



월간 엔터 May, '24

▶ Analyst 박수영
3772-7634
suyoung.park.0202@hanwha.com

*매달 앨범 판매량 데이터 발표 시점에 맞춰 발간되는 월간 자료입니다. 앨범 판매량 코멘트 외에도, 발간 시기 섹터 내에서 이슈화되는 주제들에 대한 코멘트를 함께 담을 예정입니다.

엔터테인먼트 (Positive)

끝없을 시소 게임. 그럼에도 불구하고, 우리는

K-Pop 산업은 어떤 산업보다도 인적 자본 의존도가 높습니다. 회사별 부여받는 멀티플은 결국 보유 IP의 가치 합에 따라 달라집니다. 회사와 IP 간 시너지로 IP의 성장성이 예상보다 빨라졌을 때 프리미엄을 부여받지만, 반대로 이 때문에 IP가 회사에서 벗어나려 할 때 디레이팅을 받습니다. 한화 월간 엔터 5월 호에서는 이에 대해 다뤄봤습니다.

끝없을 System-IP 시소 게임. 그럼에도 불구하고, 우리는...

K-Pop 회사들의 역할은, IP의 육성/marketing(포장)/다양한 상품군으로의 판매라는 3가지 System을 갖추는 것이다. 그런데 회사의 System에서 아티스트 혹은 프로듀서를 지원하다 보면 그 시너지가 생각보다 크게 나면서 IP의 가치가 회사를 넘어서는 경우들이 있다. 인적 자본 의존도가 높은 산업이기 때문에 불가피하다. 그리고 이런 경우들은 결국 산업에서 소란스러운 일들이 있었을 때였다. FIFTY FIFTY 전속 계약 분쟁, SM 경영진 교체, BLACK PINK 재계약, 그리고 최근의 이슈인 HYBE-민희진 간 분쟁까지 전부 맥락이 유사(회사를 넘어서는 IP)하다. 투자자 입장에서는 딜레마다. 그럼에도 불구하고, 성장하는[양질의 IP를 배출하는가 관점의 성장 & IP 이탈의 경우를 줄일만큼 성숙했는가 관점의 성장] System에는 주저 없이 투자해야 한다.

단기 하이브 주가는 횡보할 수밖에 없다. 하이브의 System이 얼마나 성숙했는지에 대한 확인이 필요하다. 자본력은 결국 잠재력 있는 아티스트/프로듀서를 끌어들이기 마련이라, 성숙도에 대한 확인만 된다면 다소 오래걸릴지언정, 주가의 방향성은 확실하다. 하이브에 대한 확인이 진행되는 구간, 필자가 권하는 대응은 에스엠이다. 단기에 아티스트 모멘텀이 가장 많다. 작년 실적 기저 부담이 낮고, 자회사 슬림화에 따른 유기적인 실적 개선이 기대된다.

작년 4분기부터 섹터センチ멘털이 지속적으로 좋지 않다. 부정할 수 없다. 그렇다고 마냥 쉬어가기만 한 섹터인가를 생각하면, 그도 아니다. 여전히 지구 반대편 저 너머에서는 BTS 컴백을 기다리고, IVE의 HEYA를 듣는 사람들이 늘어나고 있다.

4월 앨범판매량 Update

4월 신보 다수 발매 효과로 월 전체 K-Pop 앨범 출하량은 1천만장을 상회했다. 엔하이픈과 투어스의 구보 판매량이 꾸준하다는 점이 눈에 띈다. 중화권 향 수출은 여전히 회복이 더디지만, 미국향 수출 성장세는 지속된다. K-Pop의 글로벌 침투율은 꾸준히 올라가고 있다.

➤ 끝없을 System – IP 시소 게임. 그럼에도 불구하고, 우리는...

K-Pop 산업은 어떤 산업보다도 인적 자본 의존도가 높은 산업이다.

K-Pop 회사들의 역할은, [1) 뛰어난 역량을 가진 개개인을 선별/육성하고, 2) 그 만큼 혹은 그 이상의 가치로 marketing(포장)해서, 3) 최대한 다양한 상품군으로 판매하는] 위 3가지의 System을 갖추는 데 있다. 그런데 System(회사)과 IP(아티스트/프로듀서)의 시너지가 생각보다 크게 나면서, IP의 가치가 System을 넘어서게 되는 일들이 있다. IP 배출 관점에서 보자면, System이 궁극적으로 지향해야 하는 목표가 돼야 하지만, IP가 System을 이탈하고자 하면 이야기는 달라진다.

돌이켜보면, 국내 종합 엔터테인먼트 산업에서 항상 소란스러운 일들이 있었던 때는 결국 회사의 System보다 개개인(아티스트/프로듀서)이 커졌을 때(혹은 커졌다고 착각했을 때)였다. 가까운 1-2년 내 성격이 유사한 사례들(FIFTY FIFTY 전속 계약 분쟁, SM 경영진 교체, BLACK PINK 재계약, HYBE-민희진 분쟁)이 꽤 있었다. 말했듯이 인적 자본 의존도가 100에 수렴한다고 봐도 무방할 정도의 산업이기 때문에 앞으로도 이와 같은 일들은 비일비재할 수밖에 없다.

