



엔터/미디어/광고

비중확대 (유지)

세 가지 BIG CYCLE

 **신한투자증권**
기업분석부

지인해 연구위원
☎ 02-3772-1562
✉ inhae.ji@shinhan.com

김지영 연구원
☎ 02-3772-2677
✉ jjy.kim@shinhan.com



신한 리서치
투자정보



Contents

I. Investment Summary	3
II. Key Charts	4
III. 중국 개방 가능성	7
IV. 엔터/미디어 펀더멘털 점검	21
V. 광고 지각 변동	35
VI. 결론 및 Top Pick	56
Company Analysis	
하이브(352820) – 매수 (유지), 300,000(유지)	57
JYP Ent. (035900) – 매수 (유지), 96,000(유지)	61
에스엠(041510) – 매수 (유지), 130,000(상향)	65
와이지엔터테인먼트(122870) – 매수 (유지), 74,000(상향)	69
디어유(376300) – 매수 (유지), 47,000(상향)	73
스튜디오드래곤(253450) – 매수 (유지), 50,000(유지)	77
CJ ENM(035760) – 매수 (유지), 76,000(하향)	83
SBS(034120) – 매수 (유지), 33,000(유지)	90
콘텐츠리중앙(036420) – 매수 (유지), 12,000(하향)	94
나스미디어(089600) – 매수 (신규), 21,000(신규)	98

I. Investment Summary

세 가지 BIG CYCLE

엔터/미디어 업종은 급격한 주가 랠리(YTD 엔터/미디어 커버리지 합산 16.3% vs. 코스피 9.0%) 이후, 뉴스 플로우의 변동성, 3월 말 공매도 재개를 앞두고 숨고르기 중이다. 본 보고서에는 섹터에 대한 사랑과 긍정적 회로를 담아

- 중국이 개방된다면, 숫자 측면에서 얼마나 도움이 될 수 있을지,
- 한한령 해제가 전부는 아니기에 그 외 개별 업종의 펀더멘털은 어떠한지,
- 새로운 산업 판도의 변화에서 새로운 수혜주가 탄생할 수 있을지에 대해 담아왔다. 조정 중인 지금, 중장기 전략에 좋은 스테디가 되길 바란다.

① 중국, ② IP(굿즈), ③ OTT향 광고

한중 문화교류 개방 시,
미디어의 압도적인
이익 레버리지 기대

중국이 열린다면, 미디어의 이익 레버리지가 크다. 제작비는 같은데, 단순히 판매처만 늘어나 매출 증가분이 그대로 이익으로 떨어져서다. 판매 리쿱비율이 1%p 씩 개선될 때마다 10% 증익된다. 스튜디오드래곤 기준 '17년 판매 리쿱비율은 47%, 20%가 중국이라고 가정, 중국 드라마의 질 향상으로 과거 대비 리쿱비율이 낮아지더라도 최대 +10%p 상승이 가능하다. 현재 추정치 대비 두 배 커진다.

엔터도 좋다. 차단됐던 공연/광고/행사 등 오프라인 활동이 열려서다. 다만, 아티스트의 물리적인 시공간적 제약이 있다. 한 IP당 추정 가능한 최대 중국 매출액은 약 1,200억원이다. 디어유는 4~5월 텐센트 뮤직과의 사업(중국IP RS 포함)이 시작된다. '숫자가 어디까지 커질까?'가 미지수인 점이 투자매력을 더욱 높인다.

중국 외 펀더멘털은
엔터가 압도적 우위,
굿즈/중국/아티스트
리레이팅 요소 모두 부합

펀더멘털 측면에서는 엔터가 압도적이다. 실적/모멘텀/외부변수(미국 관세 無, 중국 개방 가능성, 환율, 금리 인하)가 이렇게 조화로웠던 적도 몇 없다. 엔터는 그간 IP사업/지역/아티스트별 리레이팅을 지내왔다. 이번 사이클에서는 이 세가지가 모두 맞물리는데, 사업부문은 유튜브/음원⇒앨범⇒그 다음 '굿즈', 지역은 '중국'이 열릴 수 있는 가운데, BTS, 블랙핑크 등 '슈퍼 IP의 컴백'이 예정되었다.

내수주=광고 바닥 탈출,
OTT향 광고 증가 기대

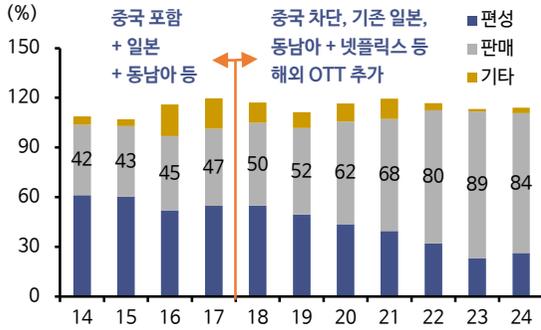
대내외적 불확실성 속, 하방 압력이 적고 내수 진작 기대감이 반영되는 종목에 대한 관심이 쏠리고 있다. 광고 업종도 이에 포함되는데, 넷플릭스의 세력만 커지는 미디어 산업 판도 변화에서 (공급) 다양한 플랫폼들의 광고 사업 영역 확장 ⇒ 인벤토리 증가, (수요) 모바일 중심의 소비 율령 현상과 OTT에 대한 광고주들의 인식 개선이 맞물리고 있다. OTT 광고의 새로운 투자 기회가 돋보인다.

적합한 종목으로 간추리기

①번, ②번에 가장 부합하는 엔터업에 대한 섹터콜을 유지한다. 세 가지 리레이팅 요소에 완전히 부합하고 펀더멘털이 양호한 가운데, 본업에 집중하고 중국향 포지셔닝이 짙은 에스엠이 선호 우위다. 중국 개방 시, 베타가 가장 큰 미디어 종목은 스튜디오드래곤, OTT 광고 성장의 투자 기회에서는 나스미디어가 좋다.

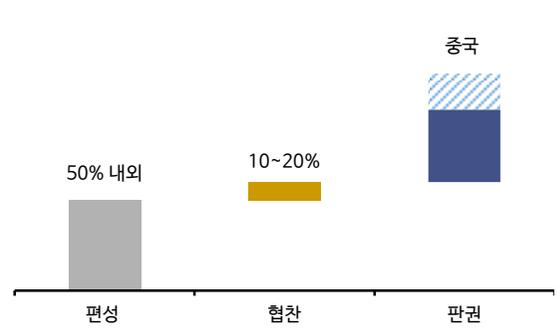
II. Key Charts

스튜디오드래곤 제작비 대비 리쿠피율 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

기본 콘텐츠 수익모델(IP 보유 기준)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 리쿠피율 개선에 따른 실적 추정 시나리오

(십억원, 편, %)	-2%p	-1%p	베이스	+1%p	+2%p	+3%p	+4%p	+5%p	+10%p
매출액	682.4	688.4	694.4	700.4	706.4	712.4	718.4	724.4	754.4
편성	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0
판매	495.1	501.1	507.1	513.2	519.2	525.2	531.2	537.2	567.2
기타	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2
매출원가	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2
매출원가율	88.0	87.2	86.4	85.7	85.0	84.2	83.5	82.9	79.6
제작편수	25	25	25	25	25	25	25	25	25
편당 제작비	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0
리쿠피율	113.7	114.7	115.7	116.7	117.7	118.7	119.7	120.7	125.7
편성	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5
판매	82.5	83.5	84.5	85.5	86.5	87.5	88.5	89.5	94.5
기타	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
영업이익	48.4	54.4	60.4	66.4	72.4	78.4	84.4	90.4	120.5
영업이익률	7.1	7.9	8.7	9.5	10.3	11.0	11.8	12.5	16.0
매출액 증감률	(1.7)	(0.9)	0.0	0.9	1.7	2.6	3.5	4.3	8.6
영업이익 증감률	(19.9)	(9.9)	0.0	9.9	19.9	29.8	39.7	49.7	99.3
OPM 개선율(%p)	(1.6)	(0.8)	0.0	0.8	1.6	2.3	3.1	3.8	7.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

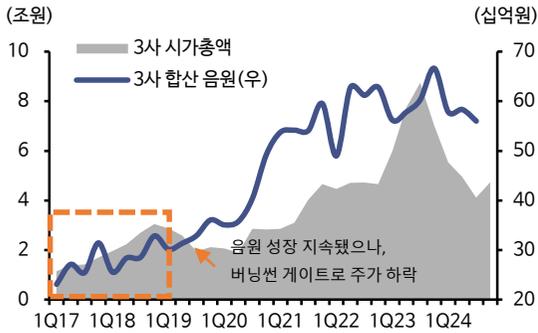
한한령 해제 시 중국 공연 수익 - 기획사 몫 추정

항목(원)	금액	비고
중국 BM	회당 MG(개런티/출연료)	1,300,000,000
수익 1)	MG 총매출	45,500,000,000
수익 2)	굿즈 총매출	36,750,000,000
제작사 몫		82,250,000,000

기존 9.4억원 대비 상향 인플레이션, 인지도 감안
13억 x 35회
75,000원 x 2만명 x 35회 x 70% (수수료 등 제외)

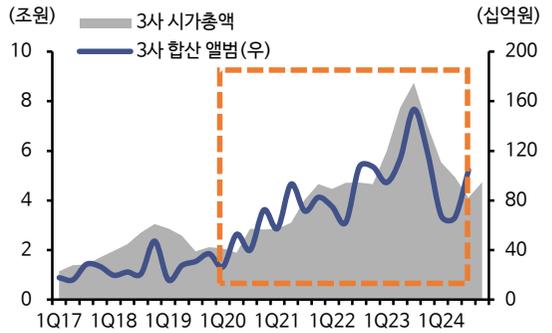
자료: 신한투자증권

2017~2018년 음원 리레이팅



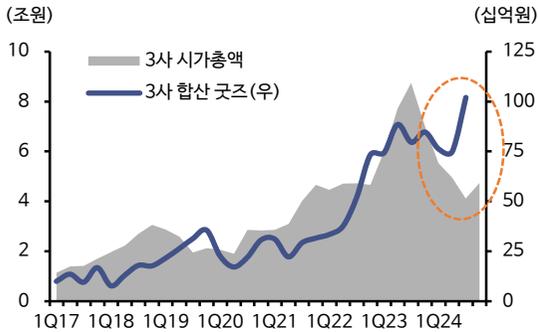
자료: 회사 자료, 신한투자증권

2020~2023년 앨범 리레이팅



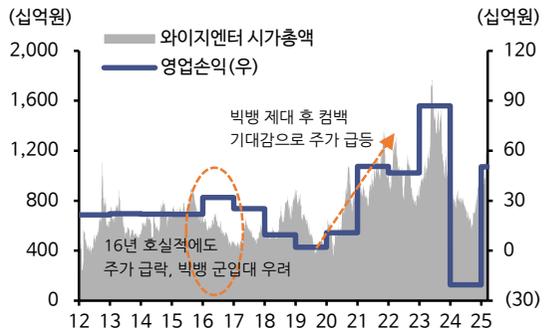
자료: 회사 자료, 신한투자증권

2025~2026F 굿즈 리레이팅의 가능성



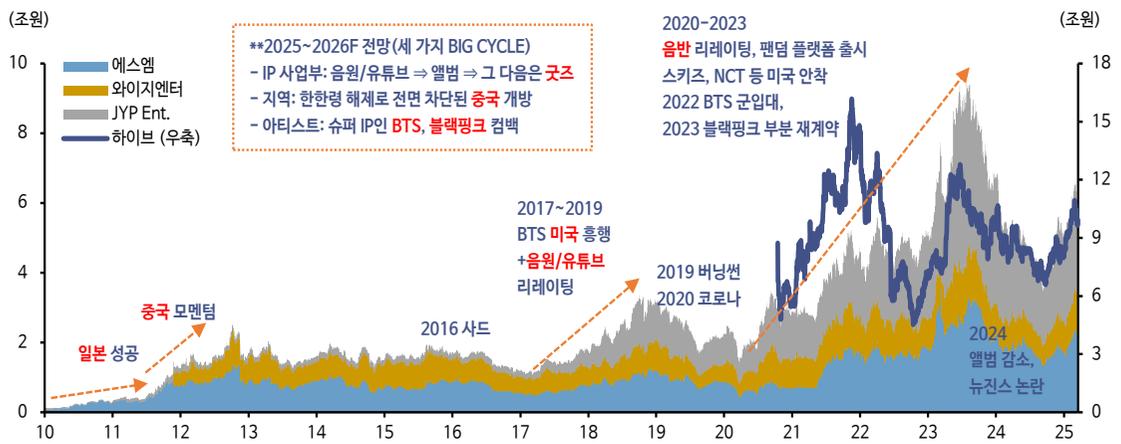
자료: 회사 자료, 신한투자증권

와이지엔터 빅뱅 군입대 전후 시가총액 및 실적



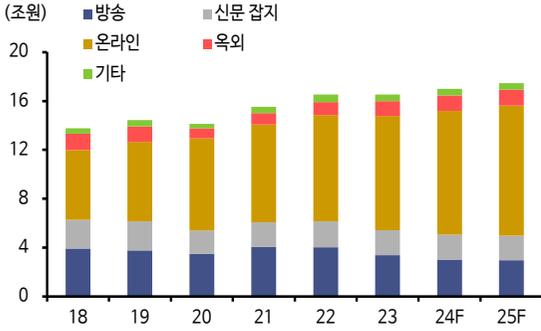
자료: 회사 자료, 신한투자증권

엔터4사 시가총액 및 이벤트 추이



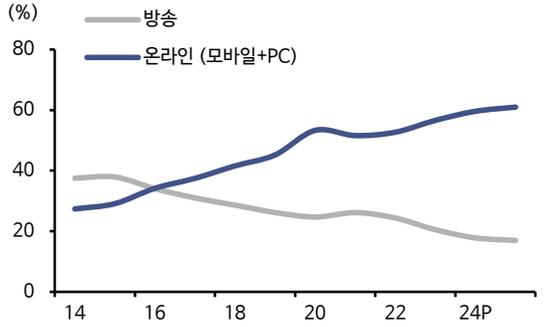
자료: QuantiWise, 신한투자증권

한국 광고 매체별 규모 추이



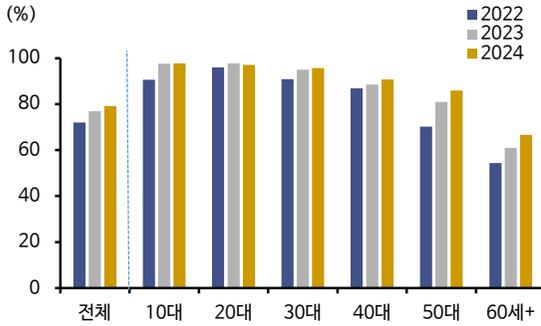
자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

방송, 온라인 광고 시장 점유율 추이



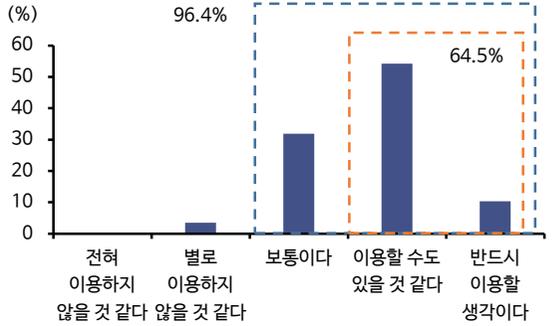
자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

세대별 OTT 이용률 추이



자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

광고형 요금제(AVOD) 이용 의향



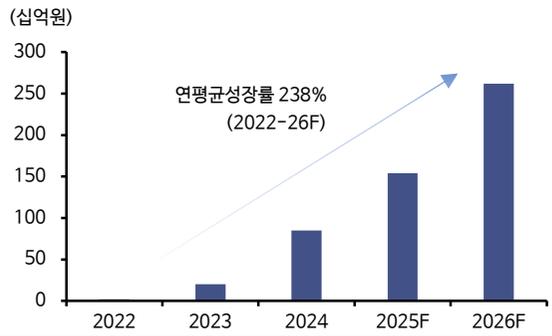
자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

OTT 광고 효과에 대한 광고주 인식

항목	방송 우월	동등	OTT 우월
가격	18.8	21.3	60
광고 효율성	23.8	35	41.3
특정 시청자 타겟팅	17.5	16.3	66.3
광고 주목도	40	27.5	32.5
광고 커버리지	42.5	25	32.5
광고집행 결과 정보 제공	16.3	41.3	42.5
광고집행 결과 모니터링 용이성	25	46.3	28.8

자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

국내 OTT/스트리밍 광고 취급급 추이 및 전망



자료: 신한투자증권 추정

IV. 중국 개방 가능성

엔터/미디어 업에 중국의 행방이 매우 중요해졌다. 중국의 경기 부양을 넘어서 8년 만에 한한령까지 해제될 시 미치는 영향이 아주 크기 때문이다. 필자는 속도의 문제일 뿐, 한중 문화적 교류는 현실화될 것이라는 믿음 하에 섹터에 대한 애정을 듬뿍 담아 앞으로 있을 세 번의 BIG CYCLE에 대해 서술해보고자 한다.

경제적 근거에서 한중 문화교류 활성화 기대

한국 IP 활용 ⇒ 중국 내 소비 기여 ⇒ 중국 기업에게 이익이 돌아간다면?

중국은 정말 열릴까? 돌아켜보면, 2H24부터 심상치 않았다. 작년 10월부터 블랙핑크, TXT, 세븐틴의 상하이 팝업스토어가 열렸고, 10/28 디어유-텐센트 뮤직(이하 TME)과의 유의미한 계약(TME 산하 플랫폼 내 버블 도입, 한국/중국 IP 8~10% 수익배분 추정, 안드로이드 전면 침투) 체결, 11/1 중국 무비자 관광에 한국 포함, 11/22 무비자 입국 기간 연장이 연쇄적으로 발표됐다.

11/23 한중 문화장관 회담을 통해 문화교류 확대에 합의했고, 12/18 문체부 출입기자단 브리핑 중 '중국 현지에서의 K-POP 공연, K-드라마 방영'이 직접 거론됐다. 올해 2/7, 2/19 구체적인 한한령 해제 일정(이르면 5월 전면적 해제), 범위 등이 보도됐고, 3/7 봉준호 감독의 영화 '미키17'이 중국 본토에 개봉했다.

물론 온전히 신뢰하기 어렵다. 지난 8년간 '풀릴까, 말까'를 반복해서다. 중국 공안의 'K-POP 가수의 중국 공연장 대관' 허가, 방송규제기관인 광전총국의 '한국 신작 드라마의 중국 동시방영' 허가 소식이 들려야만 풀렸다고 해석할 수 있다.

그러나, 보도 내용이 구체적이고, 중국이 경제적 관점에서 한국 IP를 활용할 가능성은 어느 때보다 높다는 점에서 충분히 희망회로를 돌려볼 만 하다. 한국 IP를 수용하더라도 ⇒ 중국 내 소비 진작 ⇒ 많은 이익이 중국 현지 기업에게 돌아간다면, 많은 것들을 풀어주지 않을까? TME-디어유와의 협업 배경도 2년 연속 감소하는 TME의 매출이 아니었을까? 등의 생각이다.

한중교류 타임라인

2024		2025	
날짜	이슈	날짜	이슈
10~11월	블랙핑크, TXT, 세븐틴 상하이 팝업스토어 개최	2/07	우원식 국회의장 - 시진핑 주석 회담에서 '한한령 해제' 직접적 언급, 양국 문화교류에 대해 긍정적으로 논의
10/28	디어유-TME 계약 발표(TME 산하 플랫폼 내 버블 도입)	2/19	중국 정부, 이르면 5월 "전면적" 한한령 해제 유력
11/01	중국 무비자 관광에 한국 포함(24/11/8-25/12/31)	3/07	봉준호 감독 '미키 17' 중국 극장 개봉
11/22	중국 무비자 관광 기간연장(15일 → 30일)	3월 예정	중국 민간 문화사절단 한국 파견
11/23	한중 문화장관 회담, 문화교류 확대 합의	10월 예정	경주에서 열리는 APEC 정상회의에 시 주석 참석 유력
12/14	외교부-주한중국대사대리 면담, 인적교류 활성화 강조		
12/17	중국 '무비자 환승' 기간 연장(3일 → 10일)		
12/18	문체부 출입기자단 브리핑, 한중 문화장관 회담 내용 공유 : 중국 현지에서의 K-POP 공연, K-드라마/영화 방영 거론		

자료: 언론 보도, 신한투자증권

TME 실적 부진 ⇒ 한국 IP로 소셜 엔터 부흥 전략

참고로 TME는 시장 성장과는 상반되는 실적을 보여주고 있다. 중국의 음원 플랫폼 가입자는 계속 증가하는 추세인 반면, 5.8억명 유저를 보유한 중국 최대 음원 플랫폼인 QQ뮤직을 운영하는 TME의 외형은 계속 빠져서다. 사업부문별 실적을 들여다보면 그 해답을 찾을 수 있다.

텐센트 뮤직(TME) 사업영역				
사업부문	서비스 영역	MAU	유료가입자	ARPPU
온라인 음악 (Online Music Servies)	① 월정액(구독) ② 디지털 음원 다운로드 및 라이선스 제공 ③ 광고	5.76억명	1.19억명	11위안
소셜 엔터(Social Entertainment Services and Others)	① 라이브 방송, 공연 플랫폼 ② 선물/팁(팬 ⇒ 아티스트에게 제공) 등 기타 서비스	9천만명	8백만명	65위안

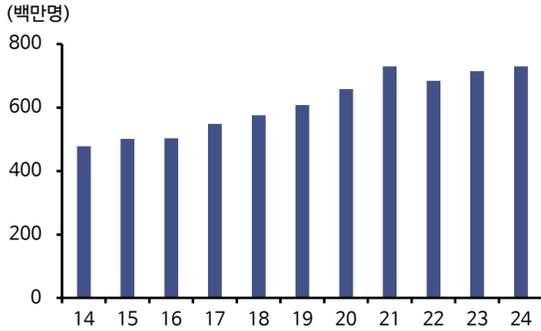
자료: 신한투자증권

TME의 사업부는 크게 두 가지로 구분된다. 주요 사업부문인 온라인 음악 서비스는 우리나라의 ‘멜론’과 같은 QQ뮤직을 포함한다. 시장 성장과 비례해 TME 온라인 음악사업부의 유료가입자, 매출액, ARPPU는 꾸준히 우상향하고 있다.

외형 하락을 야기하고 있는 사업부는 소셜 엔터다. 이 사업부는 중국 아티스트들의 라이브 방송/공연 플랫폼, 팬들이 아티스트들한테 선물을 전달할 때 중간 역할을 하면서 수수료를 수취하는 수익모델이다. 그러나 소셜 엔터의 MAU, 유료 가입자는 꾸준히 하향세다. 이들의 Q 하향세가 매출액에 큰 영향을 주는 이유는 ARPPU가 음악 사업부 대비 월등히 높아서다. ARPPU는 온라인 음악 11위안 vs. 소셜 엔터 65위안이다. 팬덤의 소비력은 매우 강하다는 사실을 입증한다.

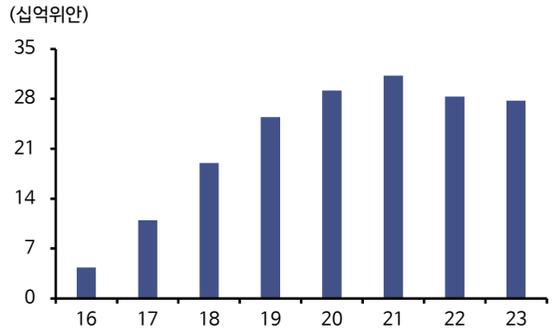
디어유-TME 계약 발표 이후, 많은 투자자들이 물었다. “이렇게 큰 기업이 왜 굳이 디어유랑 이런 좋은 계약을 맺었을까요?” 아마도 이런 실적의 흐름이 그 배경이었을 것이다. 아티스트-팬을 더욱 프라이빗하게 연결해주고, 소통하는 디어유 버블의 주요 서비스, 그리고 이미 디어유와 장기간 계약돼있는 한국 IP들(앞으로도 에스엠+JYP Ent. IP들의 지속적인 유입)을 충분히 탐낼 만 하다. 앞으로 TME는 버블 멤버십 출시를 통해 더 돈이 되는 ‘소셜 엔터’ 사업부를 키우고, 궁극적으로는 커머스를 연결하는 수익모델까지 고려하고 있을 것이다.

중국 음원 플랫폼 가입자 추이



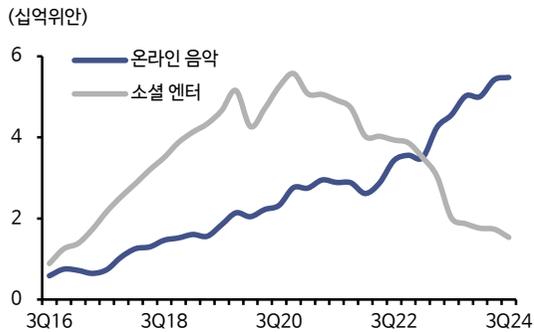
자료: Statista, 신한투자증권

텐센트 뮤직(TME) 매출액 추이



자료: Statista, 신한투자증권

텐센트 뮤직(TME) 사업부문별 매출액



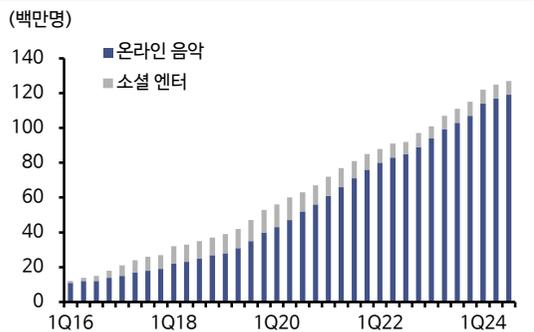
자료: Statista, 신한투자증권

텐센트 뮤직(TME) 사업부문별 MAU



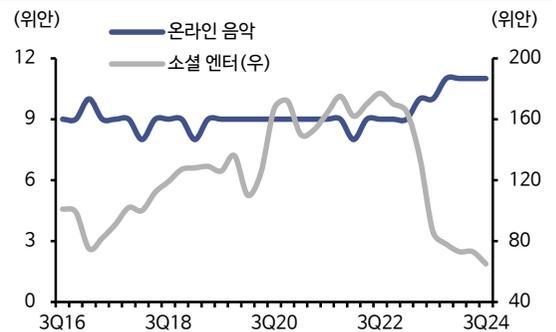
자료: Statista, 신한투자증권

텐센트 뮤직(TME) 사업부문별 유료가입자



자료: Statista, 신한투자증권

텐센트 뮤직(TME) 사업부문별 ARPPU



자료: Statista, 신한투자증권

[미디어] 압도적인 이익 레버리지

중국 OTT 가입자 축소 ⇒ 한국 콘텐츠를 활용할 개연성

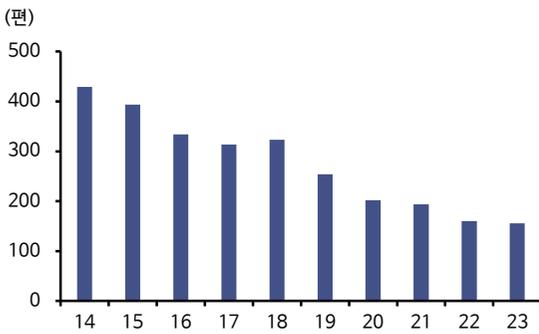
비슷한 맥락에서 한국 콘텐츠 허용도 충분히 많이 된다. 최근 상대적으로 드라마와 같은 TV Show를 많이 공급하는 유쿠(알리바바), 텐센트비디오, 아이치이(바이두)의 구독자가 정체/감소기에 진입했다. 숏츠로 이동하는 소비 트렌드, 플랫폼 경제 규제도 있겠지만, 불만한 콘텐츠가 없다는 것도 주요 원인으로 추정된다.

중국 드라마는 14년 429편 ⇒ 23년 156편으로 크게 감소했다. TME의 소셜 엔터 사업부 부진을 한국 연예인 IP로 타개하려는 것과 같이 유료 가입자의 재차 성장을 위해 한국 드라마를 활용할 가능성이 높다. 게다가, 어차피 중국에서도 한국 콘텐츠는 볼 사람들은 대부분 다 챙겨본다. 불법 유통 경로를 통해서다.

그러나, 불법 유통은 그 누구도 정당한 이익을 거두지 못하는데, 한국 드라마의 중국 동시방영을 다시 허가한다면? 한국과 중국 모두 윈윈 구조다. 한국은 중국의 별도 판권 판매가 가능해진다. 넷플릭스가 중국 내 서비스 되지 않아서다. 제작사 입장에서는 기획한 드라마를 넷플릭스에게 (중국 외) 글로벌 방영권을 판매함과 동시에 별도로 중국 OTT 기업들과 중국 판권 판매를 진행할 수 있게 된다.

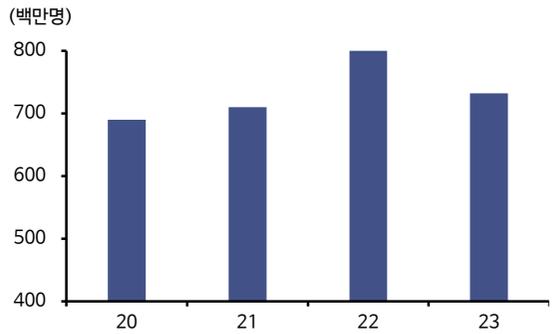
중국은 직접적인 가입자 x 구독료 매출을 올리게 된다. 일회성으로 판권 비용을 지불하고 한국 드라마를 공급한 후, OTT에 업로드 시키면 추후의 이익은 모두 현지 업체가 거두는 구조다. 별도의 수익배분도 없다. 서두에 언급한 ‘한국 IP를 활용하더라도 중국 내 소비에 기여할 수 있고, 이 많은 이익이 중국 현지 기업에 돌아갈 수 있는’ 선순환 구조에 성립한다.

중국 드라마 작품 수 추이



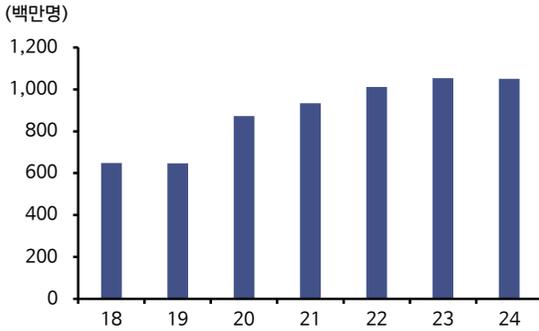
자료: Statista, 신한투자증권

중국 OTT 유료 가입자 추이



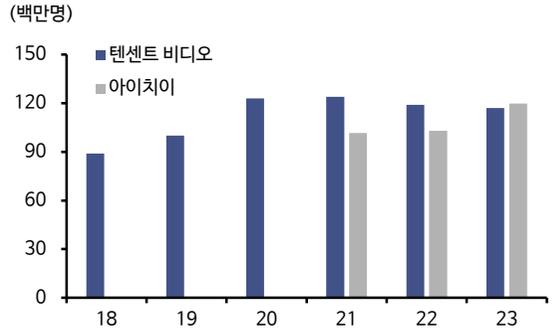
자료: Statista, 신한투자증권

중국 숏폼 사용자 추이



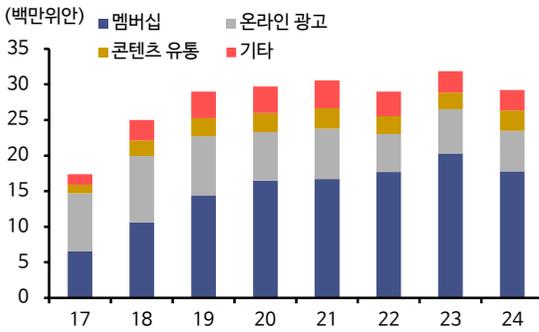
자료: Statista, 신한투자증권

아이치이, 텐센트 비디오 유료 구독수 추이



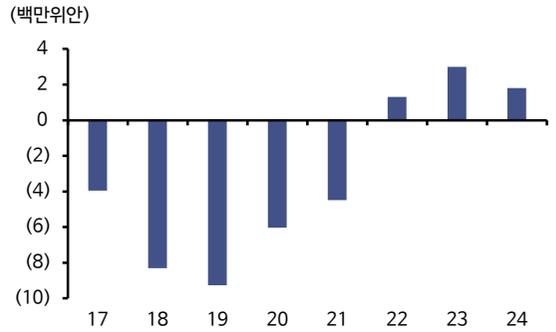
자료: Statista, 신한투자증권

아이치이 사업부문별 매출액 추이



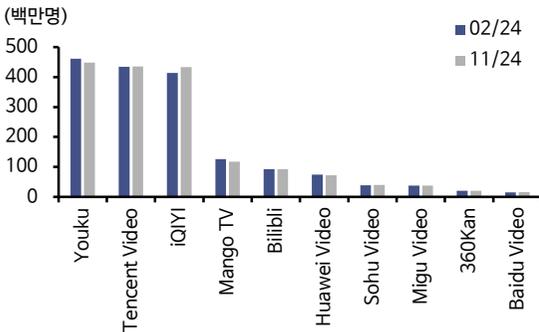
자료: Statista, 신한투자증권

아이치이 영업손익 추이



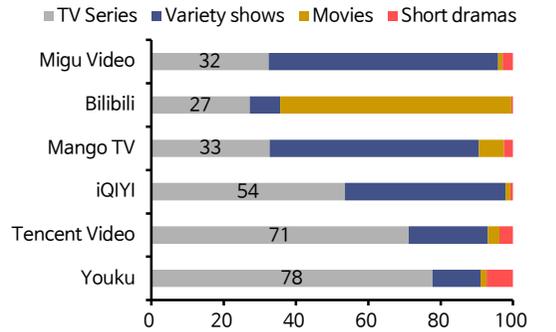
자료: Statista, 신한투자증권

중국 OTT별 MAU 비교



자료: Statista, 신한투자증권

2023년 중국 OTT 콘텐츠 형태별 점유율 비교



자료: Statista, 신한투자증권

구작 판매 ⇒ 신작 동시방영 ⇒ 중국 오리지널 ≧ 리콥을 상향

조금 더 형태별로 접근해보자. 중국에서 수익을 거둘 수 있는 방식은 세 가지다.

① 구작 판매: 가장 먼저 가능하다. 심지어 이미 비용처리가 끝난 IP라면 매출이 자 이익이 된다. 한한령 중간에 일부 구작이 판매된 바 있지만, 수급해 간 중국 업체가 아직 OTT에 업로드 하지 않아 선수금으로 반영해 둔 금액을 곧바로 영입이익으로 인식할 수도 있다.

② 신작 동시방영: 가장 이익에 기여를 많이하는 수익구조다. 불법 유통을 통해 소비자에게 먼저 전달되기 전, 한국과 ‘동시방영’하는 조건으로 판매가가 비쌀 수밖에 없기 때문이다. 그러나, 시간은 필요하다. 중국은 드라마는 TV드라마, 웹드라마(OTT 플랫폼)로 구분되는데, 제작 전 단계에서 TV드라마는 광전총국에, 웹드라마는 광전총국의 ‘온라인 영상 정보 등록 시스템’에서 등록 절차를 밟아야 한다. 거쳐야 하는 산이 꽤 많다. 중국에는 자국 콘텐츠를 보호하기 위한 외화 콘텐츠 쿼터제도 도입돼있어 단기간 아주 많은 양을 소화하기는 쉽지 않다.

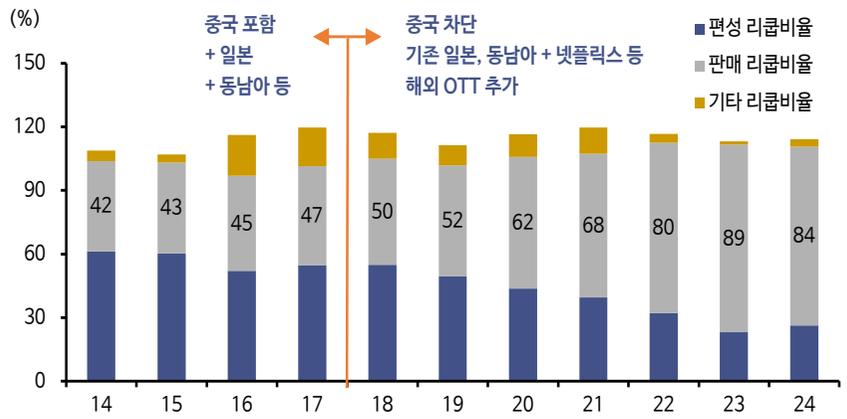
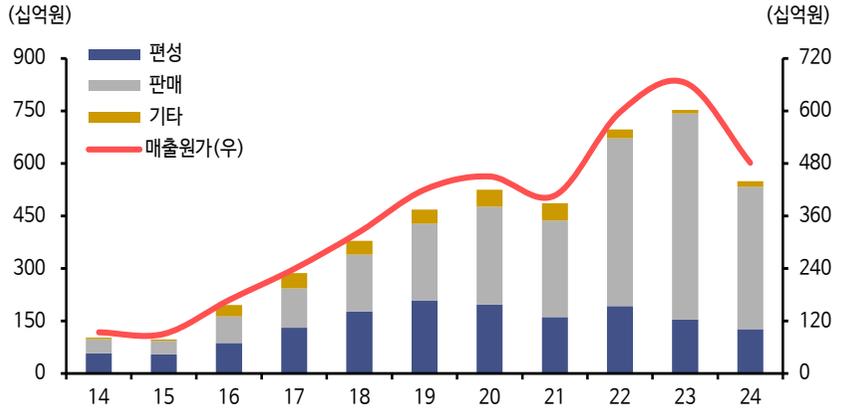
③ 중국 오리지널: 조금 더 장기적인 프로젝트다. 넷플릭스 <오징어 게임>, 디즈니플러스 <무빙>과 같이 특정 OTT에 독점으로 유통되는 오리지널 콘텐츠를 말한다. 구매해가는 OTT 혹은 채널에게 모든 IP의 권한을 넘기는 형태이기 때문에 중국의 외화 콘텐츠 쿼터제 규제도 피해갈 수 있다.

숫자로 접근해보자. 강조하지만, 제작사의 수익은 ‘제작비 대비 편성/판매/기타 리콥’의 결과다. 제작비는 매출원가에 포함된다. 순수 제작비가 매출원가의 전부는 아니고, 감가상각(해외 동시방영의 경우 6개월, 오리지널의 경우 일시 상각 등), 외주제작 대상 지급수수료 등이 모두 포함되나, 계산의 편의를 위해 총 제작비 = 매출원가로 가정했다. 예를 들어, 편성 리콥비율 = 매출원가 대비 편성 매출액 비중 = 편성 매출액 나누기 매출원가다.

가장 시계열이 긴 스튜디오드래곤 중심으로 보면, 방송사로부터 받아 오는 편성 리콥비율은 ‘14년 61% ⇒ ‘24년 30% 미만으로 낮아진 반면, 해외 판권이 포함된 판매 리콥비율은 동기간 42% ⇒ 84%로 확대됐다. 미디어 불황의 근원인 제작비 상승이 두드러지는 과정에서 방송사의 수익원인 TV광고향 수익이 줄어들어 방송사들이 콘텐츠에 투자해주는 비율은 줄어든 가운데, 상대적으로 투자자금이 여유로웠던 해외 OTT들은 투자비율을 계속 올려 지배력을 키웠다.

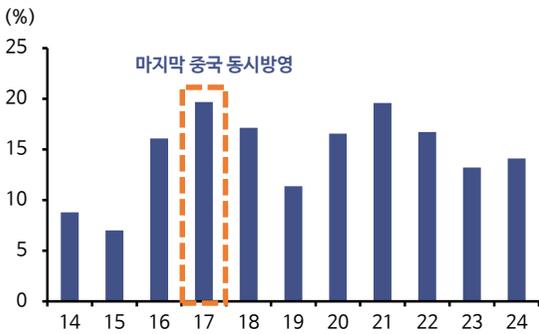
‘18년 판매 리콥비율은 주요 투자자/지역/플랫폼/채널이 바뀌는 중요한 전환점이 있었다. ‘17년 이전에는 한류의 시초인 ‘일본’ + 핵심 편주였던 ‘중국’ + 로컬 OTT가 발달하기 시작한 ‘동남아’ 바이어가 포함된 투자 비율이었다면, 그 이후로는 중국은 전면 차단, ‘17년 넷플릭스의 진입 후 ‘넷플릭스 등 글로벌 OTT’의 구매 비중이 늘어났다.

스튜디오드래곤 매출액과 매출원가 및 항목별 리쿠피율



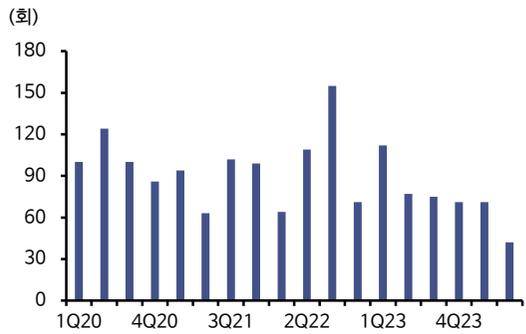
자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 제작비 대비 초과 수익률



자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 드라마 제작편수 축소



자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국 추가 시 리콥비율 최대 10%p 상승

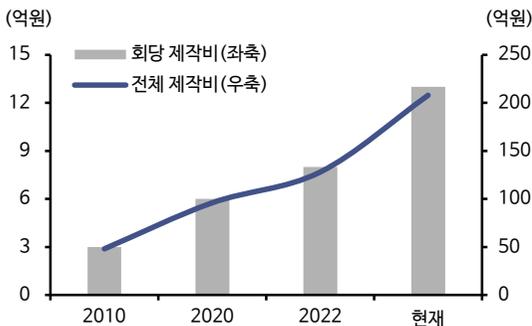
중국 기여도는 얼마나 됐던걸까? 순수 중국 리콥비율은 약 20~30% 내외로 추정된다. '17년 판매 리콥비율 47% 안에는 온전히 중국만 있는 것은 아니기 때문이다. 또한, 그 때와 지금을 동일 가정하기엔 무리가 있다. 분모 개념의 제작비가 너무 커져버렸고, 그 사이 중국 현지 드라마의 경쟁력 또한 한껏 레벨업됐기 때문이다. 따라서 향후 중국에서 추가될 수 있는 최대 리콥비율은 10%p 정도로 보는 것이 타당해 보인다. 최대 비율이 10%p라면 나름 보수적 추정이다. 리콥비율 개선 강도에 따라 실적 추정 시나리오를 분석해보자.

베이스 가정부터 설명하면, 판매 리콥비율은 ① '24년 84.3% ⇒ '25년 84.5%로 추정했다. 글로벌 OTT와의 재계약, 레퍼런스 기반의 상향을 일부 추가했다. 편성과 기타 리콥비율은 이미 낮아질 만큼 낮아져 더 이상은 하락하지 않는다고 가정했다. 회사의 적극적인 비용절감 노력으로 ② 편당 제작비(제작회차가 아닌 작품 하나당 제작비)는 '24년 268억 ⇒ '25년 240억원(-10% 절감), 이미 공개된 ③ 제작편수는 '24년 18편 ⇒ '25년 25편이다.

기존 베이스인 편성 리콥비율 84.5%에서 +1%p만 올라가도 매출액/영업이익/영업이익률은 1%/10%/0.78%p 증가 및 개선을 가져온다. +2%p 상승 가정 시, 순차적으로 1.7%/20%/1.6%p, +3%p 상승 시, 3%/30%/2.3%p 변경된다. 최대치인 +10%p가 올라간다고 가정 했을 때는 각각 9%/99%/7.3%p 호전된다. 기존 가정 대비 두 배 증익이다. 단순하게 +1%p 개선될 때마다 10% 증익된다.

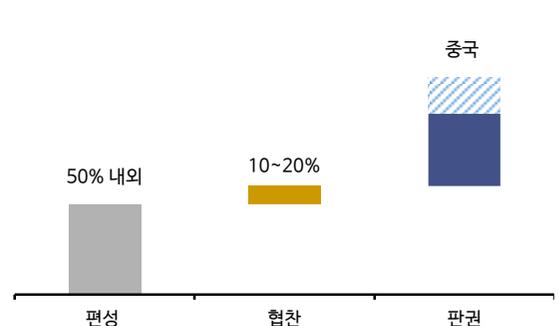
작품에 들어간 제작비는 동일한데, 판매처 확대로 매출만 늘어나는 격이니 이익 레버리지가 상당한 것이다. 물론 올해 중국에서 동시방영이 진행돼도 하반기 이후에나 반영되기 때문에 큰 폭의 리콥비율 개선은 제한적이다. 다만, 한한령 기간에 일부 구작으로 팔았지만, 방영 시점에 인식해야 하는 회계의 특성상 아직 현실화 되지 못한 이익만 반영되더라도 3%p 개선은 가능해보인다. 기존 영업이익 추정치 대비 30% 늘어난 784억원의 추정은 충분히 합리적이라는 얘기다.

콘텐츠 제작비 상승



자료: 산업 자료, 신한투자증권

기본 콘텐츠 수익모델(IP 보유 기준)



자료: 산업 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 리튬비율 추이

(십억원, 편, %)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	103.1	97.4	195.5	286.8	379.5	468.5	525.6	487.1	697.9	753.2	550.1
편성	58.1	54.8	87.8	131.2	178.1	208.7	197.0	161.3	192.5	154.1	127.2
판매	40.2	39.0	75.4	111.8	162.1	219.2	279.7	275.5	480.2	588.9	406.5
기타	4.8	3.6	32.3	43.7	39.4	40.6	48.9	50.3	25.2	10.1	16.4
매출원가	94.7	91.1	168.4	239.7	324.0	420.8	451.0	407.3	597.9	665.3	482.1
매출원가율	91.9	93.5	86.1	83.6	85.4	89.8	85.8	83.6	85.7	88.3	87.6
제작편수	19	15	18	22	25	28	27	25	33	30	18
편당 제작비	5.0	6.1	9.4	10.9	13.0	15.0	16.7	16.3	18.1	22.2	26.8
리튬비율	108.8	107.0	116.1	119.7	117.1	111.3	116.6	119.6	116.7	113.2	114.1
편성	61.3	60.2	52.1	54.8	55.0	49.6	43.7	39.6	32.2	23.2	26.4
판매	42.4	42.8	44.8	46.7	50.0	52.1	62.0	67.6	80.3	88.5	84.3
기타	5.1	4.0	19.2	18.2	12.2	9.7	10.8	12.3	4.2	1.5	3.4
영업이익	4.2	2.6	21.2	33.1	39.9	28.6	49.2	52.6	65.2	55.9	36.4
영업이익률	4.0	2.7	10.8	11.5	10.5	6.1	9.4	10.8	9.3	7.4	6.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 리튬비율 개선에 따른 실적 추정 시나리오

(십억원, 편, %)	-2%p	-1%p	베이스	+1%p	+2%p	+3%p	+4%p	+5%p	+10%p
매출액	682.4	688.4	694.4	700.4	706.4	712.4	718.4	724.4	754.4
편성	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0
판매	495.1	501.1	507.1	513.2	519.2	525.2	531.2	537.2	567.2
기타	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2
매출원가	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2
매출원가율	88.0	87.2	86.4	85.7	85.0	84.2	83.5	82.9	79.6
제작편수	25	25	25	25	25	25	25	25	25
편당 제작비	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0
리튬비율	113.7	114.7	115.7	116.7	117.7	118.7	119.7	120.7	125.7
편성	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5
판매	82.5	83.5	84.5	85.5	86.5	87.5	88.5	89.5	94.5
기타	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
영업이익	48.4	54.4	60.4	66.4	72.4	78.4	84.4	90.4	120.5
영업이익률	7.1	7.9	8.7	9.5	10.3	11.0	11.8	12.5	16.0
매출액 증감률	(1.7)	(0.9)	0.0	0.9	1.7	2.6	3.5	4.3	8.6
영업이익 증감률	(19.9)	(9.9)	0.0	9.9	19.9	29.8	39.7	49.7	99.3
OPM 개선율(%p)	(1.6)	(0.8)	0.0	0.8	1.6	2.3	3.1	3.8	7.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

제작편수 증편 고려 시 업사이드 확대

시계열을 더 넓혀보자. 중국이 정말 열린다면, 제작편수 증가에 따라 더욱 폭넓은 이익 확장성을 기대할 수 있기 때문이다. 캐파로 보면, 스튜디오드래곤은 '22년 최대 제작편수인 드라마 33편을 기록한 이후, '24년은 18편으로 가장 낮은 제작편수, 올해는 25편으로 회복될 전망이다.

향후 중국이 붙게 되면 제작비를 보전할 수 있는 바이어 확대로 더 많은 양을 제작할 수 있는 기반이 마련된다. 물론 중국에는 외화 콘텐츠에 대한 쿼터제가 존재해 모든 작품을 동시방영 할 수는 없겠지만, 중국 오리지널(p.12)까지 영역을 확장할 수 있다는 점에서 제작편수는 계속 늘어날 전망이다. 현재 인력 기준 스튜디오드래곤의 최대 제작편수는 35편 정도로 추정된다.

베이스 가정부터 설명하면, ① 판매 리쿱비율은 90%로 동일, ② 편당 제작비는 248억원, 드라마 한 편당 방영횟수는 12회다. 전통적인 16부작 드라마에서 최근 트렌드는 에피소드가 계속 짧아지는 추세이기 때문이다. 실제로 제작편수 당 방영회차는 '19년 16.3회 ⇒ 24년 12.1회까지 줄어들었다.

이러한 가정 하에 올해와 동일하게 25편을 제작 시, 매출액/영업이익/영업이익률은 7,274억/934억/12.8%가 된다. 1편이 늘어나 26편 제작 시, 매출액과 영업이익은 각각 8%, 10% 늘어나고 영업이익률은 0.3%p 개선된다. 30편 제작 시, 매출액과 영업이익은 24%, 33% 증가하고, 영업이익률은 0.9%p 호전된다. 35편 제작 시 매출액과 영업이익은 45%, 61% 커지고, 영업이익률은 1.4%p 상승한다.

스튜디오드래곤 제작편수 증가에 따른 실적 추정 시나리오

(십억원, 편, %)	22편	25편	26편	27편	28편	29편	30편	35편
매출액	662.3	727.4	782.8	812.9	843.0	873.1	903.2	1,053.7
편성	144.8	159.0	171.1	177.7	184.3	190.9	197.5	230.4
판매	491.8	540.2	581.3	603.6	626.0	648.3	670.7	782.5
기타	25.7	28.2	30.4	31.5	32.7	33.9	35.0	40.9
매출원가	546.5	600.2	645.8	670.7	695.5	720.4	745.2	869.4
매출원가율	82.5	82.5	82.5	82.5	82.5	82.5	82.5	82.5
제작편수	22	25	26	27	28	29	30	35
편당 제작비	24.8	24.0	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8
리쿱비율	121.2	121.2	121.2	121.2	121.2	121.2	121.2	121.2
편성	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5
판매	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0
기타	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
영업이익	82.1	93.4	103.1	108.4	113.7	118.9	124.2	150.5
영업이익률	12.4	12.8	13.2	13.3	13.5	13.6	13.8	14.3
매출액 증감률	(8.9)	0.0	7.6	11.7	15.9	20.0	24.2	44.9
영업이익 증감률	(12.2)	0.0	10.4	16.0	21.6	27.3	32.9	61.1
OPM 개선율(%p)	(0.5)	0.0	0.3	0.5	0.6	0.8	0.9	1.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

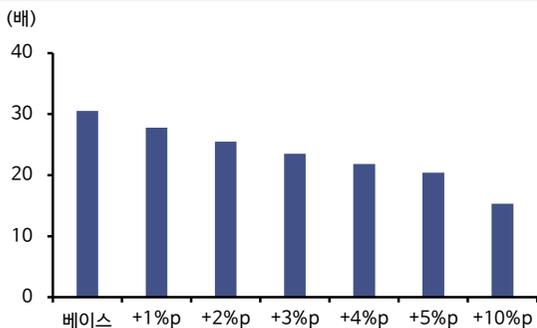
결론적으로 중국이 온전하게 열렸을 때의 최상의 시나리오를 가정하면, 현재 대비 얼마나 좋아질 수 있을까? 판매 리쿱비율은 94.5%, 제작편수 35편에 매출액은 1조 559억원, 영업이익은 182.1억원, 영업이익률은 17.2%로 추정된다. 올해 기존 베이스 추정치 대비 매출액은 52%, 영업이익은 201% 증가에 달한다. 물론 이 공격적인 추정은 모두 다 중국이 온전히 열린다는 사심가득한 가정 하에 이뤄졌음을 재차 강조한다. 그래도 충분히 희망을 가질만 하지 않은가?

25F 스튜디오드래곤 베이스 vs. 최대 가정 실적 비교

(십억원, 편, %, %p)	베이스	MAX	변동률
매출액	694.4	1,055.9	52.1
편성	159.0	222.6	40.0
판매	507.1	793.8	56.5
기타	28.2	39.5	40.0
매출원가	600.2	840.0	40.0
매출원가율	86.4	79.6	(6.9)
제작편수	25	35	40.0
편당 제작비	24.0	24.0	(0.0)
리쿱비율	115.7	125.7	8.6
편성	26.5	26.5	0.0
판매	84.5	94.5	11.8
기타	4.7	4.7	(0.0)
영업이익	60.4	182.1	201.3
영업이익률	8.7	17.2	8.5

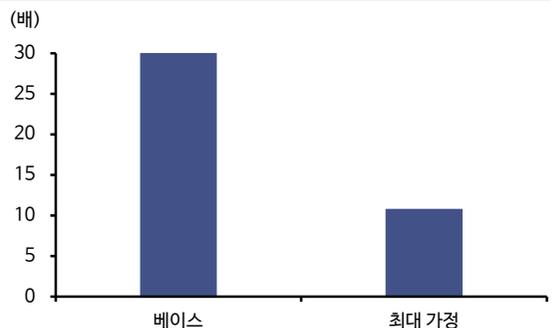
자료: 신한투자증권

리쿱비율 개선 시나리오별 PER 멀티플



자료: 회사 자료, 신한투자증권

현재 베이스 vs. 최대 가정 PER 멀티플 비교



자료: 회사 자료, 신한투자증권

[엔터] 물론 좋지만, 물리적 제약 존재

이미 꽉찬 IP 스케줄, 20% 이외의 탑라인 효과

엔터 업종도 중국 개방 가능성에서 최대 수혜 업종 중 하나다. 유일하게 판매가 허용됐던 앨범 기준으로 전체 수출 금액의 20%가 중국인 점을 고려하면, 중국 내 K-POP 인기는 여전히 아주 뜨겁다. 앞으로는 전면 차단됐었던 콘서트, 광고, 출연료 등 오프라인 활동이 열릴 가능성이 높아졌다. 그러나, 제약은 있다.

