 성장이 기대된다.

그림108 주요 음식료 업체 중국 매출 비중



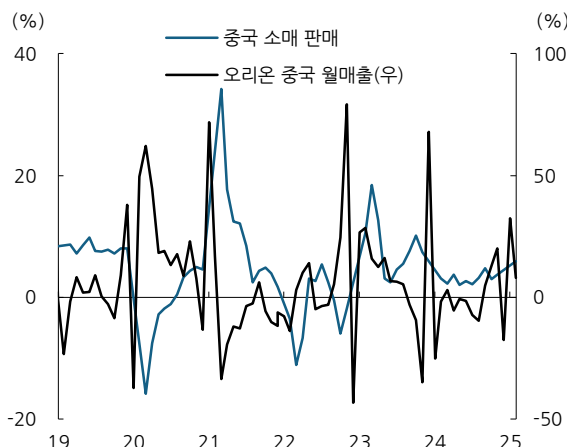
자료: DS투자증권 리서치센터

그림109 오리온 실적 추이 및 전망



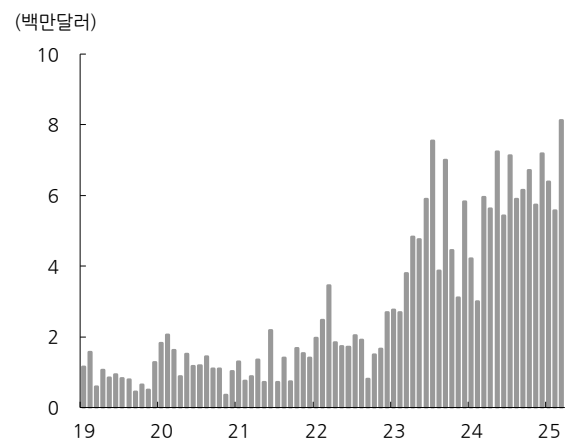
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림110 중국 소매 판매 증감률과 오리온 중국 월매출 증감률



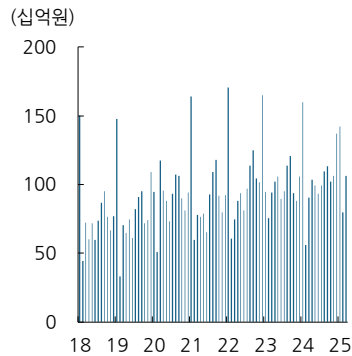
자료: Bloomberg, 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림111 노바렉스 공장 소재 충북 청주시 기타 조제식품 수출



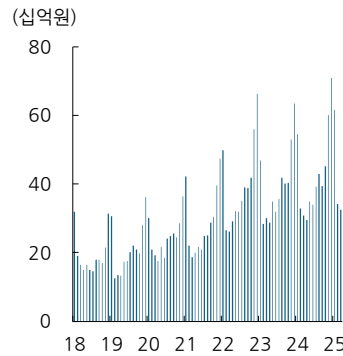
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림112 중국 월매출 추이



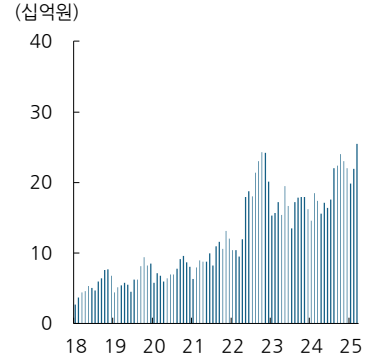
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림113 베트남 월매출 추이



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림114 러시아 월매출 추이



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

표20 오리온 월별 실적 추이

당월(십억원)	24/02	24/03	24/04	24/05	24/06	24/07	24/08	24/09	24/10	24/11	24/12	25/01	25/02	25/03
매출액														
한국(오리온)	86.0	92.2	95.4	96.9	85.4	92.0	90.5	88.5	98.8	93.8	95.7	94.5	89.0	98.8
중국(OFC)	56.2	90.4	103.3	99.4	93.1	99.5	109.7	113.1	102.2	106.4	137.0	142.0	79.9	106.3
베트남(OFCV)	32.8	30.8	29.5	35.0	33.9	39.3	43.0	39.4	45.2	60.1	71.0	61.7	34.1	32.5
러시아(OIE)	18.5	17.4	15.6	17.1	16.4	17.6	22.0	22.4	24.0	23.0	22.0	19.8	21.9	25.5
합산	193.5	230.8	243.8	248.4	228.8	248.4	265.2	263.4	270.2	283.3	325.7	318.0	224.9	263.1
YoY														
한국(오리온)	9.0%	4.8%	5.0%	4.4%	-4.6%	2.8%	-1.5%	-2.3%	6.2%	1.4%	5.0%	1.2%	3.5%	7.2%
중국(OFC)	-25.6%	-4.0%	1.3%	-6.1%	4.0%	4.7%	-3.5%	-6.5%	8.8%	20.8%	29.6%	-11.1%	42.2%	17.6%
베트남(OFCV)	15.5%	2.3%	2.4%	0.3%	5.9%	10.4%	2.9%	-2.0%	12.2%	13.2%	11.8%	13.0%	4.0%	5.5%
러시아(OIE)	17.8%	1.2%	1.3%	-12.3%	-1.8%	30.4%	27.9%	25.8%	34.1%	28.5%	35.8%	35.6%	18.4%	46.6%
합산	-2.5%	0.6%	2.8%	-1.9%	0.5%	6.3%	0.2%	-2.3%	10.2%	12.6%	17.8%	-1.4%	16.2%	14.0%
YoY(현자통화)														
한국(오리온)	9.0%	4.8%	5.0%	4.4%	-4.6%	2.8%	-1.5%	-2.3%	6.2%	1.4%	5.0%	1.2%	3.5%	7.2%
중국(OFC)	-25.1%	-1.6%	2.9%	-5.4%	-0.8%	-1.5%	-7.2%	-9.6%	4.9%	13.0%	20.0%	-17.5%	32.4%	8.0%
베트남(OFCV)	14.2%	5.2%	5.8%	5.7%	7.9%	10.0%	5.0%	-0.5%	13.8%	10.9%	6.5%	6.3%	-0.6%	-0.4%
러시아(OIE)	41.3%	19.0%	12.1%	-1.8%	-2.4%	16.9%	16.1%	18.6%	32.3%	34.1%	40.8%	43.2%	10.2%	25.9%
합산														
영업이익														
한국(오리온)	12.8	14.9	16.3	17.5	12.9	15.1	15.2	13.4	17.7	16.4	9.8	17.2	14.0	15.4
중국(OFC)	3.9	17.0	21.4	19.1	15.5	16.9	21.7	25.0	19.3	21.2	29.8	24.4	11.3	20.3
베트남(OFCV)	4.5	4.6	3.5	6.4	5.5	7.3	9.0	7.6	9.7	14.9	16.9	12.5	4.7	4.0
러시아(OIE)	2.9	2.7	2.2	2.5	2.0	2.3	3.2	4.0	4.6	4.3	4.2	2.7	2.7	3.2
합산	24.1	39.2	43.4	45.5	35.9	41.6	49.1	50.0	51.3	56.8	60.7	56.8	32.7	42.9
YoY														
한국(오리온)	18.5%	8.0%	9.4%	8.7%	-5.1%	8.6%	3.4%	-6.3%	7.9%	3.1%	-16.9%	6.2%	9.4%	3.4%
중국(OFC)	-66.1%	8.3%	21.6%	-2.1%	9.9%	0.0%	-23.9%	-8.4%	1.0%	21.1%	34.2%	-27%	190%	19.4%
베트남(OFCV)	32.4%	48.4%	12.9%	10.3%	17.0%	19.7%	9.8%	0.0%	18.3%	19.2%	13.4%	20.2%	4.4%	-13.0%
러시아(OIE)	0.0%	-7%	-12.0%	-19.4%	-4.8%	35.3%	33.3%	53.8%	39.4%	30.3%	50.0%	22.7%	-6.9%	19%
합산	-15.7%	10.4%	13.9%	2.2%	4.1%	7.8%	-8.7%	-3.5%	9.1%	15.4%	17.4%	-8.5%	35.7%	9.4%
영업이익률														
한국(오리온)	14.9%	16.2%	17.1%	18.1%	15.1%	16.4%	16.8%	15.1%	17.9%	17.5%	10.2%	18.2%	15.7%	15.6%
중국(OFC)	6.9%	18.8%	20.7%	19.2%	16.6%	17.0%	19.8%	22.1%	18.9%	19.9%	21.8%	17.2%	14.1%	19.1%
베트남(OFCV)	13.7%	14.9%	11.9%	18.3%	16.2%	18.6%	20.9%	19.3%	21.5%	24.8%	23.8%	20.3%	13.8%	12.3%
러시아(OIE)	15.7%	15.5%	14.1%	14.6%	12.2%	13.1%	14.5%	17.9%	19.2%	18.7%	19.1%	13.6%	12.3%	12.5%
합산	12.5%	17.0%	17.8%	18.3%	15.7%	16.7%	18.5%	19.0%	19.0%	20.0%	18.6%	17.9%	14.5%	16.3%

자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

2)중국 한한령 해제 → K-Contents와 K-pop 레버리지 확대

한한령 해제 기대감은
갈수록 높아지는 중

최근 시장의 관심은 중국 한한령(限韓令) 해제 가능성과 기대 효과에 집중돼 있다. 중국 정부는 공식적으로 한한령을 인정하지 않지만 17년 사드 배치 후 현재까지 중국 내 한류 콘텐츠 유통은 전면 금지된 상태이다. 일부 한국 드라마가 중국 내 OTT 플랫폼에 공개되는 등 K-드라마와 영화 콘텐츠는 한정적으로 중국 진출이 이루어졌지만 여전히 동시 방영은 이루어지지 않고 있다. K-pop에 대한 규제는 더욱 엄격했는데 일부 아티스트의 중국 내 팬 사인회 진행 외에 대규모 공연이나 방송 출연은 할 수 없는 상황이다.

한한령 해제 필요성
1)미-중 갈등 심화
2)내수 소비 부양

25년 정말 한한령이 해제될 지는 알 수 없다. 다만 그 가능성이 높아지고 있다고 판단하는데 1)미-중 갈등이 심화될수록 중국은 주변국과 우호적 관계 구축이 필요하고, 2)경제 성장 목표를 달성하기 위해 내수 확대가 1순위로 중요해진 상황에서 문화 등 서비스 소비 부양 측면에서 한국 콘텐츠 유통의 경제적 효과가 클 것이기 때문이다. 실제로 최근 시진핑 주석 등 중국 지도부는 연이어 한-중간 문화 교류를 강조하며 한한령 해제 기대감을 높여주고 있다.

최근 늘어난 K-pop
아티스트 활동
미디어와 엔터 업종
시나리오별 실적 전망

실제로 최근 K-pop 아이돌 및 아티스트들의 중국 내 활동이 늘고 있다. 24년 뉴진스, 세븐틴, TXT, 에스파의 팬사인회에 이어 25년 2월 트와이스, 3월 아이브 등 K-pop 여자 아이돌의 팬사인회가 열렸고 봉준호 감독의 영화 미키17이 중국 전역에서 한국 감독 영화로 4년 만에 정식 개봉했다. 또한 4/12~13 한국 국적은 아니지만 K-pop 아티스트들이 대거 출연한 '워터밤 하이난 2025'이 10만명 관객을 동원하며 흥행했고 4/17에는 3인조 래퍼 '호미들'이 한국 국적 가수로 8년만에 중국 우한에서 공연을 개최하며 한한령 해제에 대한 기대감을 모으고 있다. 이후부터는 한한령 해제에 따른 미디어와 엔터 업종의 수익성 개선을 시나리오별로 분석했다.

그림115 중국 내 K-pop 아티스트 공연



자료: DS투자증권 리서치센터

1)K-드라마 제작사: 구작 판매를 통한 이익 성장 + 향후 신작 동시 방영까지

드라마 제작사 중국 기대

1)구작 판매

2)신작 선판매

K-드라마 제작사는 ①구작 판매: 한한령 기간 제작된 구작의 일시 판매로 일회성 매출과 이익 인식, ②신작 선판매: 중국 광전총국의 승인을 받아 ‘한국 방송사 편성 +글로벌 OTT 판매+중국 판매’에 따른 리콥을 상승으로 실적 레버리지를 기대할 수 있다. K-드라마 IP를 다수 보유한 스튜디오드래곤, 콘텐츠리중앙, SBS(스튜디오S)를 중심으로 실적을 추정하면 다음과 같다.

①구작 판매: 라이브러리의 30%를 편당 5억원에 판매 가정

비용 반영 끝난 구작

이익으로 바로 기여

가능성 높은 실적

우선 드라마 스튜디오는 중국으로 구작 판매에 따른 실적 성장이 기대된다. 이미 비용 반영이 끝난 구작의 경우 판매 매출의 대부분이 이익으로 인식되므로 외형 성장과 수익성 개선에 바로 기여할 것이다. 실제로 가장 가시성 높은 실적인데 한한령 해제 전에도 몇몇 작품은 중국 OTT로 구작 판매가 이루어졌고 공개는 되지 못했지만 계약금 일부를 이미 인식한 경우도 있기 때문이다. 다만 구작은 판매 단가가 낮고 계약에 따라 일시 반영되는 수익으로 일회성 성격이 있다. 각 기업별 구작 판매 실적 기여도 추정에 쓰인 가정은 다음과 같다.

1)판매량: 제작사별 한한령 이후 제작된(17~24년) 구작 라이브러리의 30%를 판매한다고 가정했다. 스튜디오드래곤 기준으로 캡티브 방영 드라마 중 시청률 5%를 넘는 작품의 비중이 전체의 30% 수준이었기 때문이다.

2)가격: 판매 단가는 편당 5억원으로 가정했다. 사실 작품에 따라 구작도 제작비의 10~20%를 수취하기도하고 한한령 이전 대비 상승한 한국과 중국 현지 드라마 제작비를 감안하면 더 높은 가격에도 판매가 가능할 수 있다. 다만 이미 다수의 중국 소비자가 비공식 루트로 주요 한국 드라마를 시청한 점과 묶음으로 구작을 판매할 경우 작품당 가치보다는 편수로 연간 계약이 이루어질 수 있고 여러 제작사의 구작이 다수 쏟아져 나와 편당 가치가 희석될 수 있음을 감안했다.

표21 주요 드라마 스튜디오 중국향 구작 판매 실적 기여 가정

(십억원)		2025	+구작 매출	증감률	가정
스튜디오드래곤	매출액	630.6	653.8	4%	라이브러리(17~24) 155 편 * 30% = 46.5 편
(연결)	영업이익	48.4	71.6	48%	편당 판매 5억원, 비용 반영 없음 = 233억원
콘텐츠리중앙	매출액	599.2	612.4	2%	라이브러리(17~24) 88 편 * 30% = 26.4 편
(방송부문)	영업이익	21.6	34.8	61%	편당 판매 5억원, 비용 반영 없음 = 132억원
SBS	매출액	954.6	965.4	1%	라이브러리(17~24) 72 편 * 30% = 21.6 편
(연결)	영업이익	28.7	39.5	38%	편당 판매 5억원, 비용 반영 없음 = 108억원

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

②신작 선판매: 중국 리콥율, 제작비와 제작 물량 상승 시나리오별 실적 기여 확대

신작 동시방영

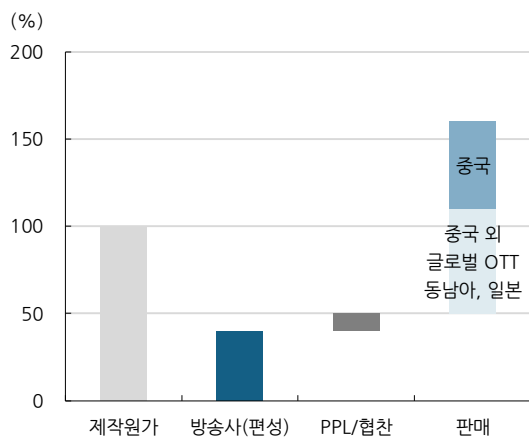
1)리콥율 상승

2)제작비와 물량 상승

두번째로 드라마 스튜디오는 중국으로 신작 선판매에 따른 실적 성장이 기대된다. 국내 방송사(30~50%) + 글로벌 OTT 등 중국 외 판권 선판매(50~80%) + 중국 판권 선판매(50%)에 따른 리콥율 상승이 기대된다. 진정한 의미의 한한령 해제 효과라고 볼 수 있고 콘텐츠 제작의 레버리지 확대 측면에서 중요하다.

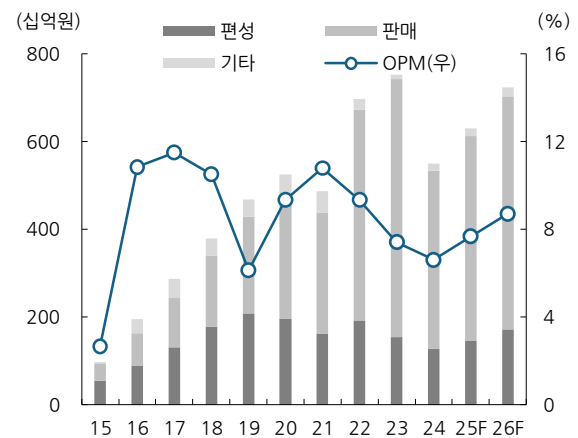
선판매는 구작과 다르게 국내 방송사 방영 시점에 맞춰 1시간 정도의 시차를 두고 바로 해외 플랫폼에 동시 방영되므로 화제성과 시의성이 높아 구작대비 높은 리콥율을 받을 수 있다. 실제로 최근 드라마 스튜디오의 실적은 제작 드라마 중 몇 편이 동시 방영됐는 지에 달려 있다해도 과언이 아니다. 스튜디오드래곤의 전체 실적에서 편성 매출이 차지하는 비중도 17년 46%에서 24년 23%까지 하락했다. OTT 오리지널 및 외부 제작 드라마가 증가한 영향도 있지만 글로벌 OTT 동시방영 작품 증가로 해외 판매 리콥율이 상승했기 때문이다.

그림116 드라마 제작 리콥율 가정



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림117 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

선판매 작품 방영은 한한령 해제 후 1년 이상 걸릴 수 있음

따라서 중국향 신작 선판매가 재개되면 작품당 리콥율 상승으로 수익성 개선과 제작 편수 증가와 제작비 상승에 따른 외형 성장도 기대된다. 다만 신작 선판매는 사전제작 후 중국 광전총국의 심의를 거쳐야하기 때문에 기획 및 제작 시점을 기존대비 5~6개월 이상 앞당겨야하는데 25년 5월 한한령이 해제되고나서 작품 기획/제작/심사까지 1년 이상이 소요돼 중국 선판매 작품이 나오는 시기는 26년 하반기가 될 수 있다. 물론 이보다 빠르게 이전에 기획/제작된 작품이 심사에 통과될 수도 있지만 예정된 방영 일자와 콘텐츠 내용 등을 고려하면 시간이 걸릴 것으로 보는 것이 합리적이다. 중국 선판매 실적 기여도 추정에 쓰인 가정은 다음과 같다.

선판매 판매량은
전체 제작 물량의 30%
수준. 연간 3~5편 사이

1)판매량: 선판매 작품 수량은 각 제작사의 전체 편성 작품 수의 30%로 가정했다. 현재 주요 드라마 스튜디오의 연간 제작 드라마 중 글로벌 OTT에 동시 방영되는 작품 수의 평균을 고려했다. 다만 중국 시장 확대에 따라 방송사의 편성 부담이 줄어들고 제작사의 수익 개선에 따라 전체 제작 작품 수 자체가 증가할 수 있으므로 이에 대해 시나리오 별로 구분해 실적을 추정했다.

리콥율과 제작비 상승 전망
리콥율 기준 구조 110%
→중국 선판매 160%

2)가격/리콥율: 기본적인 가정은 작품의 제작비가 변동이 없다는 가정 하에 최근 선 판매가 이루어지는 드라마 제작비 평균인 회당 20억원을 기준으로 중국 선판매를 통해 리콥율을 기존 110%(방송사 40%+PPL 10%+OTT 60%)에서 중국 리콥율 50%를 추가해 160%로 상승할 것으로 가정했다. 다만 중국 시장 확대에 따라 리콥율 상승을 고려해 드라마 제작비 상승이 나타날 수 있으며 이에 대해서도 시나리오 별로 구분해 실적을 추정했다. 최근 주요 대작 드라마의 경우 회당 제작비가 35~40까지도 상승한 점을 반영했다.

표22 주요 드라마 스튜디오 중국향 신작 판매 실적 기여 가정

시나리오	A	B	C	D	E
중국 선판매 작품 수량(편)	1	2	3	4	5
리콥율 가정(%)	160%	160%	160%	160%	160%
회당 제작비별 매출액(십억원)					
1.5 * 16 = 24.0	38.4	76.8	115.2	153.6	192.0
2.5 * 16 = 40.0	64.0	128.0	192.0	256.0	320.0
3.5 * 16 = 56.0	89.6	179.2	268.8	358.4	448.0
회당 제작비별 GP(십억원)					
1.5 * 16 = 24.0	14.4	28.8	43.2	57.6	72.0
2.5 * 16 = 40.0	24.0	48.0	72.0	96.0	120.0
3.5 * 16 = 56.0	33.6	67.2	100.8	134.4	168.0

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표23 스튜디오드래곤의 신작 중국 선판매 실적 효과 시나리오(25년 실적 전망 기준, 전체 작품 수 동일 가정)

(십억원, %, 편)	기존			선판매 제작비 회당 15 억			선판매 제작비 회당 25 억			선판매 제작비 회당 35 억		
	23	24	25F	B	C	D	B	C	D	B	C	D
매출(A)	753.1	550.1	630.6	656.9	670.1	683.3	708.1	746.9	785.7	759.3	823.7	888.1
①기존 구조	753.1	550.1	630.6	580.1	554.9	529.7	580.1	554.9	529.7	580.1	554.9	529.7
②중국 선판매	0.0	0.0	0.0	76.8	115.2	153.6	128.0	192.0	256.0	179.2	268.8	358.4
매출총이익	87.9	68.0	81.3	103.6	114.7	125.9	122.8	143.5	164.3	142.0	172.3	202.7
GPM	11.7	12.4	12.9	15.8	17.1	18.4	17.3	19.2	20.9	18.7	20.9	22.8
판매비	32.0	31.6	32.9	32.9	32.9	32.9	32.9	32.9	32.9	32.9	32.9	32.9
영업이익	55.9	36.4	48.4	70.7	81.8	92.9	89.9	110.6	131.3	109.1	139.4	169.7
OPM	7.4	6.6	7.7	10.8	12.2	13.6	12.7	14.8	16.7	14.4	16.9	19.1
작품 수(B)	30	19	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
TV	17	11	17	23	22	21	23	22	21	23	22	21
기존 구조	17	11	17	21	19	17	21	19	17	21	19	17
중국 선판매	0	0	0	2	3	4	2	3	4	2	3	4
오리지널	13	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
편당 매출(A/B)	25.1	29.0	25.2	26.3	26.8	27.3	28.3	29.9	31.4	30.4	32.9	35.5

자료: DS투자증권 리서치센터 추정, 주: 제작비 시나리오는 선판매 작품에 대해서만 가정. 나머지 작품은 기존 평균 그대로 적용

표24 스튜디오드래곤의 신작 중국 선판매 실적 효과 시나리오(25년 실적 전망 기준, 전체 작품 수 증가 가정)

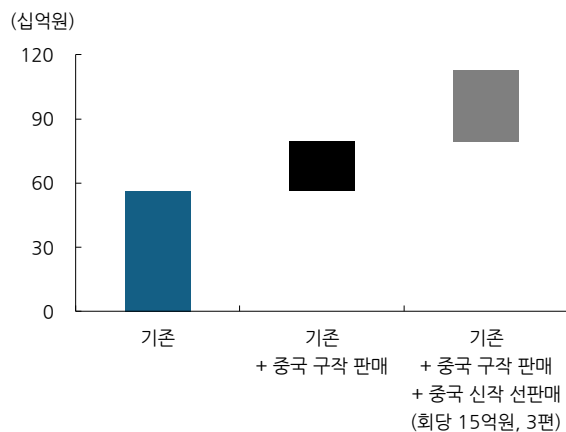
(십억원, %, 편)	기존			선판매 제작비 회당 15 억			선판매 제작비 회당 25 억			선판매 제작비 회당 35 억		
	23	24	25F	B	C	D	B	C	D	B	C	D
매출(A)	753.1	550.1	630.6	707.4	745.8	784.2	758.6	822.6	886.6	809.8	899.4	989.0
①기존 구조	753.1	550.1	630.6	630.6	630.6	630.6	630.6	630.6	630.6	630.6	630.6	630.6
②중국 선판매	0.0	0.0	0.0	76.8	115.2	153.6	128.0	192.0	256.0	179.2	268.8	358.4
매출총이익	87.9	68.0	81.3	110.1	124.5	138.9	129.3	153.3	177.3	148.5	182.1	215.7
GPM	11.7	12.4	12.9	15.6	16.7	17.7	17.0	18.6	20.0	18.3	20.2	21.8
판관비	32.0	31.6	32.9	34.2	34.2	34.2	34.2	34.2	34.2	34.2	34.2	34.2
영업이익	55.9	36.4	48.4	75.9	90.3	104.7	95.1	119.1	143.1	114.3	147.9	181.5
OPM	7.4	6.6	7.7	10.7	12.1	13.4	12.5	14.5	16.1	14.1	16.4	18.4
작품 수(B)	30	19	25	27	28	29	27	28	29	27	28	29
TV	17	11	17	19	20	21	19	20	21	19	20	21
기존 구조	17	11	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17
중국 선판매	0	0	0	2	3	4	2	3	4	2	3	4
오리지널	13	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
편당 매출(A/B)	25.1	29.0	25.2	26.2	26.6	27.0	28.1	29.4	30.6	30.0	32.1	34.1

자료: DS투자증권 리서치센터 추정, 주: 제작비 시나리오는 선판매 작품에 대해서만 가정. 나머지 작품은 기존 평균 그대로 적용

영업 레버리지 효과 긍정적
스튜디오드래곤 영업이익
25년 기준 484억원
→구작+선판매 1,051억원

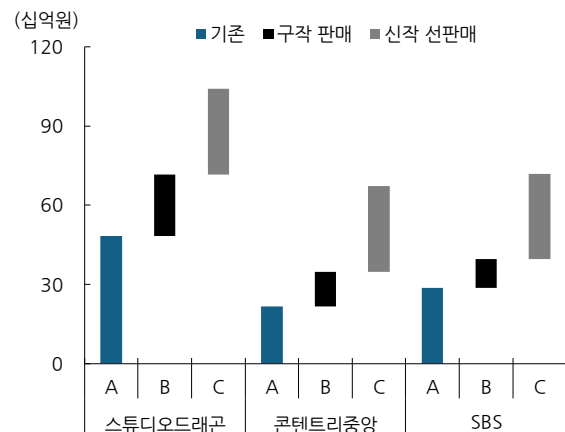
위와 같이 스튜디오드래곤의 중국 선판매에 따른 실적 레버리지 효과를 시나리오별로 분석했다. 당사 25년 추정 실적을 기준으로 적용한 가정은 1)전체 작품 수 변동 없이 2)평균 회당 제작비 15억원의 드라마를 2)중국 선판매 3편한다고 했을 때 스튜디오드래곤의 매출액 +6%, 매출총이익 +41%, 영업이익 +69% 증가가 기대된다. 만약 중국 선판매 작품의 회당 제작비가 25억원이라면 매출액 +18%, 매출총이익 +77%, 영업이익 +129% 증가하며 높은 영업 레버리지 효과가 기대된다. 또한 구작 판매 수익까지 고려하면 영업이익 증가율은 더욱 확대될 전망이다. 이는 콘텐츠리중앙과 SBS의 스튜디오 S도 동일하다. 무엇보다 중국 시장 개방은 국내 콘텐츠 시장이 구매자 중심에서 판매자 중심 시장으로 바뀔 수 있다는 측면에서도 의미가 크다.

그림118 스튜디오드래곤 영업이익 추정



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림119 동일 가정 주요 드라마 스튜디오 영업이익 추정



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

중국 내 K-드라마의 인기는 여전. OTT의 K-콘텐츠 수급 니즈 높음

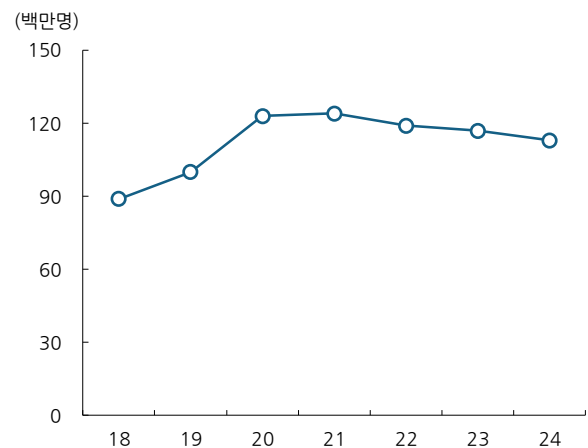
한편 K-드라마에 대한 수요가 높을 것인가에 대한 우려도 있다. 한한령 기간 동안 중국 드라마도 광전총국의 통제로 품질 개선이 나타났고 중국 내 OTT 플랫폼의 성장과 함께 장르와 소재도 다양해졌기 때문이다. 그러나 최근에도 인기 K-드라마는 중국 시청자들이 비공식적인 루트로 시청하고 리뷰를 공유하는 등 중국 내 인기가 있는 상황이다. 중국에서 정식으로 서비스되지 않는 넷플릭스 오리지널 작품 <폭삭 속았수다>와 <오징어게임2>에 대한 중국 소비자 반응이 이를 보여주고 있다. 또한 중국 주요 OTT는 유료 구독자수 정체와 높아지는 드라마 제작비로 부진한 수익성을 보이고 있어 한국 콘텐츠는 비교적 합리적인 가격에 유료 구독자를 확장 및 유지 시키는데 기여할 것으로 한한령 해제가 이루어지면 투자가 확대될 것이다. 중국 OTT에서 공개된 한국 드라마는 23년 1월 Bilibili <갯마을 차차차>, 23년 2월 <나의 해방일지>가 마지막인 것으로 파악된다.

그림120 중국 OTT 플랫폼 활성이용자수 규모



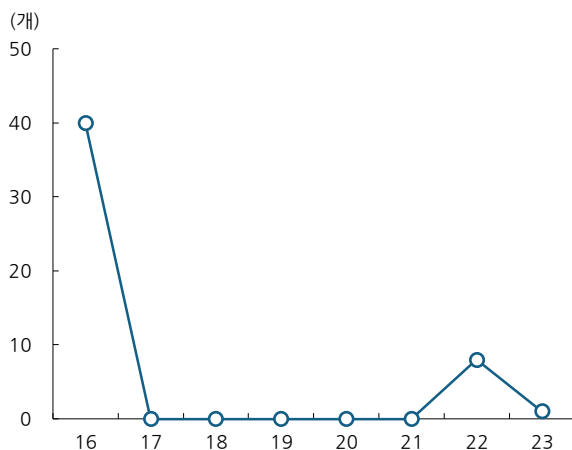
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림121 텐센트 비디오의 유료 구독자 수 추이



자료: Tencent, DS투자증권 리서치센터

그림122 중국 3대 OTT 방영된 한국 드라마 작품 수



자료: 언론, DS투자증권 리서치센터, 3대 OTT는 아이치이, 유쿠, 텐센트

그림123 중국 OTT 방영된 K-드라마



자료: DS투자증권 리서치센터

2)K-pop 기획사: 중국 내 활동 재개에 따른 IP레버리지 효과 기대

엔터 기획사 중국 기대

1)아티스트 공연 재개

2)IP 레버리지 확대

K-pop 엔터 기획사는 한한령 해제로 ①대규모 공연 증가: 한한령 기간 부재했던 중국 내 대규모 공연 재개로 실적 성장, ②IP 레버리지 확대: 공연을 통한 K-pop 아티스트의 인기 상승은 필연적으로 음반/음원, MD 매출 성장으로 이어지며 IP 레버리지가 확대될 전망이다. 주요 엔터 기획사 하이브, SM, YG, JYP의 아티스트 중국 내 공연 재개에 따른 실적을 추정하면 다음과 같다.

①공연 재개: 중국 공연 재개에 따른 월드 투어 규모 확장

한한령 해제 후 중국 공연

시간일 걸릴 수 있음

한한령이 해제되더라도 K-pop 아티스트의 중국 본토 내 공연이 이루어지는 것 또한 시간이 걸릴 수 있다. 이미 주요 아티스트의 향후 1년간 월드 투어 일정이 정해진 상황에서 중국 공연장도 대관이 대부분 완료되었을 것이기 때문이다. 다만 중국은 지리적으로 한국과 가까워 시간과 공간적 제약에서 비교적 자유롭다는 측면에서 기대를 모으고 있다.

중국 내 공연 매출은 아티스트별 가능 모객 수를 기준으로 시나리오를 분석했다. 중국 내 웨이보, 더우인 팔로워 수와 과거 홍콩, 마카오, 대만 등에서의 공연 실적을 고려했을 때 중국 투어 시 가능한 모객 수를 10만명 단위로 나눠서 분석했다. 티켓 가격은 25만원, 미니멈 개런티율은 30%~40% 범위로 가정했다.

표25 모객수별 중국 공연 매출 추정

시나리오	A	B	C	D	E
투어 모객 수(만명)	10	20	30	40	50
티켓 가격(만원)	25	25	25	25	25
공연 티켓 매출(십억원)	25.0	50.0	75.0	100.0	125.0
공연 MG 매출(A)					
30%	7.5	15.0	22.5	30.0	37.5
40%	10.0	20.0	30.0	40.0	50.0
50%	12.5	25.0	37.5	50.0	62.5
공연 MD 매출(B) 티켓의 50% 가정	12.5	25.0	37.5	50.0	62.5
기획사 매출(A+B)					
공연 MG 30%	20.0	40.0	60.0	80.0	100.0
공연 MG 40%	22.5	45.0	67.5	90.0	112.5
공연 MG 50%	25.0	50.0	75.0	100.0	125.0
각 기획사별 아티스트					
하이브	LE SSERFIM 보넥도	TXT		SVT ENHYPEN	BTS
SM	RIIZE	Super Junior	Aespa	NCT	EXO
JYP Ent.	TWICE	DAY 6			Stray Kids
YG 엔터	베이비몬스터	트레저			블랙핑크, 빅뱅

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

공연 모객 규모 별로 수익 기여도 차이

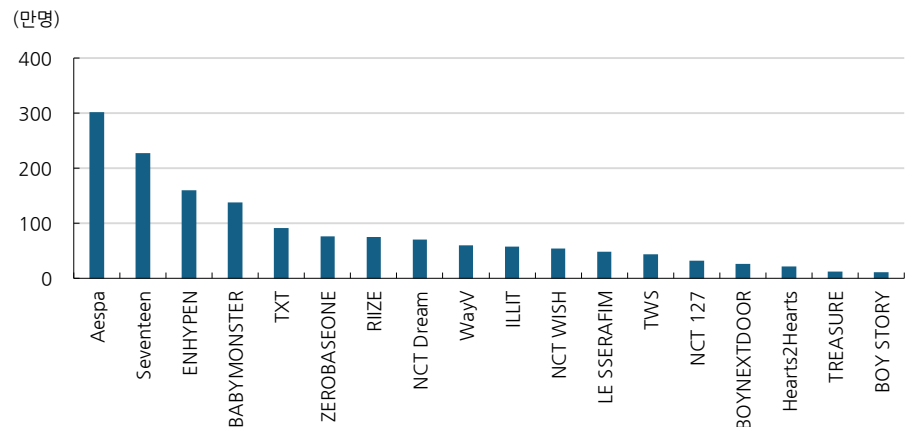
주요 기획사의 실적 기여도는 25년 한한령이 해제되더라도 실제 공연이 이루어질 것으로 예상하는 26년을 기준으로 실적 기여도를 분석했다. 50만명 이상 모객이 가능할 것으로 전망하는 메가 IP는 BTS, EXO, StrayKids, BLACKPINK로 가정했고 이외는 연차와 직전 공연 규모와 웨이보, 더우인에서의 구독 지표를 바탕으로 모객 수를 가정했다. 이에 따라 주요 기획사의 26년 실적 대비 중국 공연 추가에 따른 매출 성장률은 10~30%, 매출총이익은 7~21%, 영업이익은 판관비가 동일하는 가정에서 20~61%까지 증가할 것으로 전망한다.

표26 주요 엔터 기획사 중국 공연 실적 기여 가정

(십억원)		2026F	+중국 공연	증감률	가정
하이브	매출액	3,132.2	3,514.7	12%	6 팀 중국 공연 가정(170 만명 모객) MG 는 공연 티켓 매출의 40% 가정 공연 MD 각 티켓 매출의 50% 가정
	매출총이익	1,244.4	1,333.7	7%	
	판관비	825.5	825.5	0%	
	영업이익	419.0	508.2	21%	
	OPM	13.4	14.5		
SM	매출액	1,269.4	1,606.9	27%	5 팀 중국 공연 가정(150 만명 모객) MG 는 공연 티켓 매출의 40% 가정 공연 MD 각 티켓 매출의 50% 가정
	매출총이익	430.2	508.9	18%	
	판관비	262.6	262.6	0%	
	영업이익	167.6	246.3	47%	
	OPM	13.2	15.3		
JYP	매출액	767.2	947.2	23%	3 팀 중국 공연 가정(80 만명 모객) MG 는 공연 티켓 매출의 40% 가정 공연 MD 각 티켓 매출의 50% 가정
	매출총이익	304.1	346.1	14%	
	판관비	134.3	134.3	0%	
	영업이익	169.9	211.9	25%	
	OPM	22.1	22.4		
YG	매출액	593.8	773.8	30%	3 팀 중국 공연 가정(80 만명 모객) MG 는 공연 티켓 매출의 40% 가정 공연 MD 각 티켓 매출의 50% 가정
	매출총이익	195.4	237.4	21%	
	판관비	126.4	126.4	0%	
	영업이익	69.0	111.0	61%	
	OPM	11.6	14.3		

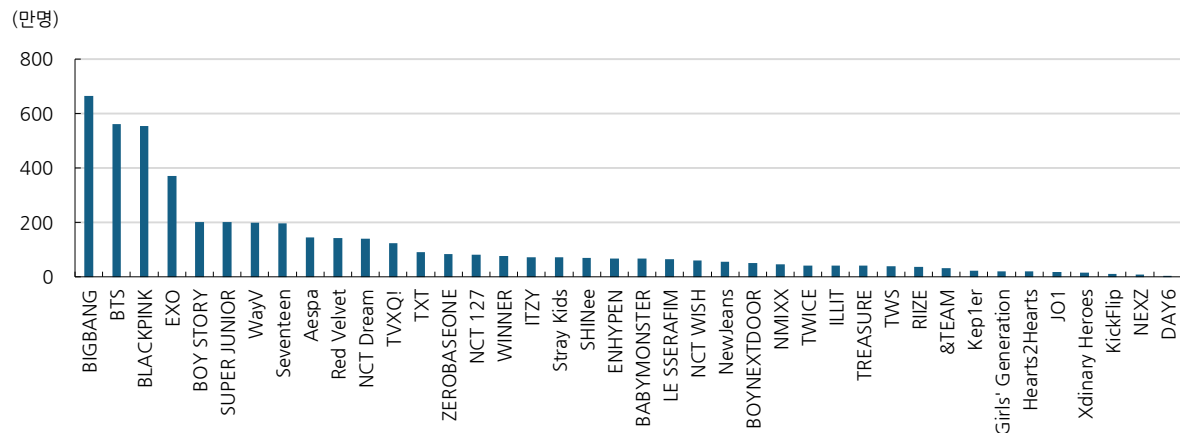
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림124 주요 K-pop 기획사 아티스트의 더우인 팔로워 수(25년 4월 기준)



자료: 더우인, DS투자증권 리서치센터

그림125 주요 K-pop 기획사 아티스트의 웨이보 팔로워 수(25년 4월 기준)



자료: 웨이보, DS투자증권 리서치센터

그림126 하이브 IP의 글로벌 Gen Z와 중국 인기 지표 비교

구분(만명)	YouTube	TikTok	Spotify	Weibo	Douin
BTS	8,010	7,200	2,508	560	-
Seventeen	1,430	1,520	541	197	228
TXT	1,260	2,660	633	92	92
ENHYPEN	1,170	2,870	862	69	160
LE SSERAFIM	595	1,180	1,557	66	48
NewJeans	800	1,230	1,284	58	-
BOYNEXTDOOR	171	360	267	51	26
TWS	107	230	143	40	44
ILLIT	229	530	938	41	58
KATSEYE	137	410	603	1	-
&TEAM	110	330	72	33	-

자료: 유튜브, 틱톡, 스포티파이, 더우인, 웨이보, DS투자증권 리서치센터

그림128 JYP IP의 글로벌 Gen Z와 중국 인기 지표 비교

구분(만명)	YouTube	TikTok	Spotify	Weibo	Douin
2PM	146	-	65	-	-
DAY6	221	41	233	6	-
TWICE	1,810	2,650	950	42	-
Stray Kids	1,980	2,940	1,037	72	-
ITZY	951	1,580	365	73	-
Xdinary Heroes	115	150	92	17	6
NMIXX	333	620	402	48	-
KickFlip	42	130	43	12	9
BOY STORY	121	31	3	202	11
NiziU	228	310	99	-	1
NEXZ	36	91	9	10	5
VCHA	68	150	17	-	-

자료: 유튜브, 틱톡, 스포티파이, 더우인, 웨이보, DS투자증권 리서치센터

그림127 에스엠 IP의 글로벌 Gen Z와 중국 인기 지표 비교

구분(만명)	YouTube	TikTok	Spotify	Weibo	Douin
TVXQ!	63	46	68	124	-
SUPER JUNIOR	239	110	114	201	-
Girls' Generation	296	130	258	21	-
SHINee	259	190	224	70	8
EXO	966	540	395	372	-
Red Velvet	550	350	491	143	-
NCT 127	561	1,400	285	81	32
NCT Dream	688	1,400	261	141	71
Aespa	715	1,570	1,007	145	302
RIZE	172	370	230	37	76
Nævis	7	4	2	2	-
Hearts2Hearts	64	160	289	21	22
WayV	362	530	129	200	60
NCT WISH	79	1,400	61	62	54
dearALICE	3	25	4	0	-

자료: 에스엠, DS투자증권 리서치센터

그림129 YG엔터 IP의 글로벌 Gen Z와 중국 인기 지표 비교

구분(만명)	YouTube	TikTok	Spotify	Weibo	Douin
BIGBANG	1,640	-	600	664	-
AKMU	334	81	200	-	-
WINNER	404	230	82	77	-
BLACKPINK	9,640	5,000	1,557	554	-
TREASURE	776	810	277	41	13
BABYMONSTER	904	910	741	68	138

자료: JYP, DS투자증권 리서치센터 추정

K-pop 공연에 대한 소비자 니즈

한한령 해제 효과의 핵심인 중국 소비자의 K-pop 공연에 대한 니즈는 높다고 판단한다. 한한령으로 K-pop 가수들의 공연이 홍콩, 마카오, 대만 등에서만 한정적으로 이루어지자 중국 본토에는 K-pop 아이돌이 없는 K-pop 라이브 순회 콘서트가 흥행하고 있다. 이러한 공연의 티켓 가격도 42~580위안(8000원~11만원)으로 알려져 실제로 K-pop 콘서트가 재개되면 수요는 충분할 것으로 판단한다.

중국 공연시장 규모

중국공연업협회가 발표한 <2024년 전국 공연 시장 보고서>에 따르면 24년 중국 공연 횟수는 48.8만회(+11% YoY), 관객수는 1.7억명(+3% YoY), 티켓 수익은 579.5억 위안(+15% YoY)으로 11.3조원에 달했다. 특히 24년은 콘서트와 뮤직페스티벌과 같은 대형 상업공연이 지역적으로 더 균형 있게 분포되고 1만명 이상의 콘서트 횟수는 +84% 증가해 흥행수익 최고를 기록했다.

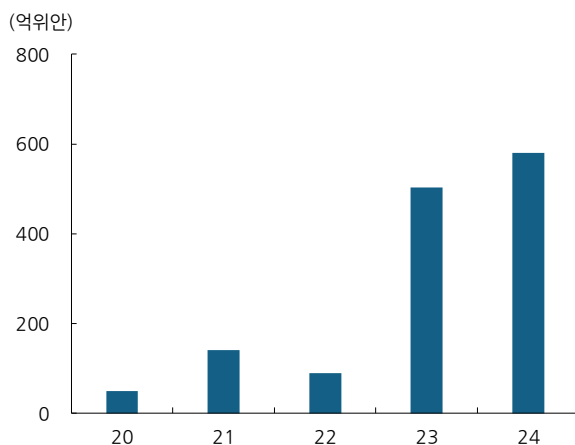
콘서트 경제효과를 기대하는 중국 정부

중국 정부 차원에서도 내수 경기 회복을 위해 '콘서트 경제'에 대해 관심이 높다. 대형 콘서트를 필두로 오프라인 공연은 공연 티켓 판매를 통한 직접 수익 창출 외에도 지역 관광, 식음료, 숙박 및 교통 관련 소비와 고용을 촉진함으로써 콘서트 경제 효과가 발생한다. 중국공연업협회가 2023년 발표한 통계에 따르면 콘서트 관람에 따른 지역 내 소비액은 티켓 가격의 4.8배에 이르는 것으로 나타났다.

정부 규제 완화 및 인프라 투자 증가

이러한 콘서트 경제효과를 위해 중국 정부는 심사 절차 간소화 및 인프라 투자 확대에 나서고 있다. 24년 7월, 홍콩, 마카오 지역에 이어 4개 도시(난징, 우한, 광저우, 청두)에 외국가수 콘서트의 지역심사 권한을 부여함으로써 심사 기간이 기존 20일에서 8일로 단축됐다. 또한 대형 콘서트 유치를 위한 대규모 공연장 건설 등 인프라 투자, 인센티브 지급 등 대형 콘서트 유치에 앞장서고 있다. 따라서 향후 한한령 해제에 따른 K-pop 공연 유치도 활발할 것으로 전망한다.