주식 시장 관점에서 바라본다면, System(회사)을 뛰어넘을 수 있는 IP(아티스트/프로듀서)의 등장은 멀티플 리레이팅의 강력한 모멘텀이 된다. 해당 IP의 성장곡선이 가팔라질수록 IP를 배출하고 육성한 System에 부여되는 멀티플 프리미엄은 커진다. 그러나 IP의 성장곡선이 정점에 달했을 때, System보다 IP가 커지며 이탈의 경우의 수가 생기고, 이는 System 멀티플 디레이팅으로 이어진다. 국내 엔터사들은 IP를 육성해서 성공시키며 개별 IP 성장 및 System 자체의 고도화에 대한 프리미엄을 받았다. 한편으로는 개별 IP 성장의 정점마다 이탈 이벤트에 따른 디레이팅도 받아왔다. 투자자 입장에서 는 딜레마다.

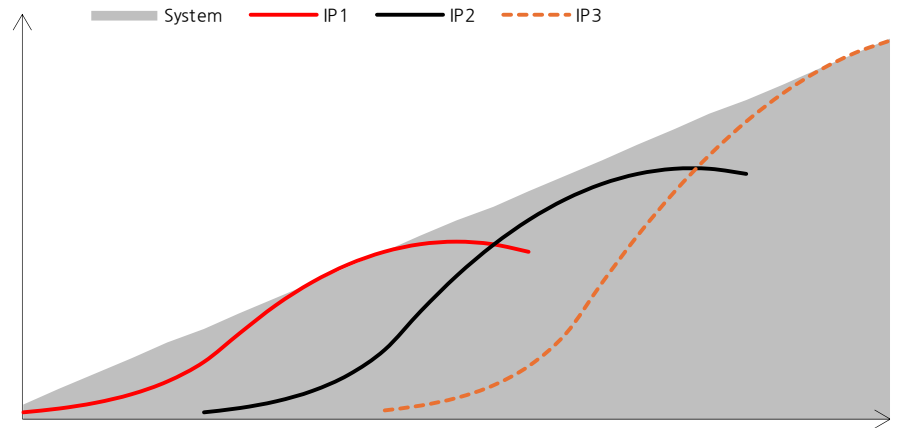
필자가 제시할 수 있는 솔루션은, 그럼에도 불구하고, 성장하는 System에는 주저 없이 투자해야 한다는 것이다. 여기서 이야기하는 System의 성장은 두가지다.

- ① 얼마나 양질의 IP를 빈번하게 배출하는가 관점의 성장
- ② IP 이탈의 경우의 수를 줄일 수 있는 System 성숙도 관점의 성장

단기 하이브 주가는 홍보할 수밖에 없다. “결론”이 나기까지 시장은 관망할 것이다. 하이브라는 System이 이번 사건을 얼마나 무리 없이 매조짓는지, 즉 얼마나 System이 성숙했는지에 대한 확인이 필요하다. ①에 대한 의심은 없다. 자본력은 결국 잠재력 있는 아티스트/프로듀서를 끌어들이기 마련이다. ②에 대한 확인만 끝난다면(다소 오래 걸리겠지만), 방향성은 확실하다. 하이브에 대한 ②의 확인 구간, 필자가 원하는 대응은 에스엠이다. 단기에 아티스트 모멘텀이 가장 많다. 작년 실적 기저 부담이 낮은 점, 그리고 자회사 슬림화 작업에 따른 유기적인 실적 개선은 덤이다.

작년 4분기부터 섹터 센터멘털이 지속적으로 좋지 않다. 부정할 수 없다. 그렇다고 마냥 쉬어가기만 한 섹터인가를 생각하면, 그도 아니다. 여전히 지구 반대편 저 너머에서는 BTS 컴백을 기다리고, IVE의 HEYA를 듣는 사람들이 늘어나고 있다.

