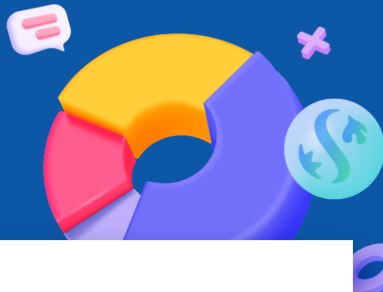


신한생각



Top down

글로벌 자산전략

Trump Scenario

글로벌 주식전략

관세가 주가 하락의 본질이 아니기 때문에 쓸 수 있는 전략

중국 경제지표

연초 경기 선방했으나 대내외 불확실성 잔존

해외 주식 및 ETF 추천 종목

[주식] 브로드컴, 세니아에너지, 일라이 릴리, 캐터필라, 오라클, 베이판화창, 탁보그룹, 메디디그룹
[ETF] 전력자동화, 항생테크

Bottom up

산업 분석

엔터/미디어/광고 (비중확대) 세 가지 BIG CYCLE

하이브 (352820/매수) 2026년까지 BIG CYCLE

JYP Ent. (035900/매수) 확실한 (+)와 모호한 (-) 공존

에스엠 (041510/매수) 아시아 포지셔닝 확대

와이지엔터테인먼트 (122870/매수)

적지만 강한 IP 파이프라인

디어유 (376300/매수) 감시 예상이 어렵다는 것이 포인트

스튜디오드래곤 (253450/매수) 중국 베타가 가장 큰 업체

CJENM (035760/매수) 기반영원약재 vs. 멀티플 상향 요소

SBS (034120/매수) 아직은 멀티플만, 실적은 반영 전

콘텐츠리중앙 (036420/매수) 영광

나스미디어 (089600/매수)

광고 판도 변화에서의 최적 FIT 종목

IT부품/전기전자 (비중확대) 소켓 삼총사, 매력적인 성장 스토리

신한 속보

엔비디아GTC 2025 한눈에 보기

기업 분석

알테오젠 (196170/매수) 알테오젠: 아스트라제네카로 새로운 국면

국내 주식 추천 종목

[MP] 미디어, 상사/자본재, 조선 ↑ VS 에너지, IT가전, 비철 ↓
[중소형주] 제이에스코퍼레이션, 씨어스테크놀로지(신규), 나스미디어, 티에스이, 더블유게임즈, 에이릭스, 경동나비엔, JYP Ent, 대원미디어, SBS, 스튜디오드래곤, 산일전기, 씨트랙아이, 코스맥스, 디어유

KOSPI

2,610.69 (+1.73%)

KOSDAQ

743.51 (+1.26%)

KOSPI200선물

346.60 (+1.88%)

원/달러 환율

1,449.50 (-3.50원)

국고 3년 금리

2,601 (+0.5bp)



신한 리서치
투자정보

www.shinhansec.com

Trump Scenario



Global Strategist

박석중

☎ (02) 3772-4456

✉ park.sj@shinhan.com

홍지연

☎ (02) 3772-1554

✉ h.jiyeon@shinhan.com

트럼프 시나리오: 세 가지 단계로의 국면 구분




보다 노련해진 트럼프는 1기 정책실기를 반면교사로 치밀하고 강경한 정책 노선을 계획하고 있다. 미국 우선주의와 제조업 재건의 큰 그림을 유지하면서 정책 부작용을 최소화하는 전략이 예상된다. 세 단계로 구분된다. 현 시점은 Stage1(중국/멕시코/캐나다)에서 Stage2(유럽/아시아)로의 전환 단계다. Stage2 시작은 러-우전쟁 종식이 선결돼야 한다. 1) 에너지+농산품 공급 확대(인플레이션 제어)에 정책 운신의 폭은 넓어지고 2) 광물협정으로 중국의 희토류 규제 위험 제어, 3) 미국 국방 전선이 중국으로 집중되는 효과까지 가진다. Stage3는 미중 분쟁의 전면전이며 통상으로 시작해 기술, 금융, 군사 위험으로 확산되는 패턴이다. Stage2에서 한국 정책 불확실성 고조 예상되고 미중 분쟁 불안에도 대비가 필요하다.

금융시장 영향: 1) US Only 포트폴리오 변화, 2) 상품에서 자본 제재로 전환

미국+기술주 중심 포트폴리오에 변화가 필요하다. 미국 강세장에 갖는 신뢰와 AI 장기 성장 기대의 부정은 아니다. 다만 기존 주도주 이익 모멘텀 둔화가 불가피하고 밸류에이션 대비한 성장 높이도 압도적이지 않다. 장기간 진행된 미국 상대 우위에 전환이 예상되고 가격+재정+이익 기대가 동반된 China Player에서 기회를 찾아야 한다. 주식과 채권의 균형(=자산배분)도 강조돼야 한다. 유럽, 한국보다 미국 국채 매력을 높이 평가하며 Duration의 점진적 확대 전략도 제시한다.

트럼프의 무역(상품) 규제는 금융(자본)으로 확산될 전망이다. 미국은 대규모 흑자국에게 자국 통화 약세와 강제적 국채 매입을 강요할 수 있다. 마라라고 협정은 환율보다 국채 매입의 강제성을 가질 가능성이 농후하다. 아직 제조업 생산 능력에 한계를 가진 달러의 단기 약세는 득보다 실이 클 수 있고, 재정적자 확대가 불가피한 트럼프 2기에서 부채(이자) 부담 가중이 최대 위험이기 때문이다.

Trump Scenario: 세 단계로의 진행이 예상

	STAGE 1	STAGE 2	STAGE 3
통상-관세	 러우전쟁 종식	 금융규제 시작	
국방-안보	러-우전쟁 종식이 최우선 목표 NATO, 멕시코-캐나다 전통 우방과의 균열 중동 긴장 완화, 파나마-그린란드 압박 시작	통상-안보-자원-금융의 연계고리 완성 무역흑자국 방위비 분담 요구, 전통 동맹의 파열 미국 국방 전선 아시아(중국)으로 집중	중국과의 대립 구도 전면적 확대 예상 친중 권역-국가의 외교적 견제 본격화 통상에서 기술, 금융 그리고 군사 위험으로 전개
금융-경제	스태그플레이션: 인플레이션과 고금리 경계 위험회피: 관세정책 소화를 구간에서의 반박 경기위축, 고물가, 고금리, 강달러 부담 해소 난방	유럽, 아시아-통상위원회 적극적 부양정책 전환 통화인화와 결부된 재정확장으로 시장 컬러 전환 가격부담 심화된 비미국 증시의 변동성 확대 예상	미-중 분쟁 확대는 통상-기술에서 금융으로 확산 플러자합의(무역) Vs 금본위제 폐지(재정) 미중 분쟁 확산은 미 중간선거 기점으로 최고조

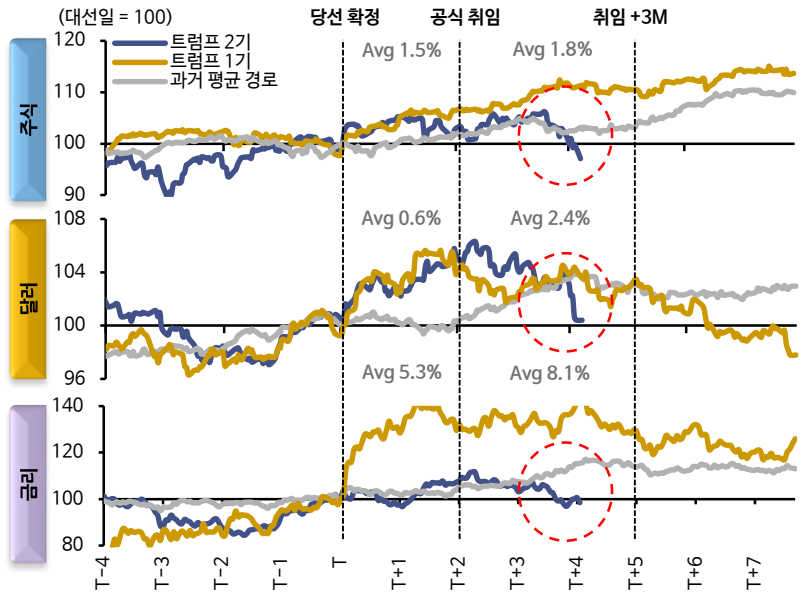
자료: 신한투자증권

트럼프 50일, 금융시장에서의 트럼프 트레이드

트럼프 불확실성에 변동성 확대. 트럼프 1기와 다른 시나리오 전개 중

트럼프발 불확실성은 글로벌 금융시장 변동성 확대로 귀결됐다. 흥미로운 점이 있다면 다수의 예상을 빗나간 시나리오가 전개 중이라는 것이다. 이는 트럼프 1기의 금융시장 반응인 1) 미국 증시 상대 강세, 2) 국제금리 상승, 3) 달러 강세와도 명확한 차이가 존재하고 트럼프 뜻의 기대감도 찾을 수 없다.

트럼프 트레이드와 금융시장 반응



자료: LSEG, 신한투자증권

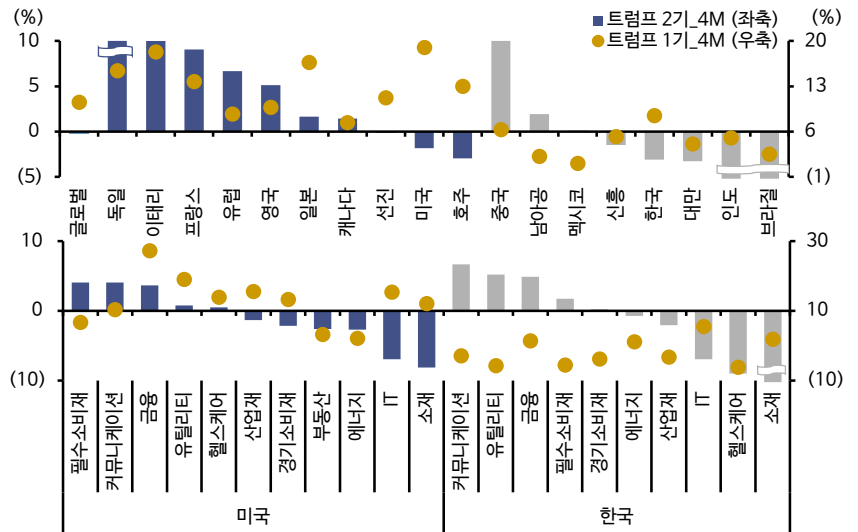
미국 증시 약세- 비미국 증시 강세. 1) 가격 매력, 2) 제어된 관세-지정학 위험, 3) 재정 확대 기대, 4) 중국 낙수효과에 기반

주식시장의 최대 변수는 기술주 패닉셀링이 주도한 미국 증시 약세와 비미국 증시 강세의 디커플링 지속 여부다. 미국 증시에 갖는 위험 회피는 트럼프노믹스로 야기된 인플레이션과 경기 위축 우려가 주된 요인이며 기술주 조정은 견조한 이익에도 기존 주도주인 AI+빅테크 중심으로 진행되고 있다. NASDAQ은 고점대비 약 13%까지도 하락해 지난해 3월 수준으로 회귀했다.

대표적 관세 부과 대상으로 우려됐던 중국, 유럽, 한국 증시의 강세 연출이 고무적 변화다. 이는 1) 미국 증시 대비한 가격 매력에서 시작해, 2) 예상보다 강경하지 않은 관세-지정학 위험, 3) 선제적 재정 확대 기대, 4) 중국 경기 부양에 갖는 낙수효과가 반영된 결과다.

중국은 전인대 통해 5% 목표 성장률 고수했고 역대 최대 수준의 재정지출(재정적자율 4%) 계획했다. 첨단산업 육성에 대규모 R&D 예산 배정했고 200조원 규모의 펀드 설립까지 공표했다. 유럽의 재정 확대 기대도 동반됐다. 독일은 GDP 1% 이상의 국방지출을 재정준칙의 예외로 두고 5000억유로 규모의 인프라 기금 집행까지 합의했다. 한국은 추경 논의에 급물살을 탔고 중국발 낙수효과 기대에도 직접적 수혜를 가질 수 있다는 기대감이 부상 중이다.

트럼프 트레이드와 금융시장 반응



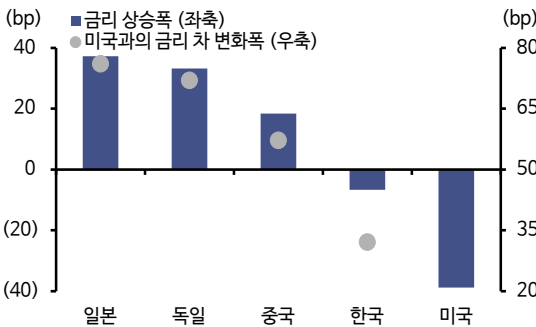
자료: LSEG, 신한투자증권

미국-비미국 간 금리 차 축소 전개. 시장금리 결정요인이 경기-통화정책 주도에서 재정정책으로 이동

채권시장도 미국과 비미국 간의 디커플링이 연출됐다. 이는 시장금리 결정요인이 통화정책-정책금리 주도에서 재정 확대에 따른 수급 불안으로 이동했기 때문이다. 경기 모멘텀까지 미국에서 비미국으로 이동하며 미국과 비미국 간의 금리 차 축소가 전개 중이다. 자국 경기 위축과 트럼프발 불안요인에 대응한 재정지출 확대는 필히 채권 발행 확대(=수급 불안)를 야기하고 이는 선제적 시장금리 상승과 기간프리미엄 확대를 야기하고 있다.

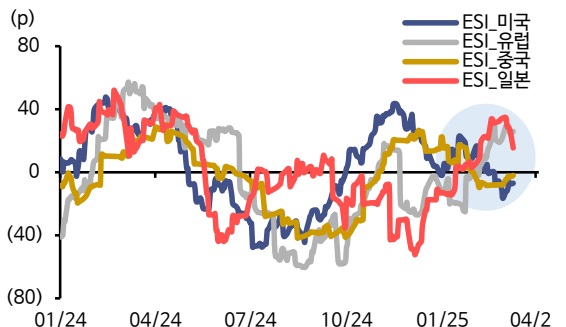
주식, 채권에서 동반된 미국과 비미국의 디커플링은 달러 강세를 진정시켰고 달러화 지수(DXY)는 고점대비 5.6%까지 하락했다. 원자재 차별화도 주목할 변화다. 금 가격의 고공행진이 이어진 가운데 가상화폐(비트코인)은 트럼프 당선 이전 레벨로 회귀했다. WTI 65\$까지 하락했고 산업금속은 관세 부과와 중국 전인대 기대에 상대 강세가 확인된다. 인플레이션 우려 잔존 구간에 대체자산 역할이 확대되나 수급보다 공급에 따른 자산별 극명한 차별화가 이어질 전망이다.

채권시장 디커플링: 통화에서 재정정책으로 이동



자료: LSEG, 신한투자증권/주: 트럼프 취임일 이후 변화

주요국 경기 모멘텀: 미국 상대 열위



자료: LSEG, 신한투자증권

트럼프 시나리오

노련해진 트럼프노믹스는 통상-국방-기술-금융이 연계된 새로운 질서를 제시할 전망이다

금융시장 참여자 시각에서 트럼프 2기 대응 시나리오는 게임이론에 입각해 접근해야 한다. 트럼프의 협상주의, 실리 추구 노선에만 입각해 불확실성 확산과 해소 경로로만 단정될 수 없겠다. 트럼프노믹스발 정책 불확실성 뿐만 아니라 제재 대상국의 대응도 보다 적극적인 수위를 보일 가능성이 높다.

보다 노련해진 트럼프는 1기에서의 정책실기를 반면교사로 치밀하게 계획된 강경한 정책 노선을 계획하고 있다. 상대국의 예상보다 강경한 대응에도 트럼프노믹스는 통상-국방-기술-금융이 연계된 새로운 질서를 제시할 전망이다. 트럼프 규제 대상국들도 1기에서 쌓여진 경험치를 바탕으로 경기부양책을 통해 자국 경제 충격을 최소화하며 미국을 압박하는 전면전을 보일 가능성이 크다.



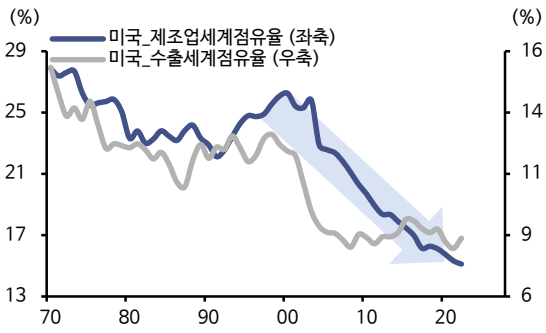
자료: 신한투자증권

트럼프발 불확실성 모두를 예단해 베팅할 수는 없겠지만 큰 그림을 이해하며 변동성을 소화할 필요는 있다. 트럼프노믹스의 불확실성은 상수(常數)와 변수(變數)로 구분된다. 상수는 미국 제조업 재건(부채 감축, 중국 규제)의 큰 그림이고 변수는 정책 변화가 가져올 위험(인플레이, 경기 위축) 최소화 수단이었다.

미국 제조업 재건을 상수로 접근한 이유는 트럼프 1기의 관세정책과 2기의 관세 정책 목표에 뚜렷한 차이가 존재하기 때문이다. 1기의 관세정책 목표는 중국 중심 공급망 파괴에 있었다. 중국산 제품 관세 부과에 소비자 후생 악화와 무역적자가 되려 확대되는 기회비용이 존재했지만 중국 중심 공급망 파괴는 미국, 인도, 베트남, 멕시코 등으로의 다변화된 니어쇼어링이라는 소기의 성과가 있었다.