그림130 중국 공연 시장 규모



자료: 중국공연업협회, DS투자증권 리서치센터

그림131 중국에서 열리는 K-pop 가수 없는 라이브 공연



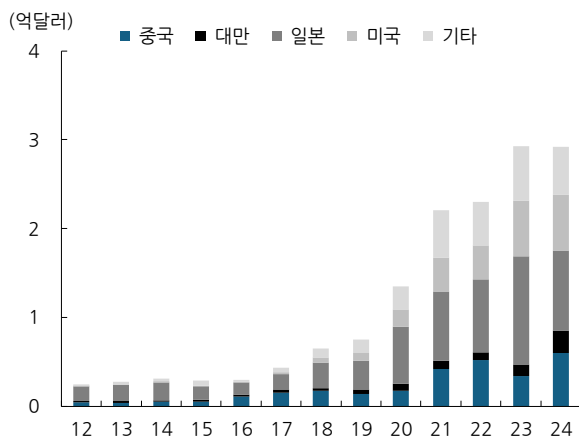
자료: DS투자증권 리서치센터

②IP 레버리지 확대: 중국 공연→음반, 음원, MD, 팬플랫폼 등 IP 수익확대

K-pop에 대한 중국의
음반 소비 이미 증가 중
공연 재개 시 활성화 기대
디어유 구독자 수 증가

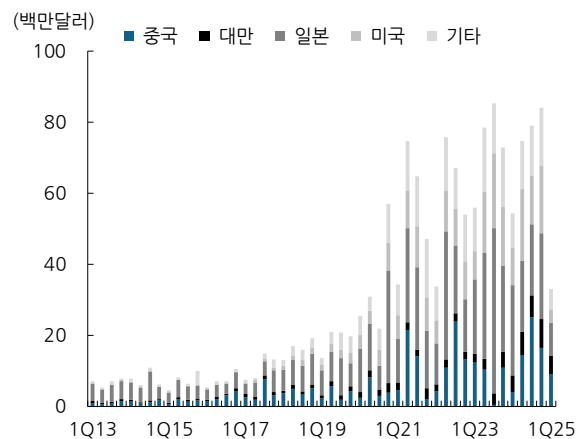
또한 K-pop 아티스트의 중국 내 공연 확대는 필연적으로 음반, 음원 수익 및 MD, 팬플랫폼 매출 성장으로 이어져 실제 수익 기여는 더 클 것으로 전망한다. 24년 국내 앨범 수출 금액은 2.9억 달러(-0.2% YoY)로 전년비 감소했으나 중국향 수출 금액은 5,976만 달러(+77% YoY)로 수출 비중 20%를 차지했다. 1Q25에도 전체 수출 금액은 3,305만 달러(-39% YoY)로 크게 감소했으나 중국향 수출 금액은 912만 달러(+125% YoY), 비중은 28%까지 상승했다. 이는 중국 소비자들이 여전히 K-pop에 대한 관심이 있다는 것을 보여주고 있으며 향후 아티스트의 중국 본토 내 공연 재개에 따라 보다 활발한 음반/음원/MD 소비가 나타날 것으로 전망한다. 또한 25년 2분기 중국 QQ 뮤직에 입점 예정인 디어유는 K-pop 아티스트의 중국 내 인기 증가와 함께 구독자 수 추가 유입 등 관련 수혜가 클 것으로 전망한다.

그림132 연간 앨범 수출 금액 추이



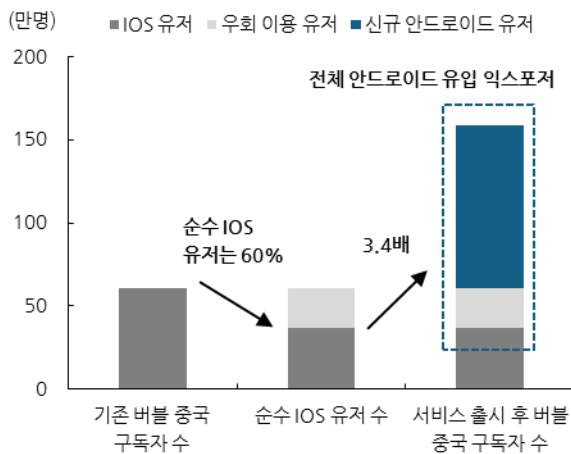
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림133 분기 앨범 수출 금액 추이



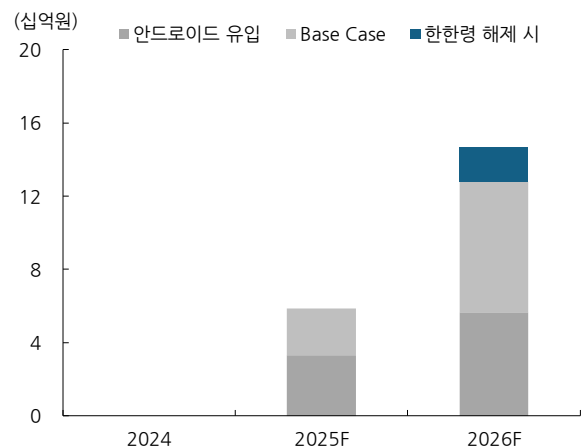
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림134 안드로이드 유저 유입에 따른 구독자 수 변화



자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터 추정

그림135 한한령 해제후 디어유 중국 로열티 매출 가정



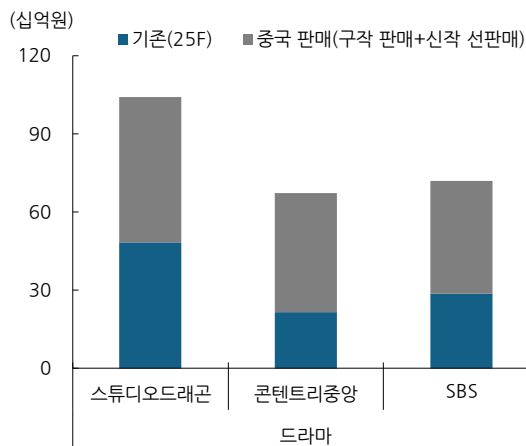
자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터 추정

투자전략: 중국 관련주 주목. 시나리오별 비중 확대

중국 레버리지 효과 미디어, 엔터, 소비재 순

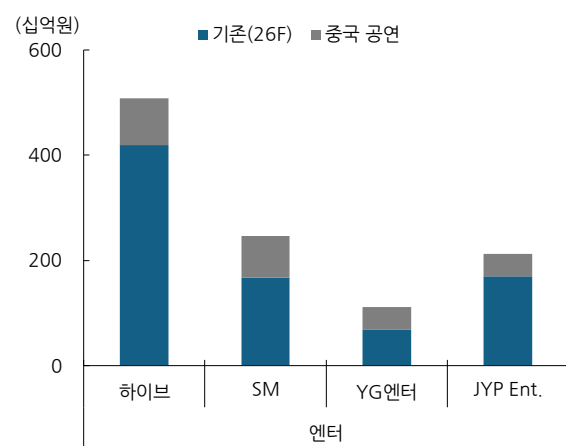
중국 내수 경기 부양 성과 및 한한령 해제 여부는 불확실성이 높다. 특히 한한령 해제는 이전부터 기대감은 있었지만 결국 이루어지지 못했고 한한령이 해제되더라도 드라마 신작 동시 방영, K-pop 아티스트의 대규모 투어 재개는 시간이 필요할 것이다. 다만 미디어/엔터 업종 모두 중국 시장 개방에 따른 영업 레버리지 효과가 클 것으로 전망한다. 가장 실적 성장률이 클 것으로 기대되는 업종은 미디어(스튜디오드래곤, CJ ENM, 콘텐츠리중앙, SBS)로 한한령 해제 시 이미 비용 반영이 끝난 구작 판매, 신작 선판매 리쿱을 상승이 기대된다. 엔터(하이브, SM, JYP, YG)는 지리적으로 가깝고 전세계 2위 규모의 콘텐츠 시장을 보유한 중국 내 활동 증가에 따른 IP 레버리지 효과가 기대된다. 또한 최근 중국 관련 소비재(오리온, 건기식ODM)의 중국향 실적 개선이 나타나고 있어 주목할만하다.

그림136 K-드라마 제작사 중국 한한령 해제 효과 실적 전망



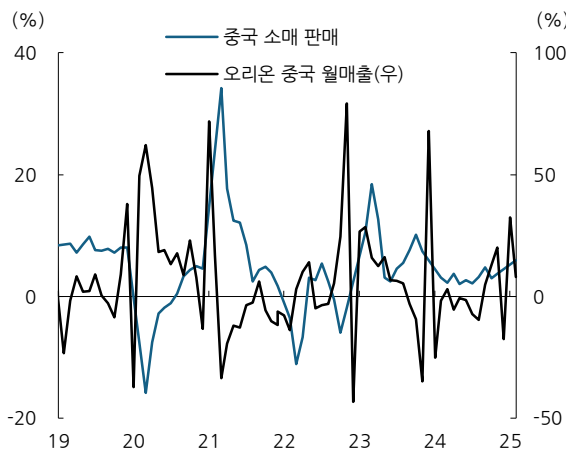
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림137 K-pop 기획사 중국 한한령 해제 효과 실적 전망



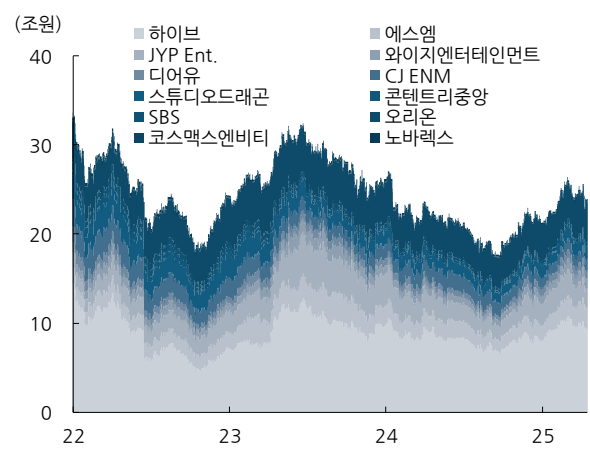
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림138 중국 소매 판매 증감률과 오리온 중국 월매출 증감률



자료: Bloomberg, 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림139 중국 관련 종목 시가총액 추이



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

Company Analysis

[엔터]

하이브 352820 __ HYBE Knows Z, Z Loves K-pop	68
와이지엔터테인먼트 122870 __ 가볍기에 높이 난다	76
에스엠 041510 __ 시간은 SM의 편	83
JYP Ent. 035900 __ Class는 변하지 않는다	91
디어유 376300 __ 중국 진출, 퀀텀점프의 시작	99

[미디어-콘텐츠]

스튜디오드래곤 253450 __ Studio Dragon Knows Z, Z Loves K-drama	113
CJ ENM 035760 __ K-콘텐츠 밸류체인 Full 소유	117
SBS 034120 __ 넷플릭스도 인정한 K-콘텐츠 맛집	124
콘텐츠리중앙 036420 __ K-콘텐츠 레버리지 확대	128

[음식료]

삼양식품 003230 __ Samyang Foods Knows Z, Z Loves K-Food	132
오리온 271560 __ CAPA 확장으로 글로벌 Gen Z 취향 저격	136



하이프 352820

HYBE Knows Z, Z Loves K-pop

25년 메가 IP의 투어 규모 확대와 MD/위버스 성장으로 실적 턴어라운드

하이프의 25년 실적은 연결 매출액 2.5조원(+13% YoY), 영업이익 2,966억원(+61% YoY, OPM 11.6%)으로 전망한다. 실적 성장은 메가 IP의 투어 규모 확대, 저연차 IP의 수익 기여에 기인한다. 동사는 IP 레버리지를 확대하기 위해 1) 비교적 마진이 높은 MD 매출 확대: 공연 MD 외에도 상시 MD를 확대하며 MD 매출 비중 24년 18.6%→25년 20.3%로 확대, 2)위버스 성장: BTS 완전체 복귀로 MAU 상승, 소속 아티스트 DM 서비스 확대, 월 구독 디지털 멤버십 가입 증가로 외형 성장 및 수익성 개선이 기대된다. BTS 복귀에 따른 앨범, 공연 수익은 25-26년 나눠서 인식되며 동사의 25-26년 CAGR은 매출액 18%, 영업이익 51%로 실적 모멘텀이 확대될 전망이다.

투자포인트: IP 다각화, 레버리지 확대, 현지 그룹 데뷔 + 중국 업사이드

하이프의 투자포인트는 크게 3가지다. 1)레이블 체제 기반 IP 경쟁력 확보와 다각화 성공: 하이브는 BTS의 글로벌 성공 후 빠르게 멀티 레이블 체제를 구축해 Seventeen, TXT, ENHYPEN과 같은 다수의 메가IP를 보유하고 있다. BTS 활동 공백기에도 실적 성장을 통해 IP 다각화에 따른 높은 실적 안정성을 증명했다. 또한 LE SSERAFIM, BOYNEXTDOOR, TWS, ILLIT 등 후속 IP의 성과도 높아 수익 성장 지속이 기대된다. 2)IP 레버리지 확대: 기획/제작-공연-팬플랫폼 위버스에 이르는 내재화된 밸류체인을 바탕으로 IP레버리지 확대가 기대된다. 글로벌 투어, 굿즈, 팬플랫폼 서비스 등 IP당 수익을 극대화하고 있으며 음악 외 게임 등으로 영역을 확대하고 있다. 3)현지 그룹: 미국 걸그룹 KATSEYE를 시작으로 글로벌 레이블과 협력해 글로벌 음악 시장 점유율 상승이 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 30만원으로 커버리지 개시. 엔터 업종 최선호주

하이프의 목표주가는 12M Fwd EPS에 목표배수 45배를 적용해 산출했다. BTS 외에도 다수의 메가IP를 보유하고 있고 업종 내 차별적인 IP 레버리지 확대를 감안해 엔터 평균 목표배수 30배 대비 50% 프리미엄을 적용했다. 스포티파이, 유튜브, 틱톡 등 글로벌 Gen Z가 선호하는 글로벌 플랫폼에서 보유 IP의 성과가 높은 하이브를 엔터 업종 최선호주로 제시한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,776	2,178	2,256	2,546	3,132
영업이익	237	296	184	297	419
영업이익률(%)	13.3	13.6	8.2	11.6	13.4
세전이익	96	250	19	297	419
지배주주지분순이익	52	187	9	230	325
EPS(원)	1,265	4,496	226	5,538	7,824
증감률(%)	-61.8	255.3	-95.0	2,350.5	41.3
ROE(%)	1.9	6.6	0.3	7.2	9.8
PER(배)	137.1	51.9	855.7	41.5	29.4
PBR(배)	2.6	3.3	2.5	3.0	2.8
EV/EBITDA(배)	18.7	22.4	24.0	21.3	16.3

자료: 하이브, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

장지혜 엔터·미디어·음식료

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.04.22

매수(신규)

목표주가(신규)	300,000원
현재주가(04/21)	230,000원
상승여력	30.4%

Stock Data

KOSPI	2,488.4pt
시가총액(보통주)	9,580십억원
발행주식수	41,652천주
액면가	500원
자본금	21십억원
60일 평균거래량	189천주
60일 평균거래대금	44,992백만원
외국인 지분율	19.2%
52주 최고가	263,000원
52주 최저가	157,700원
주요주주	
방시혁(외 25인)	47.5%
국민연금공단(외 1인)	7.8%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-0.9	5.0
3M	5.5	6.7
6M	18.4	22.8

주가차트

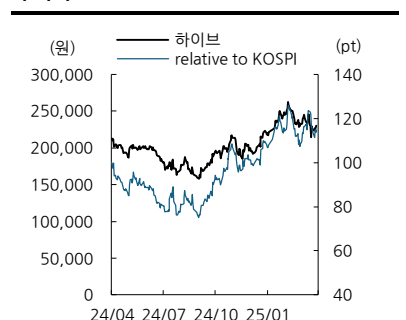


표27 하이브 실적 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	360.9	640.5	527.8	726.4	434.2	643.0	609.3	859.3	2,178.1	2,255.6	2,545.8	3,132.2
YoY	-12.1%	3.1%	-1.9%	19.4%	20.3%	0.4%	15.4%	18.3%	22.6%	3.6%	12.9%	23.0%
1. 직접 참여형	217.0	423.9	323.0	481.4	250.3	378.1	355.8	581.1	1,471.5	1,445.3	1,565.3	2,076.8
YoY	-7.5%	-2.9%	-15.5%	15.1%	15.4%	-10.8%	10.2%	20.7%	51.4%	-1.8%	8.3%	32.7%
매출비중	60.1%	66.2%	61.2%	66.3%	57.6%	58.8%	58.4%	67.6%	67.6%	64.1%	61.5%	66.3%
1-1. 음원/음반	145.1	249.6	214.5	251.8	93.6	203.3	178.7	313.5	970.5	861.0	789.1	918.1
YoY	-21.2%	1.5%	-18.8%	-8.8%	-35.5%	-18.5%	-16.7%	24.5%	75.8%	-11.3%	-8.3%	16.3%
1-2. 공연	44.0	144.0	74.0	188.9	133.9	140.4	144.8	214.8	359.1	450.9	633.9	1,004.9
YoY	74.5%	-8.6%	-14.8%	111.0%	204.1%	-2.5%	95.6%	13.8%	39.1%	25.6%	40.6%	58.5%
1-3. 광고/출연료	27.8	30.3	34.5	40.8	22.8	34.4	32.3	52.8	141.9	133.4	142.3	153.8
YoY	11.4%	-8.2%	9.8%	-22.3%	-18.2%	13.3%	-6.2%	29.6%	-12.3%	-6.0%	6.6%	8.1%
2. 간접 참여형	143.9	216.6	204.9	243.9	183.9	264.9	253.5	278.2	706.6	809.3	980.5	1,055.4
YoY	-18.3%	17.4%	31.8%	28.0%	27.7%	22.3%	23.8%	14.0%	-12.1%	14.5%	21.2%	7.6%
매출비중	39.9%	33.8%	38.8%	33.6%	42.4%	41.2%	41.6%	32.4%	32.4%	35.9%	38.5%	33.7%
2-1. MD/라이선싱	60.7	109.1	99.1	151.2	91.0	137.5	129.4	158.5	325.6	420.2	516.4	538.4
YoY	-11.9%	-2.5%	15.7%	156.0%	49.8%	26.0%	30.5%	4.8%	-17.7%	29.1%	22.9%	4.3%
2-2. 콘텐츠	61.3	83.8	79.8	62.5	65.6	89.7	85.3	66.8	289.9	287.3	307.4	328.9
YoY	-29.8%	64.9%	63.6%	-39.4%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	-15.1%	-0.9%	7.0%	7.0%
2-3. 팬클럽/기타	21.9	23.7	26.0	30.2	27.3	37.8	38.8	52.8	91.2	101.8	156.8	188.1
YoY	9.7%	8.6%	23.4%	6.5%	24.6%	59.6%	49.5%	75.0%	35.9%	11.6%	54.0%	20.0%
영업이익	14.4	50.9	54.2	64.6	23.4	87.5	76.7	108.9	295.6	184.0	296.6	419.0
YoY	-72.6%	-37.4%	-25.4%	-27.6%	62.9%	71.8%	41.6%	68.7%	24.8%	-37.7%	61.1%	41.3%
영업이익률	4.0%	7.9%	10.3%	8.9%	5.4%	13.6%	12.6%	12.7%	13.6%	8.2%	11.6%	13.4%
순이익	11.1	10.1	1.4	-26.1	25.9	71.7	63.4	68.9	183.4	-3.4	229.8	324.7
YoY	-51.8%	-91.4%	-98.6%	적지	133.4%	609.4%	4286.7%	흑전	281.9%	적전	흑전	41.3%
순이익률	3.1%	1.6%	0.3%	-3.6%	6.0%	11.1%	10.4%	8.0%	8.4%	-0.2%	9.0%	10.4%

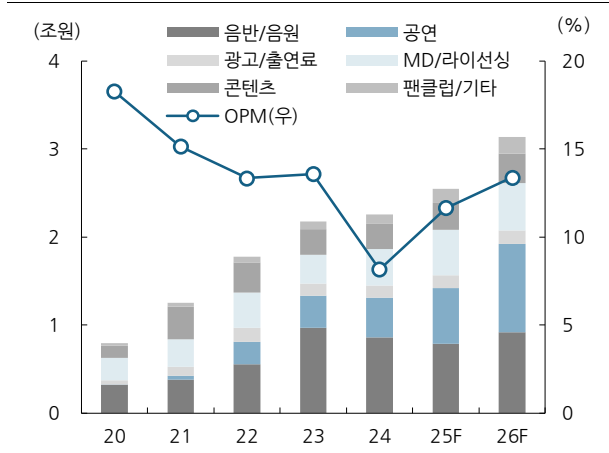
자료: 하이브, DS투자증권 리서치센터 추정

표28 하이브 법인별 실적 추이

구분	연결	지역			레이블					게임	팬플랫폼
매출액 (십억원)	HYBE 연결	HYBE 별도	HYBE America	HYBE Japan	빅히트	플레디스	빌리프랩	쏘스뮤직	어도어	하이브 아이엠	위버스 컴퍼니
2020	796.3	453.4	29.7	109.0		69.6		8.1			219.1
2021	1,255.9	536.6	120.4	276.0	239.4	99.7		3.7			309.7
2022	1,776.2	559.8	70.4	388.4	573.0	145.7		22.9	18.6	36.3	307.7
2023	2,178.1	614.1	226.4	504.2	552.3	327.2	27.3	61.1	110.3	30.9	337.9
2024	2,255.6	669.7	241.4	616.7	350.8	340.4	151.5	66.5	111.2	57.3	255.6
순이익 (십억원)	HYBE 연결	HYBE 별도	HYBE America	HYBE Japan	빅히트	플레디스	빌리프랩	쏘스뮤직	어도어	하이브 아이엠	위버스 컴퍼니
2020	87.1	55.5	-0.6	8.6		11.5		-2.3			8.2
2021	140.8	11.2	-8.0	17.6	8.0	9.3		-1.6	-1.3		85.1
2022	48.0	50.5	-125.3	145.6	148.1	16.1		-6.3	-3.2	-8.0	2.8
2023	183.4	-190.0	-142.4	49.9	140.3	60.3	5.3	12.2	26.5	-21.0	-4.4
2024	-3.4	142.4	-140.0	51.5	89.5	66.3	33.1	6.6	23.9	-27.7	-10.7
NPM (%)	HYBE 연결	HYBE 별도	HYBE America	HYBE Japan	빅히트	플레디스	빌리프랩	쏘스뮤직	어도어	하이브 아이엠	위버스 컴퍼니
2020	10.9	12.2	-1.9	7.9		16.6		-29.1			3.7
2021	11.2	2.1	-6.6	6.4	3.4	9.4		-44.8			27.5
2022	2.7	9.0	-177.9	37.5	25.8	11.0		-27.6	-17.2	-22.0	0.9
2023	8.4	-30.9	-62.9	9.9	25.4	18.4	19.4	19.9	24.1	-67.9	-1.3
2024	-0.2	21.3	-58.0	8.3	25.5	19.5	21.8	9.9	21.5	-48.3	-4.2

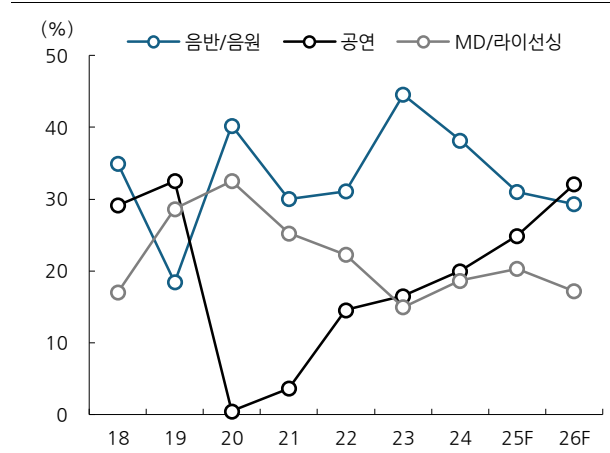
자료: 하이브, DS투자증권 리서치센터, 주: 각 회사사별 실적으로 연결 조정 제거 전

그림140 하이브 연결 실적 추이 및 전망



자료: 하이브, DS투자증권 리서치센터 추정

그림141 주요 음악 사업부 매출 비중 추이 및 전망



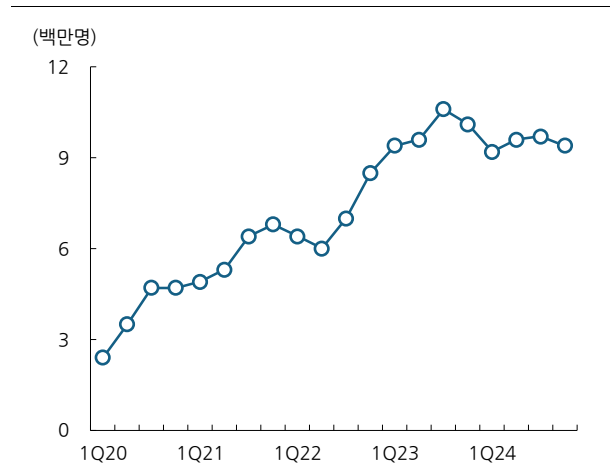
자료: 하이브, DS투자증권 리서치센터 추정

그림142 하이브 IP의 글로벌 Gen Z와 중국 인기 지표 비교

구분(만명)	YouTube	TikTok	Spotify	Weibo	Douin
BTS	8,010	7,200	2,508	560	-
Seventeen	1,430	1,520	541	197	228
TXT	1,260	2,660	633	92	92
ENHYPEN	1,170	2,870	862	69	160
LE SSERAFIM	595	1,180	1,557	66	48
NewJeans	800	1,230	1,284	58	-
BOYNEXTDOOR	171	360	267	51	26
TWS	107	230	143	40	44
ILLIT	229	530	938	41	58
KATSEYE	137	410	603	1	-
&TEAM	110	330	72	33	-

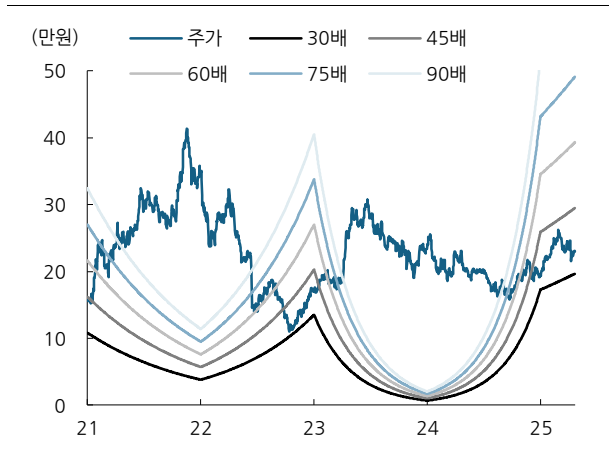
자료: 유튜브, 틱톡, 스포티파이, 더우인, 웨이보, DS투자증권 리서치센터

그림143 위버스 MAU 추이



자료: 하이브, DS투자증권 리서치센터

그림144 하이브 PER 밴드 차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림145 목표주가 산출

PER Valuation	
12M Fwd EPS (원)	6,488
2025F EPS	5,538
2026F EPS	7,824
Target PER (배)	45
Historical PER(21~24)	211
엔터 Target PER	30
목표주가 (원)	300,000
현재주가 (원)	230,000
상승여력	30.4%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터 추정, 주: 현재주가는 2025.04.21 종가

하이브 아티스트 활동

BTS를 포함해
메가/성장 IP 보유
25년 BTS 완전체 복귀와
신규 IP 4개 데뷔

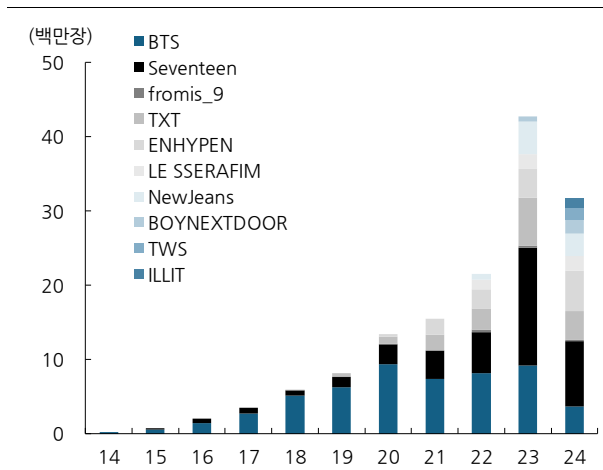
하이브는 24년 기준 11개 아티스트 IP(국내 9, 미국 1, 일본 1)를 보유하고 있다. 동사가 보유한 메가 IP는 BTS가 있고 메가 IP급으로 성장중인 성장 IP는 Seventeen, TXT, ENHYPEN, 저연차 IP는 LE SSERAFIM, BOYNEXTDOOR, TWS, ILLIT 등이 있다. 해외 현지 IP는 글로벌 오디션을 통해 &TEAM(일본), KATSEYE(미국)를 보유하고 있다. 25년은 BTS 군제대로 완전체 복귀가 예정되었고, 4개의 추가 신인 IP(국내, 미국, 일본, 라틴아메리카) 데뷔를 기획하고 있다.

표29 하이브 소속 아티스트

그룹명	데뷔연도	레이블	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
국내													
BTS	2013	빅히트뮤직				CR					CR		
Seventeen	2015	플레디스	Debut						CR				
fromis_9	2018	플레디스				Debut							
TXT	2019	빅히트뮤직					Debut						
ENHYPEN	2020	빌리프랩						Debut					
LE SSERAFIM	2022	쏘스뮤직								Debut			
NewJeans	2022	어도어								Debut			
BOYNEXTDOOR	2023	KOZ									Debut		
TWS	2024	플레디스										Debut	
ILLIT	2024	빌리프랩										Debut	
보이그룹(국내)	2025(예정)	빅히트뮤직											TBD
미국													
KATSEYE	2024	UMG										Debut	
보이그룹(미국)	2026(예정)	UMG											
일본													
&TEAM	2022	YX Labels								Debut			
보이그룹(일본)	2025(예정)	YX Labels											TBD
라틴													
보이그룹(라틴)	2025(예정)	Docemil											TBD

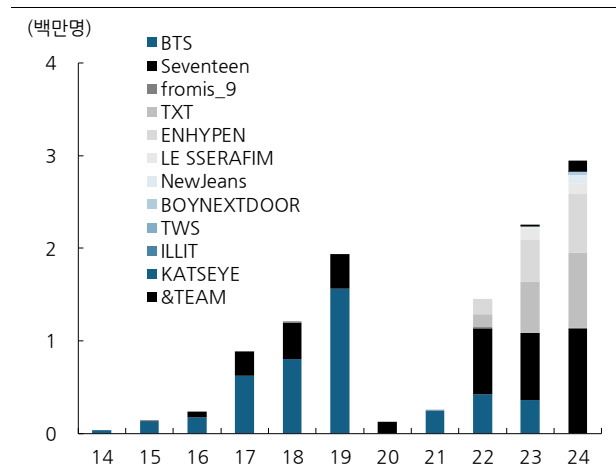
자료: 하이브, DS투자증권 리서치센터, 주: CR(Contract Renewed), TBD(To be determined), 박스표시는 군입대 구간

그림146 하이브 아티스트별 앨범 판매량 추이



자료: 하이브, Circle Chart, DS투자증권 리서치센터

그림147 하이브 아티스트별 콘서트 관객 수 추이



자료: 하이브, DS투자증권 리서치센터

표30 하이브 소속 아티스트 활동

그룹명	구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
국내							
BTS	음원/음반	제이홉 스페셜 뷔 싱글	RM 정규 정국 싱글	지민 미니	진 미니 뷔 싱글	제이홉 싱글	진 미니
	콘서트					제이홉 투어 12 회	제이홉 투어 19 회 진 투어 2 회
Seventeen	음원/음반	우지 싱글 승관 싱글	정환/원우 싱글 준 싱글		미니	BSS 싱글 정한 싱글 호시/우지 싱글	미정
	콘서트	투어 6 회	투어 6 회	팬미팅 2 회	투어 22 회	투어 10 회	일본 6 회
fromis_9	음원/음반			싱글	싱글		미정
	콘서트	공연 2 회					
TXT	음원/음반		미니		미니		미정
	콘서트	팬미팅 3 회	투어 14 회	투어 11 회	투어 8 회	투어 9 회	투어 15 회
ENHYPEN	음원/음반		리패키지	정규	정규 리패키지		미니
	콘서트	투어 11 회	투어 12 회	투어 6 회	투어 6 회	투어 3 회	투어 1 회
LE SSERAFIM	음원/음반	미니		미니		윤진 싱글 미니	
	콘서트		팬미팅 4 회	팬미팅 7 회			글로벌 투어 11 회
NewJeans	음원/음반		싱글 싱글(JPN)				
	콘서트		팬미팅 2 회				
BOYNEXTDOOR	음원/음반		미니	싱글(JPN) 미니		싱글	미니
	콘서트		팬미팅 2 회		공연 2 회	공연 15 회	공연 3 회
TWS	음원/음반	미니	미니		싱글		미니
	콘서트					팬미팅 5 회	
ILLIT	음원/음반	미니	리믹스 싱글		미니		미정
	콘서트	쇼케이스 1 회			쇼케이스 1 회		공연 2 회
보이그룹(국내)	음원/음반						
	콘서트						
미국							
KATSEYE	음원/음반		싱글	미니	싱글		
	콘서트						
보이그룹(미국)	음원/음반						
	콘서트						
일본							
&TEAM	음원/음반		싱글	싱글	싱글, 정규		싱글
	콘서트	공연 13 회		공연 11 회		팬미팅 2 회	투어 11 회
보이그룹(일본)							
라틴							
보이그룹(라틴)	음원/음반						
	콘서트						

자료: 하이브, DS투자증권 리서치센터

표31 하이브 소속 아티스트 투어 일정(2024-2025)

시기	아티스트	멤버	일정	투어명	지역	횟수
2024	BTS		-	-	-	
	Seventeen		1/13~5/26	23-24 SEVENTEEN <Follow>	필리핀, 마카오, 대한민국, 일본 등	12
			10/12~12/22	2024 SEVENTEEN <RIGHT HERE>	대한민국, 미국, 일본	22
	fromis_9		1/27~1/28	FROM NOW	대한민국	2
	TXT		5/3~12/1	24-25 <ACT:PROMISE>	대한민국, 미국, 일본, 마카오 등	33
	ENHYPEN		1/13~9/1	23-24 <FATE>	대만, 싱가포르, 마카오, 미국, 일본 등	29
			10/5~12/29	24-25 <WALK THE LINE>	대한민국, 일본, 필리핀, 태국 등	6
	LE SSERAFIM		-	-	-	
	NewJeans		-	-	-	
	BOYNEXTDOOR		12/14~12/15	24-25 <KNOCK ON Vol.1>	대한민국	2
	TWS		-	-	-	
	ILLIT		-	-	-	
	KATSEYE		-	-	-	
2025	&TEAM		1/21~3/7	2024 <FIRST PAW PRINT>	일본, 대한민국	13
				2024 <SECOND TO NONE>	일본, 대한민국	10
	BTS	제이홉	2/28~6/1	HOPE ON THE STAGE TOUR	대한민국, 미국, 필리핀, 일본 등	31
		진	6/28~8/10	#RUNSEOKJIN_EP.TOUR	대한민국, 일본, 미국, 영국 등	18
	Seventeen		1/18~2/16	2025 SEVENTEEN <RIGHT HERE>	필리핀, 싱가포르, 인도네시아 등	8
	TXT		3/7~5/25	24-25 <ACT:PROMISE>	대한민국, 일본, 스페인, 영국 등	24
	ENHYPEN		1/25~9/3	24-25 <WALK THE LINE>	일본, 필리핀, 태국, 미국, 영국 등	20
	LE SSERAFIM		4/19~	2025 <EASY CRAZY HOT>	대한민국, 일본, 대만, 홍콩 등	17+
	NewJeans		-	-	-	
	BOYNEXTDOOR		1/30~7/27	24-25 <KNOCK ON Vol.1>	일본, 싱가포르, 필리핀, 태국, 홍콩 등	24
	TWS		-	-	-	
	ILLIT		-	-	-	
	KATSEYE		-	-	-	
	&TEAM		5/10~7/26	2025 <AWAKEN THE BLOODLINE>	일본, 대한민국, 인도네시아, 대만 등	14
2026	BTS			월드투어		50+

자료: 하이브, DS투자증권 리서치센터

주: 자료 발간 일자 공개된 일정 기준으로 25년 투어 일정은 추가될 수 있음

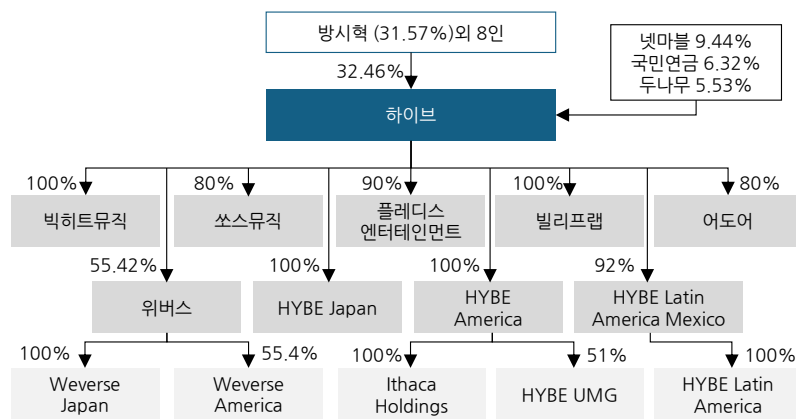
기업개요

2005년 설립된

국내 대표 K-pop 엔터사

하이브는 2005년 설립된 K-pop 엔터테인먼트 기업이다. K-pop 아티스트를 발굴, 육성하고 해당 IP를 바탕으로 음원/음반 제작, 공연, 굿즈(MD) 등 다양한 사업을 영위하고 있다. 대표 IP BTS의 글로벌 성공을 기반으로 2020년 플레디스(Seventeen 소속사), KOZ(지코 소속사)를 인수하며 멀티 레이블 체제를 구축했다. 24년 기준 하이브는 한국, 일본, 미국 등에 걸쳐 12개의 독립적인 레이블을 운영하고 있다. 또한 하이브는 음악 사업 외에도 플랫폼(위버스)과 게임, 음성기반 솔루션 사업 등으로 엔터테인먼트 사업 영역의 범위를 확장하고 있다.

그림148 하이브 주요 종속기업 지배구조도



자료: 하이브, DS투자증권 리서치센터, 주: 24년 사업보고서 기준

그림149 하이브 주가 히스토리 차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

[하이브 352820]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	2,116	1,889	1,788	1,835	2,351	매출액	1,776	2,178	2,256	2,546	3,132
현금 및 현금성자산	532	358	412	342	614	매출원가	934	1,169	1,296	1,455	1,888
매출채권 및 기타채권	270	275	311	359	492	매출총이익	843	1,009	960	1,090	1,244
재고자산	79	126	163	197	270	판매비 및 관리비	606	713	776	794	825
기타	1,235	1,130	901	938	976	영업이익	237	296	184	297	419
비유동자산	2,755	3,457	3,691	3,667	3,666	(EBITDA)	356	423	330	446	564
관계기업투자등	534	629	674	701	729	금융손익	13	12	36	43	45
유형자산	99	101	97	69	49	이자비용	35	47	49	0	0
무형자산	1,470	2,165	2,244	2,193	2,155	관계기업등 투자손익	-18	99	-32	-73	-73
자산총계	4,870	5,346	5,479	5,502	6,017	기타영업외손익	-135	-157	-168	29	27
유동부채	849	1,772	831	908	1,109	세전계속사업이익	96	250	19	297	419
매입채무 및 기타채무	343	591	448	515	705	계속사업법인세비용	48	67	23	67	94
단기금융부채	254	914	136	136	136	계속사업이익	48	183	-3	230	325
기타유동부채	252	266	247	257	267	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	1,092	464	1,134	1,138	1,141	당기순이익	48	183	-3	230	325
장기금융부채	903	249	955	955	955	지배주주	52	187	9	230	325
기타비유동부채	189	215	179	182	186	총포괄이익	-172	207	-3	230	325
부채총계	1,942	2,236	1,965	2,045	2,250	매출총이익률 (%)	47.4	46.3	42.6	42.8	39.7
지배주주지분	2,770	2,919	3,215	3,158	3,468	영업이익률 (%)	13.3	13.6	8.2	11.6	13.4
자본금	21	21	21	21	21	EBITDA마진률 (%)	20.0	19.4	14.6	17.5	18.0
자본잉여금	2,650	1,570	1,636	1,636	1,636	당기순이익률 (%)	2.7	8.4	-0.2	9.0	10.4
이익잉여금	233	1,420	1,401	1,622	1,932	ROA (%)	1.1	3.7	0.2	4.2	5.6
비지배주주지분(연결)	158	191	299	299	299	ROE (%)	1.9	6.6	0.3	7.2	9.8
자본총계	2,929	3,110	3,514	3,457	3,767	ROIC (%)	5.7	10.6	-1.3	8.5	12.2

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	347	311	152	168	536	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	48	183	-3	230	325	P/E	137.1	51.9	855.7	41.5	29.4
비현금수익비용가감	342	236	372	-53	221	P/B	2.6	3.3	2.5	3.0	2.8
유형자산감가상각비	50	53	62	52	50	P/S	4.0	4.5	3.6	3.8	3.1
무형자산상각비	69	74	85	97	94	EV/EBITDA	18.7	22.4	24.0	21.3	16.3
기타현금수익비용	223	109	193	-190	89	P/CF	18.4	23.2	21.8	54.3	17.6
영업활동 자산부채변동	-11	-40	-148	-9	-9	배당수익률 (%)	n/a	0.3	0.1	0.2	0.2
매출채권 감소(증가)	-63	3	-25	-48	-133	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-5	-51	-32	-34	-73	매출액	41.4	22.6	3.6	12.9	23.0
매입채무 증가(감소)	7	-17	7	67	190	영업이익	24.5	24.8	-37.7	61.1	41.3
기타자산 부채변동	51	25	-97	6	6	세전이익	-54.2	159.2	-92.2	1,426.8	41.3
투자활동 현금	-285	-471	-10	-230	-250	당기순이익	-65.9	281.9	적전	흑전	41.3
유형자산처분(취득)	-17	-22	-32	-24	-30	EPS	-61.8	255.3	-95.0	2,350.5	41.3
무형자산 감소(증가)	-9	-68	-30	-46	-56	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-65	-32	-3	-132	-135	부채비율	66.3	71.9	55.9	59.2	59.7
기타투자활동	-194	-349	54	-27	-29	유동비율	249.1	106.6	215.1	202.2	212.1
재무활동 현금	-188	-11	-118	-8	-15	순차입금/자기자본(x)	-18.1	-7.7	-3.6	-2.5	-10.4
차입금의 증가(감소)	-189	-79	-113	0	0	영업이익/금융비용(x)	6.8	6.3	3.7	n/a	n/a
자본의 증가(감소)	0	64	-55	-8	-15	총차입금 (십억원)	1,157	1,163	1,091	1,091	1,091
배당금의 지급	0	0	29	8	15	순차입금 (십억원)	-529	-240	-125	-87	-393
기타재무활동	1	4	50	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-146	-174	54	-70	272	EPS	1,265	4,496	226	5,538	7,824
기초현금	678	532	358	412	342	BPS	66,995	70,090	77,179	75,811	83,258
기말현금	532	358	412	342	614	SPS	42,951	52,292	54,155	61,120	75,199
NOPLAT	118	217	-33	230	325	CFPS	9,431	10,075	8,852	4,238	13,090
FCF	94	-91	210	-62	287	DPS	n/a	700	200	350	350

자료: 하이브, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

와이지엔터테인먼트 122870

가볍기에 높이 난다

25년 메가 IP의 복귀와 성장 IP의 활동 확대, MD 수익 증가

YG엔터의 25년 실적은 연결 매출액 5,448억원(+49% YoY), 영업이익 477억원(흑전 YoY, OPM 8.8%)으로 전망한다. 실적 성장은 1)메가 IP 블랙핑크가 하반기 완전체 활동 재개, 2)성장/저연차 IP 트레저와 베이비몬스터의 활동 확대에 기인할 전망이다. 현재까지 공개된 블랙핑크의 글로벌 투어는 7월 한국에서 시작해 18회 공연으로 90만명+ 모객(회당 5만명)이 기대되고 이후로도 공연을 진행하며 25-26년에 걸쳐 250만명 모객, 굿즈와 앨범 구보 판매로 실적 성장 및 수익성 개선을 전망한다. 재계약에 따라 이전 대비 배분율은 높아졌지만 공연 규모 확대와 MG 상승으로 공연 수익 기여가 클 것이며 계약금 관련된 비용은 23년말부터 이미 인식하고 있어 레버리지 효과가 기대된다. 공연 확대에 따라 MD 매출 비중도 24년 19%→25년 22%로 확대될 것이다.

투자포인트: 강력한 메가 IP 복귀의 레버리지 효과 + 중국 업사이드

YG의 투자포인트는 무엇보다 메가 IP의 레버리지 효과이다. 가장 빠른 메가 IP 복귀 모멘텀을 가지고 있는 블랙핑크는 완전체 활동 직전까지도 활발한 솔로 활동으로 멤버별 인기는 더욱 확대된 상황이다. 이에 따라 현재까지 공개된 글로벌 투어 계획도 18회, 회당 모객 5만명으로 이전 투어인 <BORN PINK> 회당 2.7만명, 66회 공연 규모를 크게 넘어설 것으로 기대된다. 규모가 커진만큼 상승한 MG를 및 공연 레버리지 효과는 상승한 분배율, 전속계약금 관련 상각비 등을 상쇄하며 YG의 이익 상승을 기여할 전망이다. 타사 대비 적은 IP는 다각화에 대한 리스크가 존재하는 대신에 이러한 메가 IP의 레버리지 효과가 가장 크다 측면에서 매력적이고 후속 IP의 활동도 확대되고 있어 긍정적이다.