① IP들의 물리적인 시간과 공간의 제약이다. 이미 '26년까지 글로벌 투어 및 앨범 활동이 꽉꽉 채워져 있어서다. 중국 섭외에 응하려면 별도의 시간을 내야 한다. 물론 거리가 가까워 일단위로도 활동이 가능하지만, 스케줄 조정은 필요하다.

② 기본적인 비용도 수반된다. 아티스트 인세, 스태프 인건비 등등이다. 장거리 대비 비싸지는 않지만, 제작비가 동일한데 그간 닫혀있었던 중국이 열려 순수히 판매처만 늘어나 매출만 증가하는 미디어 업종과는 상황이 살짝 다르다. 미디어와 유사한 맥락으로 엔터 업종 내에서 비용은 동일한데, 중국 지역으로 매출만 확장되는 업체는 디어유가 유일하다.

한한령 이전 중국 매출과 비중이 가장 컸던 아티스트는 빅뱅이다. 소속사인 와이 지엔터는 '16년 600억원의 중국 매출을 일으켰다. 그 중 콘서트 매출액은 약 330억원으로 빅뱅의 중국 투어 35회가 반영된 결과였다.

중국 콘서트는 다른 국가와 달리 회당 개런티(출연료 개념)를 인식한다. 330억원을 35회로 나누면 그 당시의 빅뱅의 회당 몸값은 약 9.4억원으로 풀이된다. 8년이 흐른 지금은 얼마를 받고 움직일 수 있을까? K-POP 인기 상승, 인플레이션을 감안해 38% 이상 오른 13억원으로 가정했다. 참고로 블랙핑크는 지난 월드 투어 당시 회당 15-20억의 호가를 넘나들기도 했다. 무리한 가정은 아니다.

그 외 콘서트와 동행하는 고마진 굿즈는 더 큰 돈이 된다. 보통 굿즈 소비는 티켓 가격의 절반 수준이다. 회당 관객수 2만명 x 굿즈 소비액 75,000원 = 15억원이다. 일부 중국 현지에 판매 수수료, 대관 수수료 등을 내야 하기 때문에 총매출액의 70%를 우리 몫이라 가정했다.

이러한 가정(회당 개런티 13억, 관객수 2만명, 티켓가격 15만원, 굿즈 소비액 7.5만원, 굿즈 수수료 30%, 공연횟수 35회) 하에 한 IP가 온전히 아레나급 중국 투어를 진행한다면, 티켓 매출액은 823억원, 영업이익은 165억원(OPM 20% 적용)이 된다. 만약 대관 장소가 더 큰 돔/스타디움 급이라면 개런티는 당연히 더 올라간다. 콘서트 수익 외 앨범/광고/출연료 등 고려 시 중국에서 거둘 수 있는 매출액은 1,175억원(콘서트 비중 70% 가정)이 된다. 물론 탑티어 IP를 타겟한 공격적 가정이다. 그러나, 8년 만에 풀린다면 중국에서 가장 먼저 러브콜을 받을 그룹도 단연 가장 인지도가 있을 탑티어라는 가정 하에 한 그룹당 1,175억원의 매출액은 '24년 매출 대비 하이브는 5%, 에스엠은 18%, JYP Ent.는 20%, 와이 지엔터는 32% 커지는 효과다.

중국 입장에서도 돈이 된다. 중국에서 아티스트를 초청할 때는 ① 아티스트에게 회당 출연료를 지급하는 대신 총매출액(콘서트 티켓가격 x 동원 관객수)은 중국이 인식한다. 판권금액을 지급하고 한국 드라마를 수급해, 자국 OTT에 업로드한 뒤 가입자 x 월정액료를 중국 OTT 기업들이 인식하는 맥락과 동일하다. ② 굿즈 매출액의 일부를 인식한다. 상기와 동일한 예로 들었을 때, K-POP 아티스트의 공연 개최로 중국 현지 기업이 거둬들이는 매출액은 약 753억원이다.

이래서 윈-윈이다. ‘테일러 노믹스’라는 말도 있다. 인기 가수의 공연 및 활동이 지역 경제에 미치는 영향까지 고려 시 이 숫자는 더욱 커질 수 밖에 없다. ‘한국 IP를 활용하더라도 중국 내 소비를 일으키고 이 소비가 중국 기업으로도 상당부분 돌아갈 수 있다면?’ 이라는 한한령 해제 가능성의 배경에 충분히 부합한다.

2016년 이전 와이지엔터 중국 실적(=빅뱅 활동)

항목	실적
공연 매출액	33,000,000,000원
공연 횟수	35회
관객수	590,000명
회당 관객수	16,857명
회당 개런티	942,857,143원

자료: 회사 자료, 신한투자증권

한한령 해제 시 중국 공연 수익 - 총매출액 추정

항목	금액	비고
기본 가정		
관객수(명)	20,000	
횟수(회)	35	
티켓가격(원)	150,000	
수익 1) 티켓 매출(원)	105,000,000,000	35회 반영
굿즈 소비(원)	75,000	티켓가의 절반
굿즈 매출(원)	1,500,000,000	
수익 2) 총 굿즈 매출(원)	52,500,000,000	35회 반영
총 수익(원)	157,500,000,000	

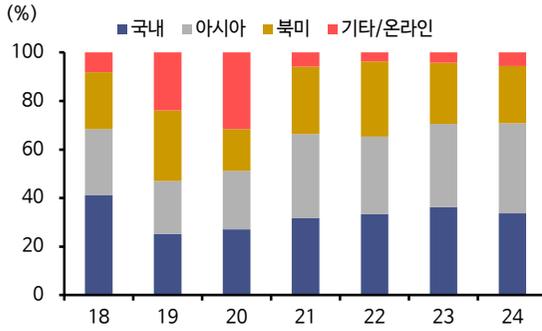
자료: 신한투자증권

한한령 해제 시 중국 공연 수익 - 한국 기획사 몫 추정

항목	(원)	금액	비고
중국 BM	회당 MG(개런티/출연료)	1,300,000,000	기존 9.4억원 대비 상향 인플레이션, 인지도 감안
수익 1)	MG 총매출	45,500,000,000	13억 x 35회
수익 2)	굿즈 총매출	36,750,000,000	75,000원 x 2만명 x 35회 x 70%(수수료 등 제외)
제작사 몫		82,250,000,000	

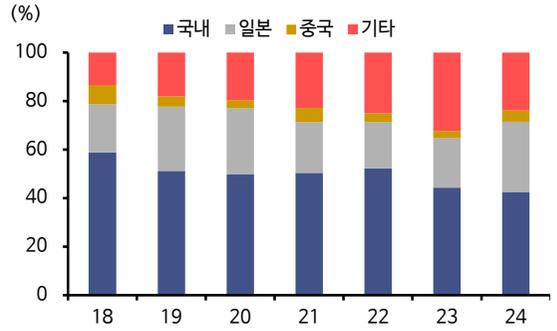
자료: 신한투자증권

하이브 지역별 매출 비중 추이



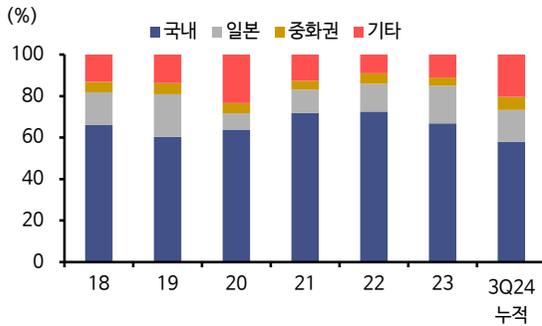
자료: 회사 자료, 신한투자증권

JYP Ent. 지역별 매출 비중 추이



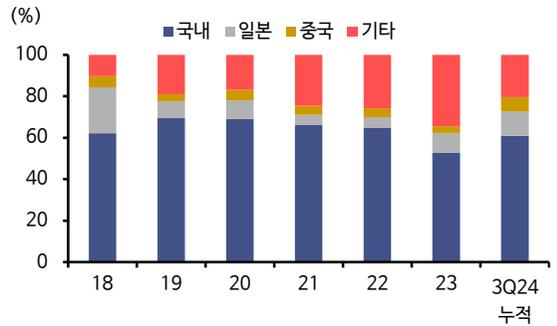
자료: 회사 자료, 신한투자증권

에스엠 지역별 매출 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

와이지엔터 지역별 매출 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

IV. 엔터/미디어 펀더멘탈 점검

오롯이 중국만 믿고 갈 수는 없다. 중국 외 엔터와 미디어 업종의 개별 펀더멘탈을 점검해보자. 업황은 확실히 미디어 대비 엔터 업종이 훨씬 우세하다.

[엔터] 리레이팅 조건에 완벽히 부합

그간 사업/지역/아티스트 활동별로 리레이팅 경험

역사적으로 엔터 업종은 단순한 실적보다는 다양한 형태별로 리레이팅을 경험해왔다. 사업부문별/지역별/아티스트별 확장이다.

① 사업부문:

- '17~'18년 유튜브/음원 매출로 평균 멀티플 66~100배까지 상승
(시계열이 긴 에스엠, JYP Ent., 와이지엔터만 활용,
에스엠 순이익 아웃라이어 제외 시 27~42배,
'19년 이후로도 음원의 고성장세 유효했으나, 버닝썬 게이트로 주가 하락)
- '20~'23년 앨범 판매 확대로 평균 멀티플 37~75배까지 상승
(에스엠, JYP Ent., 와이지엔터 활용)
- 상대적으로 회사에 수익성이 좋은 IP 매출의 성과가 좋았을 때 리레이팅 시현

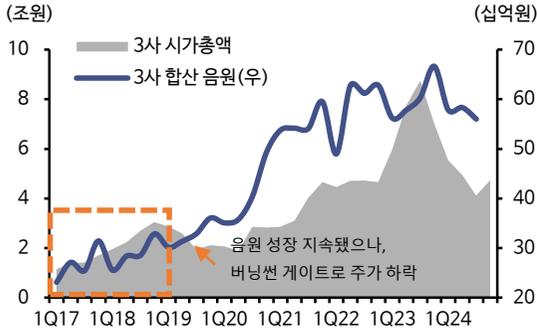
② 지역:

- '10~'11년 일본 진출 성공(K-POP 본고장, 보아-동방신기-소녀시대 등 기여)
- '12년 중국 안착(EXO-M 등 중국 현지화 그룹 데뷔)
- '17~'19년 BTS의 미국 진출 성공
(그 당시 비상장이었던 빅히트(현 하이브) 대신 에스엠/JYP Ent./와이지엔터가 일괄 수혜 향유, 음원/유튜브 리레이팅과도 겹치는 시기)

③ 아티스트:

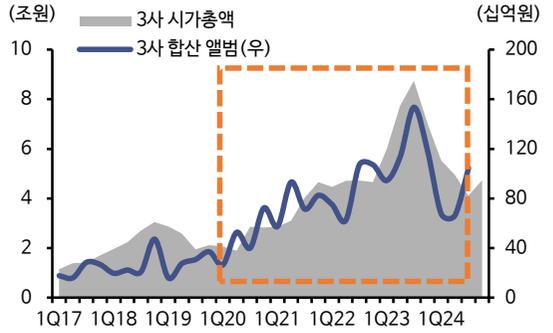
- 단기 실적보다는 신인 IP의 성공, 핵심 IP의 활동 유무가 주가에 더 중요하게 작용. 따라서 핵심 IP의 군입대와 군제대/컴백이 주가에 미치는 영향은 큰 편
- '16년 빅뱅의 군입대 직전 진행된 대규모 글로벌 투어로 와이지엔터의 연간 이익은 상당히 좋았지만, 주가는 실적과 무관하게 급락. 가까운 미래에 있을 빅뱅의 부채를 우려했기 때문. '19년 11월 빅뱅 3인의 제대 후 컴백 기대감으로 급등
- 2년 연속 블랙핑크의 앨범+대규모 월드투어로 '23년 역대 최대 이익인 869억 원 기록에도, 연간 와이지엔터의 주가수익률은 16%에 불과. 블랙핑크의 재계약 불확실성 때문. 참고로 동기간 하이브는 36%, 에스엠은 20%, JYP Ent.는 49% 급등할 만큼 엔터 업종의 랠리 시절
- '22년 하이브는 계단식 이익 성장에도 주가는 지속 우하향. 핵심 매출처인 BTS의 부채 때문. 오히려 군입대가 공식 발표된 날 저점 형성 후 반등 시도

2017~2018년 음원 리레이팅



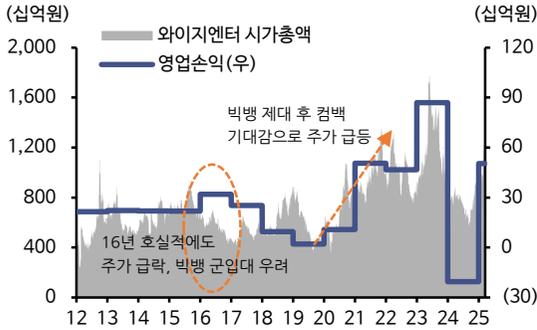
주: 긴 시계열, 음반/음원이 구분되는 에스엠/와이지/JYP Ent. 활용
 자료: 회사 자료, 신한투자증권

2020~2023년 앨범 리레이팅



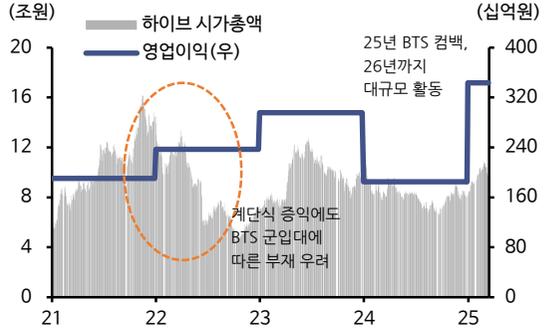
주: 긴 시계열, 음반/음원이 구분되는 에스엠/와이지/JYP Ent. 활용
 자료: 회사 자료, 신한투자증권

와이지엔터 빅뱅 군입대 전후 시가총액 및 실적



자료: 회사 자료, 신한투자증권

하이브 BTS 군입대 전후 시가총액 및 실적



자료: 회사 자료, 신한투자증권

연간 엔터주 평균 PER 추이

평균	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
하이브					58	94	56	183
에스엠	34	142	215	29	0	13	12	32
JYP Ent.	50	30	49	34	30	45	27	49
와이지엔터	20	25	35	22	62	74	139	36
업종 평균	34	66	100	28	37	57	59	75

자료: Bloomberg, 신한투자증권

사업(굿즈), 지역(중국), 아티스트(슈퍼 IP 컴백) 완벽한 조화

현재는 신기하게도 이 세가지가 모두 부합하는 놀라운 국면이다.

① 사업부문: 또다른 고마진 IP 매출 중 하나인 ‘굿즈’의 서프라이즈 실적이 연이어 포착되고 있다. 핵심 IP들의 대규모 콘서트가 재개되고, 팝업스토어 등의 기획 및 지역 범위가 확대된 결과다. 확실히 팬들의 코로나19 당시 쏟았던 앨범의 과소비자가 콘서트/굿즈로 풀리고 있다. 유튜브/음원 ⇒ 앨범 ⇒ 다음은 굿즈라면?

② 지역: 상기 주제였던 ‘중국’이다. 한한령 해제 이후 8년 만의 개방이 가능하다면 중국발 리레이팅도 충분히 가능하다. 한 아티스트가 중국 투어를 진행할 시 기대 가능한 전체 중국 매출액은 약 1,200억원까지 추정해볼 수 있다. IP의 물리적인 제약이 존재하지만, K-POP 팬덤 소비력, 인구, 디어유를 통한 팬덤과의 접촉으로 인해 파생되는 사업 다각화 등을 감안 시 반드시 가야만 하는 시장이다.

③ 아티스트: 기다렸던 슈퍼 IP, BTS와 블랙핑크의 컴백이 다가왔다. BTS는 올해 6월이면 7명 전원 제대하고, 연말 컴백을 예상한다. 하이브의 실적으로 접근하면 올해는 앨범 정도, 핵심인 글로벌 투어/굿즈 등의 실적은 보수적으로 내년여야 기대 가능하다. 블랙핑크는 7월부터 월드투어가 시작된다. 거대한 기대감을 기반으로 섹터 전체의 투자 매력을 끌어올리는 요소다. 이미 현재 진행형이기도 하다.

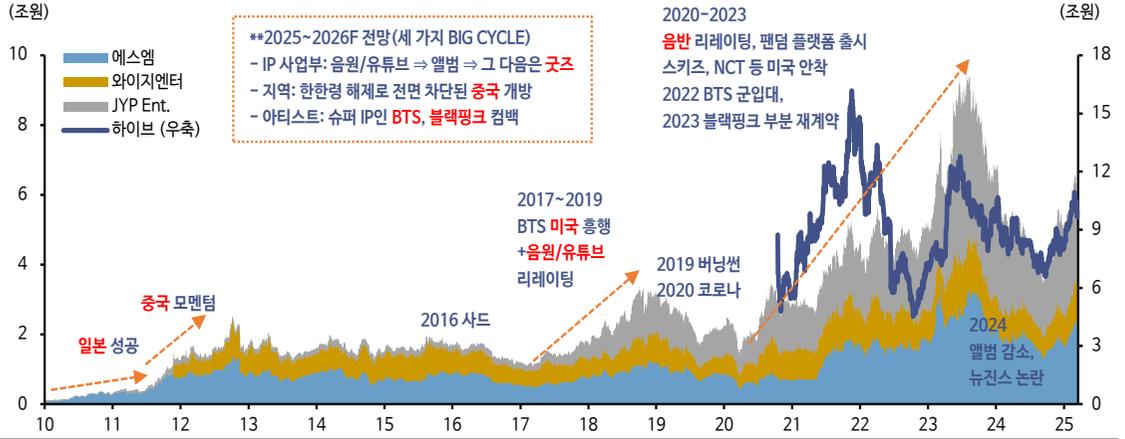
최근 빠르게 오른 주가(YTD 엔터 19.1% vs. 코스피 11.5%)로 고벨류 논란이 종종 피어오른다. 물론 올해만 놓고 보면 싸지 않다(업종 평균 ‘25년 PER 30배). BTS가 올해 돌아오기는 하지만, 실적은 ‘26년에 더 많기 때문이다. 따라서 가장 큰 투자포인트가 슈퍼 IP의 컴백이라면 투자 기간(investment horizon)을 ‘26년으로 넓혀야한다. 엔터 5개사의 ‘26년 합산 영업이익은 9,441억원으로 역대 최고치가 자명하다. TME를 엮은 디어유도 중국 진출이 이제 막 시작됐다. 안드로이드 침투 효과만으로도 50% 가까운 증익, 중국 IP RS는 완전히 상방이 열린다.

이 중 하이브가 최소 5천억원 대로 레벨업된다. 이미 ‘24년 제한적인 BTS 매출 기여도에도 약 1,840억원의 연간 이익 체력을 증명한 가운데, BTS의 전체 실적이 반영돼서다. 글로벌 투어로만 약 1조원의 매출(관객수 300만명 x 티켓가격 20만원, 굿즈 매출)이 기대되는데, 이마저도 상향 조정 여지가 충분하다.

미국의 Dynamic Pricing System으로 티켓가격이 20만원보다 훨씬 높아질 수 있어서다. 참고로 2Q22년 BTS의 미국 라스베이거스 4회 공연+세븐틴의 국내 2회 공연이 반영됐는데, 그 당시 평균 티켓가격이 35만원, 슈가 솔로 월드투어가 있었던 2Q23 평균 티켓가격도 22만원이 넘는다. 이번 투어는 7명이 제대 후 모이는 ‘희소가치’ 높은 완전체 공연과 인플레이션 감안 시 훨씬 더 높아지겠다. 지금은 비싸보이지만, ‘26년 각도에서는 PER 26배다.

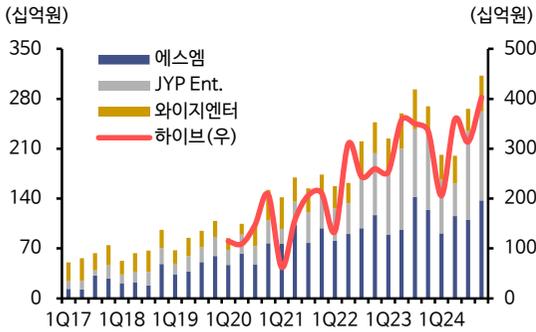
필자가 엔터업종의 투자포인트라고 피력했던 그 외 변수들도 여전히 우호적이다. 펀더멘털 실적, 다양한 매크로 외부변수(환율 수혜, 금리 인하 기초, 미국 관세 영향 無, 중국 경기 부양을 넘어선 한한령 해제 등), IP 모멘텀, 시가총액을 구성하는 이 세 가지 요소가 이렇게까지 조화를 완만하게 이뤘던 적은 몇 번 없었다.

엔터4사 시가총액 및 이벤트 추이



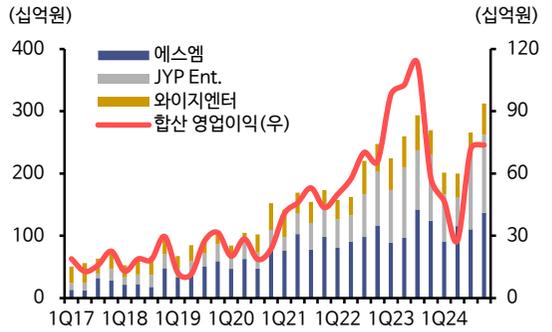
자료: QuantiWise, 신한투자증권

엔터4사 IP 매출액 추이



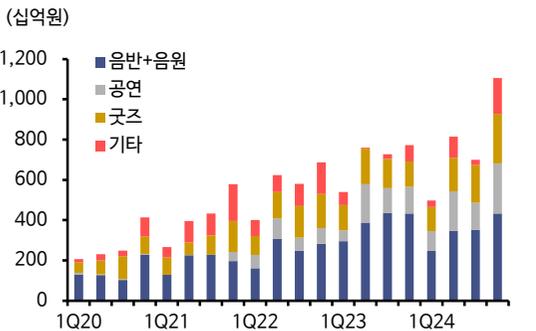
주: 4Q24는 하이브/에스엠/JYP Ent. 실제치, 와이지는 추정치
자료: 회사 자료, 신한투자증권

엔터3사 IP 매출액과 합산 이익의 높은 상관관계



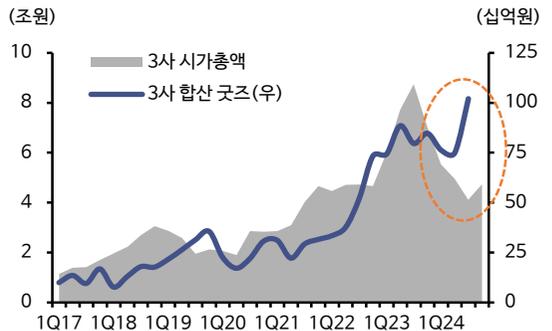
주: 4Q24는 하이브/에스엠/JYP Ent. 실제치, 와이지는 추정치
자료: 회사 자료, 신한투자증권

엔터3사 사업부문별 매출액 추이



주: 상세 실적이 공개된 하이브/JYP Ent./에스엠만 활용
자료: 회사 자료, 신한투자증권

2025~2026F 굿즈 리레이팅의 가능성



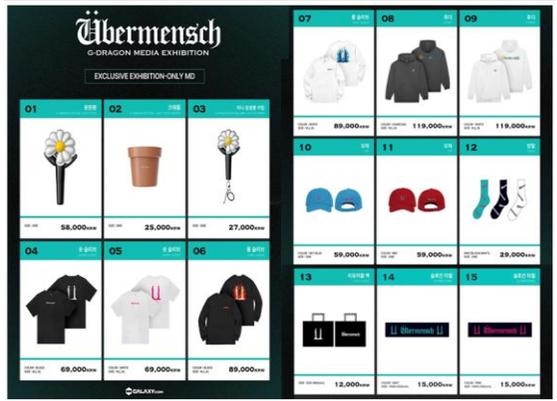
주: 긴 시계열, 음반/음원이 구분되는 에스엠/와이지/JYP Ent. 활용
자료: 회사 자료, 신한투자증권

지드래곤의 위버맨쉬 미디어 전시회(@ 더현대)



자료: 언론 보도, Google Image, 신한투자증권

지드래곤 굿즈(다수 품질)



자료: 언론 보도, Google Image, 신한투자증권

세븐틴 호시 X 켈로그 콜라보



자료: 언론 보도, Google Image, 신한투자증권

NCT X 스타벅스 콜라보



자료: 언론 보도, Google Image, 신한투자증권

에스엠 X 메가커피 콜라보



자료: 언론 보도, Google Image, 신한투자증권

제로베이스원, 엔믹스 X GS25 콜라보



자료: 언론 보도, Google Image, 신한투자증권

베이비몬스터 성수동 팝업스토어 현장



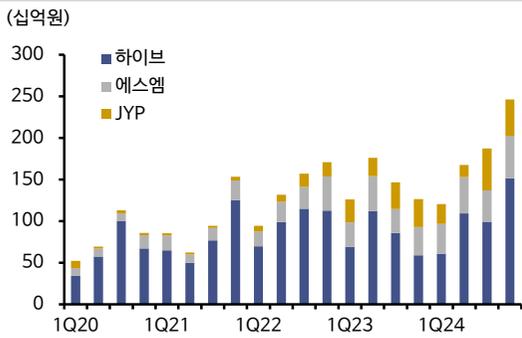
자료: 언론 보도, Google Image, 신한투자증권

상해 세븐틴 팝업스토어



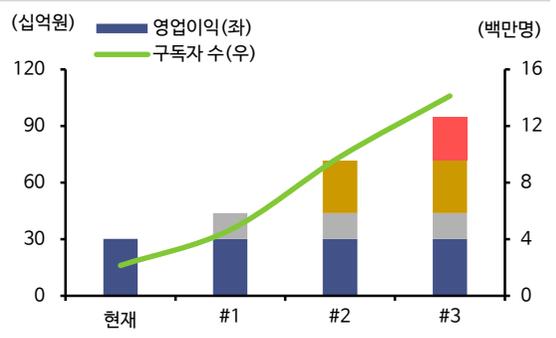
자료: 한국콘텐츠진흥원, Google Image, 신한투자증권

하이브+에스엠+와이지엔터 굿즈 매출액 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

디어유 중국 시나리오별 추가 이익

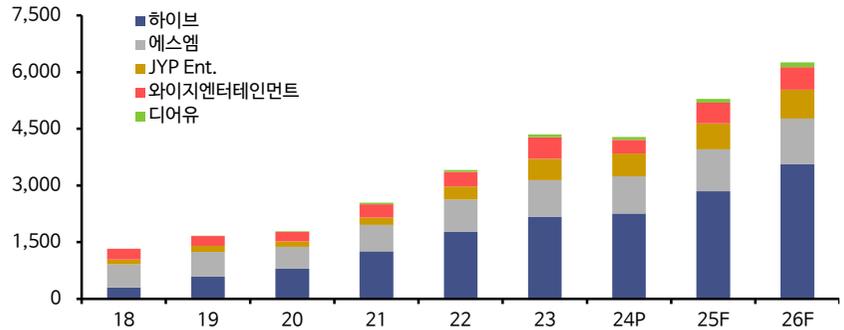


자료: 회사 자료, 신한투자증권

주: 모든 가정은 2Q24 수치 기준, 월 구독료는 4,500원 고정
 시나리오 #1: 기존 IP에 대한 중국 안드로이드 시장 확대
 시나리오 #2: 텐센트 내 산하 플랫폼 가입자의 전환
 시나리오 #3: 중국 IP 신규 진입에 따른 구독자수 증가

엔터 커버리지 5개사 합산 매출액 추이

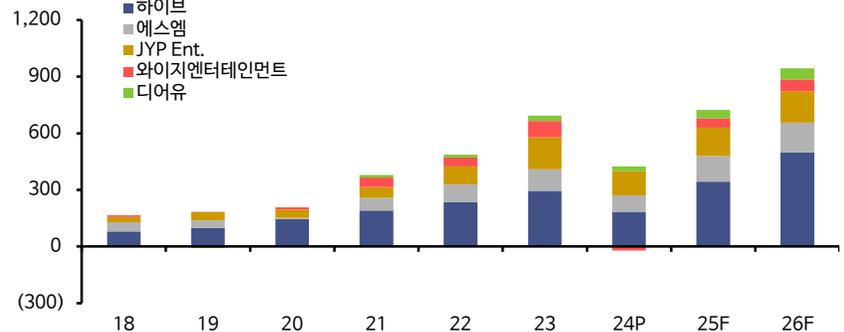
(십억원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

엔터 커버리지 5개사 합산 영업손익 추이

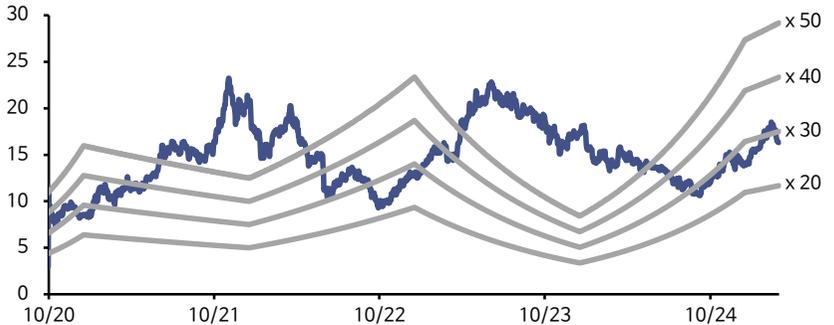
(십억원)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

엔터 커버리지 5개사 합산 PER 추이

(조원)



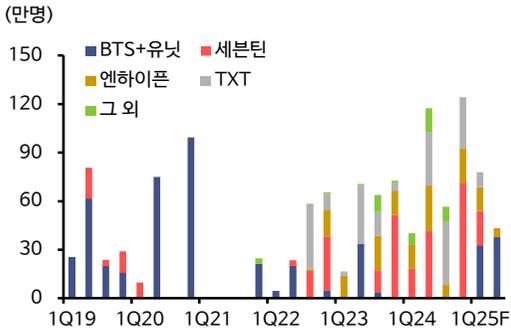
자료: QuantiWise, 신한투자증권

주: '25년 기준 하이브 41.9배/에스엠/20.4배/JYP Ent. 20.8배/와이지 24.4배/디어유 25.4배/합산 30배
'26년 기준 하이브 25.9배/에스엠 16.8배/JYP Ent. 18.8배/와이지 20.6배/디어유 20.4배/합산 22배

회사별 아티스트 파이프라인		15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25F	
하 이 브	BTS						재계약			입대	제대	완전체캠백	
	TXT					데뷔							
	세븐틴	데뷔						재계약					
	엔하이픈						데뷔						
	르세라핌								데뷔				
	뉴진스								데뷔				
	&TEAM(일본)								데뷔				
	보이넥스트도어									데뷔			
	TWS											데뷔	
	아일릿											데뷔	
	KATSEYE(미국)											데뷔	
	新 남자(한국)												데뷔
新 남자(일본)												데뷔	
新 남자(라틴)												데뷔	
J Y P E N T.	2PM	재계약			재계약/입대	입대							
	트와이스	데뷔							재계약				
	데이식스	데뷔						입대	재계약/입대				
	스트레이 키즈				데뷔								
	ITZY					데뷔							
	니쥬(일본)						데뷔						
	Xdinary Heroes							데뷔					
	엔믹스								데뷔				
	VCHA(미국)											데뷔	
	NEXZ(일본)											데뷔	
	킥플립											데뷔(1/20)	
	新 L2K (라틴)											데뷔(2H)	
新 남자(중국, Project C)											데뷔 예정		
에 스 엠	동방신기			입대	재계약								
	슈퍼주니어			입대									
	샤이니				재계약/입대	입대		입대					
	소녀시대			재계약									
	EXO					입대	입대	입대	입대				
	레드벨벳							재계약					
	NCT		데뷔						재계약/입대				
	Way V (중국 JV)					데뷔							
	에스파						데뷔						
	RIIZE									데뷔			
	NCT Wish											데뷔	
	næ vis(버추얼)											데뷔	
하츠투하츠											데뷔(2/24)		
디어앨리스											데뷔(2/21)		
新 남자											데뷔(4Q)		
와 이 지 엔 터	빅뱅	재계약			입대	입대	재계약			전원 계약종료			
	2NE1											완전체캠백	
	약동뮤지션							재계약					
	위너						입대		재계약/입대				
	블랙핑크		데뷔							재계약		완전체캠백	
	트레저						데뷔						
베이비몬스터											데뷔(4/1)		

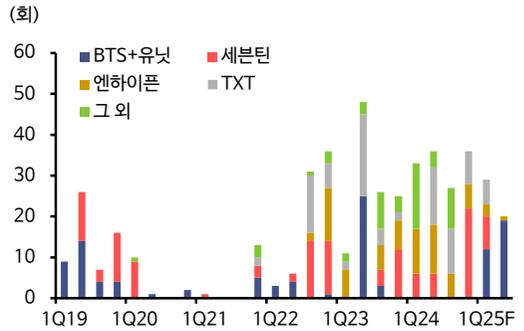
자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권 / 주: ~7년차 이하: 청색/ 8년차~: 황색 / 신규 라인업은 확실히 발표된 것만 반영

하이브 콘서트 관객수 추이



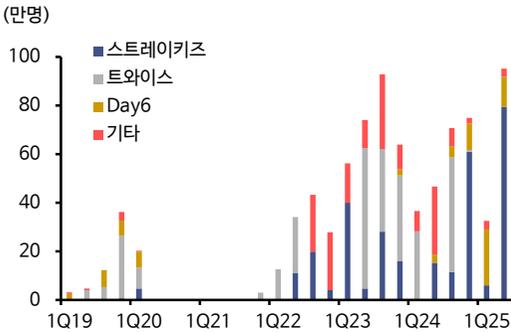
자료: 회사 자료, 신한투자증권

하이브 콘서트 횟수 추이



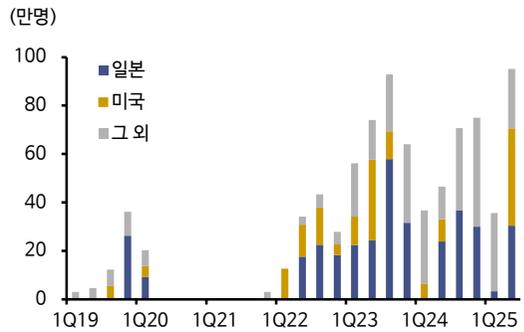
자료: 회사 자료, 신한투자증권

JYP Ent. 콘서트 관객수 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

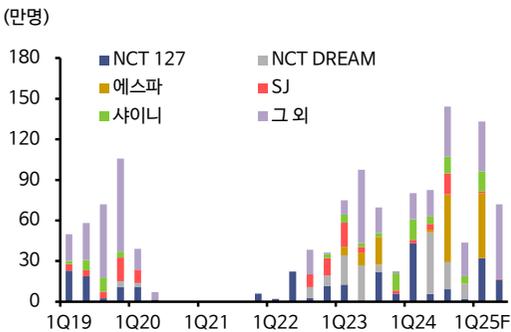
JYP Ent. 지역별 콘서트 횟수 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

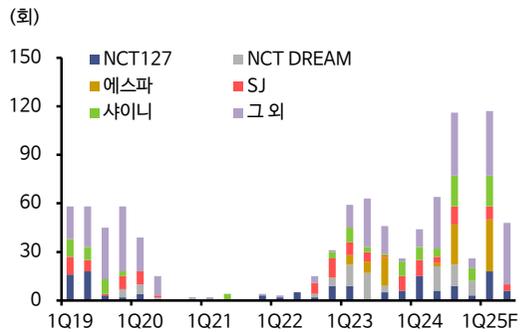
주: 일본 공연은 1개 분기 레깅돼 인식, 1Q25부터는 당분기 인식

에스엠 콘서트 관객수 추이



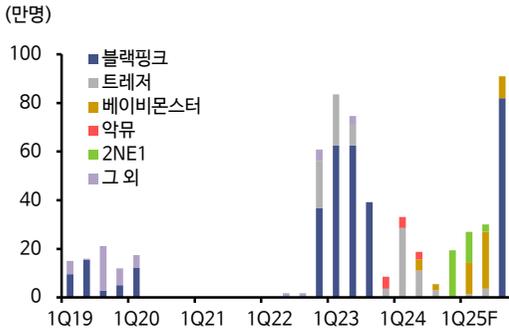
자료: 회사 자료, 신한투자증권

에스엠 콘서트 횟수 추이



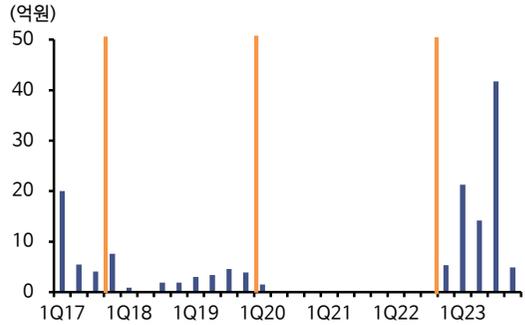
자료: 회사 자료, 신한투자증권

와이지엔터 콘서트 관객수 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

와이지엔터 일본 외 콘서트 회당 MG 추이

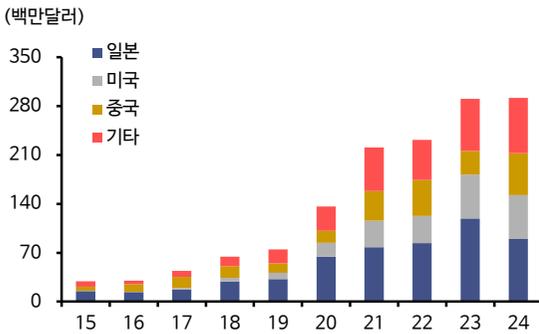


자료: 회사 자료, 신한투자증권

주: 콘서트 매출액 ÷ 일본 외 콘서트 횟수

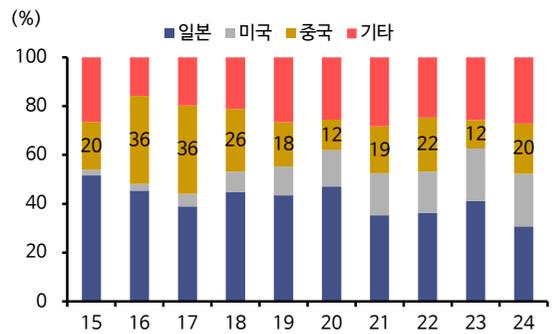
일본 콘서트는 회당 MG가 아닌 수익배분(관객수 x 티켓가격, 비용 참가 후 순이익) 구조로 '로열티' 실적으로 인식

전체 앨범 수출 금액



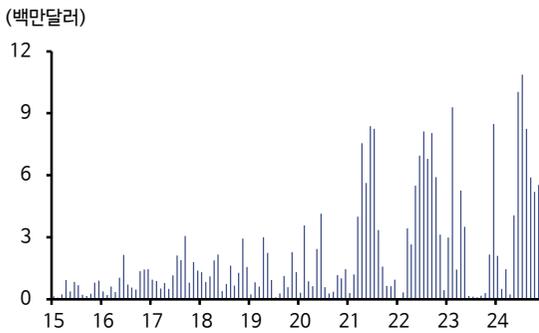
자료: 관세청, 신한투자증권

국가별 앨범 수출 비중



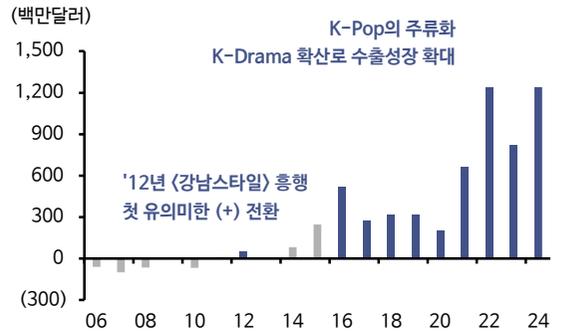
자료: 관세청, 신한투자증권

중국 앨범 수출 금액



자료: 관세청, 신한투자증권

음향/영상 서비스수지



자료: ECOS, 신한투자증권

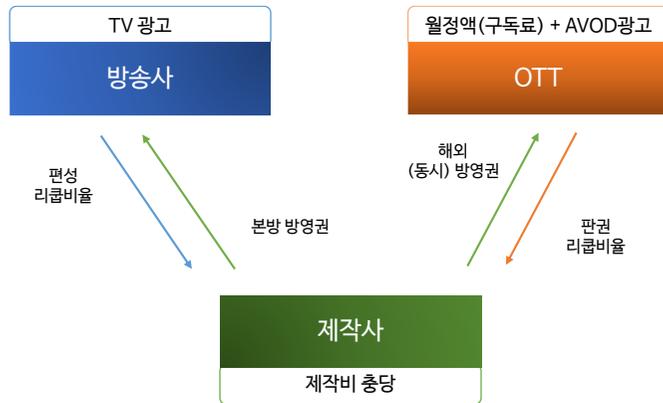
[미디어] 거센 산업 판도의 변화

넷플릭스 세력만 확대되는...

미디어 제작산업의 업황은 그닥 좋지 못하다. 25/1/20 산업자료에서 깊이 다뤘듯, Stage ① [과거] 기대했던 콘텐츠 가격 인상 ⇒ 남은 건 제작비 증가, Stage ② [현재] 방송사+제작사 바인딩 ⇒ 글로벌 OTT 대항, Stage ③ [전망] 방송사+해외 OTT 바인딩 총 세 번의 판도를 지나고 있다.

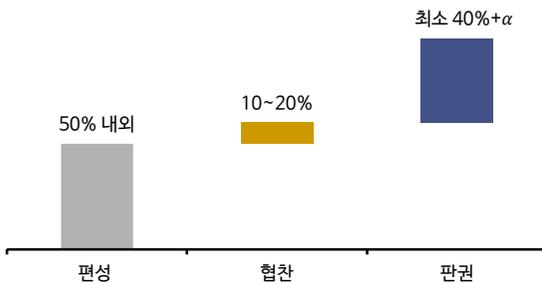
올해는 제작사들의 적극적인 제작비 통제와 제작편수 증가가 맞물려 펀더멘털 측면에서 크게 호전될 수 있었던 상황이나... 이러한 변화(Stage ③)로 넷플릭스의 세력만 더욱 가속화됨과 동시에 자국 OTT+제작사간의 결합 강도가 낮아져 더욱 건강하지 못한 구조로 흘러갈 개연성이 높아졌다. 이 위기를 넘어서 리레이팅하기 위해서는 ① 글로벌 OTT로부터 받는 수익구조가 진화(제작비 대비 리쿱 ⇒ 트래픽/시청수(viewership) 대비 수익배분)되거나, ② 중국이 열리는 길 밖에 없었다. 다행히 중국 개방이 현실화돼 숨통이 트이기만을 간절히 기다리고 있다.

BASE: 콘텐츠 수익구조



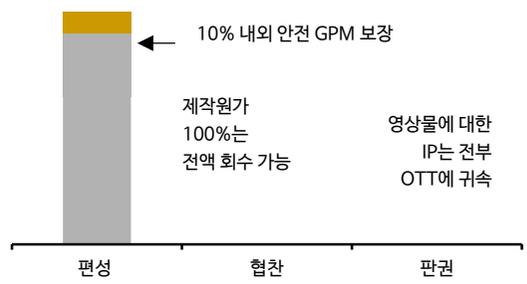
자료: 신한투자증권

기본 콘텐츠 수익모델(IP 보유 기준)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

기본 콘텐츠 수익모델(OTT 오리지널)



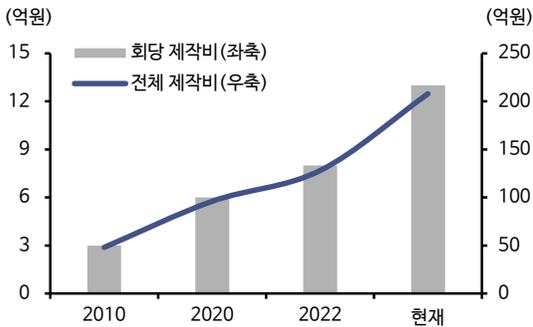
자료: 회사 자료, 신한투자증권

Stage ① [과거] 기대했던 콘텐츠 가격 인상 ⇒ 남은 건 제작비 증가



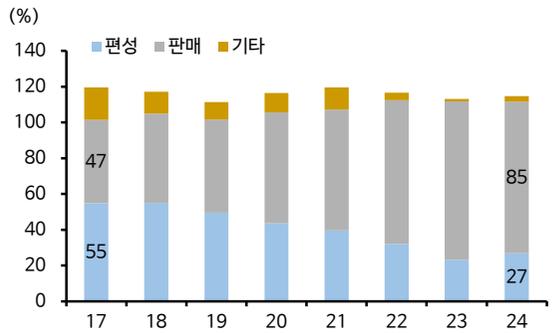
자료: 신한투자증권

콘텐츠 제작비 상승



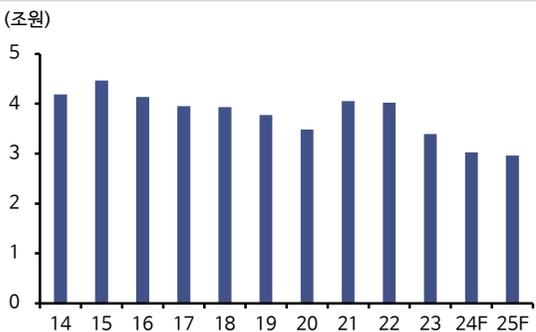
자료: 산업 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 리쿱비율 상승(편성, 판권)



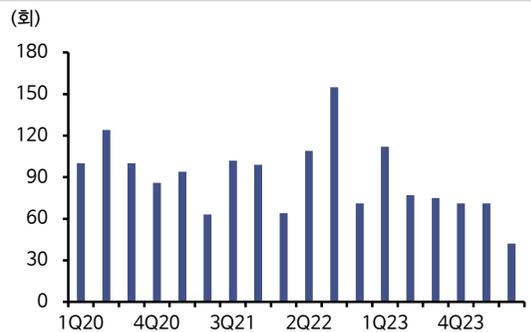
자료: 회사 자료, 신한투자증권

국내 방송 광고 시장 규모 축소



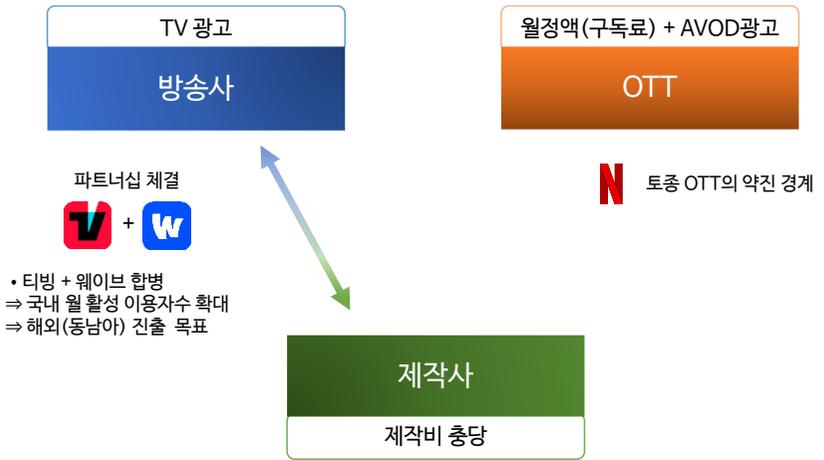
자료: KOBACO, 신한투자증권

스튜디오드래곤의 드라마 제작편수 축소



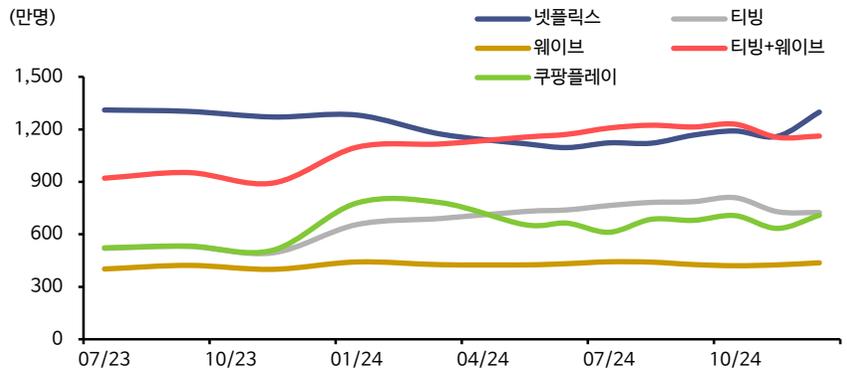
자료: 스튜디오드래곤, 신한투자증권

Stage ② [현재] 방송사+제작사 바인딩 ⇒ 글로벌 OTT 대항



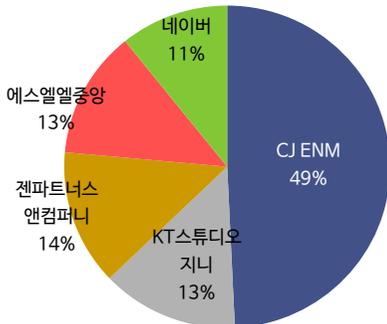
자료: 신한투자증권

국내 OTT MAU 추이



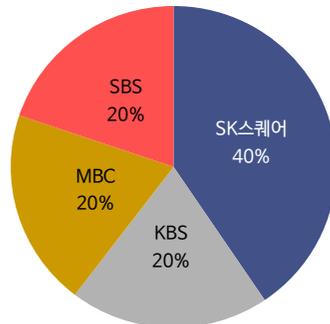
자료: 모바일인덱스, 신한투자증권

티빙 주주구성



자료: 회사 자료, 신한투자증권

웨이브 주주구성



자료: 회사 자료, 신한투자증권

이전 드라마 수익률



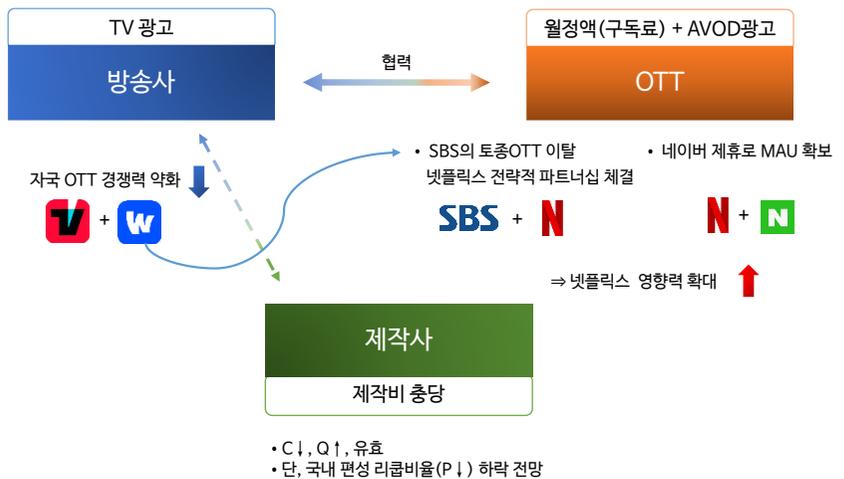
자료: 회사 자료, 신한투자증권

향후 드라마 수익률



자료: 회사 자료, 신한투자증권

Stage ③ [향후] 방송사+해외 OTT 바인딩 ⇒ 적과의 동침
: 자국 OTT + 제작자 간 협력 강화 / 넷플릭스의 세력 강화



자료: 신한투자증권

IV. 광고 지각 변동

미디어 제작산업에 큰 판도 변화가 있다면, 연쇄적으로 광고업계에도 지각 변동이 필연적이다. 콘텐츠의 1차 바이어인 방송/채널들의 기초 수익이 광고이기 때문이다. 광고주들은 채널/플랫폼들의 변화에 민감하게 반응할 수 밖에 없다.

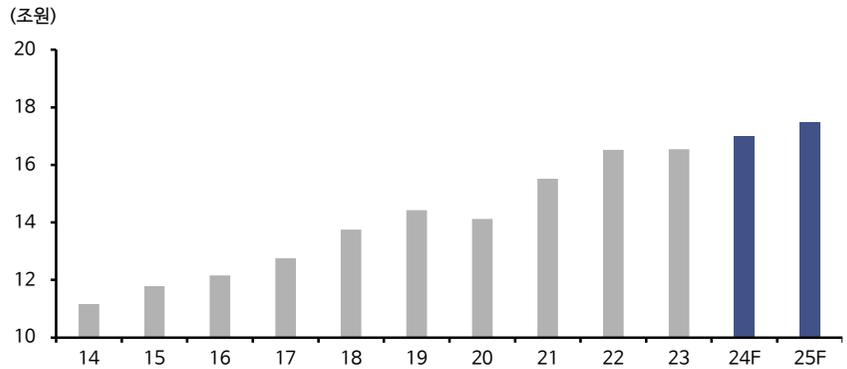
광고 산업의 현 주소

경기와 매우 밀접한 광고

광고는 경기와 아주 밀접하게 연결되어 있다. 경기가 살아날 때 매출 성장을 촉진하기 위해 마케팅을 확대하는 경향도 있지만, 반대의 경우에는 매출 둔화를 우려해 가장 먼저 마케팅/광고 비용을 손대기 때문이다.

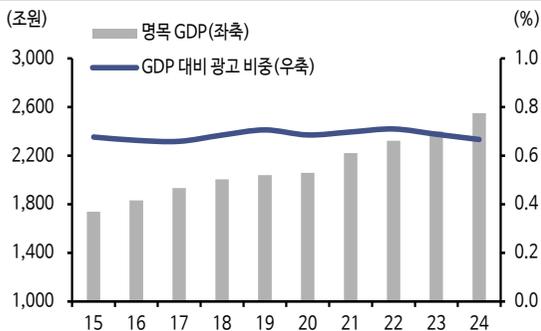
국내 광고 시장은 코로나19 직격타를 맞은 '20년, 그리고 사회적 거리두기 반사수혜가 사라진 '23년을 제외하면 한국 명목 GDP의 0.7% 수준을 유지하며 성장해왔다. 경제성장률과 광고시장 증감률 추이를 살펴보면 광고시장의 변동폭은 더 크지만, 전반적으로 경제 흐름과 동일한 방향으로 움직이고 있음을 알 수 있다.