[그림1] 단순화시킨 System, IP 성장 곡선



자료: 한화투자증권 리서치센터

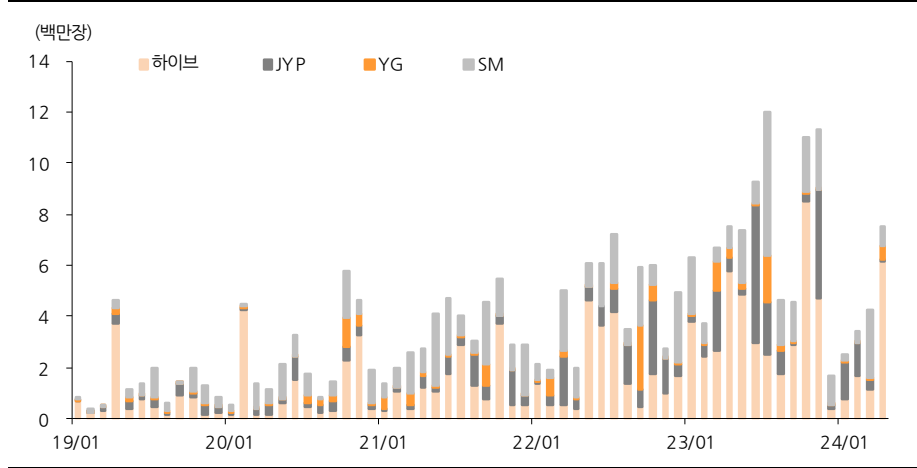
[표1] 주요 4사 IP 라인업

HYBE	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
BTS	제이홉 앨범	RM 앨범/진 제대		제이홉 제대
SEVENTEEN	투어	투어/앨범 발매	(투어)	(앨범/투어)
TXT	앨범	투어	투어	(앨범/투어)
ENHYPEN	투어		앨범/(투어)	(앨범/투어)
LE SSERAFIM	앨범		(앨범/투어)	(투어)
NewJeans		앨범		(앨범)
Boy Next Door		앨범		(앨범)
TWS	데뷔	앨범		
ILLIT	데뷔		(앨범)	
KATSEYE			(데뷔)	
SM	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
NCT U/WayV	텐/WayV 앨범			(앨범)
NCT 127	스페셜앨범/투어	멤버별 솔로		
NCT Dream	미니앨범	투어	투어	투어/(앨범)
aespa		앨범/투어	투어	(투어/앨범)
RIZE	디지털싱글	앨범/디지털싱글	(디지털싱글)	(앨범)
NCT Wish	앨범	앨범	(디지털싱글)	(앨범)
Naevis			(데뷔)	
여신인				(데뷔)
영국 남신인				(데뷔)
JYP	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
TWICE	투어/앨범	나연솔로	(투어)	(앨범/투어)
Stray Kids		디싱/팬미팅	앨범/(투어)	(앨범/투어)
ITZY	미니앨범/투어	투어	투어	(앨범)
NMIXX	미니앨범		(앨범)	
NEXZ	프리데뷔	데뷔		
LOUD			(데뷔)	
Project C				(데뷔)
YG	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
BLACK PINK				
TREASURE	투어	앨범/투어	(투어)	(앨범)
Baby Monster		데뷔	(앨범)	

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터 추정

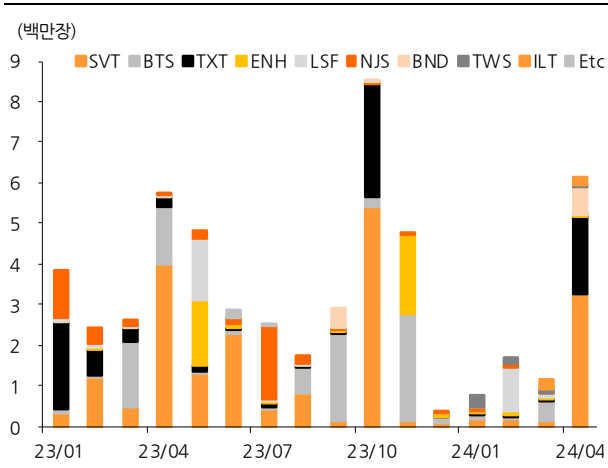
>> 4월 앨범판매량 Update

[그림2] 4사 합산 월별 앨범 판매량 추이



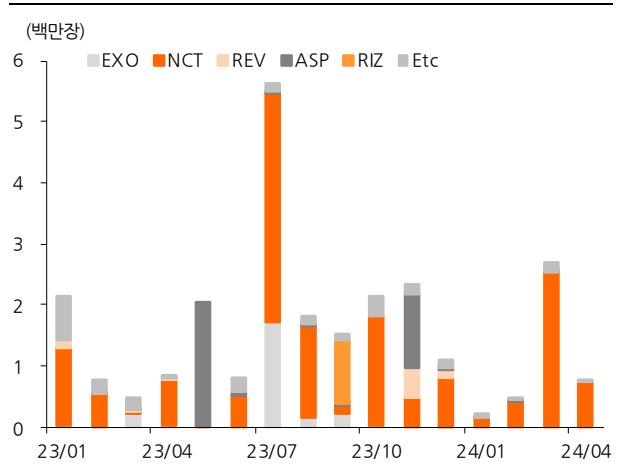
자료: 서울차트, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 하이브 월별 앨범판매량



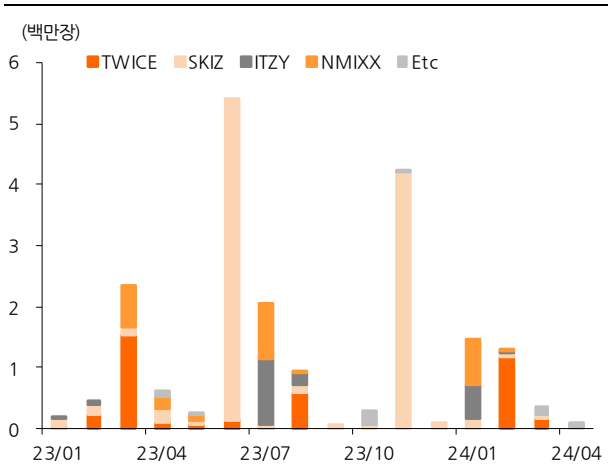
자료: 서울차트, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] SM 월별 앨범판매량



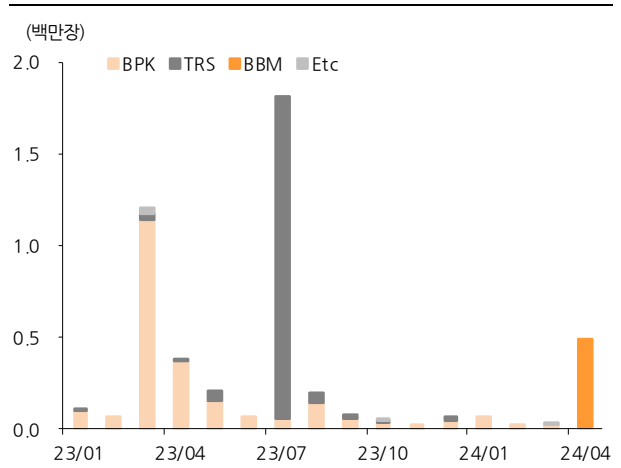
자료: 서울차트, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] JYP 월별 앨범판매량