투자의견 매수, 목표주가 9만원으로 커버리지 개시. 엔터 업종 차선후주

YG의 목표주가는 12M Fwd EPS에 엔터 업종 평균 목표배수 30배를 적용해 산출했다. 동사는 메가 IP 복귀에 따른 실적 성장과 후속 IP의 활동 확대에 실적 모멘텀이 피어 중 가장 클 것으로 전망한다. 역대 K-pop 걸그룹 사상 최대 규모 스타디움 투어를 진행하고, MD, 콘텐츠 등 IP 레버리지 효과를 증명할 것으로 기대돼 업종 내 차선후주 의견으로 추천한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	391	569	365	545	594
영업이익	43	80	-19	48	69
영업이익률(%)	10.9	14.0	-5.1	8.8	11.6
세전이익	56	93	29	68	89
지배주주지분순이익	34	61	19	51	67
EPS(원)	1,806	3,282	999	2,739	3,598
증감률(%)	400.3	81.7	-69.6	174.3	31.3
ROE(%)	8.6	14.0	3.9	10.1	12.0
PER(배)	24.3	15.5	45.9	23.4	17.8
PBR(배)	2.0	2.0	1.8	2.3	2.0
EV/EBITDA(배)	13.5	8.8	69.8	16.4	11.9

자료: 와이지엔터테인먼트, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

장지혜 엔터·미디어·음식료

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.04.22

매수(신규)

목표주가(신규)	90,000원
현재주가(04/21)	64,100원
상승여력	40.4%

Stock Data

KOSDAQ	715.5pt
시가총액(보통주)	1,198십억원
발행주식수	18,691천주
액면가	500원
자본금	10십억원
60일 평균거래량	291천주
60일 평균거래대금	17,232백만원
외국인 지분율	14.5%
52주 최고가	67,700원
52주 최저가	29,950원
주요주주	
양현석(외 7인)	27.3%
네이버(외 1인)	8.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	4.2	4.8
3M	32.7	34.2
6M	68.0	73.9

주가차트

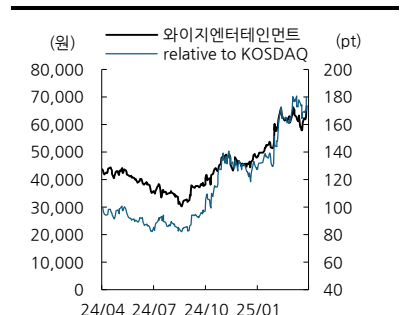
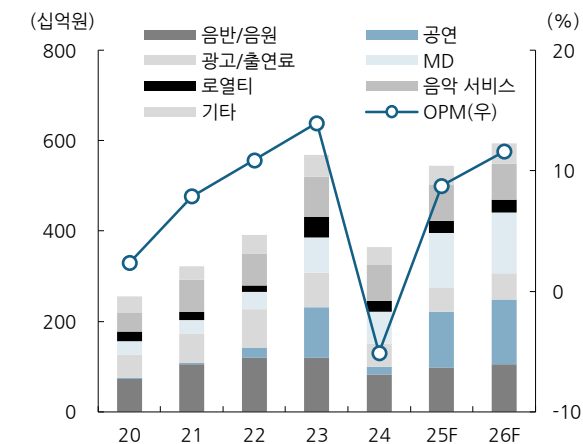


표32 YG엔터 실적 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	87.3	90.0	83.5	104.1	95.3	90.4	168.0	191.2	569.2	364.9	544.8	593.8
YoY	-44.5%	-43.1%	-42.0%	-4.9%	9.1%	0.4%	101.1%	83.7%	45.5%	-35.9%	49.3%	9.0%
1. 음원/음반	18.7	22.3	17.5	24.0	23.4	23.2	23.3	27.9	119.7	82.6	97.8	104.5
YoY	-45.3%	-13.0%	-52.8%	5.9%	25.1%	4.0%	33.0%	16.0%	0.9%	-31.0%	18.4%	6.8%
1) 음반	2.9	4.7	2.8	4.9	6.8	4.7	7.8	7.8	43.6	15.3	27.2	30.3
YoY	-80.9%	-24.6%	-86.3%	171.1%	134.0%	0.4%	180.9%	58.5%	5.1%	-64.9%	77.4%	11.4%
2) 음원	15.8	17.7	14.7	19.1	16.6	18.5	15.5	20.1	76.0	67.3	70.6	74.2
YoY	-16.6%	-9.3%	-12.1%	-8.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	-1.4%	-11.5%	5.0%	5.0%
2. 공연	2.0	7.0	3.1	4.9	3.6	5.7	54.1	60.5	111.5	17.0	123.9	144.1
YoY	-95.0%	-77.7%	-90.7%	-23.7%	77.5%	-18.4%	1636.1%	1140.5%	390.1%	-84.8%	629.5%	16.3%
3. 광고/출연료	13.6	11.9	10.8	15.2	13.8	12.1	11.4	16.1	76.4	51.5	53.4	58.2
YoY	-37.6%	-37.8%	-36.7%	-17.5%	1.4%	1.6%	5.8%	5.9%	-10.3%	-32.6%	3.7%	9.0%
4. MD	16.4	16.4	13.9	23.0	16.7	16.1	39.8	48.7	77.8	69.6	121.3	134.4
YoY	-4.1%	-33.0%	-25.9%	31.1%	2.0%	-1.6%	186.1%	112.2%	104.1%	-10.5%	74.3%	10.8%
5. 로열티	11.2	-1.2	10.5	4.8	11.8	-1.2	11.0	5.1	46.3	25.4	26.7	28.0
YoY	-16.9%	적전	221.6%	-46.9%	5.0%	0.0%	5.0%	5.0%	214.3%	-45.3%	5.2%	5.0%
6. 음악 서비스	17.0	21.5	19.2	21.0	17.1	21.7	19.4	21.2	88.9	78.6	79.4	80.2
YoY	-21.5%	-6.5%	-18.8%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	25.8%	-11.6%	1.0%	1.0%
7. 기타	8.5	12.1	8.5	11.2	8.9	12.7	9.0	11.7	48.7	40.3	42.4	44.5
YoY	-5.1%	-15.1%	-21.4%	-23.3%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	18.3%	-17.1%	5.0%	5.0%
영업이익	-5.4	-10.9	-3.0	0.7	-2.8	-4.6	26.7	28.5	79.5	-18.6	47.7	69.0
YoY	적전	적전	적전	-22.3%	적지	적지	흑전	3795.1%	86.5%	적전	흑전	44.5%
영업이익률	-6.2%	-12.1%	-3.6%	0.7%	-2.9%	-5.1%	15.9%	14.9%	14.0%	-5.1%	8.8%	11.6%
순이익	0.4	-0.3	-0.9	20.9	1.6	0.3	23.8	25.1	77.0	20.0	50.8	66.7
YoY	-98.7%	적전	적전	459.1%	290.5%	흑전	흑전	20.2%	64.6%	-74.0%	153.6%	31.3%
순이익률	0.5%	-0.4%	-1.1%	20.1%	1.7%	0.3%	14.1%	13.1%	13.5%	5.5%	9.3%	11.2%

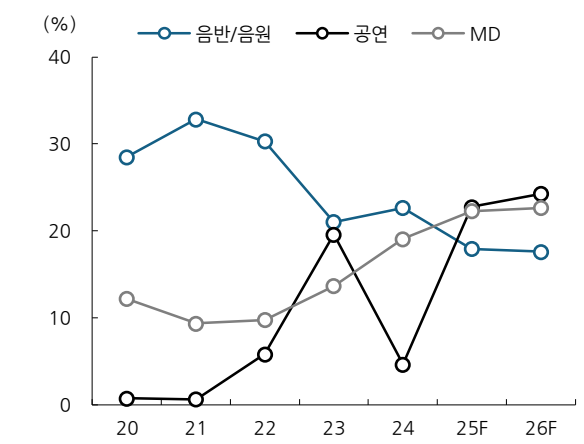
자료: YG엔터, DS투자증권 리서치센터 추정

그림150 YG엔터 연결 실적 추이 및 전망



자료: YG엔터, DS투자증권 리서치센터 추정

그림151 YG엔터 매출 비중 추이



자료: YG엔터, DS투자증권 리서치센터 추정

그림152 YG IP의 글로벌 Gen Z와 중국 인기 지표 비교

구분(만명)	YouTube	TikTok	Spotify	Weibo	Douin
BIGBANG	1,640	-	600	664	-
AKMU	334	81	200	-	-
WINNER	404	230	82	77	-
BLACKPINK	9,640	5,000	1,557	554	-
TREASURE	776	810	277	41	13
BABYMONSTER	904	910	741	68	138

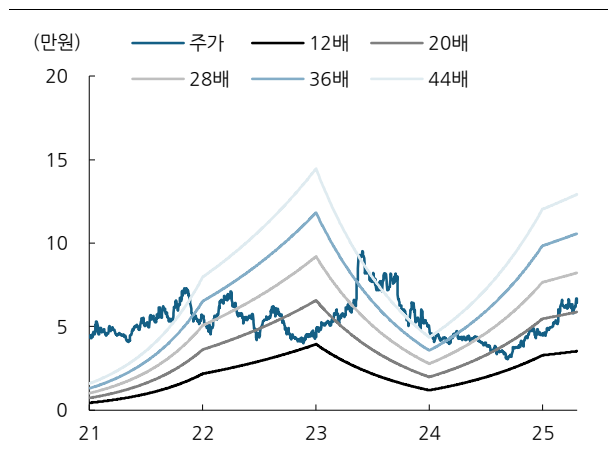
자료: 유튜브, 틱톡, 스포티파이, 더우인, 웨이보, DS투자증권 리서치센터

그림153 블랙핑크 투어 가정

투어명	횟수(회)	모객수(만명)	회당 모객(명)
BLACKPINK ARENA TOUR (2018)	일본 8 회	11.6	14,500
BLACKPINK IN YOUR AREA WORLD TOUR (2018-2020)	17 국가 26 도시 36 회	47.2	13,000
BORN PINK WORLD TOUR (2022-2023)	23 국가 66 회	180+	27,000
2025 World Tour 현재까지 공개된 일정 기준	8 국가 18 회	90+	50,000

자료: DS투자증권 리서치센터

그림154 YG엔터 PER 밴드 차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림155 목표주가 산출

PER Valuation	
12M Fwd EPS (원)	3,097
2025F EPS	2,739
2026F EPS	3,598
Target PER (배)	30
Historical PER(21~24)	39
엔터 Target PER	30
목표주가 (원)	90,000
현재주가 (원)	64,100
상승여력	40.4%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터 추정, 주: 현재주가는 2025.04.21 종가

YG엔터 아티스트 활동

소수의 IP로 레버리지 확대
25년 BLACKPINK 완전체
활동과 신규 IP 1개 데뷔

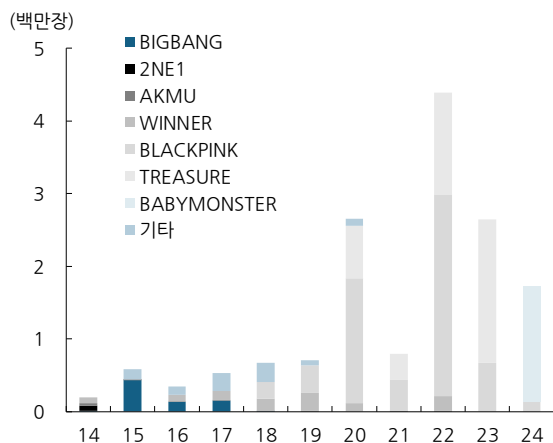
YG엔터는 24년 기준 5개 아티스트 IP(국내 5)를 보유하고 있다. 과거 동사가 발굴한 BIGBANG은 K-pop의 글로벌 팬덤 확장 가능성을 보여줬고 기존의 기획사 주도형 아이돌과 달리 멤버가 직접 작곡, 작사, 프로듀싱에 참여해 아이돌의 아티스트화 흐름을 이끌었다고 평가받고 있다. 이후 동사가 보유한 메가 IP BLACKPINK는 K-pop 걸그룹의 글로벌 성장 가능성을 증명했다. 후속 성장 IP는 TREASURE, 저연차 IP는 24년 데뷔한 BABYMONSTER가 있으며 보다 빠르게 글로벌 투어를 통해 팬덤을 확장 중이다. 25년은 메가 IP BLACKPINK의 완전체 글로벌 투어 재개와 함께 국내 보이그룹이 1개 추가될 예정이다.

표33 YG엔터 소속 아티스트

그룹명	데뷔연도	레이블	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
국내													
BIGBANG	2006												
2NE1	2009												
AKMU	2014								CR				
WINNER	2014								CR				
iKON	2015		Debut										
BLACKPINK	2016			Debut								CR 팀 계약	
TREASURE	2020							Debut					
BABYMONSTER	2024											Debut	
보이그룹(국내)	2025(예정)												TBD

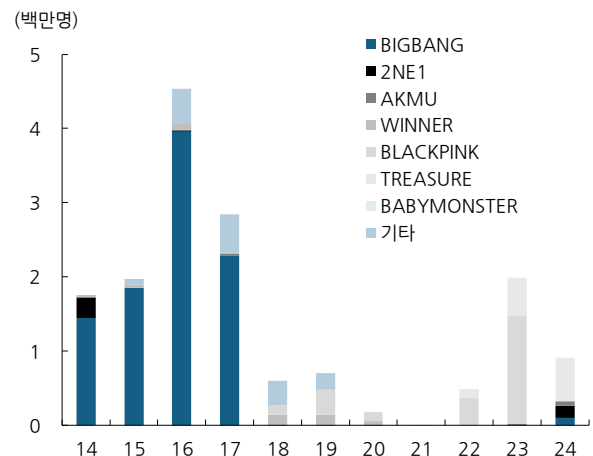
자료: YG엔터, DS투자증권 리서치센터, 주: CR(Contract Renewed), TBD(To be determined), 박스표시는 군입대 구간

그림156 YG엔터 아티스트별 앨범 판매량 추이



자료: YG엔터, DS투자증권 리서치센터

그림157 YG엔터 아티스트별 콘서트 관객 수 추이



자료: YG엔터, DS투자증권 리서치센터

표34 YG 소속 아티스트 활동

그룹명	구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
국내							
2NE1	음원/음반				정규(JPN)		
	콘서트				아시아 16 회	아시아 9 회	한국 2 회
AKMU	음원/음반	찬혁 싱글	미니				
	콘서트	국내 7 회	한국 2 회				
WINNER	음원/음반			이승훈 미니			
	콘서트						
BLACKPINK	음원/음반						
	콘서트						
TREASURE	음원/음반		싱글		선공개 싱글	미니	
	콘서트	일본 16 회	아시아 9 회	공연 2 회 일본 팬콘 20 회		한국 팬콘 3 회	미국 팬콘 5 회 일본 팬콘 10 회
BABYMONSTER	음원/음반	선공개 싱글	미니	선공개 싱글 정규(JPN)	정규		
	콘서트					월드투어 9 회	월드 투어 17 회
보이그룹	음원/음반						
	콘서트						

자료: YG, DS투자증권 리서치센터

표35 YG 소속 아티스트 투어 일정(2024-2025)

시기	아티스트	멤버	일정	투어명	지역	횟수
2024	2NE1		10/4~12/22	24-25 <WELCOME BACK>	대한민국, 필리핀, 인도네시아, 일본 등	16
	AKMU		1/6~1/28	<악뮤토피아>	대한민국	7
			6/15~6/16	2024 악뮤 10주년 콘서트 [10VE]	대한민국	2
	WINNER			-		
	BLACKPINK			-		
	TREASURE		1/6~8/15	2024 TREASURE TOUR <REBOOT>	대한민국, 일본, 필리핀, 홍콩 등	27
			7/6~8/11	2024 TREASURE FAN MEETING	일본	20
	BABYMONSTER		5/11~8/11	<PRESENTS : SEE YOU THERE>	일본, 인도네시아, 싱가포르, 대만 등	12
2025	2NE1		1/25~4/13	24-25 <WELCOME BACK>	태국, 말레이시아, 대만, 베트남 등	11
	AKMU			-		
	WINNER			-		
	BLACKPINK		7/5~	BLACKPINK 2025 WORLD TOUR	대한민국, 미국, 캐나다, 프랑스 등	15+
	TREASURE		3/28~5/18	2025 팬콘서트 SPECIAL MOMENT	대한민국, 미국, 일본	18
	BABYMONSTER		1/25~9/12	2025 WORLD TOUR <HELLO MONSTERS>	대한민국, 미국, 일본, 홍콩 등	32+
2026	BLACKPINK		1/16~1/17	BLACKPINK 2025 WORLD TOUR	일본	3

자료: YG, DS투자증권 리서치센터

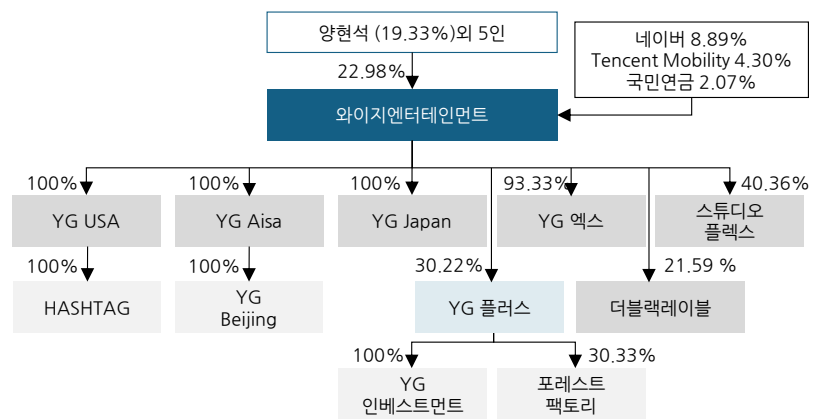
주: 자료 발간 일자 공개된 일정 기준으로 25년 투어 일정은 추가될 수 있음

기업개요

1998년 설립된 기획사
K-pop의 글로벌 확장
다양성 확대

YG엔터는 1998년 설립된 K-pop 엔터테인먼트 기업이다. K-pop 아티스트를 발굴, 육성하고 해당 IP를 바탕으로 음원/음반 제작, 유통(YG PLUS), 공연, 굿즈(MD) 등 다양한 사업을 영위하고 있다. 동사는 기존 아이돌 그룹과 다른 힙합 중심 음악, 자유로운 패션과 퍼포먼스를 강조한 BIGBANG, 2NE1, BLACKPINK와 같은 IP를 발굴하며 K-pop의 컨셉 측면 다양성을 확대했다. 또한 자율적 크리에이티브를 강조해 아티스트가 직접 작사, 작곡, 기획해 성공 사례를 만들며 창작자형 아이돌 그룹 증가에 기여했다.

그림158 YG엔터 주요 종속기업 지배구조도



자료: YG엔터, DS투자증권 리서치센터, 주: 24년 사업보고서 기준

그림159 YG엔터 주가 히스토리 차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

[와이즈엔터테인먼트 122870]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	366	348	303	384	421	매출액	391	569	365	545	594
현금 및 현금성자산	80	97	87	119	178	매출원가	263	383	265	374	398
매출채권 및 기타채권	78	80	89	126	101	매출총이익	128	186	99	171	195
재고자산	16	17	10	17	14	판매비 및 관리비	85	106	118	123	126
기타	191	154	118	123	128	영업이익	43	80	-19	48	69
비유동자산	347	395	431	430	431	(EBITDA)	56	99	11	67	87
관계기업투자등	127	137	170	177	184	금융손익	3	9	7	7	8
유형자산	180	179	188	179	172	이자비용	0	1	1	1	1
무형자산	11	47	47	47	47	관계기업등 투자손익	3	-2	30	86	86
자산총계	713	742	734	814	852	기타영업외손익	8	6	10	-73	-74
유동부채	163	147	110	148	123	세전계속사업이익	56	93	29	68	89
매입채무 및 기타채무	81	94	89	126	101	계속사업법인세비용	15	15	9	17	22
단기금융부채	5	12	6	6	6	계속사업이익	41	78	20	51	67
기타유동부채	77	41	15	15	16	중단사업이익	5	-1	0	0	0
비유동부채	24	10	21	21	21	당기순이익	47	77	20	51	67
장기금융부채	18	6	18	18	18	지배주주	34	61	19	51	67
기타비유동부채	5	3	2	2	2	총포괄이익	44	77	20	51	67
부채총계	187	157	131	168	144	매출총이익률 (%)	32.7	32.7	27.3	31.4	32.9
지배주주지분	410	467	483	526	587	영업이익률 (%)	10.9	14.0	-5.1	8.8	11.6
자본금	9	10	10	10	10	EBITDA마진률 (%)	14.3	17.4	3.1	12.3	14.7
자본잉여금	225	227	227	227	227	당기순이익률 (%)	12.0	13.5	5.5	9.3	11.2
이익잉여금	160	216	229	276	337	ROA (%)	5.0	8.4	2.5	6.6	8.0
비지배주주지분(연결)	117	118	120	120	120	ROE (%)	8.6	14.0	3.9	10.1	12.0
자본총계	526	585	603	646	707	ROIC (%)	9.2	18.7	-3.5	9.6	13.9

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	55	94	0	-31	-2	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	41	78	20	51	67	P/E	24.3	15.5	45.9	23.4	17.8
비현금수익비용가감	22	31	10	-70	-67	P/B	2.0	2.0	1.8	2.3	2.0
유형자산감가상각비	12	13	15	19	18	P/S	2.1	1.7	2.3	2.2	2.0
무형자산상각비	1	6	15	0	0	EV/EBITDA	13.5	8.8	69.8	16.4	11.9
기타현금수익비용	8	12	-87	-261	-258	P/CF	13.0	8.7	28.6	n/a	n/a
영업활동 자산부채변동	0	-10	-20	-12	-1	배당수익률 (%)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
매출채권 감소(증가)	-33	2	-12	-37	25	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-6	-6	4	-8	3	매출액	21.6	45.5	-35.9	49.3	9.0
매입채무 증가(감소)	22	7	1	36	-25	영업이익	68.3	86.5	적전	흑전	44.5
기타자산 부채변동	16	-13	-13	-4	-4	세전이익	54.0	66.4	-69.1	135.0	31.3
투자활동 현금	-18	-70	1	68	67	당기순이익	104.6	64.6	-74.0	153.6	31.3
유형자산처분(취득)	-9	-11	-5	-10	-11	EPS	400.3	81.7	-69.6	174.3	31.3
무형자산 감소(증가)	1	-42	-15	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-2	-30	24	79	79	부채비율	35.5	26.8	21.7	26.0	20.4
기타투자활동	-8	13	-3	-1	-1	유동비율	224.3	235.9	274.2	260.4	340.6
재무활동 현금	-1	-6	-12	-5	-6	순차입금/자기자본(x)	-11.2	-13.7	-10.5	-14.8	-21.9
차입금의 증가(감소)	-6	-5	-6	0	0	영업이익/금융비용(x)	94.7	145.1	-20.2	34.5	49.9
자본의 증가(감소)	1	-4	-5	-5	-6	총차입금 (십억원)	23	18	25	25	25
배당금의 지급	5	5	6	5	6	순차입금 (십억원)	-59	-80	-64	-95	-155
기타재무활동	4	3	-1	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	36	17	-10	32	59	EPS	1,806	3,282	999	2,739	3,598
기초현금	44	80	97	87	119	BPS	21,959	24,972	25,849	28,141	31,413
기말현금	80	97	87	119	178	SPS	20,969	30,459	19,525	29,150	31,767
NOPLAT	32	66	-13	36	52	CFPS	3,379	5,834	1,603	-1,018	-39
FCF	45	30	11	36	65	DPS	250	300	250	300	250

자료: 와이즈엔터테인먼트, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

에스엠 041510

시간은 SM의 편

25년 성장/저연차 IP의 국내외 활동 본격화와 MD 성장

SM의 25년 실적은 연결 매출액 1.1조원(+12% YoY), 영업이익 1,336억원(+53% YoY, OPM 12%)으로 전망한다. 별도 기준 매출액은 7,754억원(+17% YoY)으로 실적 성장은 1)성장 IP의 글로벌 활동증가: Aespa와 NCT의 활동 증가 2)저연차 IP의 수익화: NCT WISH의 앨범 판매가 선주문 121만장을 기록했고 아시아 투어를 시작 및 Hearts2Hearts의 본격 활동에 기인한다. 또한 동사는 공연 MD 외에도 기획 MD를 확대하며 비교적 마진이 높은 MD 매출 비중(별도)은 24년 25%→25년 26%로 확대될 전망이다.

투자포인트: 빨라진 IP 수익화와 신규 IP 론칭, 디어유 + 중국 업사이드

SM의 투자포인트는 크게 2가지다. 1)탄탄한 성장/저연차 IP 라인업: SM은 4세대 K-pop 걸그룹 가장 탄탄하게 성장 중인 Aespa, 23-24년 데뷔한 보이그룹 RIIZE, NCT WISH의 가파른 성장으로 시간이 지날수록 IP 레버리지 확대가 기대된다. 25년 데뷔한 신인 Hearts2Hearts도 데뷔 15일만에 음악 방송 1위를 차지해 기대를 모으고 있다. 저연차 IP의 빠른 수익화는 엔터 기획사의 경쟁력을 방증하며 SM 3.0 전략 이후 신규 IP 런칭도 빨라지고 있어 긍정적이다. 2)디어유 연결 편입 및 IP 활용 강화: SM은 25년 자회사 디어유의 지분 11.4%를 추가 취득하며 2Q25 연결 자회사로 편입 예정이다. 디어유에 대한 경영 지배력 강화, 디어유 내 SM 저연차 IP 추가 편입으로 MAU 상승 및 IP의 빠른 국내외 충성 팬덤 확대의 시너지가 기대된다. 특히 디어유는 24년 10월 중국 텐센트엔터와 전략적 제휴를 맺고 25년 2분기 QQ뮤직 내 인앱 형태로 입점이 예상돼 중국 관련 모멘텀 확대도 긍정적이다.

투자의견 매수, 목표주가 15만원으로 커버리지 개시

SM의 목표주가는 12M Fwd EPS에 엔터 업종 평균 목표배수 30배를 적용해 산출했다. 글로벌 Gen Z의 K-pop에 대한 인기 속 동사는 빠르게 신규 IP를 발굴 및 제작하고 수익화에 이르는 시점을 단축하며 성장 중인 K-pop 시장 내 점유율 확대가 기대된다. 글로벌 투어, MD, 팬플랫폼에 이르는 IP 레버리지 효과로 수익성 개선을 이어갈 전망이다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	851	961	990	1,112	1,269
영업이익	91	113	87	134	168
영업이익률(%)	10.7	11.8	8.8	12.0	13.2
세전이익	117	119	26	132	166
지배주주지분순이익	80	87	18	104	126
EPS(원)	3,360	3,663	800	4,522	5,508
증감률(%)	-40.2	9.0	-78.2	465.4	21.8
ROE(%)	12.2	12.3	2.6	14.6	15.7
PER(배)	22.8	25.1	94.5	25.1	20.6
PBR(배)	2.6	3.0	2.7	3.5	3.1
EV/EBITDA(배)	9.3	10.8	9.4	12.3	9.8

자료: 에스엠, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

장지혜 엔터·미디어·음식료

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.04.22

매수(신규)

목표주가(신규)	150,000원
현재주가(04/21)	113,500원
상승여력	32.2%

Stock Data

KOSDAQ	715.5pt
시가총액(보통주)	2,599십억원
발행주식수	22,895천주
액면가	500원
자본금	12십억원
60일 평균거래량	227천주
60일 평균거래대금	22,615백만원
외국인 지분율	14.5%
52주 최고가	118,500원
52주 최저가	55,100원
주요주주	
카카오(외 9인)	41.8%
하이브(외 1인)	9.7%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	13.2	13.7
3M	44.0	45.5
6M	66.9	72.8

주가차트

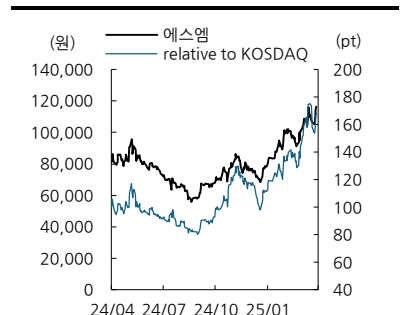
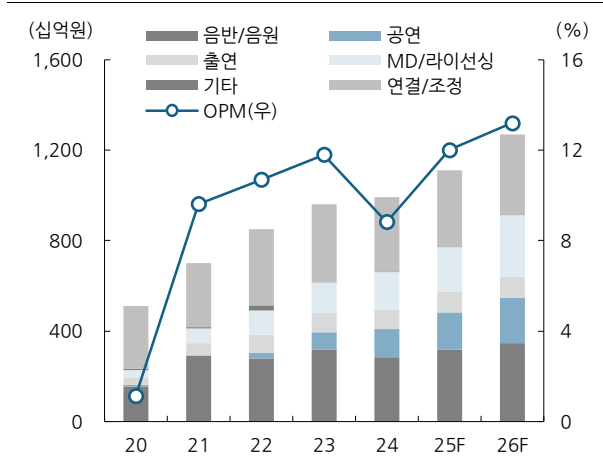


표36 SM 실적 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	220.1	253.9	242.2	273.6	220.5	290.8	277.3	323.2	961.1	989.7	1,111.7	1,269.4
YoY	7.9%	5.9%	-9.0%	9.0%	0.2%	14.5%	14.5%	18.1%	13.0%	3.0%	12.3%	14.2%
1. 본사(별도)	136.1	174.1	172.1	180.4	137.7	207.6	204.8	225.4	619.5	662.7	775.4	916.4
YoY	6.2%	25.4%	-8.8%	10.2%	1.2%	19.2%	19.0%	25.0%	20.6%	7.0%	17.0%	18.2%
1) 음원/음반	55.1	71.7	72.9	86.0	45.0	95.6	82.3	94.6	318.0	285.7	317.5	347.8
YoY	-7.6%	31.8%	-35.7%	-5.1%	-18.4%	33.4%	12.9%	10.0%	13.9%	-10.2%	11.1%	9.5%
2) 공연	24.7	37.2	38.2	22.5	32.5	32.1	56.5	44.9	76.8	122.6	166.0	199.2
YoY	21.1%	86.0%	55.9%	89.1%	31.8%	-13.8%	47.9%	99.5%	209.7%	59.6%	35.4%	20.0%
3) 출연	19.9	20.6	22.5	21.4	20.9	21.6	23.6	22.5	85.8	84.4	88.6	93.1
YoY	18.5%	-0.5%	4.7%	-20.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	9.4%	-1.6%	5.0%	5.0%
4) MD/라이선싱	36.0	43.8	37.9	51.2	38.8	57.5	41.6	62.8	134.6	168.9	200.7	273.5
YoY	21.2%	3.5%	31.1%	51.9%	7.7%	31.2%	9.9%	22.6%	22.9%	25.5%	18.8%	36.3%
5) 기타	0.5	0.7	0.7	0.6	0.5	0.7	0.7	0.6	4.3	2.5	2.6	2.8
YoY	-70.6%	-53.3%	40.0%	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	-80.2%	-41.9%	5.0%	7.0%
2. 연결/조정	83.9	79.8	70.1	93.2	82.8	83.2	72.5	97.8	341.6	327.0	336.2	353.1
YoY	10.8%	-20.9%	-9.6%	6.7%	-1.3%	4.3%	3.4%	4.9%	1.4%	-4.3%	2.8%	5.0%
1) SM C&C	23.9	27.9	24.8	33.4	25.1	29.3	26.0	35.1	117.3	110.0	115.5	121.3
YoY	11.7%	-5.1%	3.8%	-21.6%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	-25.8%	-6.2%	5.0%	5.0%
2) SMC	27.4	18.7	22.0	20.2	29.3	20.0	23.5	21.6	82.9	88.3	94.5	99.2
YoY	2.6%	-6.5%	-8.3%	65.6%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	22.5%	6.5%	7.0%	5.0%
3) KEYEAST	25.4	16.1	13.3	21.0	22.9	16.9	14.0	22.1	52.1	75.8	75.8	79.6
YoY	31.6%	22.0%	38.5%	110.0%	-10.0%	5.0%	5.0%	5.0%	-16.0%	45.5%	0.0%	5.0%
4) DREAM MAKER	12.9	7.5	10.5	5.0	11.6	6.8	9.5	4.5	94.2	35.9	32.3	29.1
YoY	-42.2%	-78.4%	-40.0%	-74.5%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	58.9%	-61.9%	-10.0%	-10.0%
5) 기타/조정	-5.7	9.6	-0.5	13.6	-6.1	10.2	-0.5	14.5	-4.9	17.0	18.2	19.1
YoY	적지	174.2%	적전	356.4%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	적지	흑전	7.0%	5.0%
영업이익	15.5	24.7	13.3	33.7	17.9	37.2	29.0	49.4	113.5	87.3	133.6	167.6
YoY	-14.9%	-30.6%	-73.6%	272.9%	15.3%	50.5%	117.3%	46.8%	24.7%	-23.1%	53.0%	25.5%
영업이익률	7.1%	9.7%	5.5%	12.3%	8.1%	12.8%	10.5%	15.3%	11.8%	8.8%	12.0%	13.2%
순이익	12.4	8.4	3.7	-23.7	14.6	26.4	24.7	37.7	82.7	0.8	103.5	126.1
YoY	-45.9%	-70.3%	-95.6%	적지	17.7%	214.4%	566.7%	흑전	0.8%	-99.0%	1254.2%	21.8%
순이익률	5.7%	3.3%	1.5%	-8.7%	6.6%	9.1%	8.9%	11.7%	8.6%	0.1%	9.3%	9.9%

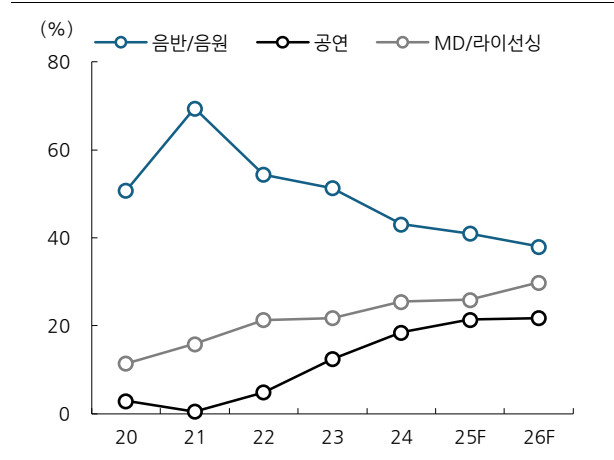
자료: SM, DS투자증권 리서치센터 추정

그림160 SM 실적 추이 및 전망



자료: SM, DS투자증권 리서치센터 추정

그림161 SM 별도 기준 매출 비중 추이



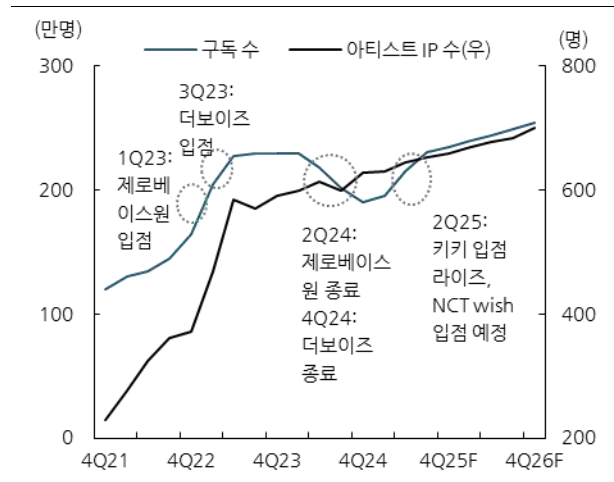
자료: SM, DS투자증권 리서치센터 추정

그림162 에스엠 IP의 글로벌 Gen Z와 중국 인기 지표 비교

구분(만명)	YouTube	TikTok	Spotify	Weibo	Douin
TVXQ!	63	46	68	124	-
SUPER JUNIOR	239	110	114	201	-
Girls' Generation	296	130	258	21	-
SHINee	259	190	224	70	8
EXO	966	540	395	372	-
Red Velvet	550	350	491	143	-
NCT 127	561	1,400	285	81	32
NCT Dream	688	1,400	261	141	71
Aespa	715	1,570	1,007	145	302
RIIZE	172	370	230	37	76
Nævis	7	4	2	2	-
Hearts2Hearts	64	160	289	21	22
WayV	362	530	129	200	60
NCT WISH	79	1,400	61	62	54
dearALICE	3	25	4	0	-

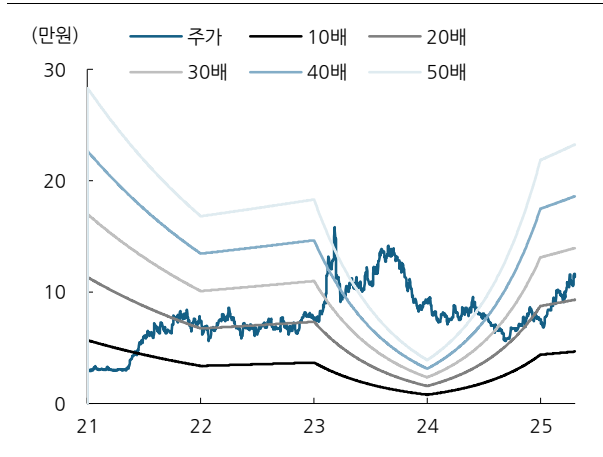
자료: 유튜브, 틱톡, 스포티파이, 더우인, 웨이보, DS투자증권 리서치센터

그림163 디어유 버블 구독 수 추이



자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터 추정

그림164 SM PER 밴드 차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림165 목표주가 산출

PER Valuation	
12M Fwd EPS (원)	4,932.4
2025F EPS	4,521.6
2026F EPS	5,507.7
Target PER (배)	30
Historical PER(21~24)	38
엔터 Target PER	30
목표주가 (원)	150,000
현재주가 (원)	113,500
상승여력	32.2%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터 추정, 주: 현재주가는 2025.04.21 종가

SM 아티스트 활동

장기/성장 IP 다수 보유
저연차 IP 활동 본격화
25년 신규 IP 3개 데뷔

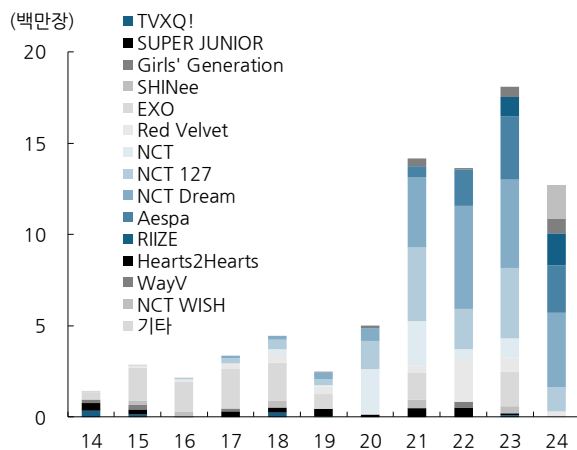
SM은 24년 기준 12개 아티스트 IP(국내 10, 중국1, 일본1)를 보유하고 있다. 동사는 데뷔 후 10년이 넘었지만 여전히 꾸준히 활동을 이어가는 장기 IP(동방신기, 슈퍼주니어, 샤이니 등)와 글로벌 활동이 증가하는 성장 IP(EXO, NCT, Aespa), 저연차 IP(RIIZE, NCT WISH)를 다수 보유하고 있다. 23년 공개한 SM3.0 전략 하에 5개 제작센터를 조직해 각각 자체적으로 아티스트를 기획하고 데뷔, 운영을 전담하며 신규 IP론칭이 빨라지고 있다. 25년은 이미 데뷔한 국내 걸그룹 Hearts2Hearts, dearALICE(영국)외에도 국내 보이그룹(SMTR25)이 추가될 예정이다.

표37 SM 소속 아티스트

그룹명	데뷔연도	레이블	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
국내													
TVXQ!	2003	Label SJ			CR						CR		
SUPER JUNIOR	2005		CR									CR	
Girls' Generation	2007				CR					CR			
SHINee	2008									CR			
EXO	2012									CR			
Red Velvet	2014	ONE							CR				
NCT 127	2016			Debut							CR		
NCT Dream	2016			Debut					CR				
Aespa	2020						Debut						
RIIZE	2023									Debut			
Hearts2Hearts	2025											Debut	
SMTR25	2025(예정)												TBD
중국													
WayV	2019	LABEL V					Debut						
일본													
NCT WISH	2024											Debut	
영국													
dearALICE	2025												Debut

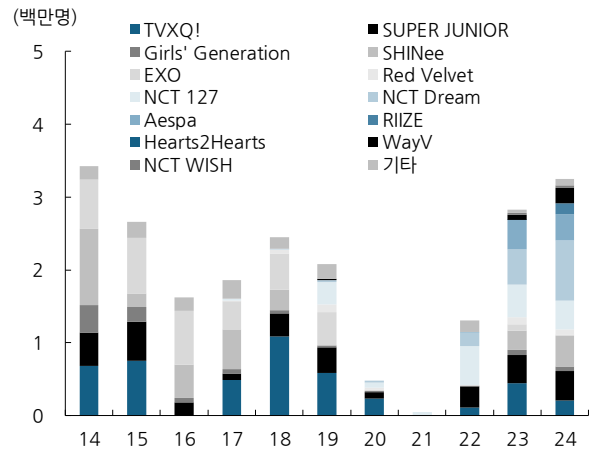
자료: SM, DS투자증권 리서치센터, 주: CR(Contract Renewed), TBD(To be determined), 박스표시는 군입대 구간

그림166 SM 아티스트별 앨범 판매량 추이



자료: SM, DS투자증권 리서치센터

그림167 SM 아티스트별 콘서트 관객 수 추이



자료: SM, DS투자증권 리서치센터

표38 SM 소속 아티스트 활동

그룹명	구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
국내							
TVXQ!	음원/음반				정규(JPN)		
	콘서트	콘서트 4 회	인도네시아 1 회		일본 9 회	일본 10 회	
SUPER JUNIOR	음원/음반	LSS 싱글	싱글		예성 미니		
	콘서트	LSS 5 회	한국 2 회	아시아 투어 11 회		예성 아시아 7 회	예성 4 회
Girls' Generation	음원/음반			태연 싱글 효연 싱글	태연 미니		
	콘서트					태연 국내 5 회	태연 아시아 7 회
SHINee	음원/음반	민호 싱글		키 미니 키 싱글(JPN)	민호 정규		싱글
	콘서트	민호 한국 2 회 키 한국 2 회 월드 투어 4 회 태민 3 회	민호 일본 2 회 한국 3 회	키 아시아 9 회 키 한국 2 회	민호 한국 2 회	민호 5 회	공연 3 회
EXO	음원/음반		수호 미니	찬열 미니			카이 미니
	콘서트		수호 콘서트 3 회	수호 콘서트 13 회	수호 일본 2 회 찬열 아시아 14 회	수호 국내 2 회 찬열 국내 2 회	
Red Velvet	음원/음반	웬디 미니	미니		아이린 미니	슬기 미니	아이린, 슬기 미니
	콘서트			팬콘 투어 8 회			
NCT(NCT U 기준)	음원/음반	텐 미니	도영 정규 마크 싱글	재현 미니	마크 싱글 재현 싱글 도영 싱글	텐 미니	도영 정규 마크 정규 텐 미니(JPN)
	콘서트	텐 팬콘 3 회 태용 한국 2 회	텐 일본 팬콘 3 회 도영 아시아 9 회	도영 9 회	도영 한국 3 회		
NCT 127	음원/음반			정규	유타 미니(JPN)		
	콘서트	아시아 투어 13 회		한국 팬미팅 2 회	유타 일본 9 회	글로벌 18 회	일본, 마카오 6 회
NCT 드림	음원/음반	미니	싱글(JPN)	싱글(ENG)	정규		
	콘서트		월드 투어 15 회	월드 투어 13 회	월드 투어 6 회 한국 3 회		
Aespa	음원/음반		정규	싱글(JPN)	싱글, 미니		미정
	콘서트		한국 2 회	투어 25 회		글로벌 16 회	
RIIZE	음원/음반	싱글 싱글(JPN)	미니	싱글 싱글(JPN)		싱글	정규
	콘서트		팬콘 투어 8 회	팬콘 투어 20 회 한국 3 회		국내 2 회	
Hearts2Hearts	음원/음반					싱글	싱글
	콘서트						
SMTOWN	음원/음반					정규	
	콘서트	일본 2 회				국내 2 회	글로벌 3 회
중국							
WayV	음원/음반		미니	미니(JPN)	미니		미니
	콘서트			일본, 중국 12 회	투어 4 회	투어 4 회	
일본							
NCT WISH	음원/음반	싱글(KOR, JPN)	싱글(JPN)	미니	정규(JPN)		미니
	콘서트		한국 12 회		일본 12 회	한국 3 회	아시아투어 8 회
영국							
dearALICE	음원/음반					싱글	
	콘서트						

자료: SM, DS투자증권 리서치센터

표39 SM 소속 아티스트 투어 일정(2024-2025)

시기	아티스트	멤버	일정	투어명	지역	횟수
2024	TVXQ!		11/29~12/25	24-25 20th Anniversary LIVE TOUR <ZONE>	일본	9
	SUPER JUNIOR		6/22~9/14	24 <SUPER SHOW SPIN-OFF : Halftime>	대한민국, 태국, 싱가포르, 베트남 등	13
		D&E	4/12~6/26	LIVE TOUR 2024 <Departure>	일본	17
		D&E	9/28~12/22	WORLD TOUR <ECLIPSE>	대한민국, 대만, 홍콩, 태국 등	9
		예성	1/6~1/13	23-24 Unfading Sense	필리핀, 마카오	2
		L.S.S	2/3~4/20	24 <THE SHOW: Th3ee Guys>	대한민국, 홍콩, 인도네시아 등	7
	Girls' Generation	태연	7/22~8/20	The ODD Of LOVE	인도네시아, 필리핀, 태국 등	6
	SHINee		10/1~5/26	SHINee WORLD VI PERFECT ILLUMINATION	일본, 싱가포르, 홍콩, 대한민국	14
	EXO			-		
	Red Velvet		8/2~9/29	<HAPPINESS : My Dear, ReVe1uv>	대한민국, 태국, 인도네시아, 마카오 등	9
	NCT 127		1/7~3/10	<NEO CITY - THE UNITY">	일본, 인도네시아, 태국, 마카오 등	13
	NCT Dream		5/2~12/1	<THE DREAM SHOW 3> : DREAM()SCAPE	대한민국, 일본, 미국, 프랑스 등	37
	Aespa		6/29~9/29	24-25 <SYNK : PARALLEL LINE>	대한민국, 일본, 싱가포르, 홍콩 등	27
	RIIZE		5/4~9/15	2024 RIIZE FAN-CON TOUR <RIIZING DAY>	대한민국, 일본, 멕시코, 미국 등	31
	WayV			-		
	NCT WISH		11/3~12/13	2024 NCT WISH ASIA TOUR <LOG in>	일본	12
2025	TVXQ!		11/29~12/25	24-25 20th Anniversary LIVE TOUR <ZONE>	일본	13
	SUPER JUNIOR	D&E	1/4~1/26	WORLD TOUR <ECLIPSE>	말레이시아, 마카오, 대만 등	5
		예성	1/18~4/20	25 <It's Complicated>	대한민국, 태국, 홍콩, 마카오 등	15
		L.S.S	4/24~4/25	JAPAN FAN CONCERT "어서오세요"	일본	2
	Girls' Generation	태연	3/7~6/7	The TENSE	인도네시아, 필리핀, 태국 등	18
	SHINee		5/23~5/25	SHINee WORLD VII [E.S.S.A.Y]	대한민국	3
	EXO			-		
	Red Velvet			-		
	NCT 127		1/18~5/22	NEO CITY - THE MOMENTUM (2025)	대한민국, 인도네시아, 미국, 일본 등	24
	NCT Dream					
	Aespa		1/28~3/16	24-25 <SYNK : PARALLEL LINE>	미국, 멕시코, 영국, 스페인 등	16
	RIIZE			-		
	Hearts2Hearts			-		
	WayV			-		
	NCT WISH			2024 NCT WISH ASIA TOUR <LOG in>	대한민국, 마카오, 필리핀, 홍콩 등	11
2026	dearALICE					

자료: SM, DS투자증권 리서치센터

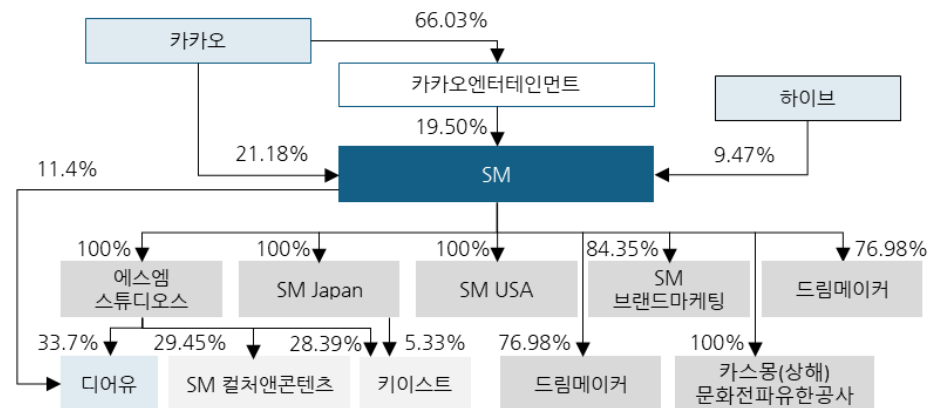
주: 자료 발간 일자 공개된 일정 기준으로 25년 투어 일정은 추가될 수 있음

기업개요

1995년 설립된 기획사
K-pop 산업화를 주도

SM은 1995년 설립된 K-pop 엔터테인먼트 기업이다. K-pop 아티스트를 발굴, 육성하고 해당 IP를 바탕으로 음원/음반 제작, 공연, 굿즈(MD) 등 다양한 사업을 영위하고 있다. K-pop의 산업화를 이끈 대표 주자로 1세대 아이돌(H.O.T)부터 2세대(동방신기, 슈퍼주니어, 샤이니), 3세대(EXO, NCT), 4세대(Aespa, RIIZE)에 이르기까지 경쟁력 있는 IP를 꾸준히 발굴하며 변화의 중심에 있다. 팬덤 비즈니스를 확립한 동사는 SM만의 코어 팬덤을 보유하고 있으며 일본, 중국, 미국, 유럽 등으로 팬덤을 확대하고 있다. 25년은 플랫폼(디어유) 사업을 연결로 편입 예정이다.