국내 광고시장 규모 추이 및 전망



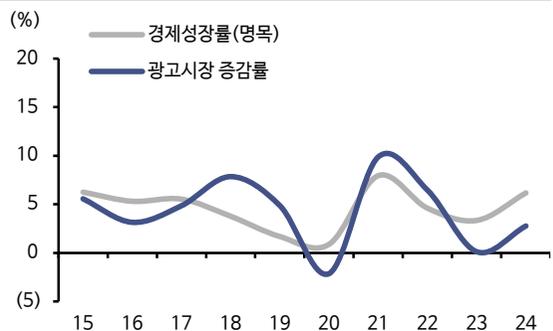
자료: KOBACO, 신한투자증권

명목 GDP 대비 광고 비중 추이



자료: ECOS, KOBACO, 신한투자증권

국내 경제성장률 및 광고 시장 증감률 상관관계



자료: ECOS, KOBACO, 신한투자증권

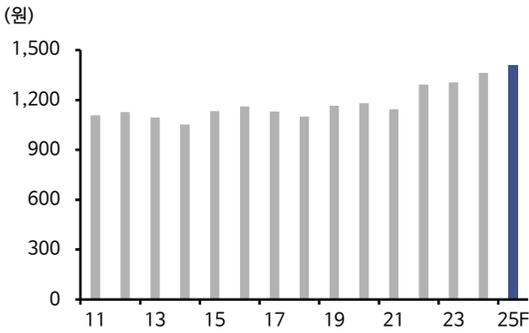
2024년 광고 시장 복귀 및 2025년 전망

‘24년을 돌아해보면, 한국 경제는 글로벌 경기침체, 고물가, 수출 부진 등에서 벗어나 점진적인 내수 회복을 기대했었다. 이에 더해 파리 올림픽이라는 반가운 모멘텀도 있었기에 광고 시장의 반등의 계기가 될 것으로 예상했다.

그러나 지정학적 리스크, 대외 불확실성이 확산되며 경기 침체는 장기화됐고, 연초 기대했던 광고 회복 시그널은 확인할 수 없었다. 파리올림픽마저도 시차로 인한 새벽 경기 편성과 한국 대표팀의 주요 인기 종목 출전 실패로 대중의 관심이 시들해진 결과, 광고 특수효과는 제한적이었다.

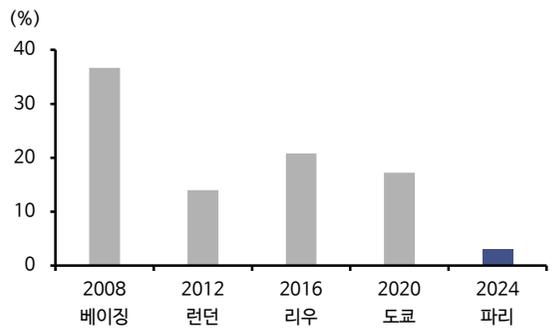
게다가 전통적인 광고 성수기인 12월, 그 누구도 예상치 못한 정치적 이슈와 그에 따른 환율 속등, 무안 여객기 참사 등 연이은 악재로 소비자심리지수와 기업심리지수는 급락했다. 광고 시장은 급속도로 얼어붙어 광고 대목을 온전히 누리지 못한 채 아쉬운 한 해를 마감했다.

원달러 환율 추이 및 전망



자료: ECOS, 신한투자증권

역대 올림픽 시청률



자료: 닐슨, 신한투자증권

소비자심리지수(CSI)



자료: ECOS, 신한투자증권

기업심리지수(BSI)



자료: ECOS, 신한투자증권

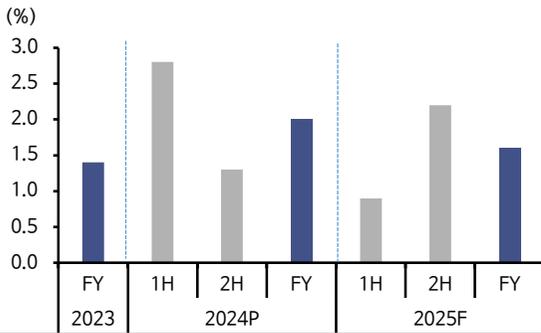
주: BSI 지수≥100: 경기 호전 / BSI 지수<100: 경기 침체 전망

‘25년 또한 녹록치 않다. 국내 정세는 여전히 매우 불안정해서다. 이에 일부 기업들은 또다시 보수적인 톤을 유지하며 마케팅 예산 효율화에 나섰다.

KDI 한국개발연구원에 따르면 ‘25년에는 내수의 완만한 회복을 기대하면서도 수출 증가세 둔화 및 여전히 존재하는 대내외적 불확실성에 따라 상반기 GDP 성장률은 상반기 0.9%, 하반기 2.2%, 연간 기준 1.6%으로 전망한다.

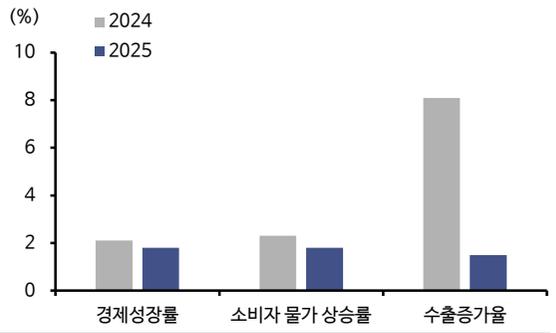
이를 고려할 때 광고시장은 하반기로 갈수록 점차 회복하는 양상이 나타나 ‘24년 17조원에서 ‘25년 17.4조원 규모로 소폭 성장이 예상된다.

한국 GDP 성장률 추이 및 전망



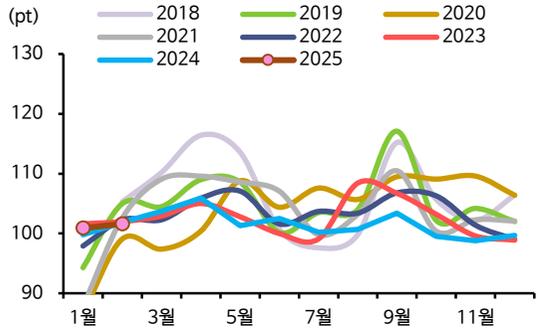
자료: 한국은행, KDI, 신한투자증권

한국 정부 경제전망 전망치 비교



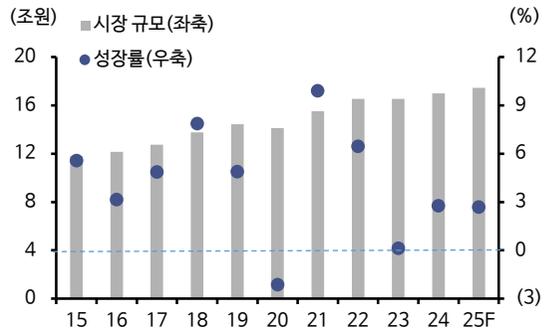
자료: 한국은행, 기획재정부, 신한투자증권

월별 종합 광고경기전망지수(KAI)



자료: KOBACO, 신한투자증권

전체 광고시장 규모와 성장률 추이



자료: KOBACO, 신한투자증권

광고 산업에 대한 재평가

재평가 필요성에 대한 근거 세 가지

저성장 국면에 접어든 한국 경제에서 앞으로 괄목할 만한 총 광고 시장의 성장을 찾아보기는 어려울 것으로 판단된다. 그럼에도 불구하고 광고 산업에 대한 재평가를 요구한다. 세 가지 근거는 아래와 같다.

- ① 총 광고 시장 대비 가파른 모바일 광고 시장 성장세
- ② 경기 침체 타격에 비교적 덜 민감한 모바일 광고
- ③ 디지털 광고의 새로운 성장 동력 포착

① 온라인/모바일 광고시장에서 돋보이는 성장세

고환율, 고물가, 그리고 지정학적 불확실성까지 가중되는 비우호적인 매크로 환경 속에서도 온라인, 모바일 광고 시장만큼은 꾸준히 성장하고 있다.

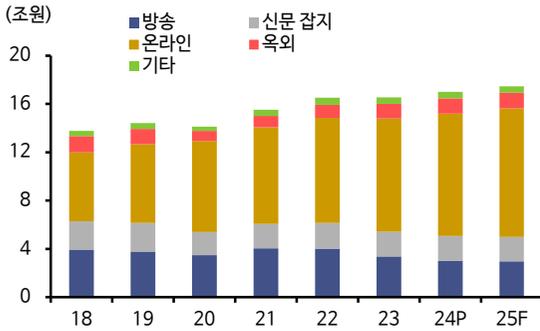
‘24년 총 광고시장 규모는 17조원으로 전년 대비 2.8% 성장했으며, ‘25년 역시 2~3% 수준의 성장이 전망된다. 이 중 온라인 광고는 ‘24년 처음으로 10.1조원을 기록하며 전년대비 8.2% 증가했다. 이는 전체 광고 시장 성장률 대비 약 3배 가파른 수치로, 온라인 광고의 전체 시장을 상회하는 고성장세는 계속되고 있다.

온라인 광고의 성장을 이끄는 핵심 동력은 모바일이다. ‘16년 전통 주력 매체였던 방송 광고를 추월한 모바일 광고는 비우호적인 시장 환경 속에서도 지난 8년사이 연평균 18.9%의 비교적 가파른 성장세를 보이고 있다. 그 결과 ‘16년 16.3%에 불과했던 모바일 광고 점유율은 ‘24년 46.4% 수준까지 확대되어 현 시대의 주력 광고 시장으로 자리매김했다. 시장 규모 기준으로는 ‘24년 7.8조원에서 ‘25년 8.3조원 규모로 확대될 전망이다.

이 같은 성장세는 현대인의 뉴미디어 중심 소비 행태 변화와 맞물려있다. 과학기술정보통신부에 따르면 지상파 방송 주간 이용률은 ‘22년 90%에서 ‘24년 85%로 떨어졌다. 유료방송 또한 마찬가지다. 반면 모바일 매체 이용시간은 매년 증가하고 있다. 이는 모바일 광고 시장 성장을 뒷받침하는 주요 요인으로 작용한다.

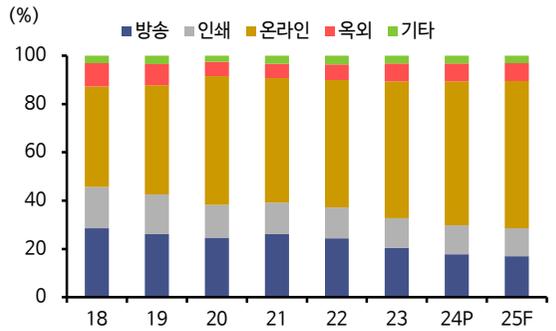
더욱이 올해 국내 대표 방송사인 SBS가 자사 콘텐츠의 대부분을 넷플릭스에 공급하기 시작하고 지상파-OTT 간의 결합력이 강력해질수록, 전통 매체에서 온라인 매체로의 시청자 및 광고 이동은 더욱 가속화될 전망이다.

한국 광고 매체별 규모 추이



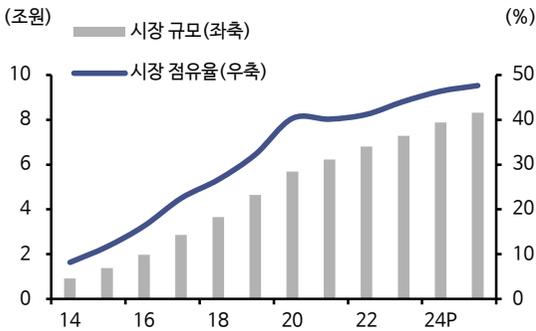
자료: KOBACO, 신한투자증권

한국 광고 매체별 비중 추이



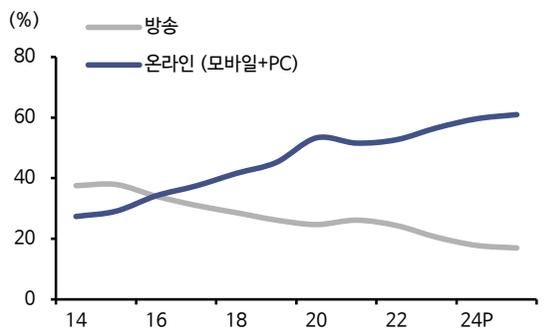
자료: KOBACO, 신한투자증권

모바일 광고 시장 규모 및 점유율 추이



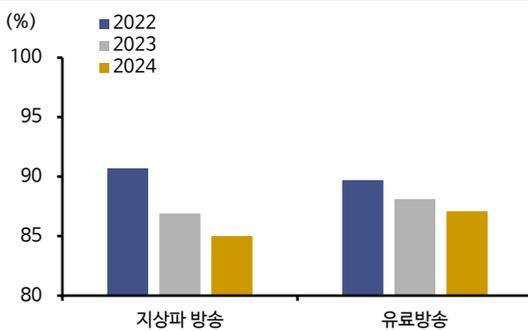
자료: KOBACO, 신한투자증권

방송, 온라인 광고 시장 점유율 추이



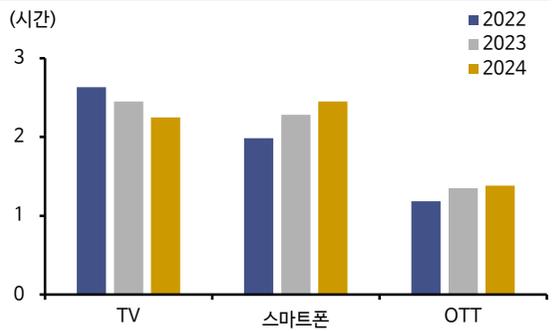
자료: KOBACO, 신한투자증권

방송 프로그램 이용률(최근 1주)



자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

매체 이용시간 추이



자료: 방송통신위원회, 정보정책연구원, 신한투자증권

② 상대적으로 경기에 덜 민감한 모바일 광고

경기 상황에 민감한 광고 시장이지만, 그 가운데에서도 온라인/모바일 광고만큼은 상대적으로 경기 타격을 덜 받는다. 현대인이 주로 사용하는 매체는 모바일이며, 모바일 매체 구매 전환율은 44.2%로 TV(27.4%)등 타 매체 대비 광고 효과가 월등히 높기 때문이다. 브랜드 인지도 측면에서도 마찬가지로 모바일 매체 광고 효과가 타 매체 대비 우월하다. 따라서 경기 위축 국면일수록 광고주는 매출로 이어지는 효과가 확실한 모바일 광고를 더욱 선호하는 경향이 짙다.

모바일 매체는 개인 단말기 기반이기 때문에, 유저의 소비 패턴, 선호도 등 행동 데이터를 확보하기에 용이해 오디언스 타겟팅에 유리하다. 세밀한 광고 효과 분석도 가능하다. 다수를 대상으로 일방향적으로 콘텐츠를 공급하는 TV, 라디오, 신문 등에서 제공할 수 없는 부분이다. 광고 효율 극대화를 원하는 광고주의 니즈에 부합하는 모바일 광고로의 쏠림 현상은 계속될 것으로 판단한다.

③ 디지털 광고의 새로운 성장 동력 포착

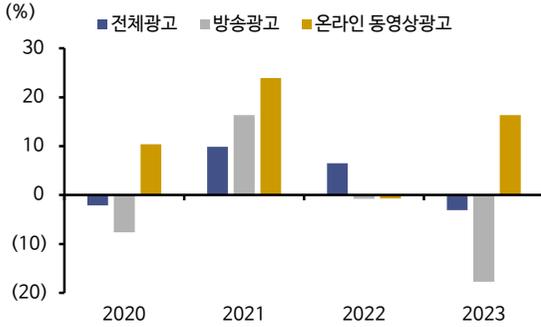
(1) OTT 및 각종 스트리밍 서비스에서도 광고 도입과 확산이 활발해지고 있다. 초기의 불확실성을 극복하고 4년차에 접어든 현재, 드디어 충분한 레퍼런스가 확보됐다. OTT 플랫폼의 영향력이 증가하면서 광고주의 신뢰도 및 선호도도 높아졌다. 또한 KBO를 비롯한 스포츠 생중계, <오징어게임3> 등 흥행 콘텐츠 라인업이 다수 준비해있어 OTT형 광고는 올해에도 대폭 확대될 것으로 전망한다.

더불어 음원, 샷폼 등 다양한 신규 분야에서의 광고 시장 진출은 디지털 광고 인벤토리 확장이자 온라인 광고 시장의 성장으로 이어질 것이다.

(2) AI와 광고의 결합은 오디언스 타겟팅과 매체 구매/판매, 광고 성과 관리 등 전 영역에서 광고 효율성 증진에 기여하고 있다. 또한 글로벌 파트너사와의 전략적 제휴를 통해 안정적인 광고 지면 및 광고 물량을 확보하는 움직임이 보인다.

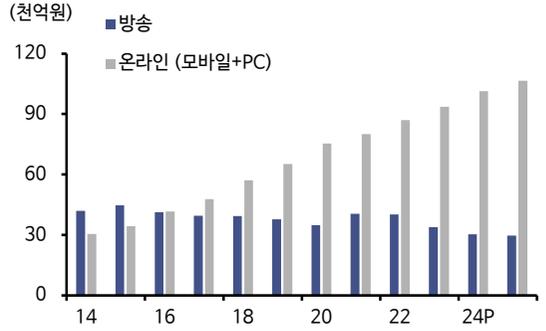
시장 관심과 멀어져있으나, '25년 성장하고 있는 모바일/디지털 환경은 확실히 개선되고 있다. 그 안에서도 OTT·스트리밍 시장에서의 레퍼런스, AI 기술력과 글로벌 파트너사와의 네트워크 역량에 따라 실적 차별화가 나타나겠다. 옥석 가리기가 중요한 순간이다. 광고 산업 트렌드와 주목해야 하는 투자포인트들에 대해 후술하고자 한다.

전체/방송/온라인 동영상 광고 성장률 비교



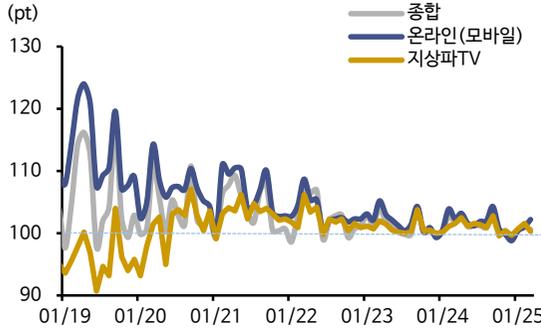
자료: 방송통신위원회, 정보정책연구원, 신한투자증권

방송/온라인 광고 규모 추이



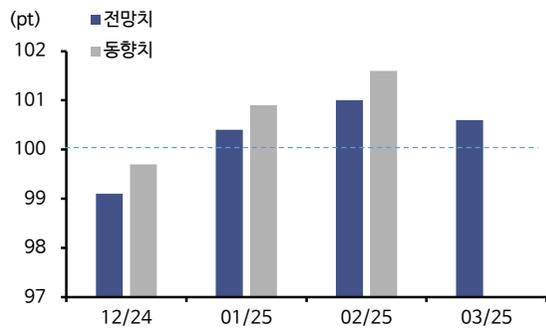
자료: 방송통신위원회, 정보정책연구원, 신한투자증권

종합/지상파/온라인 광고경기전망지수(KAI) 추이



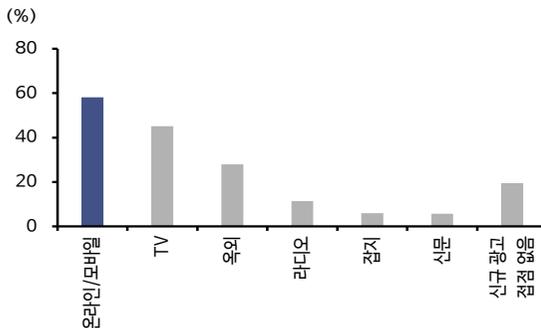
자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

24년 12월 이후 온라인 광고경기 동향 및 전망



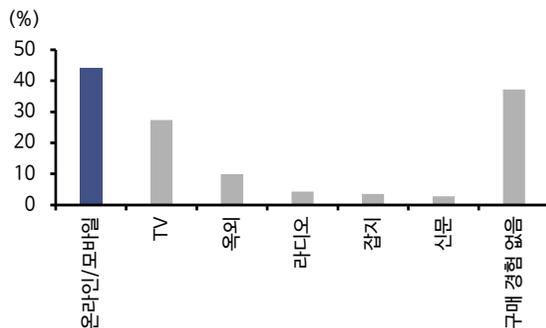
자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

새로운 브랜드를 인지한 광고 매체



자료: 인크로스, 신한투자증권

새로운 브랜드 인지 후 구매전환율



자료: 인크로스, 신한투자증권

광고 트렌드: ① 스트리밍 2.0, 핵심 비즈니스 모델로 광고 도입

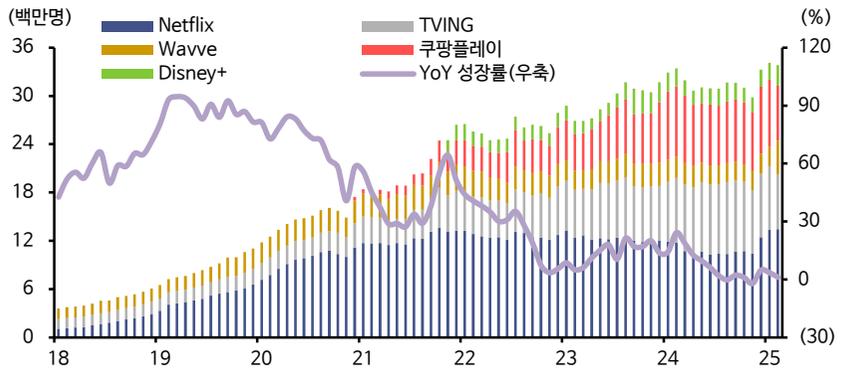
본격적으로 광고 수익화 단계에 진입한 OTT

‘16년 넷플릭스 한국 진출을 필두로, OTT 시장이 본격 개화하면서 현대인의 콘텐츠 소비방식에 큰 변화가 생겼다. 고정된 시간대에 편성표에 따라 콘텐츠를 송출하는 Linear TV(지상파) 대신 시·공간 제약 없이 OTT로 자유롭게 원하는 콘텐츠를 시청하는 형태로의 변화이다. 특히나 OTT는 기존에 접근성이 낮았던 해외 콘텐츠를 대거 포함하고, 때론 해당 OTT를 통해서만 오리지널(독점) 콘텐츠를 시청할 수 있다는 부분에서 OTT 시청 인구는 단기간에 급속도로 증가했다.

방송통신위원회에 따르면 ‘24년 국민 10명 중 7.9명은 OTT를 시청하고 있다. 10-30대 사이에서 OTT 이용률이 100%에 육박하는 것은 물론, 4-50대 사이에서도 90%에 가깝다. 더욱이 유료 OTT 서비스 이용자는 평균 2.8개를 다중구독하고 있을 만큼 OTT는 현대인에게 일상이자 주류 미디어가 됐다.

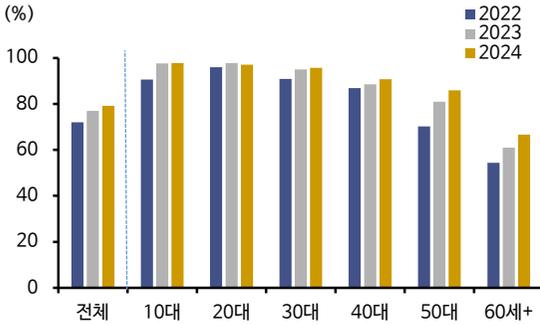
다만 급속도로 성장하던 OTT시장은 ‘22년 성숙단계에 접어들며 구독자 정체/하락이 나타나기 시작했고, 수익성 향상이 그들의 주요 비즈니스 과제로 부상했다. OTT 업계에서 구독자 정체에서 비롯된 실적 악화 구간을 탈피하기 위해 제시한 신규 전략은 바로 스포츠 중계를 비롯한 콘텐츠 장르 다각화 및 구독료 인상/계정 공유 금지, 각종 제휴 이벤트, 그리고 궁극적으로는 광고 수익화이다.

국내 OTT MAU 추이



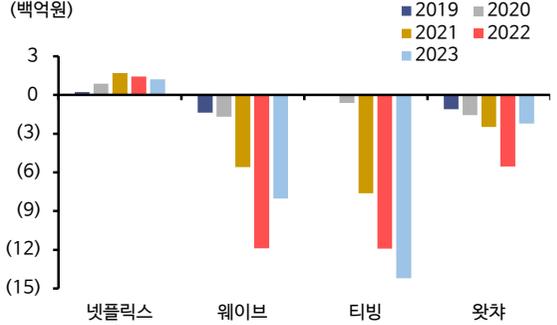
자료: 센서타워, 신한투자증권

세대별 OTT 이용률 추이



자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

국내 OTT 연간 영업손익 추이



자료: Dart, 방송통신위원회, 신한투자증권
주: 넷플릭스 한국 매출

넷플릭스는 광고 기반 구독 상품을 '22년 11월 한국 포함 미국, 일본 등 글로벌 지역에 출시했다. 기존 요금제를 인상하거나 비광고 요금제 중 가장 싼 가격대 상품을 폐지하였고, 계정공유 제한을 통해 광고요금제 신규가입/전환을 유도했다.

OTT가 광고요금제에 주목하는 이유는 기본 요금제 대비 저렴한 가격으로 진입 장벽을 낮춰 구독자(B2C)를 확보하는데 유리하고, 기업(B2B)으로부터 광고 수익을 추가로 창출할 수 있는 일석이조 효과가 있기 때문이다.

넷플릭스 한국 요금제 현황

항목	광고형 스탠다드	비광고	
		스탠다드	프리미엄
월 구독료	5,500원	12,000 → 13,500원	14,500 → 17,000원
최대 해상도	1080p	1080p	4K HDR
동시시청 인원	2명	2명	4명
오프라인 저장	2대 기기, 최대 15편	2대 기기, 최대 100편	6대 기기, 최대 100편

자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

국내 넷플릭스 정책 변동 타임라인

시기	내용
01/16	넷플릭스 한국 진출
04/21	30일 무료체험 서비스 중단
11/21	요금제 가격 인상(베이직 제외)
11/22	광고형 스탠다드 요금제 출시
11/23	계정 공유 제한 정책 실시
12/23	신규, 재가입 회원 대상 베이직 요금제 판매 중단
11/24	네이버플러스 멤버십 제휴, 월 4,900원에 광고형 스탠다드 시청 가능

자료: 넷플릭스, 언론 보도, 신한투자증권

티빙 국내 요금제 현황

항목	광고형 스탠다드	비광고		
		베이직	스탠다드	프리미엄
월 구독료	5,500원	9,500원	13500원	17000원
최대 해상도	1080p	720p	1080p	1080p+4K
동시 접속	2대	1대	2대	4대
다운로드	15회	20회	300회	400회

자료: 티빙, 신한투자증권

디즈니플러스 한국 요금제 현황

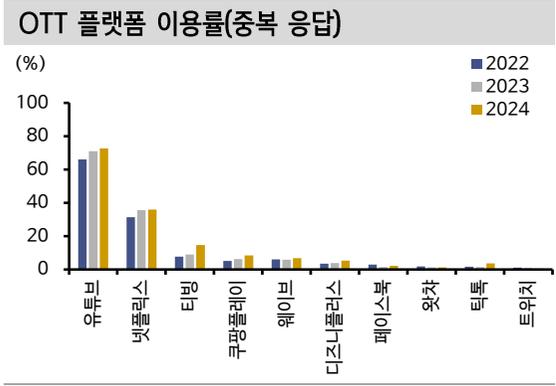
항목	스탠다드	프리미엄
월 구독료	9,900원	13,900원
연 요금제	99,000원(-16%)	139,000원(-16%)
해상도	1080p	4K+HDR
동시 접속	2대	4대

자료: 디즈니플러스, 신한투자증권
주: 현재 국내에는 광고형 요금제 없음

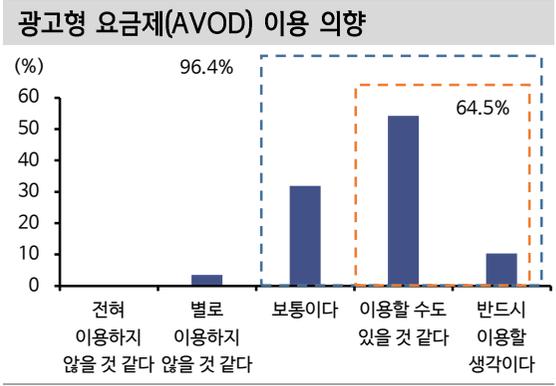
가장 최근 4Q24 실적발표(글로벌 기준)에 따르면, 넷플릭스 신규 가입자 중 55%가 광고요금제를 선택하고 있다. 출시 2년만에 광고형 월 이용자 7천만명을 돌파하여 불과 1년 사이에 4.6배 증가했고, 분기 기준으로도 전분기 대비 30% 증가하며 여전히 높은 성장률을 보이고 있다.

넷플릭스뿐 쿠�팡플레이, 티빙, 디즈니+, 웨이브 등 각종 OTT에서도 광고요금제(AVOD)를 출시하고, 광고를 새로운 핵심 수익원으로 설정하는 추세다. 디즈니플러스(글로벌)는 AVOD 신규 유입 비중이 60%라고 발표했으며, 아직 광고 시장에 진출하지 않았던 쿠�팡플레이는 이번 3월 스포츠 중계(2026 FIFA 북중미 월드컵 예선) 프로그램에 광고를 삽입하는 것을 시작으로 광고 부문까지 사업 영역을 넓힌다. 장기적으로는 광고요금제 도입 가능성도 유효하다고 평가한다.

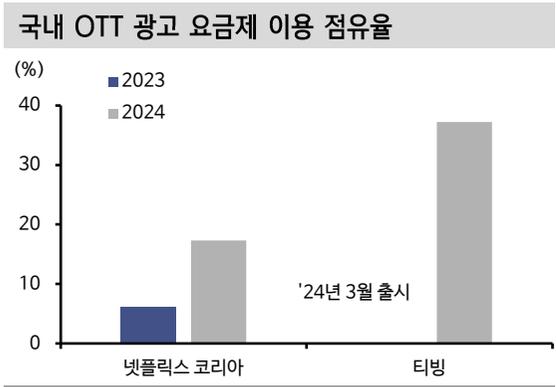
2024 방송경영평가에 따르면 국내 기준 광고요금제 점유율은 넷플릭스 17.3%('23년 6.0%), 티빙 37.2%로 매해 증가하고 있다. 처음부터 광고 요금제에 가입하는 신규 가입자 비율도 각 59.2%, 86.2%로 매우 높은 만큼, OTT 업계 광고 비즈니스 모델은 성공적으로 시장에 안착했다.



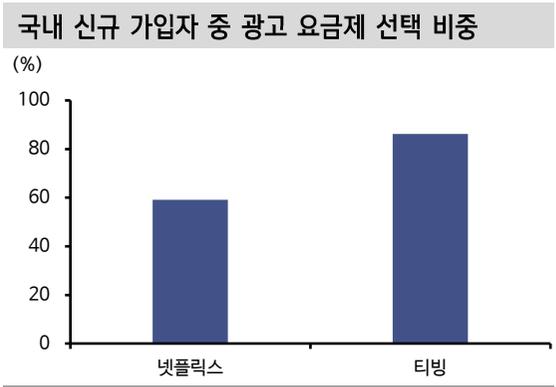
자료: 방송통신위원회, 신한투자증권



자료: 방송통신위원회, 신한투자증권



자료: 방송통신위원회, 신한투자증권



자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

이용자 확보, 그 중에서도 광고형 요금제로의 유입을 가속화시킬 전략들은 계속 발표되고 있다. 작년 3월, 티빙은 광고요금제 출시 및 KBO 스포츠 독점중계 효과로 MAU 5~600명대의 박스권 횡보 추세를 끊고 10월 역대 최고 MAU 810만 명을 달성했다. 12월 통신사(KT)와 협력하여 광고형 요금제를 무료로 제공하거나, 제휴 종료된 넷플릭스 가입자에 대해서는 광고형 첫달 100원 프로모션을 개시했다.

넷플릭스는 네이버와 제휴(11/26)를 맺어, 네이버플러스 멤버십 가입 시 기존 넷플릭스 광고요금제(월 5,500원) 대비 저렴한 4,900원에 동일한 콘텐츠를 구독할 수 있게 했다. 게다가 전세계 역대 시청순위 1위를 기록한 '오징어게임'의 시즌2가 공개된 12월에는 가장 큰 폭으로 MAU(+139만명, +12% MoM)가 증가했고, 이 흐름을 이어 1월 MAU 사상 최고치인 1,371만명을 기록하며 순항중이다.

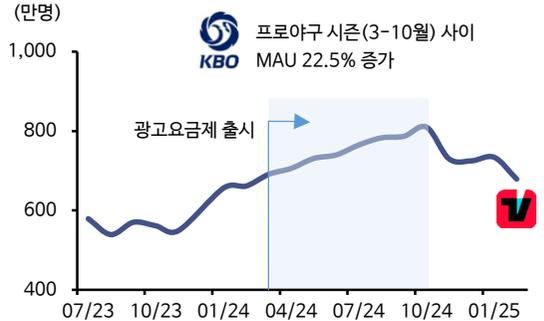
'25년부터는 지상파 SBS의 구작/신작 드라마 및 예능, 교양까지 아우르는 다양한 콘텐츠가 넷플릭스로 대거 공급된다(6년). 이어서 KBS-티빙, MBC-쿠팡플레이 등 지상파와 OTT간의 협업 소식이 연달아 보도됐다. 이러한 파트너십이 시사하는 바는 기존 지상파 TV로 콘텐츠를 소비하던 인구가 OTT로 수평이동하는 흐름은 더욱 가속화될 것이라는 점이다. 소비인구 이동에 따라서 광고 중심 매체 또한 디지털/OTT로의 쏠림 현상이 한층 강화될 것으로 전망한다.

24/11/26 네이버-넷플릭스(AVOD) 제휴 개시



자료: 네이버, 신한투자증권

티빙 MAU(월 활성 이용자 수) 추이



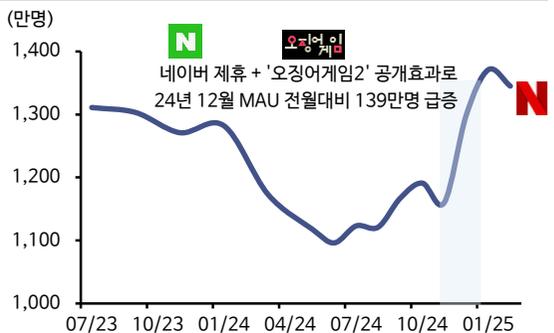
자료: 티빙, 모바일인덱스, 신한투자증권

25/1/1 SBS-넷플릭스 콘텐츠 공급 계약 개시

1. 제목	LICENSE AGREEMENT (전략적 파트너십 체결) 당사는 Netflix Worldwide Entertainment, LLC (이하 넷플릭스)와 콘텐츠 공급과 관련한 전략적 파트너십을 체결하였습니다. 본 계약은 넷플릭스에게 SBS 신작드라마, 신작 예능/교양, 구작 라이브러리를 공급하는 파트너십 체결계약입니다. ▶ 전략적 파트너십 세부내용 1. 계약 체결일 : 2024년 12월 20일 2. 계약 주체 : (주)SBS, Netflix Worldwide Entertainment, LLC 3. 계약 기간 : 2025년 1월 1일부터 6년
2. 주요내용	

자료: Dart, 신한투자증권

넷플릭스 MAU(월 활성 이용자 수) 추이



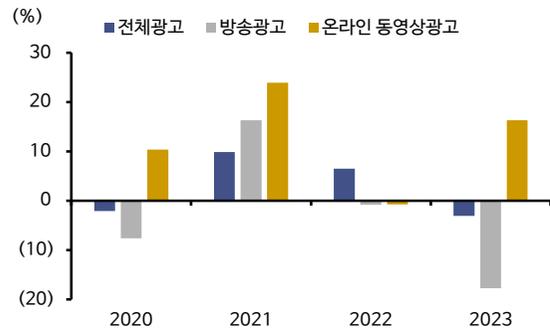
자료: 넷플릭스, 신한투자증권

현대인들의 소비패턴 변화로 OTT 영향력이 점차 강력해지는 가운데 OTT업계에서 본격적으로 광고 사업 영역을 확장하기 시작하면서, 광고주들에게 OTT향 광고는 전통 주력 광고 매체였던 방송 대비 훨씬 매력적으로 다가온다. 가장 큰 이유는 단가 대비 광고 노출 기회의 폭을 늘릴 수 있기 때문이다. 뿐만 아니라 CPM(Cost Per Mile) 형태로 시청자가 광고를 본 만큼 광고비가 올라가는 구조이기 때문에 광고주 선택에 따라 노출도를 조절해 소액 광고가 가능하다. TV 대비 광고 단가 자체가 훨씬 저렴하다는 점도 장점으로 꼽힌다.

무엇보다도 매력적인 점은 타겟팅 효과가 뛰어나 광고주 니즈(ROI, 투자 대비 성과 극대화)에 가장 잘 부합한다는 것이다. 전통적인 일대다 방식의 미디어와 달리, OTT는 개인화된 맞춤형 서비스를 제공한다. 그렇기에 유저 성향, 관심사, 선호도 등을 파악하기 쉽다. 결과적으로, 이러한 데이터는 잠재 고객 세분화와 핵심 고객군 선별을 용이하게 하게 하여 광고 효과를 크게 향상시킨다.

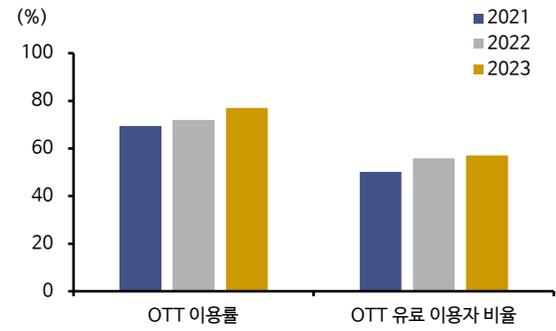
실제로 '24년 방송시장 경쟁상황 평가 광고주 조사 결과에 따르면, 광고주의 74.4%가 향후 OTT 광고의 효과가 증대될 것이라고 응답했다. 광고주의 광고 선호 증가로 방송 광고 재원이 OTT로 이동하는 흐름이 점차 가속화될 것이다.

국내 매체별 광고비 증감률 현황



자료: 한국방송통신위원회, 정보통신정책연구원, 신한투자증권

OTT 유료 이용률 추이



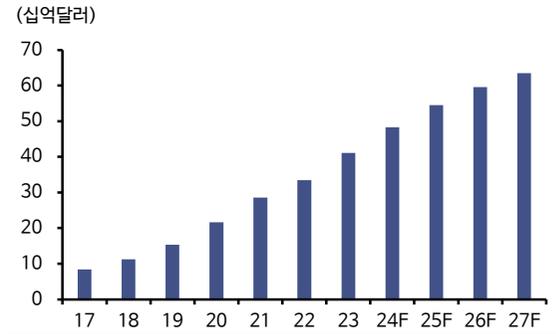
자료: 와이즈랩, 신한투자증권

OTT 광고 효과에 대한 광고주 인식

항목	방송 우월	동등	OTT 우월
가격	18.8	21.3	60
광고 효율성	23.8	35	41.3
특정 시청자 타겟팅	17.5	16.3	66.3
광고 주목도	40	27.5	32.5
광고 커버리지	42.5	25	32.5
광고집행 결과 정보 제공	16.3	41.3	42.5
광고집행 결과 모니터링 용이성	25	46.3	28.8

자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

글로벌 AVOD(광고형) 매출 추이 및 전망



자료: Statista, 신한투자증권

OTT 광고 도입 초기(4Q22)에는 디지털 매체 대비 광고 단가가 비싸고 확인되지 않은 광고 효과에 광고주들이 OTT향 광고 진출을 머뭇거렸다. 대형 광고주만 광고를 의뢰했을 뿐이다.

광고 도입 4년차에 접어든 현재, 축적된 데이터를 바탕으로 광고 효과 레퍼런스가 생겼다. 기존 광고 중심 매체였던 지상파TV 대비 광고 단가는 저렴하게 설정된 가운데, 넷플릭스 2Q24 1+1 프로모션 제안 등 광고 단가 또한 하향 안정화되는 추세이다. 이러한 흐름 속 중소형 광고주도 OTT 시장에 광고를 적극 노출하기 시작했고, 프로모션 종료 후에도 90% 수준의 높은 리텐설율이 유지되고 있다.

주요 OTT 광고 상품 현황

플랫폼	특징	최소집행금액	판매형식	CPM
유튜브	- 스킵 불가 인스트림 광고, 인피드 광고, 범퍼광고, 유튜브 쇼츠 등 - 광고 길이/게재 위치 다양 - 광고주 아웃링크 지원	없음	입찰식	6,000원 ~15,000원
넷플릭스	- 광고 길이 10초부터 가능 - 싱글 타이틀 스폰서십, 일시정지 광고, 킵 왓칭 애드 등 다양	2,000만원	구좌제	22,500원~
티빙	- VOD/라이브 동시 노출, 방송-디지털 광고 통합 집행, 광고주 아웃링크 지원	1,000만원	구좌제	25,000원 ~50,000원
아프리카TV	- 전 후 광고, 중간광고	1일 만원	입찰식	6,000원 ~15,000원

자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권

지상파 TV 광고 단가

(만원)	2019	2020	2021	2022		2023	
				전후	중간	전후	중간
KBS2	1,620	1,620	1,620	1,500	3,000	1,500	3,000
MBC	1,380	1,350	1,350	1,350	2,400	1,350	2,700
SBS	1,584	1,350	1,890	1,500	3,000	1,500	3,000
TV조선	823	1,047	1,500	1,300	3,000	1,500	3,000
JTBC	900	900	900	900	2,430	900	2,430
tvN	1,800	1,500	1,500	1,500	3,750	1,500	3,750

자료: 과학기술정보통신부, 방송통신위원회, 신한투자증권
주: 15초 프로그램 전후광고 요금 기준

넷플릭스 광고 단가(CPM)

항목	세부사항
노출 디바이스	커넥티드TV, 태블릿, 모바일, 데스크톱
노출 콘텐츠	제휴 콘텐츠 및 넷플릭스 오리지널 영화/시리즈
소재 길이	10초, 15초, 20초, 30초, 60초
단가(CPM)	10초: 34,000원, 15초: 45,000원 20초: 48,000원, 30초: 56,000원 60초: 112,000원
Skip 가능 여부	불가

자료: 언론 보도, 나스미디어, 신한투자증권

넷플릭스 2024 단가 할인 혜택

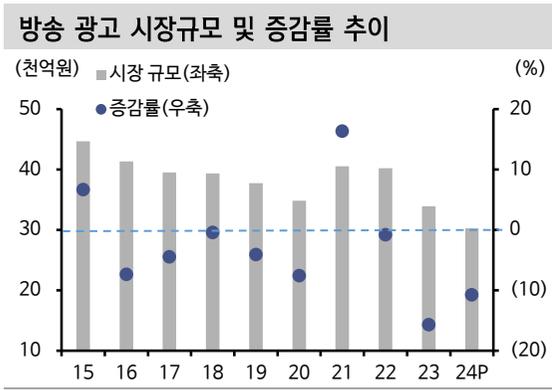
항목	내용
신규 광고주 1+1 프로모션	첫 광고 집행 시 최대 50% 단가 할인
기존 광고주 프로모션	기본 단가 대비 5% 할인 혜택
첫 시청 노출 상품 할증률 특별 인하 프로모션	기존 할증률 185% → 50%

자료: 나스미디어, 신한투자증권

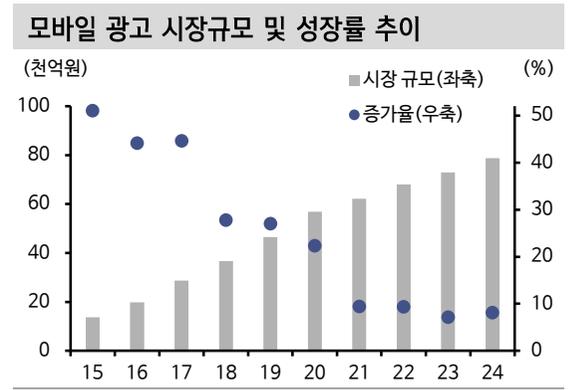
‘25년 OTT향 광고 인벤토리 확장과 광고주 폭 다변화가 드디어 본격적으로 나타나기 시작한다. 올해 OTT 총 광고 취급고는 전년대비 8~90% 성장한 1,500~1,600억원 규모로 추정되며, OTT 광고가 처음 도입된 ‘22년 이래로 4년간 연평균 3.5배에 달하는 고성장을 지속할 것으로 전망한다. 현재로서는 OTT 광고 도입 초기 단계로 취급고 규모 자체는 크지 않지만, 현대인의 동영상 소비행태 변화와 광고 채널 지각 변동을 고려할 때 ‘30년까지 매해 두자릿수 고성장을 이어갈 것으로 예상된다. OTT가 전통 미디어의 영향력을 뛰어넘는 것은 분명한 추세이며, 막은 올랐다.

OTT 2.0시대에서 실적 성장을 위해 추구하는 방향성이 광고 매출 확대라면, 그 수혜는 미디어렐사가 누릴 것이 자명하다.

넷플릭스 광고 도입 초창기부터 독점 계약을 체결한 경험을 바탕으로 쿠팡플레이 장기 독점 계약을 성사시키고, 티빙 등 기타 OTT로도 레퍼런스를 구축해 시장을 선점해 나아가고 있는 나스미디어를 긍정적으로 평가한다.

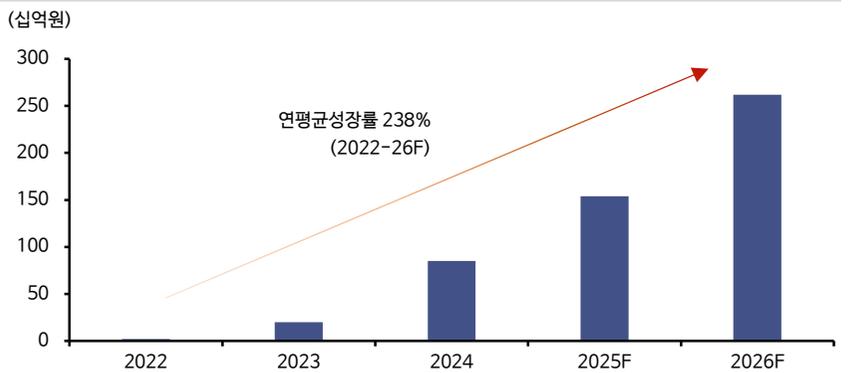


자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권



자료: 과학기술정보통신부, 신한투자증권

국내 OTT/스트리밍향 광고 취급고 추이 및 전망



자료: 신한투자증권 추정

음원 스트리밍 시장에서도 시작되는 광고 수익화 흐름

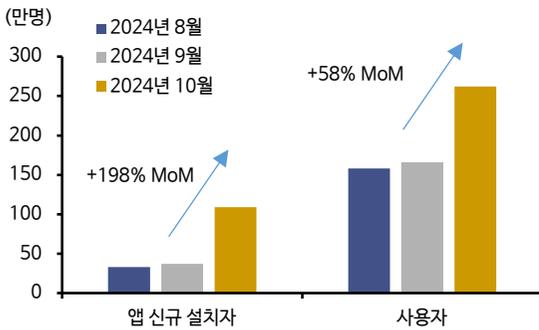
또 하나의 포화시장인 음원 스트리밍 산업에서도 광고 수익화가 시작되었다. 한국 시장 진출 4년만에 국내에서 광고 기반 무료 스트리밍 서비스인 스포티파이가 ‘스포티파이 프리’ 요금제를 출시(24/10/10)했다. 오디오 광고를 들으면 음악/팟캐스트 등을 무료로 이용할 수 있는 새로운 서비스의 출현이다.

국내 주요 음원 스트리밍 요금제가 1만원 선인데 반해, 약 30분-1시간에 한 번 주기로 음악과 음악 사이 광고를 청취하면 공짜라는 점에서 반응은 폭발적이었다. 출시 당일 앱 신규 설치 건수는 4.9만건으로 전일 대비 13.4배 급증했으며, 10월 MAU(월간활성이용자수)도 전월 대비 56.1% 증가했다.

타 음원 플랫폼의 MAU는 하락세인 반면, 광고 기반 무료 스트리밍 요금제를 도입한 스포티파이만이 MAU 상승세를 이어가고 있다. 앞으로도 스포티파이의 침투율 상승이 계속된다면, OTT 업계와 마찬가지로 다른 음원 플랫폼 업체들도 유사한 광고 수익모델을 도입할 것으로 전망한다. 국내 주요 음악 플랫폼은 그룹 계열사에 속해 있는 경우가 많다. 음원 플랫폼 내 광고 기반 무료/저렴한 스트리밍 요금제 도입시 해당 그룹의 광고회사로 수혜가 갈 것이다.

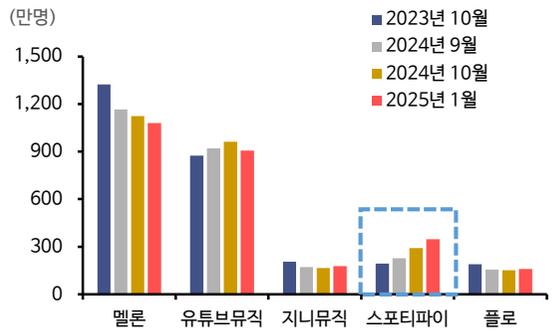
스트리밍 업계에서의 광고 수익화는 곧 광고 인벤토리 확대이자 또 한 차례의 디지털 광고 성장을 의미하기에 광고업계 또한 긍정적으로 예의주시하고 있다.

광고 요금제 출시 전후 스포티파이 이용 현황



자료: 모바일인덱스, 센서타워, 신한투자증권

국내 음원 플랫폼별 MAU 추이



자료: 센서타워, 신한투자증권

국내 주요 음원 스트리밍 요금제

플랫폼	기본 요금제명	가격	그룹	광고계열사
멜론	스트리밍 플러스	1만 900원	카카오	-
지니뮤직	데이터 세이프 음악 감상	1만 900원	KT	나스미디어
유튜브	유튜브 뮤직	1만 1,990원	구글	-
플로(FLO)	무제한 듣기+오프라인 재생	1만 900원	SKT	인크로스
VIBE	무제한 듣기+오프라인 재생	1만 910원	네이버	-
벅스	무제한 듣기+오프라인 재생	1만 900원	-	-
스포티파이	프리미엄 요금제	1만 900원	-	-

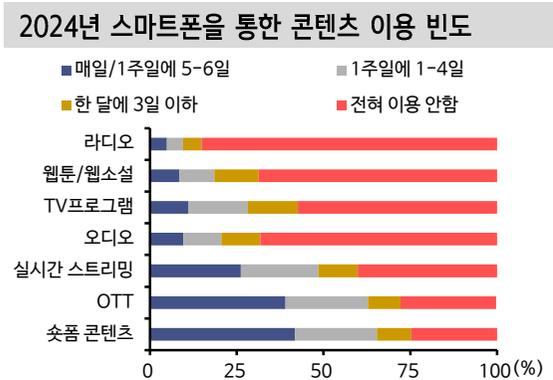
자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권

메인 스트림이 된 숏폼에서도 광고 영역 확대중

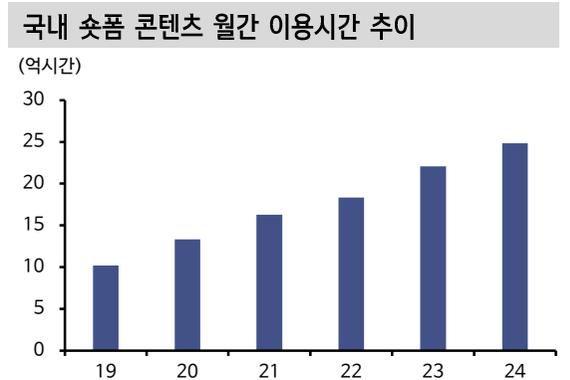
최근 각광받고 있는 콘텐츠 트렌드의 중심은 단연 ‘숏폼’이다. ‘24년 스마트폰 이용 실태 조사 결과, 현대인들은 여러 콘텐츠/매체 가운데 숏폼을 가장 빈번하게 사용하고 있다. 숏폼 이용률은 지속적으로 증가하여 현재 국내 숏폼 콘텐츠 누적 월 이용시간은 25억시간에 달한다.

숏폼(Short-form)이란, 15초~10분 이내의 짧고 간결한 길이로 제작된 영상/텍스트/음원 콘텐츠를 의미하며, 주로 1분 내외의 세로 영상으로 제공된다. 초기에는 오락 목적으로 주로 소비되었으나, 현재는 뉴스, 쇼핑, 정보 습득 등 다방면으로 활용되고 있다. 음원, 드라마, 영화뿐 아니라 더 나아가서는 커머스까지 다양한 산업 영역으로 확장되어 새로운 콘텐츠 표준으로 자리잡았다.

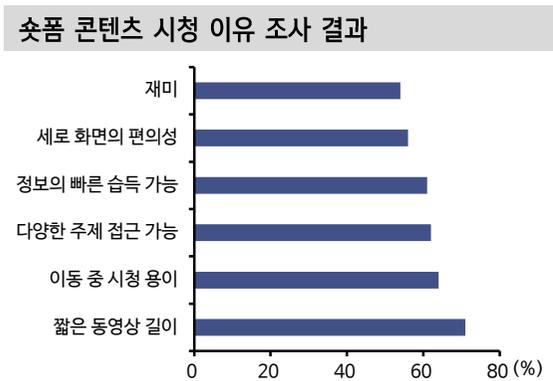
숏폼은 강렬한 자극과, 핵심만을 짧은 시간 안에 다양하게 접할 수 있다는 점에서 시성비(시간 대비 효율성)를 추구하는 현대인의 니즈에 부합하며 급속도로 퍼졌다. 숏폼의 급격한 확산세에 발맞춰 플랫폼 업계의 숏폼 내 광고 도입 움직임이 관측된다. 이는 온라인 광고의 인벤토리 확장과 온라인/모바일 광고 시장 성장을 이끌 것으로 판단한다.