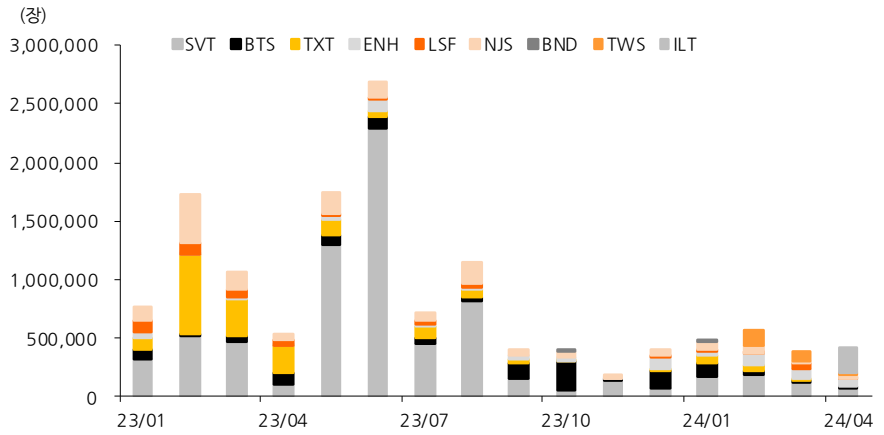
자료: 서울차트, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] YG 월별 앨범판매량



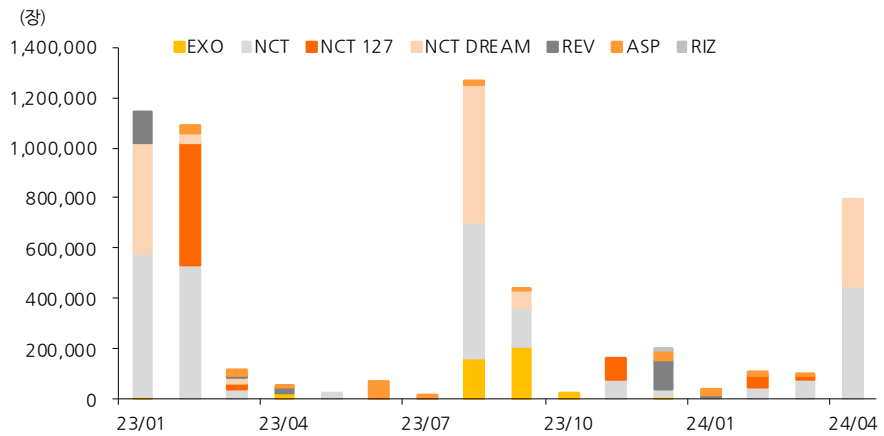
자료: 서울차트, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 하이브 월별 구보 판매량



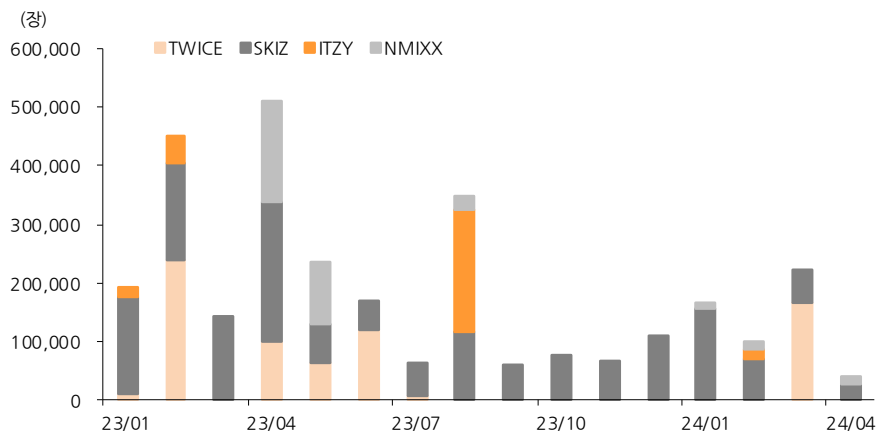
자료: 서클차트, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] SM 월별 구보 판매량



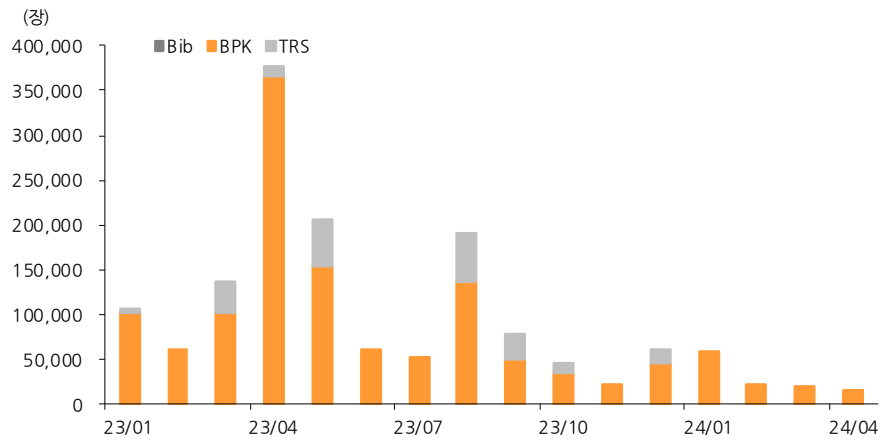
자료: 서클차트, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] JYP 월별 구보 판매량