그림168 SM 주요 종속기업 지배구조도



자료: SM, DS투자증권 리서치센터, 주: 24년 사업보고서 기준 + 디어유 지분 추가 획득 공시(25.02) 반영

그림169 SM 주가 히스토리 차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

[에스엠 041510]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	841	858	814	926	1,046	매출액	851	961	990	1,112	1,269
현금 및 현금성자산	318	303	358	413	486	매출원가	556	620	682	741	839
매출채권 및 기타채권	158	261	247	290	325	매출총이익	295	341	307	371	430
재고자산	20	26	28	35	40	판매비 및 관리비	204	228	220	237	263
기타	346	269	181	188	195	영업이익	91	113	87	134	168
비유동자산	622	683	605	629	658	(EBITDA)	152	171	149	176	212
관계기업투자등	213	213	206	214	223	금융손익	4	10	18	11	12
유형자산	82	71	76	81	88	이자비용	4	6	5	0	0
무형자산	145	204	140	144	150	관계기업등 투자손익	11	47	-2	-32	-32
자산총계	1,463	1,541	1,419	1,555	1,704	기타영업외손익	10	-52	-77	19	18
유동부채	467	519	485	529	578	세전계속사업이익	117	119	26	132	166
매입채무 및 기타채무	355	330	321	360	404	계속사업법인세비용	35	36	25	28	39
단기금융부채	33	70	41	41	41	계속사업이익	82	83	1	104	126
기타유동부채	80	119	123	128	133	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	109	112	105	107	108	당기순이익	82	83	1	104	126
장기금융부채	81	76	69	69	69	지배주주	80	87	18	104	126
기타비유동부채	29	36	36	37	39	총포괄이익	84	81	1	104	126
부채총계	577	632	590	636	686	매출총이익률 (%)	34.7	35.5	31.0	33.3	33.9
지배주주지분	697	723	665	755	853	영업이익률 (%)	10.7	11.8	8.8	12.0	13.2
자본금	12	12	12	12	12	EBITDA마진률 (%)	17.8	17.8	15.1	15.9	16.7
자본잉여금	367	362	353	353	353	당기순이익률 (%)	9.6	8.6	0.1	9.3	9.9
이익잉여금	306	365	320	414	513	ROA (%)	5.8	5.8	1.2	7.0	7.7
비지배주주지분(연결)	189	187	164	164	164	ROE (%)	12.2	12.3	2.6	14.6	15.7
자본총계	886	909	829	919	1,018	ROIC (%)	25.0	25.9	0.9	39.8	45.4

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	115	113	136	167	211	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	82	83	1	104	126	P/E	22.8	25.1	94.5	25.1	20.6
비현금수익비용가감	94	94	152	72	78	P/B	2.6	3.0	2.7	3.5	3.1
유형자산감가상각비	26	30	33	24	25	P/S	2.1	2.3	1.8	2.4	2.1
무형자산상각비	35	28	29	19	20	EV/EBITDA	9.3	10.8	9.4	12.3	9.8
기타현금수익비용	33	36	55	29	33	P/CF	10.4	12.4	11.6	15.1	13.0
영업활동 자산부채변동	-20	-34	6	-8	7	배당수익률 (%)	1.6	1.3	0.5	1.1	1.1
매출채권 감소(증가)	-64	-1	4	-43	-35	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-5	1	-3	-7	-4	매출액	21.3	13.0	3.0	12.3	14.2
매입채무 증가(감소)	52	-27	-18	39	44	영업이익	34.8	24.7	-23.1	53.0	25.5
기타자산 부채변동	-3	-7	24	3	3	세전이익	-32.5	1.7	-78.1	404.5	25.8
투자활동 현금	-122	-83	56	-103	-111	당기순이익	-38.4	0.8	-99.0	12,542.1	21.8
유형자산처분(취득)	-24	-19	-22	-28	-32	EPS	-40.2	9.0	-78.2	465.4	21.8
무형자산 감소(증가)	-26	-32	-26	-23	-26	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	191	279	200	-45	-46	부채비율	65.1	69.4	71.2	69.2	67.4
기타투자활동	-264	-312	-96	-7	-8	유동비율	180.0	165.3	168.0	175.1	180.9
재무활동 현금	-1	-43	-144	-9	-27	순차입금/자기자본(x)	-46.7	-38.0	-44.6	-46.7	-49.8
차입금의 증가(감소)	-4	21	-52	0	0	영업이익/금융비용(x)	20.9	19.9	16.0	n/a	n/a
자본의 증가(감소)	-2	-54	-74	-9	-27	총차입금 (십억원)	113	146	110	110	110
배당금의 지급	5	28	28	9	27	순차입금 (십억원)	-414	-346	-370	-430	-507
기타재무활동	6	-10	-18	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-14	-14	55	55	72	EPS	3,360	3,663	800	4,522	5,508
기초현금	331	318	303	358	413	BPS	29,268	30,318	28,467	32,322	36,545
기말현금	318	303	358	413	486	SPS	35,740	40,329	42,380	47,602	54,357
NOPLAT	64	79	3	105	128	CFPS	7,395	7,425	6,536	7,503	8,750
FCF	34	60	214	64	100	DPS	1,200	1,200	400	1,200	1,200

자료: 에스엠, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

JYP Ent. 035900

Class는 변하지 않는다

25년 메가 IP의 앨범, 투어, MD 활동은 긍정적이나 사업 비용 부담 상승

JYP의 25년 실적은 연결 매출액 6,887억원(+14% YoY), 영업이익 1,459억원(+14% YoY, OPM 21.2%)으로 전망한다. 실적 성장은 1)메가 IP 스트레이키즈의 월드 투어 실적 인식과 2)성장 IP DAY6, ITZY, NMIXX의 활동 증가에 따른 수익 기여에 기인한다. 공연 활동 증가와 함께 공연 MD 매출 증가가 기대되고 자회사 블루개러지를 통한 MD 사업 내재화로 MD매출 비중은 24년 22% → 25년 24%로 확대될 전망이다. 다만 25년은 블루개러지 사업 확대에 따른 초기 비용과 스트레이키즈 전속계약금 반영, '더판따라' 제작비 잔여분 반영 등으로 레버리지효과가 다소 상쇄될 것이다.

투자포인트: 메가 IP 활동, 블루개러지, 해외 현지 IP + 중국 업사이드

JYP의 투자포인트는 크게 3가지다. 1)메가 IP의 활발한 활동: 상반기 스트레이키즈의 스타디움급 글로벌 투어와 하반기 트와이스의 글로벌 투어가 예정돼 있고 앨범 발매, 2)자회사 블루개러지 사업 확대로 IP 레버리지 효과: 동사는 자회사 블루개러지를 통해 국내 MD사업(JYP SHOP)과 팬 커뮤니티(FANS) 사업을 내재화하며 IP 레버리지 효과가 확대될 것으로 기대된다. 1분기까지는 사업 초기 비용 반영 및 MD 실적 총매출 인식에 따라 수익성이 둔화됐으나 사업이 안정화될수록 실적 개선이 기대된다. 3)해외 현지 IP 확대: 동사는 일본 걸그룹 NiziU를 성공적으로 런칭한 후 VCHA(미국), NEXZ(일본) 데뷔, 25년 중국과 라틴 신규 IP도 데뷔할 계획으로 가장 적극적으로 현지 IP를 확대하며 글로벌 시장 내 점유율 확대가 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 8.5만원으로 커버리지 개시

JYP의 목표주가는 12M Fwd EPS에 목표배수 24배를 적용해 산출했다. 엔터 업종 평균 목표배수 30배보다 20% 할인했는데 25년 메가 IP의 글로벌 활동 증가에도 비용 증가에 따른 수익성 하락에 기인한다. 다만 동사는 체계적인 K-pop 시스템을 바탕으로 글로벌 현지 IP 확대에 나서고 있고 저연차 IP의 수익 기여도 확대되고 있으며 향후 수익 정상화에 따른 밸류에이션 리레이팅도 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	346	567	602	689	767
영업이익	97	169	128	146	170
영업이익률(%)	27.9	29.9	21.3	21.2	22.1
세전이익	94	156	136	154	178
지배주주지분순이익	67	105	98	110	127
EPS(원)	1,901	2,969	2,950	3,331	3,847
증감률(%)	0.0	56.2	-0.6	12.9	15.5
ROE(%)	24.7	30.4	22.4	21.1	20.6
PER(배)	35.7	34.1	23.7	18.8	16.2
PBR(배)	8.0	9.1	5.2	3.9	3.3
EV/EBITDA(배)	21.9	18.5	15.9	12.2	10.1

자료: JYP Ent., DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

장지혜 엔터·미디어·음식료

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.04.22

매수(신규)

목표주가(신규)	85,000원
현재주가(04/21)	62,500원
상승여력	36.0%

Stock Data

KOSDAQ	715.5pt
시가총액(보통주)	2,221십억원
발행주식수	35,532천주
액면가	500원
자본금	18십억원
60일 평균거래량	637천주
60일 평균거래대금	46,414백만원
외국인 지분율	21.2%
52주 최고가	87,400원
52주 최저가	43,100원
주요주주	
박진영(외 4인)	16.0%
자사주(외 1인)	6.8%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	2.0	2.5
3M	-15.9	-14.4
6M	23.0	28.9

주가차트

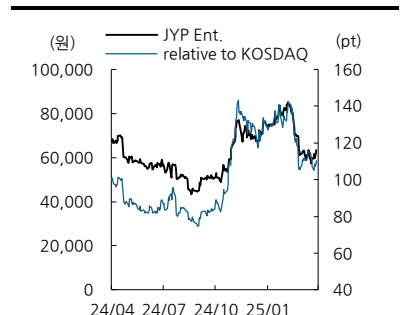
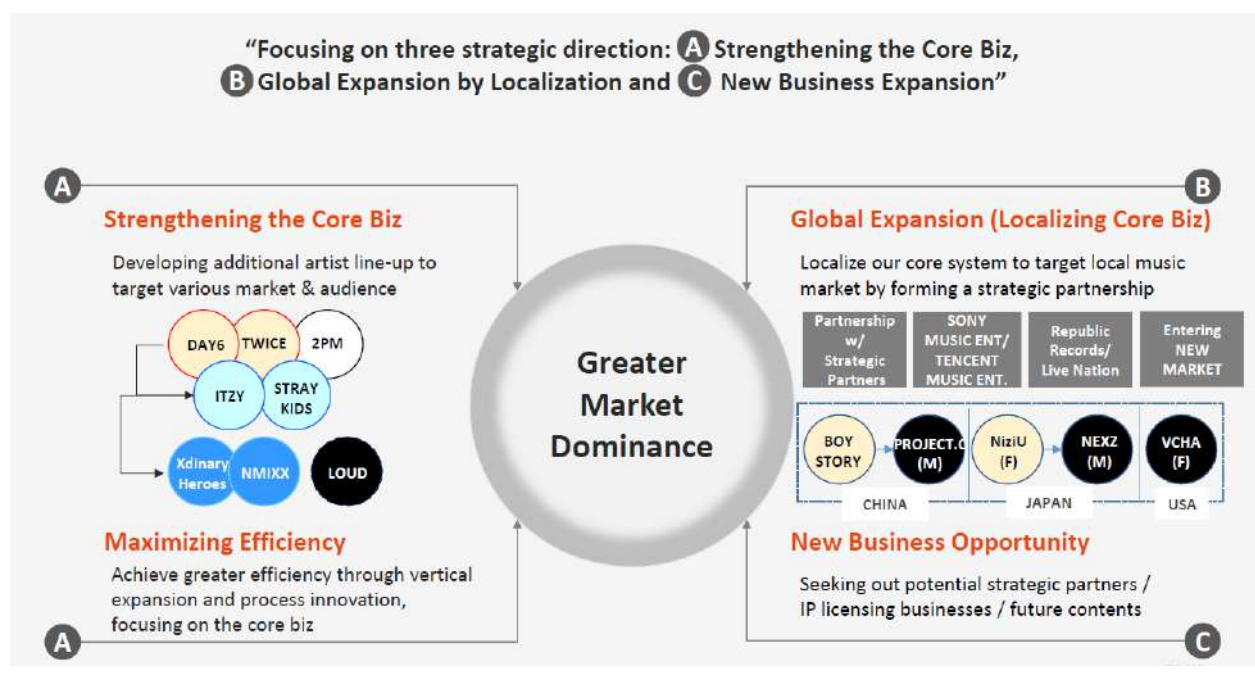


표40 JYP 실적 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	136.5	95.7	170.5	199.1	119.1	209.2	204.0	156.4	566.5	601.8	688.7	767.2
YoY	15.6%	-36.9%	22.1%	26.8%	-12.7%	118.6%	19.7%	-21.5%	63.8%	6.2%	14.4%	11.4%
1. 음원/음반	46.7	26.4	68.3	75.8	33.5	43.7	73.8	53.8	262.8	217.2	204.9	228.0
YoY	-10.0%	-69.6%	18.4%	13.8%	-28.3%	65.9%	8.0%	-29.0%	50.4%	-17.3%	-5.7%	11.3%
1) 음반	30.9	13.6	54.5	53.6	19.0	32.0	61.1	40.5	210.6	152.6	152.5	167.8
YoY	-24.1%	-81.7%	27.3%	1.4%	-38.6%	135.6%	12.1%	-24.4%	58.1%	-27.5%	0.0%	10.0%
2) 음원	15.8	12.8	13.8	22.2	14.6	11.8	12.7	13.3	52.2	64.6	52.4	60.2
YoY	41.4%	2.8%	-7.2%	62.0%	-8.0%	-8.0%	-8.0%	-40.0%	25.7%	23.8%	-19.0%	15.0%
2. 공연	29.4	14.0	22.1	38.0	21.1	66.7	52.4	27.5	63.2	103.6	167.8	185.8
YoY	335.1%	-3.1%	87.6%	26.0%	-28.3%	375.8%	137.4%	-27.6%	157.0%	63.9%	62.0%	10.7%
3. 광고/출연료	12.6	17.2	13.8	17.9	13.5	18.4	14.8	19.1	42.6	61.5	65.8	69.8
YoY	69.3%	74.6%	6.7%	44.2%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	28.9%	44.2%	7.0%	6.1%
4. MD	23.9	14.7	50.2	43.9	26.9	56.7	46.7	32.0	114.6	132.6	162.3	194.6
YoY	-13.2%	-32.5%	57.6%	31.2%	12.7%	286.4%	-7.0%	-27.0%	134.6%	15.8%	22.4%	19.9%
5. 기타	23.9	23.5	16.0	23.5	24.1	23.7	16.3	23.8	83.3	86.9	87.9	89.0
YoY	-2.2%	23.0%	-36.9%	62.7%	1.0%	1.0%	1.6%	1.2%	28.8%	4.3%	1.2%	1.2%
영업이익	33.6	9.3	48.4	36.9	18.6	44.2	48.4	34.6	169.4	128.3	145.9	169.9
YoY	-20.0%	-79.6%	10.4%	-2.6%	-44.5%	373.3%	0.1%	-6.2%	75.4%	-24.3%	13.8%	16.4%
영업이익률	24.6%	9.8%	28.4%	18.5%	15.7%	21.1%	23.8%	22.1%	29.9%	21.3%	21.2%	22.1%
순이익	31.5	1.3	38.8	26.2	16.9	35.2	34.9	23.3	105.0	97.7	110.4	127.5
YoY	-26.3%	-95.0%	11.7%	1096.4%	-46.3%	2650.8%	-9.9%	-10.9%	55.6%	-7.0%	12.9%	15.5%
순이익률	23.1%	1.3%	22.8%	13.1%	14.2%	16.8%	17.1%	14.9%	18.5%	16.2%	16.0%	16.6%

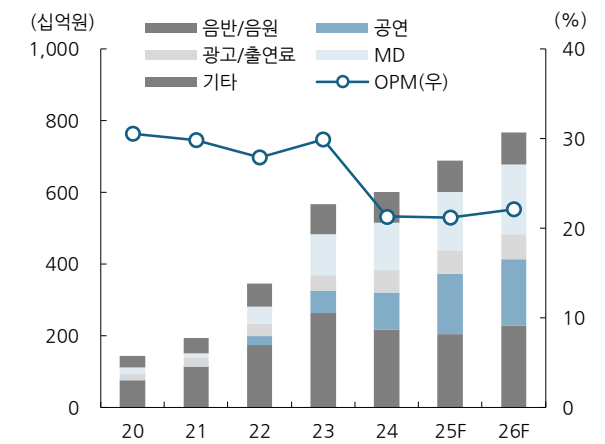
자료: JYP, DS투자증권 리서치센터 추정

그림170 JYP의 글로벌 성장 전략 방향



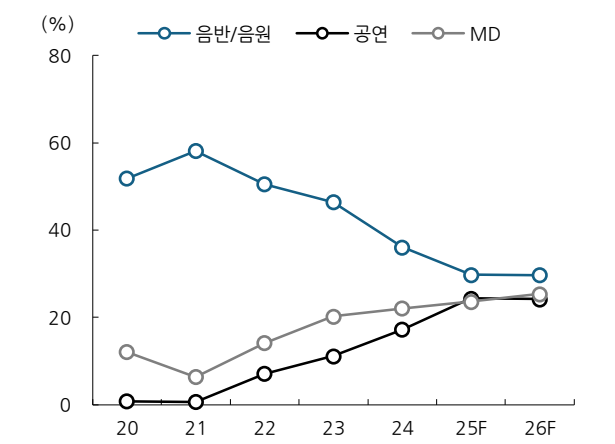
자료: JYP, DS투자증권 리서치센터

그림171 JYP 실적 추이 및 전망



자료: JYP, DS투자증권 리서치센터 추정

그림172 JYP 매출 비중 추이



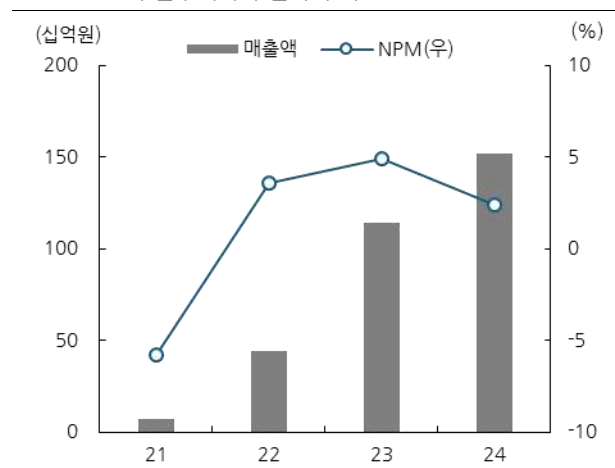
자료: JYP, DS투자증권 리서치센터 추정

그림173 JYP IP의 글로벌 GenZ와 중국 인기 지표 비교

구분(만명)	YouTube	TikTok	Spotify	Weibo	Douin
2PM	146	-	65	-	-
DAY6	221	41	233	6	-
TWICE	1,810	2,650	950	42	-
Stray Kids	1,980	2,940	1,037	72	-
ITZY	951	1,580	365	73	-
Xdinary Heroes	115	150	92	17	6
NMIXX	333	620	402	48	-
KickFlip	42	130	43	12	9
BOY STORY	121	31	3	202	11
NiziU	228	310	99	-	1
NEXZ	36	91	9	10	5
VCHA	68	150	17	-	-

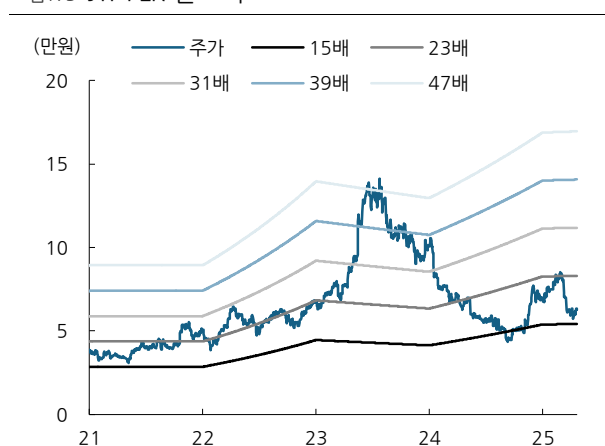
자료: 유튜브, 틱톡, 스포티파이, 더우인, 웨이보, DS투자증권 리서치센터

그림174 JYP의 블루개러지 실적 추이



자료: JYP, DS투자증권 리서치센터 추정

그림175 JYP PER 밴드 차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림176 목표주가 산출

PER Valuation	
12M Fwd EPS (원)	3,550
2025F EPS	3,331
2026F EPS	3,847
Target PER (배)	24
Historical PER(21~24)	25
엔터 Target PER	30
목표주가 (원)	85,000
현재주가 (원)	62,500
상승여력	36.0%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터 추정, 주: 현재주가는 2025.04.21 종가

JYP 아티스트 활동

메가 IP TWICE, Stray Kids
성장 IP 활동 확대
글로벌 IP 론칭도 적극적

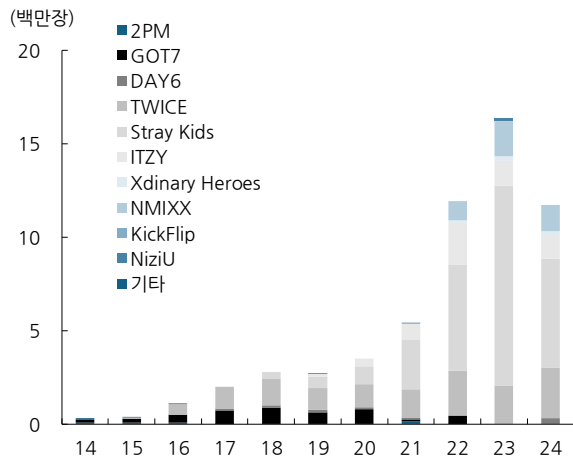
JYP는 24년 기준 11개 아티스트 IP(국내 7, 중국 1, 일본 2, 미국 1)를 보유하고 있다. 메가 IP로 성장한 TWICE, Stray Kids와 성장 IP인 DAY6, ITZY, NMIXX의 글로벌 활동이 증가하고 있다. 또한 동사는 글로벌 현지 IP 발굴에 적극적으로 나서며 주요 기획사 중 가장 많은 현지 아이돌 IP를 보유하고 있다. 특히 20년 론칭한 니쥬(NiziU)는 K-pop 시스템을 일본에 이식한 대표 성공 사례로 꼽히며 동사의 체계적인 연습생 시스템이 글로벌 시장에서 주목받으며 24년에도 NEXZ(일본), VCHA(미국)가 데뷔했고, 25년은 중국과 남미에서도 신규 IP가 데뷔할 예정이다.

표41 JYP 소속 아티스트

그룹명	데뷔연도	레이블	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
국내													
2PM	2008		CR		CR							CR	
GOT7	2014												
DAY6	2015		Debut							CR			
TWICE	2015		Debut							CR			
Stray Kids	2018					Debut						CR	
ITZY	2019						Debut						
Xdinary Heroes	2021							Debut					
NMIXX	2022								Debut				
KickFlip	2025												Debut
중국													
BOY STORY	2018					Debut							
Project C	2025(예정)												TBD
일본													
NiziU	2020							Debut					
NEXZ	2024											Debut	
미국													
VCHA	2024											Debut	
라틴													
New Project(L2K)	2025(예정)												TBD

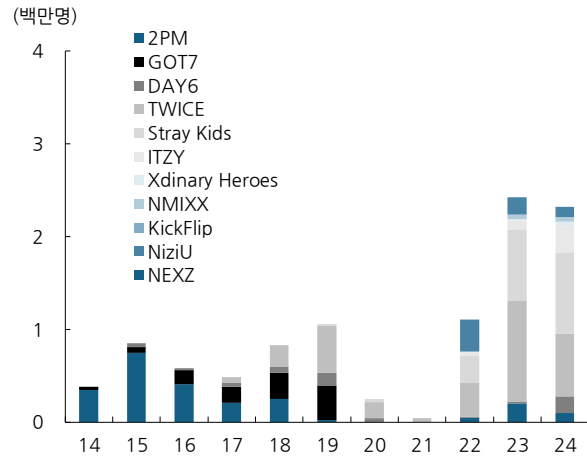
자료: JYP, DS투자증권 리서치센터, 주: CR(Contract Renewed), TBD(To be determined), 박스표시는 군입대 구간

그림177 JYP 아티스트별 앨범 판매량 추이



자료: JYP, DS투자증권 리서치센터

그림178 JYP 아티스트별 콘서트 관객 수 추이



자료: JYP, DS투자증권 리서치센터

표42 JYP 소속 아티스트 활동

그룹명	구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
국내 2PM	음원/음반	준호 싱글				싱글(JPN)	
	콘서트	찬성 팬미팅 1 회 준호 국내 2 회	Jun K 공연 3 회 닉쿤 팬미팅 1 회	Jun K 공연 1 회 우영 팬미팅 4 회 찬성 팬미팅 1 회 팬콘 2 회	팬콘 2 회		
DAY6	음원/음반	미니				성진 정규	
	콘서트		팬미팅 3 회 공연 3 회	공연 3 회	성진 국내 3 회 콘서트 국내 2 회 아시아 9 회	아시아 17 회	아시아 10 회
TWICE	음원/음반	미니, 싱글(ENG)	나연 미니	쯔위 미니 정규(JPN)	미니 싱글(JPN) 나연 싱글		미니
	콘서트	글로벌 5 회		일본 6 회	국내 1 회 미사모 일본 4 회	미사모 일본 2 회	
Stray Kids	음원/음반		싱글(ENG)	미니	싱글(JPN) 싱글(ENG) 싱글		미니
	콘서트	팬미팅 3 회	팬미팅 4 회	월드 5 회	월드 14 회	월드 2 회 팬미팅 3 회	월드 23 회
ITZY	음원/음반	미니	싱글(JPN)		미니 싱글(ENG)	예지 미니	
	콘서트	월드 6 회	월드 23 회	월드 3 회	팬미팅 1 회		
Xdinary Heroes	음원/음반		정규	싱글	미니	미니	
	콘서트	월드 5 회	국내 6 회	국내 9 회 미국 3 회	국내 3 회		국내 4 회
NMIXX	음원/음반	미니		미니 싱글(CN)	싱글(ES)	미니	
	콘서트	팬콘 2 회	팬콘 3 회 월드 14 회		팬콘 3 회	월드 7 회	팬콘 3 회
KickFlip	음원/음반					미니	미정
	콘서트						
중국 BOY STORY	음원/음반	싱글 미니		미니			
	콘서트						
Project C	음원/음반						
	콘서트						
일본 NiziU	음원/음반	싱글		미니		싱글	
	콘서트						
NEXZ	음원/음반		싱글	싱글 싱글(JPN)	미니		미정
	콘서트					팬미팅 1 회	일본 7 회
미국 VCHA	음원/음반	싱글					
	콘서트						
라틴 New Project	음원/음반						
	콘서트						

자료: JYP, DS투자증권 리서치센터

표43 JYP 소속 아티스트 투어 일정(2024-2025)

시기	아티스트	멤버	일정	투어명	지역	횟수
2024	2PM		9/7~12/27	JUN. K, 닉쿤, 우영 Fan-Con 2024 [ENWJ]	일본, 태국, 대만, 대한민국 등	5
	DAY6		4/12~4/14	Welcome to the Show	대한민국	3
			12/20~12/21	2024 DAY6 Special Concert 'The Present'	대한민국	2
			9/20~12/1	FOREVER YOUNG	대한민국, 말레이시아, 인도네시아 등	13
		성진	11/8~11/10	30	대한민국	3
	TWICE		2/2~7/28	23-24 <READY TO BE>	멕시코, 브라질, 미국, 일본 등	11
		미사모	11/2~11/27	일본 동투어 <HAUTE COUTURE>	일본	4
	Stray Kids		8/24~12/21	24-25 World Tour <dominATE>	대한민국, 호주, 대만, 일본 등	19
			3/31~4/28	팬미팅	대한민국, 일본	7
	ITZY		2/24~8/10	24 WORLD TOUR <BORN TO BE>	대한민국, 태국, 일본, 미국 등	32
			11/2	팬미팅 <있지 밌지, 날자! "밌지"의 세포들>	대한민국	1
	Xdinary Heroes		3/2~3/31	World Tour <Break the Brake>	인도네시아, 대만, 싱가포르 등	5
			4/19~9/8	2024 Closed beta: v6	대한민국	15
			7/17~7/21	Showcase in USA Troubleshooting	미국	3
			11/15~11/17	2024 LIVE and FALL	대한민국	3
	NMIXX		1/6~6/22	<NMIXX CHANGE UP : MIXX UNIVERSITY>	홍콩, 대만, 마카오 등	6
			10/4~10/6	<NMIXX CHANGE UP : MIXX LAB>	대한민국	3
	NiziU		6/1~7/28	Nizi"U"niversity	일본	4
			11/23~12/22	AWAKE	일본	6
	NEXZ					
	VCHA					
2025	2PM					
	DAY6		1/18~5/18	FOREVER YOUNG	대만, 홍콩, 대한민국, 일본 등	33
	TWICE	미사모	1/15~1/16	일본 동투어 <HAUTE COUTURE>	일본	2
	Stray Kids		1/18~7/30	24-25 World Tour <dominATE>	홍콩, 칠레, 브라질, 일본, 미국 등	36
			2/14~2/16	Stray Kids 5TH FAEETING SKZ 5'CLOCK	대한민국	3
	ITZY			-		
	Xdinary Heroes		5/2~8/16	Beautiful Mind	대한민국, 태국, 말레이시아 등	18
			3Q	TBA		
	NMIXX		1/11~6/28	<NMIXX CHANGE UP : MIXX LAB>	일본, 멕시코, 칠레, 브라질 등	14
	KickFlip		-	-	-	-
	NiziU		1/8~2/23	AWAKE	일본	12
			3Q	TBA	일본	
	NEXZ		3/2~8/21	2025 NEXZ LIVE TOUR	대한민국, 일본	17
	VCHA					
2026						

자료: SM, DS투자증권 리서치센터

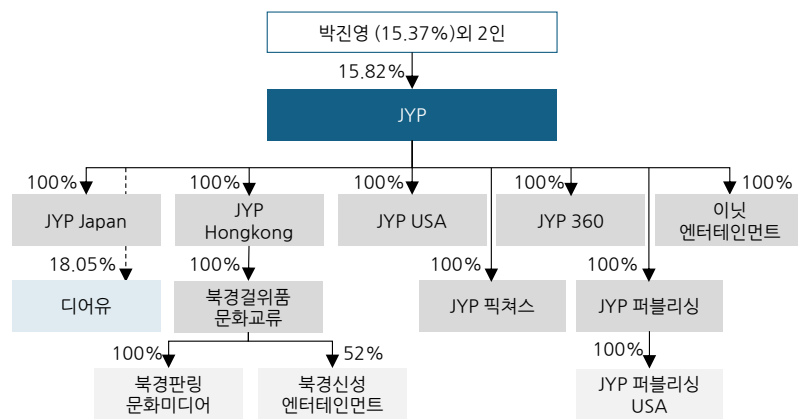
주: 자료 발간 일자 공개된 일정 기준으로 25년 투어 일정은 추가될 수 있음

기업개요

1996년 설립된 기획사
K-pop의 체계화된 연습생
시스템 선도하며
글로벌 IP 확장에도 적극적

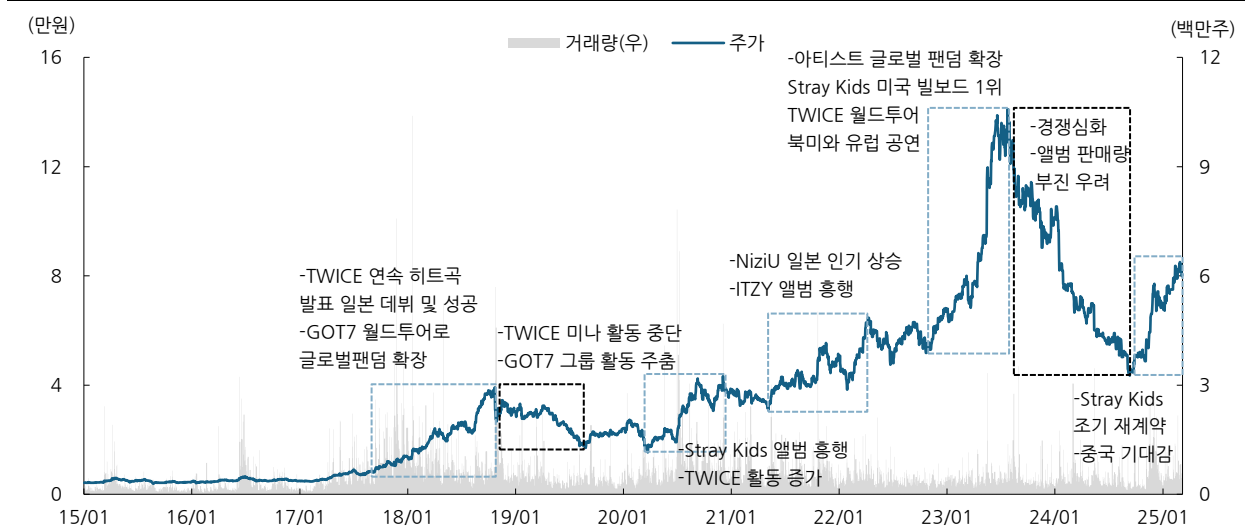
JYP엔터는 1996년 설립된 K-pop 엔터테인먼트 기업이다. K-pop 아티스트를 발굴, 육성하고 해당 IP를 바탕으로 음원/음반 제작, 공연, 굿즈(MD) 등 다양한 사업을 영위하고 있다. 동사는 표준화된 아이돌 트레이닝 시스템을 도입하여 댄스, 보컬, 인성, 외국어까지 종합적인 교육의 체계적인 연습생 시스템을 선도했다. 윈터걸스, 미쓰에이, 트와이스와 같은 여자 아이돌 IP에서 강점을 발휘했고 최근에는 Stray Kids, DAY6와 같은 차별적인 컨셉의 남자 아이돌 IP도 성공하며 다각화에 성공했다. 또한 글로벌 IP 확장 전략에 적극적으로 나서며 일본, 미국 등으로 확대했다.

그림179 JYP 주요 종속기업 지배구조도



자료: JYP, DS투자증권 리서치센터, 주: 24년 사업보고서 기준

그림180 JYP 주가 히스토리 차트



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

[JYP Ent. 035900]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	237	369	362	393	493	매출액	346	567	602	689	767
현금 및 현금성자산	140	217	191	215	304	매출원가	189	298	345	412	463
매출채권 및 기타채권	20	19	52	56	61	매출총이익	157	268	256	276	304
재고자산	2	24	14	12	13	판매비 및 관리비	60	99	128	130	134
기타	75	108	106	110	115	영업이익	97	169	128	146	170
비유동자산	174	203	317	332	350	(EBITDA)	103	180	143	162	188
관계기업투자등	82	78	86	90	93	금융손익	1	0	9	2	2
유형자산	38	56	140	151	164	이자비용	0	0	0	0	0
무형자산	42	41	60	60	60	관계기업등 투자손익	1	4	3	-1	-1
자산총계	411	572	679	725	843	기타영업외손익	-4	-18	-4	7	7
유동부채	101	154	175	133	142	세전계속사업이익	94	156	136	154	178
매입채무 및 기타채무	40	67	109	65	71	계속사업법인세비용	27	51	38	44	51
단기금융부채	3	4	5	5	5	계속사업이익	68	105	98	110	127
기타유동부채	58	83	61	64	66	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	5	19	21	22	22	당기순이익	68	105	98	110	127
장기금융부채	2	7	5	5	5	지배주주	67	105	98	110	127
기타비유동부채	3	13	16	16	17	총포괄이익	66	104	98	110	127
부채총계	107	173	196	155	164	매출총이익률 (%)	45.3	47.4	42.6	40.1	39.6
지배주주지분	301	394	479	566	675	영업이익률 (%)	27.9	29.9	21.3	21.2	22.1
자본금	18	18	18	18	18	EBITDA마진률 (%)	29.7	31.9	23.8	23.6	24.5
자본잉여금	77	78	79	79	79	당기순이익률 (%)	19.5	18.5	16.2	16.0	16.6
이익잉여금	218	311	390	482	591	ROA (%)	18.5	21.5	15.6	15.7	16.3
비지배주주지분(연결)	4	4	4	4	4	ROE (%)	24.7	30.4	22.4	21.1	20.6
자본총계	305	398	483	570	679	ROIC (%)	99.4	169.0	71.4	47.7	47.6

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	88	151	89	76	146	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	68	105	98	110	127	P/E	35.7	34.1	23.7	18.8	16.2
비현금수익비용가감	35	74	52	13	20	P/B	8.0	9.1	5.2	3.9	3.3
유형자산감가상각비	4	6	9	16	18	P/S	7.0	6.4	4.1	3.2	2.9
무형자산상각비	2	5	6	0	0	EV/EBITDA	21.9	18.5	15.9	12.2	10.1
기타현금수익비용	29	63	22	-4	2	P/CF	23.5	20.1	16.6	18.0	15.1
영업활동 자산부채변동	5	15	-7	-47	-1	배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.8	0.9	0.9
매출채권 감소(증가)	-24	18	-39	-5	-5	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-1	-22	3	3	-1	매출액	78.4	63.8	6.2	14.4	11.4
매입채무 증가(감소)	18	4	36	-44	6	영업이익	66.9	75.4	-24.3	13.8	16.4
기타자산 부채변동	12	16	-7	-1	-1	세전이익	9.6	65.4	-12.5	13.4	15.5
투자활동 현금	17	-61	-100	-34	-38	당기순이익	0.0	55.6	-7.0	12.9	15.5
유형자산처분(취득)	-1	-12	-87	-27	-31	EPS	0.0	56.2	-0.6	12.9	15.5
무형자산 감소(증가)	-13	-1	-24	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	42	-30	25	-6	-6	부채비율	35.0	43.6	40.6	27.1	24.1
기타투자활동	-10	-18	-13	-1	-1	유동비율	233.9	238.9	207.2	295.1	348.3
재무활동 현금	-13	-13	-22	-18	-19	순차입금/자기자본(x)	-51.0	-63.3	-42.9	-40.8	-47.6
차입금의 증가(감소)	-2	-3	-4	0	0	영업이익/금융비용(x)	1,069.4	640.8	635.2	n/a	n/a
자본의 증가(감소)	-12	-12	-18	-18	-19	총차입금 (십억원)	4	11	10	10	10
배당금의 지급	12	12	19	18	19	순차입금 (십억원)	-155	-252	-207	-232	-323
기타재무활동	1	1	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	91	78	-27	24	90	EPS	1,901	2,969	2,950	3,331	3,847
기초현금	49	140	217	191	215	BPS	8,467	11,094	13,469	15,930	18,983
기말현금	140	217	191	215	304	SPS	9,744	15,950	16,936	19,382	21,592
NOPLAT	69	114	92	104	121	CFPS	2,881	5,028	4,223	3,467	4,148
FCF	125	133	43	42	109	DPS	369	574	530	570	570

자료: JYP Ent., DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

디어유 376300

중국 진출, 퀀텀점프의 시작

중국 진출 임박, 기본만 해도 191만명

2분기 내 중국 최대 음악 플랫폼 QQ뮤직 입점 예정으로 중국 진출이 임박했다. 입점 시 1) 안드로이드 접근성 확보에 따른 신규 유저 유입(98만명)과 2) 중국 아티스트 입점에 따른 현지 팬 유입을 기대할 수 있다. 핵심은 대형 IP의 입점이다. 탑급 중국 아티스트의 1인당 웨이보 팔로워 수는 8,000만명 수준으로 SM 소속 아티스트 전체 팔로워 수(6,500만명)를 넘어선다. 이에 따라 대형 IP 입점 비중별로 보수적(0%), 중립적(10%), 낙관적(20%) 시나리오별 구독자 유입 규모를 추정했다. 실적에는 중립적 시나리오를 반영했다. 안드로이드 유저 유입과 합산 시 25년 191만명, 26년 253만명의 구독자 유입이 기대된다. 로열티 매출(10%)로 환산 시 기대 수익은 25년 58억원, 26년 127억원 수준을 전망한다. 한한령이 해제될 시 SM과 JYP의 공연 매출 성장에 따라 30억원(26년 기준)의 추가 로열티 수익도 기대 가능하다.

수익성 개선, 구독자 수 회복 등 호재 가득한 2025년

2025년 매출액 912억원(+21.8% YoY), 영업이익 405억원(+59.4% YoY, OPM 44.4%)으로 역대 최고 실적 달성을 전망한다. 중국 진출 이외에도 1) 2분기내 대형 IP 입점에 따른 구독자 수 성장, 2) PG결제 도입에 따른 수익성 개선이 실적 성장을 이끌 예정이다. 구독자 수의 경우 2분기 내 라이즈와 NCT wish 입점 예정으로 25년 230만명 수준까지 회복 가능할 전망이다. PG결제는 3분기부터 도입될 예정이다. 수수료는 5~6% 수준으로 기존 플랫폼 수수료(26%) 대비 큰 폭의 비용 절감이 가능하다. 결제 전환 유인책으로 가격 인상 가능성도 기대해 볼만 하다.

목표주가 55,000원 투자의견 매수로 커버리지 개시

목표주가 55,000원 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS 1,844원에 PER 30배를 적용했다. 목표배수는 실적 기여도가 높은 SM과 JYP의 과거 글로벌 확장시기(18~21년) PER 평균으로 산정했다. 국내 팬 플랫폼 중 QQ뮤직 내 단독 입점으로 중국 아티스트 IP 경쟁에 허들이 없는 점을 근거로 향후 중국 서비스 출시 이후 밸류에이션 상향 여지는 충분하다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	49	76	75	91	112
영업이익	16	29	25	41	62
영업이익률(%)	33.1	37.8	33.9	44.4	55.6
세전이익	17	33	31	47	69
지배주주지분순이익	16	26	24	37	53
EPS(원)	695	1,104	1,027	1,547	2,252
증감률(%)	흑전	58.9	-6.9	50.6	45.6
ROE(%)	12.4	16.9	11.3	17.3	21.2
PER(배)	41.4	29.1	35.1	27.7	19.0
PBR(배)	4.8	4.5	4.4	4.5	3.7
EV/EBITDA(배)	32.9	21.0	25.6	19.3	12.4

자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

장지혜 엔터·미디어·음식료

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

2025.04.22

매수(신규)

목표주가(신규)	55,000원
현재주가(04/21)	41,300원
상승여력	33.2%

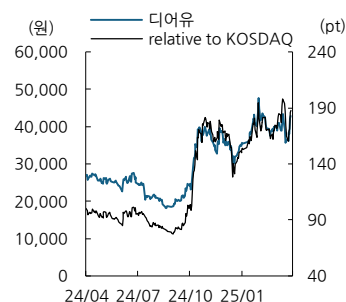
Stock Data

KOSDAQ	715.5pt
시가총액(보통주)	980십억원
발행주식수	23,738천주
액면가	500원
자본금	12십억원
60일 평균거래량	355천주
60일 평균거래대금	14,675백만원
외국인 지분율	3.8%
52주 최고가	50,300원
52주 최저가	17,640원
주요주주	
에스엠스튜디오스(외 5인)	49.5%
제이와이피엔터테인먼트(외 3인)	10.1%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	3.3	3.8
3M	18.8	20.3
6M	70.3	76.2

주가차트



투자포인트

중국 로열티 매출은 25년 58억원, 26년 127억원 전망

2분기 내 중국 QQ뮤직 입점 예정, 안드로이드도 열리고 중국 IP도 들어오고

2분기부터 QQ뮤직 내
서비스 입점 예정

중국 서비스 오픈 압박에 따른 로열티 수익 인식이 기대된다. 버블은 2분기부터 중국 텐센트 뮤직 산하의 QQ뮤직내 서비스로 입점 예정이다. QQ뮤직은 My App에 입점해 있어 중국의 구글플레이 접근 금지로 기존 버블을 이용하지 못했던 중국 안드로이드 유저도 접근이 가능하다. 또한 서비스가 개시되면 기존 입점해 있던 K-pop 아티스트에 더해 중국의 아티스트도 순차적으로 입점할 예정이다. 수익 구조는 발생한 총 매출의 10%가 로열티 매출로 인식돼 그대로 영업이익에 반영될 예정이다.

웨이보를 통해 본 중국 팬덤 시장

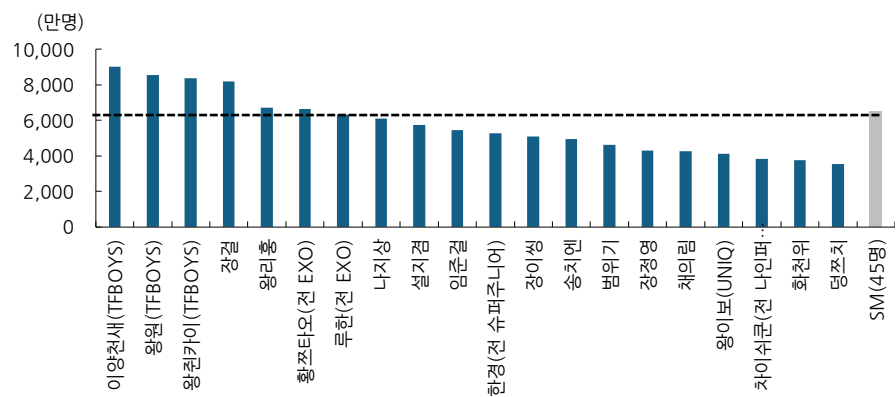
중국 대형 IP 한명이
대형 기획사 전체보다 팬덤
규모가 큼

중국 대형 IP의 팬덤 규모는 국내와는 비교가 안되는 수준이다. 이는 팬덤 규모의 척도 중 하나인 웨이보(중국 내 1위 SNS) 팔로워 수를 보면 실감할 수 있다. 특히, TFBOYS는 각 멤버가 평균 8,000만명의 팔로워를 보유 중으로 버블에 입점한 모든 SM 소속 아티스트(45명)의 팔로워 총합(6,500만명)을 넘어선다. 다시 말해 중국 내에선 대형 아티스트 한 명이 국내 대형 기획사 이상의 효과를 낼 수 있단 뜻이다.

대형 IP의 입점 여부가
중국 서비스 구독자 유입
규모를 결정

이처럼 중국 서비스 출시의 핵심은 대형 아티스트 IP의 입점 여부다. 중국 아티스트 입점에 관해선 아직 정해진 바가 없다. 하지만 버블 내 SM과 JYP 구독자 수 비중이 70%를 차지하는 것만 봐도 대형 IP의 입점 여부가 구독자 규모에 중요하다는 걸 알 수 있다. 텐센트 뮤직은 5.7억명의 MAU를 보유한 중국 최대 음악 플랫폼이다. 디어유는 국내 팬 플랫폼사 중 최초 협업인 만큼 대형 IP 입점에 있어 유리한 위치에 있다고 판단된다.