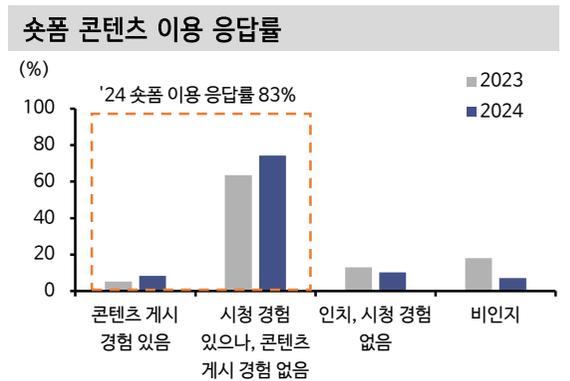
자료: 한국방송통신위원회, 신한투자증권



자료: 와이즈랩, 신한투자증권



자료: Statista, 신한투자증권

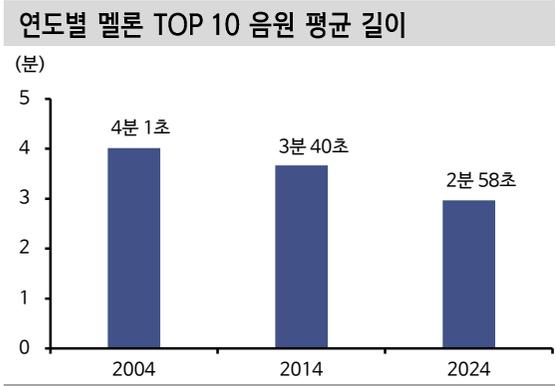


자료: KOBACO, 신한투자증권

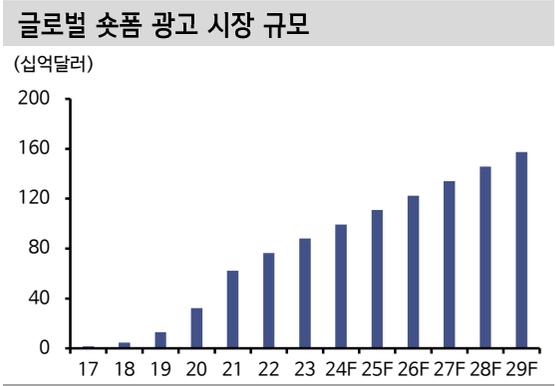
스냅챗, 틱톡 등 숏폼 시장을 선도한 플랫폼들의 영향력이 더욱 강력한 글로벌 숏폼 시장의 성장 속도는 매우 가파르다. 글로벌 조사기관 스태티스타에 따르면, '24년 400억달러(약 56조원) 규모에서 향후 5년간 연평균 60%로 성장할 것으로 예상된다. 숏폼 광고 시장 역시 '17년-'29년 사이 연평균 46.7%의 높은 성장률을 보일 것으로 전망한다.

국내에서도 숏폼 콘텐츠의 영향력은 나날이 강력해지고 있다. 전 연령층에서 과반 이상이 10분 미만의 숏폼 영상을 선호하고 있으며, 숏폼 영상 플랫폼 이용률은 '22년 81%에서 '24년 93%로 10명 중 9명이 이용할 만큼 대중화되었다.

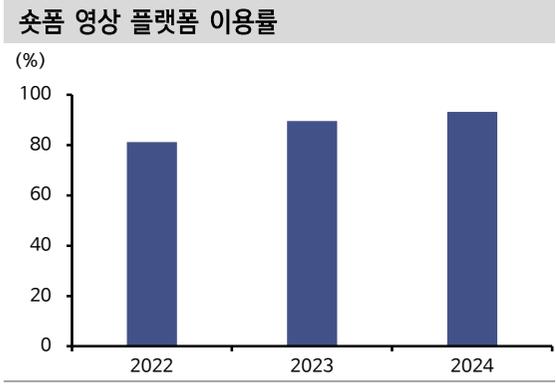
이에 각종 국내 플랫폼에서 숏폼 콘텐츠 형식을 도입하기 시작했다. 심지어 주로 롱폼 형식으로 제작되던 드라마/영화 분야에서까지도 숏폼으로 제작되고 있다.



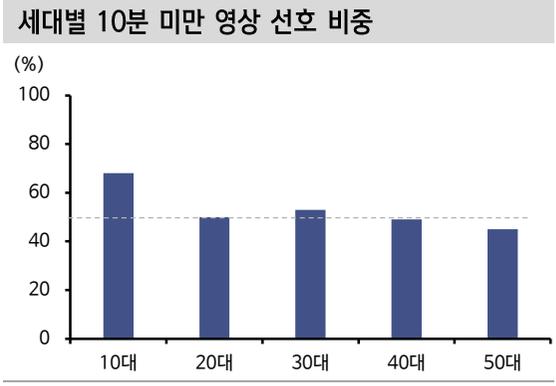
자료: 멜론, 신한투자증권



자료: Statista, 신한투자증권



자료: 인크로스, 신한투자증권



자료: 메조미디어, 신한투자증권

네이버가 3Q23 숏폼 서비스 ‘클립’을 도입한 이후, ‘24년 말 기준 일평균 체류시간은 전년대비 10% 성장, 4Q24 클립 재생수는 전년동기 대비 10배 고성장했다.

티빙은 모바일에 최적화된 세로형 1분 분량의 콘텐츠를 제공하는 숏폼 콘텐츠 전용 ‘쇼츠’ 탭을 출시했다(4Q24). 이 탭은 데이터에 기반하여 사용자의 소비 패턴, 선호도를 분석하고 맞춤형 콘텐츠를 추천한다. 이 알고리즘을 바탕으로 1Q25 광고를 도입하여 추가 수익 확보 및 광고 인벤토리 확대를 목표로 하고 있다.

그 외에도 카카오, 왓챠, 당근마켓 등 다양한 플랫폼에서 너나할 것 없이 숏폼 콘텐츠를 출시하고 있다. 플랫폼 업계에서 숏폼이 주목받는 이유는 명확하다. 체류 시간 증가는 플랫폼 트래픽을 확대하고 광고 효과를 극대화한다. 또한 알고리즘에 최적화된 짧은 형태 특성 상 바이럴 가능성도 높아, 광고 효과가 높다.

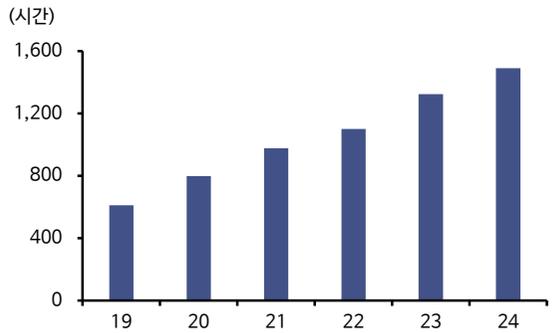
플랫폼의 광고 영역 확장은 곧 디지털 광고 인벤토리 증가로 이어지며, 디지털 광고 산업의 성장을 견인할 것이다. 숏폼은 현대인의 소비 행태와 미디어 환경 변화를 반영하며, 콘텐츠 업계와 광고 시장의 핵심 성장 동력으로 자리잡고 있다.

네이버 숏폼 서비스 ‘클립’ 도입 효과

효과	세부사항
체류 시간 증대	일평균 체류시간 YoY+10%
클릭 수 증대	일평균 클릭수 QoQ+50%
재생수 증대	인당 하루 클립 재생수 80% 증가

자료: 인크로스, 네이버, 신한투자증권

숏폼 앱 월간 사용시간 추이



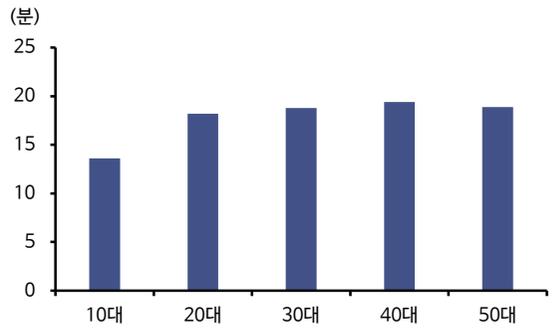
자료: Statista, 신한투자증권
주: 유튜브+인스타그램+틱톡 합산, 매년 8월 기준

티빙 OTT 숏폼 서비스 론칭



자료: TVING, 신한투자증권

동영상 1회 시청 시 평균 길이



자료: 메조미디어, 신한투자증권

광고 트렌드: ② 광고와 AI의 결합으로 외연 확장

광고 산업의 방향: 핵심은 “효율성”

광고 산업은 ROI(투자 대비 수익률) 극대화를 중심으로 빠르게 진화하고 있다. 광고주들은 효과가 명확하게 드러나는 매체와 정교한 오디언스 타겟팅(잠재고객 선별)이 가능한 플랫폼을 선호하고 있다.

AI 기술 발전은 광고 산업과 결합하면서 혁신적인 변화를 이끌어내었다. AI와 빅데이터 기반의 시스템은 오디언스 타겟팅 성능을 크게 향상시켰고, 프로그래매틱 광고의 발전으로 실시간 입찰 방식(RTB, Real Time Bidding)을 지원해 광고주와 매체 간 효율적인 광고 물량/지면 거래가 가능해졌다.

또한 단순 노출이나 수수료 기반의 광고 형태를 넘어서 CPS(매출 당 과금) 형태나 리워드형 광고(CPI, 설치 당 과금 등) 상품의 등장을 촉진시켰다. 각 광고주의 KPI에 맞춘 최적화된 광고 집행이 가능해져 광고주의 AI 기반 플랫폼 광고에 대한 수요는 나날이 높아지고 있다.

AI 기반 광고 솔루션 예시



자료: Group M, 나스미디어, 신한투자증권

콘텐츠 커머스의 등장과 가상 PPL 시대의 도래

이제는 AI 기술력을 기반으로 광고와 콘텐츠, 커머스가 결합한 새로운 영역의 콘텐츠 커머스가 등장했다. 2H24 넷플릭스와 구글이 협업하여 <에밀리, 파리에 가다> 시즌 4에 ‘포즈 애드(Pause Ads)’라는 새로운 형태의 광고 상품을 도입했다. 콘텐츠를 시청하다가 5초 이상 멈추면, AI가 화면 내 관련 상품에 대한 정보를 찾아 정지 화면에 구글 구매 링크와 함께 노출하는 새로운 방식이다. 이에 대해 넷플릭스는 콘텐츠에 몰입한 시청자의 소비 욕구를 자극해 광고 상품 구매 연계 강도가 뛰어나다고 평가했으며, 점차 다양한 콘텐츠에 확대 적용될 예정이다.

AI 기반 콘텐츠 커머스의 등장: 넷플릭스-구글 협력 '포즈 애드' 출시



자료: 넷플릭스, 플레이디, Design Rush, 신한투자증권

최근 VPP(Virtual Product Place) 가상 PPL 기술의 발전으로 광고 적용 범위가 무한히 확장되었다. AI를 활용해 광고 상품을 후편집으로 자연스럽게 삽입, 변경할 수 있다. 비용 효율적일 뿐만 아니라 시공간적 제약 없이 화면에 등장하는 모든 것들에 대한 PPL이 가능해졌다.

심지어는 촬영 후 오랜 시간이 지난 콘텐츠이더라도, 광고주 니즈에 따라 최신 광고 상품을 자연스럽게 기존 콘텐츠에 녹일 수 있게 되었다. <마에스트라>(2024) tvN 드라마를 시작으로 국내에서도 AI를 활용한 제품 PPL 광고 시장이 개화했다. 광고와 커머스 사이의 장벽이 허물어진 시대가 도래한 만큼, 디지털 광고 시장의 외연이 대폭 확장되어 긍정적으로 평가한다.

가상 PPL 광고 VPP(Virtual Product Place) 예시



자료: Mirriad, 신한투자증권

국내 광고 기업 현황 점검

국내 광고 기업들도 AI 기술에 박차를 가하고 있으며, '25년 AI 기술을 기반으로 한 플랫폼 광고 부문의 반등이 전망된다. 주요 광고주인 커머스, 게임 업계의 광고 예산 집행 확대가 전망되며, 구글 등 글로벌 파트너십을 통한 기술 역량 및 네트워크를 강화한 영향이다.

국내 미디어렐사의 고유한 특성 또한 경쟁력으로 작용한다. 광고비 100% 선집행 방식은 광고주/광고대행사에게 일시적인 유동성 확보의 이점을 제공한다. 또한, 광고주/대행사는 특정 매체에 국한하여 광고를 제외하기 보다는 한 프로젝트에 대해 가장 통합적이고 효율적인 광고 분배를 추구한다. 따라서 다양한 매체를 유기적으로 분석하고 관리할 수 있는 전문 미디어렐사의 필요성은 지속될 것이다.

광고와 AI의 결합이 강화되는 가운데, 각 기업의 AI 알고리즘 기술력과 글로벌 파트너십, 레퍼런스 및 네트워크 역량에 따라 실적 차별화가 나타날 것으로 전망한다. 따라서 각 기업별 기술력과 파트너십을 고려한 선별적 접근이 중요하다.

글로벌 AI 기반 광고 매출



자료: Group M, 나스미디어, 신한투자증권

IV. 결론

세 가지 BIG CYCLE 제시

① 중국, ② IP(굿즈), ③ OTT향 광고

투자 아이디어로 제시하는 BIG CYCLE은 총 세가지다.

① 한중 문화교류 재개: 엔터/미디어 업종의 강력한 모멘텀이 될 요소다. 수혜의 강도는 엔터보다 미디어가 더 좋다. 과거 대비 중국의 드라마 제작 역량 향상을 무시할 수는 없지만, 투입되는 제작비는 동일한데 판매처만 확장되는 효과로 매출 증가분이 오롯이 증익으로 연결돼서다. 향후 중국으로 기대할 수 있는 추가 판매 리튬비율은 최소 10%p다. 실적 효과는 판매 리튬비율 1%p 개선 때마다 10%씩 증익하여, 온전히 10%p 개선 시 이익은 현재 추정치 대비 두 배가 된다.

엔터는 순수 IP 홀더(기획사)의 경우, 그간 닫혀 있었던 중국 내 오프라인 활동(콘서트/광고/출연)이 가능해져 수혜(p. 18~20)다. 다만, 아티스트들의 물리적 제약이 존재한다. 팬덤 플랫폼인 디어유만 보유 IP들의 서비스 지역을 순수하게 중국으로 확장하는 일로 아무런 물리적 제약이 없다. TME로부터 인식하는 한국+중국 IP 수익배분(일본과 유사한 10% 추정)은 로열티=매출액=이익이다.

② 엔터 리레이팅: 엔터 업종은 그간 사업부문/지역/아티스트별 리레이팅을 경험해왔다. 이번 사이클에서는 신기하게도 이 세가지가 모두 맞물리는 강력한 구간이다. 사업부문에서는 유튜브/음원 ⇒ 앨범 ⇒ 그 다음 '굿즈' 매출 성장이 눈에 띄고, 지역부문에서는 8년 만에 '중국'이 열리는데다, 슈퍼 IP인 'BTS와 블랙핑크'의 컴백으로 아티스트 모멘텀이 섹터 전반의 분위기를 끌어올리고 있어서다. 그 외 금리 인하 기조, 환율 수혜, 미국 관세 영향 無 등 매크로 외부변수도 매우 우호적이다. 펀더멘털 실적/매크로 외부변수/IP 모멘텀 모두 강력하다.

③ OTT향 광고 확산: OTT 광고 시장이 도입기를 지나 본격적인 성장 궤도에 진입했다. 다양한 플랫폼에서 광고를 새로운 수익원으로 도입하여 광고 인벤토리가 빠르게 확대되고 있으며, 지상파-OTT 결합 이후 광고주의 신규 매체에 대한 초기 의구심이 선호로 전환되는 흐름을 포착했다. 더불어 AI의 발전과 OTT의 정교한 오디언스 타겟팅 성능은 경기 둔화 국면에서 광고주의 핵심 니즈인 광고 효율 극대화에 가장 잘 부합하기에, OTT 광고 쏠림 현상은 가속화 될 것이다.

결론적으로 ①, ②번 사이클을 모두 누릴 수 있는 엔터업종에 대한 섹터콜을 계속해서 유지한다. 바스켓(하이브/에스엠/JYP Ent/와이지엔터/디어유) 매수 추천이나, 대장주 하이브와 본업에만 집중하며 중국향 옛지가 큰 종목인 에스엠, 디어유가 선호 우위다. 공매도를 앞두고, 신사업 이슈로 숨고르기를 하고 있는 지금이 매수 기회다. 펀더멘털은 열위지만, ①번 사이클 고려 시 반드시 가져가야 할 미디어 종목은 1등 드라마 제작사인 스튜디오드래곤이다. 레퍼런스가 중요한 광고업의 특성상 ③번 OTT향 광고에 대해 압도적인 취급 경험이 있어 늘어나는 OTT 광고 물량을 온전히 흡수할 유일한 키플레이어인 나스미디어를 좋게 본다.

하이브 (352820)

2026년까지 BIG CYCLE

2025년 3월 18일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	300,000 원 (유지)
✓ 상승여력	25.8%	✓ 현재주가 (3월 17일)	238,500 원

[엔터테인먼트]

지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

김지영 연구원
✉ jiy.kim@shinhan.com

Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	9,934.0 십억원
발행주식수(유동비율)	41.7 백만주 (52.2%)
52주 최고가/최저가	262,500 원/158,000 원
일평균 거래액 (60일)	40,948 백만원
외국인 지분율	19.7%

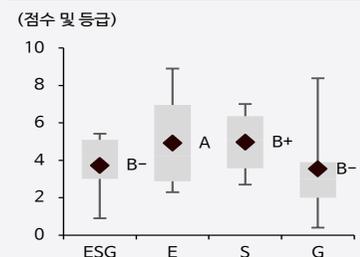
주요주주 (%)	
방시혁 외 25인	32.5
넷마블	9.4

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(0.6)	17.8	19.8	21.5
상대	(0.6)	10.8	22.4	11.6

주가



ESG 컨센서스



신한생각 중국은 덤일 뿐, 조정 시 적극 매수 기회

본업은 펀더멘털/외부변수/모멘텀/리레이팅 요소 모두 완벽한 조화를 이루는 시기. 중국은 덤일 뿐. 중국 및 신사업 노이즈로 조정 시 매수 기회

2026년까지 BIG CYCLE

제한적인 BTS 활동으로도 2024년 2.3조원이라는 최대 매출액 기록. 그만큼 엔터 본업은 모든 BIG CYCLE 요소들이 완만히 충족되는 구간

- 펀더멘털(실적): 26년까지 자명한 최대 실적, OP 약 5천억원대로 레벨업, 환율, 티켓가격 상승 여력, 굿즈 판매 호조 고려 시 실적 상향 여지 충분
- 외부변수(매크로): 환율 수혜, 금리 인하 기조, 미국 관세 영향 無, 중국 경기부양을 넘어선 한한령 해제 기대. 현실화 시 오프라인 활동 재개 예상
- 모멘텀(IP): 투어로만 1조 외형이 보이는 슈퍼 IP인 BTS 컴백
- 리레이팅: 굿즈(IP), 중국(지역), 그리고 BTS(아티스트) 모두 부합(p.21)

아직 본업과의 시너지가 증명되지 않은 게임, 테크 등 신사업에 큰 투자 (고정비 중심의 높은 판관비율)가 지속되고 있는 점은 약점. 다만, 올해는 적어도 신사업에서 비용과 매출이 동반될 것. 3년간 하이브는 적극적인 투자기로 게임, 테크, 일본/미국/라틴 등 해외 음악 레이블을 확장하며 인력/인프라에 투자(대부분 매출 없는 비용)가 컸다면, 결과물(24년 미국 캣츠 아이, 25년 일본 1팀, 라틴 2팀, 하반기 게임 출시)이 슬슬 나오기 시작

Valuation & Risk: 조정 시 기회

동사에 대한 긍정적 투자여견 유지. 이미 글로벌하게 판을 키워 놓은 동사에게 중국은 그저 덤일 뿐. 냉탕과 온탕을 오고 가는 중국 관련 이슈, 신사업 관련 실적 우려로 조정받는 지금, 매수 기회로 활용 추천

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	1,776.2	236.9	52.3	137.1	1.9	2.6	19.1	-
2023	2,178.1	295.6	187.3	51.8	6.6	3.3	22.9	0.3
2024P	2,255.6	184.0	9.4	858.8	0.3	2.5	23.3	0.1
2025F	2,847.2	343.6	237.1	41.9	7.2	2.9	20.1	0.4
2026F	3,569.8	499.2	383.9	25.9	10.9	2.7	14.6	1.1

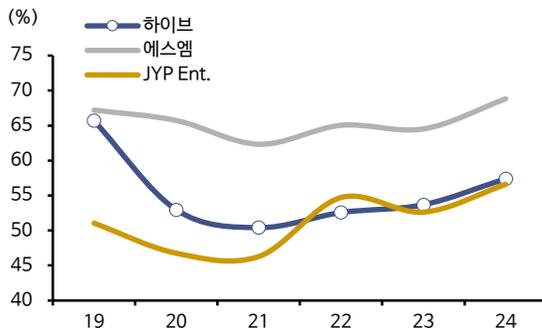
자료: 회사 자료, 신한투자증권

하이브 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025F	2026F
매출액	587.2	796.3	1,255.9	1,776.2	2,178.1	2,255.6	2,847.2	3,569.8
(%YoY)	94.9	35.6	57.7	41.4	22.6	3.6	26.2	25.4
음악	108.3	320.6	376.9	552.0	970.5	861.0	1,079.9	1,188.0
(%YoY)	2.8	196.0	17.6	46.5	75.8	(11.3)	25.4	10.0
(%Sales)	18.4	40.3	30.0	31.1	44.6	38.2	37.9	41.7
공연	191.1	4.6	45.3	258.2	359.1	450.9	611.2	934.9
(%YoY)	117.9	(97.6)	884.8	470.1	39.1	25.6	35.6	53.0
(%Sales)	32.5	0.6	3.6	14.5	16.5	20.0	21.5	32.8
MD, IP 라이선스	169.9	259.0	317.0	395.6	325.6	420.2	550.1	747.9
(%YoY)	230.5	52.4	22.4	24.8	(17.7)	29.1	30.9	36.0
(%Sales)	28.9	32.5	25.2	22.3	14.9	18.6	19.3	26.3
콘텐츠	78.0	132.3	370.4	341.5	289.9	287.3	330.4	396.4
(%YoY)	132.8	69.6	180.0	(7.8)	(15.1)	(0.9)	15.0	20.0
(%Sales)	13.3	16.6	29.5	19.2	13.3	12.7	11.6	13.9
기타	39.9	79.8	146.3	228.9	233.1	236.3	275.6	302.5
(%YoY)	70.5	100.0	83.3	56.4	1.8	1.4	16.6	9.8
(%Sales)	6.8	10.0	11.6	12.9	10.7	10.5	9.7	10.6
매출총이익	201.5	351.4	623.0	842.6	1,009.0	959.8	1,235.6	1,556.0
(%YoY)	80.9	74.4	77.3	35.3	19.7	(4.9)	28.7	26.2
(%GPM)	34.3	44.1	49.6	47.4	46.3	42.6	43.4	43.7
판매비	102.8	205.9	432.8	605.7	713.4	775.8	892.1	1,060.8
(%YoY)	226.7	100.3	110.2	40.0	17.8	8.7	15.0	18.9
(%Sales)	17.5	25.9	34.5	34.1	32.8	34.4	31.3	29.7
영업이익	98.7	145.5	190.2	236.9	295.6	184.0	343.6	499.2
(%YoY)	23.5	47.4	30.8	24.5	24.8	(37.7)	86.7	45.3
(%OPM)	16.8	18.3	15.1	13.3	13.6	8.2	12.1	17.5
순손익	73.8	85.7	136.8	52.3	187.3	9.4	237.1	383.9
(%YoY)	94.9	35.6	57.7	(61.8)	258.0	(95.0)	2,427.8	61.9
(%NPM)	12.6	10.8	10.9	2.9	8.6	0.4	8.3	10.8

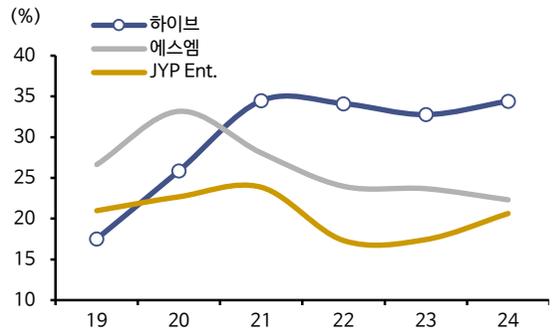
자료: QuantiWise, 신한투자증권

엔터사별 매출원가율 비교



자료: 회사 자료, 신한투자증권

엔터사별 판매비율 비교



자료: 회사 자료, 신한투자증권

하이브 분기 실적 추이 및 전망									
(십억원, %)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P
매출액	533.5	410.6	621.0	537.9	608.6	360.9	640.5	527.8	726.4
(%YoY)	16.5	44.1	21.2	20.7	14.1	(12.1)	3.1	(1.9)	19.4
음악	147.3	184.3	245.9	264.1	276.2	145.1	249.6	214.5	251.8
(%YoY)	71.9	185.3	16.6	104.4	87.5	(21.3)	1.5	(18.8)	(8.8)
(%Sales)	27.6	44.9	39.6	49.1	45.4	40.2	39.0	40.6	34.7
공연	64.7	25.2	157.5	86.9	89.5	44.0	144.0	74.0	188.9
(%YoY)	42.8	(58.8)	85.3	84.1	38.3	74.5	(8.6)	(14.8)	111.0
(%Sales)	12.1	6.1	25.4	16.2	14.7	12.2	22.5	14.0	26.0
MD, IP	112.5	68.9	111.9	85.7	59.1	60.7	109.1	99.1	151.2
(%YoY)	(10.3)	(1.0)	13.3	(25.3)	(47.5)	(11.9)	(2.5)	15.7	156.0
(%Sales)	21.1	16.8	18.0	15.9	9.7	16.8	17.0	18.8	20.8
콘텐츠	115.1	87.3	50.8	48.7	103.1	61.3	83.8	79.8	62.5
(%YoY)	(25.6)	79.9	(28.1)	(54.5)	(10.5)	(29.8)	64.9	63.6	(39.4)
(%Sales)	21.6	21.2	8.2	9.1	16.9	17.0	13.1	15.1	8.6
기타	94.0	44.9	54.9	52.5	80.8	49.7	54.0	60.5	72.1
(%YoY)	100.3	9.9	17.0	11.1	(14.0)	10.7	(1.5)	15.3	(10.8)
(%Sales)	17.6	10.9	8.8	9.8	13.3	13.8	8.4	11.5	9.9
매출총이익	246.6	208.8	268.4	246.8	285.0	177.2	245.9	240.5	296.2
(%YoY)	15.3	34.6	16.6	17.1	15.6	(15.1)	(8.4)	(2.6)	4.0
(%GPM)	46.2	50.8	43.2	45.9	46.8	49.1	38.4	45.6	40.8
영업이익	50.9	52.5	81.3	72.7	89.1	14.4	50.9	54.2	64.6
(%YoY)	(30.0)	41.5	(7.9)	19.9	75.1	(72.6)	(37.4)	(25.4)	(27.6)
(%OPM)	9.7	12.8	13.1	13.5	14.6	4.0	7.9	10.3	8.9
순손익	(181.2)	24.3	117.3	102.7	(57.1)	17.2	14.6	6.4	(28.8)
(%YoY)	적전	(25.3)	20.1	14.6	(68.5)	(29.1)	(87.6)	(93.8)	흑전
(%NPM)	(34.0)	5.9	18.9	19.1	(9.4)	4.8	2.3	1.2	(4.0)

자료: QuantiWise, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	4,870.4	5,345.7	5,344.9	5,752.6	6,127.0
유동자산	2,115.8	1,888.8	1,791.0	2,205.3	2,564.4
현금및현금성자산	531.6	357.9	405.3	558.4	706.1
매출채권	218.4	215.0	222.6	281.0	280.0
채고자산	79.2	125.9	163.2	205.9	258.2
비유동자산	2,754.6	3,456.9	3,553.9	3,547.3	3,562.6
유형자산	98.8	101.2	93.5	92.5	92.0
무형자산	1,470.2	2,165.3	2,115.3	2,099.3	2,081.3
투자자산	791.2	722.8	763.2	773.6	807.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,941.8	2,235.8	1,966.7	2,181.4	2,292.3
유동부채	849.5	1,772.2	831.7	999.3	1,132.6
단기차입금	0.0	100.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	36.5	22.9	33.0	41.7	52.3
유동성장기부채	231.7	725.3	100.3	100.3	100.3
비유동부채	1,092.3	463.6	1,135.1	1,182.2	1,159.8
사채	345.2	0.0	356.1	356.1	316.1
장기차입금(장기금융부채 포함)	557.7	249.0	599.3	599.3	559.3
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,928.7	3,109.9	3,378.2	3,571.2	3,834.6
자본금	20.7	20.8	20.8	20.8	20.8
자본잉여금	2,650.3	1,569.5	1,569.5	1,569.5	1,569.5
기타자본	25.8	45.1	45.1	45.1	45.1
기타포괄이익누계액	(159.5)	(136.4)	143.6	143.6	143.6
이익잉여금	233.1	1,420.4	1,421.5	1,619.1	1,890.1
지배주주지분	2,770.5	2,919.4	3,200.5	3,398.1	3,669.1
비지배주주지분	158.2	190.5	177.7	173.1	165.5
*총차입금	1,157.1	1,163.4	1,147.9	1,147.9	1,105.6
*순차입금(순현금)	(529.5)	(239.7)	(157.3)	(460.5)	(800.6)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	347.1	310.6	250.9	369.3	460.9
당기순이익	48.0	183.4	(3.4)	232.4	376.4
유형자산상각비	50.1	53.1	77.4	51.0	50.6
무형자산상각비	68.7	74.2	84.5	86.0	88.0
회화환산손실(이익)	38.9	6.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(10.9)	1.2	1.2	1.2	1.2
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	18.3	(99.7)	(114.1)	(114.1)	(114.1)
운전자본변동	(10.7)	(40.1)	(232.8)	72.4	18.5
(법인세납부)	(106.4)	(169.7)	(108.5)	(99.6)	(153.7)
기타	251.1	302.2	546.6	140.0	194.0
투자활동으로인한현금흐름	(285.3)	(470.8)	(13.9)	(294.8)	(318.3)
유형자산의증가(CAPEX)	(17.1)	(22.7)	(71.0)	(50.0)	(50.0)
유형자산의감소	0.4	0.5	1.3	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(8.8)	(68.0)	(34.6)	(70.0)	(70.0)
투자자산의감소(증가)	5,244.1	5,516.1	(14.4)	15.6	(7.9)
기타	(5,503.9)	(5,896.7)	104.8	(190.4)	(190.4)
FCF	338.4	527.5	(160.4)	383.9	477.4
재무활동으로인한현금흐름	(188.2)	(11.1)	(114.6)	(8.3)	(81.8)
차입금의 증가(감소)	(166.1)	(55.8)	(15.5)	0.0	(42.3)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	(29.2)	(8.3)	(39.4)
기타	(22.1)	44.7	(69.9)	0.0	(0.1)
기타현금흐름	0.0	0.0	(75.0)	86.9	86.9
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(19.7)	(2.5)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(146.1)	(173.8)	47.4	153.1	147.8
기초현금	677.7	531.6	357.9	405.3	558.4
기말현금	531.6	357.9	405.3	558.4	706.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,776.2	2,178.1	2,255.6	2,847.2	3,569.8
증감률 (%)	41.4	22.6	3.6	26.2	25.4
매출원가	933.5	1,169.1	1,295.8	1,611.5	2,009.8
매출총이익	842.6	1,009.0	959.8	1,235.7	1,560.0
매출총이익률 (%)	47.4	46.3	42.6	43.4	43.7
판매관리비	605.7	713.4	775.8	892.1	1,060.8
영업이익	236.9	295.6	184.0	343.6	499.2
증감률 (%)	24.5	24.8	(37.7)	86.7	45.3
영업이익률 (%)	13.3	13.6	8.2	12.1	14.0
영업외손익	(140.4)	(45.5)	(164.6)	(11.5)	31.0
금융손익	(29.1)	(42.6)	(22.0)	51.7	74.1
기타영업외손익	(111.4)	(13.6)	(124.3)	(63.1)	(43.1)
종속 및 관계기업관련손익	0.1	10.7	(18.4)	0.0	0.0
세전계속사업이익	96.5	250.1	19.4	332.1	530.1
법인세비용	48.5	66.7	22.9	99.6	153.7
계속사업이익	48.0	183.4	(3.4)	232.4	376.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	48.0	183.4	(3.4)	232.4	376.4
증감률 (%)	(65.9)	281.9	적전	후전	61.9
순이익률 (%)	2.7	8.4	(0.2)	8.2	10.5
(지배주주)당기순이익	52.3	187.3	9.4	237.1	383.9
(비지배주주)당기순이익	(4.3)	(3.8)	(12.8)	(4.6)	(7.5)
총포괄이익	(171.0)	205.4	276.6	232.4	376.4
(지배주주)총포괄이익	(167.8)	210.4	288.1	242.2	392.1
(비지배주주)총포괄이익	(3.2)	(5.0)	(11.5)	(9.7)	(15.7)
EBITDA	355.8	423.0	346.0	480.5	637.7
증감률 (%)	30.1	18.9	(18.2)	38.9	32.7
EBITDA 이익률 (%)	20.0	19.4	15.3	16.9	17.9

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	1,162	4,413	(82)	5,581	9,036
EPS (지배순이익, 원)	1,265	4,504	225	5,692	9,217
BPS (자본총계, 원)	70,821	74,664	81,105	85,738	92,064
BPS (지배지분, 원)	66,995	70,090	76,838	81,584	88,090
DPS (원)	0	700	200	950	2,720
PER (당기순이익, 배)	149.4	52.9	(2,347.3)	42.7	26.4
PER (지배순이익, 배)	137.1	51.8	858.8	41.9	25.9
PBR (자본총계, 배)	2.4	3.1	2.4	2.8	2.6
PBR (지배지분, 배)	2.6	3.3	2.5	2.9	2.7
EV/EBITDA (배)	19.1	22.9	23.3	20.1	14.6
배당성향 (%)	0.0	15.6	88.5	16.6	29.4
배당수익률 (%)	0.0	0.3	0.1	0.4	1.1
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	20.0	19.4	15.3	16.9	17.9
영업이익률 (%)	13.3	13.6	8.2	12.1	14.0
순이익률 (%)	2.7	8.4	(0.2)	8.2	10.5
ROA (%)	1.0	3.6	(0.1)	4.2	6.3
ROE (지배순이익, %)	1.9	6.6	0.3	7.2	10.9
ROIC (%)	(4.2)	9.2	(3.5)	12.4	18.7
안정성					
부채비율 (%)	66.3	71.9	58.2	61.1	59.8
순차입금비율 (%)	(18.1)	(7.7)	(4.7)	(12.9)	(20.9)
현금비율 (%)	62.6	20.2	48.7	55.9	62.3
이자보상배율 (배)	6.8	6.3	3.9	7.4	10.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(16.6)	(8.1)	(8.6)	(15.7)	(15.7)
재고자산회수기간 (일)	16.7	17.2	23.4	23.7	23.7
매출채권회수기간 (일)	39.7	36.3	35.4	32.3	28.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

JYP Ent. (035900)

확실한 (+)와 모호한 (-) 공존

2025년 3월 18일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	96,000 원 (유지)
✓ 상승여력	37.7%	✓ 현재주가 (3월 17일)	69,700 원

신한생각 본업을 위협하는 요소들이 생각보다 많은 듯

꽤 찬 IP 일정으로 올해 가지적인 증익 기대. PER 20배로 회귀한 주가는 매력적이나, 신사업 투자, 일본 역기저 등의 상쇄효과는 지켜볼 필요

2025년 캘린더 풀부킹 vs. 신사업 투자와 역기저

4Q24 실적은 매출액 1,991억(+27% YoY), 이익 369억원(-3% YoY, OPM 18.5%) 기록. 외형은 주력 IP의 공연, 일본 이연된 3Q+4Q 로열티, 중국 음원 서프라이즈(회계 처리 변경으로 일괄 반영) 등으로 기대치를 크게 상회한 반면, 이익은 블루캐러지(플랫폼 내재화 투자), 이넷엔터(‘더 판따라’ 제작)의 관련 비용(47억원, 1Q25에도 지속)이 집행돼 하회. ‘24년 연간 OPM은 21.3%로 전년대비 8.6%p 하락. 업계 공통점이었던 앨범 축소와 신사업 투자가 주요 원인. 음악 본업이라는 한 우물만 파 타사대비 수익성이 압도적으로 높았던 동사였기에 실적발표 후 9% 급락

올해는 본업에서의 확실한 성과 기대. 스트레이키즈의 글로벌 투어 확대(24년 23회, 관객수 88만명 vs. 25년 현재까지 관객수 36회, 관객수 128만명)로 회당 MG 상승 및 라이브네이션 초과 정산 수익, 이와 동반해 굿즈 리레이팅이 기대되기 때문. 그 외 트와이스/엔믹스/NEXZ/킵플립 등 25년은 이미 꽤 찬 스케줄로 꽤 찬 실적. 다만, 1개 분기 레깅돼 반영되던 일본 로열티가 4Q24부터 당분기 처리로 변경 ⇒ ‘24년은 3Q24~4Q24 총 5개 분기 반영돼 올해는 ① 일본 로열티의 역기저와 ② 신사업 투자, ③ 주력 IP의 배분비율 변경이 얼마나 본업의 높은 마진을 상쇄시킬지가 관건

Valuation & Risk: 길게 보면 PER 20배는 매력적

시장의 높은 기대치, 신사업, 일본 역기저 등의 내용은 다소 불편하나, 양호한 본업, 중국 가능성 감안 시, PER 20배는 매수를 다시 고민할 때

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	345.9	96.6	67.5	35.7	24.7	8.0	22.0	0.5
2023	566.5	169.4	105.5	34.1	30.4	9.1	18.6	0.6
2024P	601.8	128.3	97.6	25.4	22.4	5.2	15.8	0.8
2025F	694.6	150.3	119.1	20.8	22.6	4.3	13.1	1.0
2026F	757.2	166.8	131.8	18.8	21.0	3.7	11.3	1.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[엔터테인먼트]

지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

김지영 연구위원
✉ jiy.kim@shinhan.com

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

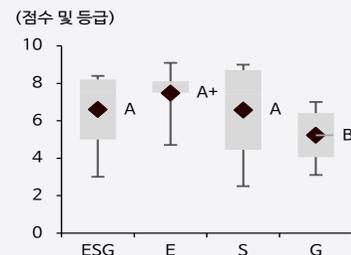
시가총액	2,476.6 십억원
발행주식수(유동비율)	35.5 백만주(77.3%)
52주 최고가/최저가	85,100 원/43,500 원
일평균 거래액 (60일)	49,625 백만원
외국인 지분율	25.2%
주요주주 (%)	
박진영 외 3인	16.0

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(11.8)	0.7	1.6	3.1
상대	(8.8)	(5.9)	20.3	(4.8)

주가



ESG 컨센서스



JYP Ent. 4Q24 Review

(십억원,%)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	QoQ	YoY	컨센서스	과리
매출액	157.1	136.5	95.7	170.5	199.1	16.8	26.8	170.6	16.7
영업이익	37.9	33.6	9.3	48.4	36.9	(23.7)	(2.6)	38.9	(5.1)
지배순손익	3.9	31.7	1.4	38.7	25.9	(33.1)	559.7	25.5	1.6
OPM	24.1	24.6	9.8	28.4	18.5			22.8	(4.3)
NPM	2.5	23.2	1.5	22.7	13.0			14.9	(1.9)

자료: QuantiWise, 신한투자증권

JYP Ent. 분기 실적 추이

(십억원,%)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P
매출액	115.2	118.0	151.7	139.7	157.1	136.5	95.7	170.5	199.1
(%YoY)	80.7	74.1	123.9	46.8	36.3	15.6	(36.9)	22.1	26.8
음반/음원	64.6	51.9	86.6	57.7	66.6	46.7	26.4	68.3	75.8
(%YoY)	80.8	54.2	194.2	22.6	3.1	(10.0)	(69.6)	18.4	13.8
(%sales)	56.0	44.0	57.1	41.3	42.4	34.2	27.5	40.1	38.1
콘서트	4.3	6.8	14.5	11.8	30.2	29.4	14.0	22.1	38.0
(%YoY)	817.6	105.8	44.1	68.4	607.6	335.1	(3.1)	87.6	26.0
(%sales)	3.7	5.7	9.5	8.4	19.2	21.6	14.7	13.0	19.1
광고	6.2	5.4	7.1	8.1	7.7	7.9	9.2	8.4	8.8
(%YoY)	74.6	8.9	39.5	46.0	24.9	46.9	29.4	3.6	13.7
(%sales)	5.4	4.5	4.7	5.8	4.9	5.8	9.6	4.9	4.4
출연료	2.9	2.1	2.7	4.8	4.7	4.7	7.9	5.4	9.1
(%YoY)	(60.2)	(54.5)	106.6	91.3	61.9	127.3	194.4	12.0	95.0
(%sales)	2.5	1.8	1.8	3.5	3.0	3.5	8.3	3.2	4.6
MD	17.1	27.5	21.7	31.9	33.5	23.9	14.7	50.2	43.9
(%YoY)	276.7	273.6	151.4	102.5	95.8	(13.2)	(32.5)	57.6	31.2
(%sales)	14.8	23.3	14.3	22.8	21.3	17.5	15.3	29.5	22.0
기타	20.2	24.4	19.1	25.4	14.5	23.9	23.5	16.0	23.5
(%YoY)	64.3	74.6	44.5	46.8	(28.4)	(2.2)	23.0	(36.9)	62.7
(%sales)	17.5	20.7	12.6	18.2	9.2	17.5	24.5	9.4	11.8
매출총이익	46.0	60.2	72.3	66.8	68.9	60.7	33.3	83.9	78.6
(%YoY)	32.6	92.1	93.0	59.9	50.0	0.8	(54.0)	25.5	14.0
(%GPM)	39.9	51.0	47.7	47.8	43.9	44.5	34.8	49.2	39.5
영업이익	25.7	42.0	45.7	43.8	37.9	33.6	9.3	48.4	36.9
(%YoY)	57.6	119.3	88.3	59.3	47.5	(20.0)	(79.6)	10.4	(2.6)
(%OPM)	22.3	35.6	30.1	31.4	24.1	24.6	9.8	28.4	18.5
순이익(지배)	13.2	41.5	25.6	34.4	3.9	31.7	1.4	38.7	25.9
(%YoY)	(61.4)	148.9	67.2	53.6	(70.1)	24.0	(95.8)	12.5	559.7
(%NPM)	11.4	35.1	16.8	24.6	2.5	23.2	1.5	22.7	13.0

자료: QuantiWise, 신한투자증권

JYP Ent. 연간 실적 추이 및 전망									
(십억원,%)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025F
매출액	102.2	124.8	155.4	144.4	193.9	345.9	566.5	601.8	694.6
(%YoY)	38.8	22.1	24.5	(7.1)	34.3	78.4	63.8	6.2	15.4
음반/음원	34.1	49.2	57.1	74.9	112.8	174.7	262.8	203.7	221.2
(%YoY)	71.7	44.2	16.0	31.2	50.6	13.0	13.0	(22.5)	1.8
(%sales)	33.4	39.4	36.7	51.8	58.2	50.5	46.4	33.8	31.8
콘서트	10.0	16.1	21.3	1.1	1.2	24.6	63.2	115.8	141.2
(%YoY)	21.3	61.2	32.8	(94.6)	8.0	1,895.6	157.0	83.2	36.3
(%sales)	9.7	12.9	13.7	0.8	0.6	7.1	11.2	19.2	20.3
광고	16.8	16.6	17.2	11.9	12.6	21.8	28.4	35.0	37.1
(%YoY)	4.4	(1.3)	3.7	(31.2)	6.1	10.0	10.0	23.5	8.0
(%sales)	16.5	13.3	10.1	8.2	6.5	6.3	5.0	5.8	5.3
출연료	14.8	13.0	12.9	6.4	12.4	11.3	14.3	24.9	29.9
(%YoY)	26.4	(12.0)	(0.6)	(50.4)	93.8	(9.4)	26.6	74.3	10.0
(%sales)	14.5	10.4	8.3	4.4	6.4	3.3	2.5	4.1	4.3
MD	12.3	15.9	21.1	17.5	12.3	48.8	114.6	132.1	172.4
(%YoY)	0.0	29.4	33.0	(17.3)	(29.6)	297.6	134.6	15.3	30.0
(%sales)	12.0	12.7	13.6	12.1	6.3	14.1	20.2	21.9	24.8
기타	14.3	14.1	25.8	32.7	42.6	64.7	83.3	90.4	93.0
(%YoY)	0.0	(1.5)	83.3	26.7	30.5	51.8	28.8	8.4	7.0
(%sales)	14.0	11.3	16.6	22.6	22.0	18.7	14.7	15.0	13.4
매출총이익	39.3	56.2	76.1	76.9	104.2	156.6	268.3	256.4	293.8
(%YoY)	43.7	43.0	35.5	1.1	35.4	50.3	71.4	(4.4)	14.6
(%GPM)	38.4	45.0	48.9	53.3	53.7	45.3	47.4	42.6	42.3
영업이익	19.5	28.7	43.5	44.1	57.9	96.6	169.4	128.3	150.3
(%YoY)	40.9	47.7	51.2	1.6	31.2	66.9	75.4	(24.3)	17.2
(%OPM)	19.0	23.0	28.0	30.6	29.9	27.9	29.9	21.3	21.6
순이익(지배)	16.2	23.8	31.3	29.5	67.5	67.5	105.4	97.7	119.2
(%YoY)	93.1	47.4	31.3	(5.6)	128.4	0.1	56.1	(7.3)	22.0
(%NPM)	15.8	19.1	20.1	20.5	34.8	19.5	18.6	16.2	17.2

자료: QuantiWise, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	411.1	571.5	677.8	792.6	917.7
유동자산	237.1	368.8	360.7	450.7	556.9
현금및현금성자산	139.6	217.2	207.8	274.1	364.5
매출채권	19.9	15.2	16.1	18.6	20.3
재고자산	2.4	24.4	14.3	16.5	18.0
비유동자산	174.0	202.8	317.0	341.9	360.7
유형자산	37.8	56.3	140.2	149.7	157.7
무형자산	41.5	40.6	60.2	63.5	66.3
투자자산	93.5	97.3	108.0	120.1	128.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	106.6	173.5	195.9	214.4	233.1
유동부채	101.4	154.3	174.8	191.1	208.3
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	21.6	37.5	39.9	46.0	50.2
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	5.2	19.1	21.1	23.3	24.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	1.8	6.5	6.5	6.5	6.5
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	304.5	398.0	481.9	578.2	684.6
자본금	17.9	18.0	18.0	18.0	18.0
자본잉여금	77.0	78.2	79.1	79.1	79.1
기타자본	(11.7)	(12.0)	(12.0)	(12.0)	(12.0)
기타포괄이익누계액	(0.2)	(0.9)	3.1	3.1	3.1
이익잉여금	217.5	310.8	389.5	485.7	592.0
지배주주지분	300.6	394.0	477.7	573.9	680.2
비지배주주지분	3.9	4.0	4.2	4.3	4.4
*총차입금	4.4	10.7	10.9	11.6	12.1
*순차입금(순현금)	(155.3)	(252.1)	(223.4)	(293.1)	(385.8)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	87.6	151.2	89.3	131.6	155.8
당기순이익	67.5	105.0	97.7	119.2	131.9
유형자산상각비	4.3	5.7	8.6	10.5	12.1
무형자산상각비	1.7	5.3	6.0	6.7	7.2
외화환산손실(이익)	1.0	0.2	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.7)	(3.8)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	5.2	15.5	(6.9)	(16.9)	(7.5)
(법인세납부)	(20.7)	(43.7)	(55.1)	(38.1)	(42.1)
기타	28.7	66.9	38.9	50.1	54.1
투자활동으로인한현금흐름	17.1	(60.7)	(99.8)	(58.2)	(52.9)
유형자산의증가(CAPEX)	(1.3)	(12.3)	(94.0)	(20.0)	(20.0)
유형자산의감소	0.0	0.0	1.5	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(13.5)	(0.7)	(25.6)	(10.0)	(10.0)
투자자산의감소(증가)	2.4	(10.5)	(10.7)	(12.1)	(8.1)
기타	29.5	(37.2)	29.0	(16.1)	(14.8)
FCF	91.6	135.9	12.5	107.2	129.4
재무활동으로인한현금흐름	(12.8)	(13.1)	(21.8)	(17.0)	(22.4)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.3	0.7	0.5
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(12.2)	(12.2)	(19.0)	(17.7)	(22.9)
기타	(0.6)	(0.9)	(3.1)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	23.0	9.9	9.9
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(1.4)	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	90.5	77.5	(9.4)	66.3	90.4
기초현금	49.1	139.6	217.2	207.8	274.1
기말현금	139.6	217.2	207.8	274.1	364.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	345.9	566.5	601.8	694.6	757.2
증감률 (%)	78.4	63.8	6.2	15.4	9.0
매출원가	189.3	298.2	345.4	400.8	435.4
매출총이익	156.6	268.3	256.4	293.8	321.8
매출총이익률 (%)	45.3	47.4	42.6	42.3	42.5
판매관리비	59.9	98.8	128.1	143.5	155.0
영업이익	96.6	169.4	128.3	150.3	166.8
증감률 (%)	66.9	75.4	(24.3)	17.2	11.0
영업이익률 (%)	27.9	29.9	21.3	21.6	22.0
영업외손익	(2.5)	(13.8)	7.9	6.9	7.2
금융손익	(1.4)	(11.7)	8.9	9.5	10.1
기타영업외손익	(1.8)	(5.9)	(3.5)	(5.6)	(5.9)
종속 및 관계기업관련손익	0.7	3.8	2.5	3.0	3.0
세전계속사업이익	94.1	155.7	136.2	157.2	174.0
법인세비용	26.6	50.7	38.4	38.1	42.1
계속사업이익	67.5	105.0	97.7	119.2	131.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	67.5	105.0	97.7	119.2	131.9
증감률 (%)	0.0	55.6	(7.0)	22.0	10.7
순이익률 (%)	19.5	18.5	16.2	17.2	17.4
(지배주주)당기순이익	67.5	105.5	97.6	119.1	131.8
(비지배주주)당기순이익	0.0	(0.5)	0.1	0.1	0.1
총포괄이익	63.8	104.9	103.2	119.2	131.9
(지배주주)총포괄이익	63.8	105.4	103.7	119.8	132.6
(비지배주주)총포괄이익	(0.1)	(0.5)	(0.5)	(0.6)	(0.7)
EBITDA	102.7	180.5	142.9	167.5	186.1
증감률 (%)	64.0	75.8	(20.8)	17.2	11.1
EBITDA 이익률 (%)	29.7	31.9	23.7	24.1	24.6

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	1,902	2,958	2,750	3,354	3,712
EPS (지배순이익, 원)	1,901	2,971	2,746	3,351	3,709
BPS (자본총계, 원)	8,578	11,207	13,561	16,272	19,266
BPS (지배지분, 원)	8,467	11,094	13,444	16,151	19,142
DPS (원)	369	574	534	690	770
PER (당기순이익, 배)	35.7	34.2	25.4	20.9	18.9
PER (지배순이익, 배)	35.7	34.1	25.4	20.8	18.8
PBR (자본총계, 배)	7.9	9.0	5.2	4.3	3.6
PBR (지배지분, 배)	8.0	9.1	5.2	4.3	3.7
EV/EBITDA (배)	22.0	18.6	15.8	13.1	11.3
배당성향 (%)	18.1	18.0	18.1	19.2	19.4
배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.8	1.0	1.1
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	29.7	31.9	23.7	24.1	24.6
영업이익률 (%)	27.9	29.9	21.3	21.6	22.0
순이익률 (%)	19.5	18.5	16.2	17.2	17.4
ROA (%)	18.5	21.4	15.6	16.2	15.4
ROE (지배순이익, %)	24.7	30.4	22.4	22.6	21.0
ROIC (%)	111.4	206.4	89.5	70.0	72.1
안정성					
부채비율 (%)	35.0	43.6	40.7	37.1	34.0
순차입금비율 (%)	(51.0)	(63.3)	(46.4)	(50.7)	(56.4)
현금비율 (%)	137.7	140.7	118.9	143.5	175.0
이자보상배율 (배)	1,069.4	640.8	338.3	380.1	401.6
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(27.6)	(17.3)	(13.6)	(16.5)	(18.1)
재고자산회수기간 (일)	2.0	8.6	11.8	8.1	8.3
매출채권회수기간 (일)	23.5	11.3	9.5	9.1	9.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

에스엠 (041510)

아시아 포지셔닝 확대

2025년 3월 18일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	130,000 원 (상향)
✓ 상승여력	39.2%	✓ 현재주가 (3월 17일)	93,400 원

[엔터테인먼트]

지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

김지영 연구원
✉ jiy.kim@shinhan.com

Revision

실적추정치	상향
Valuation	상향

시가총액	2,181.2십억원
발행주식수(유동비율)	22.9백만주(57.0%)
52주 최고가/최저가	102,000 원/56,000 원
일평균 거래액 (60일)	17,949백만원
외국인 지분율	13.7%

주요주주 (%)

카카오 외 7인	40.9
하이브	9.5

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	4.7	22.9	24.7	30.6
상대	8.2	14.8	47.7	20.6

주가



신한생각 테마 부합, 실적 성장에 비해 가장 저평가된 엔터주

굿즈, 중국 등의 리레이팅 테마에 가장 부합. 비핵심 적자 자회사 정리, 핵심 자회사 편입으로 실적 상향, 멀티플 할인을 축소를 동시에 누릴 것

30주년을 맞이한 최대 영업이익 전망

'25년 영업이익 1,361억원으로 기존 추정 대비 12.6% 상향 조정. 2Q25부터 디어유의 연결 자회사 편입을 반영한 효과. 비핵심자산 매각을 진행 중에 있어 탑라인은 일부 다른 자회사들과 상쇄돼 큰 추정치 변경은 없지만, 적자사업 편출, 수익성 높은 자회사 편입으로 OPM은 1.2%p 상승할 전망

올해 기대요소는 아시아 포지셔닝 확대. 중국 한한령 해제 시, ① 에스파 등 인지도 높은 IP들의 오프라인 활동 본격화 기대. 업계 최초로 EXO-M, 현지그룹 Way V를 기획할 정도로 오랜 기간 중국에 공을 들여 '판시'가 중요한 중국의 특성상 네트워크가 가장 훌륭한 것. ② TME도 소셜 엔터 사업의 실적 개선(p.8)을 위해 디어유 버블을 적극적으로 활용할 전망. ③ 인도네시아 멤버가 있는 걸그룹 하츠투하츠(Hearts2Hearts) 데뷔

굿즈 리레이팅(p.21)에도 최적적. 4Q24 굿즈 매출 512억원으로 분기 최대 갱신. 콘서트와 동행하는 단순한 일반 굿즈 외 위버스 유통, 기획 MD(팝업스토어) 활약에 기인. 추가적으로 NCTx스타벅스, 하츠투하츠x티니핑 등 브랜드와의 콜라보에 가장 진심인 편. IP를 활용한 라이선싱 부가수익 창출과 동시에 아티스트 홍보 가능. 일시적이 아닌 구조적 성장이라 판단

Valuation & Risk: 실적 상향과 할인을 축소

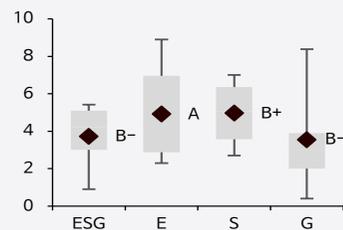
투자의견 BUY, 목표주가 13만원으로 상향 조정. 디어유 연결 편입, 적자 자회사 정리에 따른 이익 추정치 변경과 아시아 포지셔닝의 강점이 부각될 수 있는 국면에서 할인을 축소시킨 결과. 아시아 하면 에스엠!