자료: 서클차트, 한화투자증권 리서치센터

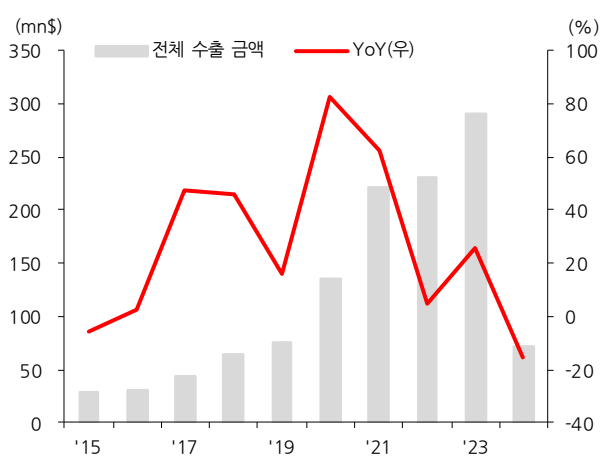
[그림8] YG 월별 구보 판매량



자료: 서클차트, 한화투자증권 리서치센터

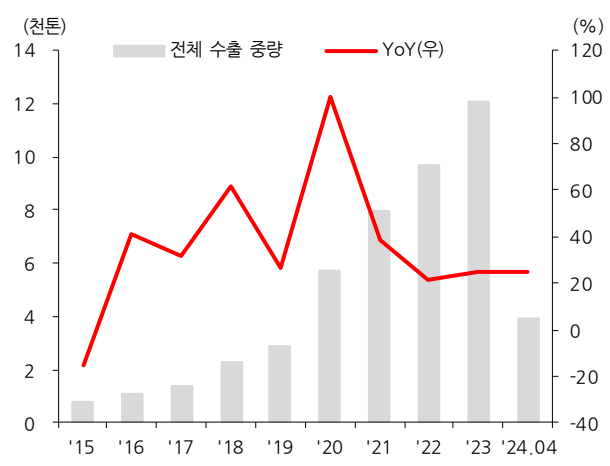
>> 4월 앨범 수출 Update

[그림9] 앨범 수출 금액 추이



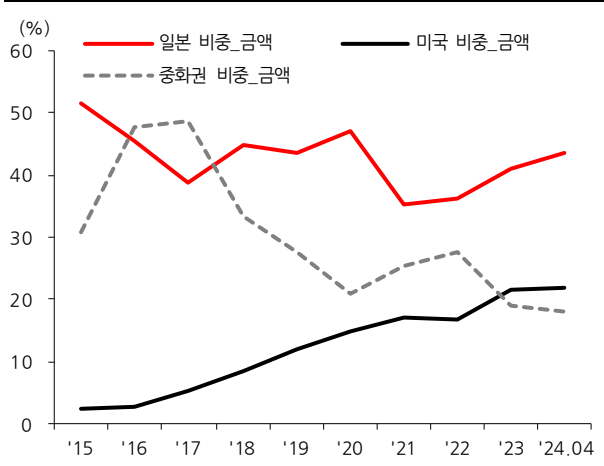
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 앨범 수출 중량 추이



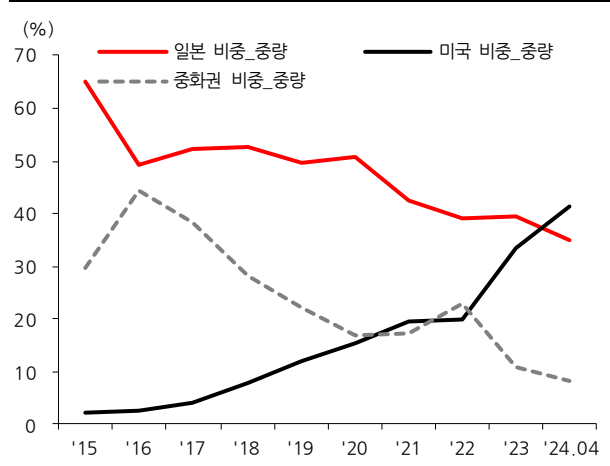
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 지역별 앨범 수출 금액 비중 추이



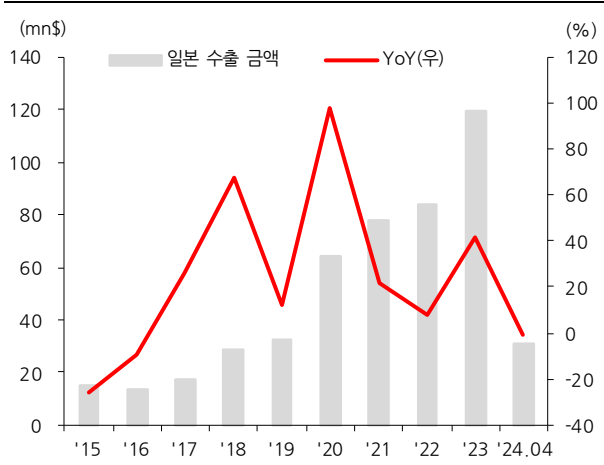
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 지역별 앨범 수출 중량 비중 추이