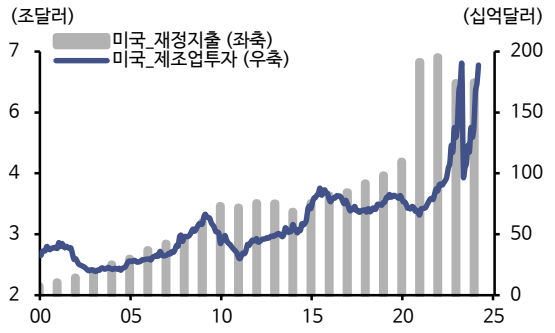
트럼프 2기 관세정책 목표는 1기와 뚜렷한 차이가 있다. 바이든의 제조업 투자사 이클 이후 본격적 생산경제로 진입하는 미국 제조업 육성에서 최적의 정책 조합을 목표로 관세정책이 시행되고 있다. 트럼프노믹스는 미국 생산비용 열위 극복을 위해 1) 미국에서 생산되지 않는 제품에 가장 높은 관세를 징수, 2) 미국에서 생산하는 기업에게 OECD 국가 중 가장 낮은 법인세, 가장 저렴한 석유를 공급, 3) 미국 기업에게 규제를 완화하고 비미국에 보조금 지급을 멈추겠다는 공통된 목표를 갖는다. 이는 관세가 협상용 카드가 아닌 영구적 수단으로 부과되고 제조업 재건을 위한 기회비용을 감수할 수 있다는 위험으로 귀결될 수 있다.

트럼프노믹스 최종 목표는 미국 제조업 재건



자료: LSEG, 신한투자증권

바이든 제조업 투자 이후의 트럼프 2기



자료: LSEG, Wind, 신한투자증권

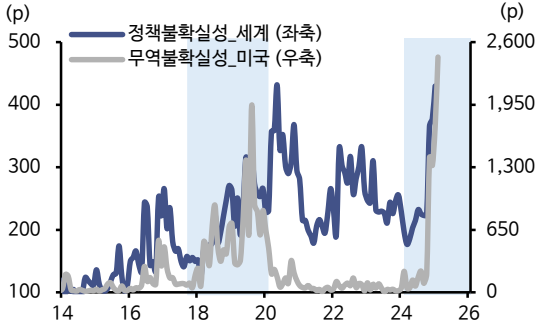
트럼프 2기의 최대 위험은 스태그플레이션. 관세 부과의 부작용은 불가피. 위험을 최소화하며 정책을 수반할 가능성이 높음

트럼프 2기 최대 위험은 스태그플레이션에 있다. 관세 부과는 수입물가 상승에 직접적 영향을 미치는 정책이다. 소비 중심의 미국 경제는 수요 위축 우려에서 자유로울 수 없다. 40개월래 잠재 성장을 상회하는 경기 확장을 이어온 미국의 경기 위축 우려는 이미 뿌리내린 위험이고 목표물가 달성에 진전을 보이지 못하는 3% 물가는 인플레이션의 잠재 위험이 해소되지 못함을 의미한다. 여기에 재정적자 가중에 따른 금리 상승 압력마저도 가중될 여지가 있다.

실제로 미시간 기대인플레이션은 2년래(5년 3.9%) 최대치, 소비심리심리 지수는 26개월래 최대 낙폭을 기록했으며 컨퍼런스보드(CB) 12개월 기대인플레이션은 전월 5.2%에서 6.0%까지 속등했다. 미-중 분쟁 심화도 불가피하고 중국의 맞대응 정책도 핵심광물 수출 제한조치로 격상돼 기업 생산과정에서의 공급발 불안이 가중되고 있다. 경기 침체 우려까지 본격화됐다. 소매판매, 소비심리, 서비스 PMI 모두 정점 확인 이후 위축 구간에까지 진입했다. 주요 IB들의 경기 침체 진입 추정치도 상향되고 있다.

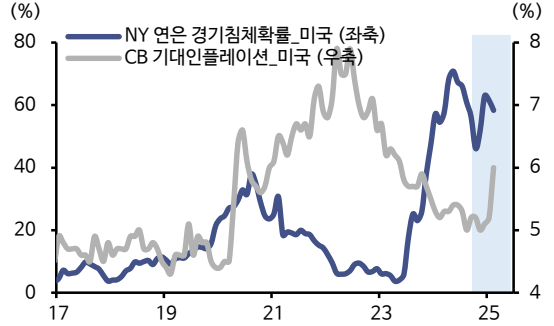
미국의 황금시대(Golden Age)를 열겠다는 트럼프마저도 정책 전환 과정에서의 위험을 감수해야 한다는 코멘트를 언급한 이후 주식시장의 기술주 주도 패닉셀링이 진행됐고 국채금리는 속락했다. 재차 강조하지만 트럼프 내각은 1기보다 노련해졌고 치밀해졌다. 관세정책의 부작용을 온전히 비켜갈 수는 없겠지만 트럼프는 위험을 최소화하며 정책을 수반할 가능성이 높다. 예상되는 트럼프노믹스의 정책 Stage를 세 단계로 나누어 현재의 국면과 앞으로의 변화를 유추해 보자.

트럼프 1기 금융시장 트라우마 2기에도 반복



자료: LSEG, Wind, 신한투자증권

스태그플레이션 우려 본격화



자료: Bloomberg, 신한투자증권

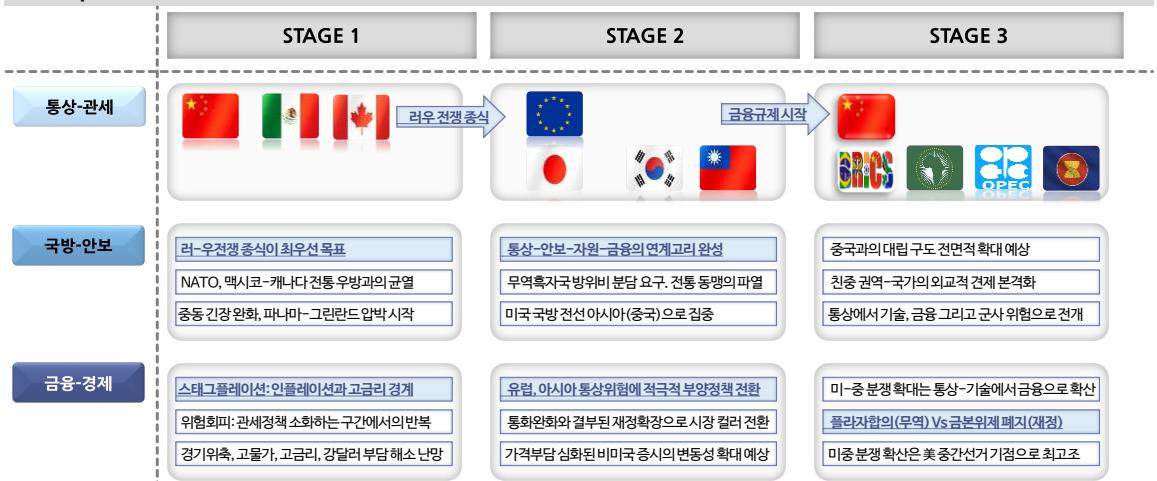
세 단계의 Stage: Stage1 러-우전쟁 종식이 중요한 이유

Stage1→ Stage2로의 전환은 러-우전쟁 종식이 선결조건. 이는 물가 제어, 중국으로 국방 집중 위한 수단으로 작용

트럼프노믹스의 진행 단계는 크게 세 단계로 구분될 수 있다. 이는 미국 우선주의와 제조업 재건의 큰 그림을 유지하면서 정책 부작용을 최소화하는 전략이며 현재 금융시장 영향도 완벽하게 설명할 수 있다.

Stage1의 관세 부과 대상은 중국, 멕시코, 캐나다로 Grouping되어 있다. 이 세 국가의 미국 수입과 무역적자 비중의 50%를 점유한다. 팬타닐, 국방 수호를 명분으로 대통령의 독자적 행정명령(국가비상사태)이 가능하다. 선제적 중국 규제와 대체 가능한 북-남미 제조업의 자국 이전 효과 대비 인플레이션 압력도 최소화할 수 있다. Stage2로의 전환은 러-우전쟁의 종식이 선결돼야 한다. 이는 트럼프노믹스의 운신의 폭을 확대할 수 있기 때문이다. 1) 에너지, 농산품 공급 확대는 인플레이션 제어에 직접적 효과가 있고, 2) 광물형에서 중국의 희토류 수출 규제 위험을 제어하며, 3) 국방에서는 미국의 국방전선을 중동-유럽-아시아에서 아시아, 중국으로 집중하는 효과까지 가질 수 있다.

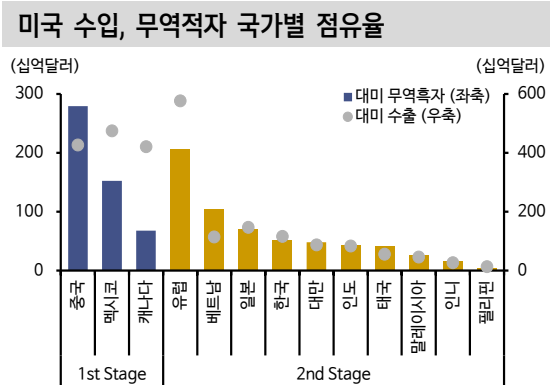
Trump Scenario: 세 단계로의 진행이 예상



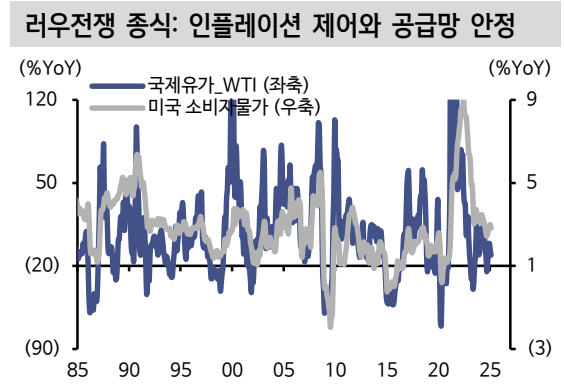
자료: 신한투자증권

Stage 2: 러-우전쟁 종식이 중요한 이유

Stage2는 미국의 나머지 50% 무역적자를 점유하는 유럽과 일본, 한국, 대만 등의 아시아 국가가 대상이다. 이들 국가의 세 가지 공통점은 1) 미국향 대규모 무역흑자국이며, 2) 미국에 안보를 의존하고 있으며, 3) 미국의 통화정책과 역행하는 통화 완화로 자국 통화 약세, 달러 강세를 야기하고 있는 국가들이다. 제조업 제건의 목표를 갖는 트럼프의 알리지 반응 모두를 가진 국가다. 한국을 비롯한 유럽, 아시아의 직접적 부담은 아직 시작되지 않았다.



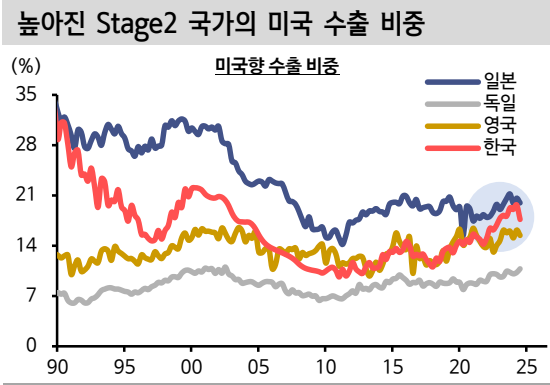
자료: LSEG, 신한투자증권



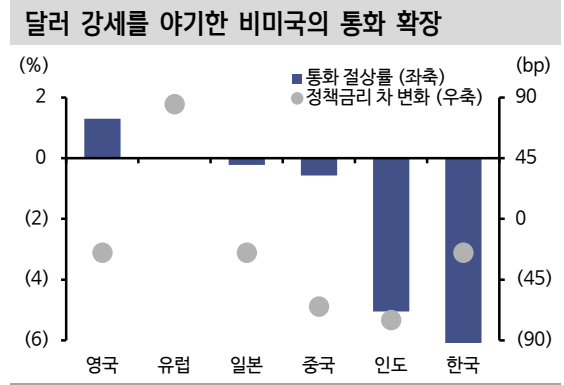
자료: LSEG, 신한투자증권

Stage2: 트럼프는 아시아에 통상, 투자, 국방, 금융의 압박 동반할 전망

유럽과 동아시아 제조업은 하이퀄리티 중간재 중심이다. 미국산 제품으로의 대체에 한계가 존재하고 인플레이션 압력 확대와 금융시장 불안 확대의 기회비용도 높다. 4월 2일 상호관세를 시작으로 트럼프는 유럽과 아시아에 통상(고율 관세 부과), 투자(미국 직접투자 확대), 국방(방위비 분담금 확대), 금융(환율 조작국 지정, 미국채 매입 확대)의 압박을 더해가며 긴장 수위를 조절할 가능성이 높다. 현재 Stage 2에 Grouping된 국가의 주식시장 강세, 경기 모멘텀이 확보되고 있는 이유는 1) 예상보다 제한적인 관세 압력, 2) 관세 위험에 대비한 선제적 통화 완화, 적극적 재정 확장으로의 기대가 3) 가격 매력을 부각시켰기 때문이다. 한국 투자자의 시각에서는 Stage2에서의 위협(트럼프 리스크)과 기회요인(재정 확대, 중국발 낙수효과)이 동반될 수 있어 상-하방 위험 모두에 대비가 필요하다.



자료: LSEG, 신한투자증권



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 최근 1년동안의 변화폭

Stage 3: 트럼프노믹스 전선은 중국으로 집중

Stage3: 중국으로의 전선 집중. 미중분쟁은 통상에서 기술, 금융, 군사 위협으로 확산되는 패턴 반복

마지막 Stage는 중국으로의 전선 집중이다. 미중분쟁은 통상에서 시작해 기술 → 금융 → 군사 위협으로 확산되는 패턴을 반복했다. 예상 경로를 유추해 보자.

무역분쟁은 시장 예상 경로대로 진행 중이나 특이점이 있다면, 미국의 규제에도 중국은 협상 여지를 남기지 않고 맞대응으로 일관한다는 점이다. 트럼프 1기처럼 미국 수입물량 확대나 보조금 철폐를 통한 수위 조정 기대조차 갖기 어려운 형국이다. 양국의 관세는 과거보다 높아진 레벨로 영구화될 가능성이 높다.

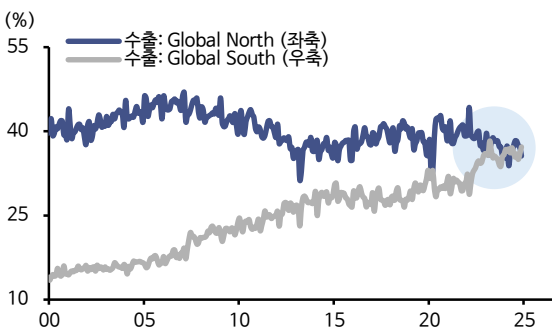
기술 규제는 트럼프 1기와 바이든을 거치며 확산됐다. 트럼프 2기는 중국과 완벽하게 분리된 공급망 구축을 목표로 규제 강도를 높일 전망이다. 중국은 전인대를 통해 전면적 AI 육성 의지를 피력했고 100조원이 넘는 재정지원을 계획 중이다. 미국의 중국 규제는 반도체 밸류체인 전방위로 확산될 가능성이 농후하다.

금융규제에서 위안화 환율 조작국 지정은 소극적 범주다. 적극적 대응은 중국의 미국채 매도와 미국의 중국 금융자산 동결 조치다. 중국의 미국채 매도는 미국에 큰 영향을 미칠 수 있다. 중국을 비롯한 신흥국 중앙은행의 금 보유 확대는 선제적 위험 관리를 목표로 한다. 최악의 시나리오는 미국의 중국 국제 금융거래 제한 및 달러자산 동결 조치다. 이는 군사 분쟁을 기초하기에 높지 않은 가정이다.

마지막은 군사적 대립, 지정학 위험 확산이다. 러-우전쟁 종식은 아시아(=중국)으로의 군사 전선 집중을 야기할 중대한 변화다. 중간선거 이후 대만-남중국해 긴장 수위 확대, 북-미 관계 변화와 한반도 지정학 위험 고조와 영향력 확대도 예상될 수 있다. 미국의 국방정책은 유럽, 아시아에게 국방비 및 방위비 증가를 요구하고 미군은 중국으로 전략적 집중(육상-해상)을 계획하고 있다.

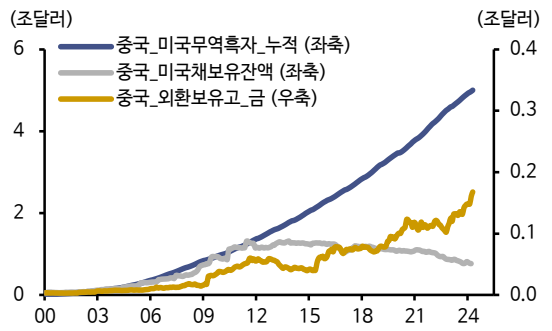
중국도 최악의 케이스를 대비해 1) 공급망 안정을 최우선으로 독자적 공급망 구축, 2) 미국 수출 위축에 대비한 내수 부양과 수출기지 다변화, 3) 국방 전선을 해양으로 집중한 군비 확장을 진행했다. Stage3은 신냉전으로의 전환을 의미한다. 글로벌 경제, 금융시장의 최대의 위협이 될 수 있고 한국을 비롯한 유럽, 아시아 국가들은 양자택일을 요구받을 수 있어 장기적 관점에서의 대응이 필요하다.