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	850.8	91.0	80.0	22.8	12.2	2.6	10.5	1.6
2023	961.1	113.5	87.3	25.1	12.3	3.0	11.8	1.3
2024P	989.7	87.3	18.3	97.0	2.6	2.7	11.9	0.5
2025F	1,106.4	136.1	107.2	19.5	15.3	2.8	10.2	1.6
2026F	1,206.0	156.8	130.1	16.0	16.6	2.5	8.7	1.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



에스엠 분기 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P
매출액	258.8	203.9	239.8	266.3	251.1	220.1	253.9	242.2	273.8
(%YoY)	25.3	20.3	30.0	11.8	(3.0)	7.9	5.9	(9.0)	9.0
SME	152.7	128.2	138.9	188.7	163.7	136.1	174.1	172.1	181.8
SM C&C	51.8	21.4	29.4	33.9	42.6	23.9	27.9	24.8	33.4
드림메이커	26.7	22.3	34.8	17.5	19.6	12.9	7.5	10.5	5.0
기타	27.5	32.0	36.7	26.2	25.2	47.0	44.4	34.8	53.6
영업이익	22.7	18.3	35.7	50.5	9.0	15.5	24.7	13.3	33.9
(%YoY)	114.2	(5.0)	84.0	69.8	(60.3)	(14.9)	(30.6)	(73.7)	275.6
(%OPM)	8.8	9.0	14.9	19.0	3.6	7.1	9.7	5.5	12.4
SME	23.9	19.5	28.0	48.0	19.5	20.1	29.3	27.1	35.8
기타	(1.3)	(1.2)	7.7	2.6	(10.5)	(4.6)	(4.5)	(13.8)	(1.9)
당기순이익	1.9	23.0	28.3	84.2	(52.9)	12.4	8.4	3.7	(24.1)
(%YoY)	(94.2)	(10.0)	11.6	188.8	적전	(45.9)	(70.3)	(95.6)	적지
(%NPM)	0.7	11.3	11.8	31.6	(21.1)	5.7	3.3	1.5	(8.8)

자료: QuantiWise, 신한투자증권

에스엠 연간 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025F
매출액	349.9	365.4	612.2	657.8	579.9	701.6	850.8	961.1	989.7	1,106.4
(%YoY)	8.6	4.4	67.6	7.4	(11.8)	21.0	21.3	13.0	3.0	11.8
SME	202.1	216.1	281.6	307.4	302.5	417.1	513.9	619.5	664.1	750.5
연결 자회사	147.7	149.3	330.6	350.4	277.4	284.4	336.9	341.6	325.6	355.9
영업이익	20.7	10.9	47.7	40.4	6.5	67.5	91.0	113.5	87.3	136.1
(%YoY)	(46.1)	(47.2)	336.4	(15.4)	(83.9)	939.6	34.8	24.7	(23.1)	55.9
(%OPM)	5.9	3.0	7.8	6.1	1.1	9.6	10.7	11.8	8.8	12.3
지배주주순이익	3.6	4.3	30.6	(9.1)	(70.2)	133.5	80.0	87.3	18.3	107.2
(%YoY)	(83.2)	18.6	606.9	적전	적지	흑전	(40.1)	9.1	(79.0)	485.1
(%NPM)	1.0	1.2	5.0	(1.4)	(12.1)	19.0	9.4	9.1	1.9	9.7

주: 연결 자회사에는 디어유 편입 반영 및 적자 자회사 정리 가정

자료: QuantiWise, 신한투자증권

에스엠 2025F 실적 추정치 변경

I/S(십억원, %)	변경 전	변경 후	과리
매출액	1,093.4	1,106.4	1.2
영업이익	120.9	136.1	12.6
순이익	99.4	107.1	7.8
OPM	11.1	12.3	1.2
NPM	9.1	9.7	0.6

자료: 신한투자증권

에스엠 목표주가 상향

항목(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025F
순이익	(9.1)	(70.2)	133.5	80.0	87.3	18.3	107.2
적용 PER	29.2	아시아 포지셔닝 강점 부각으로 하이브 대비 기존 할인율 30% ⇒ 20%로 축소					
목표 시가총액	3,128.2	2025F 추정 순이익 x 29.2배					
현재 시가총액	2,181						
목표주가(원)	130,000						
현재주가(원)	93,400						
상승여력(%)	39.2						

자료: 신한투자증권

에스엠 연결 기준 실적 가이드스 변동

(십억원)	2024년			2025년		
	정정 전	잠정 실적	과리율(%)	정정 전	정정 후	변동률(%)
매출액	1,180.0	989.9	(16.1)	1,370.0	1,127.0	(17.7)
영업이익	160.0	87.5	(45.3)	240.0	133.0	(44.6)
OPM	13.6	8.8	(4.7)	17.5	11.8	(5.7)

자료: Dart, 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,463.0	1,541.0	1,418.9	1,547.2	1,678.4
유동자산	841.4	858.3	813.5	918.7	1,030.6
현금및현금성자산	317.5	303.1	355.7	407.1	473.1
매출채권	157.5	153.4	157.9	176.5	192.4
재고자산	20.4	25.6	28.1	31.4	34.2
비유동자산	621.6	682.7	605.4	628.5	647.8
유형자산	82.5	70.7	76.1	76.8	77.3
무형자산	145.1	203.9	140.5	141.9	142.9
투자자산	254.9	251.1	226.8	247.7	265.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	576.9	631.6	590.2	650.1	701.2
유동부채	467.4	519.3	485.4	541.0	588.5
단기차입금	4.9	42.2	5.4	5.4	5.4
매입채무	213.8	211.4	211.4	236.3	257.6
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	109.4	112.3	104.9	109.1	112.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	80.8	76.2	69.5	69.5	69.5
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	886.1	909.4	828.7	897.1	977.3
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	366.7	361.8	353.3	353.3	353.3
기타자본	22.9	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)
기타포괄이익누계액	(11.1)	(12.4)	(8.7)	(8.7)	(8.7)
이익잉여금	306.4	365.4	312.0	385.5	477.5
지배주주지분	696.7	722.5	664.3	737.8	829.9
비지배주주지분	189.4	186.9	164.4	159.3	147.4
*총차입금	113.4	146.2	106.4	109.2	111.6
*순차입금(순현금)	(420.7)	(354.5)	(391.1)	(456.3)	(533.9)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	114.9	113.0	97.7	136.1	170.1
당기순이익	82.0	82.7	0.8	102.1	118.3
유형자산상각비	26.1	29.8	18.9	19.3	19.5
무형자산상각비	34.8	28.2	23.0	23.6	24.0
외환환산손실(이익)	1.1	(0.8)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(12.3)	0.2	0.2	0.2	0.2
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(11.4)	(47.4)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(20.4)	(34.3)	59.0	(4.8)	12.3
(법인세납부)	(43.0)	(35.2)	(25.3)	(33.1)	(38.4)
기타	58.0	89.8	21.1	28.8	34.2
투자활동으로인한현금흐름	(121.8)	(83.1)	91.0	(78.2)	(72.7)
유형자산의증가(CAPEX)	(24.1)	(19.1)	(26.2)	(20.0)	(20.0)
유형자산의감소	0.1	0.6	1.9	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(25.5)	(31.7)	40.4	(25.0)	(25.0)
투자자산의감소(증가)	(55.7)	(7.5)	29.7	(15.6)	(12.5)
기타	(16.6)	(25.4)	45.2	(17.6)	(15.2)
FCF	102.5	82.0	59.3	141.2	155.2
재무활동으로인한현금흐름	(0.6)	(42.7)	(76.4)	(6.4)	(31.3)
차입금의 증가(감소)	11.9	38.0	(39.8)	2.8	2.4
자기주식의처분(취득)	0.0	26.5	0.0	0.0	0.0
배당금	(4.7)	(28.4)	(28.1)	(9.2)	(33.7)
기타	(7.8)	(78.8)	(8.5)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(59.7)	(0.2)	(0.2)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(6.3)	(1.6)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(13.8)	(14.4)	52.5	51.4	66.0
기초현금	331.3	317.5	303.1	355.7	407.1
기말현금	317.5	303.1	355.7	407.1	473.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	850.8	961.1	989.7	1,106.4	1,206.0
증감률 (%)	21.3	13.0	3.0	11.8	9.0
매출원가	555.7	620.0	682.5	735.0	800.9
매출총이익	295.0	341.0	307.2	371.4	405.1
매출총이익률 (%)	34.7	35.5	31.0	33.6	33.6
판매관리비	204.0	227.6	219.9	235.3	248.3
영업이익	91.0	113.5	87.3	136.1	156.8
증감률 (%)	34.8	24.7	(23.1)	55.9	15.2
영업이익률 (%)	10.7	11.8	8.8	12.3	13.0
영업외손익	25.9	5.4	(61.2)	(0.9)	(0.1)
금융손익	6.7	13.1	14.2	22.5	23.3
기타영업외손익	7.8	(55.1)	(72.8)	(28.4)	(28.4)
종속 및 관계기업관련손익	11.4	47.4	(2.6)	5.0	5.0
세전계속사업이익	116.9	118.9	26.1	135.2	156.7
법인세비용	34.9	36.2	25.3	33.1	38.4
계속사업이익	82.0	82.7	0.8	102.1	118.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	82.0	82.7	0.8	102.1	118.3
증감률 (%)	(38.4)	0.8	(99.0)	12,343.3	15.9
순이익률 (%)	9.6	8.6	0.1	9.2	9.8
(지배주주)당기순이익	80.0	87.3	18.3	107.2	130.1
(비지배주주)당기순이익	2.0	(4.6)	(17.5)	(5.1)	(11.8)
총포괄이익	77.9	79.9	5.8	102.1	118.3
(지배주주)총포괄이익	76.9	86.0	22.7	102.1	118.3
(비지배주주)총포괄이익	1.0	(6.1)	(16.9)	0.0	0.0
EBITDA	151.8	171.5	129.2	178.9	200.3
증감률 (%)	15.5	12.9	(24.6)	38.5	11.9
EBITDA 이익률 (%)	17.8	17.8	13.1	16.2	16.6

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	3,449	3,470	35	4,447	5,167
EPS (지배순이익, 원)	3,363	3,664	780	4,669	5,684
BPS (자본총계, 원)	37,225	38,160	35,484	39,183	42,685
BPS (지배지분, 원)	29,268	30,318	28,445	32,227	36,245
DPS (원)	1,200	1,200	400	1,500	1,700
PER (당기순이익, 배)	22.2	26.5	2,168.6	20.5	17.6
PER (지배순이익, 배)	22.8	25.1	97.0	19.5	16.0
PBR (자본총계, 배)	2.1	2.4	2.1	2.3	2.1
PBR (지배지분, 배)	2.6	3.0	2.7	2.8	2.5
EV/EBITDA (배)	10.5	11.8	11.9	10.2	8.7
배당성향 (%)	35.5	32.2	49.9	31.4	29.3
배당수익률 (%)	1.6	1.3	0.5	1.6	1.9
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	17.8	17.8	13.1	16.2	16.6
영업이익률 (%)	10.7	11.8	8.8	12.3	13.0
순이익률 (%)	9.6	8.6	0.1	9.2	9.8
ROA (%)	5.9	5.5	0.1	6.9	7.3
ROE (지배순이익, %)	12.2	12.3	2.6	15.3	16.6
ROIC (%)	75.7	57.3	(0.8)	135.1	185.2
안정성					
부채비율 (%)	65.1	69.4	71.2	72.5	71.7
순차입금비율 (%)	(47.5)	(39.0)	(47.2)	(50.9)	(54.6)
현금비율 (%)	67.9	58.4	73.3	75.3	80.4
이자보상배율 (배)	20.9	19.9	15.8	28.8	32.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(6.7)	(8.8)	(8.8)	(7.9)	(7.8)
재고자산회수기간 (일)	7.5	8.7	9.9	9.8	9.9
매출채권회수기간 (일)	54.7	59.0	57.4	55.2	55.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

와이지엔터테인먼트 (122870)

적지만 강한 IP 파이프라인

2025년 3월 18일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	74,000 원 (상향)
✓ 상승여력	20.7%	✓ 현재주가 (3월 14일)	61,300 원

신한생각 | 업종 투자포인트를 계속해서 견인해줄 듯

블랙핑크를 포함한 보유 IP들의 활동 풀가동으로 25년 턴어라운드 확실히. 가장 적은 IP 파이프라인으로도 강력한 글로벌 스케줄을 소화하며 타사와의 멀티플 할인율을 축소시킬 전망. 섹터 분위기 호전에 계속 기여할 것

4Q24 흑자전환! 25~26F 증익 궤도

'24년은 예고됐던 실적 부진 속에서도 4Q24 깜짝 흑자전환 성공. 매출액 1,041억(-5% YoY), 영업이익 10억원(+150% YoY, 흑자전환 QoQ) 기록. 블랙핑크 부재 속에서도 ① 저연차 IP인 베이비몬스터와 트레저의 신규 앨범/음원 활동, 트레저의 팬콘서트/행사 수익, ② 전략적 투자 자산의 부분 매각을 통한 수익 실현에 기인. 연간 영업손실은 206억원으로 마무리

'25년은 턴어라운드의 해. 업종 투자포인트 중 하나인 슈퍼IP 컴백에 해당하는 블랙핑크의 대규모 월드투어 재개, 베이비몬스터/트레저의 음악 활동/월드투어 본격화, 적자 사업부 철수에 기인. 특히 블랙핑크는 동원 관객 수가 매우 커 수익성이 좋은 돔, 스타디움 급의 venue로 주로 구성(22~23년 23개국, 66회, 211만(평균 3.2만명) vs. 25~26년 8개국, 18회, 99만(평균 5.5만명)+추가 중)돼있어 조정된 배분비율을 고려하더라도 손익에 크게 기여할 것. 베이비몬스터도 첫 투어에서 압도적인 '실력'을 검증하며 대중 및 팬덤 확보 중. 2NE1의 아시아 투어는 IP의 지속성 증명 측면에서 고무적

Valuation & Risk: 할인율 소폭 축소

동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 7.4만원으로 상향 조정. 타사 대비 PER 할인율을 기존 20% ⇒ 10%로 축소, 적용시기를 12개월 fwd로 변경한 결과. 엔터 업종의 주요 투자포인트인 슈퍼 IP 컴백 포인트에 부합하며 올해 실적 턴어라운드 모멘텀을 고려. 향후 중국 개방은 플러스 알파 요인

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	391.2	46.6	33.7	24.2	8.6	2.0	12.8	0.6
2023	569.2	86.9	61.3	15.5	14.0	2.0	8.1	0.6
2024P	364.9	(20.6)	18.6	45.9	3.9	1.7	(1,145.8)	0.5
2025F	547.4	50.4	48.1	23.8	9.5	2.2	15.1	1.1
2026F	602.2	62.8	56.8	20.2	10.4	2.0	12.6	1.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[엔터테인먼트]

지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

김지영 연구원
✉ jiy.kim@shinhan.com

Revision

실적추정치	유지
Valuation	상향

시가총액	1,145.8십억원
발행주식수(유동비율)	18.7백만주(72.0%)
52주 최고가/최저가	66,000원/30,200원
일평균 거래액 (60일)	15,252백만원
외국인 지분율	13.3%

주요주주 (%)

양현석 외 5인	23.0
네이버	8.9

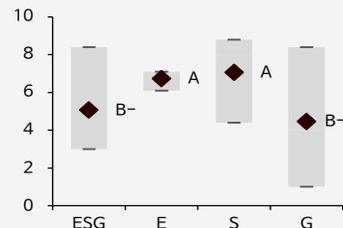
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	18.6	27.0	39.8	37.1
상대	22.1	20.0	69.0	28.2

주가

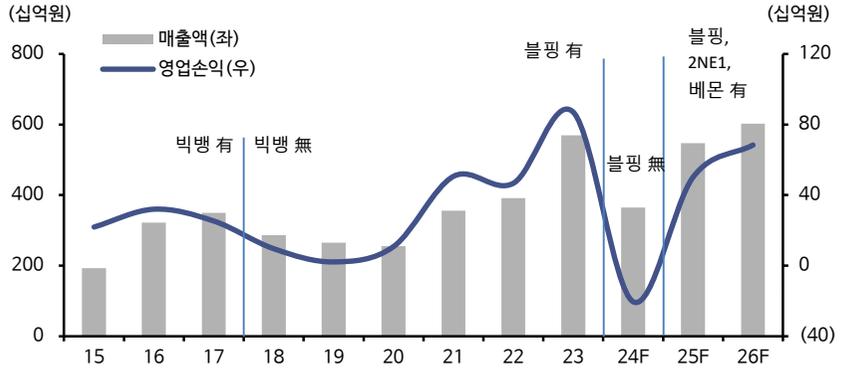


ESG 컨센서스

(점수 및 등급)

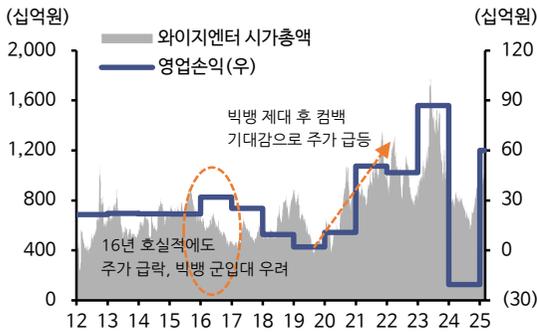


와이지엔터테인먼트 실적 추이 및 전망



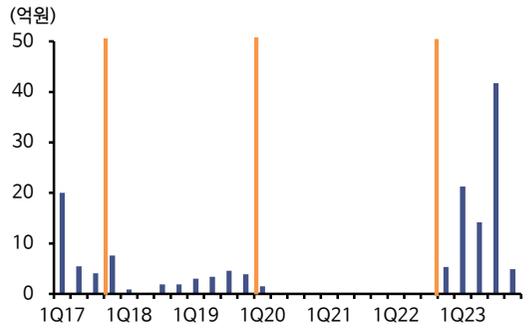
자료: 회사 자료, 신한투자증권

와이지엔터 빅뱅 군입대 전후 시가총액 및 실적



자료: 회사 자료, 신한투자증권

와이지엔터 일본 외 콘서트 회당 MG 추이

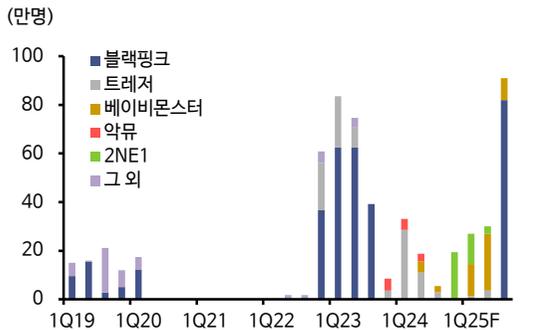


자료: 회사 자료, 신한투자증권

주: 콘서트 매출액 ÷ 일본 외 콘서트 횟수

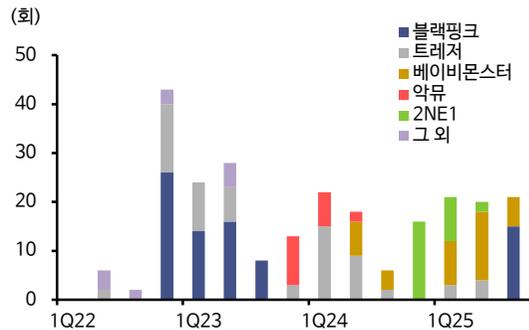
일본 콘서트는 회당 MG가 아닌 수익배분(관객수 x 티켓가격, 비용 참가 후 순이익) 구조로 '로열티' 실적으로 인식

와이지엔터 콘서트 관객수 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

와이지엔터 콘서트 횟수 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

와이즈엔터테인먼트 연간 실적 추이 및 전망

(십억원,%)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025F	2026F
매출액	349.9	285.8	264.5	255.3	321.6	391.2	569.2	364.9	547.4	602.2
(%YoY)	8.7	(18.3)	(7.5)	(3.5)	26.0	21.6	45.5	(35.9)	50.0	10.0
매출원가	249.2	200.8	184.8	174.5	224.0	263.2	383.2	265.5	372.2	409.5
(%YoY)	9.9	(19.4)	(8.0)	(5.6)	28.4	17.5	45.6	(30.7)	40.2	10.0
(%Sales)	71.2	70.3	69.9	68.3	69.6	67.3	67.3	72.7	68.0	68.0
매출총이익	100.7	85.0	79.7	80.8	97.6	127.9	186.0	99.4	175.2	192.7
(%YoY)	6.0	(15.5)	(6.3)	1.4	20.9	31.0	45.3	(46.5)	76.1	10.0
(%GPM)	28.8	29.7	30.1	31.7	30.4	32.7	32.7	27.3	32.0	32.0
판매비	76.5	75.4	78.8	70.0	72.3	85.3	106.4	111.8	127.6	132.7
(%YoY)	21.3	(1.4)	4.4	(11.1)	(3.3)	18.0	24.8	5.0	8.0	4.0
(%Sales)	21.9	26.4	29.8	27.4	22.5	21.8	18.7	32.4	23.3	22.0
영업손익	25.2	9.5	2.0	10.7	47.0	46.6	86.9	(20.6)	50.4	62.8
(%YoY)	(21.1)	(62.4)	(78.6)	430.8	337.4	(0.8)	86.4	적전	흑전	24.7
(%OPM)	7.2	3.3	0.8	4.2	14.6	11.9	15.3	(5.6)	9.2	10.4

자료: QuantiWise, 신한투자증권

와이즈엔터테인먼트 목표주가 상향

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024P	2025F	2026F	
순이익	(21.5)	9.4	6.7	33.7	18.5	48.1	56.8	
적용 PER	26.3	에스엠, JYP Ent. 대비 할인율 기존 20% ⇒ 10% 축소						
목표 시가총액	1,375	12개월 fwd 순이익 x PER 26.3배						
현재 시가총액	1,146							
목표주가(원)	74,000							
현재주가(원)	61,300							
상승여력(%)	20.7							

자료: 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	712.9	742.2	741.2	822.0	878.1
유동자산	365.8	347.6	304.6	358.2	394.4
현금및현금성자산	80.2	96.9	83.6	89.7	111.7
매출채권	60.9	66.2	69.4	104.1	114.5
재고자산	16.2	17.2	9.6	14.4	15.8
비유동자산	347.1	394.6	436.6	463.8	483.7
유형자산	180.3	179.4	186.9	182.9	179.4
무형자산	10.9	47.1	48.4	61.6	73.4
투자자산	138.2	145.8	188.7	206.8	218.3
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	186.6	157.0	130.2	170.7	180.3
유동부채	163.0	147.3	109.6	146.5	155.1
단기차입금	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	24.5	28.1	18.0	27.0	29.7
유동성장기부채	0.4	8.3	0.8	0.8	0.8
비유동부채	23.5	9.7	20.6	24.2	25.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	18.3	5.0	12.1	12.1	12.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	526.3	585.2	611.0	651.4	697.8
자본금	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
자본잉여금	225.4	226.5	226.5	226.5	226.5
기타자본	17.6	17.5	17.5	17.5	17.5
기타포괄이익누계액	(3.0)	(3.0)	7.3	7.3	7.3
이익잉여금	160.1	216.1	230.1	265.2	305.3
지배주주지분	409.7	466.7	491.0	526.0	566.1
비지배주주지분	116.6	118.5	120.0	125.4	131.7
*총차입금	23.0	17.1	18.6	21.4	22.2
*순차입금(순현금)	(166.6)	(207.4)	(192.1)	(195.8)	(217.1)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	55.1	93.6	46.5	56.2	75.4
당기순이익	46.8	77.0	20.2	53.4	63.1
유형자산상각비	12.2	13.2	14.5	14.0	13.5
무형자산상각비	1.2	6.3	5.4	6.8	8.2
외환환산손실(이익)	0.8	0.2	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.2	(0.3)	(6.2)	(6.2)	(6.2)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(2.5)	1.9	1.9	(2.7)	(2.7)
운전자본변동	(0.5)	(9.8)	9.6	(9.9)	(1.2)
(법인세납부)	(11.5)	(14.3)	(16.3)	(17.1)	(20.2)
기타	8.4	19.4	17.4	17.9	20.9
투자활동으로인한현금흐름	(17.9)	(69.7)	0.8	(49.3)	(42.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(8.8)	(11.6)	(17.1)	(10.0)	(10.0)
유형자산의감소	0.2	0.4	2.1	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	1.3	(42.0)	(6.7)	(20.0)	(20.0)
투자자산의감소(증가)	(2.3)	(29.7)	(38.7)	(13.9)	(7.3)
기타	(8.3)	13.2	61.2	(5.4)	(5.1)
FCF	11.4	110.6	(14.4)	36.0	52.9
재무활동으로인한현금흐름	(1.3)	(6.3)	(12.0)	(1.8)	(12.1)
차입금의 증가(감소)	(1.2)	(0.4)	1.5	2.8	0.8
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(4.6)	(4.6)	(5.6)	(4.6)	(13.0)
기타	4.5	(1.3)	(7.9)	0.0	0.1
기타현금흐름	(0.7)	(0.4)	(48.6)	1.1	1.1
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.7	(0.5)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	36.0	16.7	(13.2)	6.1	21.9
기초현금	44.2	80.2	96.9	83.6	89.7
기말현금	80.2	96.9	83.6	89.7	111.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	391.2	569.2	364.9	547.4	602.2
증감률 (%)	21.6	45.5	(35.9)	50.0	10.0
매출원가	263.2	383.2	265.5	372.2	409.5
매출총이익	127.9	186.0	99.5	175.2	192.7
매출총이익률 (%)	32.7	32.7	27.3	32.0	32.0
판매관리비	85.3	106.4	118.1	127.6	132.7
영업이익	46.6	86.9	(20.6)	50.4	62.8
증감률 (%)	(0.8)	86.4	적전	흑전	24.7
영업이익률 (%)	11.9	15.3	(5.6)	9.2	10.4
영업외손익	9.4	6.3	49.6	20.1	20.5
금융손익	6.5	6.0	14.7	15.1	15.5
기타영업외손익	1.4	2.2	12.2	5.0	5.0
종속 및 관계기업관련손익	1.5	(1.9)	22.6	0.0	0.0
세전계속사업이익	56.0	93.2	29.0	70.5	83.3
법인세비용	14.7	15.5	8.8	17.1	20.2
계속사업이익	41.5	77.7	20.2	53.4	63.1
중단사업이익	5.5	(0.8)	(0.2)	0.0	0.0
당기순이익	46.8	77.0	20.2	53.4	63.1
증감률 (%)	104.6	64.6	(73.8)	165.0	18.2
순이익률 (%)	12.0	13.5	5.5	9.8	10.5
(지배주주)당기순이익	33.7	61.3	18.6	48.1	56.8
(비지배주주)당기순이익	13.1	15.6	1.5	5.3	6.3
총포괄이익	40.4	76.0	30.4	53.4	63.1
(지배주주)총포괄이익	30.9	61.4	28.8	50.6	59.8
(비지배주주)총포괄이익	9.5	14.6	1.6	2.8	3.3
EBITDA	60.1	106.5	(0.7)	71.2	84.4
증감률 (%)	3.3	77.3	적전	흑전	18.6
EBITDA 이익률 (%)	15.4	18.7	(0.2)	13.0	14.0

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	2,517	4,123	1,079	2,858	3,377
EPS (지배순이익, 원)	1,813	3,285	997	2,572	3,040
BPS (자본총계, 원)	28,212	31,313	32,687	34,851	37,335
BPS (지배지분, 원)	21,959	24,972	26,266	28,144	30,290
DPS (원)	250	300	250	700	900
PER (당기순이익, 배)	17.4	12.3	42.5	21.4	18.2
PER (지배순이익, 배)	24.2	15.5	45.9	23.8	20.2
PBR (자본총계, 배)	1.6	1.6	1.4	1.8	1.6
PBR (지배지분, 배)	2.0	2.0	1.7	2.2	2.0
EV/EBITDA (배)	12.8	8.1	(1,145.8)	15.1	12.6
배당성향 (%)	13.7	9.1	24.9	27.0	29.4
배당수익률 (%)	0.6	0.6	0.5	1.1	1.5
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	15.4	18.7	(0.2)	13.0	14.0
영업이익률 (%)	11.9	15.3	(5.6)	9.2	10.4
순이익률 (%)	12.0	13.5	5.5	9.8	10.5
ROA (%)	7.0	10.6	2.7	6.8	7.4
ROE (지배순이익, %)	8.6	14.0	3.9	9.5	10.4
ROIC (%)	14.1	32.5	(6.8)	16.2	18.6
안정성					
부채비율 (%)	35.5	26.8	21.3	26.2	25.8
순차입금비율 (%)	(31.7)	(35.4)	(31.4)	(30.1)	(31.1)
현금비율 (%)	49.2	65.7	76.3	61.2	72.0
이자보상배율 (배)	107.7	189.1	(40.4)	89.0	102.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	89.3	180.0	(34.9)	(217.8)	83.8
재고자산회수기간 (일)	12.8	10.7	13.4	8.0	9.2
매출채권회수기간 (일)	46.0	40.8	67.8	57.8	66.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

디어유 (376300)

감히 예상이 어렵다는 것이 포인트

2025년 3월 18일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	47,000 원 (상향)
✓ 상승여력	19.3%	✓ 현재주가 (3월 17일)	39,400 원

[엔터테인먼트]

지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

김지영 연구원
✉ jiy.kim@shinhan.com

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	상향

시가총액	935.3십억원
발행주식수(유동비율)	23.7백만주 (64.8%)
52주 최고가/최저가	47,700원/18,220원
일평균 거래액 (60일)	15,157백만원
외국인 지분율	3.4%

주요주주 (%)				
에스엠스튜디오스 외 3인				33.8
에스엠엔터테인먼트 외 3인				29.6
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(1.6)	1.5	32.2	16.6
상대	1.7	(5.2)	56.6	7.7

주가



신한생각 장기적으로 실적과 멀티플 동반 상승 구간

기대요소는 보이그룹 RIIZE 입점, 중국 TME-버블 멤버십 출시, 중국 내 버블을 활용한 사업확장 니즈가 매우 높다는 점. 중국 IP에 대한 RS도 있어 실적 상방이 어디까지 열릴지 모른다는 것이 더욱 핵심 포인트

4Q24 Review: 마지막 보릿고개

매출액 178억(-15% YoY), 손익 49억원(-45% YoY)으로 기대치 하회. ① 외형은 더보이즈 탈퇴, NCT 재현 군복무에 따른 중단으로 구독수가 190만명(-6% QoQ, -17% YoY) 감소한 영향에도 일본 JV 정산 반영되며 QoQ 플랫폼 유지, ② 손익은 자회사 부진, AI 팻버블 개발비 반영으로 하락

2025년 기대요소 세 가지

모멘텀은 ① 4~5월 TME&버블 멤버십 출시 예정. 소셜 엔터 사업의 성장(팬덤소비+커머스)을 위해 TME가 버블을 적극적으로 활용(p.8)할 것. 수익 배분비율은 일본과 유사한 10%(로열티=매출=이익) 예상. 한국 IP뿐 아니라 중국 IP에 대한 수익배분도 포함. 실적 상방은 온전히 열린 것

② 지난 2/21 에스엠의 디어유 지분 확대. 에스엠과의 협업 강화를 의미해 2Q25 내 신성장 IP '라이즈(RIIZE)', 'NCT Wish' 입점 예상. 정체였던 구독자수 반등을 이끌어낼 전망. JYP Ent.도 10% 지분을 보유한 2대주주로 지속적인 소속 IP 입점 예상. ③ 중국 개방 시, 오프라인 활동 확대로 IP들의 버블을 통한 프로모션, 마케팅이 확대될 수 있다는 점에서 긍정적

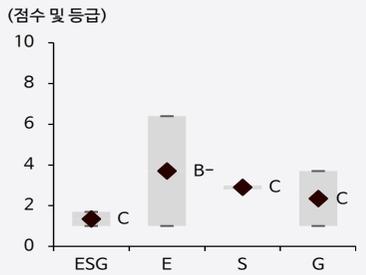
Valuation & Risk: 실적/멀티플 상방 확인

냉탕과 온탕을 오고가는 한한령 관련 이슈에서 동사는 이미 '중국을 품은 유일한 업체'. 실적 상방이 열렸고, 가장 중요한 본업의 구독자수 성장이 다시 임박했다는 점에서 매수 추천. 멀티플 변경으로 목표가 소폭 상향

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	49.2	16.3	16.4	39.4	12.4	4.8	32.9	-
2023	75.7	28.6	26.2	29.1	16.9	4.5	21.0	-
2024P	74.9	25.4	24.4	38.4	13.7	4.5	24.8	0.6
2025F	99.5	43.9	36.8	25.4	17.8	4.2	15.8	0.8
2026F	122.1	58.5	45.9	20.4	19.1	3.6	11.5	1.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

ESG 컨센서스



디어유 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P
총매출액	22.3	27.7	30.4	31.1	31.1	31.1	29.0	27.3	25.7
구독자수(만명)	165.0	205.0	225.0	230.0	230.0	230.0	215.0	202.0	190.0
ARPU	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500	4,500
매출액	13.7	16.4	19.1	19.4	20.9	20.3	19.1	17.7	17.8
(% YoY)	25.3	39.7	64.0	59.3	52.5	24.0	(0.1)	(8.5)	(14.8)
영업비용	9.4	10.6	12.4	12.1	12.0	13.1	12.0	11.4	12.9
(%YoY)	10.3	47.5	51.1	48.1	28.1	23.7	(2.6)	(5.7)	7.4
(%sales)	68.6	64.9	64.7	62.4	57.6	64.7	63.0	64.2	72.6
지급수수료	6.6	7.9	8.6	9.1	8.9	8.7	8.2	8.1	8.4
급여	2.3	2.1	2.9	2.3	2.3	3.4	3.0	2.5	2.7
기타	0.5	0.6	0.8	0.7	0.8	1.0	0.8	0.8	1.9
영업손익	4.3	5.7	6.7	7.3	8.8	7.2	7.1	6.3	4.9
(%YoY)	78.2	27.3	94.3	82.1	105.8	24.6	4.5	(13.1)	(44.9)
(%OPM)	31.4	35.1	35.3	37.6	42.4	35.3	37.0	35.8	27.4
순손익	(0.4)	9.0	4.8	6.5	6.0	9.1	6.8	3.1	5.5
(%YoY)	적지	119.0	(1.5)	(17.2)	흑전	1.2	43.9	(52.5)	(8.4)
(%NPM)	(2.7)	54.8	24.9	33.5	28.7	44.7	35.9	17.4	30.8

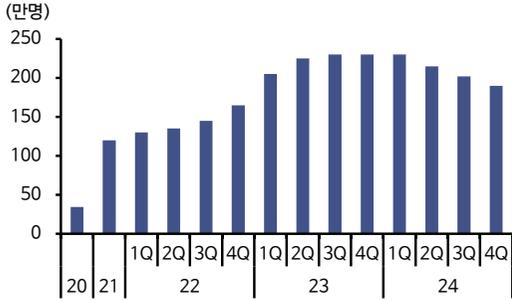
자료: 회사 자료, 신한투자증권

디어유 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2020	2021	2022	2023	2024P	2025F	2026F
총매출액	18.6	64.8	77.6	120.2	113.0	128.2	149.3
구독자수(만명)	35	120	170	230	190	230	260
ARPU	4,500	4,500	4,500	4,353	4,956	4,646	4,785
매출액	13.0	40.0	49.2	75.7	74.9	99.5	122.1
(% YoY)	675.1	206.6	23.0	53.9	(1.1)	32.9	22.7
영업비용	13.4	26.8	32.9	47.1	49.5	55.6	63.6
(%YoY)	41.1	98.2	23.0	43.0	5.1	12.5	14.3
(%sales)	102.8	66.9	66.9	62.2	66.1	55.9	52.1
지급수수료	8.7	20.0	22.7	34.6	33.4	37.4	43.5
급여		4.9	8.2	9.6	11.6	13.3	14.7
기타	4.7	1.8	2.0	2.9	4.5	4.9	5.4
영업손익	(0.5)	13.2	16.3	28.6	25.4	43.9	58.5
(%YoY)	적지	흑전	23.0	75.8	(11.2)	72.7	33.4
(%OPM)	(3.5)	33.1	33.1	37.8	33.9	44.1	47.9
순손익	(2.3)	(25.2)	16.4	26.2	24.4	36.8	45.9
(%YoY)	적지	적지	흑전	59.7	(6.9)	51.1	24.6
(%NPM)	(17.2)	(63.1)	33.3	34.6	32.6	37.0	37.6

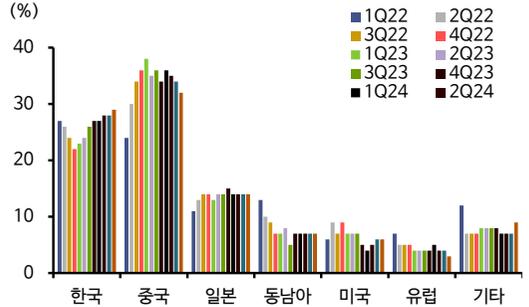
자료: 회사 자료, 신한투자증권

디어유 구독자수 추이



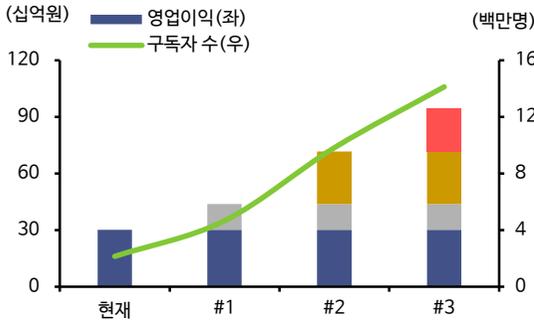
자료: 회사 자료, 신한투자증권

디어유 구독자수 지역별 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

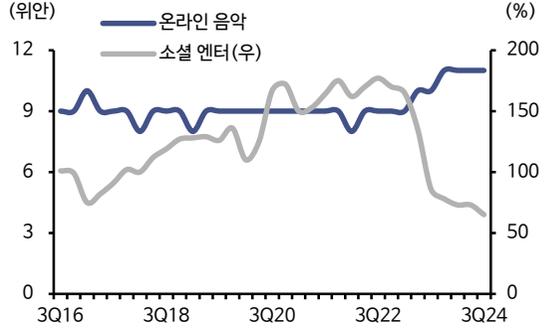
디어유 중국 시나리오별 추가 이익



자료: 회사 자료, 신한투자증권

주: 모든 가정은 2Q24 수치 기준, 월 구독료는 4,500원 고정
 시나리오 #1: 기존 IP에 대한 중국 안드로이드 시장 확대
 시나리오 #2: 텐센트 내 산하 플랫폼 가입자의 전환
 시나리오 #3: 중국 IP 신규 진입에 따른 구독자수 증가

텐센트뮤직(TME) 사업부문별 ARPPU



자료: Statista, 신한투자증권

디어유 목표주가 상향

항목(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025F
순이익	(23.0)	(2.3)	(25.2)	16.4	26.2	24.4	36.8
적용 PER	30.0	기존 부여한 27배 대비 중국 사업 진출에 따라 프리미엄 반영					
목표 시가총액	1,105	2025F 예상 순이익 x 30배					
현재 시가총액	935						
목표주가(원)	47,000						
현재주가(원)	39,400						
상승여력(%)	19.3						

자료: 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	152.5	190.6	215.9	252.3	295.3
유동자산	134.9	147.4	164.8	197.6	237.4
현금및현금성자산	84.1	56.8	80.6	85.7	114.5
매출채권	3.6	6.9	5.2	6.9	8.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	17.7	43.3	51.1	54.7	57.8
유형자산	0.2	3.4	3.2	3.1	3.0
무형자산	7.3	9.9	12.1	14.0	15.5
투자자산	0.3	6.0	14.0	15.8	17.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	11.3	21.1	25.0	32.3	38.9
유동부채	11.0	16.9	21.5	28.6	35.1
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.3	4.2	3.5	3.7	3.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.1	3.8	3.1	3.1	3.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	141.2	169.5	190.8	220.0	256.4
자본금	11.8	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	159.5	162.3	162.3	162.3	162.3
기타자본	10.7	10.3	10.3	10.3	10.3
기타포괄이익누계액	0.0	(0.1)	2.0	2.0	2.0
이익잉여금	(40.7)	(14.8)	4.4	33.6	70.0
지배주주지분	141.2	169.5	190.8	220.0	256.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	0.3	4.3	3.6	3.8	3.9
*순차입금(순현금)	(125.9)	(121.7)	(141.0)	(167.0)	(200.5)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	21.0	12.8	23.7	38.5	48.4
당기순이익	16.4	26.2	24.3	36.8	45.9
유형자산상각비	0.4	0.5	2.2	2.1	2.0
무형자산상각비	0.1	1.4	1.2	1.6	2.0
외환환손실(이익)	2.1	2.2	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	1.7	(23.4)	0.7	(2.1)	(1.5)
(법인세납부)	(0.8)	0.0	(6.7)	(11.7)	(14.6)
기타	1.1	5.8	1.9	11.7	14.5
투자활동으로인한현금흐름	29.4	(40.5)	2.8	(18.4)	(4.1)
유형자산의증가(CAPEX)	(0.1)	(3.3)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.0)	(4.0)	(3.3)	(3.5)	(3.5)
투자자산의감소(증가)	0.0	(5.2)	(8.0)	(1.8)	(1.7)
기타	29.5	(28.0)	16.1	(11.1)	3.1
FCF	15.7	14.3	27.1	35.2	46.6
재무활동으로인한현금흐름	7.7	2.6	(0.7)	(4.9)	(7.4)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	(0.7)	0.2	0.2
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	(5.1)	(7.6)
기타	7.7	2.6	0.0	(0.0)	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	(2.0)	(10.1)	(8.1)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.9)	(2.1)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	57.3	(27.3)	23.8	5.1	28.8
기초현금	26.8	84.1	56.8	80.6	85.7
기말현금	84.1	56.8	80.6	85.7	114.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	49.2	75.7	74.9	99.5	122.1
증감률 (%)	23.0	53.9	(1.1)	32.9	22.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	49.2	75.7	74.9	99.5	122.1
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	32.9	47.1	49.5	55.6	63.6
영업이익	16.3	28.6	25.4	43.9	58.5
증감률 (%)	23.0	75.8	(11.2)	72.7	33.4
영업이익률 (%)	33.1	37.8	33.9	44.1	47.9
영업외손익	0.6	4.0	5.7	4.6	2.0
금융손익	1.6	5.7	10.7	7.3	5.1
기타영업외손익	(1.0)	(1.6)	(5.0)	(2.6)	(3.1)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
세전계속사업이익	16.9	32.7	31.1	48.5	60.5
법인세비용	0.5	6.5	6.7	11.7	14.6
계속사업이익	16.4	26.2	24.3	36.8	45.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	16.4	26.2	24.3	36.8	45.9
증감률 (%)	흑전	59.7	(7.1)	51.2	24.7
순이익률 (%)	33.3	34.6	32.5	37.0	37.5
(지배주주)당기순이익	16.4	26.2	24.4	36.8	45.9
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	16.6	25.8	26.5	36.8	45.9
(지배주주)총포괄이익	16.6	25.8	26.5	36.8	45.9
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	16.8	30.5	28.8	47.6	62.5
증감률 (%)	23.4	81.4	(5.6)	65.2	31.4
EBITDA 이익률 (%)	34.2	40.3	38.5	47.8	51.2

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	732	1,104	1,025	1,550	1,932
EPS (지배순이익, 원)	732	1,104	1,025	1,550	1,932
BPS (자본총계, 원)	5,988	7,141	8,039	9,269	10,801
BPS (지배지분, 원)	5,988	7,141	8,039	9,269	10,801
DPS (원)	0	0	215	320	400
PER (당기순이익, 배)	39.4	29.1	38.4	25.4	20.4
PER (지배순이익, 배)	39.4	29.1	38.4	25.4	20.4
PBR (자본총계, 배)	4.8	4.5	4.5	4.2	3.6
PBR (지배지분, 배)	4.8	4.5	4.5	4.2	3.6
EV/EBITDA (배)	32.9	21.0	24.8	15.7	11.4
배당성향 (%)	0.0	0.0	21.0	20.7	20.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.6	0.8	1.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	34.2	40.3	38.5	47.8	51.2
영업이익률 (%)	33.1	37.8	33.9	44.1	47.9
순이익률 (%)	33.3	34.6	32.5	37.0	37.5
ROA (%)	11.5	15.3	12.0	15.7	16.7
ROE (지배순이익, %)	12.4	16.9	13.5	17.9	19.3
ROIC (%)	509.8	241.9	133.6	217.7	265.9
안정성					
부채비율 (%)	8.0	12.4	13.1	14.7	15.2
순차입금비율 (%)	(89.2)	(71.8)	(73.9)	(75.9)	(78.2)
현금비율 (%)	761.3	337.2	375.0	299.8	326.4
이자보상배율 (배)	1,401.5	447.3	229.0	424.0	542.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(20.5)	52.9	35.1	(109.5)	(105.7)
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	25.7	25.4	29.6	22.3	23.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 (253450)

중국 베타가 가장 큰 업체

2025년 3월 18일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	50,000 원 (유지)
✓ 상승여력	8.0%	✓ 현재주가 (3월 17일)	46,300 원

[미디어]

지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

김지영 연구원
✉ jiy.kim@shinhan.com

신한생각 중국만 개방된다면, 실적 탄력성은 가장 높을 듯

중국 개방만 현실화 된다면 관련 실적 베타가 가장 높고 확실해 반드시 가져가야 할 미디어 종목. 향후 뉴스플로우 점검하며 투자의견 변경할 예정

판도 변화 <<<< 강력한 한방은 '중국'

타사-넷플릭스와의 계약은 동사에게 연쇄적 피해 불가피. ① 피해주인 CJ ENM으로부터 시가총액 압박 존재, ② 리콥을 개선 여력 저하 때문

제작비 부담, 부정적 산업 판도의 흐름을 한 번에 뒤엎을 수 있는 요소는 '중국'. 이익 레버리지는 가장 강력할 전망. 투입되는 제작비는 동일한데, 순수 판매처만 확장돼 판매 리콥을 개선에 따른 증익이 매우 크기 때문

중국 개방 시 추가될 수 있는 최대 리콥비율은 약 10%p 추정. 현재 베이스 가정 대비 1%p 상승 시 매출액 1%, 손익 10% 증가. (사심 가득) 최대 10%p 상향 시 매출액 9%, 손익 99% 급증. 합리적인 장기 가정(편수 30편, 리콥을 5%p↑) 시 매출액 9,032억, 손익 1,242억원까지 추정 가능

2025년 전망: Q↑, C↓ 개선세 유지

경영계획을 통해 ① 제작편수는 21~24년 25편 ⇒ 33편 ⇒ 30편 ⇒ 18편 저점 후 25년은 25편(캡티브 수목 3편+지상파 2편+해외 2편), ② 고강도 제작비 효율화, ③ 적극적인 IP 부가사업 추진 발표. 실적 구성인 P(리콥율), C(제작비), Q(제작편수) 중 판도 변화로 예상 대비 P 개선 여력이 저하된 점은 아쉽지만, 자명한 C 하락, Q 확대 흐름은 계속될 것임을 확인

Valuation & Risk: 중국 개방 시 실적/멀티플 ↑

중국만 개방된다면, OP 기준 최상의 시나리오에서는 두 배 증익, 단기적으로는 800억원 거뜰. 중국 베타가 가장 큰 업체로 향후 투자의견 조정 예정

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	697.9	65.2	50.6	51.1	7.5	3.9	12.1	-
2023	753.1	55.9	30.1	51.5	4.4	2.2	6.5	-
2024P	550.1	36.4	33.6	38.5	4.6	1.7	6.1	-
2025F	694.4	60.4	48.7	28.7	6.4	1.8	7.2	-
2026F	730.8	77.0	63.2	22.2	7.7	1.6	6.3	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	1,391.7십억원
발행주식수(유동비율)	30.1백만주(45.2%)
52주 최고가/최저가	51,400원/34,100원
일평균 거래액 (60일)	7,931백만원
외국인 지분율	11.4%

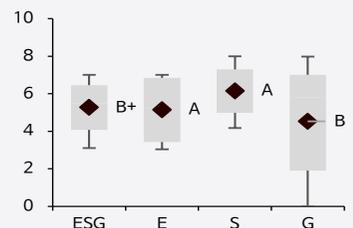
주요주주 (%)				
CJENM 외 3인				54.8
네이버				6.3
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	15.6	0.8	3.1	8.7
상대	19.5	(5.9)	22.1	0.4

주가

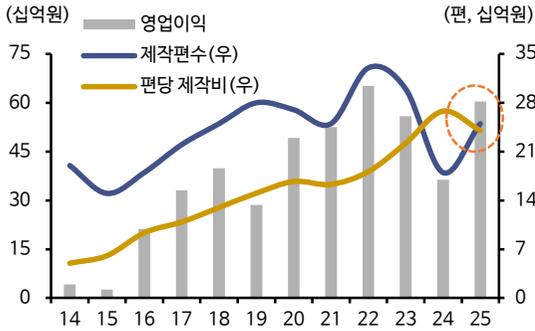


ESG 컨센서스

(점수 및 등급)

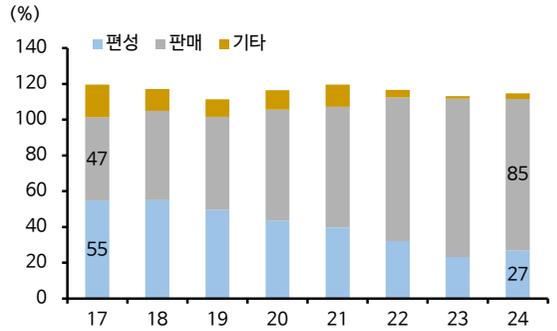


스튜디오드래곤 Q, C, OP



자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 리튬비율 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025F
매출액	286.8	379.6	468.5	525.6	487.1	697.9	753.2	550.1	694.4
(%YoY)	46.7	32.4	23.4	12.2	(7.3)	43.3	7.9	(27.0)	26.2
편성	131.2	178.1	208.7	197.0	161.3	192.5	154.1	127.2	159.0
(%YoY)	49.5	35.7	17.2	(5.6)	(18.1)	19.4	(20.0)	(17.4)	25.0
(%sales)	45.8	46.9	44.5	37.5	33.1	27.6	20.5	23.1	22.9
판매	111.8	162.1	219.2	279.7	275.5	480.2	588.9	406.5	507.1
(%YoY)	48.3	44.9	35.3	27.6	(1.5)	74.3	22.6	(31.0)	24.8
(%sales)	39.0	42.7	46.8	53.2	56.6	68.8	78.2	73.9	73.0
기타	43.7	39.4	40.6	48.9	50.3	25.2	10.1	16.4	28.2
(%YoY)	35.3	(9.8)	3.0	20.4	2.9	(49.9)	(59.8)	61.4	72.5
(%sales)	15.2	10.4	8.7	9.3	10.3	3.6	1.3	3.0	4.1
영업이익	33.1	39.9	28.6	49.2	52.6	65.2	55.9	36.4	60.4
(%YoY)	56.1	20.6	(28.2)	71.8	6.8	24.0	(14.3)	(34.9)	66.1
(%OPM)	11.5	10.5	6.1	9.4	10.8	9.3	7.4	6.6	8.7
순이익	23.8	35.8	26.4	29.7	39.0	50.6	30.1	33.6	48.7
(%YoY)	83.8	50.1	(26.3)	12.8	31.3	29.5	(40.4)	11.2	45.3
(%NPM)	8.3	9.4	5.6	5.7	8.0	7.2	4.0	6.1	7.0

자료: QuantiWise, 신한투자증권

스튜디오드래곤 리튬비율 개선에 따른 실적 추정 시나리오

(십억원, 편, %)	-2%p	-1%p	베이스	+1%p	+2%p	+3%p	+4%p	+5%p	+10%p
매출액	682.4	688.4	694.4	700.4	706.4	712.4	718.4	724.4	754.4
편성	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0
판매	495.1	501.1	507.1	513.2	519.2	525.2	531.2	537.2	567.2
기타	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2
매출원가	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2
매출원가율	88.0	87.2	86.4	85.7	85.0	84.2	83.5	82.9	79.6
제작편수	25	25	25	25	25	25	25	25	25
편당 제작비	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0
리튬비율	113.7	114.7	115.7	116.7	117.7	118.7	119.7	120.7	125.7
편성	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5
판매	82.5	83.5	84.5	85.5	86.5	87.5	88.5	89.5	94.5
기타	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
영업이익	48.4	54.4	60.4	66.4	72.4	78.4	84.4	90.4	120.5
영업이익률	7.1	7.9	8.7	9.5	10.3	11.0	11.8	12.5	16.0
매출액 증감률	(1.7)	(0.9)	0.0	0.9	1.7	2.6	3.5	4.3	8.6
영업이익 증감률	(19.9)	(9.9)	0.0	9.9	19.9	29.8	39.7	49.7	99.3
OPM 개선율(%p)	(1.6)	(0.8)	0.0	0.8	1.6	2.3	3.1	3.8	7.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 제작편수 증가에 따른 실적 추정 시나리오