그림181 SM 전체를 뛰어넘는 중국 가수의 웨이보 팔로워 수(웨이보 팔로워 TOP20 기준)



자료: 웨이보, DS투자증권 리서치센터

중국 구독자 신규 유입만 191만명 vs 기존 버블 전체 구독자 190만명

중국 서비스 수혜

- 1) 안드로이드 유저 유입
- 2) 중국 아티스트 입점

QQ뮤직 입점을 통해 얻을 수 있는 수혜는 1) 안드로이드 접근성 확보에 따른 신규 구독자 유입(98만명)과 2) 중국 아티스트 입점에 따른 신규 구독자 유입(93만명)이다. 중국 아티스트 입점 수혜는 대형 IP 입점 비중에 따라 케이스를 나누어 추정했으며 실적에는 중립적 케이스를 반영했다. 참고로 버블은 장기 구독 시 작성 메시지 수 증가, 기념일 메시지 등의 잔존 유인 혜택이 있으므로 서비스 출시에 따른 기존 버블 중국 구독자의 서비스 이탈은 0으로 가정했다. 상세한 추정 과정은 4, 5 페이지에 기술했다.

중국 서비스 로열티 매출

25년 58억원

26년 127억원 전망

수혜에 따른 신규 구독자 추정 합산 시 중국 기대 유입 구독자 수는 25년 약 191만명 수준이며 26년에는 253만명까지 확대될 예정이다. 이에 따른 로열티 매출은 25년 58억원, 26년 127억원을 전망한다. 24년 디어유의 연간 영업이익이 254억원임을 감안하면 온기 반영 시 상당한 수익 증대가 가능하다.

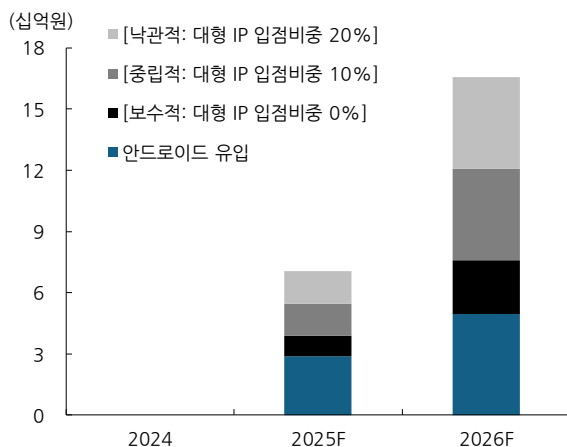
표44 로열티 매출 추정(중립적 케이스 가정 시)

(명)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025F	2026F
안드로이드 유저 유입 수	981,254	981,254	981,254	981,254	981,254	981,254	981,254	981,254	981,254
중국 아티스트 입점에 따른 유입 수	618,000	673,000	927,000	982,000	1,236,000	1,291,000	1,545,000	927,000	1,545,000
총 구독자 수(누계)	1,599,254	1,654,254	1,908,254	1,963,254	2,217,254	2,272,254	2,526,254	1,908,254	2,526,254
구독권 가격(원)	4,700	4,700	4,700	4,700	4,700	4,700	4,700	4,700	4,700
총 매출(십억원)	22.5	23.3	26.9	27.7	31.3	32.0	35.6	57.7	126.6
로열티 매출(십억원)	0.8	2.3	2.7	2.8	3.1	3.2	3.6	5.8	12.7

자료: DS투자증권 리서치센터 추정 / 주1: 구독권 가격은 기존 버블의 중국 지역 가격인 22위안(1인 기준)에 현재 환율 적용

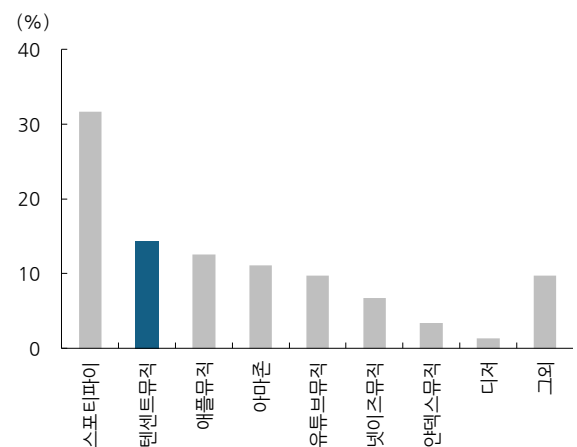
주2: 2Q25 로열티 매출은 5월부터 입점을 가정해 1/3만 반영

그림182 시나리오별 로열티 매출 추정



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림183 글로벌 음악 플랫폼 점유율 순위



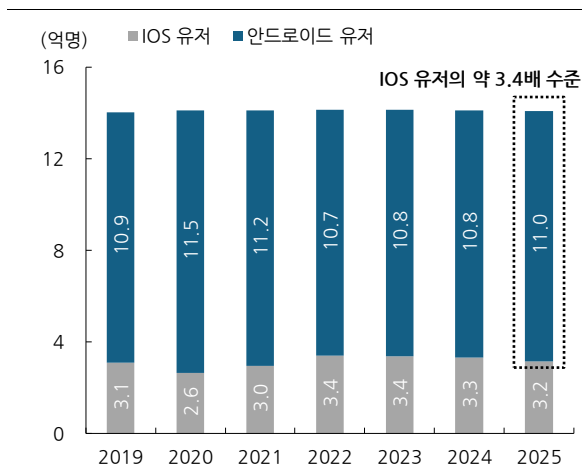
자료: 언론 종합, DS투자증권 리서치센터

1) 안드로이드 유저 유입에 따른 신규 구독자 수 추정: 25년 98만명 수준

안드로이드 출시에 따른
신규 구독자 유입은
98만명 수준

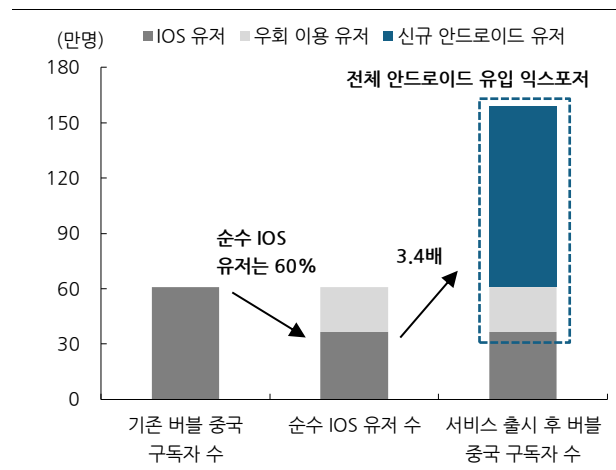
중국 지역 구독자의 경우 IOS 유저만 접근 가능했던 기존 버블과 달리 QQ뮤직 입점 시 안드로이드 유저도 이용 가능하다. 현재 버블의 중국 지역 구독자는 60만 명 수준이지만 여기엔 IOS 유저가 아님에도 우회 경로를 통해 버블을 이용 중인 유저도 존재한다. 이에 정상 경로 유저 비중을 60%로 가정 시 순수 IOS 유저는 36만명이다. 중국 내 전체 안드로이드 유저 수는 IOS 유저의 약 3.4배 수준으로 잠재 안드로이드 구독자 수는 122만명이다. 우회 이용 안드로이드 유저 24만명을 제외하면 신규 안드로이드 구독자 수는 약 98만명으로 추정한다.

그림184 중국 내 IOS 이용 비중 추이



자료: Statcounter, DS투자증권 리서치센터

그림185 안드로이드 유저 유입에 따른 구독자 수 변화



자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터

2) 중국 아티스트 입점에 따른 신규 구독자 수는 추정: 25년 93만명 수준

대형 IP 입점 비중
보수적 시나리오: 0%
중립적 시나리오: 10%
낙관적 시나리오: 20%

이를 기반으로 대형 IP 입점 비중에 따라 케이스를 나누어 수혜 정도를 추정했다. 중립적 시나리오는 대형 IP 입점 비중을 10%로 산정했다. 과거 일본 진출 사례(버블 for Japan)를 참고해 초기 입점 비중을 적용했다. 만약 텐센트 협력사 확대로 경쟁 환경이 심화될 시 대형 IP 입점이 부재할 수 있는 보수적 시나리오(0%)도 있겠으나 단독 입점인 만큼 가능성은 매우 낮다는 판단이다. 반대로 낙관적 시나리오(20%)는 대형 IP 입점 비중(전체 중 SM, JYP, 스타쉽 아티스트의 비중)이 20%인 국내 케이스까지 적용해 불만하다. 참고로 초기 입점 IP 수는 일본 진출 사례(10명)에 QQ뮤직 내 입점인 점을 감안해 20명으로 가정했다. 자세한 추정 과정은 5페이지에 기술했다.

중립적 시나리오 가정 시
25년 74만명 26년 185만
명

시나리오별 유입 구독자 수는 케이스별 초기 22~101만명 수준에서 26년 55~254만명 수준까지 늘어날 전망이다. 실적에는 중립적 시나리오를 반영했으며 중립적 시나리오의 경우 25년 93만명, 26년 155만명 수준의 구독자 유입을 기대할 수 있다.

표45 가정1: SM의 웨이보 팔로워 수 대비 구독 전환율을 적용한 중국 대형 IP의 구독자 익스포저

	SM	이양천새	왕원	왕천카이	장걸	왕리홍	황쯔타오	루한	나지상	설지겸	임준결
팔로워 수(만명)	6,500	9,012	8,536	8,360	8,172	6,695	6,648	6,328	6,106	5,739	5,459
구독 전환율(%)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
버블 구독자 수(만명)	44.1	61.1	57.9	56.7	55.4	45.4	45.1	42.9	41.4	38.9	37.0

자료: 웨이보, DS투자증권 리서치센터 추정

표46 가정2: 대형 및 일반 IP의 1인당 구독자 수

분류	계정	값	비고
대형 IP	중국 대형 IP 팔로워 수	2,917,000,000	보수적인 추정을 위해 웨이보 TOP100 중국 가수 팔로워 수 합산
	중국 대형 IP 1인당 팔로워 수	29,170,000	중국 가수 합산 팔로워 수의 평균
	전환율(%)	0.7	SM의 구독자 수 전환율
	IP 당 구독자 수(명)	210,000	
일반 IP	버블 for Japan의 IP 당 구독자 수(4Q24)	1,000	
	배수(팬플러스 대비 QQ 뮤직 MAU 배수)	11x	MAU(유료구독자): 팬플러스 240 만명, QQ 뮤직 2,700 만명
	IP 당 구독자 수(명)	11,000	

자료: DS투자증권 리서치센터 추정 / 주1: TOP100은 웨이보 팔로워 수 기준

표47 시나리오별 중국 아티스트 입점 후 구독자 수 추정

	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
입점 IP	20	25	30	35	40	45	50
[보수적 시나리오] 대형 IP 비중 0%							
대형 IP	0	0	0	0	0	0	0
IP 당 구독자 수	210,000	210,000	210,000	210,000	210,000	210,000	210,000
일반 IP	20	25	30	35	40	45	50
IP 당 구독자 수	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000
구독자 수(누계)	220,000	275,000	330,000	385,000	440,000	495,000	550,000
[중립적 시나리오] 대형 IP 비중 10%							
대형 IP	2	2	3	3	4	4	5
IP 당 구독자 수	210,000	210,000	210,000	210,000	210,000	210,000	210,000
일반 IP	18	23	27	32	36	41	45
IP 당 구독자 수	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000
구독자 수(누계)	618,000	673,000	927,000	982,000	1,236,000	1,291,000	1,545,000
[낙관적 시나리오] 대형 IP 비중 20%							
대형 IP	4	4	6	6	8	8	10
IP 당 구독자 수	210,000	210,000	210,000	210,000	210,000	210,000	210,000
일반 IP	16	21	24	29	32	37	40
IP 당 구독자 수	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000	11,000
구독자 수(누계)	1,016,000	1,071,000	1,524,000	1,579,000	2,032,000	2,087,000	2,540,000

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

한한령 해제에 따른 디어유의 중국 로열티 매출은 30억원 전망

K-pop 아티스트 IP 성장에 따른 간접 수혜 기대 가능

디어유는 한한령 해제에
따른 간접 수혜 기대 가능

최근 한한령 해제에 대한 기대감이 높아지고 있다. 디어유는 구독 기반 매출이 발생하므로 한한령 해제의 직접적인 수혜를 기대하기는 힘들다. 하지만 수 많은 아티스트 IP를 보유하고 있다. 이에 따라 K-pop의 중국 내 노출도가 높아질 시 관련 IP 성장에 따른 간접 수혜는 기대할 수 있다.

SM과 JYP의 중국 공연 재개는 버블에게는 기회

SM과 JYP 공연 재개에
따른 소속 IP 성장이 주요

가장 큰 수혜는 SM과 JYP의 공연 재개에 따른 소속 아티스트 구독자 수 성장이다. 버블의 SM과 JYP 합산 구독자 비중은 전체의 약 70%를 차지한다. 다시 말해 두 기획사 소속 아티스트의 중국 내 입지 확대는 버블 구독자 유입 확대로 이어질 가능성이 높다.

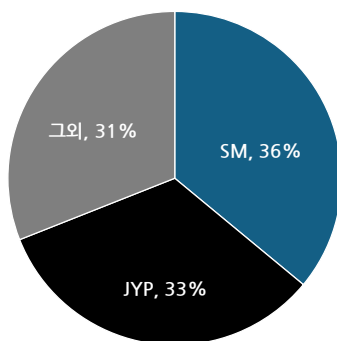
중국의 K-pop 공연 니즈
는
점차 높아지는 중

한한령이 해제될 시 K-pop 아티스트의 중국 공연 재개는 예정된 수순이다. 지금 중국 본토에선 K-pop 아이돌이 없는 K-pop 라이브 순회 콘서트가 흥행 중이다. 또한 IOS 유저만 접근이 가능한 상황에서도 버블의 구독자 비중이 32%로 가장 높은 만큼 K-pop에 대한 니즈가 높은 상황이다. QQ뮤직 입점으로 접근성이 좋아진 지금, K-pop 공연이 재개돼 아티스트의 노출도가 높아진다면 디어유에게는 더할 나위 없는 상황이다.

34만명의 구독자 유입과
19억원의 로열티
수익 기대 가능

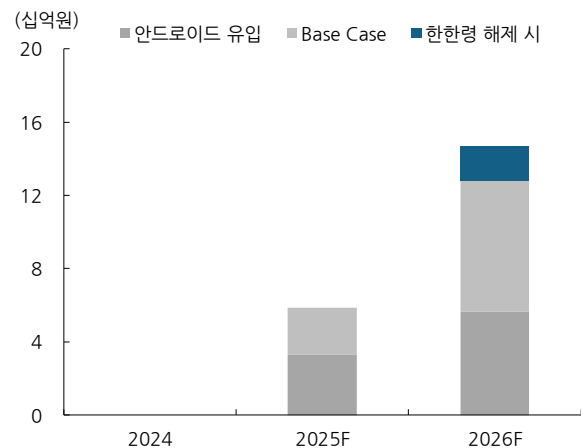
당사의 “차이나는 업사이드 분석” 산업 분석 추정치에 따라 한한령 해제 시 기대할 수 있는 SM과 JYP의 공연 매출 성장률은 각각 +27%, +23%(2026년) 수준이다. 당사가 추정하는 SM 및 JYP의 26년 중국 구독자 수는 135만명 수준으로 공연 매출 성장률을 감안 시 34만명의 구독자 유입을 기대할 수 있다. 추가 구독자가 모두 QQ뮤직을 통해 버블을 이용한다고 가정 시 19억원 수준의 로열티 수익을 기대할 수 있다.

그림186 SM, JYP 소속 IP의 버블 구독자 비중(4Q24)



자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터 / 주1: JYP는 추정치

그림187 한한령 해제 시 26년 중국 로열티 매출은 147억원



자료: DS투자증권 리서치센터

실적 및 밸류에이션

2025년 실적전망

호재로 가득한 한해, 역대 최고 실적 달성 전망

25년 실적은 역대 최고 예상
중국 로열티와 PG결제 전환효과가 주된 근거

2025년 매출액 912억원(+21.9% YoY), 영업이익 406억원(+59.6% YoY, OPM 44.5%)으로 역대 최고 실적을 전망한다. 1) 중국 서비스 오픈에 따른 로열티 매출 인식, 2) 대형 IP 입점에 따른 구독자 수 회복, 3) PG결제 전환에 따른 수익성 개선이 주요하다.

로열티 매출은 25년 연간 61억원(중국 58억원, 일본 3억원)을 인식할 전망이다. 중국 로열티 매출이 온기 반영 전임에도 높은 영업이익의 성장 효과를 기대한다.

구독자 수는 대형 IP 입점
으로 회복 전망

구독자 수의 경우 24년은 190만명까지 떨어지며 하락 추세였다. 하지만 25년 2분기 예정된 SM 소속 대형 IP(라이즈, NCT wish) 입점과 카이(엑소)의 복귀로 2분기 이후엔 23년 수준(230만명)으로 회복 가능할 전망이다.

3분기 내 PG결제가 도입될 시 수수료는 5~6% 수준으로 기존 플랫폼 수수료(약26%) 대비 높은 비용 절감 효과를 볼 수 있다. 25년 PG 결제 전환율 25% 가정 시 기대되는 영업이익률 개선효과는 6%pt 수준으로 큰 폭의 영업이익률 개선이 가능하다.

표48 디어유 밸류에이션 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
구독 수(백만명)	2.30	2.18	2.02	1.90	1.96	2.15	2.30	2.35	2.30	1.90	2.35	2.54
매출액	20.3	19.1	17.7	17.8	18.0	20.6	25.9	26.7	75.7	74.9	91.2	111.8
YoY	24.0	(0.1)	(8.5)	(14.8)	(11.3)	7.8	46.0	50.4	53.9	(1.1)	21.8	22.6
버블	20.2	19.0	17.7	17.6	17.8	19.6	23.4	23.8	74.6	74.5	84.6	98.1
YoY	25.9	1.2	(7.5)	(15.0)	(11.8)	3.1	32.4	35.3	56.2	(0.2)	13.6	16.0
기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	1.1	0.3	0.4	0.5
YoY	(78.4)	(80.2)	(72.5)	(31.0)	53.2	69.4	29.7	20.4	(25.4)	(71.0)	39.7	21.6
일본 로열티	-	-	-	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.3	0.5
YoY	-	-	-	-	-	-	-	31.9	-	-	360.0	44.0
중국 로열티	-	-	-	-	-	0.8	2.3	2.7	0.0	0.0	5.8	12.7
YoY	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	118.3
영업이익	7.2	7.1	6.3	4.9	5.9	8.1	13.0	13.4	28.6	25.4	40.5	62.1
YoY	24.6	4.5	(13.1)	(44.9)	(16.9)	15.4	105.2	175.5	75.8	(11.2)	59.4	53.3
OPM	35.3	37.0	35.8	27.4	33.0	39.6	50.3	50.2	37.8	33.9	44.4	55.6
순이익	8.9	6.9	3.1	5.5	6.9	7.8	11.2	10.7	26.2	24.4	36.7	53.5
YoY	(0.1)	44.5	(52.5)	(8.8)	(22.4)	13.7	264.5	95.5	59.9	(7.0)	50.6	45.6
NPM	44.1	36.0	17.4	30.8	38.6	38.0	43.4	40.1	34.6	32.6	40.3	47.8

자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터

구독자 수는 24년이 저점, 25년부터 다시 반등 전망

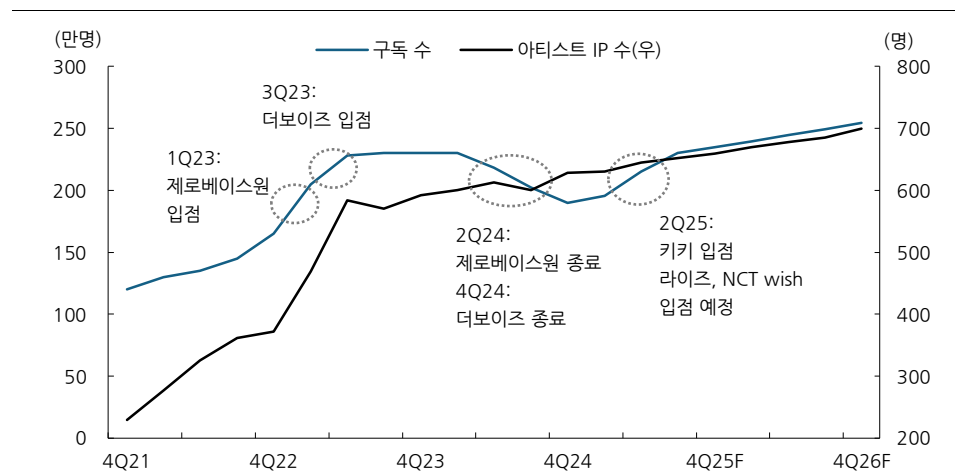
구독 수는 라이즈, NCT
wish
입점에 따라 2분기부터
반등 전망

구독자 수는 25년 2분기를 기점으로 반등할 전망이다. 24년은 제로베이스원, 더보이즈의 계약 종료와 엔시티의 멤버 군대 이슈로 23년 대비 저조한 수치를 기록했다. 하지만 2분기에 예정된 라이즈와 NCT wish의 입점은 기존 최고점인 230만 명 이상을 달성하는 분기점이 될 예정이다. NCT 도영 정도를 제외하면 당분간 입대가 예정된 대형 IP도 없다.

대형 IP 이외에도
입점 IP는 꾸준히 증가 중

2분기 이후론 신입 아티스트를 제외하면 SM과 JYP의 IP들이 대부분 입점 상태가 된다. 따라서 대형 IP 입점에 따른 가파른 구독자 증가를 기대하긴 힘들다. 하지만 25년 들어서 몬스터X, 키키, 배우 김민기 등이 입점했으며 카이(엑소), 시원(슈퍼주니어) 등 기존 아티스트의 복귀도 순조롭게 진행 중이다. 이와 같이 입점 IP는 꾸준히 증가 중이므로 그에 따른 구독자 수의 완만한 상승을 기대해 볼만 하다.

그림188 버블 구독 수 및 입점 아티스트 수 추이



자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터 추정

표49 SM, JYP 입점 아이돌 현황

SM		JYP	
슈퍼주니어	레드벨벳	NEXZ	2PM
엑소	NCT	ITZY	스트레이키즈
강인	WayV	야오첸	박재범
루카스	라이즈 (25년 예정)	데이식스	킥폴립
강타	NCT Wish (25년 예정)	트와이스	프로젝트 C
에스파	루카스	보이스토리	VCHA
동방신기	Hearts2Hearts	Xdinary Heroes	
샤이니	보아	엔믹스	
소녀시대		니쥬	

자료: LYSN, Bubble for JYPnation, DS투자증권 리서치센터

주1: 하늘책은 미입점 아티스트

PG 결제 도입이 불러올 나비효과

2분기부터 PG결제를 통해
수익성 개선 전망
개선 효과: 25년 6%pt 수
준

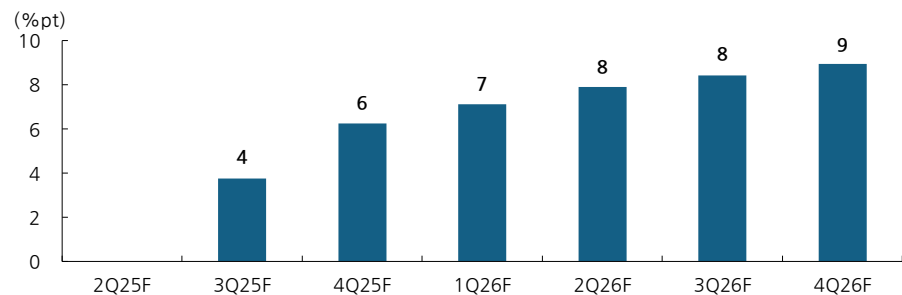
25년 3분기부터 PG결제를 통한 수익성 개선이 기대된다. 기존 인앱 결제 방식은 플랫폼에 지급되는 수수료가 총매출의 약 26% 수준이었다면 PG 결제를 도입할 경우 수수료는 5~6% 수준으로 높은 비용 감소 효과를 볼 수 있다. 25년 4분기 기준 구독자의 25%가 PG 결제 전환 시 기대되는 영업이익률 개선 효과는 6%pt 수준이다. 기존 디어유의 영업이익률이 30~40% 수준임을 감안하면 상당한 개선효과다.

PG결제 도입과 함께
구독 가격 인상 기대 가능

PG결제 도입과 함께 구독 가격(기존 1인 기준 4,500원) 인상 또한 기대 가능하다. 1) PG 결제 전환을 위한 유인의 필요성과 2) 타 팬 플랫폼 대비 저렴한 가격은 가격 인상의 충분한 이유가 될 수 있다. 또한, IP의 대체제가 없다는 점과 PG결제 시 할인된 금액으로 결제 가능한 점을 근거로 가격 인상으로 인한 이탈율은 0에 가까울 것을 예상한다.

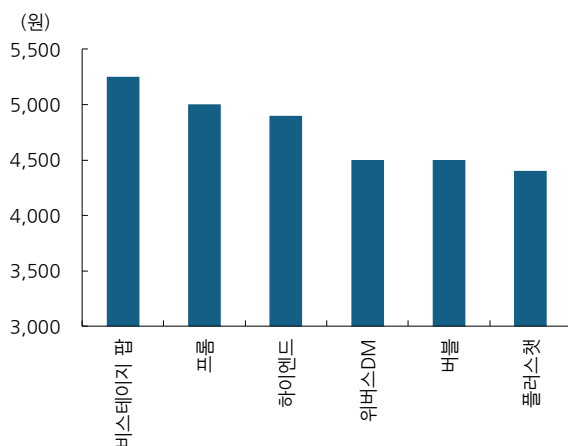
그림189 PG결제 전환율에 따른 영업이익률 영향 전망

(%)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
PG	0	15	25	28	31	33	35
인앱	100	85	75	72	69	67	65



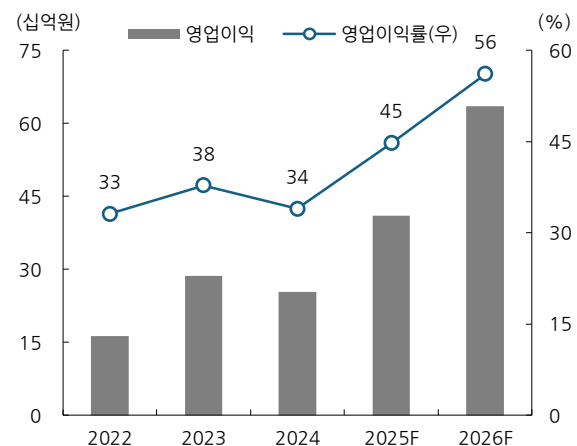
자료: DS투자증권 리서치센터

그림190 주요 플랫폼별 구독권 가격(1인권 기준)



자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 / 주1: 비스태이지 팝은 IP별로 평균 값

그림191 디어유 영업이익 추이 및 전망



자료: DS투자증권 리서치센터

목표주가 55,000원 투자의견 매수로 커버리지 개시

투자의견 매수

목표주가 55,000원

투자의견 매수, 목표주가 55,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS 1,844원에 목표배수 30배를 적용해 산출했다. 동사엔 SM과 JYP 소속의 아티스트 IP가 대부분 입점해 있으며 구독자 비중도 70% 이상으로 높다. 현재 2분기 내 QQ뮤직 입점으로 중국 진출 기대감이 높아진만큼 두 기획사의 글로벌 확장 시기(17~19년)의 PER 평균을 목표배수로 산정했다.

중국 서비스 상황과 한한령 해제 여부에 따라 추가적인 밸류에이션 상향 가능

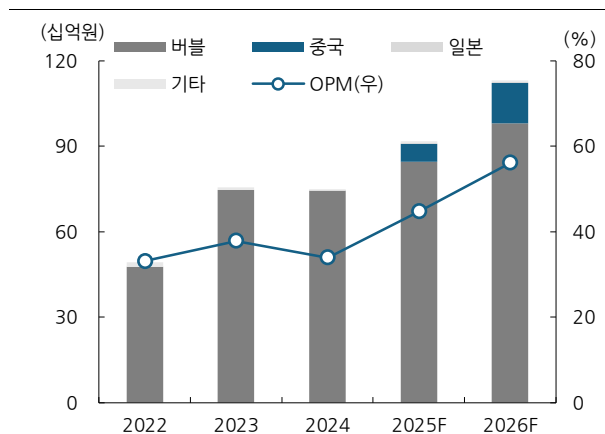
디어유는 팬 플랫폼이 다수 등장하며 실적 정체가 우려되는 시점에서 중국 진출과 수익성 개선을 통해 경쟁력을 확보했다. 입점 아티스트 IP 또한 꾸준히 늘고 있어 성장한 이익 체력 기반의 외형 성장은 지속 가능할 전망이다. 국내 팬 플랫폼사 중 QQ뮤직내 단독 입점으로 IP 영입 경쟁에 허들이 없다는 점, 한한령이 해제될 시 전반적인 엔터 산업의 수혜가 기대되는 점을 근거로 향후 추가적인 밸류에이션 상향도 기대해 볼만 하다.

표50 목표주가 산출

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	37	12F 지배순이익 적용
주식 수	(주)	23,738,406	
Target EPS	(원)	1,844	12F EPS 적용
Target P/E	(x)	30	과거 글로벌 확장시기(17~19년) SM 및 JYP PER 평균
목표주가	(원)	55,000	
현재주가	(원)	42,900	전일(04/18) 종가
Upside	(%)	28.2	

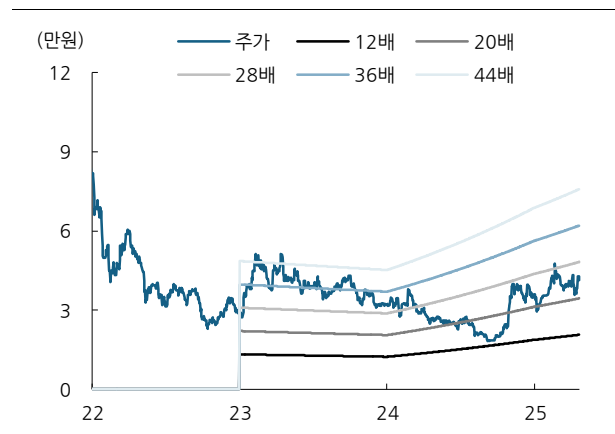
자료: DS투자증권 리서치센터

그림192 디어유 연간 실적(매출, OPM) 추이 및 전망



자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터

그림193 디어유 PER 밴드차트



자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터

기업 개요

국내 최초의 메세징 팬 플랫폼

디어유의 버블은
아티스트와의 소통 플랫폼

디어유는 소통 서비스 기반의 팬 플랫폼 '디어유 버블'을 운영하는 플랫폼 기업으로 2021년 11월 10일에 코스닥에 상장했다. 상장 후 기존에 영위 하던 사업인 에브리싱(스마트 노래방 앱)을 2023년에 정리하고 지금은 버블만 운영 중이다. 주요 주주는 SM과 JYP로 각각 45.1%, 10.0%의 지분을 보유하고 있다. 또한, SM이 25년 2월 지분 11.4%를 추가 인수하며 2분기 내 SM 자회사로 편입 예정이다.

주가는 최근에는
상승 추세

최근 디어유의 주가 흐름은 23년 초 경쟁사 플랫폼 등장과 일본 진출 등 예정된 서비스 일정 지연이 지속되며 오랜기간 하락 추세가 지속됐다. 하지만 24년 10월 텐센트 뮤직과 협업 발표 이후 중국 한한령 해제 기대감이 더해져 현재는 상승 추세에 접어들었다.

버블의 구독자는 빠르게
성장했지만 24년에 경쟁사
의 등장으로 주춤

버블은 2020년 2월 출시된 1대1 메세징 어플리케이션이다. 출시 당시 버블은 아티스트와 1대1 소통이라는 몰입도 높은 서비스로 구독자를 빠르게 끌어 모았다. 23년 기준 230만명의 구독자를 확보했지만 경쟁사 플랫폼의 등장과 군대 등 아티스트의 개인 이슈로 현재는 190만명(4Q24기준)으로 감소한 상황이다. 지역별 구독자 비중은 중국 32%, 한국 29%, 일본 14%, 미국 7%, 기타 17%로 중국이 가장 큰 비중을 차지한다.

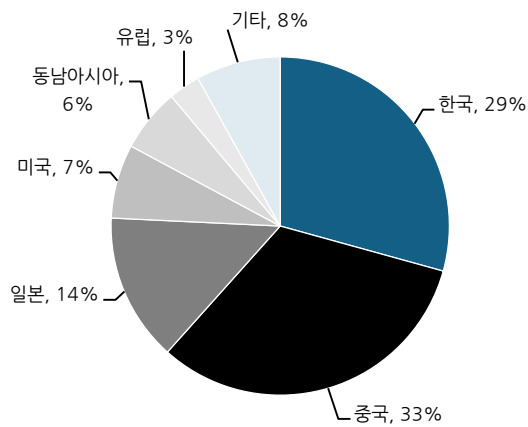
IP의 경우, SM, JYP, 스타쉽 등 아이돌 IP를 시작으로 배우, 스포츠선수까지 영역을 확대 해가는 중이다. 24년 4분기 기준 총 628명의 IP가 입점 중이다.

그림194 디어유 상장 이후 주가 추이



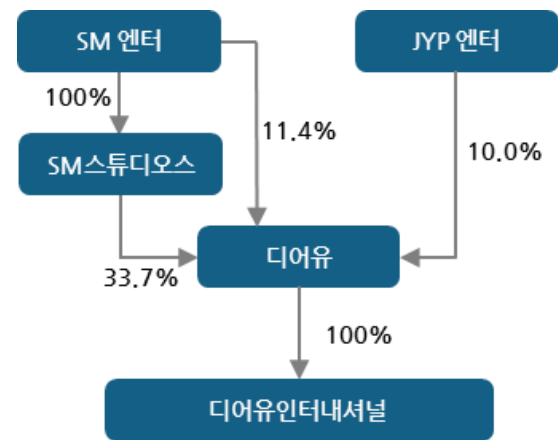
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림195 버블 구독자 지역별 비중(4Q24 기준)



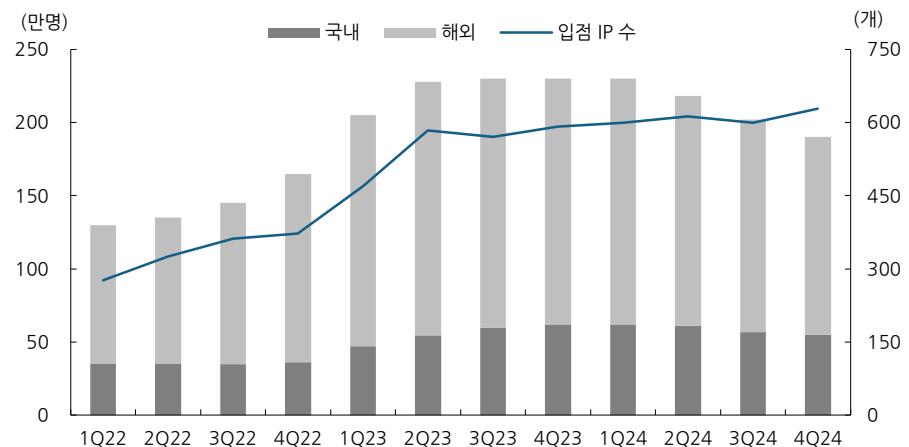
자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터

그림196 디어유 지분도



자료: DART, DS투자증권 리서치센터

그림197 구독자 수 추이 및 입점 아티스트 IP 수 추이



자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터

표51 버블 구독 가격

상품명	구독 가격(원)	1인 기준 가격(원)	할인율(%)
1인권	4,500	4,500	0
2인권	8,000	4,000	11
3인권	11,500	3,833	15
4인권	15,000	3,750	17
5인권	18,500	3,700	18
6인권	22,000	3,666	19
7인권	25,000	3,571	21
8인권	29,000	3,625	19
9인권	33,000	3,666	19
버블 폰트	700	700	-
AI 펫 버블	2,400	2,400	-

자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터

커피 한잔 가격으로 아티스트와 소통 가능한 어플

버블은 아티스트와의
프라이빗 메시지 플랫폼

버블의 주요 서비스는 아티스트와 팬의 프라이빗 메시지다. 구독을 시작하면 팬은 기존 채팅 어플과 비슷한 환경으로 아티스트와 연락을 주고 받을 수 있다. 월 구독료는 1인 기준 4,500원이며 추가 아티스트 구독부터는 구간별 추가 할인(10~20%)이 적용된다.

수익구조는
매출(총결제액-정산금)
비용(플랫폼수수료)

수익 구조는 총 결제액, 플랫폼 수수료, 아티스트 정산금으로 이루어져 있다. 먼저, 아티스트 정산금은 총 결제액(구독 수 x 구독료)에서 플랫폼 수수료(애플: 30%, 구글: 15%)를 차감한 금액을 기준으로 정산한다. 정산금은 구독 수에 따라 구간별 40~70% 누계로 지급되며 총 결제액에서 정산금을 차감한 금액이 매출로 인식된다. 플랫폼 수수료는 지급수수료로 비용 처리된다.

몰입도를 높이는
차별화된 서비스와 디데이
에
다른 혜택이 존재

버블은 SNS로 최악의 일상을 접하는 것과 달리 직접 소통할 수 있기에 팬들에게 높은 몰입도를 선사한다. 특히, '@@'를 통한 팬 이름 언급, 기념일 축하 메시지 등은 팬들에게 차별화된 서비스를 제공 중이다. 또한 버블은 오픈 초부터 지금까지 80~90%의 높은 구독률을 유지 중이다. 이는 구독일부터 계산되는 디데이가 높아질수록 메시지 작성 글자 수 증가, 특별 메시지 등 장기 구독 혜택이 존재하기 때문이다.

최근 폰트, AI 펫 등
신사업 확장 중

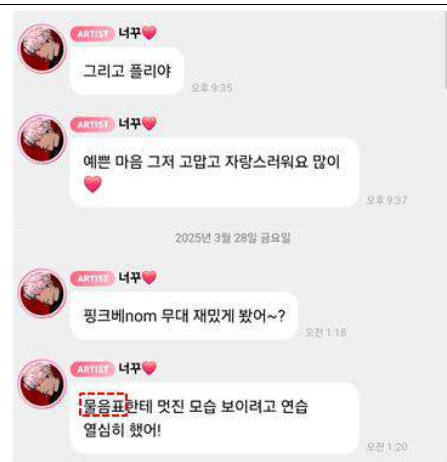
최근에는 아티스트 글씨체 기반 폰트(월 700원)와 AI 펫 서비스(월 2,400원) 등 사업 다각화를 진행 중이다. AI 펫의 경우는 실제 아티스트의 반려 동물을 기반으로 제작하며 구독 시 아티스트의 일정, 특징을 학습한 AI 펫과 채팅이 가능한 서비스다. '플레이브 폰트'는 출시 이후 기존 플레이브 구독자의 40%가 기록하며 성공적인 성과를 거두었다. 샤이니 태민의 AI 펫 '댕이'도 기존 구독자의 15% 이상이 구독하며 좋은 반응을 이끌어냈다.

그림198 매출액 인식 구조(1명 구독 기준)

계정	계산식	금액(원)
A) 월 구독료(아티스트 1인 기준)		4,500
B) 플랫폼 수수료(애플, 구글 평균 26%)	$A \times 0.26$	1,170
C) 정산 전 기준 금액	$A - B$	3,330
D) 아티스트 정산금(평균 46%)	$C \times 0.46$	1,532
E) 매출액	$A - D$	2,968

자료: DS투자증권 리서치센터

그림199 아티스트가 @@를 입력하면 팬에게 본인 닉네임으로 보임



자료: DS투자증권 리서치센터

[디어유 376300]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	135	147	169	208	259	매출액	49	76	75	91	112
현금 및 현금성자산	84	57	84	114	160	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	7	15	12	18	20	매출총이익	49	76	75	91	112
재고자산	0	0	0	0	0	판매비 및 관리비	33	47	49	51	50
기타	44	76	73	76	79	영업이익	16	29	25	41	62
비유동자산	18	43	51	50	50	(EBITDA)	17	31	28	44	64
관계기업투자등	0	5	9	9	10	금융손익	1	5	11	8	8
유형자산	0	3	3	2	1	이자비용	0	0	0	0	0
무형자산	7	10	12	11	9	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	153	191	220	258	308	기타영업외손익	0	-1	-5	-1	-2
유동부채	11	17	21	27	29	세전계속사업이익	17	33	31	47	69
매입채무 및 기타채무	8	13	13	19	21	계속사업법인세비용	1	6	7	10	15
단기금융부채	0	1	1	1	1	계속사업이익	16	26	24	37	53
기타유동부채	3	4	7	7	7	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	0	4	4	4	4	당기순이익	16	26	24	37	53
장기금융부채	0	4	3	3	3	지배주주	16	26	24	37	53
기타비유동부채	0	0	0	0	0	총포괄이익	16	26	26	37	53
부채총계	11	21	24	30	32	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	141	170	196	228	276	영업이익률 (%)	33.1	37.8	33.9	44.4	55.6
자본금	12	12	12	12	12	EBITDA마진률 (%)	34.2	40.3	37.3	47.9	57.6
자본잉여금	159	162	162	162	162	당기순이익률 (%)	33.3	34.6	32.6	40.3	47.8
이익잉여금	-41	-15	10	41	90	ROA (%)	11.5	15.3	10.2	15.3	18.9
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	12.4	16.9	11.3	17.3	21.2
자본총계	141	170	196	228	276	ROIC (%)	79.9	78.9	57.4	70.6	110.2

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	21	13	24	40	56	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	16	26	24	37	53	P/E	41.4	29.1	35.1	27.7	19.0
비현금수익비용가감	2	6	8	4	3	P/B	n/a	n/a	4.4	4.5	3.7
유형자산감가상각비	0	1	1	2	1	P/S	4.8	4.5	11.4	11.2	9.1
무형자산상각비	0	1	1	1	1	EV/EBITDA	32.9	21.0	25.6	19.3	12.4
기타현금수익비용	2	4	6	1	1	P/CF	36.4	23.5	26.4	25.2	18.1
영업활동 자산부채변동	2	-23	-14	-1	0	배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.6	0.5	0.5
매출채권 감소(증가)	-1	-7	2	-6	-2	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	매출액	23.0	53.9	-1.1	21.8	22.6
매입채무 증가(감소)	3	2	-1	6	2	영업이익	23.0	75.8	-11.2	59.4	53.3
기타자산 부채변동	-1	-19	-15	0	0	세전이익	흑전	93.3	-6.9	51.1	45.6
투자활동 현금	29	-41	3	-5	-5	당기순이익	흑전	59.9	-6.9	50.6	45.6
유형자산처분(취득)	0	-3	0	0	0	EPS	흑전	58.9	-6.9	50.6	45.6
무형자산 감소(증가)	0	-4	-3	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	30	-32	6	-3	-3	부채비율	8.0	12.4	12.4	13.4	11.8
기타투자활동	0	-1	0	-1	-1	유동비율	1,220.9	874.2	815.9	774.2	896.6
재무활동 현금	8	3	-1	-5	-5	순차입금/자기자본(x)	-89.2	-71.7	-72.3	-76.5	-80.6
차입금의 증가(감소)	0	0	-1	0	0	영업이익/금융비용(x)	1,401.5	447.3	132.8	455.0	540.9
자본의 증가(감소)	8	3	0	-5	-5	총차입금 (십억원)	0.3	4.3	4	4	4
배당금의 지급	0	0	0	5	5	순차입금 (십억원)	-125.9	-121.7	-142	-174	-223
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	57	-27	27	30	46	EPS	695	1,104	1,027	1,547	2,252
기초현금	27	84	57	84	114	BPS	5,988	7,143	8,258	9,590	11,627
기말현금	84	57	84	114	160	SPS	n/a	n/a	3,154	3,841	4,709
NOPLAT	21	13	20	32	48	CFPS	792	1,363	1,368	1,701	2,367
FCF	16	26	21	35	51	DPS	n/a	n/a	215	220	220

자료: 디어유, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

스튜디오드래곤 253450

Studio Dragon Knows Z, Z Loves K-drama

1Q25Pre: 방영 회차 감소 및 판매 실적 축소로 실적 부진 전망

스튜디오드래곤의 1Q25 실적은 연결 매출액 1,445억원(-25% YoY), 영업이익 70억원(-67% YoY, OPM 4.9%)으로 전망한다. 실적 부진은 방영 회차가 59회(TV 40, OTT 19)로 전년 동기 대비 -17% YoY 감소한데 기인한다. 당분기 주요 작품은 1)TV <별들에게 물어봐>, <원경>, <그놈은 흑염룡>으로 동시 방영 작품이 1작품에 불과했고 시청률도 부진했으며 2)OTT는 <스터디그룹>, <원경> 프리퀄, <탄금> 잔여 회차가 인식됐다. 비용 측면에서는 텐트폴 작품의 시청률 부진 및 판매 수익 축소로 수익성이 하락한 것으로 판단한다.

25년 제작 물량 증가 및 비용 절감으로 실적 호조. 중국 업사이드 존재

스튜디오드래곤의 25년 실적은 연결 매출액 6,306억원(+15% YoY), 영업이익 484억원(+33% YoY, OPM 7.7%)으로 외형 성장 및 수익성 개선이 기대된다. 동사의 드라마 제작 물량은 1)25년 하반기 tvN 수목 라인업 재개, 2)KBS MOU를 통한 편성 증가, 3)일본 현지 드라마 제작에 따라 24년 18편→25년 25편+으로 증가할 전망이다. 비용 측면에서는 비효율적인 관행을 제거하고 신인 크리에이터/배우 육성, VFX와 AI 신기술 도입에 따른 제작비 효율화로 하반기 갈수록 수익성도 개선될 것이다. 또한 동사는 미국과 일본 내 글로벌 프로젝트 확장, 신인 배우 발굴 및 IP 부가 사업 영역 확장, 중국 한한령 해제 시 구작 판매 및 신작 선판매에 따른 업사이드도 존재한다.