중국 수출 기지 Global South로 전환



자료: Wind, 신한투자증권

중국 미국향 무역흑자와 국채 보유

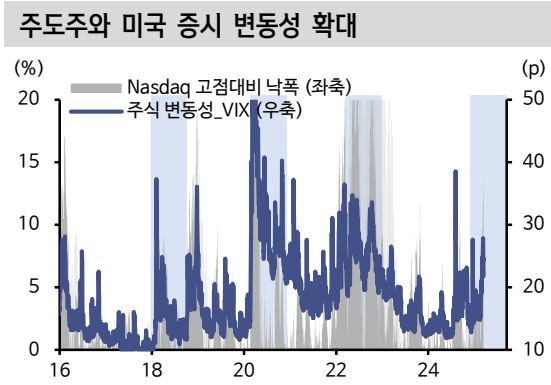


자료: Wind, 신한투자증권

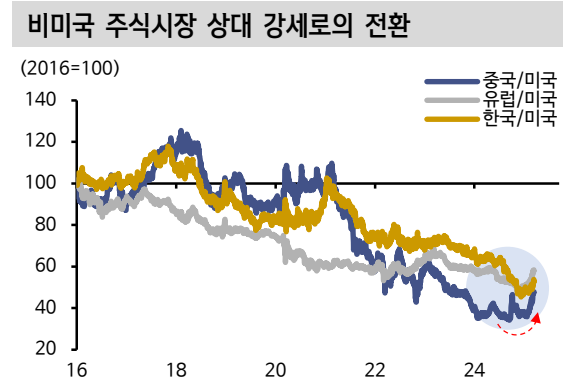
금융시장 영향: ① 변화된 포트폴리오 대응전략

트럼프 트레이드는 1) 변동성 확대(미국, 기술주 과매도), 2) 주도주 컬러 변화(비미국 강세)의 양상으로 전개

금융시장의 트럼프트레이드는 변동성 확대와 주도주 컬러 변화의 두 가지 양상으로 전개 중이다. 변동성 확대는 미국과 기술주 과매도 양상으로 연출되고 주도주 컬러 변화는 중국과 유럽 그리고 한국 증시의 상대 강세로의 전환을 의미한다. 반면 채권시장에서는 시장금리 추세 결정의 최대 변수가 통화정책에서 재정 정책으로 전환했다. 미국 채권시장은 강세, 재정 확대(=국채 발행) 부담의 유럽, 아시아 채권은 약세로 디커플링되며 미국-비미국 금리 차가 축소됐다.



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 52주 고점대비 낙폭



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: MSCI US, CHINA, EMU, KOREA

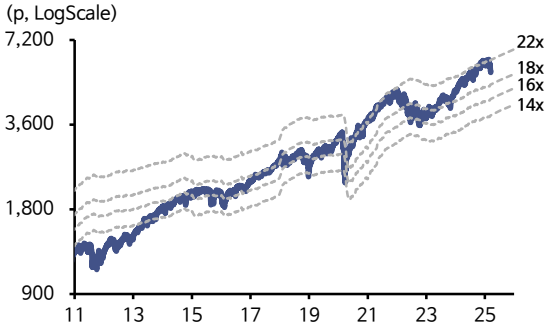
美 증시 추세 전환 여부: 밸류에이션 접근이 어려운 구간 속 매크로 이벤트도 부재. 결국 4월 실적시즌이 중요한 기회 요인

시장 참여자의 최대 고민은 미국 증시 추세 전환 시점과 비미국 증시 랠리 지속 여부겠다. 먼저 주도주 미국과 기술주 반락은 펀데멘탈 훼손이기보다 1) 가격 부담 심화 구간에서 2) 중국 딥시크 충격, 3) 트럼프노믹스가 야기한 경기 침체, 인플레이션 위험 확대 때문이다. 반면 비미국 증시의 반등은 1) 미국 대비 가격 매력에서 시작해, 2) 예상보다 제한된 관세 충격, 3) 선제적 통화 완화와 적극적 재정 확장, 4) 중국 경기 회복의 낙수효과에 갖는 기대감 부상 때문이다.

미국 증시의 추세 기회부터 따져보자. 밸류에이션 접근에서의 저점은 설명되기 어렵다. 장기 시계열에서 S&P500의 12MF P/E는 16~18배 사이 등락을 반복했고 현재 고점대비 10% 조정에도 20배 전후에 위치한다. 회귀적 분석으로 그을 수 있는 Band 하단은 5000pt를 하회하고 이는 약세장 진입을 의미한다. 당사는 이익 개선이 주도한 강세장 기조 연장을 전제로 직전 P/E 하단 20배(=5500pt)를 저항선(=과매도 진정구간)으로 작용할 것으로 전망하고 있다.

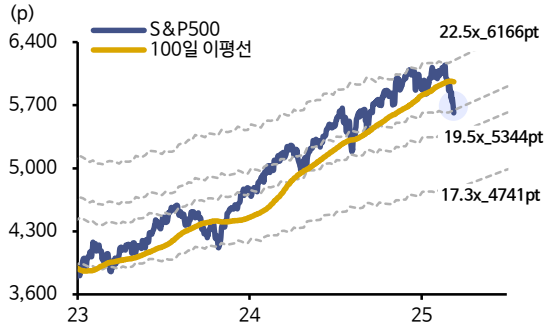
Macro 환경에서의 추세 전환 이벤트는 단기 내 부재하다. 관세 압력이 4월 전후 Stage2(유럽+아시아)로 확산되고 인플레이션과 경기 위축 우려도 진정되지 않을 가능성이 높기 때문이다. 3월 FOMC에서의 비둘기적 변화 기대가 높아지나 잔존한 인플레이션 압력 잔존한 구간에서 SEP(경제전망) 점도표에서 공히 의미 있는 노선 변화가 모색될 수 없겠다. 결국, 3월은 변동성의 높이는 축소되나 추세 전환의 기대를 갖기에는 한계가 있다. 결국 가격 매력의 부각은 우호적 펀더멘탈을 기반으로 시작된다. 4월 실적시즌이 추세 전환의 중요한 기회 요인이다.

장기 시계열에서의 S&P500 P/E Band



자료: LSEG, 신한투자증권

12MF P/E 20배(5500pt)는 단기 저항선



자료: LSEG, 신한투자증권

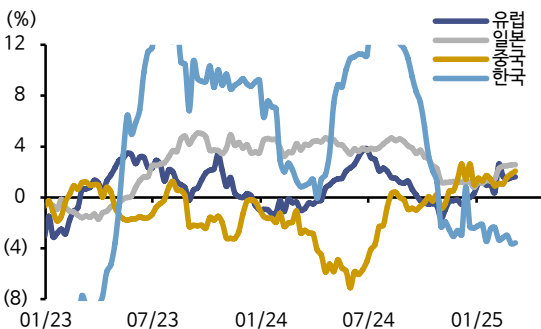
비미국 증시 반등에 기술적 부담 확대. 미국 증시 장기 보유 시각 속 중국, 한국 비중 확대 제시

가격 매력으로 시작한 비미국 증시 반등은 되려 기술적 부담을 가중할 수 있다. 트럼프발 관세 부담이 가중될 3~4월은 관세 부과 위험을 해소할 정책(=경기 부양) 모멘텀과 펀더멘탈(=이익 개선)의 증명이 필요하다. 현재 실적, 정책 모멘텀 상대 비교 모두에서 유럽의 열위가 해소되지 못했다는 판단이다. 유럽의 재정정책 확대는 넘어야 할 산(금리 상승, 야당 동의)이 많고 기업이익 개선을 주도할 업종도 부재하다. 당사의 글로벌 주식 전략은 예상되는 파고에도 미국 증시 장기 보유 시각을 이어가나 비미국 중 중국, 한국의 동반 비중 확대 전략을 제시한다.

미국+기술주 중심 포트폴리오에 변화가 필요하다. 미국 기업이익 성장에 갖는 신뢰와 AI 장기 성장 내러티브의 부정은 아니다. 다만 기존 주도주의 이익 모멘텀 둔화가 불가피하고 밸류에이션 대비한 상대적 성장 높이도 더 이상 압도적이지 않아 보인다. 장기간 진행된 미국 증시 상대 우위에 전환이 예상되고 이는 가격+재정+이익 기대가 동반된 China Player에서 찾을 필요가 있다.

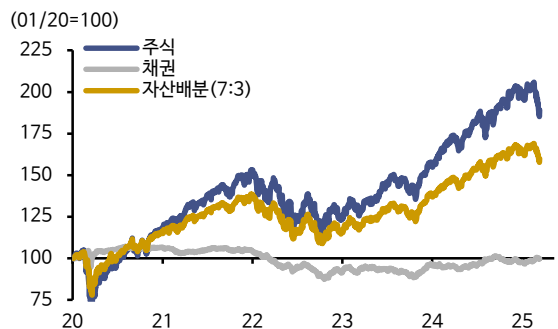
주식과 채권의 균형이 강조돼야 할 시점이다. 주식-채권의 전통적 상관관계가 약해졌고 금리의 상-하방 압력은 모두가 견고하다. 하지만 자본차익(Duration) 대비한 금리 레벨(Yield)의 매력은 분명하다. 당사는 유럽, 한국보다 미국 국채의 상대적 매력을 높이 평가하며 Duration의 점진적 확대 전략을 제시한다.

이익 모멘텀에서 China Player의 우위가 기대



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주:이익 모멘텀은12MF EPS 3M 변화율

포트폴리오별 수익: 자산배분 전략의 변화 필요



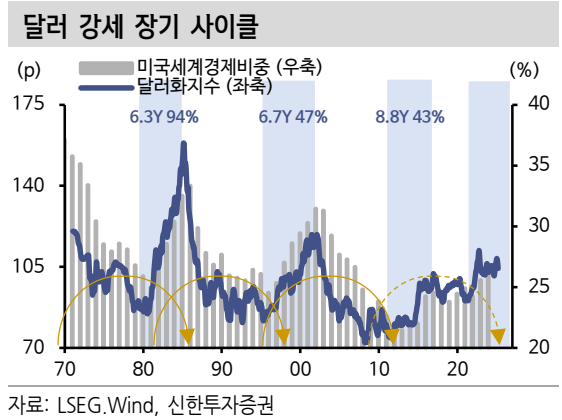
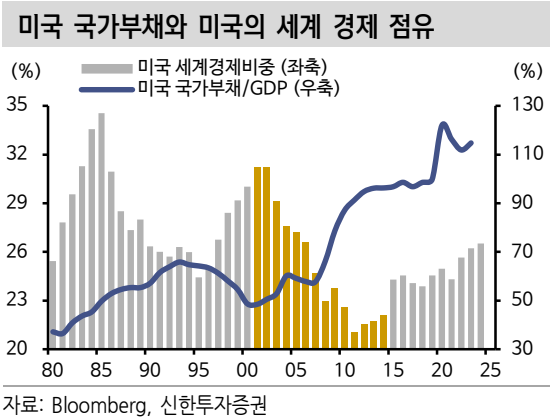
자료: LSEG, 신한투자증권

금융시장 영향: ② 플라자 합의(환율)보다 금태환 폐지(국채)

트럼프노믹스의 제조업 재건 금융시장 변화 수반. 신프라자합의, 미국 국채 매입 압력 확대 예상

트럼프노믹스의 방점은 미국우선주의(MAGA)에 입각한 제조업 재건(Golden Age)이다. 이는 패권국 미국이 달러 부채로 쌓아올린 성장 임계치에서의 필연적 선택이다. 결국, 미국 제조업 재건은 디레버리징의 성과로 이어져야 하고 이는 세계 경제-금융질서의 변화를 수반할 수밖에 없다.

미국 제조업 재건을 위해 금융시장의 역할은 높아진다. 제조업 인프라, 설비투자 확대를 위해 천문학적 재정정책과 낮은 조달금리가 필요하고, 수출 경쟁력 확대를 위해 관세 뿐만 아니라 달러 약세의 구조적 변화가 동반되어야 하기 때문이다. 트럼프 당선 이후 신프라자 합의와 미국 국채 매입 압력 확대의 금융정책 변화에 다양한 해석이 존재한다.



Stage2에서 들어서며 글로벌 금융시장에 갖는 트럼프 압력은 고조될 전망이다. 앞서 강조한 것처럼 Stage2의 그룹에 속한 유럽, 아시아는 미국에 대규모 무역흑자국일 뿐만 아니라 미국에 안보를 의존하고 있으며 확장적 통화정책으로 자국 통화 약세와 달러 강세를 야기하고 있는 국가들이다.

트럼프의 규제는 1) 미국 직접투자자와 미국산 에너지 수입 확대, 2) 국방비 증대와 방위 분담금 확대, 3) 환율 조작국 지정으로 달러 약세 유도 정책일 수 있다. 신프라자 합의에 갖는 일각의 우려 제기도 이 때문이다. 하지만 트럼프의 환율 강세 요구는 제한적 수준에 그칠 전망이다. 크게 세 가지 이유에서다.

첫째, 달러 강세의 구조적 압력(미국 경제 상대우위)가 제어되기 힘들고 둘째, 중국의 동기가 없는 신프라자 합의의 정책 성과가 제한적이며, 셋째, 현재 미국 제조업 인프라가 완비되지 않은 시점에서 달러 약세는 실물에서의 득(수출)보다 금융에서의 실(자금 이탈, 수입물가 상승)이 큰 선택일 수 있다.

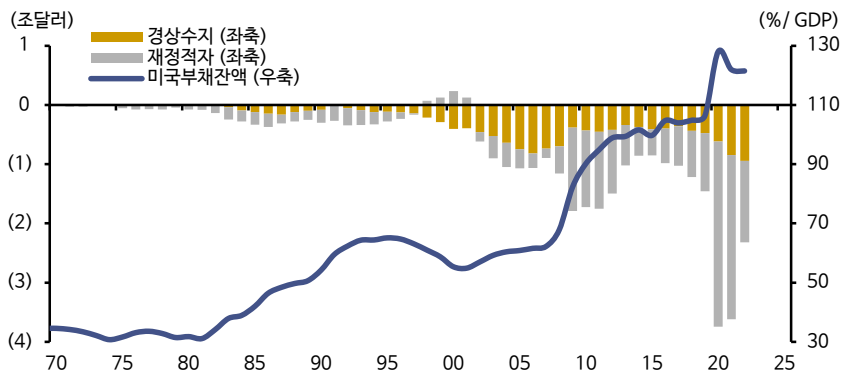
중국은 플라자 합의에 의한 일본의 잃어버린 30년을 반면교사로 삼아 미국 규제에 장기적으로 대응하고 있으며 저부가가치 제조업의 제한적 영업을 이익률을 감할 때 위안화 강세 전환은 고용시장의 막대한 위험을 가질 수 있다.

신플라자합의(=환율)보다
금태환폐지(국채 강제 매
입) 선택 가능성 농후

당사는 신플라자 합의(=환율)보다 금태환 폐지(=국채 강제 매입)의 선택 가능성을 높게 판단한다. 닉슨 대통령의 금태환 폐지를 상징적으로 거론한 이유는 트럼프 대통령은 기존 국제 금융시스템을 전환해 미국 국채의 매입을 강제화하려는 금융 압박 정책을 시행할 가능성이 높기 때문이다.

미국의 디레버리징은 장기 시계열에서 무역적자 축소를 시작으로 재정적자를 축소하는 전개가 예상된다. 제조업 재건 과정에서 대규모 재정지출 확대가 불가피하기 때문이다. 동 구간에서 미국 부채(이자) 부담은 가중될 전망이다. 트럼프는 Stage2의 무역수지 흑자 국가에 미국채의 강제적 매입 쿼터 지정 혹은 금리 할인 혹은 영구채 매입을 강요할 가능성이 존재한다.

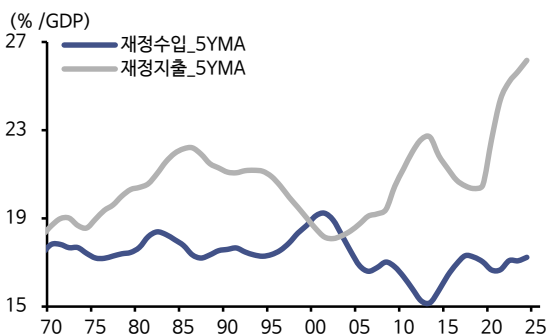
미국 무역, 재정수지 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

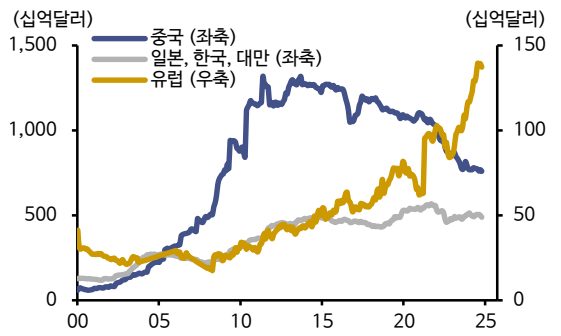
아직 가설에 불과하겠지만 베센트 재무장관이 미국 군사 보호국에게 국채 매입 강제화 필요성을 언급한 바 있다. 미국의 관세 규제 대상국들에게도 관세 부과 압력을 최소화하는 방안으로 미국채 매입이 정책 대안이 된다. 미국 국채 강제 매입 요구는 낮은 가능성이 아닐 수 있다. 실제로 동 정책 진행을 가정해 금융시장 영향을 짚어보면 1) 미국 국채금리 하락과 위험 선호 개선, 2) 비미국 국채 발행 부담 확대(=금리 상승), 3) 금값 변동성 확대 등의 영향이 진행될 수 있다.

미국 재정지출이 주도한 경기 확장



자료: LSEG, 신한투자증권

주요국 미국채 보유 잔액



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 일본, 한국, 대만&유럽은 평균값

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 박석중, 홍지연).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 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 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

관세가 주가 하락의 본질이 아니기 때문에 쓸 수 있는 전략



Global Equity Strategist

김성환

☎ (02) 3772-2637

✉ shwan.kim@shinhan.com

오한비

☎ (02) 3772-1525

✉ hanbi.oh@shinhan.com

관세가 조정의 명분일지언정, '본질'은 아닌 이유

지난 4주간 주식시장이 겪었던 매도세의 가장 중요한 이유로써 트럼프의 관세 정책이 제시되고 있다. MAGA가 사실은 Make rest of America Great Again이었던 비아냥도 나온다. 그러나 우리는 관세와 미국우선주의 정책이 미국 증시 투매에 일정 부분 기여했는지언정 투매의 진정한 본질은 아니었다고 판단한다. 앞으로 관세는 시장 조정의 좋은 명분일지언정 '본질'이 아닐 가능성이 높다.

1) 관세가 경기 침체를 불러올거란 우려는 과장됐다

최근 관세 내러티브는 특히 경기 침체 우려와 결부되면서 시장 참여자들의 우려를 자아내고 있다. 관세 부담으로 인해 물가는 오르고 소비가 위축돼 미국 경제가 스테그플레이션을 겪을 것이라는 전망이다. 소비가 깨지고 물가는 올랐던 1월 지표가 이런 우려를 촉발했다. 그러나 이 같은 우려는 과장됐다는 생각이다.