(십억원, 편, %)	22편	25편	26편	27편	28편	29편	30편	35편	40편
매출액	662.3	727.4	782.8	812.9	843.0	873.1	903.2	1,053.7	1,204.2
편성	144.8	159.0	171.1	177.7	184.3	190.9	197.5	230.4	263.3
판매	491.8	540.2	581.3	603.6	626.0	648.3	670.7	782.5	894.2
기타	25.7	28.2	30.4	31.5	32.7	33.9	35.0	40.9	46.7
매출원가	546.5	600.2	645.8	670.7	695.5	720.4	745.2	869.4	993.6
매출원가율	82.5	82.5	82.5	82.5	82.5	82.5	82.5	82.5	82.5
제작편수	22	25	26	27	28	29	30	35	40
편당 제작비	24.8	24.0	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8	24.8
리튬비율	121.2	121.2	121.2	121.2	121.2	121.2	121.2	121.2	121.2
편성	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5
판매	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0
기타	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
영업이익	82.1	93.4	103.1	108.4	113.7	118.9	124.2	150.5	176.9
영업이익률	12.4	12.8	13.2	13.3	13.5	13.6	13.8	14.3	14.7
매출액 증감률	(8.9)	0.0	7.6	11.7	15.9	20.0	24.2	44.9	65.6
영업이익 증감률	(12.2)	0.0	10.4	16.0	21.6	27.3	32.9	61.1	89.3
OPM 개선율(%p)	(0.5)	0.0	0.3	0.5	0.6	0.8	0.9	1.4	1.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 4Q24P Review

(십억원, %)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	QoQ	YoY	컨센서스	과리
매출액	161.1	192.1	137.1	90.3	130.6	44.6	(19.0)	105.6	23.7
영업손익	(3.8)	21.5	10.5	(0.9)	5.4	흑전	흑전	3.7	46.2
지배순손익	(16.7)	20.2	8.2	(6.1)	11.3	흑전	흑전	0.9	1,138.2
OPM	(2.4)	11.2	7.6	(1.0)	4.1			3.5	0.6
NPM	(10.4)	10.5	5.9	(6.8)	8.6			0.9	7.8

자료: QuantiWise, 신한투자증권

스튜디오드래곤 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P
매출액	190.5	211.1	163.5	217.4	161.1	192.1	137.1	90.3	130.6
(%YoY)	28.8	74.4	3.8	(5.0)	(15.4)	(9.0)	(16.1)	(58.5)	(19.0)
편성	54.0	43.2	42.5	35.0	33.4	47.3	30.7	21.6	27.6
(%YoY)	1.5	21.9	(3.0)	(41.0)	(38.1)	9.5	(27.7)	(38.4)	(17.2)
(%sales)	28.3	20.4	26.0	16.1	20.7	24.6	22.4	23.9	21.2
판매	132.8	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	102.5	64.4	98.3
(%YoY)	66.4	113.1	14.4	8.6	(6.4)	(14.7)	(13.8)	(64.2)	(20.9)
(%sales)	69.7	78.5	72.7	82.8	77.2	73.6	74.7	71.3	75.3
기타	3.7	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	3.9	4.3	4.6
(%YoY)	(75.3)	(71.0)	(78.5)	(38.3)	(7.8)	50.7	86.6	85.8	36.4
(%sales)	1.9	1.1	1.3	1.1	2.1	1.8	2.9	4.8	3.5
매출원가	178.8	180.3	139.6	188.6	156.8	163.4	119.0	84.4	115.3
(%YoY)	34.3	88.7	14.3	(6.4)	(12.3)	(9.4)	(14.7)	(55.2)	(26.4)
(%sales)	93.9	85.4	85.4	86.8	97.3	85.1	86.8	93.5	88.3
매출총이익	11.7	30.8	23.9	28.8	4.3	28.7	18.1	5.9	15.3
(%YoY)	(20.7)	20.8	(32.4)	5.2	(63.1)	(7.0)	(24.2)	(79.5)	253.4
(%GPM)	6.1	14.6	14.6	13.2	2.7	14.9	13.2	6.5	11.7
영업손익	1.2	21.6	16.2	21.9	(3.8)	21.5	10.5	(0.9)	5.4
(%YoY)	(81.4)	19.3	(39.9)	15.4	적전	(0.4)	(35.6)	적전	흑전
(%OPM)	0.6	10.2	9.9	10.1	(2.4)	11.2	7.6	(1.0)	4.1
순이익	(8.5)	18.4	10.2	18.2	(16.7)	20.2	8.2	(6.1)	11.3
(%YoY)	적지	17.8	(60.2)	1.9	흑전	9.8	(19.9)	적전	흑전
(%NPM)	(4.4)	8.7	6.2	8.4	(10.4)	10.5	5.9	(6.8)	8.6

자료: QuantiWise, 신한투자증권

2025년 스튜디오드래곤 경영전략

채널다각화기반 라인업 재구축

- 총 라인업 25작품 이상
- tvN 수목라인업 재개: +3작품
- 지상파 편성: +2작품
- 글로벌 OTT 오리지널 다각화: +2작품



콘텐츠 질적 성장을 통한 Hit-Ratio 강화

- PD 연출 등 내부 크리에이터 육성
- 외부 S/A급 크리에이터 바인딩 확대
- 비딩, 제작비 DB 활용 등 제작 프로세스 고도화

글로벌 프로젝트 확장

- 기획·개발작품: 美 20작품+, 日 5작품+
- 美, 박지은 등 S급 크리에이터 작품 준비
- 日, 국내 高화제 IP 현지화 및 IP 사업 확대



신규 사업 가속 및 신규 매출원 발굴

- 신인 배우 발굴 및 IP 부가사업 영역 확장
- OST, 커머스 등 드라마 내 콘텐츠 사업화
- 숏폼 드라마, AI 등 신규 영역 검토

자료: 회사 자료, 신한투자증권

2025년 스튜디오드래곤 드라마 라인업

<p>원경 tvN TVING</p> <ul style="list-style-type: none"> · 작가: 이영미 · 연출: 김상호 · 배우: 차주영, 이현욱 	<p>태풍상사 tvN</p> <ul style="list-style-type: none"> · 작가: 장현 · 연출: 이나정 · 배우: 이준호, 김민하 	<p>탄금 NETFLIX Original</p> <ul style="list-style-type: none"> · 작가: 김진아 · 연출: 김홍선 · 배우: 이재욱, 조보아
<p>그놈은 흑염룡 tvN</p> <ul style="list-style-type: none"> · 작가: 김수연 · 연출: 이수현 · 배우: 문가영, 최현욱 	<p>알미운 사랑 tvN</p> <ul style="list-style-type: none"> · 작가: 정여랑 · 연출: 김가람 · 배우: 이정재, 임지연 	<p>자백의 대가 NETFLIX Original</p> <ul style="list-style-type: none"> · 작가: 권종관 · 연출: 이정효 · 배우: 전도연, 김고은
<p>미지의 서울 tvN</p> <ul style="list-style-type: none"> · 작가: 이강 · 연출: 박신우 · 배우: 박보영, 박진영 	<p>스터디그룹 TVING Original</p> <ul style="list-style-type: none"> · 작가: 엄선호, 오보현 · 연출: 이장훈, 유범상 · 배우: 황민현, 한지은 	<p>다 이루어질지니 NETFLIX Original</p> <ul style="list-style-type: none"> · 작가: 김은숙 · 배우: 김우빈, 수지
<p>폭군의 세프 (가제) tvN</p> <ul style="list-style-type: none"> · 연출: 장태유 · 배우: 임윤아, 이채민 	<p>친애하는 X TVING Original</p> <ul style="list-style-type: none"> · 작가: 최자원 · 연출: 이용복, 박소현 · 배우: 김유정, 김영대 	<p>조각도시 Disney+ Original</p> <ul style="list-style-type: none"> · 작가: 오상호 · 연출: 박신우, 김창주 · 배우: 지창욱, 도경수

자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,090.7	1,092.2	925.5	987.6	1,060.8
유동자산	400.1	404.5	393.9	454.2	525.3
현금및현금성자산	123.7	158.4	178.1	192.2	249.8
매출채권	141.7	149.1	101.1	134.0	141.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	690.5	687.7	531.2	533.1	535.1
유형자산	10.9	12.4	11.6	13.4	14.4
무형자산	377.8	358.9	204.1	200.1	200.0
투자자산	150.1	175.0	164.7	168.7	169.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3
부채총계	429.9	384.5	185.9	199.2	209.3
유동부채	416.3	368.0	169.4	180.1	189.4
단기차입금	170.0	170.0	1.5	1.5	1.5
매입채무	16.2	11.1	5.0	6.3	6.6
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	13.7	16.5	16.4	19.1	19.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	9.3	9.7	6.2	6.2	6.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	660.7	707.8	739.6	788.3	851.5
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	473.4	473.4	473.4	473.4	473.4
기타자본	(0.4)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	(39.8)	(22.3)	(23.4)	(23.4)	(23.4)
이익잉여금	212.6	242.0	274.8	323.5	386.7
지배주주지분	660.7	707.8	739.6	788.3	851.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	182.7	181.7	9.5	10.0	10.1
*순차입금(순현금)	54.1	20.3	(171.7)	(185.2)	(242.7)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	(62.9)	44.7	174.6	117.8	161.5
당기순이익	50.6	30.1	33.6	48.7	63.2
유형자산상각비	3.3	3.0	5.8	7.2	8.0
무형자산상각비	150.0	183.1	143.0	100.0	100.0
외환환산손실(이익)	4.0	1.7	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(279.6)	(179.0)	(16.1)	(33.3)	(3.7)
(법인세납부)	(9.8)	(22.3)	(6.0)	(15.6)	(20.2)
기타	18.8	28.2	14.3	10.8	14.2
투자활동으로인한현금흐름	(43.4)	(0.7)	10.5	(103.7)	(103.5)
유형자산의증가(CAPEX)	(4.5)	(2.9)	(5.0)	(9.0)	(9.0)
유형자산의감소	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(2.5)	0.2	11.9	(96.0)	(100.0)
투자자산의감소(증가)	(11.9)	3.0	10.8	(4.0)	(1.0)
기타	(25.1)	(1.0)	(7.2)	5.3	6.5
FCF	159.2	209.9	187.4	108.0	153.1
재무활동으로인한현금흐름	165.3	(8.9)	(174.8)	0.0	(0.4)
차입금의 증가(감소)	169.2	0.0	(172.2)	0.5	0.1
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(3.9)	(8.9)	(2.6)	(0.5)	(0.5)
기타현금흐름	0.0	0.0	9.4	(0.0)	(0.0)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	59.1	34.7	19.8	14.0	57.6
기초현금	64.6	123.7	158.4	178.1	192.2
기말현금	123.7	158.4	178.1	192.2	249.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	697.9	753.1	550.1	694.4	730.8
증감률 (%)	43.3	7.9	(27.0)	26.2	5.2
매출원가	597.9	665.3	482.1	600.2	618.2
매출총이익	100.0	87.9	68.0	94.2	112.5
매출총이익률 (%)	14.3	11.7	12.4	13.6	15.4
판매관리비	34.8	32.0	31.6	33.8	35.5
영업이익	65.2	55.9	36.4	60.4	77.0
증감률 (%)	24.0	(14.3)	(34.9)	66.1	27.5
영업이익률 (%)	9.3	7.4	6.6	8.7	10.5
영업외손익	(6.6)	(18.7)	(8.1)	3.8	6.3
금융손익	2.2	(2.6)	12.0	13.6	14.1
(8.9)	(16.1)	(20.2)	(9.9)	(7.9)	
종속 및 관계기업관련손익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
세전계속사업이익	58.6	37.2	28.3	64.3	83.3
법인세비용	8.1	7.1	(5.3)	15.6	20.2
계속사업이익	50.6	30.1	33.6	48.7	63.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	50.6	30.1	33.6	48.7	63.2
증감률 (%)	29.5	(40.5)	11.6	45.1	29.6
순이익률 (%)	7.2	4.0	6.1	7.0	8.6
(지배주주)당기순이익	50.6	30.1	33.6	48.7	63.2
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	(26.2)	46.9	32.5	48.7	63.2
(지배주주)총포괄이익	(26.2)	46.9	32.5	48.7	63.2
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	218.5	242.0	185.2	167.7	185.0
증감률 (%)	44.1	10.7	(23.5)	(9.5)	10.4
EBITDA 이익률 (%)	31.3	32.1	33.7	24.1	25.3

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	1,684	1,001	1,117	1,621	2,101
EPS (지배순이익, 원)	1,684	1,001	1,117	1,621	2,101
BPS (자본총계, 원)	21,982	23,546	24,606	26,227	28,328
BPS (지배지분, 원)	21,982	23,546	24,606	26,227	28,328
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	51.1	51.5	38.5	28.7	22.2
PER (지배순이익, 배)	51.1	51.5	38.5	28.7	22.2
PBR (자본총계, 배)	3.9	2.2	1.7	1.8	1.6
PBR (지배지분, 배)	3.9	2.2	1.7	1.8	1.6
EV/EBITDA (배)	12.1	6.5	6.1	7.2	6.3
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	31.3	32.1	33.7	24.1	25.3
영업이익률 (%)	9.3	7.4	6.6	8.7	10.5
순이익률 (%)	7.2	4.0	6.1	7.0	8.6
ROA (%)	5.1	2.8	3.3	5.1	6.2
ROE (지배순이익, %)	7.5	4.4	4.6	6.4	7.7
ROIC (%)	7.3	9.7	6.5	16.4	19.5
안정성					
부채비율 (%)	65.1	54.3	25.1	25.3	24.6
순차입금비율 (%)	8.2	2.9	(23.2)	(23.5)	(28.5)
현금비율 (%)	29.7	43.0	105.1	106.7	131.8
이자보상배율 (배)	13.2	6.4	7.9	129.4	160.0
활동성					
순운전자본회전율 (회)	120.8	19.9	11.7	10.7	8.6
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	69.4	70.5	83.0	61.8	68.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

CJ ENM (035760)

기반영된 약재 vs. 멀티플 상향 요소

2025년 3월 18일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	76,000 원 (하향)
✓ 상승여력	19.5%	✓ 현재주가 (3월 17일)	63,600 원

[미디어]

지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

김지영 연구원
✉ jiy.kim@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

시가총액	1,208.3십억원
발행주식수(유동비율)	21.9백만주(51.8%)
52주 최고가/최저가	91,100원/51,900원
일평균 거래액 (60일)	4,922백만원
외국인 지분율	16.1%
주요주주 (%)	
CJ 외 8인	42.7

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	0.2	(8.2)	(27.8)	2.6
상대	3.5	(14.2)	(14.5)	(5.2)

주가



신한생각 비중은 적지만, 음악 사업부가 주가에 핵심이 될지도!

‘턴어라운드’를 지나 모멘텀 약화 국면. 다만 3Q25 중국 음악(데뷔 프로젝트 한중 동시방영) 사업과 내수주 테마 부각은 주가에 매우 긍정적일 듯

티빙 경쟁력 약화와 해외진출, 그리고 중국 동시방영

넷플릭스의 더 큰 목적이 급성장하는 ‘자국 OTT 경계’였다면 티빙 운영자인 동사에게는 부정적. ① SBS의 이탈로 티빙+웹브 통합 OTT 경쟁력 약화, ② 네이버x티빙 프로모션 종료로 트래픽 축소, 비용 증가 예상

4Q24 매출액 1.8조(+42% YoY), 손익 410억원(-30% YoY) 기록. 피프스 시즌 납품 확대, 광고 턴으로 외형 상회, 콘텐츠 상각비 등으로 손익 하회. 연간 손익은 23년 -146억⇒24년 1,045억원으로 흑자전환. ‘23년/24년 손실이 피프스시즌 689억/502억, 티빙 1,421억/713억원으로 축소된 결과

보다 중요한 ‘25년 사업부문별 경영계획 발표. 그 중 핵심은 ① 드라마/예능 콘텐츠의 양적(증편)/질적(글로벌화, Hit-ratio) 성장, ② 티빙(Q: 현재 700만 ⇒ 27F 1,500만명)의 일본/동남아/미국 등 해외 진출 본격화, ③ 이를 동사만이 할 수 있는 커머스, 디지털 광고와의 시너지로 연결하는 전략

중국 개방 시 긍정적. ① 자회사의 유통수익 수수료 증가, ② 3Q25 제로베이스원을 발굴한 아이돌 데뷔 프로젝트 <Boys || Planet> 한중 동시방영은 실적 기여도에는 미미하나, 주가에는 매우 긍정적 역할 기대

Valuation & Risk: 실적 하향, 멀티플 상향 요소 공존

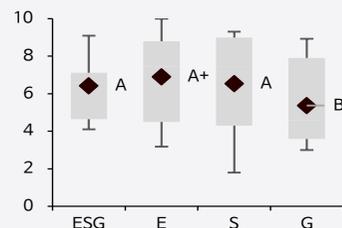
경영계획 기반 증익 기조 이어지나, 기울기 하향 조정 필요. 멀티플은 하향(기반영된 티빙 훼손), 상향(중국, 내수 부양) 요소 공존. 티빙/커머스의 적극적인 투자기로 ‘25년 OP 기준 대비 10% 하향. 목표주가 소폭 하향

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	4,792.2	137.4	(120.1)	-	(3.3)	0.6	3.8	-
2023	4,368.4	(14.6)	(315.9)	-	(9.3)	0.5	4.9	-
2024P	5,231.4	104.5	(502.7)	-	(16.7)	0.4	2.5	-
2025F	5,513.5	190.8	26.8	45.2	1.0	0.4	2.4	-
2026F	5,770.2	254.6	87.1	13.9	3.0	0.4	2.3	-

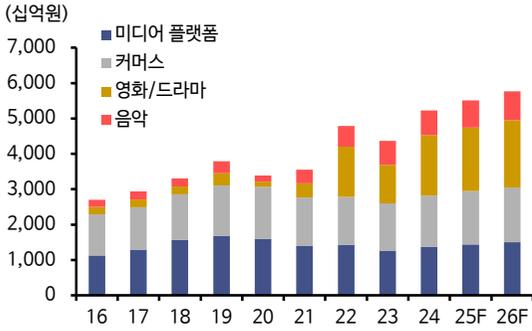
자료: 회사 자료, 신한투자증권

ESG 컨센서스

(점수 및 등급)

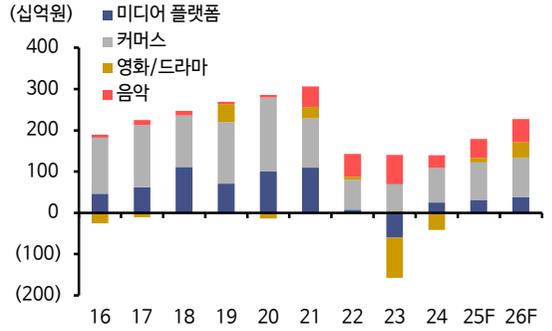


CJ ENM 사업부문별 매출액



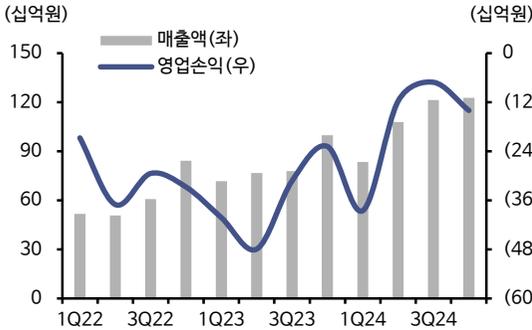
자료: 회사 자료, 신한투자증권

CJ ENM 사업부문별 영업손익



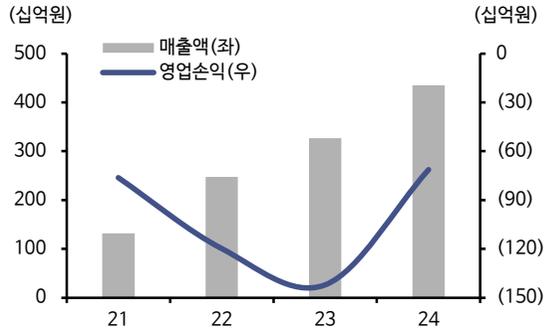
자료: 회사 자료, 신한투자증권

티빙 분기 영업실적



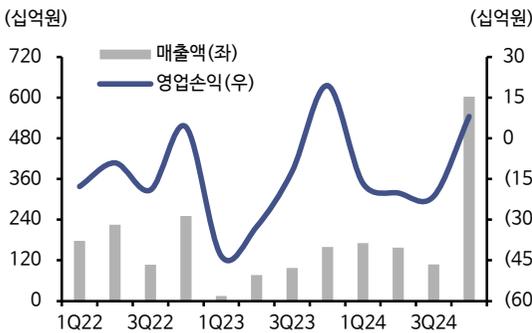
자료: 회사 자료, 신한투자증권

티빙 연간 영업실적



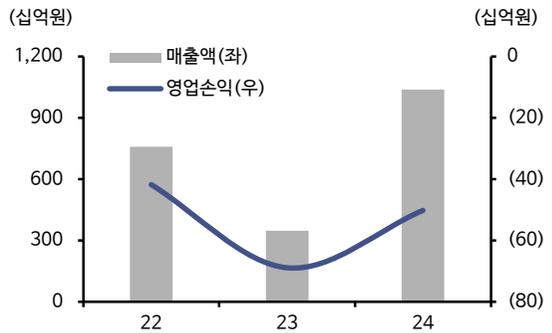
자료: 회사 자료, 신한투자증권

피프스시즌 분기 영업실적



자료: 회사 자료, 신한투자증권

피프스시즌 연간 영업실적



자료: 회사 자료, 신한투자증권

CJ ENM 4Q24P Review

(십억원, %)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	QoQ	YoY	컨센서스	과리
매출액	1,259.6	1,154.1	1,164.7	1,124.6	1,787.9	59.0	41.9	1,301.7	37.4
영업이익	58.7	12.3	35.3	15.8	41.0	158.8	(30.2)	69.7	(41.2)
OPM	4.7	1.1	3.0	1.4	2.3			5.4	(3.1)

자료: QuantiWise, 신한투자증권

CJ ENM 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P
매출액	1,464.0	949.0	1,048.9	1,110.9	1,259.6	1,154.1	1,164.7	1,124.6	1,787.9
(%YoY)	47.1	(0.9)	(12.0)	(5.7)	(14.0)	21.6	11.0	1.2	41.9
미디어	364.1	277.9	342.8	314.3	327.1	314.2	352.9	356.5	349.6
(%YoY)	(3.9)	(16.6)	(11.6)	(8.3)	(10.2)	13.1	3.0	13.4	6.9
(%sales)	24.9	29.3	32.7	28.3	26.0	27.2	30.3	31.7	19.6
커머스	376.9	316.1	345.7	300.3	375.7	347.8	371.9	333.8	397.9
(%YoY)	0.6	(0.4)	(1.7)	(2.9)	(0.3)	10.0	7.6	11.2	5.9
(%sales)	25.7	33.3	33.0	27.0	29.8	30.1	31.9	29.7	22.3
영화/드라마	512.3	236.1	229.6	326.2	300.1	366.4	287.6	251.6	799.2
(%YoY)	402.7	9.2	(32.2)	(8.7)	(41.4)	55.2	25.3	(22.9)	166.3
(%sales)	35.0	24.9	21.9	29.4	23.8	31.7	24.7	22.4	44.7
음악	210.7	119.0	130.8	170.0	256.7	125.8	152.3	182.7	241.3
(%YoY)	51.0	31.2	14.2	0.5	21.8	5.7	16.4	7.4	(6.0)
(%sales)	14.4	12.5	12.5	15.3	20.4	10.9	13.1	16.2	13.5
영업손익	6.6	(50.3)	(30.4)	7.4	58.7	12.3	35.3	15.8	41.0
(%YoY)	(77.7)	적전	적전	(71.0)	787.6	흑전	흑전	113.8	(30.2)
(%OPM)	0.5	(5.3)	(2.9)	0.7	4.7	1.1	3.0	1.4	2.3
미디어	(33.2)	(34.3)	(29.9)	1.9	2.3	(3.5)	16.5	10.8	1.5
(%YoY)	적지	적전	적전	흑전	흑전	적지	흑전	471.5	(32.2)
(%OPM)	(9.1)	(12.3)	(8.7)	0.6	0.7	(1.1)	4.7	3.0	0.4
커머스	34.2	17.5	18.7	7.1	26.0	26.2	27.5	9.1	20.3
(%YoY)	16.2	35.8	(4.2)	22.9	(24.1)	49.4	47.0	29.6	(21.9)
(%OPM)	9.1	5.5	5.4	2.4	6.9	7.5	7.4	2.7	5.1
영화/드라마	6.0	(40.7)	(31.1)	(20.4)	(5.3)	(17.8)	(18.2)	(6.0)	0.7
(%YoY)	흑전	적지	적전	적지	적전	적지	적지	적지	흑전
(%OPM)	1.2	(17.2)	(13.6)	(6.2)	(1.8)	(4.9)	(6.3)	(2.4)	0.1
음악	0.6	8.1	12.0	15.5	35.4	4.8	4.9	2.4	18.9
(%YoY)	(97.8)	(43.2)	(1.1)	(46.3)	6,154.6	(41.0)	(59.2)	(84.8)	(46.7)
(%OPM)	0.3	6.8	9.2	9.1	13.8	3.8	3.2	1.3	7.8

자료: 신한투자증권

CJ ENM 연간 실적 추이 및 전망									
(십억원,%)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025F
매출액	2,943.4	3,308.9	3,789.7	3,391.2	3,552.4	4,792.2	4,368.4	5,231.4	5,513.5
(%YoY)	9.0	12.4	14.5	(10.5)	4.8	34.9	(8.8)	19.8	5.4
미디어	1,294.2	1,567.8	1,678.4	1,590.7	1,390.7	1,427.6	1,262.0	1,373.2	1,441.8
(%YoY)	14.7	21.1	7.1	(5.2)	(12.6)	2.7	(11.6)	8.8	5.0
(%sales)	44.0	47.4	44.3	46.9	39.1	29.8	28.9	26.2	26.2
커머스	1,193.3	1,294.4	1,427.3	1,478.6	1,378.5	1,355.3	1,337.9	1,451.4	1,509.5
(%YoY)	2.6	8.5	10.3	3.6	(6.8)	(1.7)	(1.3)	8.5	4.0
(%sales)	40.5	39.1	37.7	43.6	38.8	28.3	30.6	27.7	27.4
영화/드라마	225.2	213.2	349.3	141.6	395.4	1,424.3	1,092.1	1,704.7	1,789.9
(%YoY)	7.0	(5.3)	63.8	(59.5)	179.3	260.2	(23.3)	56.1	5.0
(%sales)	7.7	6.4	9.2	4.2	11.1	29.7	25.0	32.6	32.5
음악	230.7	233.5	334.8	180.3	387.8	585.0	676.5	702.1	772.3
(%YoY)	15.7	1.2	43.4	(46.2)	115.1	50.9	15.6	3.8	10.0
(%sales)	7.8	7.1	8.8	5.3	10.9	12.2	15.5	13.4	14.0
영업손익	214.8	246.1	269.4	272.1	296.9	137.4	(14.6)	104.5	190.8
(%YoY)	31.0	14.6	9.5	1.0	9.1	(53.7)	적전	흑전	82.6
(%OPM)	7.3	7.4	7.1	8.0	8.4	2.9	(0.3)	2.0	3.5
미디어	61.8	111.5	70.9	99.9	109.8	7.8	(59.9)	25.3	37.5
(%YoY)	33.1	80.4	(36.4)	40.8	9.9	(92.9)	적전	흑전	47.9
(%OPM)	4.8	7.1	4.2	6.3	7.9	0.5	(4.7)	1.8	2.6
커머스	151.6	124.4	149.2	179.2	120.1	72.4	69.3	83.1	90.6
(%YoY)	11.5	(18.0)	20.0	20.1	(33.0)	(39.7)	(4.3)	20.0	8.9
(%OPM)	12.7	9.6	10.5	12.1	8.7	5.3	5.2	5.7	6.0
영화/드라마	(10.4)	(0.9)	43.6	(13.5)	26.7	7.1	(97.5)	(41.3)	12.5
(%YoY)	적지	적지	흑전	적전	흑전	(73.5)	적전	적지	흑전
(%OPM)	(4.6)	(0.4)	12.5	(9.6)	6.7	0.5	(8.9)	(2.4)	0.7
음악	11.8	11.1	5.6	6.5	49.6	55.7	70.9	30.9	50.2
(%YoY)	63.3	(5.9)	(49.7)	17.3	658.7	12.3	27.3	(56.5)	62.6
(%OPM)	5.1	4.7	1.7	3.6	12.8	9.5	10.5	4.4	6.5

자료: 신한투자증권

CJ ENM 실적 추정치 변경						
(십억원, %)	변경 전		변경 후		과리	
	2024P	2025F	2024P	2025F	2024P	2025F
매출액	4,678.2	4,828.2	5,231.4	5,513.5	11.8	14.2
영업이익	135.3	213.3	104.5	190.8	(22.8)	(10.6)
OPM	2.9	4.4	2.0	3.5	(0.9)	(1.0)

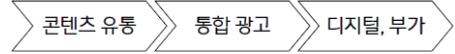
자료: 신한투자증권

2025년 CJ ENM 콘텐츠 전략

콘텐츠 편성 전략 강화

- 드라마** 분기별 텐트폴 전진배치 통한 제2의 <눈물의 여왕> 창출
 수/목 드라마 블록 재개/안착 x 타이틀 양적/질적 확대
 ※스타 발굴 및 기획 통한 드라마 제작 체계 구축
- 예능** 검증된 시청률과 화제성, 시즌제 예능 확대
 스포츠, 라이프스타일 등 차별화 신규 예능 활성화
 글로벌로 기획/유통 확대로 K-예능 Presence 강화

“콘텐츠 밸류 및 부가 가치 확대”



- 신작 라인업 증가, 글로벌OTT 및 로컬 유통 최적화
- 채널/티빙/Mnet+/Onstyle 시너지 광고 상품 개발

신규 콘텐츠 및 BM 확대

- 통합 광고** 채널+TVING 결합 상품 및 업프론트 확대
 콘텐츠 커머스 시너지 광고 상품 개발 및 세일즈 강화
- 쇼츠/숏폼** 특화 광고 개발 및 커머스 도입 등 신규 수익 확보
 콘텐츠 트래픽 유입, 결제 구독 확대 통한 매출 성장

“콘텐츠 커머스 시너지 확대”



- 콘텐츠 연계 상품 공동 IP 기획 강화
- 광고 및 마케팅 솔루션 통한 BM 확장

자료: 회사 자료, 신한투자증권

2025년 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/동남아/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: 회사 자료, 신한투자증권

2025년 CJ ENM 플랫폼 강화 전략

티빙

멀티장르 콘텐츠 플랫폼



- 가입자 성장: 글로벌 진출, 전략적 제휴, 상품 다양화 통해 '27년 가입자 1,500만 K콘텐츠 허브로 진화
- 이용률 확대: 스포츠, 뉴스 등 Live 서비스 강화
숏폼 콘텐츠 등 소비자 경험 확대 제공

엠넷플러스

K-POP 팬터랙티브 플랫폼



- 플랫폼 수익화: 영상·참여형 콘텐츠 강화 기반 글로벌 트래픽 확보 및 콘텐츠 수익화
- BM 고도화: HIP 라인업 강화로 커머스 사업 및 디지털 부가사업 확장

온스타일

큐레이션 라이브쇼핑 플랫폼



- 콘텐츠 커머스: 콘텐츠 제작역량 기반 대형 MLC, 미드폼, 숏폼 IP 활용한 멀티 포맷 콘텐츠 커머스 강화
- 고객 활동성 증대: 팬덤·신규 브랜드 확보로 고객 유입 효과 확대 및 구매 지표 활성화

“국내·해외 TVING 가입자 성장 목표”



“엠넷플러스 가입자 및 MAU 성장 지속”



자료: 회사 자료, 신한투자증권

2025년 CJ ENM 커머스 부문 MLC(모바일 라이브 커머스) 전략

2025년 커머스 전략

- 상품 경쟁력: 데이터 중심 트렌드 캐칭 역량 기반 ‘팬덤’ 브랜드 소싱 및 ‘One Platform 전략’ 고도화 기반
대형화/단독화 (신규 브랜드 수 전년비 +20%)
- 대형IP 기획: 전체 채널 통합형 ‘대형 IP’ 다수 육성 및 해당 콘텐츠 다각화 기반 내외부 고객접점 확대로 판매 체력 극대화 (MLC 신규 고객 수 전년비 +80%)
- 외부채널 결합: 매체별 특성에 맞는 콘텐츠 및 디지털 마케팅 역량 기반 유튜브, 인스타그램, 틱톡, 티빙, 오프라인 고객 경험 확장
- 콘텐츠 커머스: 엔터 부문과 IP 공동 기획, IP 활용 단독 상품 개발, 통합 광고주 육성 등 시너지 본격화

“MLC 사업 통한 성장 모멘텀 확대”



“2025년 MLC 콘텐츠 IP 라인업”

<p>〈갯잇뷰티〉 방송중 UV 27만명 거래액 계획비 160%</p>	<p>〈잠시 실내합니다〉 평균 시청UV 30만 3040 고객 비중 78%</p>	<p>〈오늘 뭐 입지〉 숏폼 조회수 1,010만 방송당 거래액 7.7억원</p>
--	--	--

자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	10,332.2	9,949.9	9,318.6	9,476.9	9,615.1
유동자산	3,108.0	2,782.4	2,873.9	3,305.3	3,589.8
현금및현금성자산	1,133.7	1,032.6	937.1	1,264.0	1,453.4
매출채권	1,161.2	930.6	1,115.2	1,175.4	1,230.1
재고자산	97.2	116.0	137.0	144.4	151.1
비유형자산	7,224.2	7,167.5	6,444.7	6,171.6	6,025.3
유형자산	1,266.6	1,353.3	869.5	863.2	857.8
무형자산	2,768.4	2,856.9	2,673.7	2,464.2	2,338.5
투자자산	2,381.2	2,198.7	2,124.2	2,066.9	2,051.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	5,987.9	5,772.1	5,640.5	5,770.6	5,817.1
유동부채	4,269.2	3,400.9	3,817.2	3,911.6	3,945.6
단기차입금	1,984.8	912.9	1,044.1	1,024.1	974.1
매입채무	327.0	244.5	252.9	266.6	279.0
유동성장기부채	339.0	442.5	652.5	652.5	632.5
비유동부채	1,718.7	2,371.2	1,823.4	1,859.0	1,871.5
사채	728.9	769.5	744.9	744.9	724.9
장기차입금(장기금융부채 포함)	556.8	1,135.4	417.4	417.4	417.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	4,344.3	4,177.8	3,678.1	3,706.3	3,798.0
자본금	110.6	110.6	110.6	110.6	110.6
자본잉여금	2,413.0	2,456.2	2,382.9	2,382.9	2,382.9
기타자본	(341.4)	(341.4)	(341.4)	(341.4)	(341.4)
기타포괄이익누계액	189.7	161.1	262.0	262.0	262.0
이익잉여금	1,180.3	852.3	379.5	406.3	493.5
지배주주지분	3,552.1	3,238.8	2,793.6	2,820.4	2,907.5
비지배주주지분	792.2	939.0	884.5	885.9	890.5
*총차입금	3,644.0	3,296.0	2,901.6	2,883.9	2,795.9
*순차입금(순현금)	2,279.5	2,157.6	1,837.9	1,486.4	1,202.9

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	1,650.8	1,296.0	1,587.3	1,243.4	1,217.5
당기순이익	(176.8)	(396.8)	(580.9)	28.2	91.7
유형자산상각비	73.5	77.5	77.6	76.4	75.3
무형자산상각비	1,219.8	899.1	1,349.1	1,209.5	1,125.7
외화환산손실(이익)	22.2	2.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	32.0	13.6	13.5	13.5	13.5
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	182.0	(90.0)	(149.0)	(148.6)	(148.6)
운전자본변동	351.3	484.7	96.7	50.1	45.6
(법인세납부)	(102.4)	(80.5)	(48.3)	(9.0)	(29.3)
기타	49.2	386.4	828.6	23.3	43.6
투자활동으로인한현금흐름	(3,006.8)	(1,267.6)	(797.2)	(1,034.0)	(1,075.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(199.5)	(100.1)	(63.4)	(70.0)	(70.0)
유형자산의감소	10.4	2.3	469.6	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(1,517.6)	(1,366.7)	(1,165.8)	(1,000.0)	(1,000.0)
투자자산의감소(증가)	(138.5)	79.7	97.8	57.3	15.3
기타	(1,161.6)	117.2	(135.4)	(21.3)	(20.7)
FCF	1,295.9	1,057.8	1,379.3	1,374.9	1,337.1
재무활동으로인한현금흐름	1,203.4	(127.5)	(658.9)	(17.7)	(87.9)
차입금의 증가(감소)	1,070.6	(371.5)	(394.4)	(17.7)	(87.9)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(43.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	176.3	244.0	(264.5)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(226.7)	135.2	135.2
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(1.0)	(2.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(153.7)	(101.1)	(95.5)	326.9	189.4
기초현금	1,287.4	1,133.7	1,032.6	937.1	1,264.0
기말현금	1,133.7	1,032.6	937.1	1,264.0	1,453.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,792.2	4,368.4	5,231.4	5,513.5	5,770.2
증감률 (%)	34.9	(8.8)	19.8	5.4	4.7
매출원가	3,043.4	2,851.4	3,520.2	3,683.9	3,844.0
매출총이익	1,748.8	1,516.9	1,711.2	1,829.6	1,926.2
매출총이익률 (%)	36.5	34.7	32.7	33.2	33.4
판매관리비	1,611.4	1,531.5	1,606.7	1,638.8	1,671.6
영업이익	137.4	(14.6)	104.5	190.8	254.6
증감률 (%)	(53.7)	적전	흑전	82.6	33.4
영업이익률 (%)	2.9	(0.3)	2.0	3.5	4.4
영업외손익	(465.0)	(320.5)	(636.4)	(153.5)	(133.5)
금융손익	(67.6)	(167.1)	(142.6)	(95.0)	(75.0)
기타영업외손익	(215.3)	(94.8)	(490.5)	(58.2)	(58.2)
중소 및 관계기업관련손익	(182.1)	(58.7)	(3.2)	(0.3)	(0.3)
세전계속사업이익	(327.6)	(335.1)	(531.9)	37.2	121.0
법인세비용	(150.8)	61.7	48.9	9.0	29.3
계속사업이익	(176.8)	(396.8)	(580.9)	28.2	91.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(176.8)	(396.8)	(580.9)	28.2	91.7
증감률 (%)	적전	적기	적기	흑전	225.0
순이익률 (%)	(3.7)	(9.1)	(11.1)	0.5	1.6
(지배주주)당기순이익	(120.1)	(315.9)	(502.7)	26.8	87.1
(비지배주주)당기순이익	(56.7)	(80.9)	(78.1)	1.4	4.6
총포괄이익	(252.1)	(458.2)	(479.9)	28.2	91.7
(지배주주)총포괄이익	(169.9)	(379.8)	(397.8)	23.4	76.0
(비지배주주)총포괄이익	(82.2)	(78.4)	(82.1)	4.8	15.7
EBITDA	1,430.7	962.0	1,531.2	1,476.6	1,455.5
증감률 (%)	75.9	(32.8)	59.2	(3.6)	(1.4)
EBITDA 이익률 (%)	29.9	22.0	29.3	26.8	25.2

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(8,063)	(18,093)	(26,489)	1,287	4,183
EPS (지배순이익, 원)	(5,476)	(14,405)	(22,926)	1,223	3,974
BPS (자본총계, 원)	198,107	190,512	167,725	169,012	173,195
BPS (지배지분, 원)	161,984	147,691	127,392	128,615	132,589
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(13.0)	(4.0)	(2.0)	43.0	13.2
PER (지배순이익, 배)	(19.1)	(5.0)	(2.3)	45.2	13.9
PBR (자본총계, 배)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR (지배지분, 배)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (배)	3.8	4.9	2.5	2.4	2.3
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	29.9	22.0	29.3	26.8	25.2
영업이익률 (%)	2.9	(0.3)	2.0	3.5	4.4
순이익률 (%)	(3.7)	(9.1)	(11.1)	0.5	1.6
ROA (%)	(1.9)	(3.9)	(6.0)	0.3	1.0
ROE (지배순이익, %)	(3.3)	(9.3)	(16.7)	1.0	3.0
ROIC (%)	(7.8)	(0.4)	3.7	4.6	6.6
안정성					
부채비율 (%)	137.8	138.2	153.4	155.7	153.2
순차입금비율 (%)	52.5	51.6	50.0	40.1	31.7
현금비율 (%)	26.6	30.4	24.5	32.3	36.8
이자보상배율 (배)	1.5	(0.1)	0.7	1.3	1.8
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(46.4)	(16.4)	(16.5)	(20.1)	(20.0)
재고자산회수기간 (일)	7.0	8.9	8.8	9.3	9.3
매출채권회수기간 (일)	74.7	87.4	71.4	75.8	76.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	33,000 원 (유지)
✓ 상승여력	30.1%	✓ 현재주가 (3월 17일)	20,850 원

[미디어]

지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

김지영 연구원
✉ jiy.kim@shinhan.com

신한생각 TV광고 추가 감소 vs. 넷플릭스, 중국 추가

추가적인 광고수익 감소는 감수해야하나, 없었던 넷플릭스와 중국 숫자가 붙는다면, 광고주 ⇒ 콘텐츠주로 인식 전환에 따른 멀티플은 정당화될 것

판도 변화의 수혜로 제작편수↑, 멀티플↑

확실한 수혜주는 SBS. ① 캡티브 제작편수 확대(23년 9편 ⇒ 24년 6편 ⇒ 25년 최소 12편), ② 글로벌 OTT 투자 유치(디즈니+에 이어 2H25 이후 넷플릭스 추가, 대부분 드라마는 OTT 선판매 예상)로 PPL 부가수익 확대, ③ 드라마 IP 풀림 현상(양질의 시놉시스 확보), ④ 멀티플 확장

2025년 전망: Q↑, 비용 통제, 선판매

4Q24 매출액 2,308억(-15% YoY), 영업이익 86억(-55% YoY), 순이익 374억원(+694% YoY)으로 기대치 상회. ① 분기 광고매출은 600억원대대로 부진, 명예퇴직금(약 150억원)도 발생했으나, ② 비용 효율화, 자회사 손익 개선, 미디어넷의 염가매수차익 320억원이 반영돼 이익단 선방. 특이사항은 ③ 스튜디오S-허브 합병으로 판권매출 기준 총액 ⇒ 순액(수수료)인식

'25년은 추가 TV광고 감소와 사업/제작매출 성장이 동반할 것. 하반기부터 본격적인 제작편수 확대와 글로벌 선판매의 조화, 선행해 둔 인력 효율화 작업이 수익성 개선을 견인할 전망. 중국 이슈는 동사에게도 긍정적. 중국 개방 시, 제작편수 확장 과정에서 넷플릭스와도 이해관계가 없고 사업부문이 안걸쳐 중국 판권 판매에 대한 이익 레버리지가 적지 않기 때문

Valuation & Risk: 상향된 멀티플 유지

넷플릭스 실적 영향은 추후 역산 및 확인해가면 변경할 예정. 기존 TV광고 ⇒ 콘텐츠 종목으로 변모 중. 이전 보고서에서 상향한 멀티플 유지

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	1,173.8	185.6	152.5	4.1	20.6	0.8	2.8	2.9
2023	996.8	58.3	46.3	11.5	5.4	0.6	4.7	1.7
2024P	1,046.7	(19.2)	33.8	12.1	3.8	0.5	21.8	-
2025F	986.8	43.0	34.1	11.4	3.7	0.4	4.8	2.4
2026F	1,038.2	55.6	43.3	9.0	4.6	0.4	4.2	2.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	386.8 십억원
발행주식수(유동비율)	18.6 백만주(63.7%)
52주 최고가/최저가	29,900 원/14,740 원
일평균 거래액 (60일)	10,563 백만원
외국인 지분율	0.0%

주요주주 (%)	
티와이홀딩스	36.3
국민연금공단	10.0

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(12.0)	34.3	(23.2)	(7.1)
상대	(12.0)	26.4	(21.6)	(14.7)

주가

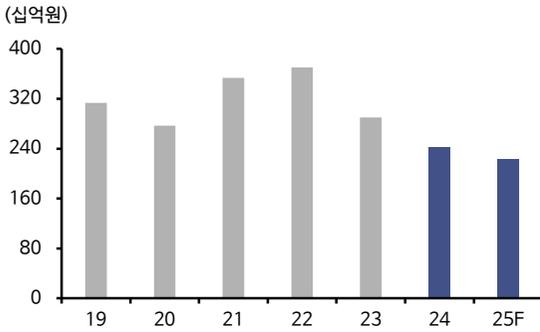


연결 기준 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24P	2023	2024P	2025F
매출액	217.5	271.2	238.4	270.8	209.6	275.0	331.3	230.8	996.8	1,046.7	986.8
(% growth)	(20.4)	7.5	(8.2)	(30.3)	(3.7)	1.4	39.0	(14.8)	(15.1)	5.0	(5.7)
총 광고수익	71.9	94.2	88.7	110.5	60.8	83.8	75.3	92.1	365.7	312.0	296.4
(% growth)	(36.5)	(21.6)	(9.3)	(1.7)	(15.4)	(11.0)	(15.2)	(16.7)	(17.6)	(14.7)	(5.0)
(% Sales)	38.2	40.1	42.1	47.7	37.7	43.7	30.4	54.8	42.2	40.6	30.0
사업수익	116.1	140.9	121.9	121.3	100.4	108.0	172.1	76.0	500.2	456.5	502.2
(% growth)	(4.2)	40.2	15.5	(49.8)	(13.5)	(23.3)	41.2	(37.3)	(12.1)	(8.7)	10.0
(% Sales)	61.8	59.9	57.9	52.3	62.3	56.3	69.6	45.2	57.8	59.4	62.9
영업이익	(1.8)	25.5	15.5	19.1	(12.0)	9.6	(25.3)	8.6	58.3	(19.2)	43.0
(% growth)	적전	(49.1)	(59.2)	(47.1)	적지	(62.5)	적전	(54.9)	(68.6)	적전	흑전
(% OPM)	(0.8)	9.4	6.5	7.0	(5.7)	3.5	(7.6)	3.7	5.9	(1.8)	4.4
순이익	6.3	21.5	15.5	4.0	12.9	5.0	(21.5)	37.4	46.3	33.8	34.1
(% growth)	(85.8)	(57.9)	(53.0)	(83.8)	116.3	(76.0)	적전	693.6	(69.6)	(26.9)	0.9
(% NPM)	2.9	7.9	6.5	1.5	6.2	1.8	(6.5)	16.2	4.6	3.2	3.5

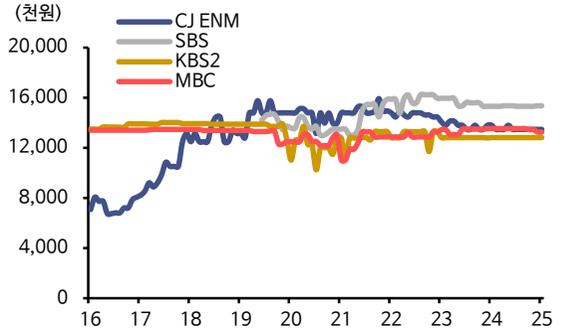
자료: QuantiWise, 신한투자증권

SBS 광고수익 추이



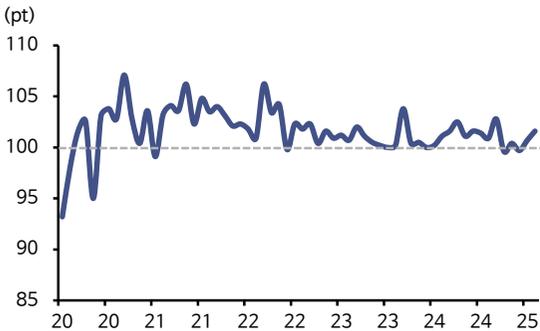
자료: 회사 자료, 신한투자증권

방송사 평균 광고단가 추이



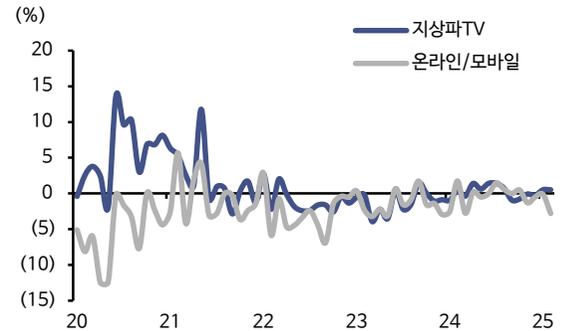
주: 15초 광고 기준
자료: 회사 자료, 신한투자증권

지상파TV KAI(광고경기전망지수) 추이



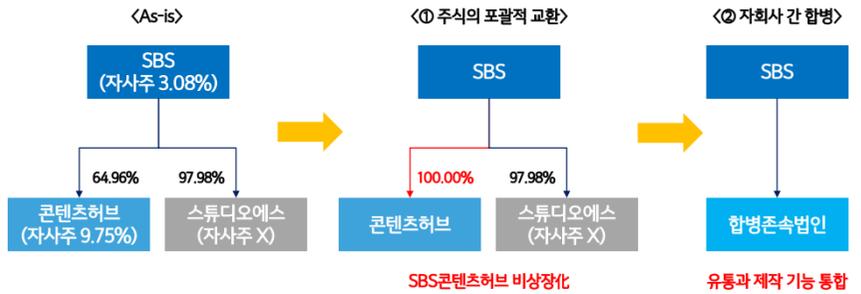
자료: KOBACO, 신한투자증권

지상파TV vs. 온라인/모바일 KAI 전년 대비 개선율



자료: KOBACO, 신한투자증권

SBS 지배구조 개편 개요



자료: 회사 자료, 신한투자증권

SBS 드라마 라인업

2023년 라인업		2024년 라인업		2025년 라인업	
디즈니플러스 바인딩		디즈니플러스 바인딩		디즈니플러스+넷플릭스 바인딩 (2H25 only)	
금토	법쩐	금토	재벌X형사	금토	나의 완벽한 비서
	모범택시		7인의 부활		보물섬
월화, 목	낭만닥터3	오리지널	커넥션	월화	귀궁
	악귀		굿파트너		우리영화
	소방서 옆 경찰서2		지옥에서 온 판사		트라이
	7인의 탈출		열혈사제2		사마귀
오리지널	마이데몬	오리지널	강대강	월화	우주메리미
	트롤리		취하는 로맨스		모범택시3(~26F)
오리지널	꽃선비열애사	오리지널	연애대전	월화	키스는 괜히 해서!
	국민사형투표				오늘부터 인간입니다만
					사계의 봄
					나의 친애하는 찌따에게

주: 동시방영(선판매, Pre-Buy)은 주황색 음영 처리

자료: 언론 보도, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,407.9	1,346.4	1,510.5	1,522.2	1,548.7
유동자산	782.2	733.3	774.4	766.2	768.4
현금및현금성자산	183.3	97.1	94.6	113.3	92.4
매출채권	352.2	237.6	243.4	229.5	241.5
재고자산	2.0	2.0	2.1	2.0	2.1
비유동자산	625.7	613.1	736.1	756.0	780.3
유형자산	310.0	348.7	417.9	437.1	456.4
무형자산	54.3	46.2	53.1	56.1	59.1
투자자산	117.6	118.1	121.1	118.8	120.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	534.6	465.3	604.4	590.9	582.5
유동부채	306.0	362.8	334.9	322.5	323.1
단기차입금	62.0	51.8	39.8	39.8	39.8
매입채무	22.6	19.3	20.2	19.1	20.1
유동성장기부채	30.0	80.0	80.0	80.0	70.0
비유동부채	228.6	102.5	269.5	268.4	259.3
사채	149.8	69.9	238.9	238.9	228.9
장기차입금(장기금융부채 포함)	11.2	10.7	10.7	10.7	10.7
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	873.3	881.1	906.1	931.3	966.2
자본금	91.3	92.8	92.8	92.8	92.8
자본잉여금	86.9	113.8	112.0	112.0	112.0
기타자본	(15.2)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
기타포괄이익누계액	6.4	6.3	8.9	8.9	8.9
이익잉여금	651.6	666.7	690.8	715.6	749.7
지배주주지분	820.9	878.8	903.9	928.7	962.8
비지배주주지분	52.4	2.3	2.2	2.6	3.4
*총차입금	256.6	214.2	371.3	371.2	351.3
*순차입금(순현금)	(78.5)	(134.1)	17.5	1.4	0.0

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	(55.8)	63.4	33.0	97.9	96.8
당기순이익	156.6	47.2	33.8	34.5	44.2
유형자산상각비	27.5	29.7	38.9	38.8	38.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환환산손실(이익)	1.9	0.2	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.4	(0.0)	(3.8)	(3.8)	(3.8)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(6.9)	(2.6)	0.3	0.0	0.0
운전자본변동	(222.6)	(25.3)	(17.3)	28.5	17.8
(법인세납부)	(50.5)	(13.6)	(17.9)	(11.0)	(14.1)
기타	37.8	27.8	(1.0)	10.9	14.0
투자활동으로인한현금흐름	232.2	(82.9)	(153.1)	(56.0)	(65.3)
유형자산의증가(CAPEX)	(36.6)	(64.9)	(70.0)	(58.0)	(58.0)
유형자산의감소	1.3	0.3	1.8	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(2.5)	(1.9)	(6.9)	(3.0)	(3.0)
투자자산의감소(증가)	6.7	6.5	(3.0)	2.3	(2.0)
기타	263.3	(22.9)	(75.0)	2.7	(2.3)
FCF	(87.5)	90.5	(116.0)	25.3	12.7
재무활동으로인한현금흐름	(43.3)	(66.7)	141.1	(0.1)	(29.2)
차입금의 증가(감소)	(37.7)	(40.3)	157.1	(0.1)	(19.9)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
배당금	(18.1)	(17.7)	(9.3)	0.0	(9.3)
기타	12.5	(8.8)	(6.7)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(24.3)	(23.2)	(23.2)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.2)	(0.0)	0.8	0.0	0.0
현금의증가(감소)	132.9	(86.3)	(2.5)	18.7	(20.9)
기초현금	50.4	183.3	97.1	94.6	113.3
기말현금	183.3	97.1	94.6	113.3	92.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,173.8	996.8	1,046.7	986.8	1,038.2
증감률 (%)	11.9	(15.1)	5.0	(5.7)	5.2
매출원가	804.3	775.7	886.1	760.3	797.3
매출총이익	369.4	221.1	160.6	226.4	240.9
매출총이익률 (%)	31.5	22.2	15.3	22.9	23.2
판매관리비	183.8	162.8	179.8	183.4	185.2
영업이익	185.6	58.3	(19.2)	43.0	55.6
증감률 (%)	7.7	(68.6)	적전	흑전	29.4
영업이익률 (%)	15.8	5.9	(1.8)	4.4	5.4
영업외손익	(8.0)	3.2	38.6	2.5	2.6
금융손익	3.8	6.6	(2.7)	(2.5)	(2.4)
(18.7)	(6.0)	41.1	2.0	2.0	
종속 및 관계기업관련손익	6.9	2.6	0.2	3.0	3.0
세전계속사업이익	177.6	61.6	19.4	45.5	58.3
법인세비용	47.9	14.4	(14.3)	11.0	14.1
계속사업이익	136.4	47.2	33.8	34.5	44.2
중단사업이익	26.9	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	156.6	47.2	33.8	34.5	44.2
증감률 (%)	8.1	(69.8)	(28.5)	2.1	28.1
순이익률 (%)	13.3	4.7	3.2	3.5	4.3
(지배주주)당기순이익	152.5	46.3	33.8	34.1	43.3
(비지배주주)당기순이익	4.0	0.9	(0.0)	0.3	0.9
총포괄이익	171.0	33.4	76.7	34.5	44.2
(지배주주)총포괄이익	166.8	32.6	74.8	33.6	43.1
(비지배주주)총포괄이익	4.2	0.8	1.9	0.9	1.1
EBITDA	213.1	88.0	19.8	81.8	94.3
증감률 (%)	7.6	(58.7)	(77.5)	314.0	15.3
EBITDA 이익률 (%)	18.2	8.8	1.9	8.3	9.1

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	8,577	2,584	1,821	1,859	2,381
EPS (지배순이익, 원)	8,357	2,534	1,823	1,840	2,334
BPS (자본총계, 원)	47,844	47,497	48,844	50,203	52,084
BPS (지배지분, 원)	44,975	47,375	48,724	50,065	51,899
DPS (원)	1,000	500	0	500	500
PER (당기순이익, 배)	4.0	11.3	12.2	11.3	8.8
PER (지배순이익, 배)	4.1	11.5	12.1	11.4	9.0
PBR (자본총계, 배)	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
PBR (지배지분, 배)	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (배)	2.8	4.7	21.8	4.8	4.2
배당성향 (%)	11.6	20.0	0.0	27.2	21.4
배당수익률 (%)	2.9	1.7	0.0	2.4	2.4
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	18.2	8.8	1.9	8.3	9.1
영업이익률 (%)	15.8	5.9	(1.8)	4.4	5.4
순이익률 (%)	13.3	4.7	3.2	3.5	4.3
ROA (%)	10.9	3.4	2.4	2.3	2.9
ROE (지배순이익, %)	20.6	5.4	3.8	3.7	4.6
ROIC (%)	37.7	5.2	(5.6)	4.7	6.1
안정성					
부채비율 (%)	61.2	52.8	66.7	63.4	60.3
순차입금비율 (%)	(9.0)	(15.2)	1.9	0.2	0.0
현금비율 (%)	59.9	26.8	28.2	35.1	28.6
이자보상배율 (배)	32.8	8.7	(2.3)	4.1	5.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	9.3	5.1	5.8	4.9	5.2
재고자산회수기간 (일)	0.6	0.7	0.7	0.8	0.7
매출채권회수기간 (일)	103.4	108.0	83.9	87.5	82.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

콘텐츠리중앙 (036420)

영끌

2025년 3월 18일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	12,000 원 (하향)
✓ 상승여력	41.7%	✓ 현재주가 (3월 17일)	8,470 원

신한생각 2Q25부터는 반드시 좋아질 것!