투자의견 매수, 목표주가 6만원 유지. 미디어 업종 최선호주

스튜디오드래곤의 목표주가는 12M Fwd EPS에 목표배수 40배를 적용해 산출했다. 동사는 국내 최대 규모 드라마 스튜디오로 한국 콘텐츠의 글로벌 위상 상승을 주도하고 있어 피어 대비 밸류에이션 프리미엄을 적용했다. 넷플릭스의 전체 시청 시간 중 한국 콘텐츠의 점유율은 24년 9%로 미국에 이어 2위를 차지했고 스튜디오드래곤은 이중 35%를 담당하고 있는 점을 반영했다. 글로벌 Gen Z의 취향을 사로잡으며 점유율을 확대하고 있는 스튜디오드래곤에 대해 미디어 업종 최선호주 의견을 제시한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	698	753	550	631	723
영업이익	65	56	36	48	63
영업이익률(%)	9.3	7.4	6.6	7.7	8.7
세전이익	59	37	28	44	59
지배주주지분순이익	51	30	33	38	50
EPS(원)	1,682	1,001	1,114	1,254	1,667
증감률(%)	29.3	-40.5	11.3	12.6	32.9
ROE(%)	7.5	4.4	4.6	5.0	6.2
PER(배)	51.1	51.5	38.6	34.7	26.1
PBR(배)	3.9	2.2	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	12.1	6.5	6.1	5.5	5.7

자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

장지혜 엔터·미디어·음식료

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.04.22

매수(유지)

목표주가(유지)	60,000원
현재주가(04/21)	43,500원
상승여력	37.9%

Stock Data

KOSDAQ	715.5pt
시가총액(보통주)	1,308십억원
발행주식수	30,058천주
액면가	500원
자본금	15십억원
60일 평균거래량	177천주
60일 평균거래대금	8,383백만원
외국인 지분율	11.5%
52주 최고가	52,400원
52주 최저가	33,000원
주요주주	
CIENM(외 4인)	54.8%
네이버(외 1인)	6.3%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-9.2	-8.6
3M	14.0	15.5
6M	16.8	22.6

주가차트

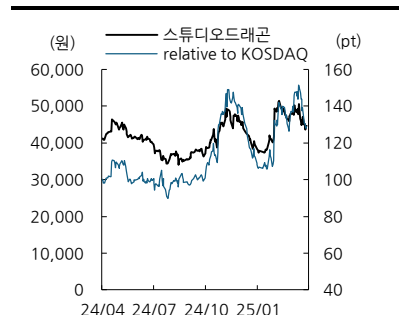
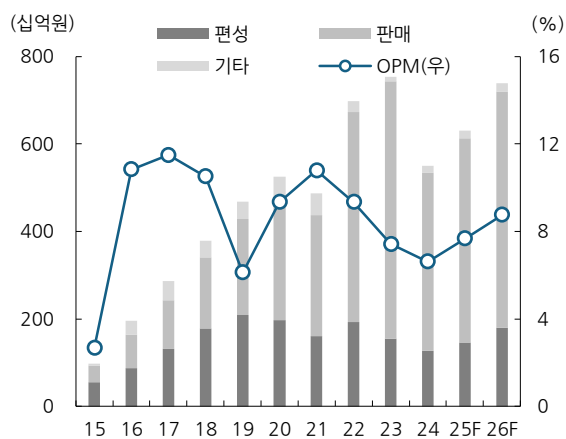


표52 스튜디오드래곤 실적 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	192.1	137.1	90.3	130.6	144.5	121.0	181.5	183.6	753.1	550.1	630.6	723.2
YoY	-9.0%	-16.1%	-58.5%	-19.0%	-24.8%	-11.7%	100.9%	40.6%	7.9%	-27.0%	14.6%	14.7%
1. 편성	47.3	30.7	21.6	27.6	33.3	25.2	42.0	45.5	154.1	127.2	146.0	171.6
YoY	9.5%	-27.6%	-38.4%	-17.2%	-29.6%	-17.9%	94.7%	64.6%	-20.0%	-17.4%	14.7%	17.5%
2. 판매	141.3	102.5	64.4	98.3	107.4	91.5	134.7	133.1	588.9	406.5	466.6	531.9
YoY	-14.7%	-13.8%	-64.2%	-20.9%	-24.0%	-10.7%	109.1%	35.4%	22.6%	-31.0%	14.8%	14.0%
3. 기타	3.5	3.9	4.3	4.6	3.8	4.3	4.8	5.0	10.1	16.4	17.9	19.7
YoY	50.7%	85.4%	85.8%	36.4%	10.0%	10.0%	10.0%	9.0%	-59.7%	61.2%	9.7%	10.0%
영업이익	21.5	10.5	-0.9	5.4	7.0	6.4	17.7	17.3	55.9	36.4	48.4	63.0
YoY	-0.4%	-35.7%	적전	흑전	-67.3%	-39.2%	흑전	222%	-14.3%	-34.9%	32.9%	30.2%
영업이익률	11.2%	7.6%	-1.0%	4.1%	4.9%	5.2%	9.8%	9.4%	7.4%	6.6%	7.7%	8.7%
순이익	20.2	8.2	-6.1	11.3	5.1	4.6	14.2	13.8	30.1	33.5	37.7	50.1
YoY	9.8%	-20.0%	적전	흑전	-74.6%	-44.2%	흑전	22.6%	-40.5%	11.3%	12.6%	32.9%
순이익률	10.5%	5.9%	-6.8%	8.6%	3.5%	3.8%	7.8%	7.5%	4.0%	6.1%	6.0%	6.9%

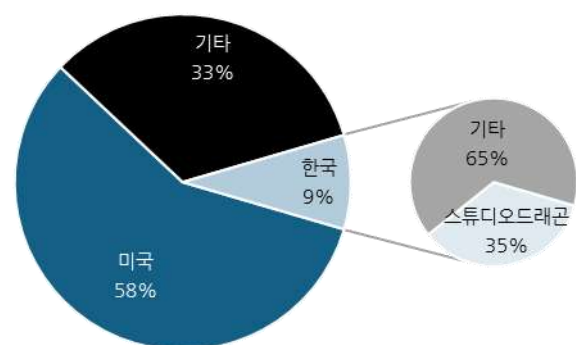
자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터 추정

그림200 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망



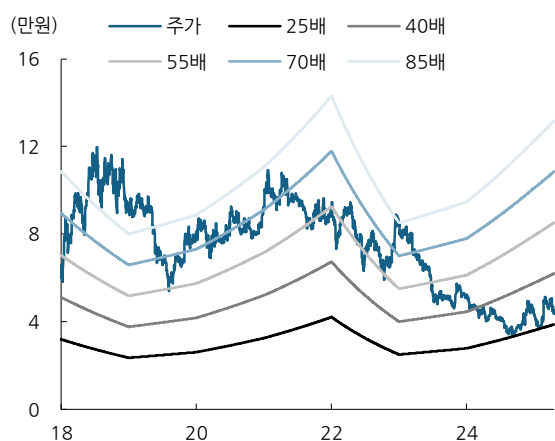
자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림201 2024년 넷플릭스 전체 콘텐츠 내 한국 비중



자료: Netflix, 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터

그림202 스튜디오드래곤 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림203 목표주가 산출

PER Valuation	
12M Fwd EPS (원)	1,426
2025F EPS	1,254
2026F EPS	1,667
Target PER (배)	40
Historical PER(20~24)	57
넷플릭스 25F PER	40
목표주가 (원)	60,000
현재주가 (원)	43,500
상승여력	37.9%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 현재주가는 2025.04.21 종가

표53 스튜디오드래곤 제작 드라마(2024)

시기	구분	방송일	타이틀	회차	극본	연출	주연	비고
1Q24	캡티브	23/12/9~1/14	마에스트라	12	최아윤, 홍정희	김정권	이영애, 이무생	Diseny+ 동시방영
		1/1~2/20	내 남편과 결혼해줘	16	신유담	박원국	박민영, 나인우	아마존프라임 동시
		1/21~3/3	세작, 매혹된 자들	16	김선척, 신하은	조남국	조정석, 신세경	Netflix 동시방영
		2/26~4/2	웨딩임파서블	12	박슬기	권영일	전종서, 문상민	아마존프라임 동시
		3/9~4/28	눈물의 여왕	16	박지은	장영우, 김희원	김수현, 김지원	Netflix 동시방영
2Q24	캡티브	5/11~6/30	졸업	16	박경화	안판석	정려원, 위하준	
		6/3~7/9	플레이어 2: 곤들의 전쟁	12	박상문, 최슬기	소재현	송승헌, 오연서	
	년캡티브	4/24~6/12	The Big Door Prize 2(Apple)	10	David West Read			3Q23~4Q23 납품
		6/7	하이라키(Netflix)	7	추혜미	배현진	노정의, 이채민	1Q24 납품
		6/28	돌풍(Netflix)	12	박경수	김용완	설경구, 김희애	1Q24 납품
3Q24	캡티브	7/9~8/11	감사합니다	12	최민호	권영일	신하균, 이정하	
		7/22~8/13	우연일까?	8	남지은	송현욱	김소현, 채종협	
		8/17~10/6	엄마친구아들	16	신하은	유제원	정해인, 정소민	Netflix 동시방영
	년캡티브	7/19	스위트홈 3(Netflix)	8	홍소리, 박소정	이응복	송강, 이진욱	2Q24 납품
		9/23~10/29	나의 해리에게(ENA)	12	한가람	정지현	신혜선, 이진욱	
		9/27	경성크리처 2(Netflix)	7	강은경	정동윤	박서준, 한소희	
4Q24	캡티브	10/12~11/17	정년이	12	최효비	정지인	김태리, 신예은	Diseny+ 동시방영
		11/23~12/29	사랑은 외나무 다리에서	12	임예진	박준화	주지훈, 정유미	Diseny+ 동시방영
	년캡티브	10/10~11/7	종거나 나쁜 동재(티빙)	10	이수연, 황화정	박건호	이준혁, 박성웅	
		11/29	트렁크(Netflix)	8	박은영	김규태	공유, 서현진	3Q24 납품

자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터, 주: 분기 구분은 시작일자 기준으로 실제로는 회차별 분기 실적 인식

표54 스튜디오드래곤 제작 드라마(2025)

시기	구분	방송일	타이틀	회차	극본	연출	주연	비고
1Q25	캡티브	1/4~2/23	별들에게 물어봐	16	서숙향	박신우, 김진성	이민호, 공효진	Netflix 동시방영
		1/6~2/11	원경+프리퀼(티빙)	14	이영미	김상호	차주영, 이현욱	티빙 오리지널
		2/17~3/24	그놈은 흑염룡	16	김수연	이수현	문가영, 최현욱	
	년캡티브	1/23~2/20	스터디그룹(티빙)	10	엄선호, 오보현	이장훈, 유범상	황민현, 한지은	티빙 오리지널
2Q25	캡티브	5/12~6/17	금주를 부탁해	12	명수현	장유정	최수영, 공명	
		5/24~6/29	미지의 서울	12	이강	박신우	박보영, 박진영	Netflix 동시방영
		6/23~7/29	견우와 선녀	12	양지훈	김용완	조이현, 추영우	
3Q25	캡티브	8/4~9/9	첫, 사랑을 위하여	12	양희순	유제원	염정아, 박해준	Netflix 동시방영
		8/16~9/21	폭군의 셰프	12	HapJae	장태유	임윤아, 이채민	Netflix 동시방영
		9/15~10/21	신사장 프로젝트	12	반기리	신경수	한석규, 배현성	
		9/27~11/16	태풍상사	16	강현숙	이나경	이준호, 김민하	Netflix 동시방영
4Q25	캡티브	10/27~12/16	알미온 사랑	16	정여량	김가람	이정재, 임지연	
		11/22~	프로보노		문유석	김성윤	정경호	
	년캡티브	4Q25	다 이루어질지니(Netflix)	12	권은숙	이병현	김우빈, 수지	
		4Q25	자백의 대가(Netflix)	12	권종관	이정호	전도연, 김고은	
2025 (예정)	캡티브	TBA	아수라 발발타	12	안아름	정지현	강훈, 이이담	
		TBA	우주를 줄게	12	수진		배인혁, 노정의	
	년캡티브	TBA	탄금(Netflix)	12	김진아	김홍선	이재욱, 조보아	4Q24~1Q25 납품
		TBA	조각도시(Diseny+)	10	오상호	박신우, 김창주	지창욱, 도경수	
		TBA	친애하는 X(티빙)	12	최지원	이응복, 박소현	김유정, 김영대	
		TBA	은애하는 도적님아(KBS2)		이선	함영걸	남지현, 문상민	
		TBA	내 남편과 결혼해줘(일본)					리메이크

자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터, 주: 분기 구분은 시작일자 기준으로 실제로는 회차별 분기 실적 인식

[스튜디오드래곤 253450]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	400	405	394	581	742	매출액	698	753	550	631	723
현금 및 현금성자산	124	158	178	320	281	매출원가	598	665	482	549	626
매출채권 및 기타채권	142	149	101	142	152	매출총이익	100	88	68	81	97
재고자산	0	0	0	0	0	판매비 및 관리비	35	32	32	33	34
기타	135	97	115	119	309	영업이익	65	56	36	48	63
비유동자산	691	688	532	417	317	(EBITDA)	219	242	183	180	182
관계기업투자등	150	172	153	159	165	금융손익	6	-1	14	6	7
유형자산	11	12	12	7	4	이자비용	5	9	5	0	0
무형자산	378	359	205	82	-28	관계기업등 투자손익	0	0	0	-1	-1
자산총계	1,091	1,092	926	998	1,059	기타영업외손익	-13	-17	-21	-9	-9
유동부채	416	368	169	203	213	세전계속사업이익	59	37	28	44	59
매입채무 및 기타채무	87	71	46	75	80	계속사업법인세비용	8	7	-5	7	9
단기금융부채	173	172	3	3	3	계속사업이익	51	30	33	38	50
기타유동부채	156	125	120	125	130	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	14	16	16	17	17	당기순이익	51	30	33	38	50
장기금융부채	9	10	6	6	6	지배주주	51	30	33	38	50
기타비유동부채	4	7	10	11	11	총포괄이익	-26	48	33	38	50
부채총계	430	384	186	220	231	매출총이익률 (%)	14.3	11.7	12.4	12.9	13.4
지배주주지분	661	708	740	778	829	영업이익률 (%)	9.3	7.4	6.6	7.7	8.7
자본금	15	15	15	15	15	EBITDA마진률 (%)	31.3	32.1	33.3	28.6	25.1
자본잉여금	473	473	473	473	473	당기순이익률 (%)	7.2	4.0	6.1	6.0	6.9
이익잉여금	213	242	275	312	363	ROA (%)	5.1	2.8	3.3	3.9	4.9
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	7.5	4.4	4.6	5.0	6.2
자본총계	661	708	740	778	829	ROIC (%)	11.7	8.0	5.4	11.3	15.3

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-63	45	180	161	-19	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	51	30	33	38	50	P/E	51.1	51.5	38.6	34.7	26.1
비현금수익비용가감	176	216	159	135	121	P/B	3.9	2.2	1.7	1.7	1.6
유형자산감가상각비	3	3	4	4	4	P/S	3.7	2.1	2.4	2.1	1.8
무형자산상각비	150	183	143	128	115	EV/EBITDA	12.1	6.5	6.1	5.5	5.7
기타현금수익비용	23	30	5	3	2	P/CF	11.4	6.3	6.7	7.6	7.7
영업활동 자산부채변동	-280	-179	4	-12	-189	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-35	15	68	-41	-10	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	매출액	43.3	7.9	-27.0	14.6	14.7
매입채무 증가(감소)	12	-18	-27	29	5	영업이익	24.0	-14.3	-34.9	32.9	30.2
기타자산 부채변동	-256	-175	-37	0	-185	세전이익	12.7	-36.5	-24.2	57.3	32.9
투자활동 현금	-43	-1	10	-19	-20	당기순이익	29.5	-40.5	11.3	12.6	32.9
유형자산처분(취득)	-4	-3	-1	0	0	EPS	29.3	-40.5	11.3	12.6	32.9
무형자산 감소(증가)	-3	0	-1	-5	-5	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-12	3	7	-8	-8	부채비율	65.1	54.3	25.1	28.3	27.8
기타투자활동	-25	-1	5	-7	-7	유동비율	96.1	109.9	232.4	286.2	347.9
재무활동 현금	165	-9	-175	0	0	순차입금/자기자본(x)	8.9	3.3	-22.8	-39.9	-32.8
차입금의 증가(감소)	168	-1	-170	0	0	영업이익/금융비용(x)	13.2	6.4	7.8	n/a	n/a
자본의 증가(감소)	3	0	0	0	0	총차입금 (십억원)	183	182	9	9	9
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	59	23	-169	-311	-272
기타재무활동	-5	-8	-5	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	59	35	20	142	-39	EPS	1,682	1,001	1,114	1,254	1,667
기초현금	65	124	158	178	320	BPS	21,982	23,546	24,606	25,896	27,563
기말현금	124	158	178	320	281	SPS	23,220	25,056	18,300	20,979	24,061
NOPLAT	56	45	26	41	54	CFPS	7,534	8,185	6,394	5,741	5,680
FCF	-96	66	205	142	-39	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 스튜디오드래곤, DS투자증권 리서치센터 / 주: KIFRS 연결기준

CJ ENM 035760

K-콘텐츠 밸류체인 Full 소유

1Q25Pre: 광고/콘텐츠 수익 감소를 티빙/커머스 개선으로 실적 방어

CJ ENM의 1Q25 실적은 연결 매출액 1.1조원(-2% YoY), 영업이익 190억원(+54% YoY, OPM 1.7%)으로 전망한다. 영업이익 개선은 티빙의 전년비 실적 개선과 커머스 호조가 견인할 것이다. 1)미디어 플랫폼은 국내 방송 광고 시장 위축과 콘텐츠 시청률 부진으로 TV광고 매출이 703억원(-10% YoY)으로 감소했으나 티빙의 수익성 개선으로 실적 성장이 기대된다. 1분기 티빙의 MAU는 706만명(+5% YoY, -6% QoQ)으로 네이버 멤버십 종료 후 줄었지만 3월 KBO가 개막하며 다시 상승 중이다. 티빙 매출액은 989억원(+19% YoY), 영업손실은 -200억원으로 전망한다. 2)영화/드라마는 FS의 작품은 시리즈 2편 5회 분 딜리버리와 영화 1편 인식, 스튜디오드래곤은 오리지널 작품 수 감소, 영화는 <하얼빈>이 인식되며 실적은 부진할 전망이다. 3)음악은 ZEROBASEONE의 앨범 발매와 LAPOSTA 2025 도쿄돔 콘서트 3회 외에는 활동이 적었고 엠넷 광고도 부진했던 것으로 파악된다. 4)커머스는 FW매출 호조와 설특집 프로모션, 모바일 라이브 커머스(MLC) 거래액 증가로 견조한 성장세를 이어갈 전망이다.

25년 실적 턴어라운드 기조 이어질 것. K-콘텐츠 레버리지 확대 긍정적

CJ ENM의 25년 실적은 연결 매출액 5.4조원(+3% YoY), 영업이익 1,760억원(+69% YoY, OPM 3.3%)으로 전망한다. 티빙은 KBO 흥행과 계정 공유 제한, 광고 수익 증가로 실적 개선을 견인하며 전 사업부 수익성 개선이 기대된다.

동사는 드라마, 예능, 영화, 뮤지컬 등 K-contents부터 K-pop에 이르는 다양한 K-IP를 보유하고 있고 이를 유통할 수 있는 TV와 OTT(티빙) 플랫폼, 음반/음원 제작-유통-공연에 이르는 밸류 체인을 구축하고 있다. 이외에도 FS를 통해 미국 현지 드라마 제작 네트워크도 확보하고 있어 K-콘텐츠의 글로벌 인기 증가에 따른 동사의 IP 레버리지 효과가 기대된다. 실제로 25년 티빙은 웨이브와 협력 강화 후 해외 진출을 본격화하며 K-콘텐츠의 글로벌 유통을 확대할 계획이다. 또한 동사는 25년 국내와 중국에서 각각 동시에 진행되는 글로벌 오디션 프로그램 <보이즈2플래닛>으로 신규 IP를 발굴하고 중국 한한령 해제 및 내수 경기 확대의 수혜도 기대할 수 있어 긍정적이다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,792	4,368	5,231	5,373	5,622
영업이익	137	-15	104	176	254
영업이익률(%)	2.9	-0.3	2.0	3.3	4.5
세전이익	-328	-335	-532	56	134
지배주주지분순이익	-120	-316	-503	12	83
EPS(원)	-5,476	-14,405	-24,283	574	4,019
증감률(%)	적전	적지	적지	흑전	600.9
ROE(%)	-3.3	-9.3	-16.7	0.4	3.0
PER(배)	-19.1	-5.0	-2.2	96.8	13.8
PBR(배)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	3.2	3.9	1.8	3.1	3.0

자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

장지혜 엔터·미디어·음식료

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.04.22

매수(유지)

목표주가(하향)	80,000원
현재주가(04/21)	55,500원
상승여력	44.1%

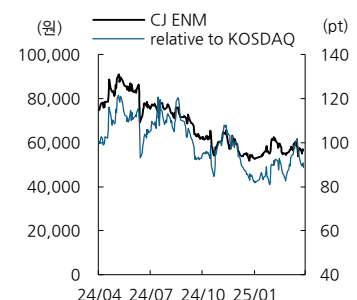
Stock Data

KOSDAQ	715.5pt
시가총액(보통주)	1,217십억원
발행주식수	21,929천주
액면가	5,000원
자본금	111십억원
60일 평균거래량	82천주
60일 평균거래대금	4,737백만원
외국인 지분율	15.9%
52주 최고가	94,900원
52주 최저가	51,400원
주요주주	
CI(외 9인)	42.7%
자사주(외 1인)	5.5%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	0.5	1.1
3M	4.7	6.2
6M	-11.1	-5.2

주가차트



투자의견 매수, 목표주가 8만원 제시

CJ ENM 목표 주가 변경

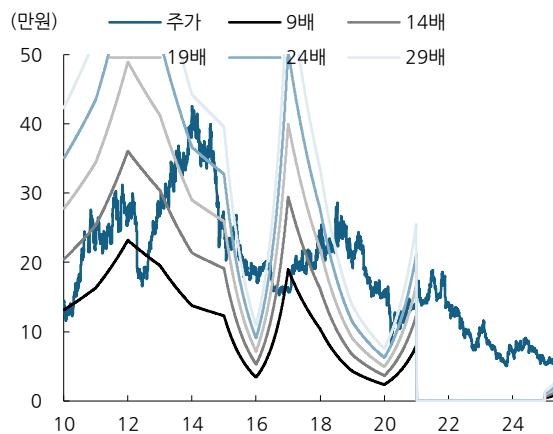
CJ ENM에 대해 투자의견은 유지하나 목표주가를 기존 11만원에서 8만원으로 -27% 하향한다. 목표주가 하향은 25년 실적 추정치 하향과 목표배수 변경에 기인한다. 목표주가는 25년 예상 NOPAT을 활용한 SOTP 밸류에이션으로 산출했다. 각 사업부별 목표배수는 미디어 플랫폼 10배, 음악 18배, 커머스 4배를 적용했고 25년에도 영업적자가 예상되는 영화/드라마 사업부 가치는 주요 자회사인 스튜디오드래곤과 피프스시즌(FS)의 지분가치를 50% 할인해 영업가치를 산출했다. 지분가치는 상장사 지분과 비상장사 장부가치를 각각 50% 할인해 적용했다. 적용한 순차입금은 24년말 연결 기준 1.8조원으로 24년 2.2조원, 23년 2.1조원대비 축소되고 있어 향후 실적 턴어라운드와 순차입금 감소 지속에 따른 기업가치 상승이 기대된다.

표55 CJ ENM 목표주가 산출

(십억원, %)				
1. 영업가치	25F OP	25F NOPAT	배수	영업가치
미디어 플랫폼	63.0	48.8	10	488.3 25F EV/NOPAT 넷플릭스 37 배, SBS 7 배 고려
영화/드라마	-27.2			747.2 SD(지분율 54.4%), FS(60%)의 지분 가치 50% 할인
음악	46.6	36.1	18	631.7 25F EV/NOPAT 엔터 기획사 4 곳(하이브, SM,YG, JYP) 평균 25 배 30% 할인
커머스	95.1	73.7	4	294.8 현대홈쇼핑과 GS 리테일 평균
합계	176.0			2,162.0
2. 지분가치	시가총액	지분율	할인율	지분가치
상장사 지분	782.7		50%	391.3 스튜디오드래곤 제외 넷마블(지분율 17.6%), 네이버(0.3%) 등 50% 할인
비상장사	1,950.9		50%	975.5 티빙 제외한 비상장사 투자 법인 장부가액 50% 할인
합계				1,366.8
3. 순차입금				1,811.0 4Q24 연결 기준
목표 기업가치 (1+2-3)				1,709.2
주식수(천주)				20,729.6 자사주 (1,199 천주) 제외
목표주가(원)				80,000
현재주가(원)				55,500 2025.04.21 종가
상승여력(%)				44.1%

자료: Bloomberg, FnGuide, DS투자증권 리서치센터 추정

그림204 스튜디오드래곤 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림205 목표주가 산출

PER Valuation	
2026F EPS (원)	3,799
2025F EPS	574
2026F EPS	4019
Target PER (배)	30
Historical PER(20~24)	n/a
넷플릭스 25F PER	40
목표주가 (원) *26년 실적 반영으로 30% 할인	80,000
현재주가 (원)	55,500
상승여력	44.1%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 현재주가는 2025.04.21 종가

표56 CJ ENM 지분가치

(십억원, %)	시가총액	지분을	지분가치
에이스토리	83.2	9.5	7.9
덱스터	162.9	6.8	11.1
네이버	29,706.9	0.3	89.1
넷마블	3,726.1	17.6	655.8
지니뮤직	121.2	15.5	18.8
합계			782.7

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터 추정, 주: 시가총액은 2024.04.17 기준

표57 CJ ENM 법인별 실적 추이

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
연결 매출액	3,789.7	3,391.2	3,552.4	4,792.2	4,368.4	5,231.4
별도	3,157.1	2,718.3	2,841.6	3,010.2	2,639.6	2,787.2
스튜디오드래곤	468.7	525.7	487.1	697.9	753.1	550.1
티빙		15.5	131.5	247.6	326.4	435.3
피프스시즌				699.6	347.6	1,038.8
기타/조정	163.9	131.7	92.1	136.9	301.6	420.0
연결 영업이익	269.4	272.1	296.9	137.4	-14.6	104.5
별도	287.1	250.4	323.2	238.2	159.3	175.9
스튜디오드래곤	28.7	49.1	52.6	65.2	55.9	36.4
티빙		-6.1	-76.2	-119.2	-142.0	-71.3
피프스시즌				-44.0	-65.5	-52.0
기타/조정	-46.4	-21.3	-2.6	-2.9	-22.3	15.5
연결 순이익	58.6	65.6	227.6	-176.8	-396.8	-580.8
별도	319.7	168.4	203.8	80.7	26.5	-722.8
스튜디오드래곤	26.4	29.6	39.0	50.6	30.1	33.5
티빙		-4.5	-59.5	-124.9	-152.3	-77.1
피프스시즌				-69.2	-117.9	-91.8
기타/조정	-287.5	-127.9	44.2	-113.9	-183.2	277.4

자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터, 주: CJ ENM과 별도 법인으로 구분된 이후의 실적으로 실제 사업부의 수익과 다름

그림206 CJ ENM 글로벌 확장 전략

콘텐츠

- ✦ 제작: 한국, 일본, 미국 스튜디오 통한 제작 강화
Scripted 콘텐츠 중심 기획/제작, 편성 확대
- ✦ 유통: 티빙 글로벌 연계한 최적 글로벌/로컬 파트너 확보
인도/남미/중동 등 신규 지역 확대 (티빙 추후 진입)

티빙

- ✦ 티빙: 티빙 해외 진출 및 콘텐츠 글로벌 유통 시너지 강화
글로벌 진출의 원년으로서, 일본/중남미/미국 진출

음악

- ✦ HIP: 한국/일본/중화권 등 지역별 HIP 확대
멀티 레이블 구축 및 부가사업 수익 강화
- ✦ 라이브컨벤션: MAMA, 중화권/중동 등 신시장 확장
KCON, 북미/일본 중심 구조적 경쟁력 확보

“콘텐츠 유통 지역별 확대”



“음악 글로벌 MCS 확장 지속”



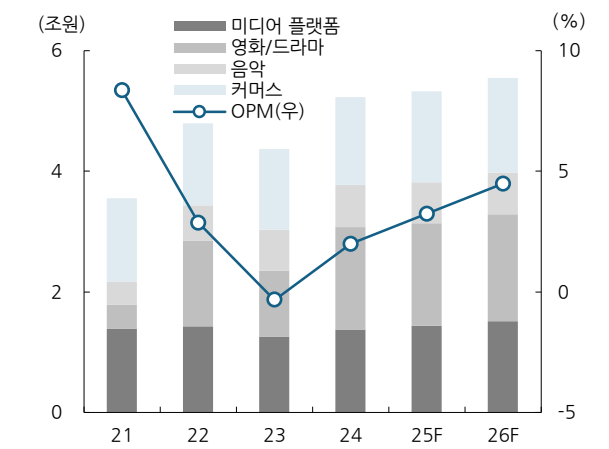
자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터

표58 CJENM 실적 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,154.1	1,164.7	1,124.6	1,787.9	1,126.1	1,196.9	1,343.0	1,707.1	4,368.4	5,231.4	5,373.1	5,622.3
YoY	21.6%	11.0%	1.2%	41.9%	-2.4%	2.8%	19.4%	-4.5%	-8.8%	19.8%	2.7%	4.6%
1. 미디어 플랫폼	314.2	352.9	356.5	349.6	325.6	365.3	377.8	367.8	1,262.0	1,373.2	1,436.5	1,509.5
YoY	13.1%	3.0%	13.4%	6.9%	3.6%	3.5%	6.0%	5.2%	-11.6%	8.8%	4.6%	5.1%
1) TV 광고	78.1	95.5	87.7	96.5	70.3	90.7	92.0	101.3	365.2	357.7	354.4	365.0
2) 수신료	74.1	68.8	68.9	64.6	77.8	72.3	72.3	67.8	260.5	276.3	290.1	304.6
3) 기타	162.0	188.6	199.9	188.5	177.5	202.3	213.4	198.7	636.3	739.1	792.0	839.9
티빙	83.4	107.9	121.3	122.7	98.9	121.6	134.8	132.9	326.4	435.3	488.2	536.0
2. 영화/드라마	366.4	287.6	251.6	799.2	332.7	294.2	416.6	658.7	1,092.0	1,704.7	1,702.3	1,774.3
YoY	55.2%	25.3%	-22.9%	166.3%	-9.2%	2.3%	65.6%	-17.6%	-23.3%	56.1%	-0.1%	4.2%
1) 콘텐츠 판매	326.0	271.6	149.8	651.8	292.4	276.5	319.7	518.1	882.2	1,399.1	1,406.6	1,471.9
2) 영화/공연	18.9	11.0	48.8	66.9	18.9	12.6	43.9	60.2	95.7	145.6	135.7	142.5
3) 기타	21.4	5.0	53.0	80.5	21.4	5.0	53.0	80.5	114.1	159.9	159.9	159.9
3. 음악	125.8	152.3	182.7	241.3	105.5	150.2	201.5	266.1	676.5	702.1	723.2	765.4
YoY	5.7%	16.4%	7.4%	-6.0%	-16.1%	-1.4%	10.3%	10.3%	15.6%	3.8%	3.0%	5.8%
1) 음원/음반	22.2	28.2	24.4	20.8	20.0	25.4	21.9	20.8	117.7	95.6	88.1	88.1
2) 콘서트	17.6	46.2	53.1	55.0	16.7	50.8	69.1	71.5	134.5	171.9	208.0	228.8
3) 기타	86.0	77.9	105.2	165.6	68.8	74.0	110.5	173.8	424.3	434.6	427.1	448.4
4. 커머스	347.8	371.9	333.8	397.9	362.3	387.3	347.2	414.4	1,337.9	1,451.4	1,511.1	1,573.1
YoY	10.0%	7.6%	11.2%	5.9%	4.2%	4.1%	4.0%	4.1%	-1.3%	8.5%	4.1%	4.1%
1) TV	115.9	114.9	111.1	117.8	117.9	116.0	112.2	119.0	461.5	459.7	465.2	469.8
2) 디지털	186.9	187.9	168.0	214.1	196.3	197.3	176.4	224.8	699.1	756.8	794.7	834.4
3) 기타	45.0	69.2	54.7	66.0	48.1	74.0	58.5	70.6	177.3	234.8	251.3	268.9
영업이익	12.3	35.3	15.8	41.0	19.0	40.1	47.0	69.8	-14.6	104.5	176.0	254.4
YoY	흑전	흑전	113.8%	-30.2%	54.1%	13.6%	197.0%	70.4%	적전	흑전	68.5%	44.5%
영업이익률	1.1%	3.0%	1.4%	2.3%	1.7%	3.4%	3.5%	4.1%	-0.3%	2.0%	3.3%	4.5%
1. 미디어 플랫폼	-3.5	16.5	10.8	1.5	7.0	21.0	23.0	12.0	-59.9	25.3	63.0	97.0
YoY	적지	흑전	471.5%	-32.2%	흑전	27.4%	113.1%	674.6%	적전	흑전	148.6%	54.0%
영업이익률	-1.1%	4.7%	3.0%	0.4%	2.2%	5.7%	6.1%	3.3%	-4.7%	1.8%	4.4%	6.4%
2. 영화/드라마	-17.8	-18.2	-6.0	0.7	-18.1	-15.6	-5.6	12.1	-97.5	-41.3	-27.2	4.1
YoY	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	1725.6%	적전	적지	적지	흑전
영업이익률	-4.9%	-6.3%	-2.4%	0.1%	-5.4%	-5.3%	-1.3%	1.8%	-8.9%	-2.4%	-1.6%	0.2%
3. 음악	4.8	4.9	2.4	18.9	3.2	6.0	16.1	21.3	70.9	30.9	46.6	55.8
YoY	-41.0%	-59.2%	-84.8%	-46.7%	-33.4%	22.3%	585.2%	12.9%	27.3%	-56.5%	50.8%	19.9%
영업이익률	3.8%	3.2%	1.3%	7.8%	3.0%	4.0%	8.0%	8.0%	10.5%	4.4%	6.4%	7.3%
4. 커머스	26.2	27.5	9.1	20.3	27.3	29.0	13.9	24.9	69.3	83.1	95.1	99.0
YoY	49.7%	47.0%	29.6%	-21.9%	4.2%	5.6%	51.8%	22.5%	-4.4%	20.1%	14.4%	4.1%
영업이익률	7.5%	7.4%	2.7%	5.1%	7.5%	7.5%	4.0%	6.0%	5.2%	5.7%	6.3%	6.3%
5. 연결/조정	2.7	4.6	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	2.7	6.4	-1.5	-1.5
순이익	-34.8	10.2	-531.4	-24.8	-5.5	2.0	3.4	12.0	-396.8	-580.8	11.9	83.3
YoY	적지	흑전	적지	적지	적지	-80.1%	흑전	흑전	적지	적지	흑전	600.9%
순이익률	-3.0%	0.9%	-47.3%	-1.4%	-0.5%	0.2%	0.3%	0.7%	-9.1%	-11.1%	0.2%	1.5%

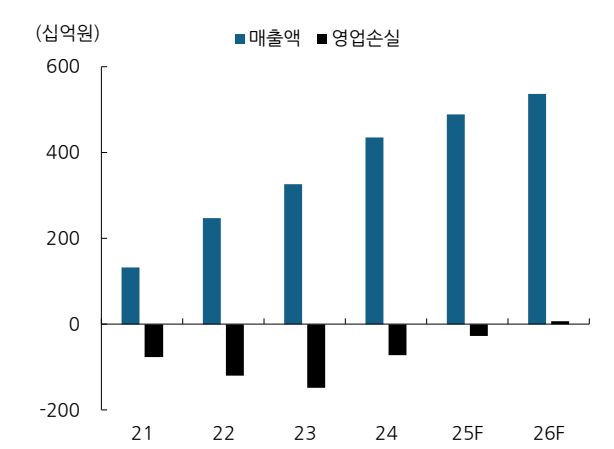
자료: CJENM, DS투자증권 리서치센터 추정

그림207 CJ ENM 연결 실적 추이 및 전망



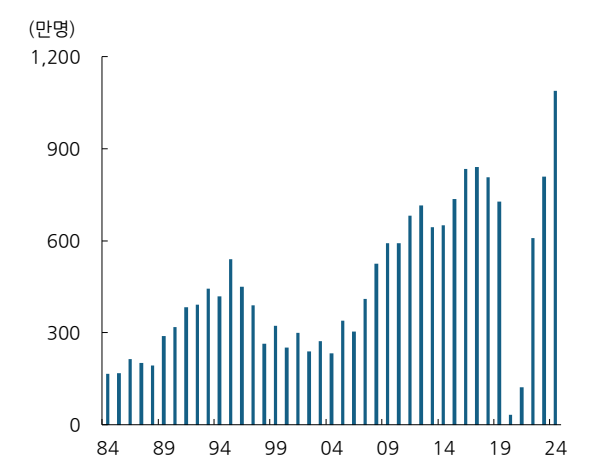
자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터

그림208 티빙 실적 추이 및 전망



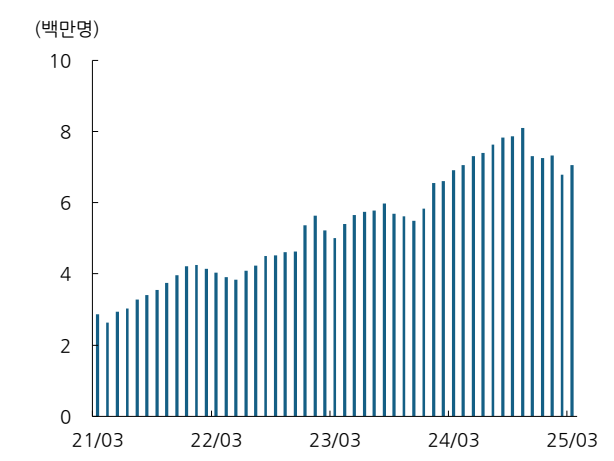
자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터

그림209 연도별 KBO 관중 현황



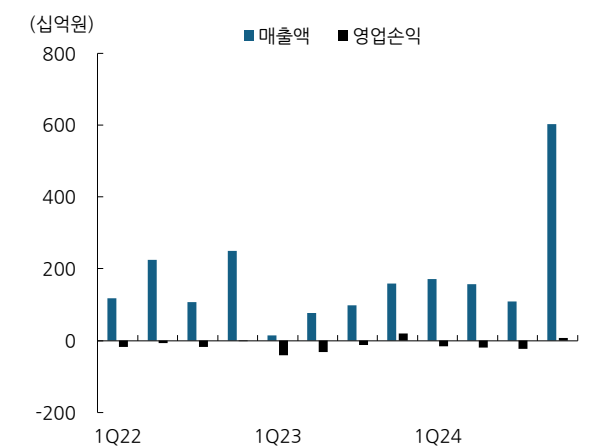
자료: KBO, DS투자증권 리서치센터

그림210 티빙 MAU 추이



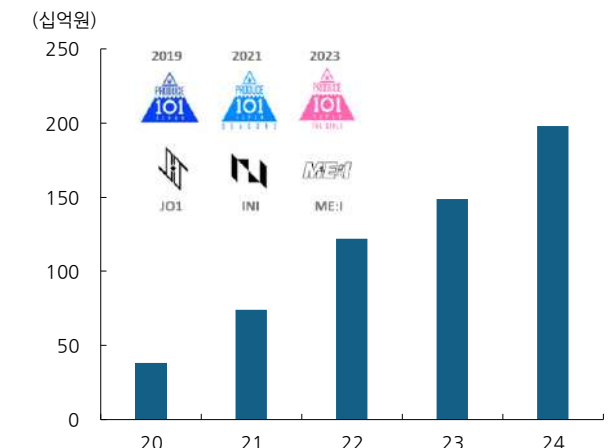
자료: 모바일 인덱스, DS투자증권 리서치센터

그림211 피프스시즌 실적 추이



자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터

그림212 라포네 매출액 추이



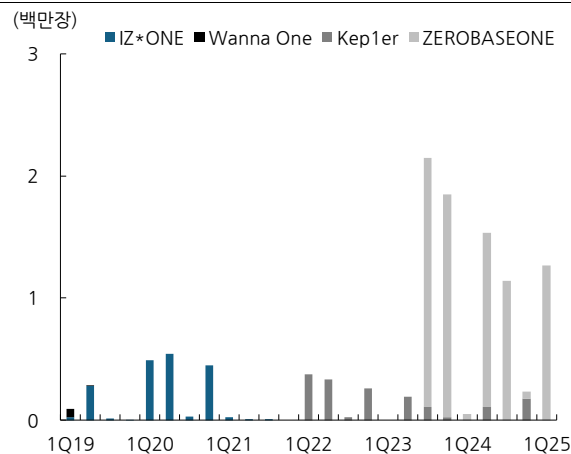
자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터

표59 CJ ENM 소속 아티스트

그룹명	데뷔연도	레이블	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
국내													
Kep1er	2021	WAKEONE							Debut			CR	
ZEROBASEONE	2023	WAKEONE									Debut		
izna(이즈나)	2024	WAKEONE										Debut	
보이즈 2 플래닛 K	2025	WAKEONE											TBD
일본													
JO1	2020	LAPONE						Debut					
INI	2021	LAPONE							Debut				
DXTEEN	2023	LAPONE									Debut		
ME:I	2024	LAPONE GIRLS										Debut	
IS:SUE	2024	LAPONE GIRLS										Debut	
중국													
보이즈 2 플래닛 C	2025												TBD

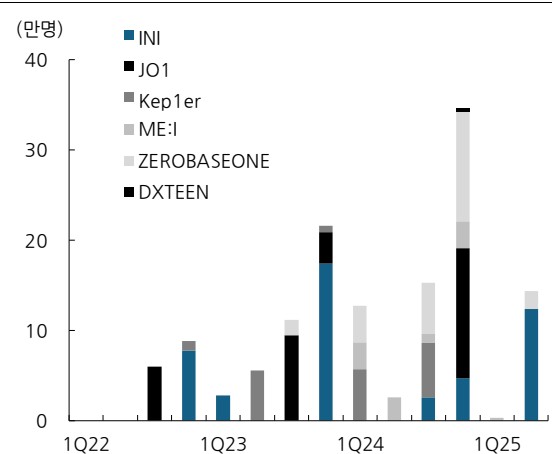
자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터, 주: CR(Contract Renewed), TBD(To be determined)

그림213 CJ ENM 아티스트별 앨범 판매량 추이



자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터

그림214 CJ ENM 아티스트별 콘서트 관객 수 추이



자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터

표60 CJ ENM 소속 아티스트 활동

그룹명	구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
국내							
Kep1er	음원/음반		정규		미니		미니(JPN)
	콘서트	공연 10 회		공연 3 회		공연 5 회	공연 1 회
ZEROBASEONE	음원/음반	싱글(JPN)	미니, 싱글(JPN)	미니	싱글(JPN)	미니	디지털 싱글
	콘서트	일본 2 회		공연 4 회	공연 10 회		팬콘 3 회
izna(이즈나)	음원/음반				미니	디지털 싱글	
	콘서트						
일본							
JO1	음원/음반		싱글		싱글		베스트
	콘서트				공연 13 회		
INI	음원/음반	정규	싱글	싱글			
	콘서트			팬콘 4 회	팬콘 16 회		공연 15 회
DXTEEN	음원/음반	싱글		정규	싱글		싱글
	콘서트				공연 2 회		
ME:I	음원/음반		싱글	싱글	싱글		싱글
	콘서트	공연 4 회	공연 2 회	공연 2 회	공연 2 회	공연 1 회	
IS:SUE	음원/음반		싱글		싱글		싱글
	콘서트						

자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터

[CJ ENM035760]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	3,108	2,782	2,909	2,470	2,210	매출액	4,792	4,368	5,231	5,373	5,622
현금 및 현금성자산	1,134	1,033	973	636	413	매출원가	3,043	2,851	3,520	3,602	3,752
매출채권 및 기타채권	1,299	1,125	1,243	1,122	1,069	매출총이익	1,749	1,517	1,711	1,771	1,870
재고자산	97	116	137	133	127	판매비 및 관리비	1,611	1,532	1,607	1,595	1,616
기타	579	509	556	579	602	영업이익	137	-15	104	176	254
비유동자산	7,224	7,168	6,407	6,850	7,278	(EBITDA)	1,431	962	1,706	1,121	1,278
관계기업투자등	2,332	2,161	1,921	1,999	2,080	금융손익	-68	-138	-141	-717	-741
유형자산	1,267	1,353	861	897	931	이자비용	91	173	179	754	780
무형자산	2,768	2,857	2,664	2,953	3,225	관계기업등 투자손익	-185	90	-70	-430	-430
자산총계	10,332	9,950	9,317	9,320	9,488	기타영업외손익	-212	-272	-426	1,027	1,051
유동부채	4,269	3,401	3,814	3,853	3,934	세전계속사업이익	-328	-335	-532	56	134
매입채무 및 기타채무	1,224	1,075	1,217	1,122	1,069	계속사업법인세비용	-151	62	49	44	51
단기금융부채	2,358	1,391	1,768	1,868	1,968	계속사업이익	-177	-397	-581	12	83
기타유동부채	687	935	829	863	898	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	1,719	2,371	1,824	1,828	1,832	당기순이익	-177	-397	-581	12	83
장기금융부채	1,286	1,905	1,187	1,187	1,187	지배주주	-120	-316	-503	12	83
기타비유동부채	433	466	637	641	645	총포괄이익	-124	-425	-581	12	83
부채총계	5,988	5,772	5,639	5,681	5,766	매출총이익률 (%)	36.5	34.7	32.7	33.0	33.3
지배주주지분	3,552	3,239	2,794	2,754	2,837	영업이익률 (%)	2.9	-0.3	2.0	3.3	4.5
자본금	111	111	111	111	111	EBITDA마진률 (%)	29.9	22.0	32.6	20.9	22.7
자본잉여금	2,413	2,456	2,432	2,432	2,432	당기순이익률 (%)	-3.7	-9.1	-11.1	0.2	1.5
이익잉여금	1,180	852	380	391	475	ROA (%)	-1.3	-3.1	-5.2	0.1	0.9
비지배주주지분(연결)	792	939	884	884	884	ROE (%)	-3.3	-9.3	-16.7	0.4	3.0
자본총계	4,344	4,178	3,678	3,639	3,722	ROIC (%)	3.0	-0.3	1.9	1.0	3.8

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,651	1,295	1,403	1,384	1,563	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-177	-397	-581	12	83	P/E	-19.1	-5.0	-2.2	96.8	13.8
비현금수익비용가감	1,662	1,431	2,315	1,328	1,457	P/B	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
유형자산감가상각비	74	77	81	105	114	P/S	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
무형자산상각비	1,220	899	1,521	840	909	EV/EBITDA	3.2	3.9	1.8	3.1	3.0
기타현금수익비용	369	455	643	382	434	P/CF	1.5	1.5	0.7	0.9	0.8
영업활동 자산부채변동	351	485	-148	45	22	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-143	253	-95	120	54	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-17	-26	-23	4	6	매출액	34.9	-8.8	19.8	2.7	4.6
매입채무 증가(감소)	78	9	31	-95	-54	영업이익	-53.7	적전	흑전	68.5	44.5
기타자산 부채변동	433	249	-61	15	16	세전이익	적전	적지	적지	흑전	140.0
투자활동 현금	-3,007	-1,266	-936	-1,822	-1,886	당기순이익	적전	적지	적지	흑전	600.9
유형자산처분(취득)	-189	-98	106	-141	-148	EPS	적전	적지	적지	흑전	600.9
무형자산 감소(증가)	-1,518	-1,367	-1,147	-1,129	-1,182	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-144	218	181	-512	-515	부채비율	137.8	138.2	153.3	156.1	154.9
기타투자활동	-1,156	-20	-75	-39	-41	유동비율	72.8	81.8	76.3	64.1	56.2
재무활동 현금	1,203	-127	-569	100	100	순차입금/자기자본(x)	52.5	51.6	51.1	63.6	70.7
차입금의 증가(감소)	1,036	-408	-543	100	100	영업이익/금융비용(x)	1.5	-0.1	0.6	0.2	0.3
자본의 증가(감소)	-44	0	0	0	0	총차입금 (십억원)	3,644	3,296	2,955	3,055	3,155
배당금의 지급	44	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	2,280	2,156	1,880	2,314	2,632
기타재무활동	211	280	-26	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-154	-101	-59	-337	-223	EPS	-5,476	-14,405	-24,283	574	4,019
기초현금	1,287	1,134	1,033	973	636	BPS	161,984	147,691	127,392	125,589	129,388
기말현금	1,134	1,033	973	636	413	SPS	218,533	199,203	238,557	245,020	256,385
NOPLAT	100	-11	76	37	158	CFPS	67,740	47,181	79,099	61,093	70,254
FCF	-1,170	253	651	-437	-323	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: CJ ENM, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

SBS034120

넷플릭스도 인정한 K-콘텐츠 맛집

1Q25Pre: 어려운 내수 광고 시장으로 실적 부진 전망

SBS의 1Q25 실적은 연결 매출액 2,194억원(+5% YoY), 영업손실 -153억원(적지 YoY, OPM -7%)으로 전망한다. 실적 부진은 내수 소비 경기 부진 및 정치적 불확실성 확대에 국내 방송 광고 시장이 위축되며 동사의 1분기 광고 수익도 405억원(-15% YoY)으로 감소한 것으로 추정하기 때문이다. 다만 전분기 시행한 희망퇴직과 콘텐츠 편성 조정, 넷플릭스와 전략적 파트너십 체결 효과로 일부 실적 감소를 상쇄한 것으로 파악된다. 당분기 주요 작품은 〈나의 완벽한 비서〉, 〈보물섬〉으로 두 작품 모두 견조한 시청률을 기록했으나 전년 동기 대비 작품 수 축소에 따라 판매 수익도 감소한 것으로 추정한다.