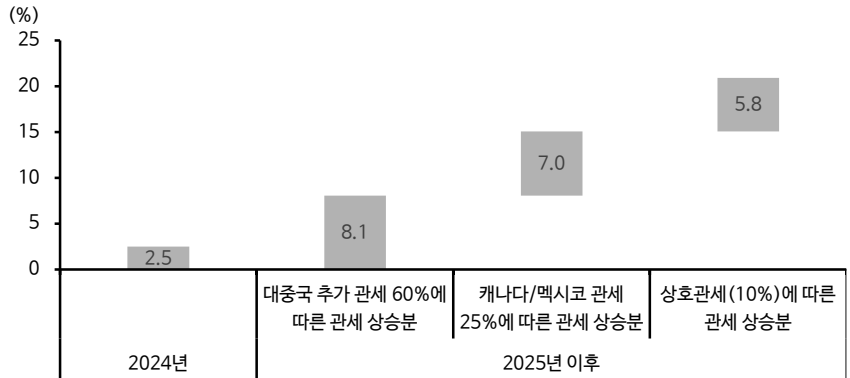
지금까지 제안된 트럼프의 주요 관세 정책을 적용될 경우, 미국 경제가 감당할 관세율은 20%에 도달할 것으로 예상되며, 이는 2024년 평균 관세율 2.5%에서 대폭 증가한 수치다. 다수 연구는 이런 관세가 결국 미국 소비자들에게 증세하는 결과와 동일하다는 것을 지적하며, 성장률 둔화와 물가 상승으로 귀결될 것이라고 언급하고 있다. 미국과 나머지 세계가 세계화 과정에서 이득을 본 것은 분명하기 때문에 세계 경제는 잠재 성장과 효율성의 저하를 겪을 것이다.

그러나 이것이 침체를 일으킨다는 것은 다른 이야기다. 자유무역 옹호론자인 폴 크루그먼조차, 보호무역주의가 즉각적인 침체를 일으키지는 않는다고 언급한 바 있다. 가장 마지막 보호무역주의 물결이 일었던 1920년대가 대표적이다. 미국이 자국산업을 보호하기 위해 1921년 비상관세, 1922년 포드니-맥컴버 관세를 통과 시키자 1920년대 내내 미국-유럽 간 관세 전쟁이 벌어졌다.

1920년대의 관세 상승폭은 트럼프가 제안한 관세율 상승분과 유사해 충격을 가늠해보기에 적당하다. 얼핏 침체가 곧바로 찾아왔을 것 같지만 미국은 1920년대 내내 호황을 누렸다. 1929년부터 시작된 대공황과 무역감소에 스무트-홀리 관세법(1930년)이 기여했다고 알려졌지만, 당시 교역비중은 9%에 불과했던 반면 미국 GDP는 15% 이상 하락했다. 관세가 대공황의 본질은 아니었다는 뜻이다.

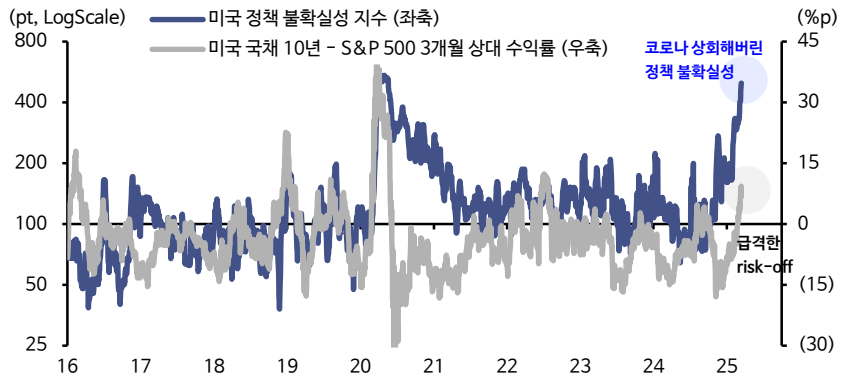
요약하면 보호무역주의 득세로 잠재 성장성과 경제 효율성이 둔화할 수 있다는 것은 이론의 여지가 없다. 그러나 관세로 미국 경제가 곧장 스테그플레이션으로 직행할거란 우려는, 연초 소비지표가 들쭉날쭉한 상황과 맞물려 과장됐다는 판단이다. 연초 소비지표는 관세가 묻었다고 보기 어렵다. 게다가 최근 소비 서베이 부진이 두드러지나, 소비 서베이는 소비에 좋은 예측력을 보여주지 못하고 있다.

트럼프가 제안한 관세율을 모두 수용하면, 미국 평균 관세율은 20% 수준



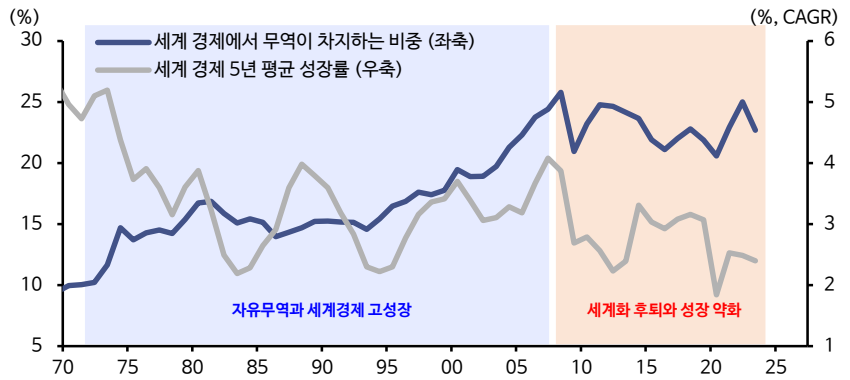
자료: 언론 종합, 신한투자증권

관세 충격과 정책 불확실성을 빌미로 위험자산에서 급격히 이탈한 금융시장



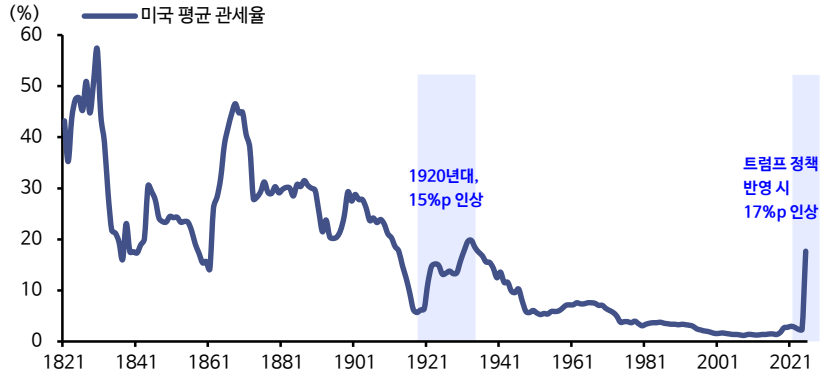
자료: Tax Foundation, 신한투자증권

보호무역주의, 세계 경제에 비효율성 촉발할 것이나



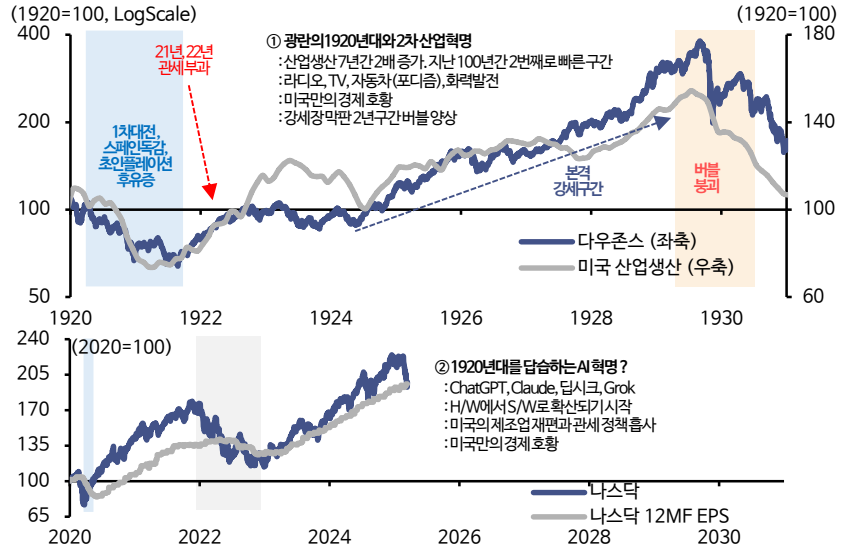
자료: LSEG, 신한투자증권

이번 관세율 인상 충격은 1920년대의 관세율 상승분과 유사한데



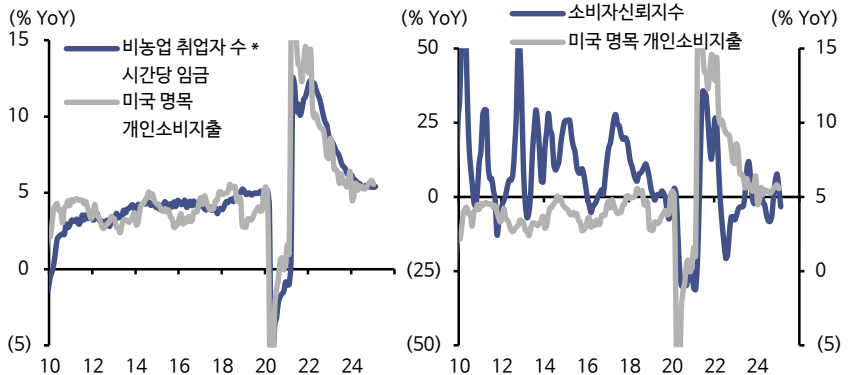
자료: Tax Foundation, 신한투자증권

다만, 관세가 즉각적 침체 의미하지는 않음: 1920년대, 경기 호황 - 주가 급등



자료: LSEG, 신한투자증권

최근 소비는 고용시장에 의해 지배. 소비심리의 설명력은 약화



자료: LSEG, 신한투자증권

2) 관세 타격을 받는 업종보다, 기술주와 성장주가 더 많이 하락했다

업종별 주가 차별화,
관세와는 별로 상관없는
방식으로 전개되는 중

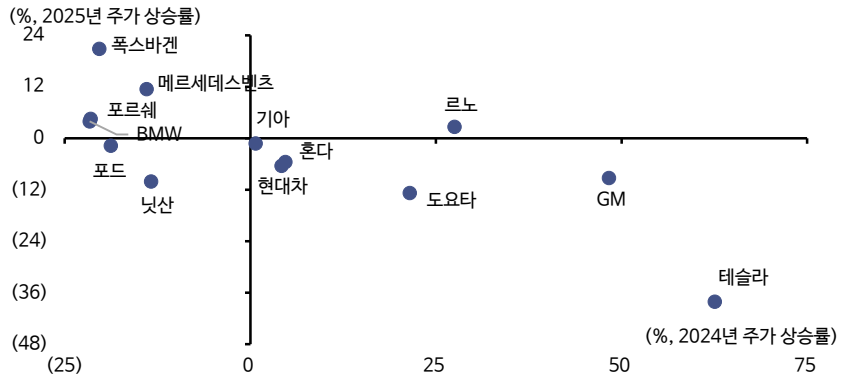
단적인 사례가 자동차
산업. 멕시코 최대 공장
보유한 폭스바겐 연초이후
20% 급등

관세가 2월 이후 시장 조정의 진정한 본질이 아니라고 생각하는 이유는, 업종별 주가 차별화가 관세와는 별로 상관없는 방식으로 전개되고 있기 때문이다.

트럼프의 관세 영향을 가장 크게 받을 것으로 예상되는 업종으로 자동차, 소비재, 유통, 농업, 그린 에너지, IT 하드웨어 업종이 거론된다. 만약 관세 부과에 따른 펀더멘탈 하강 우려가 주가 하락의 본질적인 이유였다면, 이들 업종은 시장의 우려가 극심해지는 과정에서 무차별적, 다른 업종들보다 더 많이 하락했어야 한다. 그러나 정작 주가는 그렇게 움직이지 않고 있다.

관세 우려가 높은 자동차 산업이 가장 좋은 사례다. 멕시코 내 최대 자동차 공장을 보유한 폭스바겐의 주가는 연초이후 20% 급등했다. 메르세데스벤츠와 BMW, 포르쉐도 공히 상승했다. 반면 GM과 도요타/현대차/혼다는 하락했는데 이들의 주가가 차별화된 이유는 순전히 기술적 부담으로 보인다. 2023~2024년에 하락했던 기업은 상승한 반면 당시 좋았던 종목들은 하락하고 있다는 것이다. 그렇다면 자동차 업종의 주가를 움직이는 동인은 관세보다는 가격이라고 볼 수 있다.

글로벌 주요 자동차 업종 주가 산포도



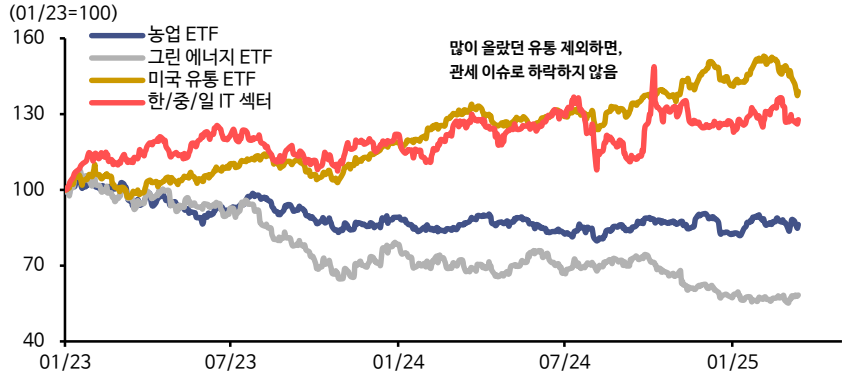
자료: LSEG, 신한투자증권

가격 부담 낮았던 업종들,
관세 타격 우려에도 불구하고
주가 하락 제약

피해주로 지목된 다른 산업들도 무차별적 하락보다 차별화되는 움직임을 보이고 있다. 미국 유통 업종은 4분기 실적 시즌에서 향후 소비에 대한 우려를 표명하고 주가가 하락했다. 그러나 맞관세전에 취약한 농업과 GVC 의존도가 높은 그린 에너지 업종 주가는 거의 움직이지 않았으며, 對미국 수출 피해가 예상되는 한국/중국/일본 등 동아시아의 레거시 테크 업종들도 주가가 양호하다.

또다시 가격 논리가 개입된다. 최근 하락하는 월마트, 코스트코, TJX로 대변되는 미국 유통주들은 2023~2024년 구간에서 S&P 500을 아웃퍼폼하는 상승세를 누렸다. 반면 생각보다 주가가 양호한 농업, 그린 에너지, 동아시아 레거시 테크는 지난 2년간 기술주 중심 강세장에 전혀 참여하지 못했던 업종들이다. 지난 2년간의 승자와 패자가 뒤바뀌는 흐름이 현재 시장 변동성의 본질이라는 생각이다.

관세 피해주로 지목되는 업종들의 주가 흐름



자료: LSEG, 신한투자증권

정작 관세 노이즈 확대 과정에서 관세 피해주로 언급되지 않는 기술주가 가장 크게 하락

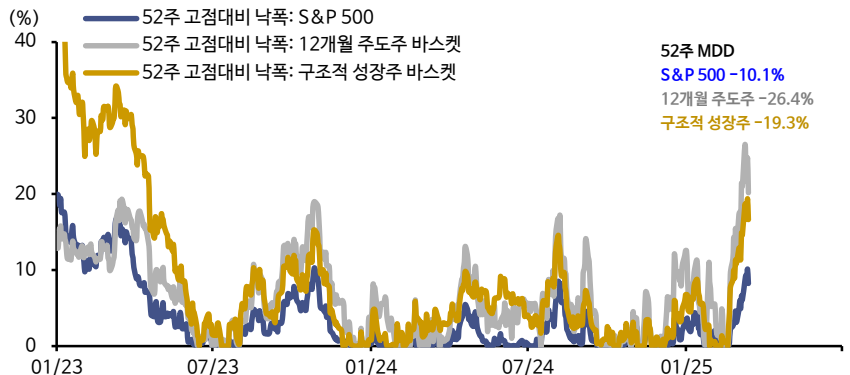
우리의 해석을 지지하는 또 하나의 가격 흐름은, 지난 한달간 주식시장이 투매를 겪는 과정에서 빅테크, AI 관련주, 기술주가 가장 많이 하락했다는 것이다. 이번 국면에서 주도주 지수와 구조적 성장주 지수는 고점대비 30~40% 하락해 나스닥(-13%), S&P 500(-10%)의 낙폭을 크게 상회한다.

기술주들의 주가가 30% 하락할 정도로 충격이 크다면, 관세 피해주 주가는 대폭락했어야

물론 관세는 빅테크와 AI 기술주들의 펀더멘탈에 영향을 줄 것이다. 그러나 빅테크는 필수재처럼 변했고, 높은 경제적 해자(=고마진)를 둘러쳤기 때문에 관세로 인해 소비가 둔화된다고 하더라도 그 영향은 직접적이기보다는 간접적일 공산이 크다. 따라서 빅테크와 AI는 관세 피해주로 잘 언급되지 않고 있다.

설령 관세 부과로 인해 소비가 둔화되거나 비용증가로 빅테크의 수익성이 영향을 받고, 그로 인해 현금흐름이 압박을 받아 Capex가 줄어들면서 AI 투자가 둔화된다는 로직까지 도달하려면 몇 단계를 더 거쳐야한다. 관세가 이런 완충 작용을 거치고도 기술주 주가가 30~40% 하락할 만큼 펀더멘탈에 영향을 줬다면, 앞서 언급한 관세 직접 피해주들은 최소한 빅테크보다는 많이 빠졌어야하지만, 피해주들은 오히려 AI 관련 기술주나 빅테크보다 많이 하락하지 않았다.