기다렸던 콘텐츠 사업부의 턴어라운드가 코앞! 1Q25 마지막 보릿고개를 끝으로 리튬비율이 개선되는 2Q25 전후 저가 매수 고려할 필요

기다렸던 방송/콘텐츠 턴어라운드를 향해

동사도 티빙의 주주 구성원 중 하나로 산업 판도 변화는 부정적으로 적용. 다만, 주요 플레이어가 아니라는 점에서 실제 미치는 악영향은 덜 할 것

방송 본업은 2Q25부터 반격 예상. ① 작년과 유사한 제작편수에서 질적 성장 도모. 올해 캡티브 라인업 10개 중 9개는 이미 해외 동시방영 확정, 3월부터는 비독점 해제에 따라 리튬비율 상향. ② Wiip도 대규모 시리즈 다소 납품, 지난 3년 간 발생했던 PPA 등 관련 상각비도 감소('22~'23년 170억 ⇒ '25년 70억 ⇒ '26년 50억원 미만), 26년부터 정상화 예상

공격적인 제작사 M&A 후, 코로나 때 제작된 다수의 미편성 재고들이 상각기간(동시방영 6개월, 일반 18개월)을 거치며 '22~24년 실적을 훼손. 회계처리 마무리로 2Q25부터는 점진적인 실적 회복세 예상. 연결 방송부문은 4년 만에 적자구간을 지나 올해 흑자전환(영업이익 211억원) 기대. 다만, 오프라인(메가박스, 플레이타임) 사업도 운영 중. 본업이 호전되는 만큼, 혹은 중국 레버리지는 타사보다 약할 가능성. 메가박스는 코로나 이후 여전히 미묘한 탑라인 구조에서 최대한 비용절감, 영업효율화 노력 중

Valuation & Risk: 10% 할인율 부여해도 충분한 업사이드

동사의 기업가치는 각 사업부의 국내 탑티어 시가총액 대비 캐파 고려, 할인율을 조정해 선정. 그들의 기업가치 변동, 할인율 10% 반영해 목표주가 하향하나, 기다렸던 주력 사업부 흑자전환을 목전에 뒀 저가 매수 추천

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	852.1	(71.6)	(40.2)	-	(25.4)	3.9	20.0	-
2023	993.0	(68.1)	(123.1)	-	(129.4)	6.0	16.2	-
2024P	879.5	(47.9)	(66.9)	-	(73.0)	1.3	16.8	-
2025F	1,096.1	28.9	(9.8)	-	(7.6)	1.3	10.0	-
2026F	1,205.7	37.9	12.7	12.9	9.7	1.2	10.1	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[미디어]

지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

김지영 연구원
✉ jiy.kim@shinhan.com

Revision

실적추정치	유지
Valuation	하향

시가총액	163.2십억원
발행주식수(유동비율)	19.3백만주(56.9%)
52주 최고가/최저가	14,660원/7,500원
일평균 거래액 (60일)	794백만원
외국인 지분율	0.5%
주요주주 (%)	
중량피앤아이 외 2인	42.2

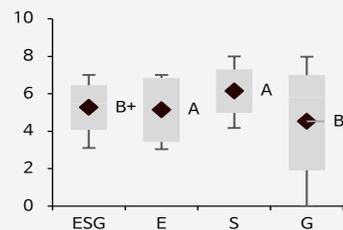
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	4.7	(10.9)	(35.0)	(1.5)
상대	4.7	(16.2)	(33.6)	(9.5)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



콘텐츠리중앙 연간 실적 추이

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025F
매출액	554.2	363.9	677.1	852.1	993.0	879.5	1,096.1
(%YoY)	8.4	(34.3)	86.1	25.8	16.5	(11.4)	24.6
극장(메가박스)	332.8	104.5	104.0	217.5	309.6	291.6	314.9
(%YoY)	11.3	(68.6)	(0.5)	109.2	42.3	(5.8)	8.0
(%sales)	60.0	28.7	15.4	25.5	31.2	33.1	28.7
SLL		130.9	558.9	579.6	569.1	470.1	731.2
(%YoY)				3.7	(1.8)	(17.4)	55.5
(%sales)		36.0	82.5	68.0	57.3	53.4	66.7
플레이타임				34.5	63.7	63.5	66.7
(%YoY)					84.6	(0.3)	5.0
(%sales)				4.0	6.4	7.2	6.1
영업이익	35.4	(56.8)	(57.4)	(71.6)	(68.1)	(47.9)	28.9
(%YoY)	1.9	(260.4)	적지	적지	적지	적지	흑전
(%OPM)	6.4	(15.6)	(8.5)	(8.4)	(6.9)	(5.4)	2.6
극장(메가박스)	39.0	(65.5)	(70.9)	(7.9)	(17.7)	(13.4)	5.2
(%YoY)	82.2	적전	적지	적지	적지	적지	흑전
(%OPM)	11.7	(62.7)	(68.2)	(3.6)	(5.7)	(4.6)	1.6
SLL		7.7	15.0	(60.2)	(51.6)	(31.2)	21.1
(%YoY)			93.9	적전	적지	적지	흑전
(%OPM)		5.9	2.7	(10.4)	(9.1)	(6.6)	2.9
플레이타임				1.8	6.8	2.8	6.7
(%YoY)					277.8	(58.8)	138.1
(%OPM)				5.2	10.7	8.0	10.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

콘텐츠리중앙 목표주가 하향

(십억원, %, 원, 천주)	항목	계산	비고
방송/콘텐츠부문	스튜디오드래곤 시가총액	1,391.7	25/3/17 기준
	- 제작편수	25.0	경쟁사 25F 예상 제작편수
	- 편당가치	55.7	
	SLL중앙 방영회수	20.0	25F 예상 제작편수
	SLL중앙 제작가치	1,113.4	경쟁사 편당 가치 x SLL중앙 제작편수
극장부문	방송 영업가치	568.8	지분율 53.8%, 할인율 5% 반영
	CJ CGV 시가총액	812.2	
	CGV 국내 가치	406.1	정상 구간 시 국내 이익 비중 50%
	극장 영업가치	350.9	지분율 96%, 할인율 10% 반영
영업가치		919.7	
순차입금		700	장기 리스부채 제외
기업가치		219.7	
주식수		19,262	
주당 적정가치		11,402	
최종 목표가 산출		12,000	
현재주가		8,470	
상승여력		41.7	

자료: 신한투자증권

2025년 콘텐츠리중앙 콘텐츠 라인업

	1H25(7+)		2H25(16~18+)	
	Title	제작사	Title	제작사
CAPTIVE	협상의 기술	SLL, BA엔터, 드라마하우스	착한 사나이	SLL
	천국보다 아름다운	SLL, 스튜디오피닉스	에스콰이어	SLL, BA엔터
	굿보이	SLL, 드라마하우스	마이 유스	SLL, 하이지움
			김부장	SLL, 드라마하우스
			경도를 기다리며	SLL
			백번의 추억	SLL
			러브 미	SLL
			+1편 내외 추가 편성 논의 중	
NON CAPTIVE	준화연애담	SLL	캐서로	SLL, 드라마하우스
	언프렌드	앤솔로지	자백의 대가	프로덕션에이치
	넥오프	SLL	Undertow S1	wiip
			The Summer I Turned Pretty S3	wiip
			Task S1	wiip
			파인	SLL
			이 강에는 달이 흐른다	하이지움
		+1편 내외 추가 공개 논의 중		
FILM	이 밖에 필요한	클라이맥스	킬링타임	퍼펙트스톱
			하얀 차를 탄 여자	BA엔터

자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	2,588.1	2,453.1	2,759.7	2,804.9	2,794.4
유동자산	659.7	535.8	604.9	697.9	732.6
현금및현금성자산	207.3	178.4	279.2	297.8	294.9
매출채권	155.8	197.5	156.5	195.0	214.5
재고자산	75.6	4.4	5.5	6.9	7.6
비유동자산	1,928.4	1,917.3	2,154.9	2,107.0	2,061.8
유형자산	209.3	277.8	282.3	252.7	233.0
무형자산	657.5	592.6	695.8	653.7	616.0
투자자산	454.5	483.0	491.6	515.4	527.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,939.1	1,942.9	2,190.5	2,249.7	2,229.5
유동부채	1,162.3	1,149.3	1,457.1	1,495.1	1,494.2
단기차입금	224.1	184.4	329.4	299.4	269.4
매입채무	25.2	11.1	9.9	12.3	13.5
유동성장기부채	439.6	563.7	524.2	524.2	524.2
비유동부채	776.8	793.7	733.4	754.6	735.3
사채	168.7	291.7	211.7	211.7	191.7
장기차입금(장기금융부채 포함)	519.9	403.5	435.8	435.8	425.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	649.0	510.1	569.3	555.3	564.9
자본금	96.3	96.3	96.3	96.3	96.3
자본잉여금	166.2	150.9	293.5	293.5	293.5
기타자본	(5.4)	(5.4)	(5.4)	(5.4)	(5.4)
기타포괄이익누계액	27.4	67.5	76.5	76.5	76.5
이익잉여금	(143.4)	(260.0)	(326.9)	(336.7)	(324.0)
지배주주지분	141.0	49.3	134.0	124.2	136.8
비지배주주지분	508.0	460.8	435.3	431.1	428.1
*총차입금	1,410.2	1,502.2	1,563.0	1,548.3	1,496.0
*순차입금(순현금)	1,091.8	1,237.0	1,190.2	1,139.6	1,081.4

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	50.1	(84.9)	(124.4)	(177.9)	(185.2)
당기순이익	(76.9)	(171.3)	(92.4)	(14.0)	9.7
유형자산상각비	67.0	84.0	84.4	69.6	59.7
무형자산상각비	111.9	107.2	70.1	75.1	67.6
외화환산손실(이익)	5.0	(0.4)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	2.9	(11.1)	(11.4)	(11.4)	(11.4)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(36.3)	14.7	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(48.5)	(187.7)	(88.7)	(297.2)	(310.8)
(법인세납부)	(9.8)	(10.1)	(5.7)	1.6	(1.1)
기타	34.8	89.8	(80.7)	(1.6)	1.1
투자활동으로인한현금흐름	(362.3)	(2.2)	(262.6)	(114.1)	(90.8)
유형자산의증가(CAPEX)	(28.8)	(42.7)	(90.0)	(40.0)	(40.0)
유형자산의감소	0.8	22.3	1.2	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(27.4)	(9.3)	(173.4)	(33.0)	(30.0)
투자자산의감소(증가)	(59.5)	3.7	(8.6)	(23.9)	(12.1)
기타	(247.4)	23.8	8.2	(17.2)	(8.7)
FCF	177.1	47.3	262.2	126.0	113.8
재무활동으로인한현금흐름	201.1	58.0	103.4	(14.7)	(52.3)
차입금의 증가(감소)	225.1	110.9	60.8	(14.7)	(52.3)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(24.0)	(52.9)	42.6	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	384.5	325.4	325.4
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(2.6)	0.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(113.6)	(28.9)	100.8	18.6	(2.9)
기초현금	320.9	207.3	178.4	279.2	297.8
기말현금	207.3	178.4	279.2	297.8	294.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	852.1	993.0	879.5	1,096.1	1,205.7
증감률 (%)	25.8	16.5	(11.4)	24.6	10.0
매출원가	660.6	763.3	647.4	796.7	875.7
매출총이익	191.5	229.7	232.1	299.4	330.0
매출총이익률 (%)	22.5	23.1	26.4	27.3	27.4
판매관리비	263.1	297.8	280.0	270.5	292.1
영업이익	(71.6)	(68.1)	(47.9)	28.9	37.9
증감률 (%)	적지	적지	적지	확전	31.0
영업이익률 (%)	(8.4)	(6.9)	(5.4)	2.6	3.1
영업외손익	(10.8)	(89.7)	(66.2)	(44.5)	(27.1)
금융손익	(31.4)	(91.6)	(50.2)	(51.0)	(50.1)
기타영업외손익	(13.6)	16.7	0.2	5.0	20.0
종속 및 관계기업관련손익	34.2	(14.7)	(16.1)	1.5	3.0
세전계속사업이익	(82.4)	(157.8)	(114.1)	(15.6)	10.7
법인세비용	(5.6)	13.5	(21.6)	(1.6)	1.1
계속사업이익	(76.9)	(171.3)	(92.4)	(14.0)	9.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(76.9)	(171.3)	(92.4)	(14.0)	9.7
증감률 (%)	적지	적지	적지	적지	확전
순이익률 (%)	(9.0)	(17.3)	(10.5)	(1.3)	0.8
(지배주주)당기순이익	(40.2)	(123.1)	(66.9)	(9.8)	12.7
(비지배주주)당기순이익	(36.7)	(48.2)	(25.5)	(4.2)	(3.0)
총포괄이익	(62.3)	(132.5)	(92.4)	(14.0)	9.7
(지배주주)총포괄이익	(30.3)	(83.6)	(58.3)	(8.8)	6.1
(비지배주주)총포괄이익	(31.9)	(48.9)	(34.1)	(5.2)	3.6
EBITDA	107.3	123.0	106.6	173.6	165.2
증감률 (%)	0.7	14.6	(13.4)	62.9	(4.8)
EBITDA 이익률 (%)	12.6	12.4	12.1	15.8	13.7

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(4,036)	(8,895)	(4,798)	(728)	502
EPS (지배순이익, 원)	(2,111)	(6,392)	(3,472)	(510)	658
BPS (자본총계, 원)	33,695	26,483	29,554	28,826	29,328
BPS (지배지분, 원)	7,324	2,559	6,957	6,447	7,105
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(7.1)	(1.7)	(1.8)	(11.6)	16.8
PER (지배순이익, 배)	(13.5)	(2.4)	(2.5)	(16.5)	12.8
PBR (자본총계, 배)	0.8	0.6	0.3	0.3	0.3
PBR (지배지분, 배)	3.9	6.0	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA (배)	20.0	16.2	16.8	10.0	10.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	12.6	12.4	12.1	15.8	13.7
영업이익률 (%)	(8.4)	(6.9)	(5.4)	2.6	3.1
순이익률 (%)	(9.0)	(17.3)	(10.5)	(1.3)	0.8
ROA (%)	(3.2)	(6.8)	(3.5)	(0.5)	0.3
ROE (지배순이익, %)	(25.4)	(129.4)	(73.0)	(7.6)	9.7
ROIC (%)	(11.0)	(7.7)	(7.5)	6.0	7.0
안정성					
부채비율 (%)	298.8	380.9	384.8	405.2	394.7
순차입금비율 (%)	168.2	242.5	209.1	205.2	191.4
현금비율 (%)	17.8	15.5	19.2	19.9	19.7
이자보상배율 (배)	(1.4)	(0.8)	(0.5)	0.3	0.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(16.5)	(11.7)	(4.6)	(3.6)	(4.0)
재고자산회수기간 (일)	32.4	14.7	2.1	2.1	2.2
매출채권회수기간 (일)	67.8	64.9	73.5	58.5	62.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

나스미디어 (089600)

광고 판도 변화에서의 최적 FIT 종목

2025년 3월 18일

✓ 투자판단	매수 (신규)	✓ 목표주가	21,000 원 (신규)
✓ 상승여력	45.3%	✓ 현재주가 (3월 17일)	14,450 원

[광고]

김지영 연구원
✉ jiy.kim@shinhan.com

지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

Revision

실적추정치	신규
Valuation	신규

시가총액	167.2 십억원
발행주식수(유동비율)	11.6 백만주(54.5%)
52주 최고가/최저가	23,700 원/13,520 원
일평균 거래액 (60일)	814 백만원
외국인 지분율	4.8%
주요주주 (%)	
케이티 외 1인	43.2

	1M	3M	12M	YTD
절대	5.0	(1.7)	(29.9)	4.1
상대	8.5	(8.2)	(16.9)	(3.9)

주가



신한생각 2025년 성장 엔진 본격 가동

그간 시장에 OTT/AI 테마는 알려져 있었으나 기대감만 공존할 뿐 실적으로 연결되지 않았다면, 드디어 '25년은 OTT 광고 확대와 옥외, AI 기반 플랫폼 외형 성장이 동반되어 실적으로 온기 반영될 것. 펀더멘털은 좋아지는 반면 멀티플은 밴드 최하단에 위치해 있어 매수 적기라 판단

Key Driver: OTT 선점, 구글 파트너십, 포트폴리오 효율화

SBS-넷플릭스 결합으로 한층 강력해진 지상파TV 광고의 수평이동과 각종 스트리밍 업계의 광고 수익화 흐름 속, OTT 광고 시장은 가파르게 확대될 전망이다. 동사는 초창기부터 넷플릭스, 현재는 쿠팡플레이와 독점 계약을 체결하여 현재 국내 모든 OTT에 대한 광고 취급 경험이 있는 유일한 기업. 레퍼런스가 중요한 광고 업계에서 동사의 압도적인 데이터 경쟁력을 바탕으로 늘어나는 OTT 광고 물량을 대폭 흡수하며 선점적 지위 지켜낼 것

2H24 구글과의 파트너십 효과로 SSP(Supply-side, 매체향) 사업 영역까지 확장. 더불어 국내 최초 유튜브/구글 배너 광고 물량 재판매 및 수수료 수취 환경 구축. 주목할 점은 해당 계약금액을 동사의 취급고로 직접 인식한다는 것. 준비기간을 거친 후 온전히 실적으로 반영되는 시점은 2Q25 예상

직매체(지하철1,2,5,7,8 독점) 중심의 믹스 다변화, 매체비 효율화, 포트폴리오 효율화(자회사 매각) 효과로 수익성 개선이 기대되는 점도 긍정적

Valuation: 외형 성장과 수익성 향상 동시 시현

투자 의견 '매수', 목표주가 21,000원 제시. 12개월 fwd 순이익(별도)에 직전 5개년('19-'23년) 평균 Low PER 적용. '25년 매출액 1,287억원(YoY +24%, 이하동일), 영업이익 251억원(+44%), OPM 19.5%(+3%p) 추정. 외형 성장과 수익성 개선이 모두 시현되는 바, 최소 Low 멀티플은 합리적

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	108.0	28.6	24.1	12.0	13.7	1.6	4.5	2.6
2023	109.3	19.4	17.3	14.9	9.2	1.3	7.3	3.1
2024P	103.8	17.5	1.1	146.6	0.6	0.9	3.5	5.0
2025F	128.7	25.1	22.1	7.6	11.1	0.8	1.5	4.8
2026F	138.8	30.7	26.1	6.4	11.8	0.7	0.8	5.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주: 별도 기준(2025년 4월 자회사 지분 46.9% 전량 매각으로 연결⇒별도 회계처리 변경)

I. 기업 개요

국내 1위 디지털 마케팅 플랫폼 기업

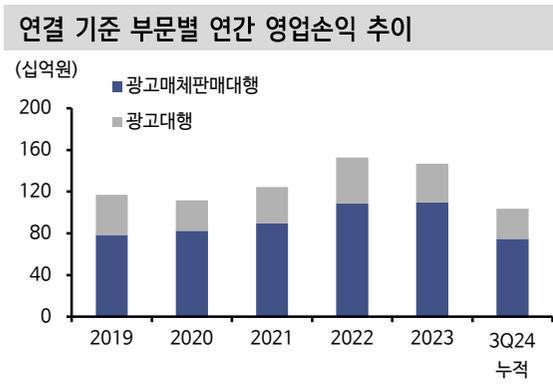
나스미디어는 2000년에 설립되어 2013년 7월 코스닥 시장에 상장된 국내 1위 디지털 마케팅 플랫폼 기업이다. KT그룹(지분 43.4%) 계열사로, 1,000개 이상의 매체사와 4,000개 이상 광고주와의 폭넓은 네트워크를 통해 시장에서 강력한 입지를 구축하고 있다. 주요 사업으로는 모바일, PC, CTV, 옥외 등 다양한 환경에서의 디지털 광고 매체 판매(2024년 연간 별도 기준 매출 비중 59%)와 AI, 데이터 기반 애드테크 플랫폼 광고(41%)를 영위하고 있다.

1) 디지털 광고:

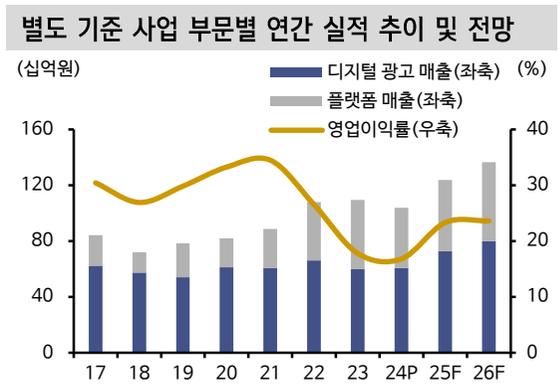
제휴된 매체의 광고상품(지면 또는 시간)을 광고주/대행사에 판매하고, 관리 및 광고 효과 분석 서비스를 제공하여 수수료 수익을 수취한다. (취급고의 일정 퍼센티지 수령. 계약마다 상이)
특히 OTT(Over-The-Top) 광고 시장에서 강력한 입지를 확보했다.

2) 플랫폼:

자체적으로 개발한 AI/Ad Tech 기반의 모바일 광고 플랫폼을 운영한다. 실시간 입찰(RTB) 기반의 광고 거래를 지원하며, 광고주/매체사가 효율적으로 광고 인벤토리를 거래하고 관리할 수 있도록 지원한다. (구글 MCM, GMP 파트너십을 통한 판매 대행 수수료가 포함된다)



자료: Dart, 신한투자증권



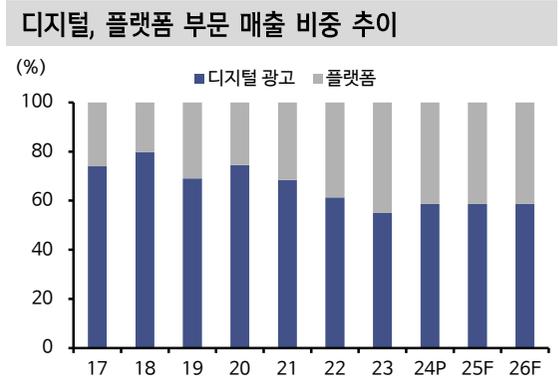
자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

나스미디어 비즈니스 모델		
부문	수익 모델	범위
디지털 광고	<ul style="list-style-type: none"> - 제휴된 매체의 광고상품(지면 또는 시간)을 광고주/대행사에 판매 - 관리 및 광고 효과 분석 서비스를 제공하여 수수료 수익을 수취 - 수수료는 취급급의 일정 퍼센티지 수령. 계약마다 상이 	OTT, 검색광고, 디스플레이 광고, 옥외광고, IPTV
플랫폼	<ul style="list-style-type: none"> - 자체 개발한 AI 기술력 기반의 모바일 광고 플랫폼 운영 - 실시간 입찰(RTB) 기반의 광고 거래 지원 - 광고주/매체사의 효율적인 광고 인벤토리 거래, 관리 지원 - 구글 MCM, GMP 파트너십을 통한 판매 대행 수수료 포함 	마케팅 솔루션, 리워드/논리워드 퍼포먼스형 광고

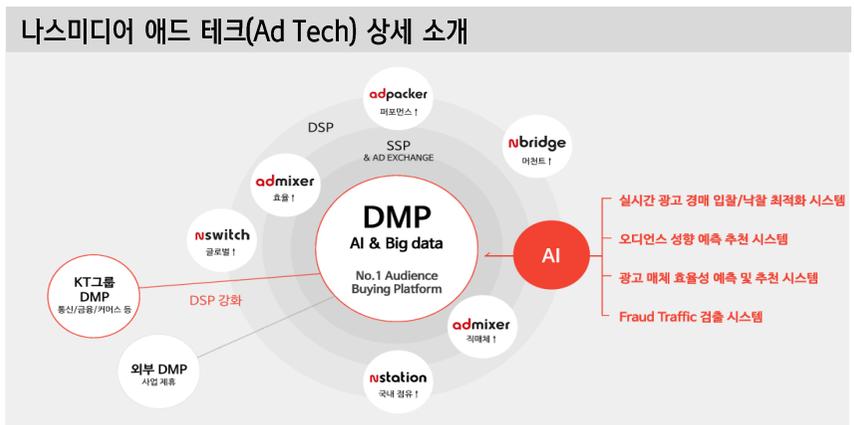
자료: 회사 자료, 신한투자증권

나스미디어 파트너사

자료: 회사 자료, 신한투자증권



자료: 회사 자료, 신한투자증권



자료: 회사 자료, 신한투자증권

경영활동과 관련된 주요 사항

날짜	경영활동
02/21	KT 빅데이터 활용한 문자커머스 'K-Deal' 서비스 개시
03/21	리워드 광고 플랫폼, '인스테이션(Nstation)' 출시
11/21	지하철 디지털 사이니지 'N.Square' 론칭
12/21	'구글 프리미어 파트너 어워즈 2021' 브랜드 인지도 부문 수상
02/22	2021 코스닥시장 종합평가 공시우수법인 선정
03/22	Martech Outlook 아태지역(APAC) 톱10 광고솔루션기업으로 선정
04/22	KT와 광고산업을 위한 AI기술 개발 MOU 체결
10/22	KT NexR과 데이터 관리 플랫폼 고도화 협력
10/22	넷플릭스 '광고요금제' 단독 판매대행사 선정
10/22	'구글 프리미어 파트너 어워즈' 2년 연속 수상
02/23	자체 통합 DMP 1차 개발 완료 및 통합 Report 솔루션 Data-Kit 출시
05/23	아마존 DSP 서비스, 차세대AI광고 솔루션 'Nasmedia AI Suite' (KT와 공동 R&D) 출시
06/23	국내 최초 'TAG Brand Safety' 글로벌 인증 획득
11/23	'구글 프리미어 파트너 어워즈' 3년 연속 수상
12/23	'메타 에이전시 퍼스트 어워즈' Agency of the Year, Solution Hero 부문 수상
03/24	'AI 문맥 맞춤 광고 서비스(AI Contextual Advertising)' 개시
05/24	구글 애드 매니저와 구글 애드몹의 MCM 공식 파트너사 선정
07/24	K-Deal 운영대행 사업 종료
07/24	G마켓 CBT 우선사업자 선정
11/24	구글 마케팅 플랫폼(GMP) 공식 리셀러 파트너사 선정
04/25	연결 자회사 플레이디 지분(46.92%) 전량 매각

자료: 회사 자료, 신한투자증권

II. 투자포인트

1. OTT향 광고 최대 레퍼런스 보유자

넷플릭스 독점 사업자에서 쿠팡플레이 독점 계약으로

OTT향 광고 쏠림 현상은 올해 더욱 강력하게 나타날 것이며, 그에 따른 최대 수혜는 나스미디어로 판단한다. 동사는 넷플릭스의 광고 도입 초창기(4Q22)부터 넷플릭스 독점 미디어렐사로 선정되어 국내의 모든 넷플릭스향 광고를 2년간 단독으로 취급해왔다. 넷플릭스뿐 아니라 티빙향 OTT 광고도 취급하고 있으며, 이번 3월 최초로 광고 도입을 앞두고 있는 쿠팡플레이에 대한 광고 독점 판매사로 장기간 선정되었다.

나스미디어는 국내 모든 OTT에 대한 광고 취급 경험이 있는 유일한 기업이다. 레퍼런스가 중요한 광고 업계이기에 동사의 압도적인 데이터 경쟁력은 부각될 전망이다. 또한 광고 산업 특성상 미디어렐사가 광고 매체비를 선집행하고 매출 채권을 설정하기 때문에 광고주 락인(Lock-in)효과가 강력하고, 국내 모든 OTT 채널을 총망라하는 차별화된 통합 상품 출시가 가능한 단 하나뿐인 업체라는 점에서 OTT 광고 시장의 주도권을 이어갈 것으로 예상된다.

한층 더 강화될 OTT향 광고 쏠림 현상

방송 광고 물량이 OTT로 대거 수평이동할 것으로 전망한다. 지상파/유료방송 TV 선호 요인 훼손에 기인한다.

OTT 대비 TV를 선호하는 시청층이라면, 두 가지 요소가 작용한다고 판단한다. ① TT에 공급되지 않는 콘텐츠 시청 목적, ② TV의 대형 스크린, 고화질, 고음질 환경에서 느낄 수 있는 몰입감이다.

① 지상파TV의 콘텐츠 독점력은 SBS-넷플릭스의 콘텐츠 공급 계약 이후 크게 훼손되었다. 2025년부터 SBS의 신작 드라마뿐 아니라 접근성이 낮은 2-30년 전 구작 드라마부터 예능, 교양 등 다양한 장르의 콘텐츠까지 넷플릭스로 대폭 공급되기 때문이다. 이어서 KBS-티빙, MBC-쿠팡플레이 등 지상파와 OTT간의 협업 소식이 연달아 보도되며 OTT의 콘텐츠 라이브러리가 한층 풍부해졌다.

더불어 기존 지상파TV의 전유물로 여겨졌던 스포츠 중계, 뉴스 생방송까지도 OTT에서 송출되기 시작했다. 2024년을 기점으로 OTT에서 구독자 유치 대표 전략 중 하나로 스포츠 중계에 주목하면서, OTT향 스포츠 중계권 독점 물량이 크게 늘어났다. 또한 아마존프라임비디오가 ABC, CBS, CNN, NBC 등 방송사 뉴스 중계권뿐 아니라 미국 대통령 선거('24년 11월)를 오리지널 콘텐츠로 직접 제작하며 OTT의 방송사 고유 영역 침투 현상이 본격화되었다.

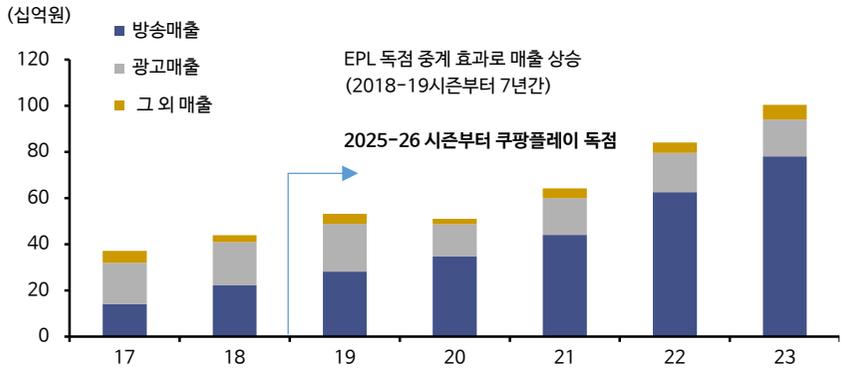
이번 3월 최초 광고 도입을 앞두고 있는 쿠팡플레이를 통해 스포츠 중계에서 유발되는 OTT 매출 성장세를 가늠해볼 수 있다. 기존 잉글리시 프리미어 리그(EPL)를 독점 중계하던 스포티비의 매출액은 EPL 중계 전후 5년 사이 128% 상승했으며, 핵심 성장동력이 EPL 이었던 것으로 파악된다.

쿠팡플레이는 2025-26 시즌부터 토트넘 손흥민 선수가 출전하는 EPL을 6년간 독점 중계한다. 스포츠는 팬층이 두터워 안정적이고 꾸준한 트래픽 유입을 보장하기에, 스포티비에서 발생했던 EPL 광고 수요와 물량이 동사의 취급고로 큰 이탈 없이 이전될 것으로 예상된다.

작년 광고를 최초 도입한 티빙의 광고 물량 중 절반 이상이 KBO에 해당하는 것으로 파악되는 만큼, 스포츠 중계에 대한 광고 수요는 높은 상황이다. 종합적으로 고려할 때, EPL 중계가 온전히 반영되는 '26년 쿠팡플레이에서 발생하는 광고 취급고는 보수적인 관점에서 350억원 수준으로 예상된다. 동사의 '24년 연간 OTT 총 취급고가 500억원 규모로 추정된다는 점을 고려할 때, 향후 OTT 광고 시장 성장세는 매우 강력할 것으로 감지된다.

참고로 쿠팡플레이 광고의 경우 나스미디어와 쿠팡이 협력해 개발한 애드패커 비디오 플랫폼을 적용할 예정이다. 향후 독점 계약이 풀리더라도 위 플랫폼을 통해서 쿠팡플레이 광고에서의 파생 수수료 매출의 지속적으로 창출할 기반을 마련했다는 점 또한 긍정적이다.

스포티비 EPL 중계권 취득 전후 매출액 추이



자료: Dart, 신한투자증권

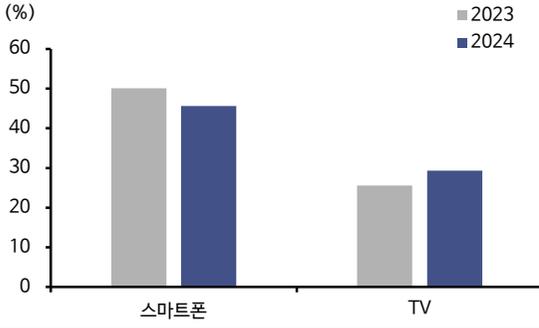
쿠팡플레이 프로축구 중계권, 중계진 라인업

리그명	소속 팀	한국 대표 선수
잉글리시 프리미어 리그(EPL)	토트넘, 맨체스터 유나이티드	손흥민
프랑스 리그앙	파리생제르망(PSG)	이강인
독일 분데스리가	바이에른 뮌헨	김민재
스페인 라리가	레알 마드리드, FC 바르셀로나	
주요 해설위원	한준희, 황덕연, 송영주, 임형철 등	

자료: 언론 보도, 신한투자증권

지상파TV와 OTT에서 공급하는 콘텐츠 간의 경계가 희미해지고 있다. 게다가 OTT를 통해서라면 시공간 제약 없이 원하는 콘텐츠를 자유롭게 선택하여 시청할 수 있는 유연성이 확보된다. 그렇다면 지상파TV 시청 인구의 OTT로의 이동이 가속화될 것이다. 자연스럽게 광고 수요도 OTT 시장으로 확산 이동하는 결과를 가져올 것으로 전망한다.

OTT 서비스 이용기기별 비중



자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

아마존프라임비디오, 美대선 개표 뉴스 생중계



자료: 언론 보도, 신한투자증권

OTT별 스포츠 독점 중계 라인업

OTT	스포츠	프로그램명	기간	생중계
넷플릭스	미국 프로레슬링	WWE RAW	2025-2034년	○
	미국 프로풋볼	NFL 크리스마스	2024-2026년	○
쿠방플레이	한국 축구	K리그	2023-2026년	○
	영국 프리미어 축구	EPL 리그	2025-26 시즌부터 6년	○
	스페인 프로축구	스페인 라리가	2023-24 시즌부터 5년	○
	프랑스 프로축구	프랑스 리그앙	2023-24 시즌부터 5년	○
	독일 프로축구	독일 분데스리가	2024-25 시즌부터 4년	○
	아시아 축구	AFC 아시안컵 U20	2025-2028년	○
	골프	LIV 골프	2025년	○
	미국 프로풋볼	NFL 슈퍼볼	2025년	○
티빙	한국 프로야구	KBO 리그	2024-2026년	○
	한국 프로농구	KBL	2024-25 시즌부터 4년	○

자료: 언론 보도, 신한투자증권

이번 SBS-넷플릭스 파트너십은 방송 광고주의 OTT에 대한 인식 변화에도 기여했다. 대표적인 지상파TV 방송사가 해외 거대자본인 OTT에 편승하면서, 보수적인 TV 광고주의 OTT 플랫폼에 대한 신뢰도가 상승했다. 넷플릭스 광고 총책임자에 따르면, “넷플릭스는 한국에서 광고 수용도가 가장 높은 미디어 플랫폼으로 자리잡았고, 넷플릭스 광고 경험이 긍정적이라고 답한 시청자가 TV 대비 241% 더 높다”고 언급했다.

OTT 광고는 TV 광고 단가 대비 저렴해 비용 효율적이며, 개인화된 유저 행동 데이터를 활용할 수 있어 오디언스 타겟팅에 효과적이다. 위 요인들을 고려할 때, 파트너십이 시작되는 2025년을 기점으로 OTT로의 광고 쏠림 현상과 그에 따른 동사의 디지털 광고 부문 취급고는 더욱 확대될 것이다.

OTT 광고 효과에 대한 광고주 인식			
항목	방송 우월	동등	OTT 우월
가격	18.8	21.3	60
광고 효율성	23.8	35	41.3
특정 시청자 타겟팅	17.5	16.3	66.3
광고 주목도	40	27.5	32.5
광고 커버리지	42.5	25	32.5
광고집행 결과 정보 제공	16.3	41.3	42.5
광고집행 결과 모니터링 용이성	25	46.3	28.8

자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

SBS - 넷플릭스 콘텐츠 공급 계약 공시	
1. 제목	LICENSE AGREEMENT (전략적 파트너십 체결)
	당사는 Netflix Worldwide Entertainment, LLC (이하 넷플릭스)와 콘텐츠 공급과 관련한 전략적 파트너십을 체결하였습니다.
	본 계약은 넷플릭스에게 SBS 신작드라마, 신작 예능/교양, 구작 라이브러리를 공급하는 파트너십 체결계약입니다.
	▶ 전략적 파트너십 세부내용
	1. 계약 체결일 : 2024년 12월 20일
2. 주요내용	2. 계약 주체 : (주)SBS, Netflix Worldwide Entertainment, LLC
	3. 계약 기간 : 2025년 1월 1일부터 6년

자료: Dart, 신한투자증권

지상파 TV 광고 단가							
(만원)	2019	2020	2021	2022		2023	
				전후	중간	전후	중간
KBS2	1,620	1,620	1,620	1,500	3,000	1,500	3,000
MBC	1,380	1,350	1,350	1,350	2,400	1,350	2,700
SBS	1,584	1,350	1,890	1,500	3,000	1,500	3,000
TV조선	823	1,047	1,500	1,300	3,000	1,500	3,000
JTBC	900	900	900	900	2,430	900	2,430
tvN	1,800	1,500	1,500	1,500	3,750	1,500	3,750

자료: 과학기술정보통신부, 방송통신위원회, 신한투자증권

주: 15초 프로그램 전후광고 요금 기준

넷플릭스 광고 단가(CPM)	
항목	세부사항
노출 디바이스	커넥티드TV, 태블릿, 모바일, 데스크톱
노출 콘텐츠	제휴 콘텐츠 및 넷플릭스 오리지널 영화/시리즈
소재 길이	10초, 15초, 20초, 30초, 60초
단가(CPM)	10초: 34,000원, 15초: 45,000원 20초: 48,000원, 30초: 56,000원 60초: 112,000원
Skip 가능 여부	불가

자료: 언론 보도, 나스미디어, 신한투자증권

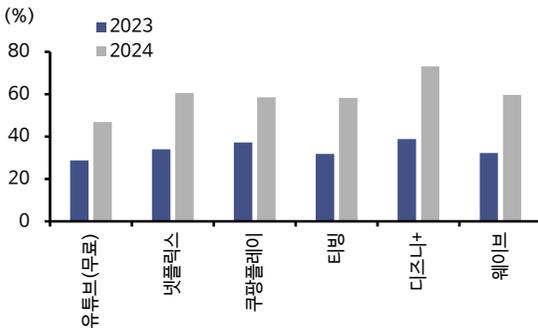
차세대 CTV(Connected TV) 환경에도 준비 완료

② 인터넷이 연결된 스마트TV(CTV) 확산으로 OTT를 TV에서 시청할 수 있게 됐다. 고정된 편성표에 따르는 지상파와 달리 OTT는 시청자에게 폭넓은 콘텐츠 선택권을 제공한다. 최상의 시청 환경은 무차별한데, OTT는 시공간적 제약으로부터 자유롭기까지 하다면? 지상파 TV에서 OTT로의 이동은 더욱 가팔라지겠다.

게다가 CTV 광고는 구매연결에 효과적이다. 시청자가 능동적으로 콘텐츠를 선택하기에 정밀한 유저 행동 데이터 확보가 가능하기 때문이다. 또한 최근 CTV 중간광고에 QR 코드가 삽입되면서 즉각적인 구매 환경이 조성되었다. 통계청에 따르면 TV 시청 중 스마트폰을 동시 사용하는 인구는 60%에 달한다. 이는 TV 콘텐츠를 시청하면서 관심 있는 광고가 나올 경우, 스마트폰 QR 코드 검색을 통해 즉시 구매로 이어질 수 있는 높은 잠재력을 보여준다.

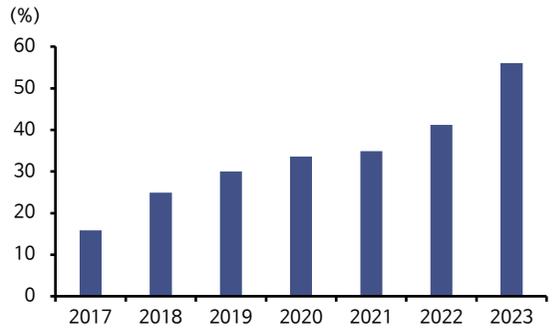
OTT를 TV로 보는 인구는 매년 증가하고 있고, 광고주 선호도도 높아지고 있다. 이에 동사는 구글 DV360 리셀러 자격을 기반으로 유튜브, 넷플릭스 등 CTV 환경에 최적인 다양한 매체 상품을 취급하고, 기존 IPTV 전용 상품을 스마트TV를 포함한 통합 패키지로 리포지셔닝하여 CTV 환경에서의 광고 물량을 흡수하고자 한다. OTT 광고 시장에서의 선점적 지위는 계속될 전망이다.

OTT별 TV 이용률 증가 추이



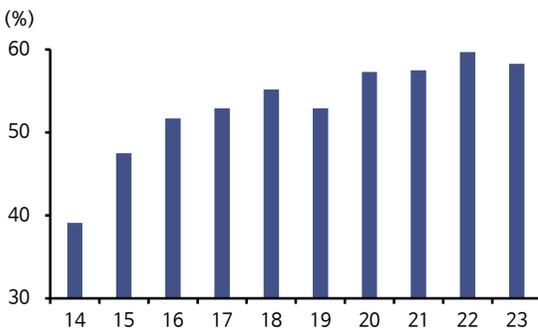
자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

스마트 TV 보유 가구 현황



자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

TV 시청 중 스마트폰 동시 사용 현황



자료: 통계청, 신한투자증권

플랫폼별 CTV 광고 영역 확장 계획

동영상 광고 사업자, CTV 광고로 영역 확장

유튜브 CTV 시청 시간 일반 TV 대비 32% ↑
넷플릭스 TV 기기 시청 비중 약 50%

CTV(Connected TV)?
인터넷에 연결된 TV를 가리키며 스마트TV, 셋톱박스, TV 스틱 등 포함

해당 TV 환경에서 노출되는 디지털 광고를 'CTV 광고'라 칭함
글로벌에서는 주로 프로그래매틱 바이잉으로 거래

NETFLIX
외부 DSP 오픈, 자체 플랫폼 개발 중

TVING
광고 노출 기기 스마트TV 추가, 경매형 도입

YouTube
QR코드 등 TV 인터랙션 기능 고도화

KT/SKT/LGU+
인벤티리 DSP 오픈 확장

2025년 CTV 광고 예산, 전년 대비 14% 증액 예상
→ TV 광고 집행 진입장벽 완화, 디지털 광고 예산 확장 기대

자료: 회사 자료, 신한투자증권

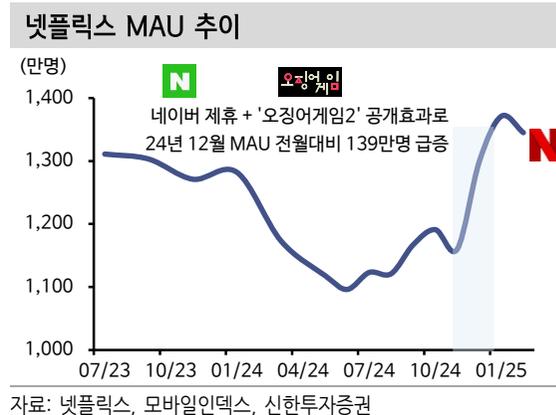
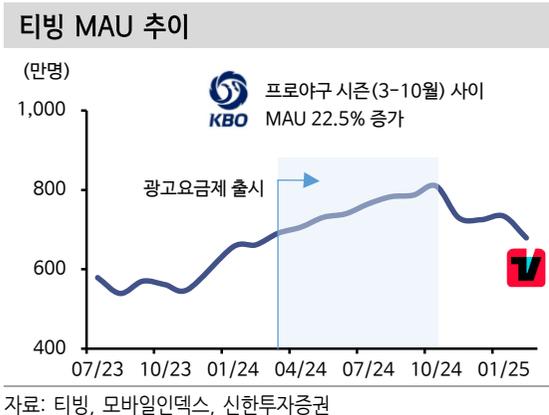
올해도 OTT 콘텐츠 흥행 기대감 유효 ⇒ 마진 개선 전망

넷플릭스 등 OTT향 광고는 CPM(Cost per Miles, 1,000회 노출 당 과금) 구조이다. 각 프로젝트별 세부 계약 구조는 상이하며 시청수에 따라 동사가 수취하는 수수료 금액은 다르지만, 통상적으로 알려져있는 디지털 광고 수수료 7-8% 대비 OTT향 광고 수수료는 2-3배 가량 높다.

‘25년 넷플릭스/티빙/쿠팡플레이 콘텐츠 라인업을 조명해보면, OTT 이용인구는 올해에도 상당할 것으로 예상된다. KBO 프로야구(티빙) 시즌 개막, 축구 1부 리그인 EPL(쿠팡플레이) 독점 중계, 각종 인기 연애 리얼리티 프로그램, <흑백요리사2>(넷플릭스), 나영석PD 첫 넷플릭스 예능, <오징어게임3>(넷플릭스) 등 흥행 기대작이 다수 포진해있다. ‘24년 3-10월 프로야구 시즌 티빙의 월 활성 이용자수(MAU) 상승세 및 12월 말 <오징어게임2> 공개 전후 넷플릭스 MAU 가파른 증가세(+12% MoM)를 고려할 때, OTT 트래픽 확대에 따른 광고 물량 확대를 전망한다.

<오징어게임 2>에 대한 평가는 엇갈렸으나, 흥행력만큼은 확실했다. 4Q24 실적 발표에서 넷플릭스는 이 작품이 오리지널 시리즈 중 역대 가장 높은 시청수를 기록했다고 밝혔다. OTT 글로벌 시청조사기관 Flixpatrol에 따르면 조사대상국 전세계 93개국 모두에서 1위를 차지하고, 21일 연속 1위에 머무르며 K-콘텐츠의 경쟁력을 수치로 입증했다.

이에 넷플릭스향 광고 수요가 폭발적으로 늘어났다. <오징어게임2>는 12/26 공개되어 12월 취급고에 일주일 반영되었을 뿐인데도 월 기준 역대 최고 OTT 취급고를 기록했다. 후속작 공개가 예정된 2Q25 역시 넷플릭스 광고 취급고는 역대급 기록을 갱신할 것으로 전망한다.

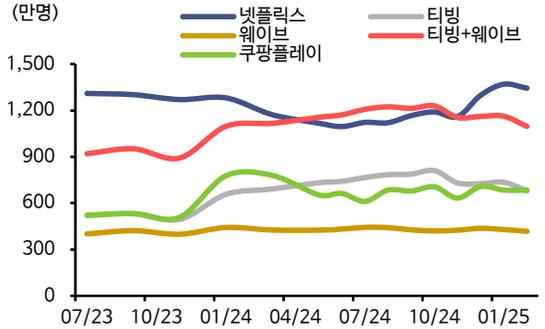


넷플릭스 2025 콘텐츠 라인업

<p>오리지널 시리즈</p> <p>파급력 입증된 주요 기대작 예정</p>  <p>오징어게임 3 (6/27공개 및 폭력 축소), 다이어리잡자나, '경찰' 등 공개예정</p>	<p>영화</p> <p>에니메이션, 재난물 등 장르적 다양성 확대</p>  <p>계시록, '영대금미터', '서리구', '대홍수' 등 공개예정</p>	<p>야생</p> <p>매주 공개되는 예능 편성 및 나영석 PD와의 협업 예고</p>  <p>'특별요리사', '태블스물렌즈', '피자말' 아시아 등 인기 예능 후속 제작</p>
---	--	--

자료: 회사 자료, 넷플릭스, 신한투자증권

OTT별 MAU 추이

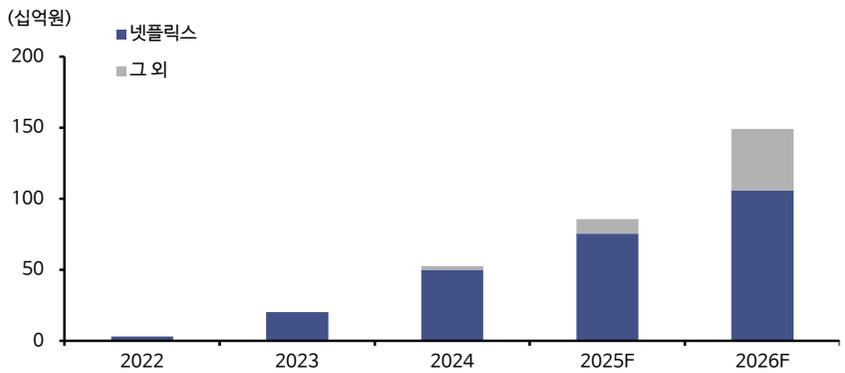


자료: 모바일인덱스, 신한투자증권

현 시점은 각종 OTT/스트리밍에서의 광고 도입 확대 및 지상파에서 OTT로 광고 물량이 수평이동하는 초입 국면이며, 이 흐름은 올해를 기점으로 가속화될 것으로 평가한다. 이러한 분위기 속 최대 수혜는 나스미디어로 향할 것이 자명하다.

'25년 동사의 OTT 취급고 규모는 약 8-900억원(YoY +70%) 정도로 예상된다. 상대적으로 아직 크지 않은 규모이나, 국내에 OTT 광고가 최초로 도입된 '22년 이후 4년간 연평균 약 2배의 고성장세를 이어갈 것으로 추정한다. 더딘 국내 광고 경기 회복 환경에도 불구하고 가장 빠르게 확대되고 있는 광고 분야로 주목할 필요가 있다고 판단한다.

나스미디어 OTT 취급고 규모 추정



자료: 신한투자증권 추정

주: 그 외 항목은 티빙+쿠팡플레이+기타 스트리밍 취급고 합산 단, 티빙은 매체판매비 등을 제외한 동일 기준으로 취급고 추정

2. 이익기여도 높은 디지털 옥외광고(DOOH) 슬롯 추가 확보

지하철 1,2,5,7,8호선 광고 지면 독점 확보

ICT 첨단 기술의 발전으로 디지털 옥외광고는 단순 광고가 아닌 콘텐츠이자 랜드마크로 탈바꿈하고 있다. 정부는 광고물법 개정과 규제 완화를 통해 옥외 광고 산업 활성화를 적극적으로 지원하며, SNS 바이럴 생산이 용이하다는 점에서 광고주에게 매력적인 매체로 급부상하고 있다.