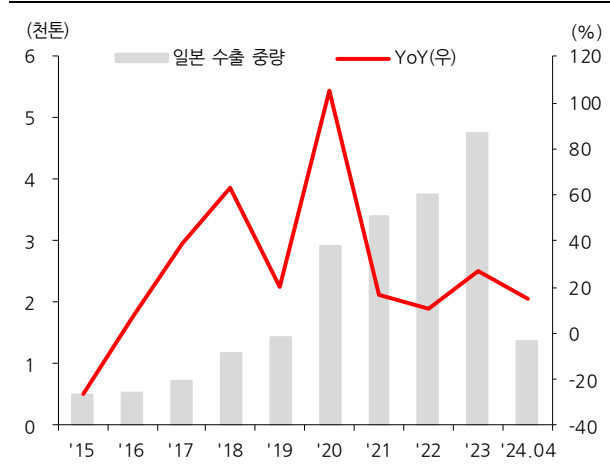
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 일본향 앨범 수출 금액 추이



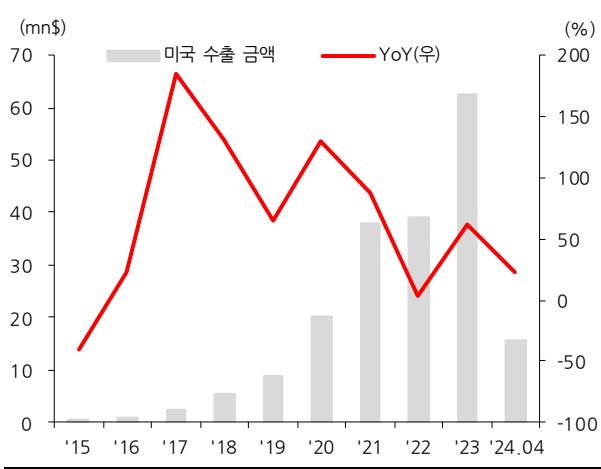
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 일본향 앨범 수출 중량 추이



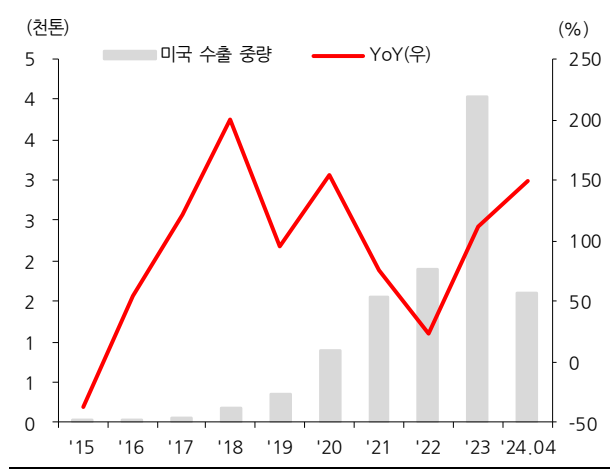
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 미국향 앨범 수출 금액 추이



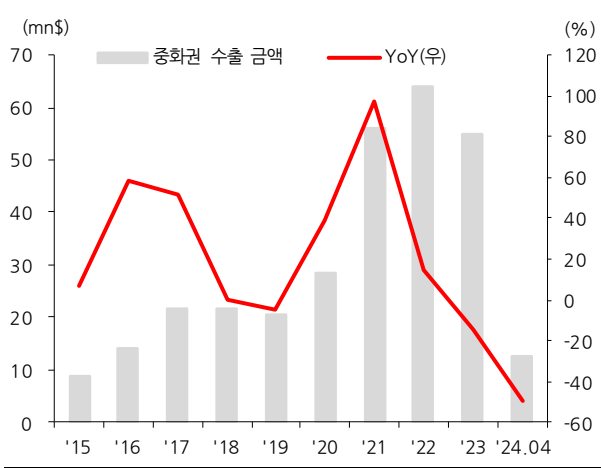
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 미국향 앨범 수출 증량 추이



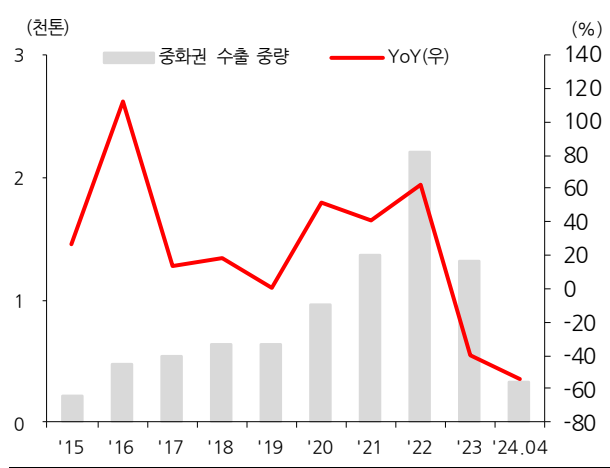
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 중화권향 앨범 수출 금액 추이