가실 가장 많이 하락한 것은 구조적 성장주 + 지난 2년간 많이 올랐던 주도주



자료: LSEG, Bloomberg, 신한투자증권

관세가 시장 조정의 본질이 아니라면: 저가매수 전략을 쓸 수 있다

상호관세 부과 시점, 역실적 장세의 시작이 아닌 불확실성의 정점으로 인식

관세, 직관적이다보니 하락의 본질로 취급받아. 정작 시황을 보면, 관세는 조정의 구실 or 명분

‘관세에 따른 경기 침체 우려’라는 헤드라인이 너무나도 직관적이고 강력하기 때문에 미국 주식시장이 하락하는 과정에서 본질로 취급받았던 감이 있다.

일정 부분 기여한 것은 맞겠지만, 실상 주가가 움직이는 내용을 들여다보면 관세 우려보다는 지난 2년간 많이 상승했던 주도주들, 특히 미국 AI 관련주들의 기술적 부담이 급작스럽게 표출되고 있는 것이 시장 변동성의 본질이라고 보여진다. 관세는 조정의 좋은 구실 혹은 명분이라고 해석하는 것이 맞다는 판단이다.

만약 관세를 조정의 본질이라 본다면 4월 2일 상호관세 발효 이후 저가매수 불가할 것이나

이를 인식하는 것은 향후 투자전략을 구상하는 차원에서 대단히 중요하다. 만약 관세가 미국 주식시장의 펀더멘탈을 영구적으로 손실시킬 것이라고 판단한다면 지난 한달간 겪은 매도세는 앞으로 시작될 역실적 장세의 신호탄이었다고 봐야 하며, 트럼프 행정부의 계획대로 4월 2일 상호관세가 발효되면 저가매수는 한도 안 불가능할 것이라는 전략적 결론으로 귀결될 것이다.

조정의 본질이 기술적 부담이라면, 상호관세 발효 전후 저가매수 가능

그러나 시장 조정의 본질이 기술적 부담이었고, 관세가 펀더멘탈 타격보다 정책 불확실성과 노이즈의 매개체였다고 본다면 4월 2일 상호관세의 발효는 불확실성의 정점을 통과하는 것으로 해석될 수 있다. 기업이익 개선세가 살아있다면 관세 발효 이후의 시기는 저가매수를 고려할 수 있는 시점으로 볼 수 있다.

과거 기술혁신 강세장의 패턴을 참고할 경우, 4월말 전후 주가는 상승 추세 복귀 가능

실적 개선을 전제로 4월 전후 저가매수 베팅을 고려할 수 있는 또다른 이유로, 미국 기술혁신 강세장의 패턴을 고려할 수 있다. 닷컴 버블(’95-’00)과 FAANG 사이클(’16-’21)은 모두 3년차 초반부 나스닥 기준 15% 이상의 조정을 겪었다. 최근의 주가 하락도 공교롭게도 과거의 궤적을 그대로 따라가고 있는데 조정의 길이는 2~3개월 정도였다. 과거 패턴을 따라간다면, 2월 중순부터 하락이 시작됐으니 4월말 실적 시즌에서 실적 개선을 재확인할 시 상승세가 재개될 수 있다.

기술혁신 강세장의 패턴: 3년차 초반부 주가 하락 vs. 이후 랠리 지속



자료: LSEG, 신한투자증권

미국 주식시장, 4Q 실적 시즌 가이던스 상향 실패로 유럽/중국 등 대안 시장에 수급 이탈 허용

1Q 실적 시즌이 중요. 컨센서스/주가 동반 하락한 상황에서 in-line에만 성공해도 안도 랠리 가능

소프트 지표 부진 vs. 하드 지표 강세 고려 시 1Q 실적 양호할 가능성

결론: 저가매수 가능. 4월을 적극적으로 활용

상승 추세 복귀에 있어 남은 가장 중요한 과제는 실적에 대한 자신감 회복

우리는 미국 주식시장이 조정을 겪은 이유가 가격/기술적 부담이 극대화됐기 때문이라고 보며, 단초를 제공한 것은 4분기 실적 시즌이었다는 생각이다.

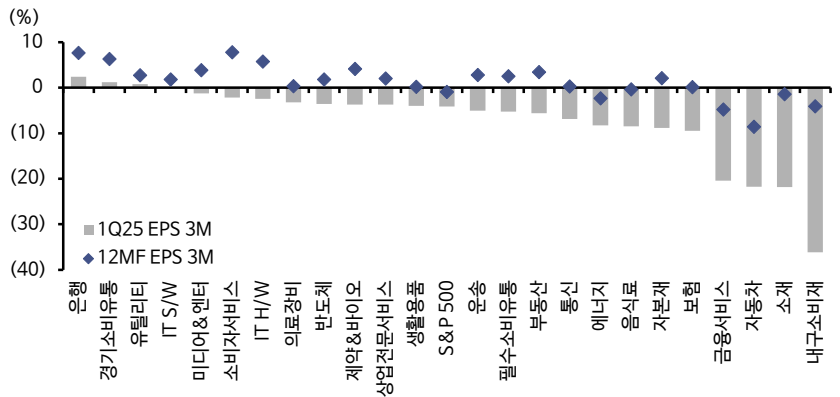
① 지난 2년간 기술주들은 매년 beat and raise에 성공하면서 수급을 독식하고 가격 부담을 극복해왔는데, ② 4분기 실적 시즌에서 기술주들은 호실적과 업황에 대한 자신감을 표출했음에도 불구하고 가이던스를 더 높이지 못했고, ③ 가이던스 상향 실패는 그동안 미뤄졌던 가격 부담을 크게 마주하는 그림으로 귀결됐다고 보여진다. ④ 이런 상황에서 이들만큼 성장성이 양호한데 가격 부담이 낮은 투자 대안(유럽 방산/은행, 항생테크)들이 대두되면서 수급 분산을 야기한 것이 미국 주식시장과 주도주들이 겪은 주가 하락의 근본적 이유였다는 생각이다.

그렇다면 4월 중순부터 시작될 1분기 실적 시즌에서 시장의 자신감이 회복돼야 한다. S&P 500 기업들의 1분기 실적 컨센서스는 직전 3개월간 5.0% 하향 조정됐다. 최근 약화된 시장의 자신감이 여과없이 보여지는 대목이다. 이 정도의 컨센서스 하향 폭과 최근 미국 주식시장이 겪은 주가 하락 폭을 같이 고려하면, 다음 분기 실적 컨센서스 상향까지 바랄것도 없이 당기 실적 서프라이즈만 되어도 작년 3분기 제시됐던 성장 그림이 지켜진다는 시장의 안도감을 불러올 수 있다.

아직 1분기 실적 시즌의 향방을 속단하기는 이른 시점이다. 또한 실적을 확인하기 전까지 미국 주식시장이 각종 노이즈에서 완전히 자유로울 수도 없을 것이다. 다만 작년부터 미국의 소프트 데이터는 부진한데 하드 데이터가 견고함을 이어가는 현실을 단서로 볼 수 있다. 이를 실적에 대입한다면, 1분기 실적 시즌은 컨센서스는 하향되는데 막상 실적을 까보면 양호한 구도로 전개될 가능성이 있다.

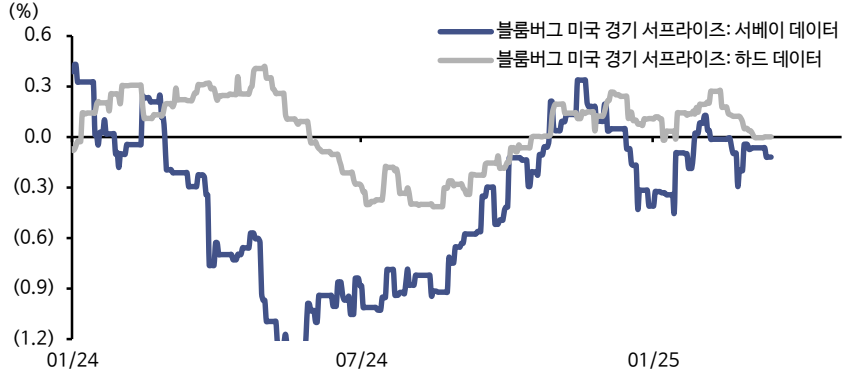
결론적으로 주가가 하락한 상황에서 마주할 1분기 실적 시즌은 중립 이상의 재료가 될 가능성이 높아보인다. 4월 2일 상호관계 발효 시점 ~ 1분기 실적 시즌 구간을 저가매수의 기회로 삼아볼 수 있다는 생각이다.

업종별 S&P 500 1Q25 실적 컨센서스 변화율: 거의 대부분이 하향 조정



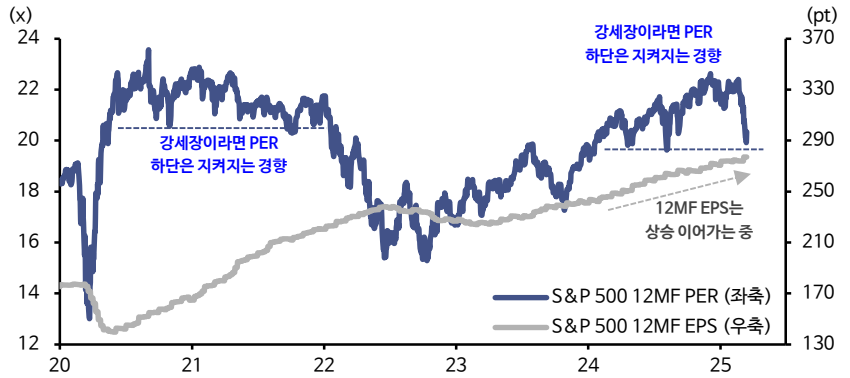
자료: LSEG, 신한투자증권

소프트 데이터와 하드 데이터의 온도 차: 부진한 심리 vs. 양호한 실물 연속



자료: Bloomberg, 신한투자증권

S&P 500 12MF PER은 2024년 이후 밴드 하단 임계: 호재에 민감한 구간



자료: LSEG, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김성환, 오한비).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 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 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

연초 경기 선방했으나 대내외 불확실성 잔존



China Equity Strategist

신승웅

☎ (02) 3772-3175

✉ aidenshin@shinhan.com

1~2월 소매판매, 산업생산, 고정자산투자 일제히 컨센서스 상회

중국 1~2월 누적 동행지표는 소비, 생산, 투자 일제히 예상치를 상회했다. 소매 판매는 이구환신 정책 효과로 전년동기대비 4.0% 늘어 3개월 연속 개선세가 확대됐다. 산업생산은 전년동기대비 5.9% 증가해 예상치(+5.3%)를 재차 웃돌았다. 고정자산투자는 전년동기대비 4.1% 늘어 작년 4월 이후 가장 높은 증가세를 보였다. 도시실업률은 5.4%로 전월(5.2%) 대비 하락하며 고용 부진이 지속됐다.

[생산] 제조업 양호, 유틸리티 약화 [수출] 미국, EU, 아세안 부진

1~2월 누적 산업생산은 광업과 제조업, 유틸리티가 각각 전년대비 4.3%, 6.9%, 1.1%씩 늘었다. 광업은 난방 수요 확대로 석탄 생산이 5.4% 늘어 증가세가 확대됐다. 제조업 생산은 증가세는 다소 둔화되었으나 여전히 전체 산업생산을 주도했다. 운송설비(+20.8%), 전기장비(+12.0%), IT(+10.6%), 화학(+9.5%) 업종 생산 확대가 두드러졌다. 자동차(+12.0%), 철강(+5.7%)은 증가세가 둔화됐다.

1~2월 누적 수출은 전년동월대비 2.3% 늘어 예상치(+5.9%)와 전월치(+10.7%)를 크게 밑돌았다. 2024년 5월 이후 가장 낮은 증가세다. 관세 불확실성에 대응한 가수요 약화와 조업일수 감소 영향이 컸다. 아세안향(+5.7%), 미국향(+2.3%), EU향(+0.6%) 공히 증가세가 둔화됐다. 수입은 전년동월대비 8.4% 감소하며 예상치(-1.0%)와 전월치(+1.0%)를 공히 하회했다.

[소비] 소비진작 효과 유효. [투자] 부동산 제외 대체로 양호

1~2월 누적 소매판매는 전년동월대비 4.0% 증가해 예상치(+3.8%)와 전월치(+3.7%)를 소폭 웃돌았다. 재화소비(+3.9%)는 2025년 이구환신 예산 조기 편성 효과로 완만한 개선세를 이어갔다. 특히 통신기기(+26.2%), 스포츠용품(+25.0%), 가구(+11.7%), 음식료(+11.5%) 등 품목의 증가세가 확대됐다. 외식소비(+4.3%)는 춘절 효과와 국무원의 문화·관광 촉진정책에 양호한 회복세를 시현했다.

고정자산투자는 1차, 2차와 3차산업이 각각 12.2%, 11.4%, 0.7% 늘었다. 제조업 투자(+9.0%)는 운송(+37.3%)과 자동차(+27.0%), 기계(+21.6%)를 중심으로 양호한 흐름을 이어갔다. 인프라투자(+10.0%)는 전월에 이어 양호한 증가세가 이어졌다. 전력 및 화력발전 등 유틸리티(+25.4%) 투자가 크게 확대된 영향이다.

연초 경기 선방에도 잔존한 불확실성. 정부 재정부양 강화 기대

대내외 불확실성에도 정부 부양책 강화에 연초 중국 경제지표는 선방했다. 소매 판매는 지난 4분기부터 완만한 회복세를 이어가고 있고 고정자산투자도 반등 흐름이 관찰된다. 다만, 고용지표와 물가지표가 부진한 점은 내수회복이 아직 제한적임을 시사한다. 주택시장도 1선도시를 제외하면 가격, 거래, 투자 공히 부진하다. 관세 마찰에 따른 수출 둔화는 제조업 경기 위축의 잠재리스크 요인이다.

3월 초 진행된 전인대에서 올해 성장률 목표로 5.0% 내외가 제시됐다. 핵심인 재정정책은 부족함이 없었다. GDP 대비 재정적자비율은 4.0%로 상향했고 1.8조 위안 규모 특별국채 발행도 결정했다. 광의적 재정적자비율은 8.4%(1.8%p YoY)로 확대돼 금융위기 이후 가장 높은 수치를 기록할 전망이다. 올해 정책 우선순위로 '전방위적 내수확대'가 제시됐다. 소비재 이구환신 예산으로 3,000억위안(+100% YoY)을 배정했고 전인대 종료 후 소비촉진 액션플랜도 공개됐다. 소득 증진과 소비지원 강화가 핵심 골자다. 올해 소비의 성장기여도 확대를 기대한다.

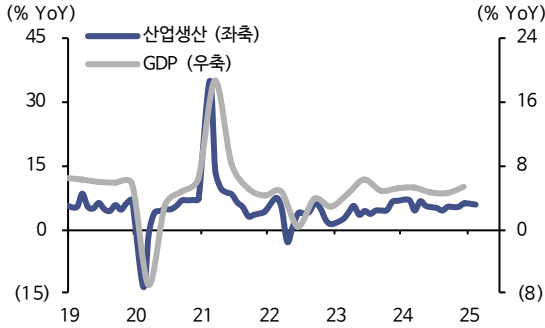
주식시장 측면에서 비관보다 낙관에 무게를 둔다. 정부의 재정부양 의지가 숫자로 확인됐고 이례적으로 자산시장 부양을 강조하고 있다. 자산가격 반등이 소비 회복으로 연결되는 부의효과를 염두에 둔 정책 기조다. 주식시장이 매크로에 선행할 가능성이 크다. 업종 측면에서는 우호적 정책 환경 속 내수주의 키맛추기 가능성에 주목해야 한다. 가격 부담이 낮고 정책 수혜가 예상되는 화장품, 가전, 음식료, 전기차, 여행 섹터를 선호한다. 중기적 관점에서는 기술주의 주도주 지위가 지속될 전망이다. 정부는 AI, 로봇, UAM 등 10대 전략산업을 선정해 대규모 투자를 예고했다. 기술주와 내수주 조합의 중국주식 비중확대 의견을 유지한다.