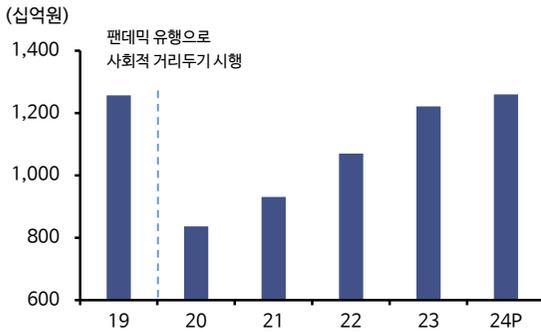
동사는 2만 개 이상의 풍부한 옥외광고 지면을 보유하고 있으며, '25년 2월부터 서울 지하철 1,2,5,7,8호선에 대한 독점 광고 사업권(5년)을 수주했다. 하루 평균 196만명이 이용하는 지하철 2호선의 Fill Rate(광고 요청 대비 실제 노출된 광고 비율)은 107%로 이미 초과 수요 상태이며, 자사 매체이기 때문에 매체 구입비 절감과 단가 조정이 가능해 수익성 또한 뛰어나다. 취급고는 크지 않지만, 이익 기여도가 매우 높아 해당 영업수익 기준 전년대비 2배 이상의 증익이 기대된다.

나스미디어 확보 옥외 광고 스크린 예시



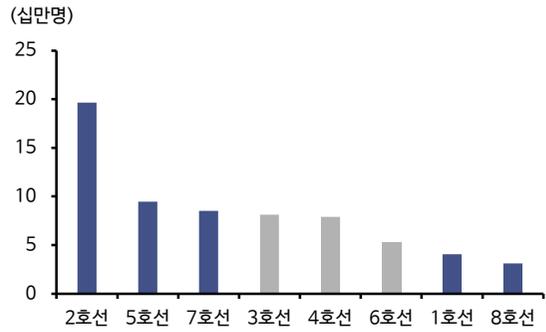
자료: 나스미디어, 신한투자증권

국내 옥외 광고 시장 규모 현황



자료: 한국방송광고진흥공사, 신한투자증권

지하철 호선별 일 평균 수송 인원



자료: 서울교통공사, 신한투자증권
주: 2024년 연간 기준

3. 플랫폼 Biz에 환하게 켜진 그린라이트

1년만의 플랫폼 광고 부문 반등 포착

나스미디어 플랫폼 사업은 AI 첨단 기술과 최적화된 데이터 분석을 바탕으로 광고주에게는 효율적인 광고 집행을, 매체사에게는 수익 극대화를, 유저에게는 관련성 높은 광고 경험을 제공하는 다각적 솔루션이다.

플랫폼 사업 구조는 크게 세 가지로 구분된다.

- 1) DSP (Demand-side Platform)
: 광고주가 효과적으로 광고 지면을 구매할 수 있도록 돕는 플랫폼
- 2) SSP (Supply-side Platform) [신규]
: 매체사가 광고 지면을 최적의 조건으로 판매하도록 지원하는 플랫폼
- 3) 퍼포먼스형 광고
: 광고주가 설정한 목표(클릭, 전환, 구매 등)에 맞춰 달성한 성과에 따라 광고비를 과금하는 구조로 비용 효율적. 리워드/논리워드/CPS(매출당 과금) 형태로 분류

'23년 경기침체 영향으로 주요 광고주인 게임/커머스 부문에서 광고 예산 축소를 단행하면서, 플랫폼 부문 매출은 4분기 연속 하락세를 이어갔다. 게다가 수익성이 약했던 K-Deal 커머스 사업의 경우, '24년 연초부터 대형 물량을 줄여나가다가 7월 전면 종료하게 되어 마진은 개선되었지만 외형 축소는 불가피했다.

그러나 '25년에 접어들며 더딘 국내 광고 경기 회복과 정치적 불확실성에도 불구하고, 자체 애드테크 역량 강화, 신사업 영역(SSP) 확장, 구글과의 견고한 파트너십, 주요 광고주인 게임/커머스 광고집행 확대 추세에 힘입어 1년만의 플랫폼 매출 반등을 전망한다.

글로벌 파트너십 현황

플랫폼	파트너사
DSP	Moloco, Criteo, Appier, The Trade Desk, Pangle 등
SSP	Inmobi, Pubmatic, Smaato, Digital Turbin, Verve 등

자료: 회사 자료, 신한투자증권

모바일 광고 플랫폼 소개

구분	서비스명	세부 사항
빅데이터 플랫폼	nasmedia DMP	오디언스 분석 빅데이터 플랫폼
프로그래매틱 DSP (광고주 대상)	Adpacker 	국내 최대 DMP 제휴를 통한 효과적인 오디언스 타겟팅 카카오톡/다음/티맵/롯데멤버스 등 Brand Safety를 저해하지 않는 주요 매체 보유 약 4,000만개 이상의 오디언스 및 세그먼트 기반 DMP 타겟팅을 통한 효과적인 Reach 달성 포털 검색어 기반의 키워드 타겟팅 및 리타겟팅을 통한 퍼포먼스 캠페인 수행
Global SSP (매체사 대상)	admixer 	AI 기술 기반의 Global AD Exchange & 구글 MCM 기반의 Global SSP APAC 최대 규모의 DSP & SSP 제휴를 통한 고단가 캠페인, 고효율 트래픽 거래 지원 Google 퍼블리셔 파트너(MCM) 자격을 통한 극대화된 매체 수익화 지원 Global Standard(lab Open RTB) 기반으로 보다 빠르고 효율적인 연동 지원 국내외 프리미엄 파트너사와 연동을 통한 다양한 캠페인 및 트래픽 보유
*24년 10월 론칭		Header & Waterfall Bid 방식과 Mediation 서비스를 활용한 퍼블리셔 수익 극대화
퍼포먼스 플랫폼 (광고주 대상)	NAP 	광고주 매출을 성장시키는 통합 퍼포먼스 플랫폼 다이렉트 지면을 중심으로 오디언스 타겟팅 기술을 이용해 유저 맞춤형 리워드 서비스 제공 국내외 약 200여 개의 논리워드 퍼포먼스 네트워크와의 연계를 통한 글로벌 최대 퍼포먼스 서비스 제공 자체 트래커 및 AI 엔진 기반으로 유저 구매 행동을 분석해 광고주 유저 맞춤형 CPS 서비스 제공

자료: 회사 자료, 신한투자증권

통합 플랫폼(NAP) 대상별 서비스 세부사항

대상	내용
광고주	다양한 광고 상품 보유(리워드/논리워드/CPS 등) - 광고주 KPI에 맞는 최적의 광고 상품 제안 매체 지면 13,000개 이상 보유 - ADTech 기술 기반 캠페인과 타겟이 맞는 유저에게 광고 노출 부정 트래픽 차단으로 광고주 비용 절감
	직광고주를 다수 보유해 광고 수익 극대화 가능 ADTech 기반 정확한 타겟팅 기술로 진성 유저 확보에 도움
매체사	- 오피월 서비스를 통해 앱 내 유저 락인(Lock-in) 효과 향상 다양한 광고 상품 보유(리워드/논리워드/CPS 등) - 높은 수익과 풍부한 이용자 경험 제공

자료: 회사 자료, 신한투자증권

구글 MCM 파트너십을 기반으로 SSP 사업 진출

‘13년 ‘구글 프리미어 파트너’로 선정된 이래로 동사는 구글 광고에 대한 역량과 전문성을 인정받아 ‘24년 5월, 동사는 구글 MCM 파트너사로 발탁되었다.

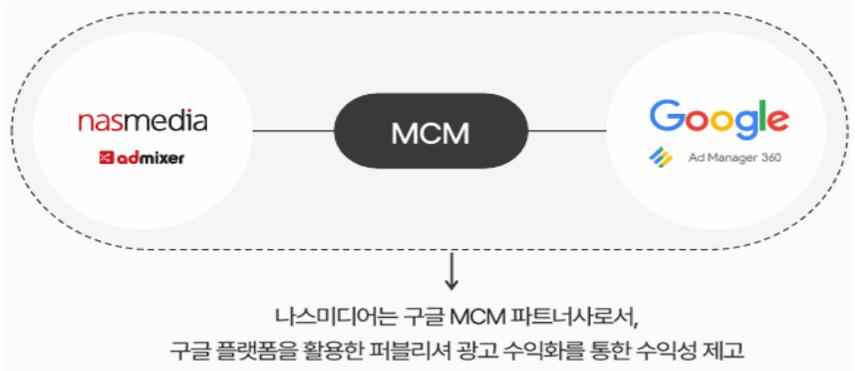
구글 MCM(복수고객관리) 파트너십은 구글 애드몹과 애드 매니저에서 ‘리셀러’ 자격으로 복수의 매체사를 관리할 수 있는 권한이다. 나스미디어를 통해서 매체사는 모바일 앱, 웹 보유 지면에 구글 애드몹과 애드 매니저의 풍부한 광고 인벤토리를 노출할 수 있게 되었다.

이는 단순한 마케팅 서비스를 넘어서, 매체사들이 보유한 광고 지면을 직접 판매하고 수익화할 수 있는 판이 열렸음을 의미한다. 즉, 매체사들은 나스미디어의 플랫폼을 통해 자사 미디어 자산을 효율적으로 운용하여 직접적인 광고수익을 창출할 수 있게 됐다.

이러한 변화로 나스미디어는 기존의 광고주향 DSP(Demand-side Platform) 중심에서 매체향 광고 지면 판매 플랫폼인 SSP(Supply-side Platform)까지 사업 영역을 확장했다. 비로소 광고 생태계의 양측(광고주, 매체사) 모두를 아우르는 한층 진화된 종합 디지털 마케팅 플랫폼으로 도약하게 된 것이다.

‘18년 이후로 구글은 광고주/대행사 대상으로 플랫폼을 직접 판매하지 않고, 리셀러 공식 파트너를 통해서만 간접적으로 재판매하고 있다. 리셀러의 역할이 확대된 점과, 직매체를 확보하여 매체 구입비가 절감된다는 점에서 수익성 개선 효과까지 기대된다.

нас미디어 - 구글 MCM 파트너십



자료: 나스미디어, 신한투자증권

한가지 더 기대되는 효과가 있다. 나스미디어의 실시간 입찰 방식(RTB, Real Time Bidding) 광고 솔루션인 애드믹서(Ad mixer)의 역량 강화이다.

애드믹서는 동사의 자체 물량과 전세계 400여 개의 DSP와 연동되어 다양한 광고를 제공하는 플랫폼이다. MCM 파트너십을 계기로 '25년 본격적으로 디지털 광고계 탑티어인 구글의 방대한 광고 인벤토리에 접근할 수 있게됐다. 애드믹서가 매체사에 보다 많은 광고 물량을 공급할 수 있는 발판이 마련된 것이다.

이번 MCM 파트너십은 준비 기간을 거쳐 11월 온보딩 시작되었고, 1H25부터 점진적으로 파트너십의 효과가 실적으로 온기 반영될 것으로 전망한다.

더불어 MCM 파트너사 자격은 약 6개월에 걸친 엄격한 심사를 통해 극소수 기업에게만 부여되는 만큼, 동사의 매체 협상력도 더욱 강력해질 것으로 판단한다.

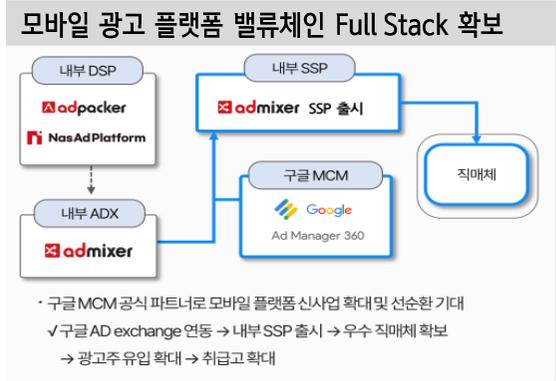
RTB(실시간 입찰) 기반 애드믹서 플랫폼



자료: 회사 자료, 신한투자증권

2024년 지역별 애드믹서 발생 광고 규모	
국가	규모(억 원)
대한민국	300억
일본	200억
동남아	150억
중국	30억
중동	20억
러시아	20억
캐나다	20억
호주	20억

자료: 회사 자료, 신한투자증권



자료: 회사 자료, 신한투자증권

국내 최초 구글 마케팅 플랫폼(GMP) 리셀러 선정

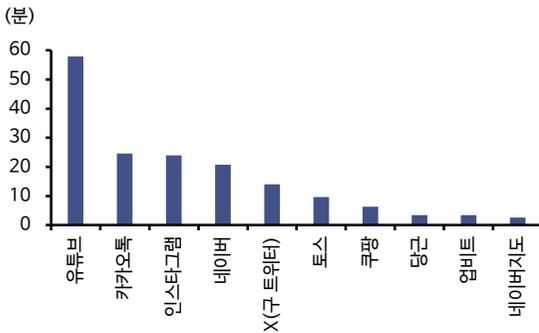
플랫폼 광고 취급고 확장과 매출 성장을 촉진시킬 또 하나의 희소식이 보도되었다. 앞으로 국내 최대 이용 플랫폼인 유튜브에 게시되는 광고 물량이 나스미디어의 취급고로 직접 인식되는 길이 열렸다.

국내 최초로 구글 마케팅 플랫폼(GMP)의 DV360(디스플레이&비디오360)과 CM360(캠페인 매니저360)의 공식 리셀러 계약이 체결(24년 11월)되며 이제 막 시작되는 실적 기여 효과이다.

이번 GMP 계약으로 인해 광고주가 위 플랫폼을 적용해 국내에서 구글 매체(구글 배너, 유튜브 등)에 광고를 원할 경우, 나스미디어를 통해 사용 계약을 체결하게 된다. 따라서 당사는 앞으로 광고주의 플랫폼 사용료와 컨설팅 수수료를 수취해 매출을 창출하고, 광고 계약 건에 대해서도 나스미디어의 취급고로 직접 인식하기 때문에 앞으로 뚜렷한 외형 성장이 기대된다.

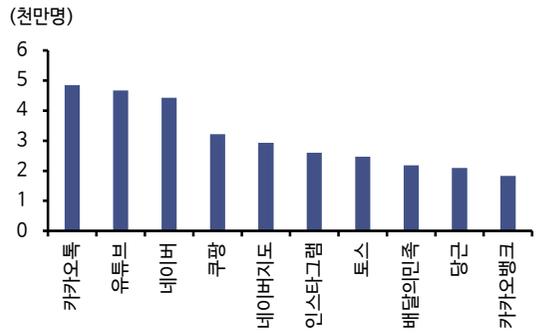
작년 11월 체결된 계약이므로 온전하게 실적으로 나타나는 시점은 2Q25일 것이다. 현대인의 숏폼 체류시간이 증가함에 따라 광고주의 유튜브 광고 선호도가 지속적으로 높아지고 있는 만큼 유의미한 타라인 성장을 기대한다.

국내 플랫폼 체류시간 Top 10



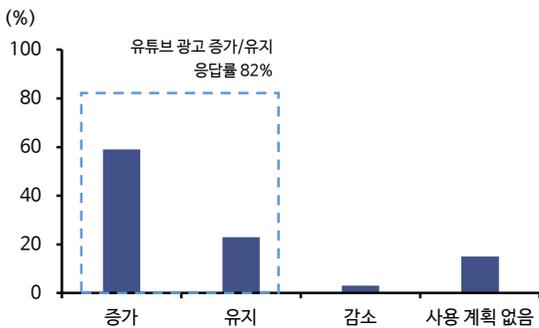
자료: 닐슨, 신한투자증권

국내 플랫폼 앱 사용자 수 Top 10



자료: 닐슨, 신한투자증권

유튜브 마케팅 광고 활용에 대한 광고주 응답률



자료: Statista, 신한투자증권

정보 검색 시 이용하는 플랫폼 Top 6

순위	플랫폼
1	네이버
2	유튜브
3	구글
4	인스타그램
5	나무위키/위키백과
6	카카오톡(#검색)

자료: Statista, 신한투자증권

AI 특허 출원 및 퍼스트파티 데이터 활용으로 광고 효율 극대화

동사는 '24년 6월 KT 넥스알과 협력하여 광고 전환 가능성이 높은 타겟을 찾아 광고를 노출하는 AI 특허 기술을 출원했다. 이 기술을 적용한 광고 상품의 구매 전환율은 2배 이상 향상되었고, 특히 커머스 부문의 CPS(Cost Per Sale, 매출 당 과금) 광고 성과와 광고주 만족도가 매우 높았다.

지난 '24년 7월, 동사는 G마켓 CBT 우선사업자로 단독 선정되었다. 특히 G마켓의 퍼스트 파티 데이터^(*)에 대한 접근이 가능해지면서 오디언스 타겟팅 효율이 크게 향상됐다. 광고 도입 6개월 사이 CPS와 연동된 G마켓 매출 볼륨은 100억 원 가량 수직 상승한 것으로 추정된다. CPS 광고 모델 특성상 매출과 직접 연계되어 광고비가 책정되므로, 이러한 CPS 볼륨 확대는 장기적으로 동사의 플랫폼 부문 실적 성장을 견인할 것이다.

^(*)퍼스트파티 데이터(First-party Data): 직접 수집한 고객 정보

G마켓, 쿠팡 등 성공적인 CPS 광고 성과는 향후 G마켓 신세계 계열사인 SSG닷컴, 이마트 등 대형 커머스 신규 유입에 유리하게 작용할 것으로 판단한다. 더불어 1H25 G마켓과 알리익스프레스의 국내 합작 법인(그랜드오피스홀딩) 설립 시 나스미디어에 수혜가 예상된다는 점 또한 긍정적이다.

나스미디어 CPS 서비스



국내의 대형 커머스 광고 집행

쿠팡, 지마켓, 알리익스프레스 등
S2S 직연동을 통해
최대 3년 이상 장기 집행



자체 개발 AI 개인화 타겟팅

유저 타겟팅 정교화 및
구매력 향상을 위한 AI엔진과
DMP 기반의 상품 추천 기능 도입



편리하고 쉬운 연동

노출 지면의
사용자 환경 체제(앱/웹)에 따른
맞춤형 연동 방식 제공

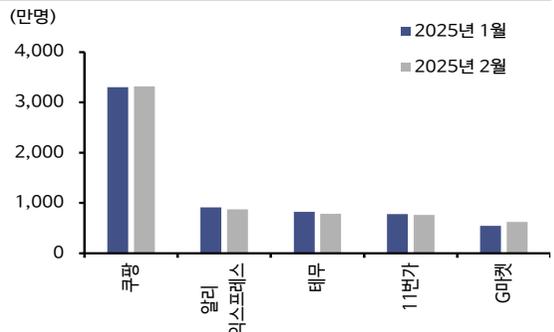
자료: 회사 자료, 신한투자증권

신세계 커머스 계열구조



자료: Dart, 회사 자료, 신한투자증권

국내 주요 e커머스 MAU 추이



자료: 와이즈앱·리테일·굿즈, 신한투자증권

III. 실적 추정 & Valuation

광고 트렌드 변화에서의 최대 수혜

2025년 매출액 1,287억원(YoY +24%), 영업이익 251억원(+44%)

‘25년 본격 성장 엔진을 가동한다. ‘25년 별도 매출액 1,287억원(YoY +24%, 이하동일), 영업이익 251억원(+43.6%), 당기순이익 221억원(+17.2%)를 전망한다. 세부 부문별로는 디지털 광고, 플랫폼 각각 26.0%, 21.1% 두자릿수 성장이다.

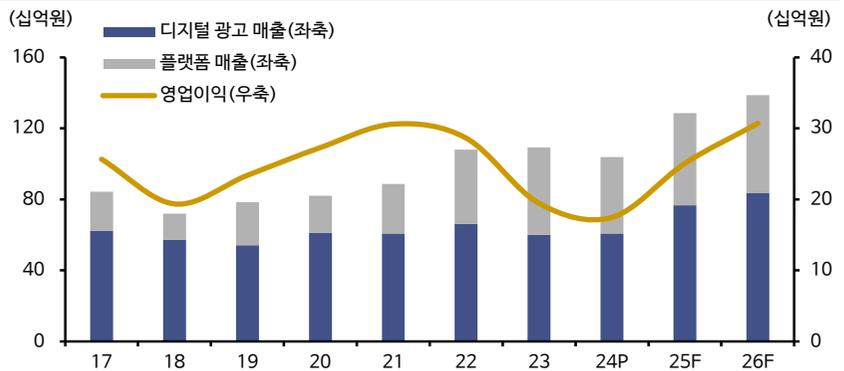
디지털 광고 부문의 성장을 견인하는 핵심 요소는 OTT와 옥외광고다. ‘25년 지상파 TV 광고의 수평이동과, 각종 스트리밍/숏폼 광고 물량 확대 시기가 맞물렸다. 또한 신규로 독점 확보한 지하철 1,2,5,7,8호선을 직매체로 취급하게 되었는데, 이익기여도가 타 매체 대비 압도적으로 높아 수익성 향상이 기대된다.

플랫폼 부문의 경우, SSP 사업 영역 신규 진출, 유튜브 광고 물량 흡수, 매체비 효율화 등 작년 말 성사된 구글 파트너십 효과가 1H25 본격적으로 실적에 반영된다. AI 역량 제고에 따른 CPS 등의 플랫폼 광고 수요 확대도 예상된다. 4분기 연속 이어졌던 하락세를 끊고 올해 확실한 탑라인 외형 성장을 일궈낼 전망이다.

우려 요인으로 경기 회복의 지연과 대내외적 불확실성으로 인해 추가 대손상각비 인식 가능성이 존재한다. 다만, 앞으로는 매출채권 신용보험 추가 가입으로 지난 분기만큼 대규모 상각 충격은 없을 것으로 조심스럽게 예상한다.

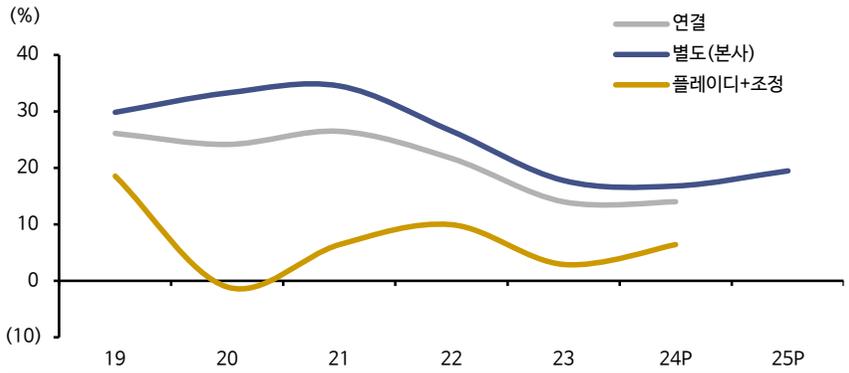
‘25년 4월 연결 자회사 플레이디 지분(46.9%) 전량 매각으로 연결에서 별도로 회계처리가 변경되어 별도 기준으로 실적 추정했다. 자체적인 체질 개선(수수료율 높은 매체 중심의 믹스 다변화)과 본사 대비 수익성이 낮았던 자회사 매각 효과로 영업이익률은 19.5%(2024년 연결 기준 14.0%, 별도 16.8%)까지 향상될 것으로 추정한다. 자회사 매각을 통해 확보한 현금은 AI 기반 광고 플랫폼 부문 투자에 활용할 가능성이 높으며, 중장기적 성장 기반 강화를 이끌어낼 전망이다.

나스미디어 별도 기준 부문별 매출액, 영업이익 추이 및 전망



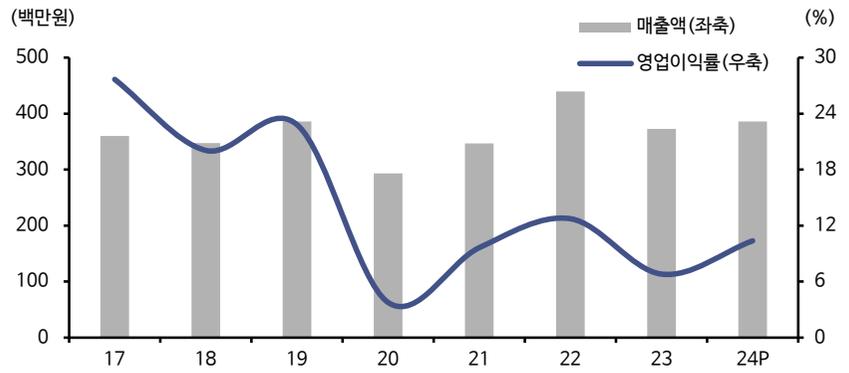
자료: 회사 자료, 신한투자증권

나스미디어 별도 기준 부문별 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권

자회사 플레이디 실적 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

[별도] 나스미디어 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2020	2021	2022	2023	2024P	2025F	2026F
매출액	82.1	88.7	108.0	109.3	103.8	128.7	138.8
(% YoY)	4.7	8.1	21.7	1.3	(5.0)	24.0	7.8
디지털광고	61.2	60.7	66.2	60.2	60.8	76.6	83.4
(% YoY)	13.1	(0.7)	9.0	(9.1)	1.1	26.0	8.9
(% Sales)	74.5	68.5	43.4	41.0	42.7	48.0	47.0
플랫폼	20.9	28.0	41.8	49.2	43.0	52.1	55.3
(% YoY)	(13.9)	33.9	49.4	17.7	(12.6)	21.1	6.3
(% Sales)	25.5	31.5	27.4	33.5	30.1	32.6	31.2
영업이익	27.3	30.6	28.6	19.4	17.5	25.1	30.7
(% YoY)	16.7	12.1	(6.4)	(32.1)	(10.2)	43.7	22.5
(%OPM)	33.3	34.5	26.5	17.8	16.8	19.5	22.1
지배순이익	22.5	24.4	24.1	17.3	1.1	22.1	26.1
(% YoY)	20.3	8.6	(1.4)	(28.0)	(93.7)	1,917.5	18.0
(% NPM)	27.4	27.5	22.3	15.8	1.1	17.2	18.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[연결] 나스미디어 연간 실적 추이

(십억원, %)	2020	2021	2022	2023	2024P
매출액	111.6	124.2	152.4	146.8	142.6
(% YoY)	(4.6)	11.2	22.7	(3.7)	(2.9)
디지털광고	90.7	94.8	109.0	95.6	96.3
(% YoY)	(2.1)	4.5	15.0	(12.3)	0.8
(% Sales)	81.3	76.3	71.5	65.1	67.6
플랫폼	20.9	29.4	43.4	51.2	46.3
(% YoY)	(13.9)	40.6	47.7	18.0	(9.7)
(% Sales)	18.7	23.7	28.5	34.9	32.4
영업이익	27.0	32.9	33.1	20.5	19.9
(% YoY)	(11.8)	21.9	0.5	(37.9)	(2.8)
(%OPM)	24.2	26.5	21.7	14.0	14.0
지배순이익	22.9	26.1	26.8	16.7	(6.5)
(% YoY)	11.0	14.2	2.4	(37.6)	적전
(% NPM)	20.5	21.1	17.6	11.4	(4.5)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[별도] 나스미디어 분기 실적 추이

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P
매출액	22.7	27.5	28.5	29.2	23.0	26.7	29.5	30.2	22.7	26.0	25.9	29.2
(% YoY)	17.8	36.6	24.4	10.8	1.4	(3.1)	3.2	3.3	(1.4)	(2.5)	(12.1)	(3.1)
디지털광고	14.6	18.2	16.5	16.9	11.5	14.5	16.4	17.8	12.5	15.9	15.6	16.9
(% YoY)	2.8	26.2	7.6	0.6	(21.4)	(20.0)	(1.0)	5.3	8.7	9.4	(4.8)	(5.1)
(% Sales)	64.2	66.0	57.9	57.9	49.8	54.5	55.6	59.0	54.9	61.2	60.2	57.8
플랫폼	8.1	9.3	12.0	12.3	11.6	12.1	13.1	12.4	10.3	10.1	10.3	12.3
(% YoY)	59.8	62.6	58.5	28.6	42.3	29.9	9.0	0.5	(11.4)	(16.9)	(21.2)	(0.4)
(% Sales)	35.8	34.0	42.1	42.1	50.2	45.5	44.4	41.0	45.1	38.8	39.8	42.2
영업이익	5.8	8.9	8.0	6.0	2.6	4.8	6.5	5.5	1.9	5.9	5.5	4.1
(% YoY)	(0.8)	20.5	0.2	(36.6)	(55.3)	(46.2)	(18.6)	(7.0)	(25.1)	23.4	(15.3)	(26.1)
(%OPM)	25.4	32.2	28.1	20.4	11.2	17.9	22.2	18.4	8.5	22.7	21.4	14.0
지배순이익	4.7	7.0	6.5	5.8	2.9	4.5	5.9	4.1	2.8	6.0	5.2	(12.9)
(% YoY)	(1.1)	16.3	0.2	(17.9)	(39.1)	(35.2)	(10.6)	(30.1)	(2.5)	32.9	(11.3)	(417.0)
(% NPM)	20.7	25.4	22.9	19.9	12.4	17.0	19.9	13.5	12.3	23.1	20.0	(44.2)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[연결] 나스미디어 분기 실적 추이

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P
매출액	32.6	39.0	39.5	41.3	32.1	35.4	39.8	39.5	32.1	35.9	35.5	39.1
(% YoY)	18.6	32.5	27.8	13.6	(1.4)	(9.3)	0.7	(4.4)	(0.1)	1.4	(10.9)	(0.9)
디지털광고	24.1	29.5	27.0	28.4	20.2	22.8	26.1	26.5	21.1	25.1	24.3	25.8
(% YoY)	8.9	26.1	18.2	7.5	(16.4)	(22.7)	(3.4)	(6.6)	4.4	10.3	(6.8)	(2.7)
(% Sales)	74.0	75.4	68.4	68.8	62.8	64.3	65.6	67.2	65.6	69.9	68.6	66.1
플랫폼	8.5	9.6	12.5	12.9	11.9	12.6	13.7	12.9	11.0	10.8	11.1	13.3
(% YoY)	59.0	56.8	55.3	29.9	41.4	31.9	9.6	0.6	(7.7)	(14.5)	(18.6)	2.6
(% Sales)	26.0	24.6	31.6	31.2	37.2	35.7	34.4	32.8	34.4	30.1	31.4	33.9
영업이익	6.9	10.8	8.5	6.9	2.4	4.7	7.2	6.2	2.2	6.6	6.4	4.7
(% YoY)	15.2	34.3	3.9	(35.6)	(64.7)	(56.5)	(14.5)	(10.6)	(9.7)	41.0	(11.1)	(23.7)
(%OPM)	21.2	27.6	21.4	16.7	7.6	13.3	18.2	15.6	6.9	18.4	18.1	12.0
지배순이익	5.0	7.7	6.8	7.3	2.9	4.7	6.2	2.9	3.0	6.4	5.7	(21.6)
(% YoY)	(1.8)	22.9	0.8	(9.6)	(42.4)	(39.1)	(8.5)	(59.9)	4.4	37.0	(8.0)	적전
(% NPM)	15.3	19.8	17.2	17.6	9.0	13.3	15.6	7.4	9.4	17.9	16.1	(55.3)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Valuation: 투자 의견 매수, 목표주가 21,000원

목표주가 21,000원, 투자 의견 매수 제시한다. 12개월 fwd. 순이익에 직전 5개년 ('19-'23년, '24년 Outlier 제외) 평균 Low PER를 적용했다. 지금까지 OTT, AI 테마는 시장에 알려졌었으나, 기대감만 공존할 뿐 실적으로 연결되지 않았다.

드디어 '25년에 접어들면서 OTT/스트리밍 광고 확대와 AI 기반 구글 파트너십 효과, SSP 사업 영역 확장이 동반되어 실적으로 온기 반영되기 시작한다. 외형 성장과 수익성 개선이 모두 시현되는 바, 최소 Low 멀티플은 충분히 합리적이다.

반면 현 시점 동사의 PER는 6.4배로 밴드 하단에 위치해있다. '25년 각종 모멘텀 들을 고려할 때 매수하기에 매력적인 주가 레벨로, 상승여력은 충분하다.

광고업 특성상 경기 영향에서 자유로울 수 없고 사이클에 연동되는 경향 짝으나, 경기 회복 국면에 접어든다면, 경쟁사 대비 더욱 탄력적으로 성장할 수 있는 구조를 갖추고 있어 긍정적으로 평가한다. 낮아진 관심에 길었던 주가 바닥 횡보 구간을 지나 펀더멘털/모멘텀 개선이 돋보이는 현 시점이 매수 적기라 판단한다.

나스미디어 PER Valuation Table

항목(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025F	2026F
순이익	18.7	22.5	24.4	24.1	17.3	1.1	22.1	24.3
Target PER	10.5 직전 5개년('19-'23년 반영, '24년은 outlier로 제외) Low PER 평균							
목표 시가총액	238.9 적용시기는 fwd. 1yr 25-26년 세후이익							
현재 시가총액	167.2							
목표 주가(원)	21,000							
현재 주가(원)	14,450							
상승여력(%)	45.3							

자료: 신한투자증권

주: 별도 기준

동종업종 국내/해외 기업 PER 비교

지역	구분	종목	25F PER
국내	미디어렙사/ 광고대행사	제일기획	8.9
		이노션	7.2
		에코마케팅	7.5
		평균	7.8
해외	AI 소프트웨어 +광고	애플비(APP.US)	40.6
		더트레이드데스크(TTD.US)	37.9
		레딧(RDDT.US)	61.0
		메타(META.US)	23.9
		구글(GOGL.US)	23.9
		평균	37.5

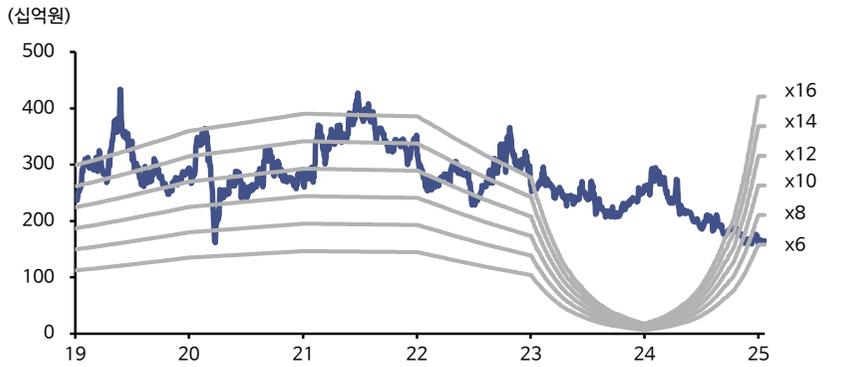
자료: Bloomberg, QuantiWise, 신한투자증권

나스미디어 시가총액 추이



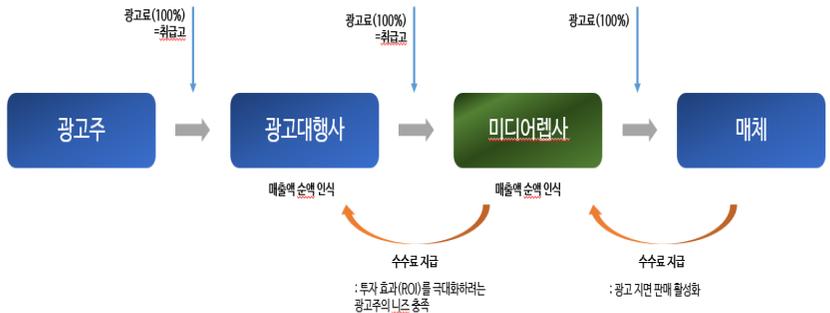
자료: QuantiWise, 신한투자증권

나스미디어 PER BAND CHART



자료: QuantiWise, 신한투자증권
주: 별도 기준

광고 산업 밸류체인



자료: 회사 자료, 신한투자증권
주: 나스미디어는 미디어웹사에 해당

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	375.2	400.5	390.9	444.6	480.1
유동자산	296.6	298.8	313.4	377.0	409.0
현금및현금성자산	67.5	36.7	33.0	46.3	35.4
매출채권	20.8	29.7	28.2	48.8	64.6
채고자산	0.7	0.1	0.0	0.2	0.8
비유동자산	78.6	101.7	77.5	67.6	71.1
유형자산	13.2	12.3	10.8	11.6	12.8
무형자산	1.9	2.8	3.0	3.4	4.6
투자자산	51.5	76.5	48.0	37.4	38.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	192.2	208.8	205.6	232.1	251.5
유동부채	184.7	202.1	199.5	225.3	243.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	150.2	163.9	162.2	175.1	189.5
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	7.5	6.6	6.1	6.8	7.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	5.8	3.2	2.8	3.0	3.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	183.0	191.8	185.3	212.5	228.6
자본금	5.5	6.0	6.0	6.0	6.0
자본잉여금	43.3	43.3	43.3	43.3	43.3
기타자본	(8.2)	(8.3)	(8.3)	(8.3)	(8.3)
기타포괄이익누계액	(0.0)	(1.0)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
이익잉여금	142.5	151.7	145.6	172.8	188.9
지배주주지분	183.0	191.8	185.3	212.5	228.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	8.4	5.8	5.2	6.0	7.0
*순차입금(순현금)	(115.9)	(80.6)	(75.0)	(122.0)	(136.6)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	22.0	2.9	19.6	33.0	33.8
당기순이익	24.1	17.3	1.1	22.1	26.1
유형자산상각비	4.1	4.5	6.2	4.4	4.5
무형자산상각비	0.2	0.3	0.6	0.7	0.9
외환환산손실(이익)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	(7.2)	0.0
운전자본변동	(9.1)	(28.4)	(14.4)	8.9	0.9
(법인세비용)	(7.6)	(1.7)	(7.4)	(5.9)	(7.5)
기타	10.3	10.9	33.5	10.0	8.9
투자활동으로인한현금흐름	6.5	(23.9)	(9.8)	(5.1)	(21.8)
유형자산의증가(CAPEX)	(2.0)	(0.8)	(4.2)	(5.3)	(5.6)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.4)	(1.1)	(0.8)	(1.2)	(2.1)
투자자산의감소(증가)	9.5	(21.8)	16.1	17.2	(1.2)
기타	(0.6)	(0.2)	(20.9)	(15.8)	(12.9)
FCF	21.1	(2.9)	(12.8)	29.1	25.1
재무활동으로인한현금흐름	(10.0)	(9.9)	(8.5)	(7.1)	(6.9)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	(0.6)	0.8	1.0
자기주식의처분(취득)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
배당금	(7.5)	(7.2)	(7.9)	(7.9)	(7.9)
기타	(2.6)	(2.8)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(5.0)	(7.3)	(16.0)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	18.5	(30.8)	(3.7)	13.3	(10.9)
기초현금	49.0	67.5	36.7	33.0	46.3
기말현금	67.5	36.7	33.0	46.3	35.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권
주: 별도 회계처리 기준

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	108.0	109.3	103.8	128.7	138.8
증감률 (%)	21.7	1.3	(5.0)	24.0	7.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	108.0	109.3	103.8	128.7	138.8
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	79.3	89.9	86.4	103.6	108.0
영업이익	28.6	19.4	17.5	25.1	30.7
증감률 (%)	(6.4)	(32.1)	(10.2)	43.7	22.5
영업이익률 (%)	26.5	17.8	16.8	19.5	22.1
영업외손익	2.6	1.9	(15.0)	2.9	2.9
금융손익	2.4	1.9	1.3	(0.0)	1.0
기타영업외손익	0.2	(0.0)	(12.4)	(0.5)	(0.0)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	(3.8)	3.5	2.0
세전계속사업이익	31.2	21.3	2.5	28.0	33.6
법인세비용	7.2	4.0	1.4	5.9	7.5
계속사업이익	24.1	17.3	1.1	22.1	26.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	24.1	17.3	1.1	22.1	26.1
증감률 (%)	(1.3)	(28.0)	(93.7)	1,917.5	18.0
순이익률 (%)	22.3	15.8	1.1	17.2	18.8
(지배주주)당기순이익	24.1	17.3	1.1	22.1	26.1
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	23.4	16.0	1.6	22.1	26.1
(지배주주)총포괄이익	23.4	16.0	1.6	22.1	26.1
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	33.0	24.2	24.3	30.2	36.1
증감률 (%)	(0.9)	(26.5)	0.0	24.6	19.5
EBITDA 이익률 (%)	30.5	22.2	23.4	23.5	26.0

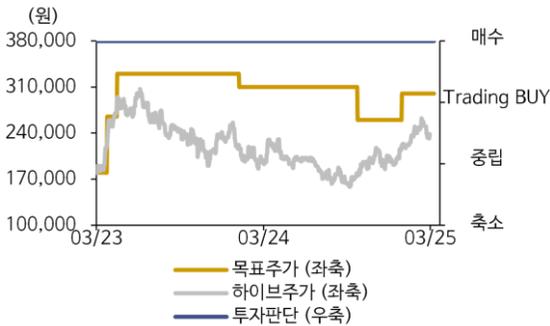
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	2,079	1,496	95	1,913	2,257
EPS (지배순이익, 원)	2,079	1,496	95	1,913	2,257
BPS (자본총계, 원)	15,823	16,578	16,020	18,365	19,758
BPS (지배지분, 원)	15,823	16,578	16,020	18,365	19,758
DPS (원)	638	700	700	700	800
PER (당기순이익, 배)	12.0	14.9	146.6	7.6	6.4
PER (지배순이익, 배)	12.0	14.9	146.6	7.6	6.4
PBR (자본총계, 배)	1.6	1.3	0.9	0.8	0.7
PBR (지배지분, 배)	1.6	1.3	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	4.5	7.3	3.5	1.5	0.8
배당성향 (%)	32.1	45.7	721.0	35.7	34.7
배당수익률 (%)	2.6	3.1	5.0	4.8	5.5
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	30.5	22.2	23.4	23.5	26.0
영업이익률 (%)	26.5	17.8	16.8	19.5	22.1
순이익률 (%)	22.3	15.8	1.1	17.2	18.8
ROA (%)	6.5	4.5	0.3	5.3	5.6
ROE (지배순이익, %)	13.7	9.2	0.6	11.1	11.8
ROIC (%)	830.0	102.7	5.7	47.7	61.2
안정성					
부채비율 (%)	105.0	108.9	110.9	109.2	110.0
순차입금비율 (%)	(63.3)	(42.0)	(40.5)	(57.4)	(59.8)
현금비율 (%)	36.6	18.1	16.5	20.6	14.5
이자보상배율 (배)	95.7	82.6	95.0	134.2	142.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(9.5)	68.8	4.2	4.1	5.3
재고자산회수기간 (일)	1.1	1.3	0.2	0.3	1.3
매출채권회수기간 (일)	65.9	84.2	101.8	109.1	149.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권
주: 별도 회계처리 기준

투자 의견 및 목표주가 추이

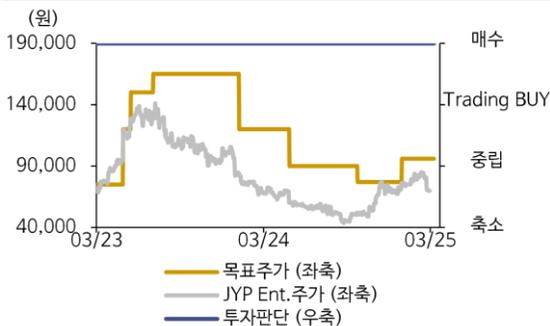
하이브 (352820)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 10월 18일	매수	180,000	(7.2)	23.3
2023년 04월 11일	매수	265,000	(2.4)	7.4
2023년 05월 03일	매수	330,000	(21.6)	(7.0)
2023년 11월 03일		6개월경과	(32.0)	(22.4)
2024년 01월 25일	매수	310,000	(34.7)	(25.6)
2024년 07월 25일		6개월경과	(44.5)	(39.5)
2024년 10월 10일	매수	260,000	(23.5)	(15.6)
2025년 01월 15일	매수	300,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

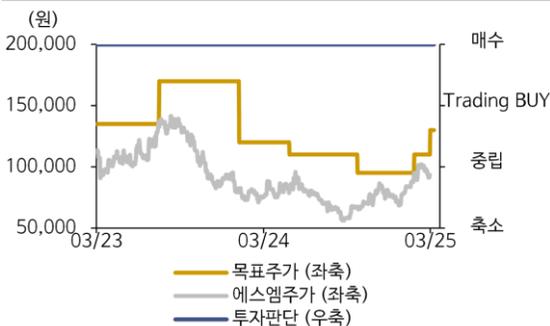
JYP Ent. (035900)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 08월 19일	매수	75,000	(16.9)	(2.3)
2023년 02월 19일		6개월경과	7.2	27.3
2023년 05월 16일	매수	120,000	(1.8)	6.1
2023년 06월 02일	매수	150,000	(12.5)	(7.5)
2023년 07월 21일	매수	165,000	(35.5)	(14.5)
2024년 01월 21일		6개월경과	(48.8)	(48.7)
2024년 01월 25일	매수	120,000	(41.0)	(31.8)
2024년 05월 14일	매수	90,000	(40.0)	(32.7)
2024년 10월 10일	매수	77,000	(17.9)	0.1
2025년 01월 15일	매수	96,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

에스엠 (041510)

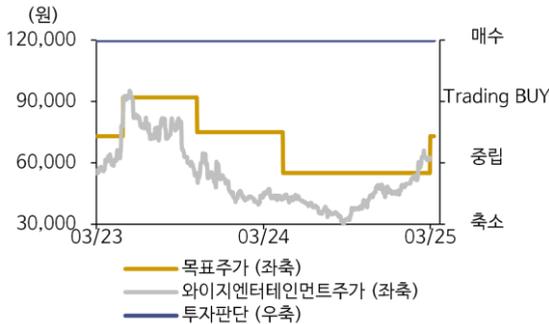


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2023년 02월 22일	매수	135,000	(17.3)	17.4
2023년 08월 03일	매수	170,000	(35.6)	(16.8)
2024년 01월 25일	매수	120,000	(34.3)	(26.3)
2024년 05월 14일	매수	110,000	(33.8)	(12.9)
2024년 10월 10일	매수	95,000	(19.6)	(2.8)
2025년 02월 11일	매수	110,000	(12.4)	(7.3)
2025년 03월 18일	매수	130,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이

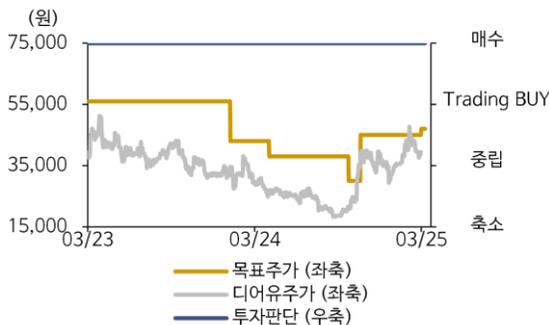
와이지엔터테인먼트 (122870)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 07월 14일	매수	73,000	(32.8)	(14.5)
2023년 01월 14일		6개월경과	(21.8)	7.0
2023년 05월 16일	매수	92,000	(17.0)	3.5
2023년 10월 25일	매수	75,000	(36.2)	(14.0)
2024년 04월 25일		6개월경과	(43.6)	(43.3)
2024년 04월 30일	매수	55,000	(30.9)	(19.2)
2024년 10월 30일		6개월경과	(9.4)	20.0
2025년 03월 18일	매수	74,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

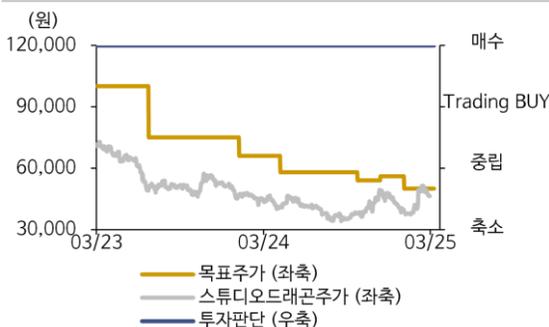
디어유 (376300)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2023년 02월 09일	매수	56,000	(25.5)	(8.6)
2023년 08월 09일		6개월경과	(36.0)	(23.1)
2024년 01월 25일	매수	43,000	(28.5)	(11.6)
2024년 04월 19일	매수	38,000	(38.1)	(27.5)
2024년 10월 10일	매수	30,000	(11.3)	17.5
2024년 11월 05일	매수	45,000	(16.3)	6.0
2025년 03월 18일	매수	47,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

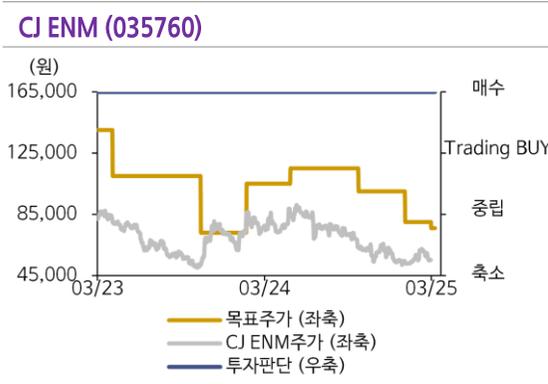
스튜디오드래곤 (253450)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 07월 01일	매수	100,000	(26.7)	(11.1)
2023년 01월 01일		6개월경과	(28.6)	(14.7)
2023년 07월 01일		6개월경과	(49.2)	(46.6)
2023년 07월 11일	매수	75,000	(31.2)	(23.6)
2024년 01월 11일		6개월경과	(37.4)	(33.1)
2024년 01월 25일	매수	66,000	(32.0)	(27.6)
2024년 04월 24일	매수	58,000	(31.6)	(19.9)
2024년 10월 10일	매수	54,000	(23.3)	(8.5)
2024년 11월 29일	매수	56,000	(21.1)	(12.7)
2025년 01월 20일	매수	50,000	-	-

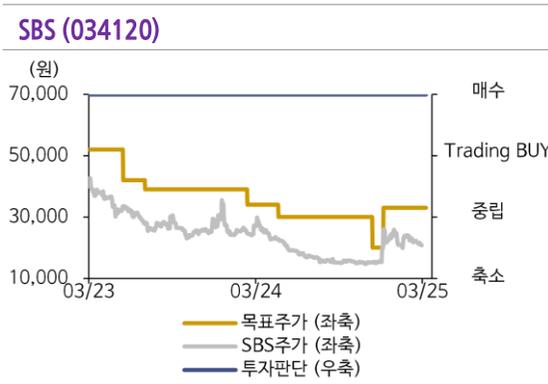
주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이



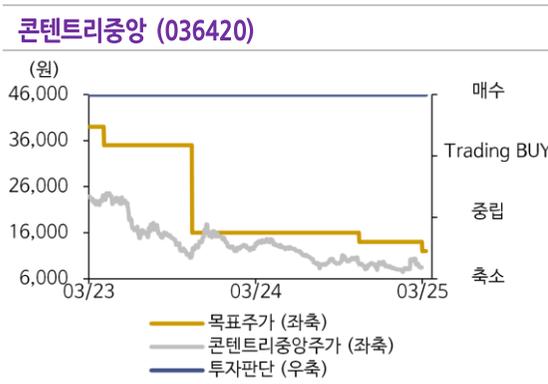
일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 08월 05일	매수	140,000	(35.4)	(17.1)
2023년 02월 05일		6개월경과	(35.3)	(18.1)
2023년 04월 21일	매수	110,000	(40.2)	(27.0)
2023년 10월 21일		6개월경과	(53.3)	(52.5)
2023년 10월 31일	매수	73,000	(3.5)	14.2
2024년 02월 08일	매수	105,000	(25.7)	(15.6)
2024년 05월 14일	매수	115,000	(32.2)	(20.8)
2024년 10월 10일	매수	100,000	(40.5)	(34.2)
2025년 01월 20일	매수	80,000	(29.0)	(22.0)
2025년 03월 18일	매수	76,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 11월 28일	매수	52,000	(29.9)	(10.6)
2023년 05월 28일		6개월경과	(36.7)	(35.5)
2023년 06월 02일	매수	42,000	(26.4)	(20.2)
2023년 07월 20일	매수	39,000	(31.6)	(9.1)
2024년 01월 20일		6개월경과	(35.4)	(31.8)
2024년 02월 29일	매수	34,000	(26.0)	(12.1)
2024년 05월 07일	매수	30,000	(43.0)	(24.5)
2024년 11월 07일		6개월경과	(49.5)	(48.6)
2024년 11월 29일	매수	20,000	(21.6)	0.0
2024년 12월 23일	매수	33,000	-	-

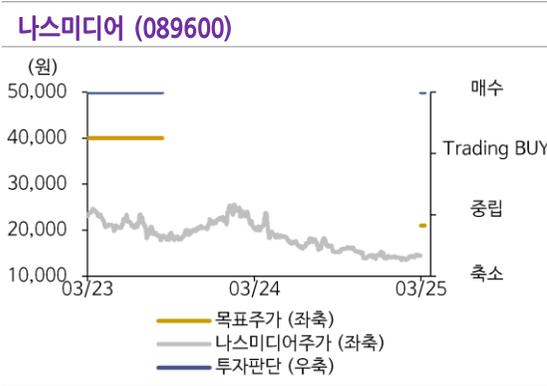
주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2023년 02월 14일	매수	39,000	(39.0)	(32.9)
2023년 04월 21일	매수	35,000	(49.6)	(29.7)
2023년 10월 21일		6개월경과	(68.7)	(67.4)
2023년 10월 31일	매수	16,000	(13.0)	11.3
2024년 05월 01일		6개월경과	(32.6)	(16.8)
2024년 10월 31일	매수	14,000	(37.3)	(26.1)
2025년 03월 18일	매수	12,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2023년 02월 20일	매수	40,000	(45.6)	(35.8)
2023년 08월 30일	커버리지제외	-	-	-
2025년 03월 18일	매수	21,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 지인해, 김지영)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 주권의 모집 주선, 인수 관련 계약을 체결하고 해당 업무를 수행하고 있거나, 최근 40일 이내에 주권의 모집 주선, 인수 관련 업무를 수행한 사실이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정으로 투자자 자실이 파다오르 하시기 바랍니다

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	섹터
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY: 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자이견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높은 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자이견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자이견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 3월 15일 기준)

매수 (매수)	90.73%	Trading BUY (중립)	7.26%	중립 (중립)	2.02%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------