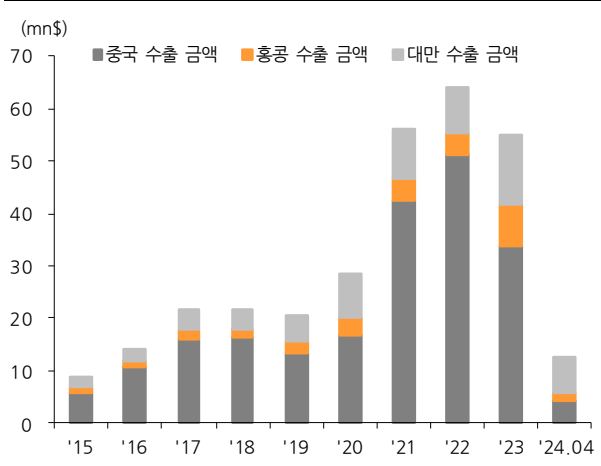
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 중화권향 앨범 수출 증량 추이



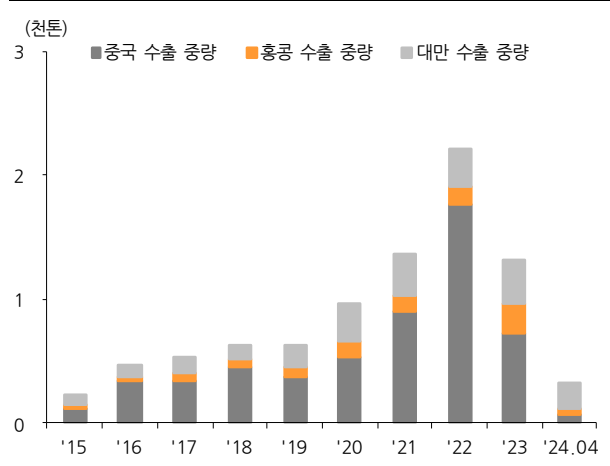
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 중화권향 앨범 수출 금액 추이/국가별



자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

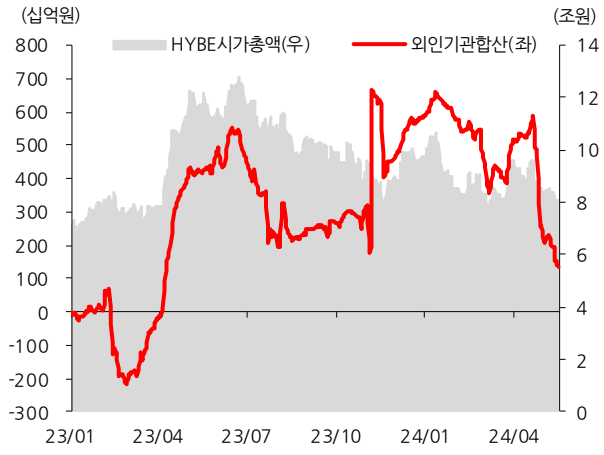
[그림20] 중화권향 앨범 수출 증량 추이/국가별



자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

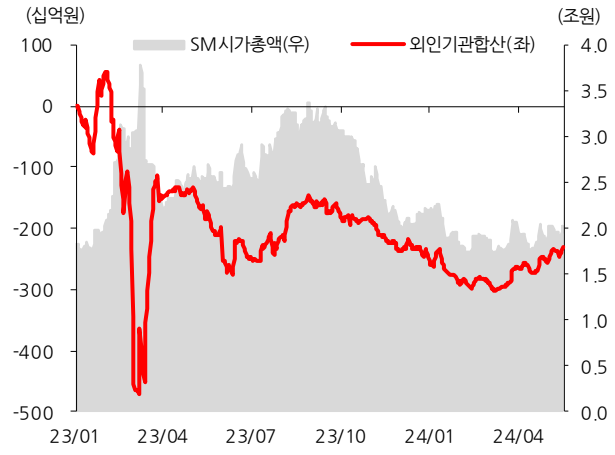
>> 수급 동향 및 밸류에이션 추이

[그림21] 하이브 수급 동향



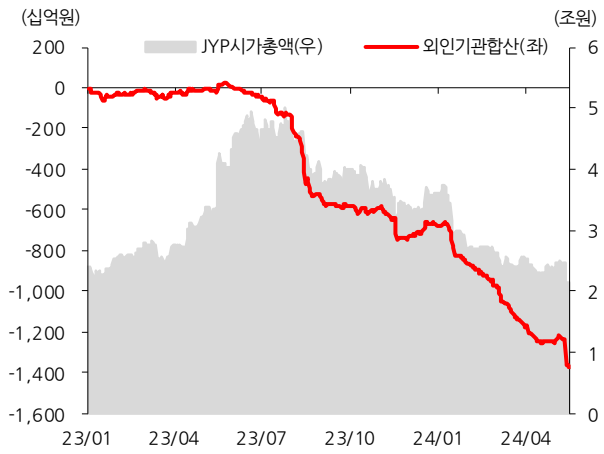
자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] SM 수급 동향