중국 주요 경제지표 및 컨센서스 요약

	8월	9월	10월	11월	12월	2월	
						발표치	컨센서스
산업생산 (% YoY)	4.5	5.4	5.3	5.4	6.2	5.9	5.3
소매판매 (% YoY)	2.1	3.2	4.8	3.0	3.7	4.0	3.8
누적 고정자산투자 (% YoY)	3.4	3.4	3.4	3.3	3.2	4.1	3.2
GDP (% YoY)	-	4.6	-	-	5.4	-	-
수출 (% YoY)	8.7	2.4	12.7	6.7	10.7	2.3	5.9
수입 (% YoY)	0.4	0.3	(2.3)	(3.9)	1.0	(8.4)	(1.0)
무역수지 (십억달러)	91.0	81.7	95.7	97.4	104.8	170.5	147.5
소비자물가 (% YoY)	0.6	0.4	0.3	0.2	0.1	(0.7)	(0.4)
소비자물가 (% MoM)	0.4	0.0	(0.3)	(0.6)	0.0	(0.2)	-
생산자물가 (% YoY)	(1.8)	(2.8)	(2.9)	(2.5)	(2.3)	(2.2)	(2.1)
생산자물가 (% MoM)	(0.7)	(0.6)	(0.1)	0.1	(0.1)	(0.1)	-
M2 유동성 (% YoY)	6.3	6.8	7.5	7.1	7.3	7.0	7.0
금융기관 신규대출 (십억위안)	900.0	1,590.0	500.0	580.0	990.0	1,010	1,250
PMI 제조업지수 (기준=50)	49.1	49.8	50.1	50.3	50.1	50.2	49.9
PMI 비제조업지수 (기준=50)	50.3	50.0	50.2	50.0	52.2	50.8	50.4

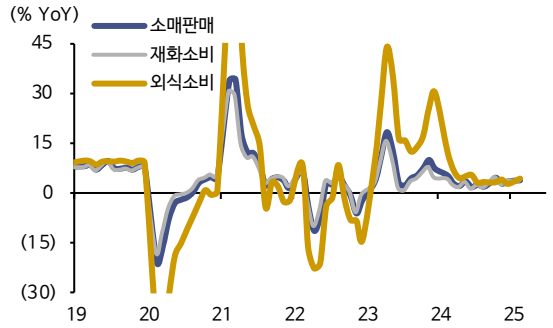
자료: Bloomberg, 신한투자증권

산업생산과 GDP



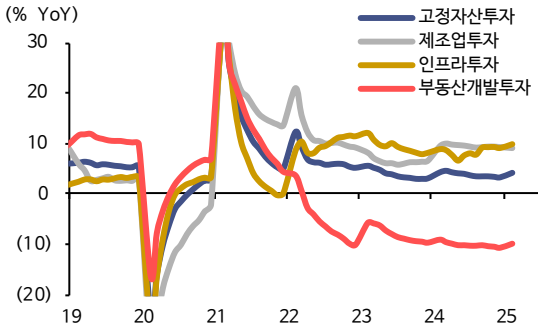
자료: Bloomberg, 신한투자증권

유형별 소매판매



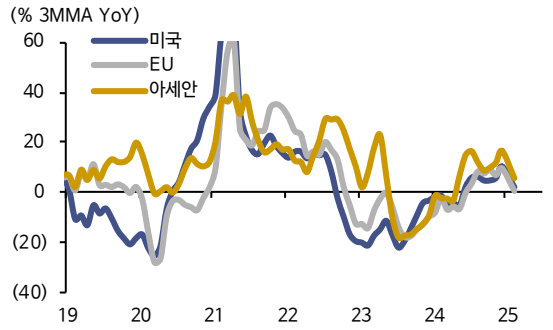
자료: Bloomberg, 신한투자증권

유형별 고정자산투자



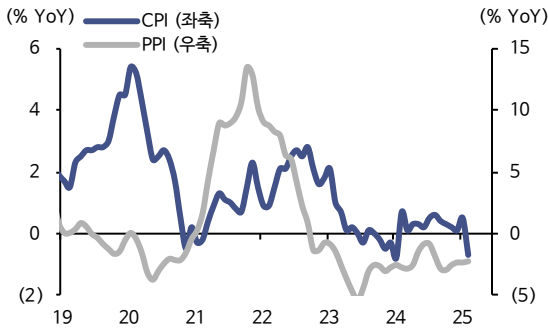
자료: Bloomberg, 신한투자증권

국가 및 지역별 수출



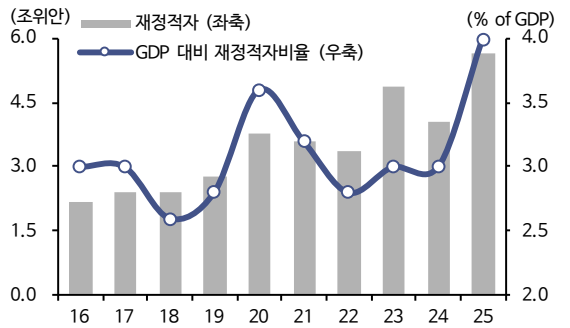
자료: Bloomberg, 신한투자증권

소비자물가와 생산자물가



자료: Bloomberg, 신한투자증권

GDP 대비 재정적자비율



자료: Bloomberg, 신한투자증권

📌 Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 신승웅).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 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 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.



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

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

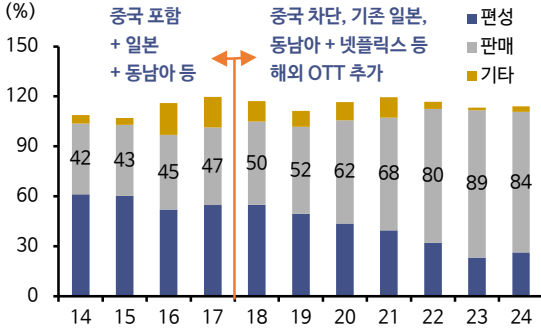
대내외적 불확실성 속, 하방 압력이 적고 내수 진작 기대감이 반영되는 종목에 대한 관심이 쏠리고 있다. 광고 업종도 이에 포함되는데, 넷플릭스의 세력만 커지는 미디어 산업 판도 변화에서 (공급) 다양한 플랫폼들의 광고 사업 영역 확장 ⇒ 인벤토리 증가, (수요) 모바일 중심의 소비 쏠림 현상과 OTT에 대한 광고주들의 인식 개선이 맞물리고 있다. OTT 광고의 새로운 투자 기회가 돋보인다.

적합한 종목으로 간추리기

1번, 2번에 가장 부합하는 엔터업에 대한 섹터콜을 유지한다. 세 가지 리레이팅 요소에 완만히 부합하고 펀더멘털이 양호한 가운데, 신사업 비용 이슈, 공매도 우려로 촉발된 조정은 매수 기회다. 중국 개방 시, 실적 베타가 가장 큰 미디어 종목은 스튜디오드래곤, OTT 광고 성장의 투자 기회에서는 나스미디어가 좋다.

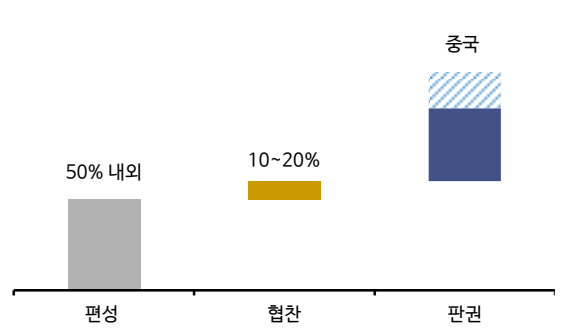
II. Key Charts

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

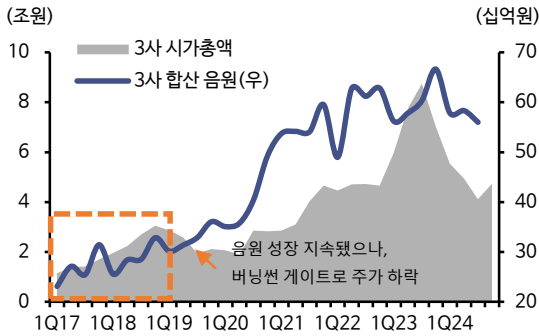
자료: 회사 자료, 신한투자증권

한한령 해제 시 중국 공연 수익 - 기획사 몫 추정

항목(원)	금액	비고	
중국 BM	회당 MG(개런티/출연료)	1,300,000,000	기존 9.4억원 대비 상당 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	

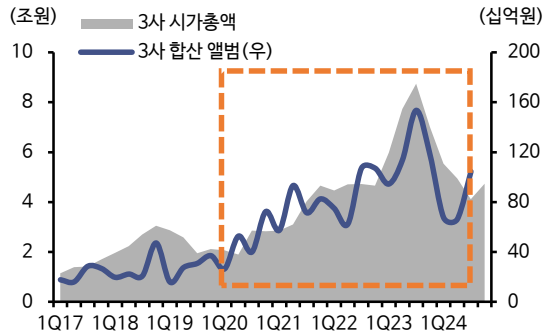
자료: 신한투자증권

2017~2018년 음원 리레이팅



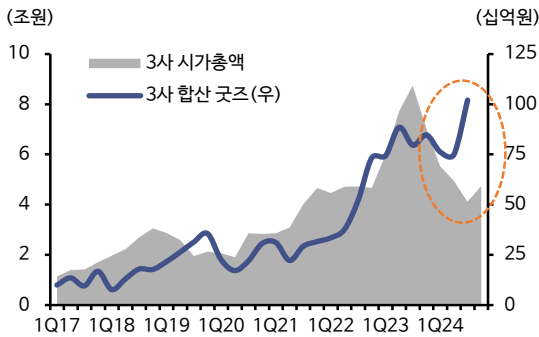
자료: 회사 자료, 신한투자증권

2020~2023년 앨범 리레이팅



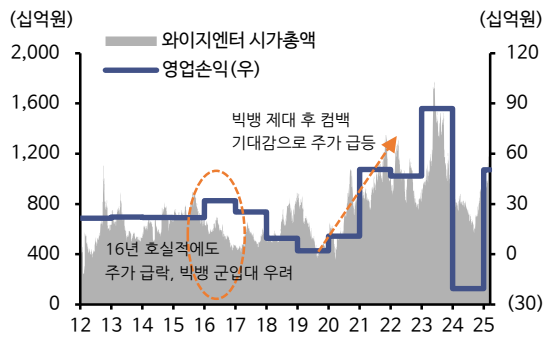
자료: 회사 자료, 신한투자증권

2025~2026F 굿즈 리레이팅의 가능성



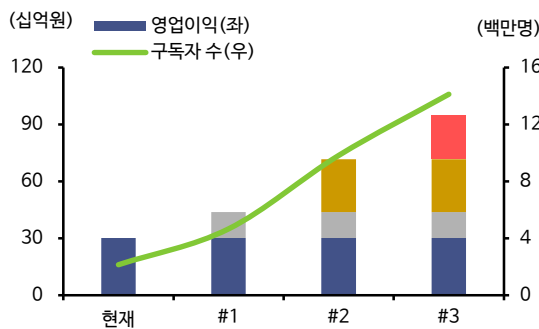
자료: 회사 자료, 신한투자증권

와이지엔터 빅뱅 군입대 전후 시가총액 및 실적



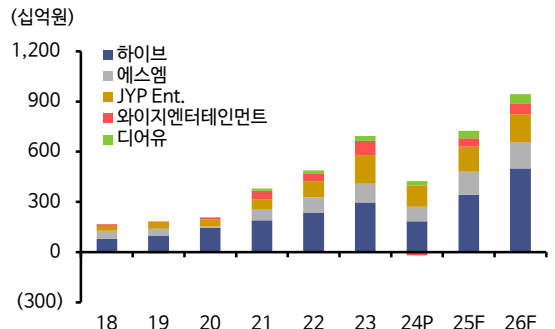
자료: 회사 자료, 신한투자증권

디어유 중국 시나리오별 추가 이익



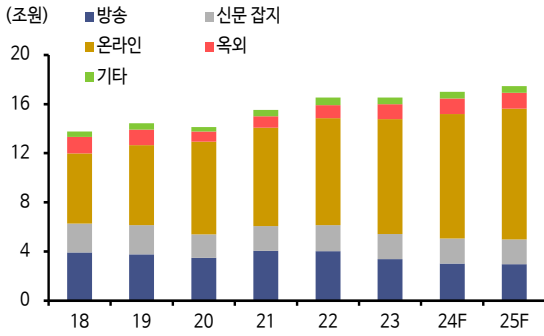
주: 모든 가정은 2Q24 수치 기준, 월 구독료는 4,500원 고정
 시나리오 #1: 기존 IP에 대한 중국 안드로이드 시장 확대
 시나리오 #2: 텐센트 내 산하 플랫폼 가입자의 전환
 시나리오 #3: 중국 IP 신규 진입에 따른 구독자수 증가
 자료: 회사 자료, 신한투자증권

엔터 커버리지 5개사 합산 영업손익 추이



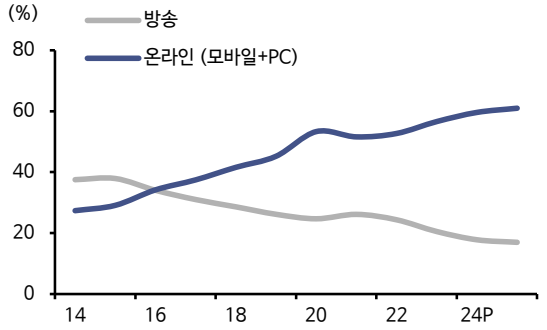
자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국 광고 매체별 규모 추이



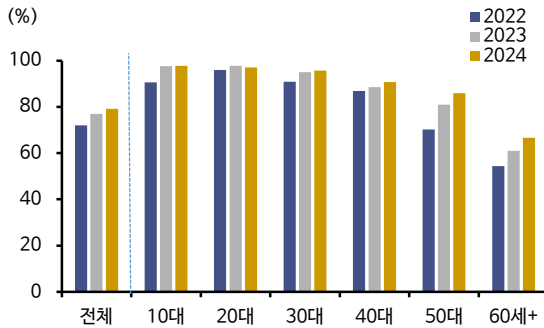
자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

방송, 온라인 광고 시장 점유율 추이



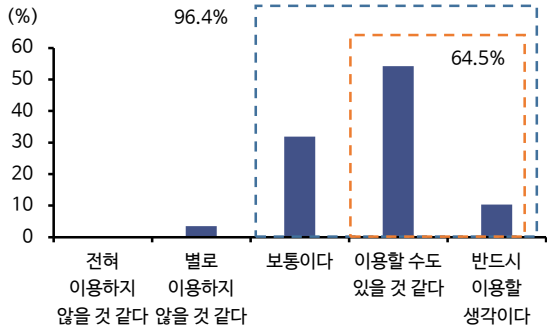
자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

세대별 OTT 이용률 추이



자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

광고형 요금제(AVOD) 이용 의향



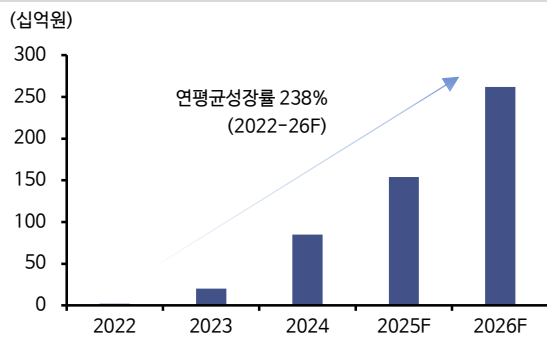
자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

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. 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 리쿱비율은 최소 10%p다. 실적 효과는 판매 리쿱비율 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 열린데다, 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 종목은 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

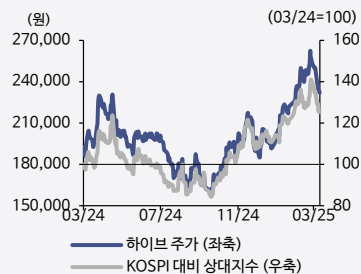
실적추정치	유지
Valuation	유지

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%

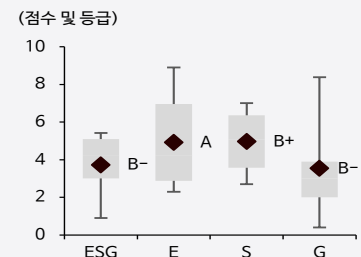
주요주주 (%)	
방시혁 외 25인	32.5
넷마블	9.4

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 덩일 뿐, 조정 시 적극 매수 기회

본업은 펀더멘털/외부변수/모멘텀/리레이팅 요소 모두 완벽한 조화를 이루는 시기. 중국은 덩일 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 투자여건 유지. 이미 글로벌하게 판을 키워 놓은 동사에게 중국은 그저 덩일 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

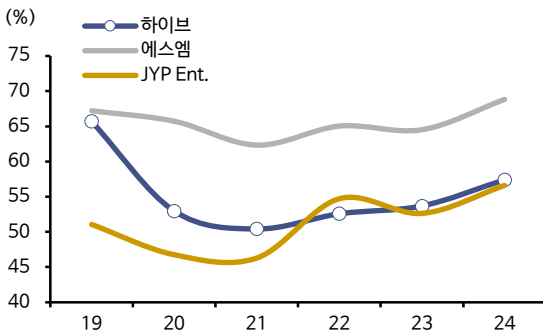
자료: 회사 자료, 신한투자증권

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

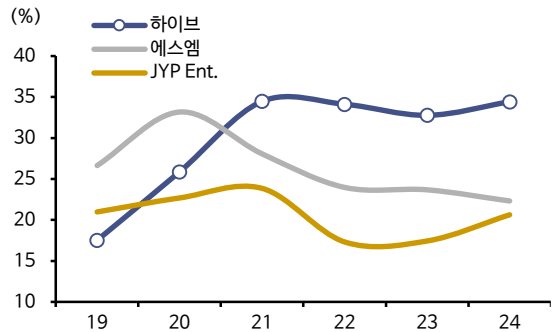
자료: QuantiWise, 신한투자증권

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

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

[엔터테인먼트]

지인해 연구위원
✉ inhae.ji@shinhan.com

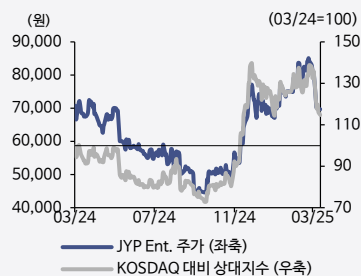
김지영 연구원
✉ jiy.kim@shinhan.com

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



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(+2638% 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 축소 외 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/킥플립 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

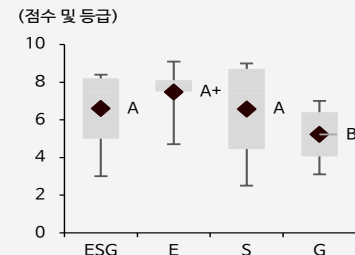
Valuation & Risk: 길게 보면 PER 20배는 매력적

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

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

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

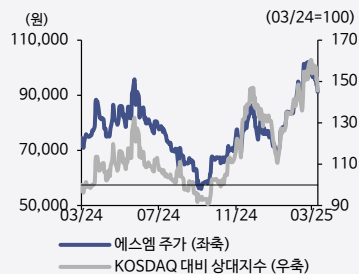
시가총액	2,181.2십억원
발행주식수(유동비율)	22.9백만주(57.0%)
52주 최고가/최저가	102,000 원/56,000 원
일평균 거래액 (60일)	17,949백만원
외국인 지분율	13.7%

주요주주 (%)

카카오 외 7인	40.9
하이브	9.5

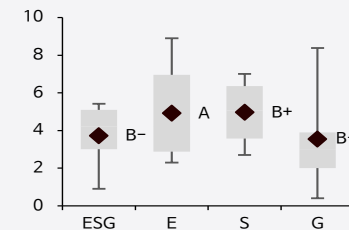
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	4.7	22.9	24.7	30.6
상대	8.2	14.8	47.7	20.6