25년 광고 수익 부진은 아쉽지만 콘텐츠 경쟁력 강화 긍정적

SBS의 25년 실적은 연결 매출액 9,546억원(-9% YoY), 영업이익 287억원(흑전 YoY, OPM 3%)으로 전망한다. 매출액 감소는 광고 수익 감소와 24년 파리 올림픽 중계권 재판매 수익 기저 부담 때문이다. 동사는 방송 광고 시장 위축이라는 위기 속에서 인건비 효율화로 고정비를 줄이고 넷플릭스와 파트너십 체결을 통해 1)콘텐츠 투자 비용 부담 축소, 2)콘텐츠 제작 물량 증가, 3)콘텐츠 경쟁력 강화로 영업 레버리지를 확대할 것으로 기대된다. 자회사 스튜디오S는 드라마 제작 물량이 24년 9편→25년 12편으로 증가하고 이중 5편을 디즈니와 넷플릭스에 선판매하여 매출 성장과 수익성 개선을 시현할 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 2.6만원 제시

SBS의 목표주가를 기존 3만원에서 2.6만원으로 -13% 하향한다. 목표주가 하향은 25년 추정치 하향에 기인하나 12M Fwd EPS로 기간을 조정하고 목표배수는 기존과 동일한 15배를 적용했다. 동사의 21~24년 평균 PER은 10배에 불과했는데 채널 경쟁력이 약해진 지상파 방송사의 한계가 명확했기 때문이다. 그러나 25년부터 동사는 넷플릭스와 파트너십 체결로 글로벌 침투율을 높이고 경쟁력 있는 콘텐츠 수급으로 드라마/예능/교양까지 다양한 콘텐츠로 글로벌 Gen Z의 취향을 저격할 콘텐츠 프로바이더로 밸류에이션 리레이팅이 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,174	997	1,047	955	1,003
영업이익	186	58	-19	29	46
영업이익률(%)	15.8	5.9	-1.8	3.0	4.5
세전이익	178	62	19	33	50
지배주주지분순이익	153	46	34	25	38
EPS(원)	8,357	2,496	1,825	1,360	2,063
증감률(%)	12.1	-70.1	-26.9	-25.4	51.7
ROE(%)	20.6	5.4	3.8	2.8	4.1
PER(배)	4.1	11.7	12.1	13.5	8.9
PBR(배)	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	2.8	7.0	32.3	7.1	5.5

자료: SBS, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

장지혜 엔터·미디어·음식료

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.04.22

매수(유지)

목표주가(하향)	26,000원
현재주가(04/21)	18,430원
상승여력	41.1%

Stock Data

KOSPI	2,488.4pt
시가총액(보통주)	342십억원
발행주식수	18,551천주
액면가	5,000원
자본금	93십억원
60일 평균거래량	128천주
60일 평균거래대금	2,778백만원
외국인 지분율	0.0%
52주 최고가	28,500원
52주 최저가	14,640원
주요주주	
티와이홀딩스(외 1인)	36.3%
국민연금공단(외 1인)	10.7%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-4.4	1.4
3M	-23.2	-22.0
6M	19.4	23.8

주가차트

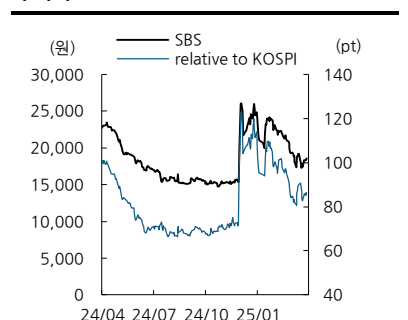
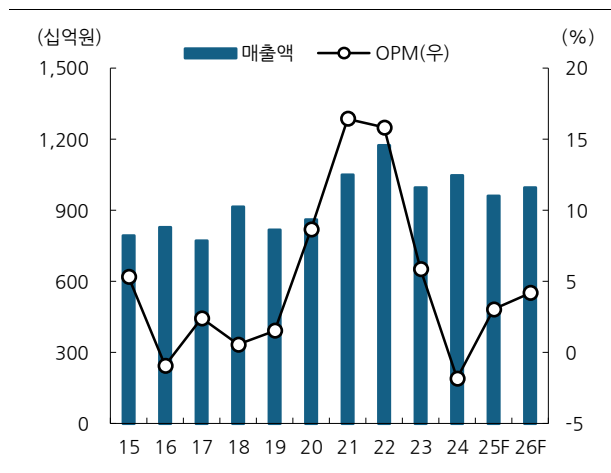


표61 SBS 실적 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	209.6	275.0	331.3	230.8	219.4	252.0	238.5	244.6	996.8	1,046.7	954.6	1,002.9
YoY	-3.7%	1.4%	39.0%	-14.5%	4.7%	-8.4%	-28.0%	6.0%	-15.1%	5.0%	-8.8%	5.1%
1. 별도	161.1	191.9	247.4	168.0	159.7	184.2	172.7	169.5	866.6	768.4	686.1	723.8
YoY	-14.3%	-18.7%	17.3%	-27.5%	-0.9%	-4.0%	-30.2%	0.9%	-14.4%	-11.3%	-10.7%	5.5%
1-1. 광고 수익	60.8	83.8	75.3	92.1	53.0	76.3	75.3	92.1	366.4	312.0	296.7	301.2
YoY	-15.5%	-11.6%	-15.5%	-16.7%	-12.8%	-9.0%	0.0%	0.0%	-17.5%	-14.8%	-4.9%	1.5%
1) 광고	47.7	66.7	61.1	66.0	40.5	60.0	61.1	66.0	290.0	241.5	227.7	232.2
YoY	-21.8%	-15.4%	-16.0%	-14.7%	-15.0%	-10.0%	0.0%	0.0%	-21.7%	-16.7%	-5.7%	2.0%
2) 협찬	13.1	17.1	14.2	26.1	12.4	16.2	14.2	26.1	76.4	70.5	69.0	69.0
YoY	19.7%	6.9%	-13.1%	-21.1%	-5.0%	-5.0%	0.0%	0.0%	3.7%	-7.7%	-2.1%	0.0%
1-2. 사업 수익	100.4	108.0	172.1	76.0	106.7	107.9	97.4	77.4	500.4	456.5	389.5	422.5
YoY	-13.5%	-23.5%	41.3%	-37.3%	6.3%	-0.1%	-43.4%	1.9%	-12.0%	-8.8%	-14.7%	8.5%
2. 자회사/조정	48.4	83.2	83.9	62.8	59.7	67.8	65.9	75.1	130.2	278.2	268.4	279.1
YoY	64.2%	135.6%	205.1%	65.5%	23.2%	-18.4%	-21.5%	19.6%	-19.2%	113.7%	-3.5%	4.0%
영업이익	-12.0	9.6	-25.3	8.6	-15.3	5.9	18.8	19.3	58.3	-19.2	28.7	45.6
YoY	적지	-62.5%	적전	-54.9%	적지	-38.2%	흑전	124.3%	-68.6%	적전	흑전	58.9%
영업이익률	-5.7%	3.5%	-7.6%	3.7%	-7.0%	2.3%	7.9%	7.9%	5.9%	-1.8%	3.0%	4.5%
1. 별도	-15.0	5.5	-25.5	9.0	-10.6	4.6	17.5	17.8	34.6	-25.9	29.3	42.8
YoY	적지	-68.9%	적전	-48.5%	적지	-16.8%	흑전	97.6%	-75.8%	적전	흑전	46.1%
영업이익률	-9.3%	2.9%	-10.3%	5.4%	-6.6%	2.5%	10.1%	10.5%	4.0%	-3.4%	4.3%	5.9%
2. 자회사/조정	2.9	4.1	0.1	-0.4	-4.8	1.4	1.3	1.5	23.7	6.8	-0.6	2.8
YoY	-43.2%	-48.2%	-98.4%	적전	적전	-66.8%	836.3%	흑전	-44.0%	-71.5%	적전	흑전
영업이익률	6.0%	4.9%	0.2%	-0.6%	-8.0%	2.0%	2.0%	2.0%	18.2%	2.4%	-0.2%	1.0%
순이익	13.0	4.9	-21.5	37.4	-11.0	5.3	15.3	15.6	47.2	33.8	25.2	38.2
YoY	107.1%	-77.0%	적전	830.0%	적전	7.9%	흑전	-58.2%	-69.8%	-28.5%	-25.5%	51.7%
순이익률	6.2%	1.8%	-6.5%	16.2%	-5.0%	2.1%	6.4%	6.4%	4.7%	3.2%	2.6%	3.8%

자료: SBS, DS투자증권 리서치센터 추정

그림215 SBS 연결 실적 추이



자료: SBS, DS투자증권 리서치센터 추정

그림216 SBS와 넷플릭스 전략적 파트너십 체결

구분	내용
계약 체결일	2024.12.20
계약 주체	(주)SBS, Netflix Worldwide Entertainment
계약 기간	2025년 1월 1일부터 6년
계약 내용	1)신작 드라마: 계약 시작일부터 신규 방영 콘텐츠 일부 국내 공급, 2H25 신규 방영 콘텐츠 일부 해외 공급 2)신작 예능/교양: 계약 시작일부터 신규 방영 콘텐츠 국내 공급 3)구작 라이브러리: 계약 시작일부터 계약 이전 방영 콘텐츠 국내 공급
기대 효과	1)광고 수익 증가: 실시간 방송 후 주요 프로그램 전체를 넷플릭스에서 시청 가능하므로 OTT 에서 실시간으로 유입되는 광고 시청률 상승 효과 기대 2)PPL 등 협찬수익 증가와 제작비 감소

자료: SBS, DS투자증권 리서치센터

표62 SBS 제작 드라마(2025)

시기	구분	방송일	타이틀	회차	극본	연출	주연	비고
1Q25	캡티브	1/3~2/14	나의 완벽한 비서+스페셜 2부	14	지은	함준호, 김재홍	한지민, 이준혁	Diseny+ 동시방영
		2/21~4/12	보물섬+스페셜 1부	17	이명희	진창규	박형식, 허준호	
2Q25	캡티브	4/18~6/7	귀궁	16	윤수정	윤성식, 김지연	육성재, 김지연	Diseny+ 동시방영
		6/13~7/19	우리 영화	12	한가은, 강경민	이정훈	남궁민, 전여빈	
		6월	사계의 불	10	김민철	김성용	하유준, 박지후	
3Q25	캡티브	7/25~8/30	트라이	12	임진아	장영석	윤계상, 임세미	Netflix 동시방영
		9/5~9/27	사마귀	8	이영중	변영주	고현정, 장동윤	
		9월	키스는 괜히 해서!	14	하윤아, 태경민	김재현	장기용, 안은진	
4Q25	캡티브	10/3~11/8	우주메리미	12	이하나	송현욱	최우식, 정소민	Diseny+ 동시방영
		11/14~26/1/10	모범택시 3	16	오상호	강보승	이제훈, 김의성	
2025 (예정)	캡티브	TBA	오늘부터 인간입니다만	12	박찬영, 조아영	김정권	김혜운, 로몬	
		TBA	나의 친애하는 찌파에게	12	한송이	박수원	주현영	

자료: SBS, DS투자증권 리서치센터, 주: 분기 구분은 시작일자 기준으로 실제로는 회차별 분기 실적 인식

투자의견 매수, 목표주가
3만원→2.6만원 하향

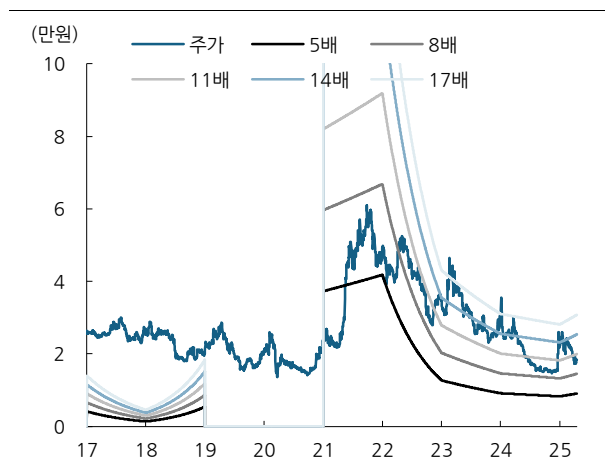
SBS의 목표주가는 25년 추정치 하향에 기인하며 목표배수는 기존과 동일한 15배를 적용했다. 다만 26년 넷플릭스 전략적 파트너십 체결 효과로 수익성 개선이 기대돼 향후 12M Fwd EPS로 기간 조정에 따른 목표주가 상향 가능성이 높다.

표63 추정치 변경 내역

(십억원, %)	기존추정치(25.01.21)		추정치변경(25.04.22)		% Gap	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	1,026.4		954.6	1,002.9	-7.0	
영업이익	38.6		28.7	45.6	-25.6	
순이익	36.1		25.2	38.2	-30.2	

자료: DS투자증권 리서치센터

그림217 SBS PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림218 목표주가 산출

PER Valuation	
12M Fwd EPS (원)	1,740
2025F EPS	1,360
2026F EPS	2,063
Target PER (배)	15
Historical PER(21~24)	10
넷플릭스 25F PER	40
목표주가 (원)	26,000
현재주가 (원)	18,430
상승여력	41.1%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 현재주가는 2025.04.21 종가

[SBS 034120]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	782	733	760	854	888	매출액	1,174	997	1,047	955	1,003
현금 및 현금성자산	183	97	95	151	162	매출원가	804	776	886	799	840
매출채권 및 기타채권	360	240	244	265	271	매출총이익	369	221	161	156	163
재고자산	2	2	2	3	3	판매비 및 관리비	184	163	180	127	117
기타	236	394	419	436	453	영업이익	186	58	-19	29	46
비유동자산	626	613	752	753	756	(EBITDA)	213	88	18	64	80
관계기업투자등	102	105	109	114	118	금융손익	5	6	2	-8	-8
유형자산	310	349	478	470	464	이자비용	6	7	18	22	22
무형자산	54	46	53	52	52	관계기업등 투자손익	7	3	0	-8	-8
자산총계	1,408	1,346	1,512	1,606	1,644	기타영업외손익	-20	-6	37	20	19
유동부채	306	363	336	416	424	세전계속사업이익	178	62	19	33	50
매입채무 및 기타채무	144	113	150	228	233	계속사업법인세비용	41	14	-14	8	11
단기금융부채	96	134	122	122	122	계속사업이익	136	47	34	25	38
기타유동부채	66	116	63	66	69	중단사업이익	20	0	0	0	0
비유동부채	229	102	270	271	271	당기순이익	157	47	34	25	38
장기금융부채	161	81	251	251	251	지배주주	153	46	34	25	38
기타비유동부채	68	22	19	20	21	총포괄이익	156	47	34	25	38
부채총계	535	465	606	687	696	매출총이익률 (%)	31.5	22.2	15.3	16.3	16.2
지배주주지분	821	879	904	917	946	영업이익률 (%)	15.8	5.9	-1.8	3.0	4.5
자본금	91	93	93	93	93	EBITDA마진률 (%)	18.2	8.8	1.7	6.7	8.0
자본잉여금	87	114	112	112	112	당기순이익률 (%)	13.3	4.7	3.2	2.6	3.8
이익잉여금	652	667	691	707	736	ROA (%)	10.6	3.4	2.4	1.6	2.4
비지배주주지분(연결)	52	2	2	2	2	ROE (%)	20.6	5.4	3.8	2.8	4.1
자본총계	873	881	906	919	948	ROIC (%)	20.1	5.6	-1.5	2.3	3.8

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-56	63	8	113	70	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	157	47	34	25	38	P/E	4.1	11.7	12.1	13.5	8.9
비현금수익비용가감	57	49	9	41	43	P/B	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4
유형자산감가상각비	27	30	37	35	34	P/S	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
무형자산상각비	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	2.8	7.0	32.3	7.1	5.5
기타현금수익비용	29	19	-33	5	8	P/CF	3.0	5.7	9.7	5.2	4.2
영업활동 자산부채변동	-223	-25	-17	47	-12	배당수익률 (%)	2.9	1.7	2.3	2.7	2.7
매출채권 감소(증가)	-124	114	21	-20	-6	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-35	2	0	0	0	매출액	11.9	-15.1	5.0	-8.8	5.1
매입채무 증가(감소)	-23	-22	4	78	5	영업이익	7.7	-68.6	적전	흑전	58.9
기타자산 부채변동	-41	-119	-41	-10	-11	세전이익	-1.1	-65.3	-68.4	68.3	51.7
투자활동 현금	232	-83	-153	-48	-50	당기순이익	8.1	-69.8	-28.5	-25.5	51.7
유형자산처분(취득)	-35	-65	-22	-27	-28	EPS	12.1	-70.1	-26.9	-25.4	51.7
무형자산 감소(증가)	-3	-2	-3	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	269	-8	23	-16	-17	부채비율	61.2	52.8	66.8	74.7	73.3
기타투자활동	1	-8	-151	-5	-5	유동비율	255.6	202.1	226.3	205.2	209.5
재무활동 현금	-43	-67	142	-9	-9	순차입금/자기자본(x)	-3.0	8.8	19.3	12.5	10.6
차입금의 증가(감소)	-41	-43	151	0	0	영업이익/금융비용(x)	32.8	8.7	-1.1	1.3	2.1
자본의 증가(감소)	-18	-18	-9	-9	-9	총차입금 (십억원)	257	214	373	373	373
배당금의 지급	18	18	9	9	9	순차입금 (십억원)	-26	77	175	115	100
기타재무활동	16	-6	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	133	-86	-2	56	11	EPS	8,357	2,496	1,825	1,360	2,063
기초현금	50	183	97	95	151	BPS	44,975	47,375	48,742	49,442	51,005
기말현금	183	97	95	151	162	SPS	64,308	53,730	56,419	51,455	54,061
NOPLAT	143	45	-14	22	35	CFPS	11,698	5,175	2,292	3,564	4,385
FCF	223	-12	-127	65	20	DPS	1,000	500	500	500	500

자료: SBS, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

콘텐츠리중앙 036420

K-콘텐츠 레버리지 확대

1Q25Pre: 방영 회차 감소 및 극장 부진으로 실적 부진 전망

콘텐츠리중앙의 1Q25 실적은 연결 매출액 1,873억원(-15% YoY), 영업손실 -244억원(적지 YoY, OPM -13%)으로 전망한다. 1)방송부문 이익은 -140억원으로 전망하는데 캡티브 방영 회차가 16회로 전년비 -58% 축소됐고 Wiip은 <The Summer I Turned Pretty 3> 일부 납품에 그쳤기 때문이다. 당분기 주요 작품은 TV <옥씨부인전>, <협상의 기술>, OTT <춘화연애담>으로 동시 방영 작품은 1작품이다. 2)극장부문 이익은 -112억원으로 국내 박스오피스 부진으로 적자를 이어갈 전망이다. 1분기 국내 관객수는 2,081만명(-33% YoY)으로 최근 2년 중 가장 부진한 실적을 기록했다. 메인 투자/배급 영화는 <백수아파트>가 있었다. 3)플레이타임 이익은 21억원으로 전년도와 동일한 수준으로 전망한다.

25년 방송 부문 흑자 전환 전망. 중국 업사이드 존재

콘텐츠리중앙의 25년 실적은 연결 매출액 9,849억원(+12% YoY), 영업이익 71억원(흑전 YoY, OPM 0.7%)으로 전망한다. 방송 부문 실적 개선이 전체 실적 성장을 견인할 전망이다. 1)캡티브는 11작품(동일 YoY)으로 <천국보다 아름다운>, <굿보이>, <마이 유스>, <백번의 추억> 등의 텐트폴 모두 글로벌 OTT에 동시 방영이 예정돼 있고, 2)하반기 글로벌 OTT 리쿱을 상승, 3)자회사 Wiip의 PPA 상각비 반영 종료 및 고정비 축소로 흑자전환에 기인한다. 극장은 고정비 축소로 국내 박스오피스 회복 시 레버리지 효과가 기대된다. 동사는 드라마, 영화, 예능 등 다양한 K-콘텐츠 IP를 보유하고 있고 TV 캡티브 채널과 오프라인 극장을 통해 콘텐츠 레버리지 극대화도 가능하다. 또한 JTBC 오디션 프로그램 <PROJECT 7>을 통해 25년 4월 데뷔한 CLOSE YOUR EYES의 활동, 중국 한한령 해제에 따른 구작 판매 및 신작 선판매 업사이드도 존재한다.

투자 의견 매수, 목표주가 1.2만원 제시

콘텐츠리중앙의 목표주가를 기존 1.7만원에서 1.2만원으로 -29% 하향한다. 목표주가 하향은 배수 조정과 전환 사채(300억원, 발행주식수의 19%) 반영에 기인한다. 목표주가는 25년 예상 EBITDA를 활용한 SOTP 밸류에이션으로 산출했고 목표배수는 EV/EBITDA 방송 7배, 극장 8배, 플레이타임 6배를 적용했다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	852	993	879	985	1,042
영업이익	-72	-68	-47	7	34
영업이익률(%)	-8.4	-6.8	-5.4	0.7	3.3
세전이익	-82	-153	-114	-33	-6
지배주주지분순이익	-40	-119	-66	-65	-9
EPS(원)	-2,087	-6,184	-3,478	-3,398	-472
증감률(%)	적지	적지	적지	적지	적지
ROE(%)	-25.4	-109.5	-72.0	n/a	11.8
PER(배)	-13.7	-2.5	-2.5	-2.5	-17.9
PBR(배)	3.9	3.8	1.6	-2.3	-2.0
EV/EBITDA(배)	15.6	12.6	9.4	8.1	7.6

자료: 콘텐츠리중앙, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

장지혜 엔터·미디어·음식료

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.04.22

매수(유지)

목표주가(하향)	12,000원
현재주가(04/21)	8,450원
상승여력	42.0%

Stock Data

KOSPI	2,488.4pt
시가총액(보통주)	163십억원
발행주식수	19,262천주
액면가	5,000원
자본금	96십억원
60일 평균거래량	94천주
60일 평균거래대금	869백만원
외국인 지분율	0.4%
52주 최고가	14,980원
52주 최저가	7,420원
주요주주	
중앙파이낸마이(외 3인)	42.2%
자사주(외 1인)	0.8%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-1.7	4.1
3M	5.1	6.3
6M	-19.9	-15.4

주가차트

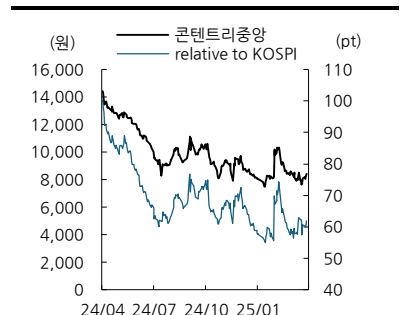


표64 콘텐츠리중앙 실적 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	220.9	226.8	228.2	203.5	187.3	290.7	254.3	252.7	993.0	879.5	984.9	1,041.6
YoY	18.1%	-18.8%	-15.2%	-21.0%	-15.2%	28.2%	11.4%	24.2%	16.5%	-11.4%	12.0%	5.8%
1. 방송부문	103.0	127.1	124.6	115.5	101.8	194.8	146.1	156.5	569.1	470.1	599.2	635.5
YoY	10.0%	-29.1%	-24.6%	-11.9%	-1.2%	53.3%	17.3%	35.5%	-1.8%	-17.4%	27.4%	6.1%
SLL(별도)	84.0	113.5	88.3	107.3	53.4	110.4	118.5	137.0	349.2	393.0	419.3	455.5
연결 자회사 등	19.0	13.6	36.3	8.2	48.4	84.4	27.6	19.5	219.9	77.1	179.8	180.0
2. 극장부문	80.4	71.2	75.2	59.7	52.7	67.2	77.4	66.7	309.6	286.6	264.0	283.0
YoY	22.9%	-1.6%	5.1%	-40.4%	-34.5%	-5.6%	2.9%	11.7%	42.3%	-7.4%	-7.9%	7.2%
3. 플레이타임	18.8	14.4	16.6	15.4	18.8	14.7	16.8	15.6	63.7	65.2	65.8	67.0
YoY	12.6%	5.9%	-7.8%	0.0%	-0.1%	1.9%	0.9%	1.0%	10.2%	2.4%	0.8%	1.9%
4. 기타/조정	18.7	14.1	11.8	13.0	14.0	14.0	14.0	14.0	50.7	57.6	56.0	56.0
영업이익	-10.0	-6.5	-12.8	-18.0	-24.4	12.1	15.1	4.4	-68.0	-47.4	7.1	34.3
YoY	적지	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전	382.7%
영업이익률	-4.5%	-2.9%	-5.6%	-8.8%	-13.0%	4.2%	5.9%	1.7%	-6.8%	-5.4%	0.7%	3.3%
1. 방송부문	-9.5	-5.3	-14.5	-1.9	-14.0	13.7	10.3	11.6	-51.6	-31.2	21.6	31.3
YoY	적지	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전	45.0%
영업이익률	-9.3%	-4.2%	-11.6%	-1.7%	-13.8%	7.0%	7.0%	7.4%	-9.1%	-6.6%	3.6%	4.9%
SLL(별도)	4.6	6.5	-4.9	1.2	-8.0	7.7	8.3	9.6	-7.7	7.5	17.6	27.3
연결 자회사 등	-14.2	-11.7	-9.6	-3.2	-6.0	6.0	2.0	2.0	-43.9	-38.7	4.0	4.0
2. 극장부문	-1.4	0.1	0.6	-12.8	-11.2	-0.4	3.5	-3.9	-17.7	-13.4	-12.0	5.4
YoY	적지	-90.7%	흑전	적지	적지	적전	505.3%	적지	적지	적지	적지	흑전
영업이익률	-1.7%	0.2%	0.8%	-21.4%	-21.3%	-0.6%	4.6%	-5.9%	-5.7%	-4.7%	-4.5%	1.9%
3. 플레이타임	2.1	-0.1	1.5	0.5	2.1	0.0	1.7	0.5	6.8	4.0	4.2	4.4
YoY	-19.2%	적전	-51.6%	0.0%	-1.6%	적지	11.7%	-6.7%	249.9%	-41.2%	5.2%	3.5%
영업이익률	11.2%	-0.7%	9.0%	3.2%	11.0%	0.0%	10.0%	3.0%	10.7%	6.1%	6.4%	6.5%
4. 기타/조정	-1.2	-1.3	-0.5	-3.8	-1.2	-1.3	-0.5	-3.8	-5.5	-6.8	-6.8	-6.8
순이익	-30.5	-25.5	-33.9	-2.0	-31.6	-2.9	4.9	-5.5	-167.3	-91.9	-35.1	-4.9
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적지	적지
순이익률	-13.8%	-11.3%	-14.9%	-1.0%	-16.9%	-1.0%	1.9%	-2.2%	-16.8%	-10.4%	-3.6%	-0.5%

자료: 콘텐츠리중앙, DS투자증권 리서치센터 추정, 주: 플레이타임의 실적은 비교를 위해 과거치 표기

표65 추정치 변경 내역

(십억원, %)	기존추정치(24.10.21)		추정치변경(25.04.21)		% Gap	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	1,029.2		984.9	1,041.6	-4.3	
영업이익	6.3		7.1	34.3	12.9	
순이익	-67.0		-35.1	-4.9	-47.6	

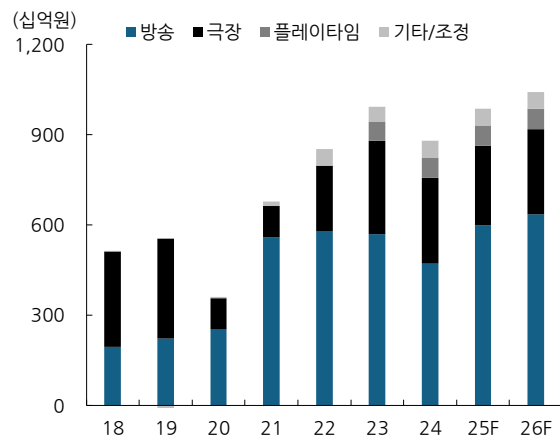
자료: DS투자증권 리서치센터

표66 콘텐츠리중앙 목표주가 산출

(십억원, %)					
1. 영업가치	25F EBITDA	배수	기업가치	지분율	반영
방송부문	170.1	7.0	1,190.4	53.8	640.7 EV/EBITDA 넷플릭스 15 배, 스튜디오드래곤 6 배 고려
극장부문	39.9	8.0	319.3	96.0	306.5 EV/EBITDA CJ CGV 11 배
플레이타임	16.7	6.0	100.2	100.0	100.2 극장의 10% 할인
합계	226.7		1,610.0		1,047.4
2. 순차입금				771.8	4Q24 연결 순차입금 1.1 조 중 리스부채 제외
목표 기업가치 (1-2)				275.6	
주식수(천주)				22,726.4	자사주 제외. 최근 발행 전환사채 300 억원(3,621 천주) 반영
목표주가(원)				12,000	
현재주가(원)				8,450	2025.04.21 종가
상승여력(%)				42.0%	

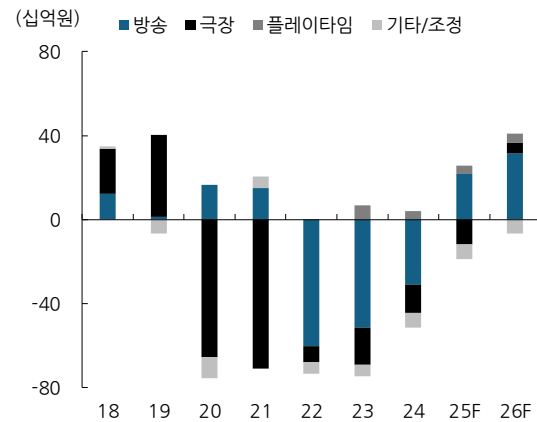
자료: Bloomberg, FnGuide, DS투자증권 리서치센터 추정

그림219 콘텐츠리중앙 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 콘텐츠리중앙, DS투자증권 리서치센터

그림220 콘텐츠리중앙 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: 콘텐츠리중앙, DS투자증권 리서치센터

표67 콘텐츠리중앙 제작 드라마(2025)

시기	구분	방송일	타이틀	회차	극본	연출	주연	비고
1Q25	캡티브	24/11/30~1/26	옥씨부인전+스페셜 1 부작	17	박지숙	진혁	임지연, 추영우	Netflix 동시방영
		3/8~4/13	협상의 기술	12	이승영	안판석	이제훈, 김대명	
	년캡티브	2/6~3/6	춘화연애담(티빙)	10	서은경	이광영	고아라, 장률	
2Q25	캡티브	4/19~5/25	천국보다 아름다운	12	이남규, 김수진	김석윤	김혜자, 손석구	Netflix 동시방영
		5/31~7/20	굿보이	16	이대일	심나연	박보검, 김소현	아마존프라임 동시
		6월~7월	러브미	12	박은영, 박희권	조영민	서현진, 장률	
	년캡티브	4/18~	마물(일본)	TBA	세키 에리카	진혁, 타키유키	아소 쿠미코	일본 제작 드라마
	영화	2Q25	이 별에 필요한(Netflix)	-	한지원, 강현주	한지원	김태리, 홍경	애니메이션
3Q25	캡티브	7/26~8/31	마이 유스	12	박시현	이상엽	송중기, 천우희	
		9/6~10/12	신의 구슬	12	정현민	정대윤	안보현, 이성민	
	년캡티브	7월	파인: 촌뜨기들(Disney+)	10	강윤성, 안승환	강윤성	류승룡, 양세종	
		9월	이 강에는 달이 흐른다(MBC)	14	조승희	이동현	강태오, 김세경	
4Q25	캡티브	10/18~11/23	백번의 추억	12	양희승, 김보람	김상호	김다미, 신예은	
		11/29~	김부장	TBA	김홍기, 윤혜성	조현탁	류승룡	
	년캡티브	4Q25	캐서로(Netflix)	TBA	이제인, 전찬호	이창민	이준호, 김혜진	
		4Q25	자백의 대가(Netflix)	12	권종관	이정호	전도연, 김고은	
2025 (예정)	캡티브	하반기	착한 사나이	14	김운경	송해성, 박홍수	이동욱, 이성경	
		하반기	엑스콰이어	12	박미현	김재홍	이진욱, 정채연	
		하반기	경도를 기다리며	12	유영아	임현욱	박서준, 원지안	
		TBA	사이닝	10	이숙연	김윤진	김민주	
	년캡티브	TBA	언프렌드(티빙)	6		김지윤, 박보람	김선호, 박규영	
		TBA	넥오프(Disney+)	18	한정훈	박현석	김수현, 조보아	
		TBA	The Undertow(Netflix)		Sarah Dollard	Jeremy Lovering	Jamie Dornan	Wiip
		TBA	The Summer I Turned Pretty3 (Prime)			Jenny Han	Lola Tung	Wiip
		TBA	Task(HBO)		Brad Ingelsby	Brad Inglesby	Mark Ruffalo	Wiip
	영화	TBA	킬링타임	-	장준엽	장준엽	류혜영, 남윤수	
		TBA	샤크: 더 스톱(티빙)	-	민지	김건	김민석, 이현욱	
		TBA	하얀 차를 탄 여자	-		고혜진	정려원	

자료: 콘텐츠리중앙, DS투자증권 리서치센터, 주: 분기 구분은 시작일자 기준으로 실제로는 회차별 분기 실적 인식

[콘텐츠리중앙 036420]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	660	536	587	565	635	매출액	852	993	879	985	1,042
현금 및 현금성자산	207	178	257	196	241	매출원가	661	763	647	726	768
매출채권 및 기타채권	194	225	172	204	222	매출총이익	191	230	232	259	273
재고자산	76	4	6	7	8	판매비 및 관리비	263	298	279	252	239
기타	183	128	152	158	164	영업이익	-72	-68	-47	7	34
비유동자산	1,928	1,953	2,172	2,108	2,072	(EBITDA)	107	123	156	187	191
관계기업투자등	454	483	492	511	532	금융손익	-32	-69	-75	-84	-84
유형자산	209	278	288	280	283	이자비용	50	87	103	103	103
무형자산	658	593	701	597	507	관계기업등 투자손익	36	-15	-16	-36	-36
자산총계	2,588	2,488	2,759	2,672	2,707	기타영업외손익	-15	-1	25	80	80
유동부채	1,162	1,149	1,426	1,517	1,558	세전계속사업이익	-82	-153	-114	-33	-6
매입채무 및 기타채무	295	248	269	351	383	계속사업법인세비용	-6	14	-22	2	-1
단기금융부채	722	807	945	945	945	계속사업이익	-77	-167	-92	-35	-5
기타유동부채	145	94	212	221	230	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	777	802	764	767	769	당기순이익	-77	-167	-92	-35	-5
장기금융부채	689	695	670	670	670	지배주주	-40	-119	-66	-65	-9
기타비유동부채	88	107	94	97	100	총포괄이익	-67	-152	-92	-35	-5
부채총계	1,939	1,951	2,190	2,283	2,327	매출총이익률 (%)	22.5	23.1	26.4	26.3	26.2
지배주주지분	141	76	108	-72	-81	영업이익률 (%)	-8.4	-6.8	-5.4	0.7	3.3
자본금	96	96	96	96	96	EBITDA마진률 (%)	12.6	12.4	17.7	19.0	18.4
자본잉여금	166	151	135	135	135	당기순이익률 (%)	-9.0	-16.8	-10.4	-3.6	-0.5
이익잉여금	-143	-208	-276	-341	-350	ROA (%)	-1.7	-4.7	-2.5	-2.4	-0.3
비지배주주지분(연결)	508	461	461	461	461	ROE (%)	-25.4	-109.5	-72.0	n/a	11.8
자본총계	649	537	569	389	380	ROIC (%)	-4.1	-3.7	-2.6	0.4	2.1

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	50	-85	-28	93	205	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-77	-167	-92	-35	-5	P/E	-13.7	-2.5	-2.5	-2.5	-17.9
비현금수익비용가감	207	343	267	73	192	P/B	3.9	3.8	1.6	-2.3	-2.0
유형자산감가상각비	67	84	79	68	59	P/S	0.6	0.3	0.2	0.2	0.2
무형자산상각비	112	107	124	112	98	EV/EBITDA	15.6	12.6	9.4	8.1	7.6
기타현금수익비용	28	152	35	-106	34	P/CF	4.2	1.7	1.0	4.3	0.9
영업활동 자산부채변동	-49	-188	-134	55	18	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	22	-19	70	-32	-19	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	4	53	-1	-2	-1	매출액	25.8	16.5	-11.4	12.0	5.8
매입채무 증가(감소)	28	-32	48	82	32	영업이익	적지	적지	적지	흑전	382.7
기타자산 부채변동	-103	-189	-251	5	5	세전이익	적지	적지	적지	적지	적지
투자활동 현금	-362	-2	-75	-154	-160	당기순이익	적지	적지	적지	적지	적지
유형자산처분(취득)	-28	-20	-33	-59	-63	EPS	적지	적지	적지	적지	적지
무형자산 감소(증가)	-27	-9	-3	-8	-8	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-116	22	-50	-59	-60	부채비율	298.8	363.2	384.9	587.0	612.4
기타투자활동	-191	5	12	-28	-29	유동비율	56.8	46.6	41.1	37.2	40.8
재무활동 현금	201	58	177	0	0	순차입금/자기자본(x)	173.3	234.7	226.5	346.3	341.9
차입금의 증가(감소)	173	65	73	0	0	영업이익/금융비용(x)	-1.4	-0.8	-0.5	0.1	0.3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0	총차입금 (십억원)	1,411	1,503	1,614	1,614	1,614
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	1,125	1,261	1,289	1,347	1,299
기타재무활동	28	-7	104	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-114	-29	79	-61	45	EPS	-2,087	-6,184	-3,478	-3,398	-472
기초현금	321	207	178	257	196	BPS	7,324	3,968	5,612	-3,732	-4,200
기말현금	207	178	257	196	241	SPS	44,234	51,553	45,657	51,132	54,072
NOPLAT	-52	-49	-34	5	25	CFPS	6,774	9,119	9,082	1,986	9,691
FCF	-280	-14	-34	-61	45	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 콘텐츠리중앙, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

삼양식품 003230

Samyang Foods Knows Z, Z Loves K-Food

1Q25Pre: 분기 수출 최고치 경신과 수익성 개선 전망

삼양식품의 1Q25 실적은 연결 매출액 4,928억원(+28% YoY), 영업이익 1,129억원(+41% YoY, OPM 23%)으로 전망한다. 우호적 환율 영향 속 전분기에 이어 수출 실적 성장이 전체 외형 성장 및 수익성 개선을 견인할 것이다. 1분기 삼양식품으로 추정되는 라면 수출 금액은 2.29억 달러(+41% YoY)로 전년비 중국과 미국, 동남아, 유럽 수출이 증가하며 또 한 번 분기 수출 실적 최고치를 경신했다. 이에 따라 해외 매출액은 3,960억원(+37% YoY)으로 전망하는데 전분기 중국 춘절 시즌을 대비해 미리 보내 놓은 물량이 소화되고 미국, 유럽 등 해외 법인의 성장이 기대된다. 이에 따라 전체 매출에서 해외 실적이 차지하는 비중은 1Q24 75%→1Q25 80%로 확대되며 수익성 개선이 이어질 것이다.

25년 국내 CAPA 확대로 지역 커버리지 확대 이어질 전망

삼양식품의 25년 실적은 연결 매출액 2.18조원(+27% YoY), 영업이익 4,637억원(+35% YoY, OPM 21%)으로 업종 내 차별적인 실적 성장을 시현할 것이다. 수요 측면에서는 틱톡, 구글 트렌드에서 확인할 수 있듯 글로벌 Gen Z의 불닭볶음면에 대한 관심과 수요가 지속되고 있고 공급 측면에서는 동사의 CAPA 확장과 유통 채널 확대에 따른 실적 성장이 이어질 전망이다. 삼양식품은 25년 6월 밀양 2공장(CAPA 6.9억개/年)을 가동하고, 27년은 중국 공장(8.2억개/年)이 가동하며 각각 이전 CAPA대비 36%, 31% 증가할 것이다. 또한 직접 진출을 확대하며 매출과 이익 레버리지는 더욱 확대될 것으로 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가 120만원으로 상향. 음식료 업종 최선호주

삼양식품의 목표주가를 기존 100만원에서 120만원으로 20% 상향한다. 목표주가 상향은 25-26년 실적 전망 상향과 EPS 기간 조정에 기인하며 목표매수는 기존과 동일한 22배를 적용해 산출했다. 국내외 피어 대비 높은 매출 성장과 이익 개선전망으로 밸류에이션 프리미엄을 유지했다. 동사의 미국 법인 매출 비중이 24년 22%에 달해 최근 시장에서는 미국 관세 영향 우려가 있었지만 동사의 제품 경쟁력과 낮은 ASP 특성상 그 영향은 제한적일 것으로 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	909	1,193	1,728	2,189	2,615
영업이익	90	148	345	464	567
영업이익률(%)	9.9	12.4	19.9	21.2	21.7
세전이익	102	156	352	472	575
지배주주지분순이익	80	126	272	363	443
EPS(원)	10,593	16,761	36,106	48,213	58,797
증감률(%)	41.6	58.2	115.4	33.5	22.0
ROE(%)	18.9	24.8	39.4	37.0	32.8
PER(배)	12.0	12.9	21.2	19.8	16.3
PBR(배)	2.1	2.9	7.1	6.3	4.6
EV/EBITDA(배)	9.8	9.6	14.8	14.3	11.2

자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

장지혜 엔터·미디어·음식료

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.04.22

매수(유지)

목표주가(상향)	1,200,000원
현재주가(04/21)	957,000원
상승여력	25.4%

Stock Data

KOSPI	2,488.4pt
시가총액(보통주)	7,209십억원
발행주식수	7,533천주
액면가	5,000원
자본금	38십억원
60일 평균거래량	64천주
60일 평균거래대금	54,232백만원
외국인 지분율	16.5%
52주 최고가	973,000원
52주 최저가	271,000원
주요주주	
삼양푸드스퀘어(외 7인)	45.0%
국민연금공단(외 1인)	8.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	4.4	10.2
3M	32.0	33.2
6M	73.7	78.2

주가차트

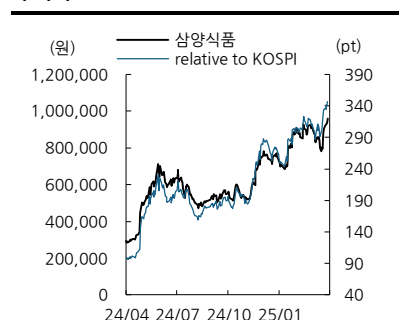
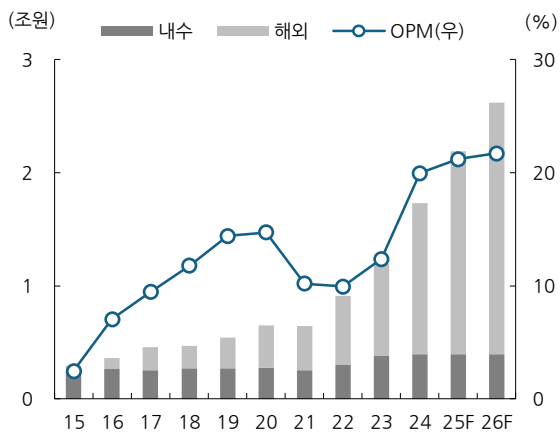


표68 삼양식품 실적테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	385.7	424.4	439.0	478.9	492.8	491.8	576.3	628.4	1,192.9	1,728.0	2,189.3	2,615.2
YoY	57.1%	48.7%	30.9%	46.6%	27.7%	15.9%	31.3%	31.2%	31.2%	44.9%	26.7%	19.5%
1. 해외	289.0	332.1	340.9	373.9	396.0	398.6	477.2	523.5	809.3	1,335.9	1,795.2	2,221.1
YoY	83.0%	74.9%	42.2%	68.6%	37.0%	20.0%	40.0%	40.0%	33.6%	65.1%	34.4%	23.7%
2. 내수	96.8	92.3	98.1	105.0	96.8	93.2	99.1	105.0	383.6	392.1	394.0	394.0
YoY	10.4%	-3.3%	2.8%	-0.1%	0.0%	1.0%	1.0%	0.0%	26.5%	2.2%	0.5%	0.0%
영업이익	80.1	89.5	87.3	87.7	112.9	110.1	119.9	120.8	147.5	344.6	463.7	567.2
YoY	235.8%	103.1%	101.0%	142.4%	40.9%	23.1%	37.3%	37.8%	63.2%	133.6%	34.6%	22.3%
영업이익률	20.8%	21.1%	19.9%	18.3%	22.9%	22.4%	20.8%	19.2%	12.4%	19.9%	21.2%	21.7%
순이익	66.5	70.3	58.7	75.7	88.5	86.3	93.8	94.6	126.6	271.3	363.2	442.9
YoY	194.5%	101.9%	55.4%	141.3%	33.1%	22.7%	59.8%	24.9%	57.7%	114.3%	33.9%	22.0%
순이익률	17.2%	16.6%	13.4%	15.8%	18.0%	17.6%	16.3%	15.0%	10.6%	15.7%	16.6%	16.9%

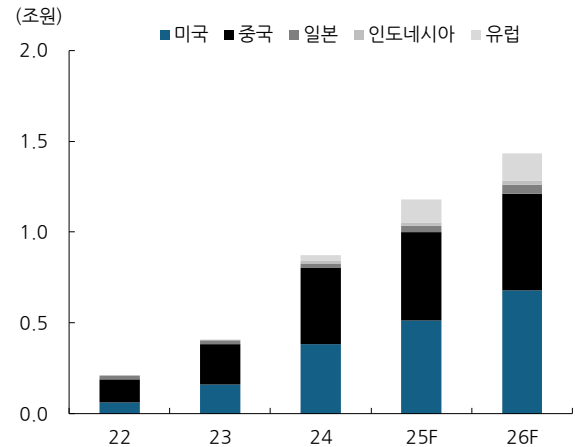
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

그림221 삼양식품 연간 실적 추이 및 전망



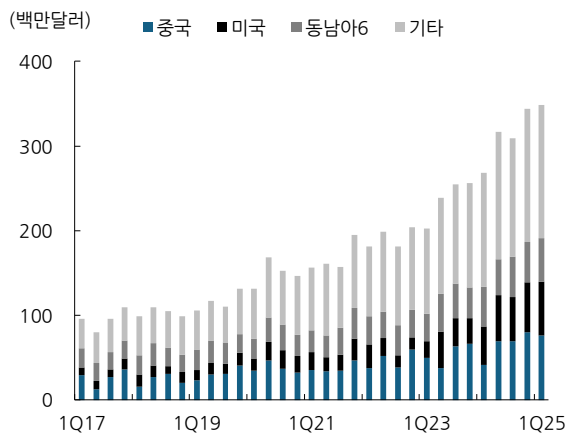
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터 추정

그림222 삼양식품 해외 법인 실적 추이 및 전망



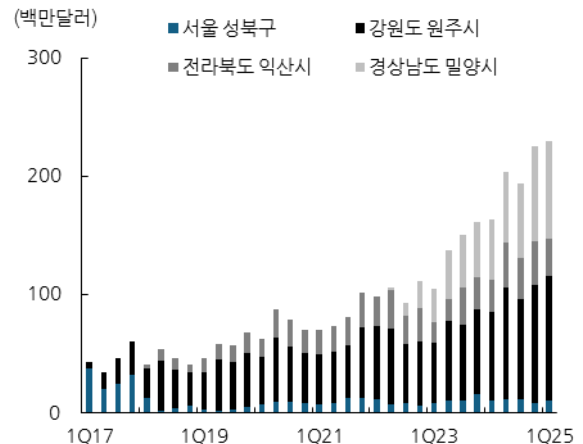
자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터 추정

그림223 국내 라면 수출 실적 추이



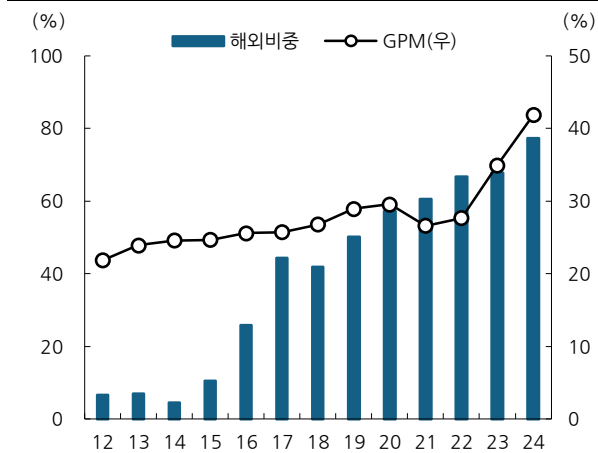
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터 추정

그림224 삼양식품 추정 라면 수출 실적 추이



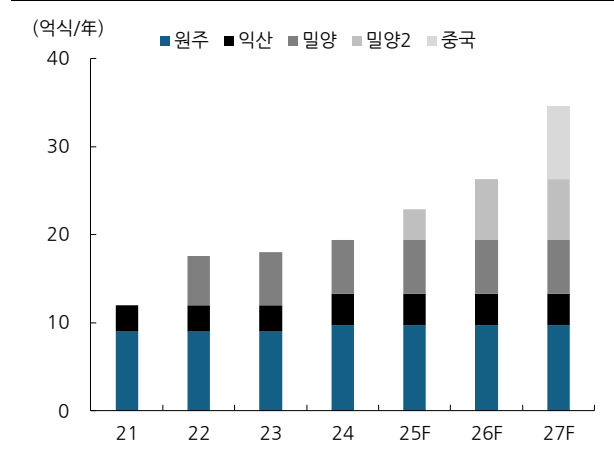
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터 추정

그림225 삼양식품 해외 매출 비중 및 GPM 추이



자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터

그림226 삼양식품 CAPA 추이 및 전망



자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터 추정

추정치 상향하며 목표주가
100만원→120만원 상향

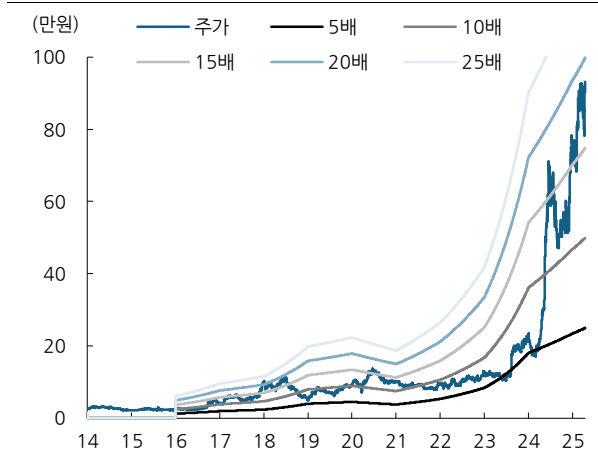
삼양식품의 25년과 26년 순이익을 각각 이전 추정치 대비 +8%, +6% 상향한다. 추정치 상향은 수출 실적 호조 및 밀양 2공장 가동률의 빠른 상승을 가정했다. 목표 배수는 기존과 동일하게 유지하며 EPS는 기존 25년 예상 EPS에서 12M Fwd EPS로 기간 조정해 산출했다.