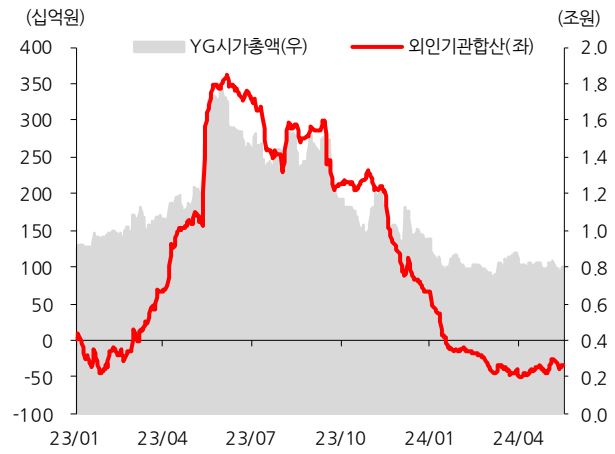
자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] JYP 수급 동향



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] YG 수급 동향



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 하이브 12mth Fwd P/E 추이



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] SM 12mth Fwd P/E 추이



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] JYP 12mth Fwd P/E 추이



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] YG 12mth Fwd P/E 추이



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

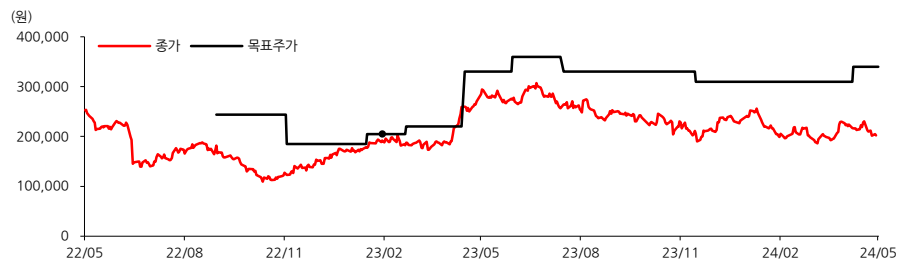
[Compliance Notice]

(공표일: 2024 년 05 월 20 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박수영)
 저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[하이브 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

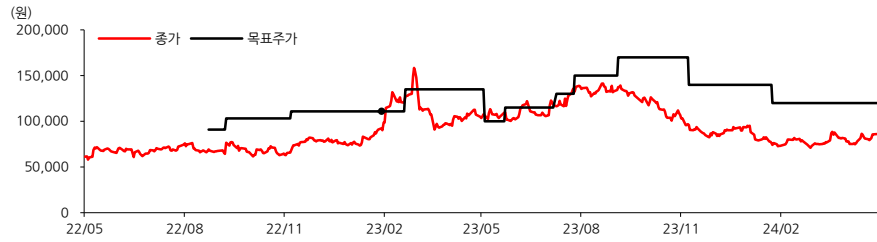
일 시	2022.08.31	2022.08.31	2022.11.04	2022.11.16	2023.01.17	2023.02.22
투자 의견	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	박수영	244,000	185,000	185,000	205,000	220,000
일 시	2023.02.28	2023.03.15	2023.04.17	2023.05.02	2023.05.31	2023.07.17
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	220,000	220,000	330,000	330,000	360,000	330,000
일 시	2023.08.09	2023.09.12	2023.10.16	2023.11.03	2023.11.16	2023.12.28
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	330,000	330,000	330,000	330,000	310,000	310,000
일 시	2024.01.16	2024.01.26	2024.02.01	2024.02.27	2024.02.29	2024.03.05
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	310,000	310,000	310,000	310,000	310,000	310,000
일 시	2024.03.29	2024.04.09	2024.04.23	2024.04.26	2024.05.03	2024.05.20
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	310,000	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.31	Buy	244,000	-44.06	-25.61
2022.11.04	Buy	185,000	-16.63	-3.51
2023.01.17	Buy	205,000	-7.48	-1.46
2023.02.22	Buy	220,000	-12.04	17.73
2023.04.17	Buy	330,000	-17.38	-10.76
2023.05.31	Buy	360,000	-21.44	-14.72
2023.07.17	Buy	330,000	-27.17	-16.82
2023.11.16	Buy	310,000	-30.24	-17.42
2024.04.09	Buy	340,000		

[에스엠 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.08.31	2022.08.31	2022.09.16	2022.11.15	2022.11.16	2023.01.17
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	박수영	91,000	103,000	111,000	111,000	111,000
일 시	2023.02.21	2023.02.28	2023.04.17	2023.05.12	2023.05.31	2023.07.17
투자의견	Hold	Hold	Buy	Hold	Hold	Hold
목표가격	111,000	135,000	135,000	100,000	115,000	130,000
일 시	2023.08.03	2023.09.12	2023.10.16	2023.11.09	2023.11.16	2024.02.01
투자의견	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	170,000	170,000	170,000	140,000	120,000
일 시	2024.02.08	2024.04.15	2024.05.08	2024.05.20		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	120,000	120,000	120,000	120,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.31	Buy	91,000	-26.20	-23.96
2022.09.16	Buy	103,000	-33.53	-24.85
2022.11.15	Buy	111,000	-22.03	18.83
2023.02.28	Hold	135,000	-18.63	17.41
2023.05.12	Hold	100,000	7.33	2.50
2023.05.31	Hold	115,000	-4.09	6.70
2023.07.17	Hold	130,000	-5.12	4.69
2023.08.03	Hold	150,000	-10.16	-5.73
2023.09.12	Buy	170,000	-30.79	-18.12
2023.11.16	Buy	140,000	-37.75	-31.57
2024.02.01	Buy	120,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~-15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%