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



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 탐라인은 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

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

와이지엔터테인먼트 (122870)

적지만 강한 IP 파이프라인

2025년 3월 18일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	74,000 원 (상향)
✓ 상승여력	17.0%	✓ 현재주가 (3월 14일)	61,300 원

신한생각 | 업종 투자포인트를 계속해서 견인해줄 듯

블랙핑크를 포함한 보유 IP들의 활동 풀가동으로 25년 턴어라운드 확실시. 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

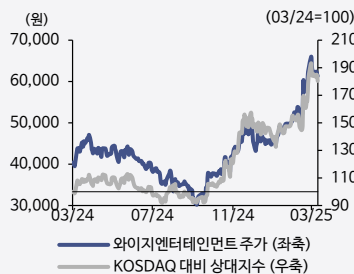
시가총액	1,145.8십억원
발행주식수(유동비율)	18.7백만주(72.0%)
52주 최고가/최저가	66,000원/30,200원
일평균 거래액 (60일)	15,252백만원
외국인 지분율	13.3%

주요주주 (%)

양현석 외 5인	23.0
네이버	8.9

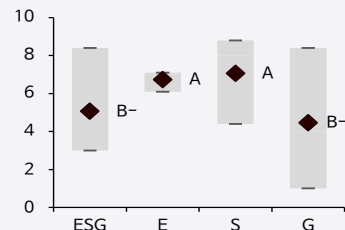
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	18.6	27.0	39.8	37.1
상대	22.1	20.0	69.0	28.2

주가

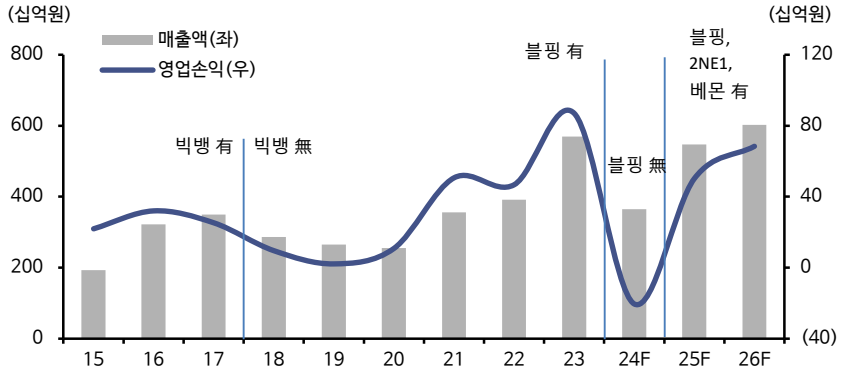


ESG 컨센서스

(점수 및 등급)

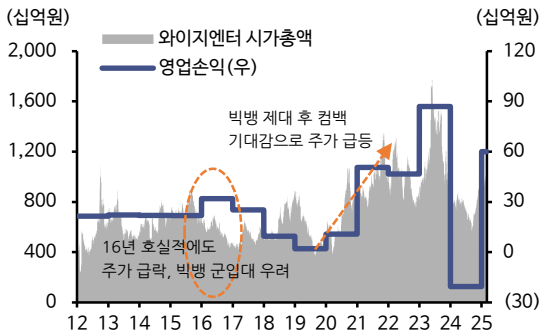


와이지엔터테인먼트 실적 추이 및 전망



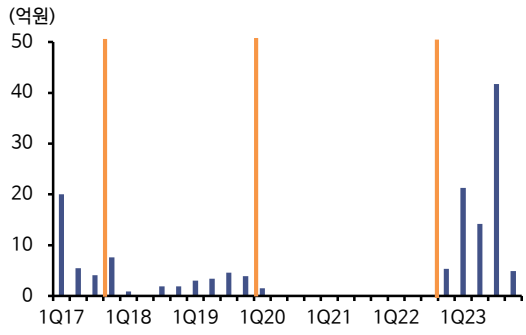
자료: 회사 자료, 신한투자증권

와이지엔터 빅뱅 군입대 전후 시가총액 및 실적



자료: 회사 자료, 신한투자증권

와이지엔터 일본 외 콘서트 회당 MG 추이

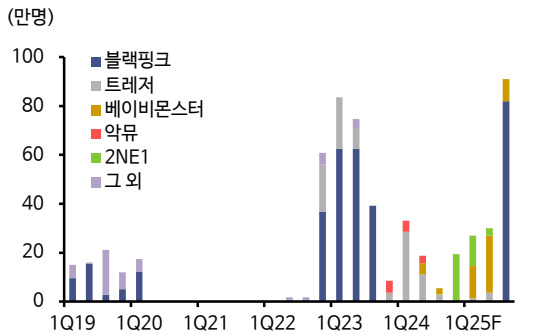


자료: 회사 자료, 신한투자증권

주: 콘서트 매출액 ÷ 일본 외 콘서트 횟수

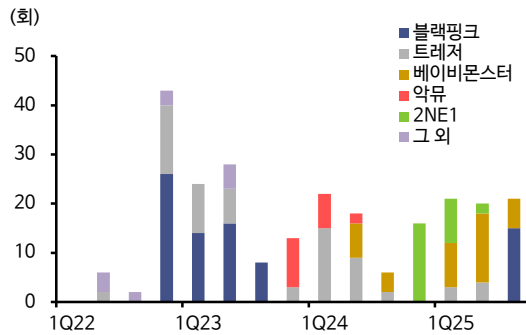
일본 콘서트는 회당 MG가 아닌 수익배분(관객수 x 티켓가격, 비용 참가 후 순이익) 구조로 '로열티' 실적으로 인식

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	1,170						
목표주가(원)	74,000						
현재주가(원)	62,600						
상승여력(%)	18.2						

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

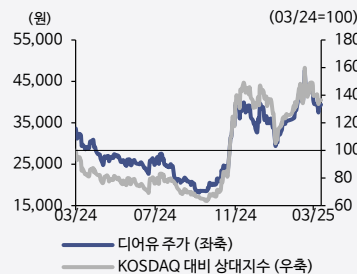
Revision	
실적추정치	유지
Valuation	상향

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

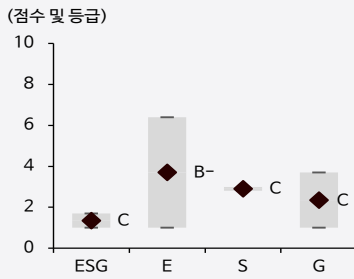
Valuation & Risk: 실적/멀티플 상방 확인

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

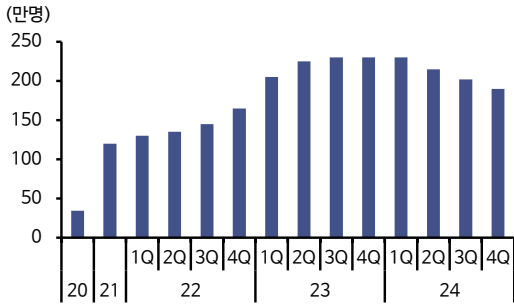
자료: 회사 자료, 신한투자증권

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

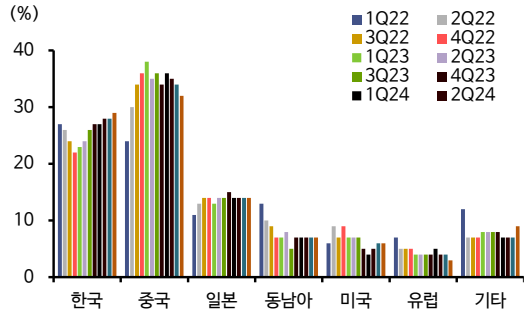
자료: 회사 자료, 신한투자증권

디어유 구독자수 추이



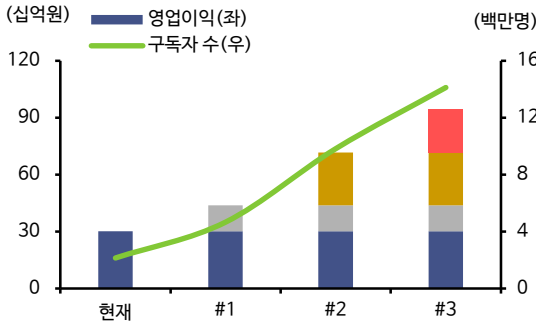
자료: 회사 자료, 신한투자증권

디어유 구독자수 지역별 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

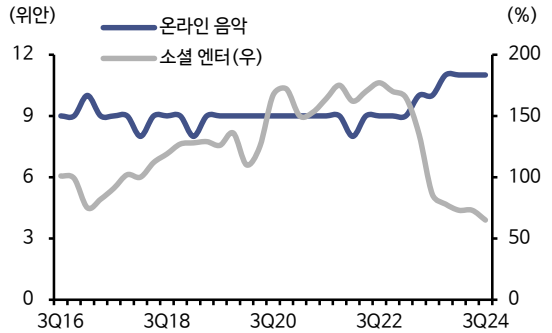
디어유 중국 시나리오별 추가 이익



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

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(리콥을), 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	-

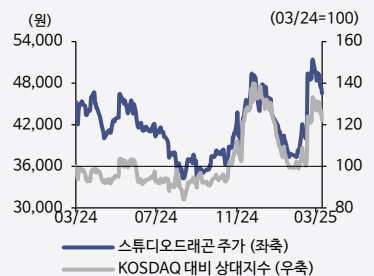
자료: 회사 자료, 신한투자증권

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%

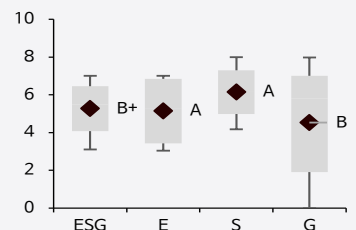
주요주주 (%)				
CJENM 외 3인				54.8
네이버				6.3
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	15.6	0.8	3.1	8.7
상대	19.5	(5.9)	22.1	0.4

주가

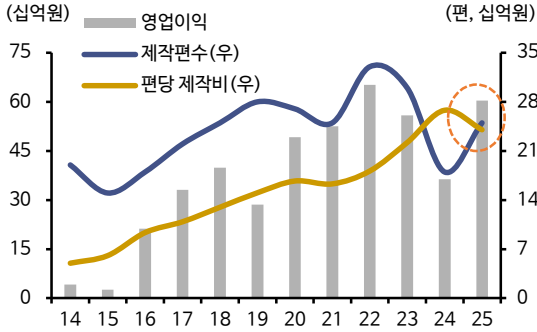


ESG 컨센서스

(점수 및 등급)

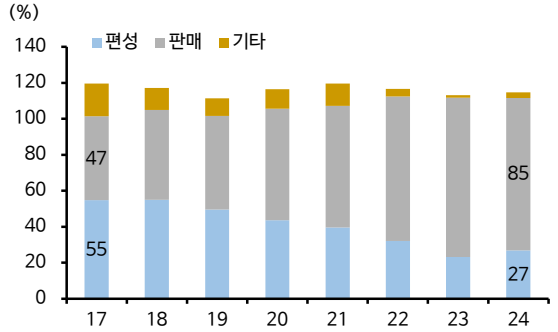


스튜디오드래곤 Q, C, OP



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	괴리
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

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

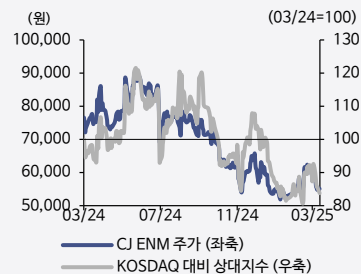
Revision

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(테빙 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 체로 베이스윈을 발굴한 아이돌 데뷔 프로젝트 <Boys || Planet> 한중 동시방영은 실적 기여도에는 미미하나, 주가에는 매우 긍정적 역할 기대

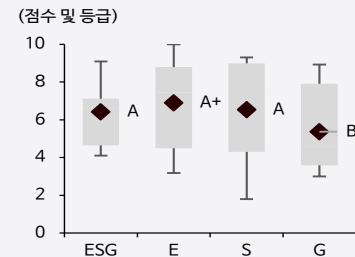
Valuation & Risk: 실적 하향, 멀티플 상향 요소 공존

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

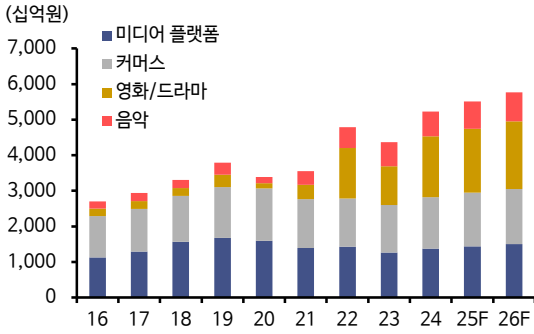
12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	4,792.2	137.4	(120.1)	-	(3.3)	0.6	3.8	-
2023	4,368.4	(14.6)	(315.9)	-	(9.3)	0.5	4.9	-
2024P	5,231.4	104.5	(502.7)	-	(16.7)	0.4	2.5	-
2025F	5,513.5	190.8	26.8	45.2	1.0	0.4	2.4	-
2026F	5,770.2	254.6	87.1	13.9	3.0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

자료: 회사 자료, 신한투자증권

ESG 컨센서스

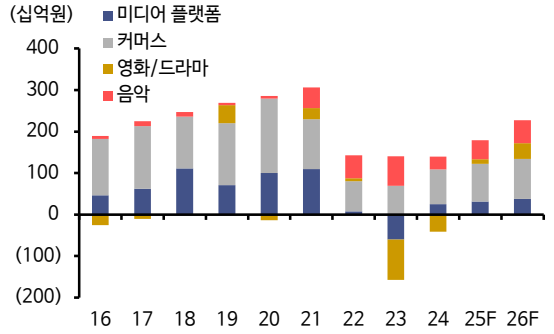


CJ ENM 사업부문별 매출액



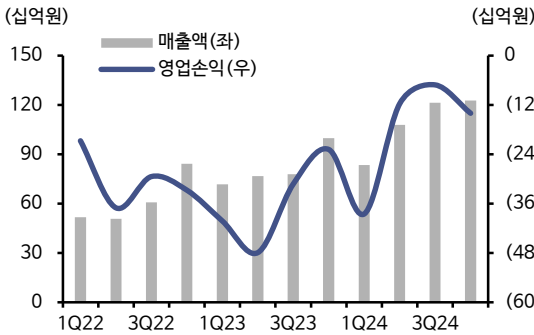
자료: 회사 자료, 신한투자증권

CJ ENM 사업부문별 영업손익



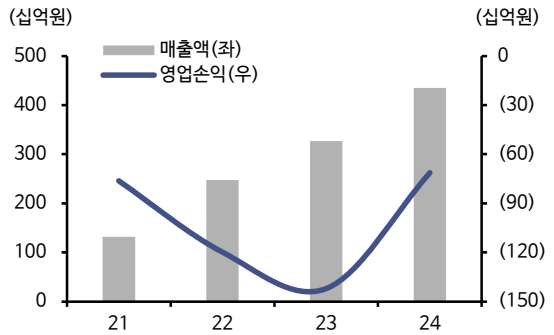
자료: 회사 자료, 신한투자증권

티빙 분기 영업실적



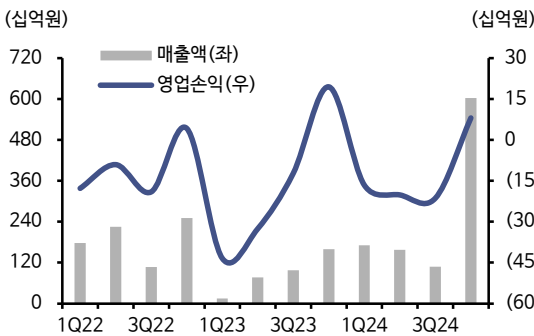
자료: 회사 자료, 신한투자증권

티빙 연간 영업실적



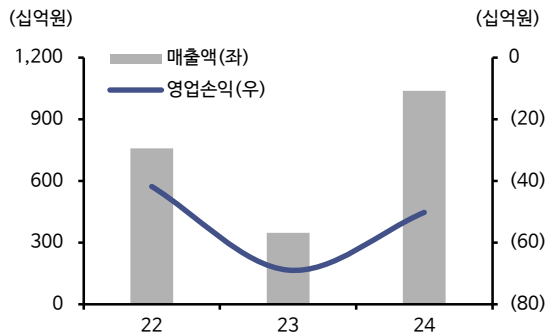
자료: 회사 자료, 신한투자증권

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

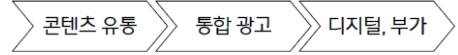
콘텐츠 편성 전략 강화

- 드라마** 분기별 텐트폴 전진배치 통한 제2의 <눈물의 여왕> 창출
 수/목 드라마 블록 재개/안착 하 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

신규 콘텐츠 및 BM 확대

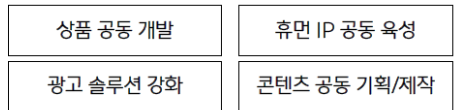
- 통합 광고** 채널+TVING 결합 상품 및 업프론트 확대
 콘텐츠 커머스 시너지 광고 상품 개발 및 세일즈 강화
- 쇼츠/숏폼** 특화 광고 개발 및 커머스 도입 등 신규 수익 확보
 콘텐츠 트래픽 유입, 결제 구독 확대 통한 매출 성장

“콘텐츠 밸류 및 부가 가치 확대”



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

“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

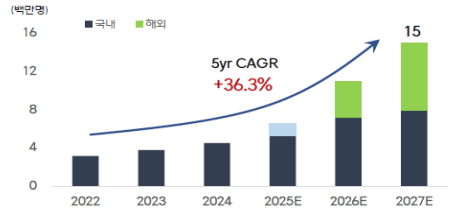
- 플랫폼 수익화: 영상·참여형 콘텐츠 강화 기반 글로벌 트래픽 확보 및 콘텐츠 수익화
- BM 고도화: HIP 라인업 강화로 커머스 사업 및 디지털 부가사업 확장