표69 추정치 변경 내역

(십억원, %)	기존추정치(25.02.06)		추정치변경(25.04.22)		% Gap	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	2,064.7	2,509.0	2,189.3	2,615.2	6.0	4.2
영업이익	427.2	537.0	463.7	567.2	8.5	5.6
순이익	335.1	420.0	363.2	442.9	8.4	5.5

자료: DS투자증권 리서치센터

그림227 삼양식품 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림228 목표주가 산출

PER Valuation	
12M Fwd EPS (원)	52,623
2025F EPS	48,213
2026F EPS	58,797
Target PER (배)	22
Historical PER(20~24)	10
음식료 Target PER	15
목표주가 (원)	1,200,000
현재주가 (원)	957,000
상승여력	25.4%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 현재주가는 2025.04.21 종가

[삼양식품 003230]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	354	497	682	827	1,097	매출액	909	1,193	1,728	2,189	2,615
현금 및 현금성자산	97	219	335	422	661	매출원가	658	776	1,005	1,274	1,520
매출채권 및 기타채권	86	81	138	160	174	매출총이익	251	417	723	915	1,096
재고자산	110	142	148	181	196	판매비 및 관리비	161	269	379	452	528
기타	61	55	61	63	66	영업이익	90	148	345	464	567
비유동자산	571	673	911	1,097	1,259	(EBITDA)	115	180	391	501	619
관계기업투자등	12	10	12	13	13	금융손익	-3	-5	23	-38	-38
유형자산	475	543	748	925	1,078	이자비용	5	12	14	48	48
무형자산	54	55	58	63	67	관계기업등 투자손익	2	11	0	0	0
자산총계	925	1,170	1,594	1,924	2,357	기타영업외손익	12	3	-16	46	46
유동부채	225	402	492	491	516	세전계속사업이익	102	156	352	472	575
매입채무 및 기타채무	141	175	246	240	260	계속사업법인세비용	22	30	80	108	132
단기금융부채	52	176	132	132	132	계속사업이익	80	127	271	363	443
기타유동부채	32	51	114	119	124	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	245	192	274	275	276	당기순이익	80	127	271	363	443
장기금융부채	231	169	254	254	254	지배주주	80	126	272	363	443
기타비유동부채	14	23	20	21	22	총포괄이익	80	126	271	363	443
부채총계	470	594	767	766	792	매출총이익률 (%)	27.6	34.9	41.9	41.8	41.9
지배주주지분	453	565	817	1,147	1,554	영업이익률 (%)	9.9	12.4	19.9	21.2	21.7
자본금	38	38	38	38	38	EBITDA마진률 (%)	12.7	15.1	22.6	22.9	23.7
자본잉여금	11	11	11	11	11	당기순이익률 (%)	8.8	10.6	15.7	16.6	16.9
이익잉여금	409	522	770	1,104	1,511	ROA (%)	9.5	12.1	19.7	20.6	20.7
비지배주주지분(연결)	2	12	11	11	11	ROE (%)	18.9	24.8	39.4	37.0	32.8
자본총계	455	577	828	1,158	1,565	ROIC (%)	13.2	18.6	35.0	36.7	37.1

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	48	168	358	340	489	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	80	127	467	363	443	P/E	12.0	12.9	21.2	19.8	16.3
비현금수익비용가감	27	77	139	35	52	P/B	2.1	2.9	7.1	6.3	4.6
유형자산감가상각비	25	32	46	36	50	P/S	1.1	1.4	3.3	3.3	2.8
무형자산감가상각비	0	0	0	1	1	EV/EBITDA	9.8	9.6	14.8	14.3	11.2
기타현금수익비용	2	45	67	-3	0	P/CF	8.9	8.0	9.5	18.1	14.6
영업활동 자산부채변동	-63	-8	-7	-59	-6	배당수익률 (%)	1.1	1.0	0.4	0.4	0.6
매출채권 감소(증가)	-25	0	-16	-22	-13	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-64	-39	5	-33	-15	매출액	41.6	31.2	44.9	26.7	19.5
매입채무 증가(감소)	15	21	-7	-6	20	영업이익	38.3	63.2	133.6	34.6	22.3
기타자산 부채변동	10	10	11	3	3	세전이익	41.4	53.3	124.9	34.1	22.0
투자활동 현금	-100	-24	-214	-224	-214	당기순이익	41.7	57.7	114.3	33.9	22.0
유형자산처분(취득)	-87	-45	-228	-213	-204	EPS	41.6	58.2	115.4	33.5	22.0
무형자산 감소(증가)	8	-3	-5	-6	-6	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	10	14	8	-1	-1	부채비율	103.4	102.9	92.6	66.1	50.6
기타투자활동	-30	11	11	-4	-4	유동비율	157.1	123.7	138.5	168.5	212.8
재무활동 현금	37	-20	-35	-29	-36	순차입금/자기자본(x)	37.8	17.8	4.3	-4.5	-18.6
차입금의 증가(감소)	68	4	-3	0	0	영업이익/금융비용(x)	18.9	12.1	23.9	9.7	11.9
자본의 증가(감소)	-20	-12	-27	-29	-36	총차입금 (십억원)	283	344	386	386	386
배당금의 지급	14	12	27	29	36	순차입금 (십억원)	172	103	36	-52	-292
기타재무활동	-10	-12	-5	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-18	122	116	87	239	EPS	10,593	16,761	36,106	48,213	58,797
기초현금	114	97	219	335	422	BPS	60,129	74,979	108,436	152,275	206,272
기말현금	97	219	335	422	661	SPS	120,674	158,358	229,392	290,623	347,159
NOPLAT	71	119	266	357	437	CFPS	14,246	27,072	80,448	52,870	65,704
FCF	-56	172	384	116	275	DPS	1,400	2,100	3,300	4,300	5,300

자료: 삼양식품, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

오리온 271560

CAPA 확장으로 글로벌 GenZ 취향 저격

1Q25Pre: 우호적 환율 효과와 전 지역 외형 확대로 견조한 실적 시현 중

오리온의 1Q25 실적은 연결 매출액 8,040억원(+7% YoY), 영업이익 1,322억원(+6% YoY, OPM 16%)으로 전망한다. 전년 동기 높은 기저와 원가 부담에도 우호적 환율 영향과 전 법인 외형 성장으로 실적 개선이 기대된다. 연결 조정을 반영하지 않고 1~3월 발표 실적을 단순 합산한 결과 1분기 1)한국 법인 매출액은 2,823억원(+4% YoY)으로 판가 인상 및 수출 증가로 내수 경기 부진에도 선방했다. 2)중국인 매출액 3,282억원(+7% YoY/로컬 통화 기준 -0.8% YoY)으로 명절 시점 차이에 따른 부정적 영향을 채널 조정 완료에 따른 매출 공백 정상화, 간식점 등 성장 채널향 매출 확대로 방어했다. 3)베트남은 매출액 1,283억원(+8%/+3%)으로 환율 효과를 제외하면 내수 소비 심리 둔화와 전년도 프로모션 기저 부담 및 경쟁사 재고 소진 영향으로 성장률이 둔화됐다. 4)러시아는 매출액 672억원(+33%/+25%)을 기록했는데 원가 상승으로 수익성은 둔화됐다.

25년 국내외 CAPA 확대로 지역 커버리지 확대 이어질 전망

오리온의 25년 실적은 연결 매출액 3.3조원(+7% YoY), 영업이익 5,956억원(+10% YoY, OPM 18%)으로 우호적 환율 및 신제품 확대에 전 지역 견조한 실적 성장을 이어갈 전망이다. 동사는 지속해서 국내외 CAPA를 확대해 2030년까지 매출액 5조원, 영업이익 1조원 달성을 목표하고 있다. 1)국내(투자금액 4,600억원)는 27년 완공 예정인 진천 공장 건설로 국내 CAPA 2.3조원으로 +20% 확대, 2)러시아(2,400억원)는 트베리 공장 내 신규 공장동 건설로 CAPA를 7,500억원으로 확대, 3)베트남(1,300억원)은 하노이 연풍공장 내 신공장 완공과 쌀스택 라인 증설로 CAPA 9,000억원 달성 하노이3공장은 26년 완공 예정이다.

투자의견 매수, 목표주가 16만원으로 상향, 음식료 업종 차선후주

오리온의 목표주가를 기존 15만원에서 16만원으로 7% 상향한다. 목표주가 상향은 12M Fwd EPS 기간 조정에 기인하며 목표배수는 기존과 동일한 15배를 적용해 산출했다. 동사의 해외 매출 비중은 25년 66%, 영업이익률 18%로 국내 음식료 피어 대비 높은 경쟁력을 유지하고 있다. 향후 지속적인 CAPA 확대에 해외 실적 성장이 기대하며 업종 차선후주로 제시한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,873	2,912	3,104	3,316	3,533
영업이익	467	492	544	596	639
영업이익률(%)	16.2	16.9	17.5	18.0	18.1
세전이익	487	520	692	604	647
지배주주지분순이익	392	377	525	432	463
EPS(원)	9,924	9,527	13,271	10,924	11,714
증감률(%)	52.2	-4.0	39.3	-17.7	7.2
ROE(%)	16.5	13.9	16.6	12.1	12.0
PER(배)	12.9	12.2	9.0	10.9	10.2
PBR(배)	2.0	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	6.7	5.4	5.2	4.6	4.0

자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

장지혜 엔터·미디어·음식료

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.04.22

매수(유지)

목표주가(상향)	160,000원
현재주가(04/21)	119,600원
상승여력	33.8%

Stock Data

KOSPI	2,488.4pt
시가총액(보통주)	4,729십억원
발행주식수	39,536천주
액면가	500원
자본금	20십억원
60일 평균거래량	139천주
60일 평균거래대금	15,510백만원
외국인 지분율	28.7%
52주 최고가	123,500원
52주 최저가	81,800원
주요주주	
오리온홀딩스(외 8인)	43.8%
국민연금공단(외 1인)	10.6%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-1.9	4.0
3M	21.4	22.6
6M	20.2	24.7

주가차트

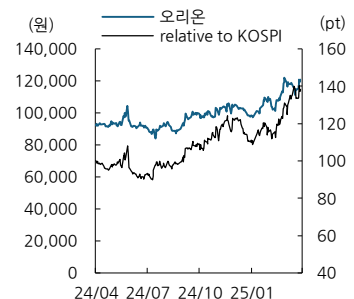
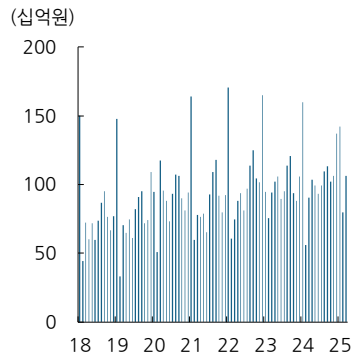
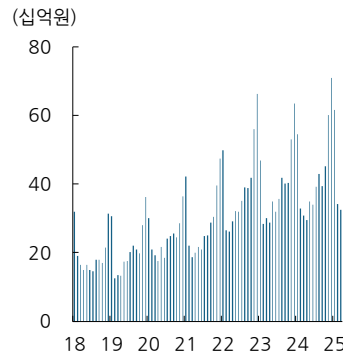


그림229 중국 월매출 추이



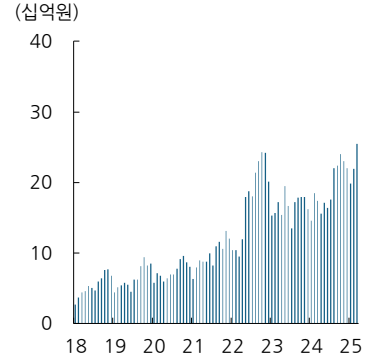
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림230 베트남 월매출 추이



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림231 러시아 월매출 추이



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

표70 오리온 월별 실적 추이

당월(십억원)	24/02	24/03	24/04	24/05	24/06	24/07	24/08	24/09	24/10	24/11	24/12	25/01	25/02	25/03
매출액														
한국(오리온)	86.0	92.2	95.4	96.9	85.4	92.0	90.5	88.5	98.8	93.8	95.7	94.5	89.0	98.8
중국(OFC)	56.2	90.4	103.3	99.4	93.1	99.5	109.7	113.1	102.2	106.4	137.0	142.0	79.9	106.3
베트남(OFCV)	32.8	30.8	29.5	35.0	33.9	39.3	43.0	39.4	45.2	60.1	71.0	61.7	34.1	32.5
러시아(OIE)	18.5	17.4	15.6	17.1	16.4	17.6	22.0	22.4	24.0	23.0	22.0	19.8	21.9	25.5
합산	193.5	230.8	243.8	248.4	228.8	248.4	265.2	263.4	270.2	283.3	325.7	318.0	224.9	263.1
YoY														
한국(오리온)	9.0%	4.8%	5.0%	4.4%	-4.6%	2.8%	-1.5%	-2.3%	6.2%	1.4%	5.0%	1.2%	3.5%	7.2%
중국(OFC)	-25.6%	-4.0%	1.3%	-6.1%	4.0%	4.7%	-3.5%	-6.5%	8.8%	20.8%	29.6%	-11.1%	42.2%	17.6%
베트남(OFCV)	15.5%	2.3%	2.4%	0.3%	5.9%	10.4%	2.9%	-2.0%	12.2%	13.2%	11.8%	13.0%	4.0%	5.5%
러시아(OIE)	17.8%	1.2%	1.3%	-12.3%	-1.8%	30.4%	27.9%	25.8%	34.1%	28.5%	35.8%	35.6%	18.4%	46.6%
합산	-2.5%	0.6%	2.8%	-1.9%	0.5%	6.3%	0.2%	-2.3%	10.2%	12.6%	17.8%	-1.4%	16.2%	14.0%
YoY(현자통화)														
한국(오리온)	9.0%	4.8%	5.0%	4.4%	-4.6%	2.8%	-1.5%	-2.3%	6.2%	1.4%	5.0%	1.2%	3.5%	7.2%
중국(OFC)	-25.1%	-1.6%	2.9%	-5.4%	-0.8%	-1.5%	-7.2%	-9.6%	4.9%	13.0%	20.0%	-17.5%	32.4%	8.0%
베트남(OFCV)	14.2%	5.2%	5.8%	5.7%	7.9%	10.0%	5.0%	-0.5%	13.8%	10.9%	6.5%	6.3%	-0.6%	-0.4%
러시아(OIE)	41.3%	19.0%	12.1%	-1.8%	-2.4%	16.9%	16.1%	18.6%	32.3%	34.1%	40.8%	43.2%	10.2%	25.9%
합산														
영업이익														
한국(오리온)	12.8	14.9	16.3	17.5	12.9	15.1	15.2	13.4	17.7	16.4	9.8	17.2	14.0	15.4
중국(OFC)	3.9	17.0	21.4	19.1	15.5	16.9	21.7	25.0	19.3	21.2	29.8	24.4	11.3	20.3
베트남(OFCV)	4.5	4.6	3.5	6.4	5.5	7.3	9.0	7.6	9.7	14.9	16.9	12.5	4.7	4.0
러시아(OIE)	2.9	2.7	2.2	2.5	2.0	2.3	3.2	4.0	4.6	4.3	4.2	2.7	2.7	3.2
합산	24.1	39.2	43.4	45.5	35.9	41.6	49.1	50.0	51.3	56.8	60.7	56.8	32.7	42.9
YoY														
한국(오리온)	18.5%	8.0%	9.4%	8.7%	-5.1%	8.6%	3.4%	-6.3%	7.9%	3.1%	-16.9%	6.2%	9.4%	3.4%
중국(OFC)	-66.1%	8.3%	21.6%	-2.1%	9.9%	0.0%	-23.9%	-8.4%	1.0%	21.1%	34.2%	-27%	190%	19.4%
베트남(OFCV)	32.4%	48.4%	12.9%	10.3%	17.0%	19.7%	9.8%	0.0%	18.3%	19.2%	13.4%	20.2%	4.4%	-13.0%
러시아(OIE)	0.0%	-7%	-12.0%	-19.4%	-4.8%	35.3%	33.3%	53.8%	39.4%	30.3%	50.0%	22.7%	-6.9%	19%
합산	-15.7%	10.4%	13.9%	2.2%	4.1%	7.8%	-8.7%	-3.5%	9.1%	15.4%	17.4%	-8.5%	35.7%	9.4%
영업이익률														
한국(오리온)	14.9%	16.2%	17.1%	18.1%	15.1%	16.4%	16.8%	15.1%	17.9%	17.5%	10.2%	18.2%	15.7%	15.6%
중국(OFC)	6.9%	18.8%	20.7%	19.2%	16.6%	17.0%	19.8%	22.1%	18.9%	19.9%	21.8%	17.2%	14.1%	19.1%
베트남(OFCV)	13.7%	14.9%	11.9%	18.3%	16.2%	18.6%	20.9%	19.3%	21.5%	24.8%	23.8%	20.3%	13.8%	12.3%
러시아(OIE)	15.7%	15.5%	14.1%	14.6%	12.2%	13.1%	14.5%	17.9%	19.2%	18.7%	19.1%	13.6%	12.3%	12.5%
합산	12.5%	17.0%	17.8%	18.3%	15.7%	16.7%	18.5%	19.0%	19.0%	20.0%	18.6%	17.9%	14.5%	16.3%

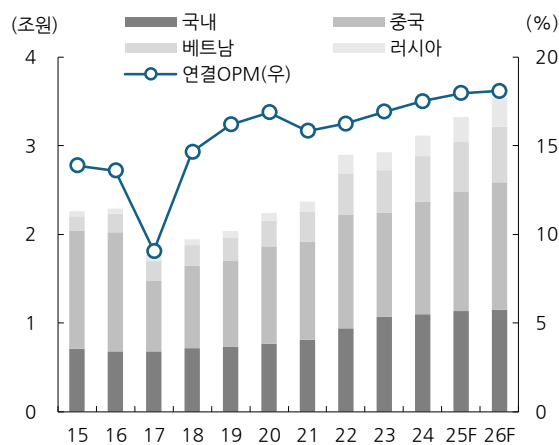
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

표71 오리온 실적 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	748.4	719.3	774.9	861.8	804.0	787.9	849.2	874.6	2,912.4	3,104.3	3,315.7	3,533.5
YoY	12.7%	0.8%	1.1%	12.2%	7.4%	9.5%	9.6%	1.5%	1.4%	6.6%	6.8%	6.6%
1. 국내	271.6	277.8	271.1	277.1	282.3	287.4	280.5	283.3	1,070.0	1,097.6	1,133.4	1,152.0
YoY	9.5%	1.6%	-0.4%	0.2%	3.9%	3.5%	3.5%	2.2%	13.9%	2.6%	3.3%	1.6%
2. 중국	306.4	295.8	322.3	345.6	328.2	330.0	357.6	331.6	1,179.0	1,270.1	1,347.4	1,431.9
YoY	16.0%	-0.5%	-2.2%	20.1%	7.1%	11.6%	11.0%	-4.0%	-7.5%	7.7%	6.1%	6.3%
3. 베트남	118.2	98.4	121.7	176.2	128.3	110.1	135.9	184.5	475.5	514.5	558.8	631.0
YoY	12.2%	2.8%	3.5%	12.3%	8.5%	11.9%	11.7%	4.7%	0.5%	8.2%	8.6%	12.9%
4. 러시아	50.5	49.1	61.9	69.0	67.2	62.5	77.2	77.2	200.3	230.5	284.1	326.7
YoY	4.8%	-4.9%	27.6%	32.6%	33.1%	27.1%	24.8%	12.0%	-4.5%	15.1%	23.3%	15.0%
5. 기타/조정	1.6	-1.8	-2.1	-6.1	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-12.4	-8.3	-8.0	-8.0
영업이익	125.1	121.7	137.1	159.7	132.2	137.8	156.7	169.0	492.4	543.6	595.6	639.2
YoY	26.2%	8.4%	-2.6%	13.8%	5.6%	13.2%	14.3%	5.8%	5.5%	10.4%	9.6%	7.3%
영업이익률	16.7%	16.9%	17.7%	18.5%	16.4%	17.5%	18.4%	19.3%	16.9%	17.5%	18.0%	18.1%
1. 국내	43.8	46.9	43.8	43.9	46.6	50.2	47.7	45.9	168.8	178.5	190.4	193.2
YoY	17.1%	5.8%	2.0%	-0.4%	6.3%	7.0%	8.9%	4.6%	20.3%	5.7%	6.7%	1.5%
영업이익률	16.1%	16.9%	16.2%	15.8%	16.5%	17.5%	17.0%	16.2%	15.8%	16.3%	16.8%	16.8%
2. 중국	54.2	55.9	63.5	70.3	56.0	64.3	73.3	68.0	221.0	243.9	261.6	278.8
YoY	41.5%	9.3%	-12.7%	19.6%	3.3%	15.1%	15.4%	-3.3%	4.4%	10.4%	7.3%	6.6%
영업이익률	17.7%	18.9%	19.7%	20.3%	17.1%	19.5%	20.5%	20.5%	18.7%	19.2%	19.4%	19.5%
3. 베트남	19.4	15.3	23.8	41.5	21.2	18.7	27.9	43.4	87.5	100.1	111.1	127.6
YoY	18.2%	13.6%	8.5%	16.7%	9.0%	22.0%	17.0%	4.4%	-2.6%	14.5%	11.0%	14.8%
영업이익률	16.5%	15.6%	19.6%	23.6%	16.5%	17.0%	20.5%	23.5%	18.4%	19.5%	19.9%	20.2%
4. 러시아	7.8	6.7	9.2	13.1	8.6	8.5	11.8	14.8	32.1	36.9	43.7	50.8
YoY	-5.2%	-13.0%	37.6%	39.4%	9.6%	27.2%	28.0%	12.7%	-7.7%	14.9%	18.5%	16.3%
영업이익률	15.5%	13.6%	14.9%	19.0%	12.8%	13.6%	15.3%	19.1%	16.0%	16.0%	15.4%	15.6%
5. 기타/조정	-0.2	-3.2	-3.3	-9.2	-0.2	-4.0	-4.0	-3.0	-16.9	-15.8	-11.2	-11.2
순이익	99.8	76.2	102.6	254.7	99.3	103.4	117.4	126.5	385.0	533.2	446.7	478.9
YoY	28.4%	-8.8%	-6.4%	123.1%	-0.5%	35.8%	14.4%	-50.3%	-3.3%	38.5%	-16.2%	7.2%
순이익률	13.3%	10.6%	13.2%	29.5%	12.4%	13.1%	13.8%	14.5%	13.2%	17.2%	13.5%	13.6%

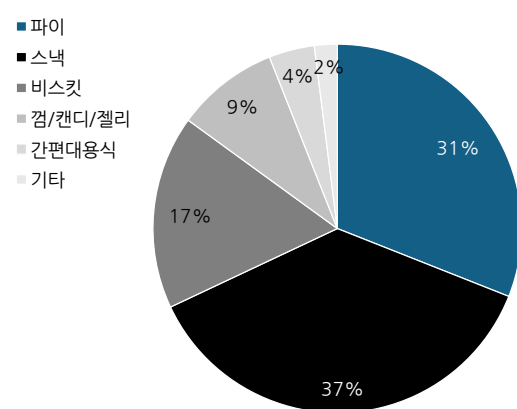
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터 추정

그림232 오리온 연결 실적 추이 및 전망



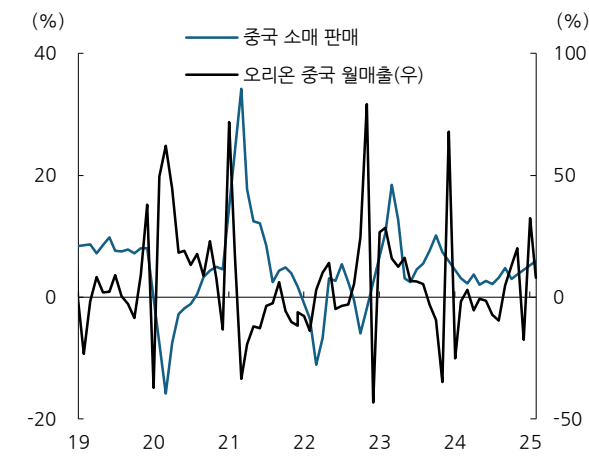
자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림233 오리온 제품 매출 비중(2024)



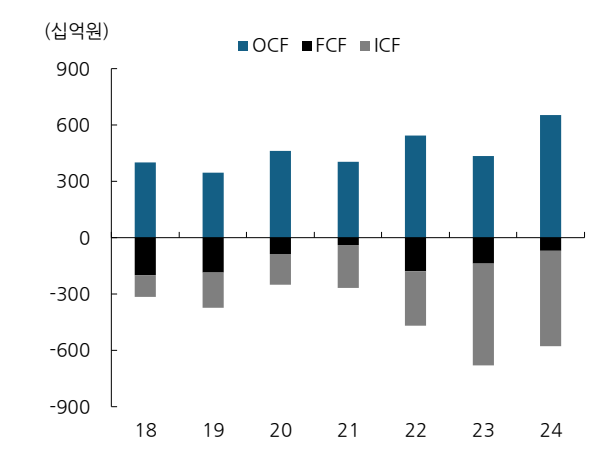
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림234 중국 소매 판매 증감률과 오리온 중국 월매출 증감률



자료: Bloomberg, 오리온, DS투자증권 리서치센터

그림235 오리온 현금 흐름 추이



자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터

추정기간 변경 목표주가
15만원→16만원 상향

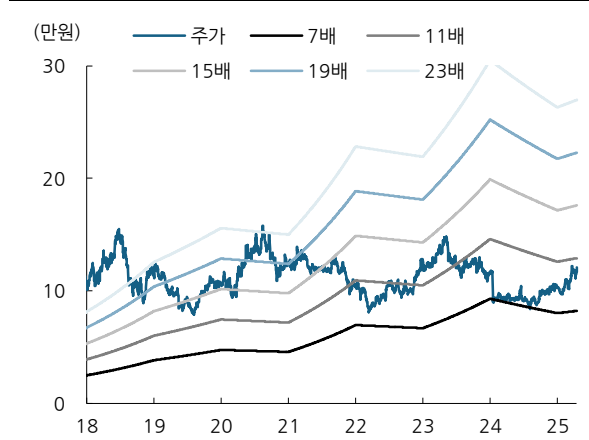
오리온의 목표주가는 이전 추정치 대비 변동은 크지 않으나 기존 25년 예상 EPS에서 12M Fwd EPS로 기간 조정하며 목표주가를 상향했다. 목표 배수는 동사의 높은 해외 비중(66%)을 반영해 기존과 동일한 15배를 적용해 산출했다.

표72 추정치 변경 내역

(십억원, %)	기존추정치(25.02.26)		추정치변경(25.04.22)		% Gap	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	3,322.0	3,526.0	3,315.7	3,533.5	-0.2	0.2
영업이익	595.6	635.0	595.6	639.2	0.0	0.7
순이익	450.0	479.0	446.7	478.9	-0.7	0.0

자료: DS투자증권 리서치센터

그림236 오리온 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림237 목표주가 산출

PER Valuation	
12M Fwd EPS (원)	11,251
2025F EPS	10,922
2026F EPS	11,711
Target PER (배)	15
Historical PER(20~24)	13
음식료 Target PER	15
목표주가 (원)	160,000
현재주가 (원)	120,800
상승여력	32.5%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 현재주가는 2025.04.21 종가

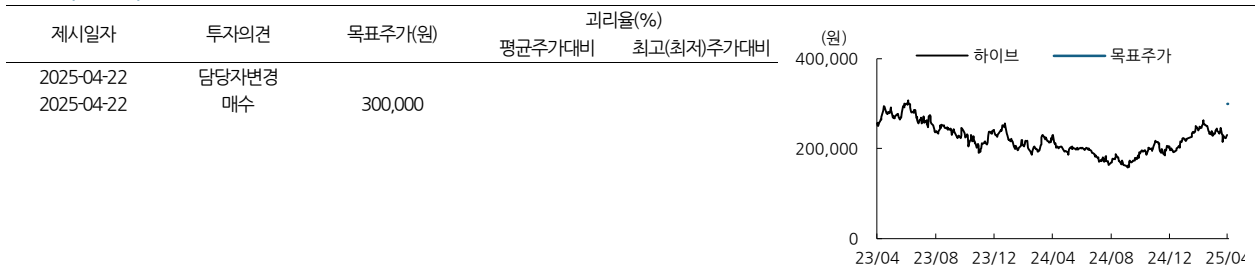
[오리온 271560]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	1,470	1,628	1,647	1,786	2,129	매출액	2,873	2,912	3,104	3,316	3,533
현금 및 현금성자산	610	366	451	596	873	매출원가	1,782	1,785	1,908	2,051	2,186
매출채권 및 기타채권	224	212	190	181	195	매출총이익	1,091	1,127	1,196	1,265	1,348
재고자산	235	260	317	291	314	판매비 및 관리비	625	635	653	670	709
기타	402	790	689	717	746	영업이익	467	492	544	596	639
비유동자산	1,901	1,893	2,661	2,705	2,760	(EBITDA)	628	650	704	754	799
관계기업투자등	53	39	734	764	795	금융손익	23	36	33	41	43
유형자산	1,668	1,658	1,702	1,708	1,723	이자비용	4	4	1	3	3
무형자산	55	54	70	71	74	관계기업등 투자손익	1	1	-9	-42	-42
자산총계	3,372	3,521	4,308	4,491	4,888	기타영업외손익	-4	-9	125	9	7
유동부채	556	399	538	516	551	세전계속사업이익	487	520	692	604	647
매입채무 및 기타채무	361	304	383	357	385	계속사업법인세비용	88	135	159	163	175
단기금융부채	104	14	14	14	14	계속사업이익	398	385	533	441	472
기타유동부채	91	80	140	146	152	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	176	167	197	204	211	당기순이익	398	385	533	441	472
장기금융부채	14	14	26	26	26	지배주주	392	377	525	432	463
기타비유동부채	162	153	171	178	185	총포괄이익	370	352	533	441	472
부채총계	732	566	734	720	761	매출총이익률 (%)	38.0	38.7	38.5	38.2	38.1
지배주주지분	2,554	2,862	3,471	3,668	4,024	영업이익률 (%)	16.2	16.9	17.5	18.0	18.1
자본금	20	20	20	20	20	EBITDA마진률 (%)	21.9	22.3	22.7	22.7	22.6
자본잉여금	598	598	598	598	598	당기순이익률 (%)	13.9	13.2	17.2	13.3	13.4
이익잉여금	1,218	1,560	2,033	2,366	2,722	ROA (%)	12.1	10.9	13.4	9.8	9.9
비지배주주지분(연결)	85	93	103	103	103	ROE (%)	16.5	13.9	16.6	12.1	12.0
자본총계	2,639	2,955	3,574	3,771	4,127	ROIC (%)	21.7	20.7	23.4	24.6	26.3

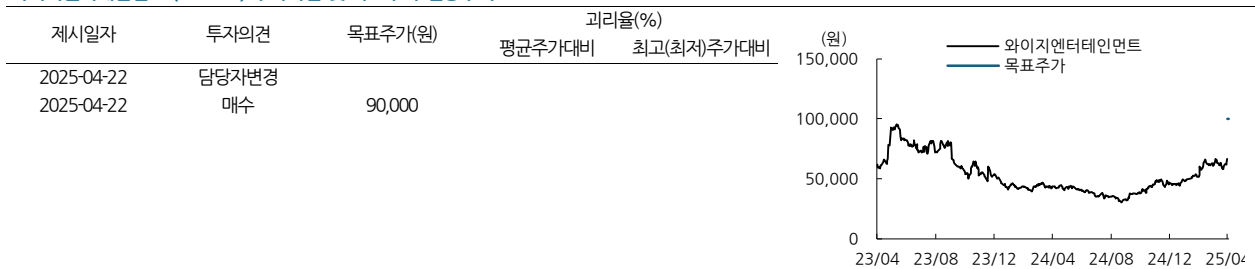
현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	546	437	652	514	667	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	398	385	533	441	472	P/E	12.9	12.2	9.0	10.9	10.2
비현금수익비용가감	248	278	165	62	199	P/B	2.0	1.6	1.4	1.3	1.2
유형자산감가상각비	157	154	157	134	135	P/S	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3
무형자산상각비	5	3	3	24	24	EV/EBITDA	6.7	5.4	5.2	4.6	4.0
기타현금수익비용	86	121	-5	-97	39	P/CF	7.8	6.9	6.8	9.4	7.0
영업활동 자산부채변동	16	-108	69	12	-5	배당수익률 (%)	0.7	1.1	2.1	2.3	2.4
매출채권 감소(증가)	-32	9	17	9	-14	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-30	-30	-42	25	-23	매출액	22.0	1.4	6.6	6.8	6.6
매입채무 증가(감소)	35	-24	30	-27	28	영업이익	25.1	5.5	10.4	9.6	7.3
기타자산 부채변동	43	-62	64	4	5	세전이익	28.4	6.8	33.1	-12.8	7.2
투자활동 현금	-292	-541	-506	-270	-284	당기순이익	51.1	-3.3	38.5	-17.4	7.2
유형자산처분(취득)	-75	-165	-105	-140	-150	EPS	52.2	-4.0	39.3	-17.7	7.2
무형자산 감소(증가)	-1	-2	-15	-25	-27	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-215	-372	-387	-98	-100	부채비율	27.8	19.1	20.5	19.1	18.5
기타투자활동	-1	-1	1	-6	-7	유동비율	264.4	408.2	306.4	345.9	386.7
재무활동 현금	-177	-138	-70	-99	-107	순차입금/자기자본(x)	-33.2	-37.4	-29.9	-32.9	-37.4
차입금의 증가(감소)	-147	-101	-14	0	0	영업이익/금융비용(x)	106.2	136.8	536.2	232.9	250.0
자본의 증가(감소)	-30	-38	-49	-99	-107	총차입금 (십억원)	118	29	40	40	40
배당금의 지급	30	38	49	99	107	순차입금 (십억원)	-877	-1,104	-1,069	-1,241	-1,545
기타재무활동	0	0	-7	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	59	-244	85	145	276	EPS	9,924	9,527	13,271	10,924	11,714
기초현금	550	610	366	451	596	BPS	64,594	72,400	87,799	92,773	101,785
기말현금	610	366	451	596	873	SPS	72,674	73,663	78,519	83,866	89,373
NOPLAT	382	365	419	435	467	CFPS	16,350	16,779	17,662	12,702	16,977
FCF	370	15	261	244	383	DPS	950	1,250	2,500	2,700	2,900

자료: 오리온, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

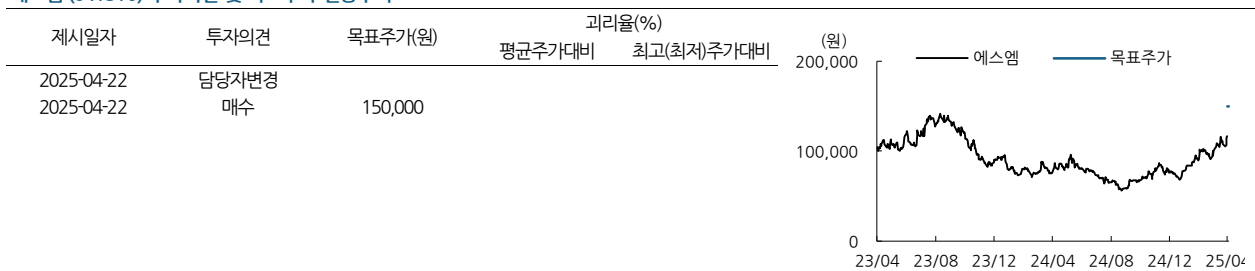
하이브 (352820) 투자의견 및 목표주가 변동추이



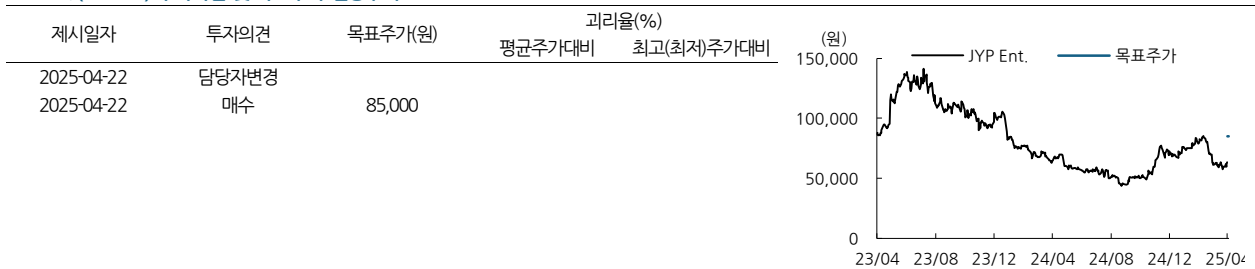
와이지엔터테인먼트 (122870) 투자의견 및 목표주가 변동추이



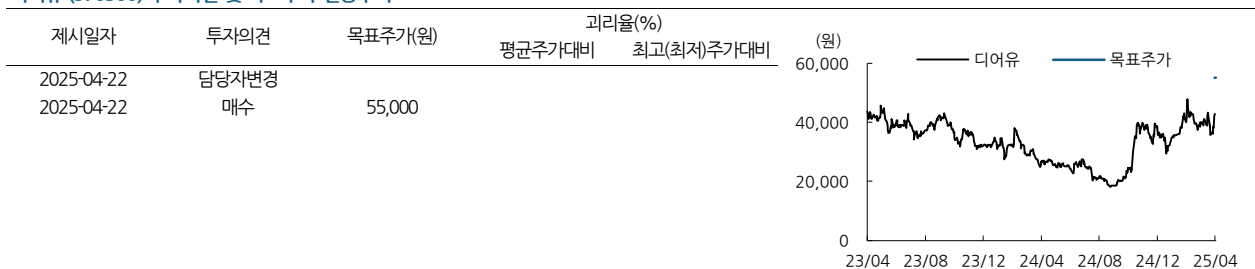
에스엠 (041510) 투자의견 및 목표주가 변동추이



JYP Ent. (035900) 투자의견 및 목표주가 변동추이



디어유 (376300) 투자의견 및 목표주가 변동추이



스튜디오드래곤 (253450) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-07-12	매수	100,000	-49.1	-42.7	
2024-02-14	매수	60,000	-30.9	-17.7	
2024-05-13	매수	60,000	-30.1	-14.3	
2024-10-21	매수	60,000	-26.3	-14.3	
2024-11-14	매수	60,000	-25.1	-14.3	
2025-01-21	매수	60,000	-24.7	-14.3	
2025-04-22	매수	60,000			

CJ ENM (035760) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-07-12	매수	110,000	-35.3	-17.2	
2024-01-26	매수	110,000	-34.4	-17.2	
2024-02-14	매수	110,000	-35.3	-17.2	
2024-05-13	매수	110,000	-39.3	-17.2	
2024-05-27	매수	110,000	-39.9	-17.2	
2024-07-22	매수	110,000	-43.1	-28.6	
2025-02-13	매수	110,000	-47.8	-43.3	
2025-04-22	매수	80,000			

SBS (034120) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-11-29	담당자변경				
2023-11-29	매수	35,000	-36.0	1.3	
2024-02-14	매수	35,000	-40.4	-14.6	
2024-09-05	매수	22,000	-21.8	18.4	
2025-01-21	매수	30,000	-30.5	-19.5	
2025-04-22	매수	26,000			

콘텐츠리중앙 (036420) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-07-12	매수	36,000	-59.7	-49.6	
2023-11-27	매수	25,000	-42.1	-28.8	
2024-02-14	매수	17,000	-36.6	-13.8	
2024-05-13	매수	17,000	-43.2	-24.3	
2024-10-21	매수	17,000	-48.5	-37.5	
2025-04-22	매수	12,000			

삼양식품 (003230) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-05-30	매수	160,000	-27.3	-14.9	
2023-07-19	매수	160,000	-25.1	-14.9	
2023-08-14	매수	190,000	0.9	11.8	
2023-11-20	매수	260,000	-16.1	32.1	
2024-01-23	매수	260,000	-14.8	32.1	
2024-05-17	매수	500,000	-2.3	0.4	
2024-05-27	매수	600,000	1.8	18.7	
2024-08-16	매수	720,000	-23.8	2.2	
2024-11-15	매수	720,000	-17.6	2.2	
2024-12-19	매수	850,000	-11.6	-7.9	
2025-01-21	매수	1,000,000	-14.9	-3.9	
2025-02-06	매수	1,000,000	-12.7	-3.9	
2025-04-22	매수	1,200,000			

오리온 (271560) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-05-17	매수	180,000	-38.1	-24.9	
2023-05-30	매수	180,000	-38.4	-27.3	
2023-06-21	매수	180,000	-39.0	-27.3	
2023-07-19	매수	180,000	-39.7	-27.8	
2023-08-21	매수	180,000	-40.3	-27.8	
2023-10-18	매수	180,000	-42.6	-27.8	
2023-11-20	매수	180,000	-44.5	-33.2	
2023-12-20	매수	180,000	-46.2	-34.6	
2024-01-18	매수	180,000	-48.2	-45.7	
2024-01-23	매수	180,000	-48.2	-45.7	
2024-03-06	매수	180,000	-48.4	-46.0	
2024-04-18	매수	180,000	-48.6	-47.3	
2024-05-27	매수	150,000	-33.4	-18.7	
2024-08-16	매수	150,000	-31.6	-18.7	
2024-11-20	매수	150,000	-28.7	-18.7	
2025-01-21	매수	150,000	-26.6	-18.7	
2025-02-12	매수	150,000	-25.1	-18.7	
2025-02-26	매수	150,000	-24.3	-18.7	
2025-04-22	매수	160,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.03.31

매수	중립	매도
97.4%	1.9%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.