온스타일 큐레이션 라이브쇼핑 플랫폼

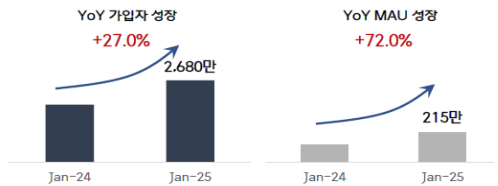
- 콘텐츠 커머스: 콘텐츠 제작역량 기반 대형 MLC, 미드폼, 숏폼 IP 활용한 멀티 포맷 콘텐츠 커머스 강화
- 고객 활동성 증대: 팬덤·신규 브랜드 확보로 고객 유입 효과 확대 및 구매 지표 활성화

자료: 회사 자료, 신한투자증권

“국내·해외 TVING 가입자 성장 목표”



“엠넷플러스 가입자 및 MAU 성장 지속”



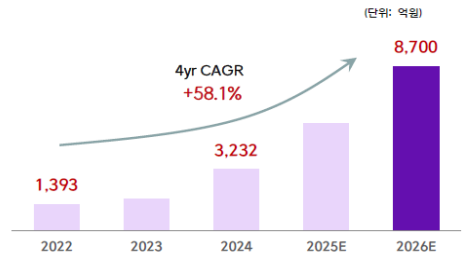
2025년 CJ ENM 커머스 부문 MLC(모바일 라이브 커머스) 전략

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

자료: 회사 자료, 신한투자증권

“MLC 사업 통한 성장 모멘텀 확대”



“2025년 MLC 콘텐츠 IP 라인업”

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

✓ 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 361억원(+798% YoY)으로 기대치 상회. ① 분기 광고매출은 600억원대대로 부진, 명예퇴직금(약 150억원)도 발생했으나, ② 비용 효율화, 자회사 손익 개선, 미디어네트의 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

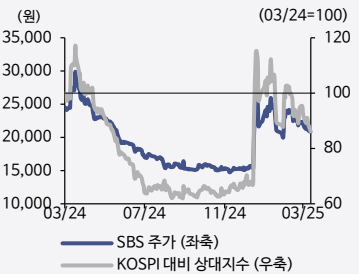
Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

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

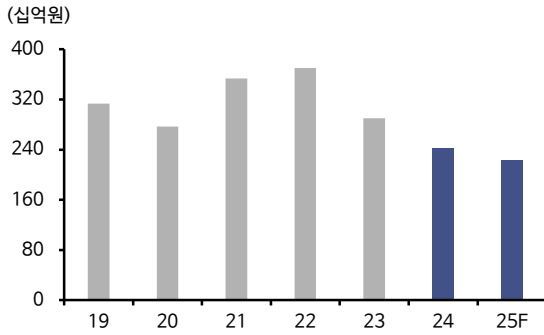


연결 기준 분기/연간 실적 추이 및 전망

(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)	(12.0)	46.3	33.8	34.1
(% growth)	(85.8)	(57.9)	(53.0)	(83.8)	116.3	(76.0)	적전	적전	(69.6)	(26.9)	0.9
(% NPM)	2.9	7.9	6.5	1.5	6.2	1.8	(6.5)	(5.2)	4.6	3.2	3.5

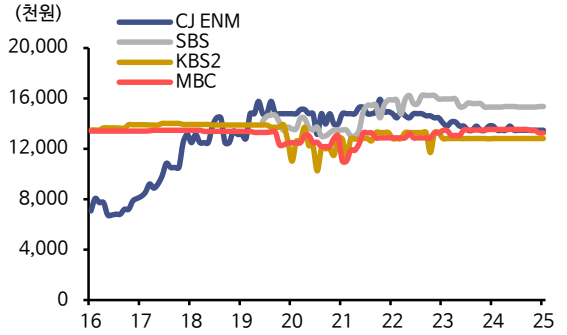
자료: QuantiWise, 신한투자증권

SBS 광고수익 추이



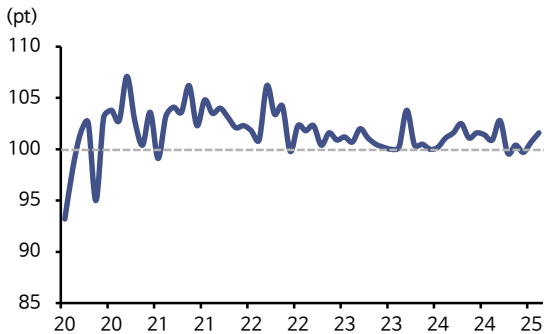
자료: 회사 자료, 신한투자증권

방송사 평균 광고단가 추이



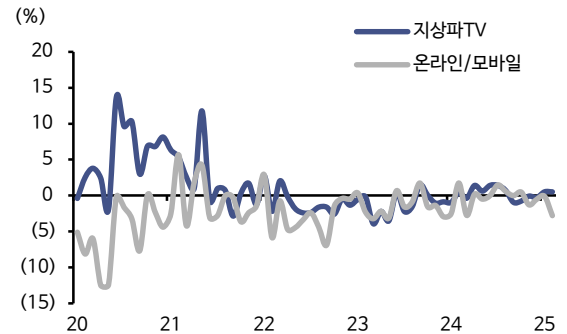
주: 15초 광고 기준
자료: 회사 자료, 신한투자증권

지상파TV KAI(광고경기전망지수) 추이



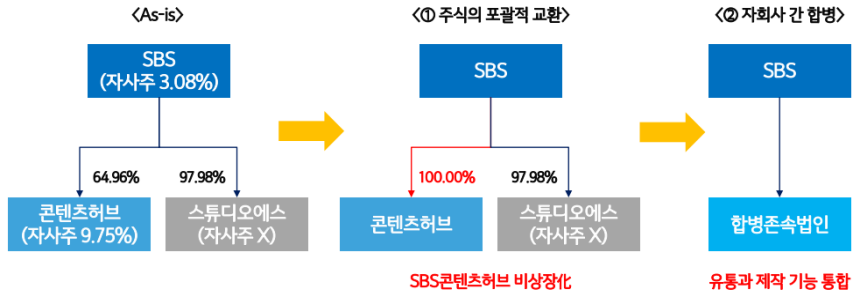
자료: KOBACO, 신한투자증권

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
오리지널	소방서 옆 경찰서2		지옥에서 온 판사		트라이
	7인의 탈출		열혈사제2		사마귀
오리지널	마이데몬		강대강		우주메리미
	트롤리		취하는 로맨스		모범택시3(~26F)
오리지널	꽃선비열애사				키스는 괜히 해서!
	국민사형투표				오늘부터 인간입니다만
	연애대전				사계의 봄
					나의 친애하는 찌따에게

주: 동시방영(선판매, Pre-Buy)은 주황색 음영 처리

자료: 언론 보도, 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

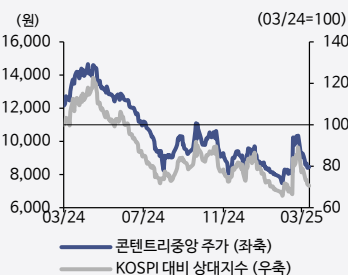
김지영 연구원
✉ jiy.kim@shinhan.com

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 (%)	
중량피앤에이 외 2인	42.2

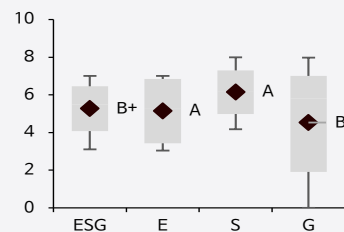
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	4.7	(10.9)	(35.0)	(1.5)
상대	4.7	(16.2)	(33.6)	(9.5)

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

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

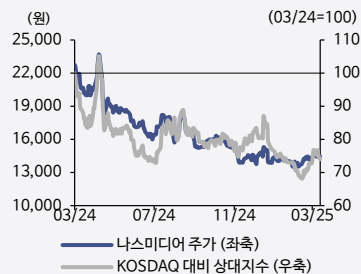
Revision

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. 펀더멘털/모멘텀은 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 전망. 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 실현

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 실현되는 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)

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%, 이 하동일), 영업이익 251억원(+43.6%), 당기순이익 221억원(+17.2%)를 전망한다. 세부 부문별로는 디지털 광고, 플랫폼 각각 26.0%, 21.1% 두자릿수 성장이다.

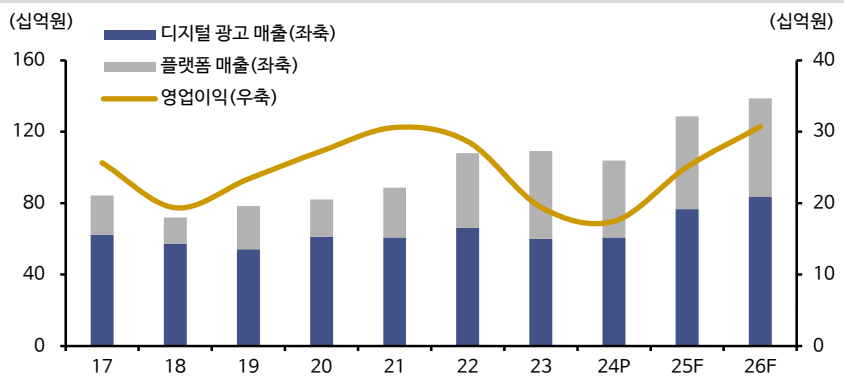
디지털 광고 부문의 성장을 견인하는 핵심 요소는 OTT와 옥외광고다. ‘25년 지상파 TV 광고의 수평이동과, 각종 스트리밍/숏폼 광고 물량 확대 시기가 맞물렸다. 또한 신규로 독점 확보한 지하철 1,2,5,7,8호선을 직매체로 취급하게 되었는데, 이익기여도가 타 매체 대비 압도적으로 높아 수익성 향상이 기대된다.

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.

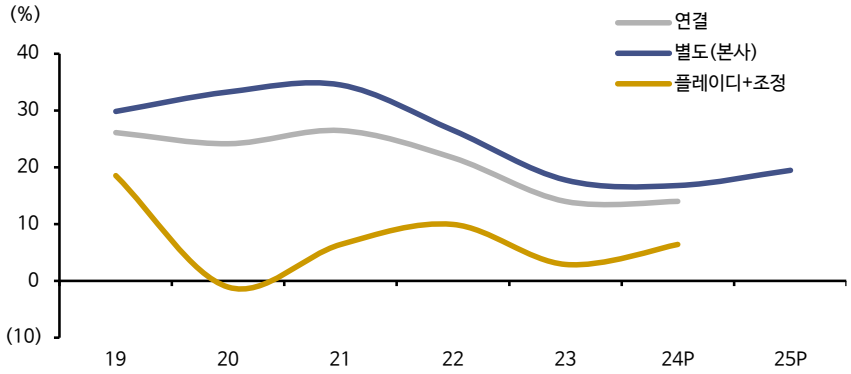
‘25년 4월 연결 자회사 플레이디 지분(46.9%) 전량 매각으로 연결에서 별도로 회계처리가 변경되어 별도 기준으로 실적 추정했다. 자체적인 체질 개선(수수료를 높은 매체 중심의 믹스 다변화)과 본사 대비 수익성이 낮았던 자회사 매각 효과로 영업이익률은 19.5%(2024년 연결 기준 14.0%, 별도 16.8%)까지 향상될 것으로 추정한다. 자회사 매각을 통해 확보한 현금은 AI 기반 광고 플랫폼 부문 투자에 활용할 가능성이 높으며, 중장기적 성장 기반 강화를 이끌어낼 전망이다.

나스미디어 별도 기준 부문별 매출액, 영업이익 추이 및 전망



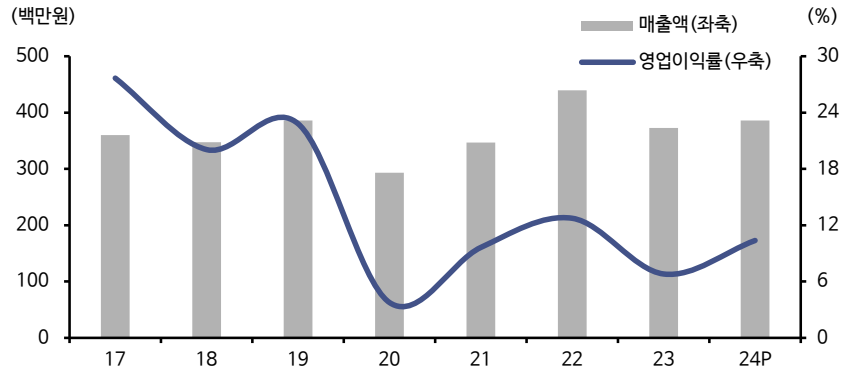
자료: 회사 자료, 신한투자증권

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 등을 고려할 때 매수하기에 매력적인 주가 레벨로, 상승여력은 충분하다.

광고업 특성상 경기 영향에서 자유로울 수 없고 사이클에 연동되는 경향 짝으나, 경기 회복 국면에 접어들다면, 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	미디어웹사/ 광고대행사	제일기획	8.9
		이노션	7.2
		에코마케팅	7.5
		평균	7.8
해외	AI 소프트웨어 +광고	애플(Apple.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

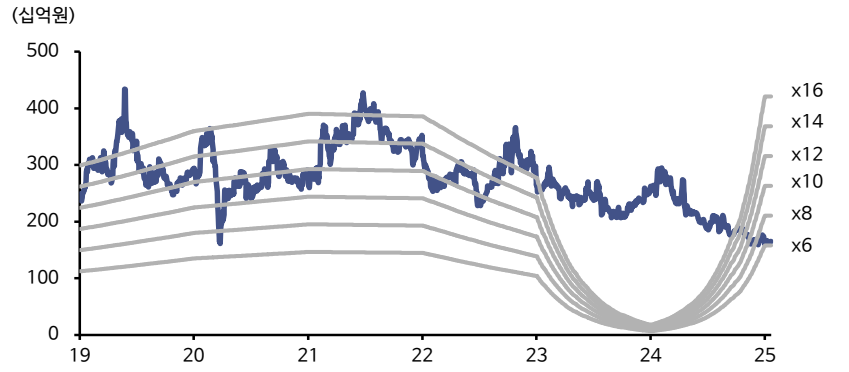
자료: Bloomberg, QuantiWise, 신한투자증권

나스미디어 시가총액 추이



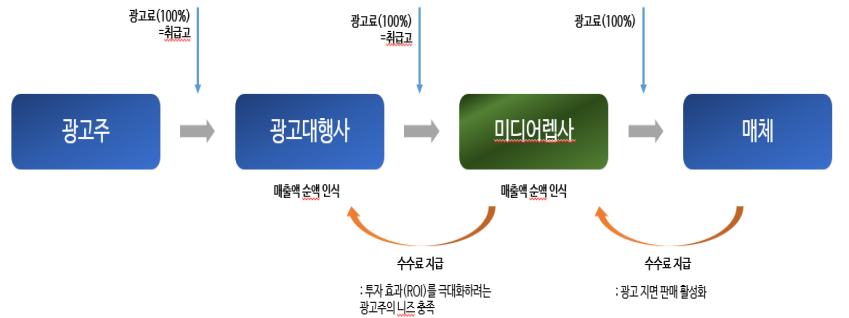
자료: QuantiWise, 신한투자증권

나스미디어 PER BAND CHART



자료: QuantiWise, 신한투자증권
주: 별도 기준

광고 산업 밸류체인



자료: 회사 자료, 신한투자증권
주: 나스미디어는 미디어웹사에 해당

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 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대어, 재배포 될 수 없습니다.

IT 부품/전기전자

소켓 삼총사, 매력적인 성장 스토리

2025년 3월 18일

비중확대 (유지)

오강호 연구위원

✉ snowkh@shinhan.com

서지범 연구원

✉ sjb1226@shinhan.com

신한생각 4Q24 실적으로 성장 스토리 입증, 상반기까지 성장 가속화

2025년 소켓(반도체 테스트 부품) 4Q24 실적 발표 이후 관심 확대. 연초대비 주가 수익률은 리노공업 +15%, 티에스이 +22%, ISC -12%(이하 순서 동일) 기록. Top Pick 리노공업(기존), 티에스이 추가. 최근 주가 상승의 배경은 2025년 뚜렷한 성장 포인트(고객사, 제품 업그레이드) → 실적 성장 가속화 기대. 핵심은 기존 신제품, 빅테크 등 AI 수혜에 더해 레거시(메모리) 반등에 따른 실적 체력 부각. 소켓 업종 전반의 비중확대 의견 유지

소켓 밸류에이션: 소켓 산업 특성상 수익성, 성장성을 감안할 때

2024년 3사 영업이익 전년대비 각각 +9%, 흑자전환, +317% 기록. 2025년의 경우 각각 +12%, +31%, +31% 전망. 과거 평균 P/E(2020~2024F)는 25.2배, 13.5배, 35.5배 기록. 4Q24 서프라이즈 실적 기록한 리노공업의 경우 올해 예상 실적 기준 28.0배. 국내 IT 평균 P/E 13.2배를 감안하면 부담스러운 가격. 다만 1) 4Q24 보여준 실적 입증, 2) 리노핀 → 리노소켓으로 포트폴리오 다각화, 3) 높은 수익성 감안 시 2025년 성장 가속화 구간으로 판단. P/E(High) 적용 가능. 과거 평균 P/E(High 2020~2024F) 35.2배 기록

2025년 성장 동력: 확실한 성장 모멘텀으로 실적 기대UP

1) 리노공업: 4Q24 실적 발표 이후 주가 수익률 +14% 기록. 4Q24 영업이익은 +22%(전년대비) 기록. 신한 추정치와 유사하나 컨센서스 대비 +7% 기록. 고부가 소켓 매출 확대가 실적 성장 견인으로 추정. IT수요(EPS) 개선 + AI(PER)시장 개화 → 1H25 리노소켓 매출 확대로 실적 성장 지속 전망

2) 티에스이: 연초대비 주가 수익률 +22% 기록. 1) IT수요 개선 기대, 2) 제품 다변화가 배경. 디램용 프로브카드 포트폴리오 확대 → 안정적 실적 체력 확보(프로브카드 매출액 1H24 189억원 → 2H24 614억원). 기존 낸드용 제품군도 상반기 수요 개선 기대. 소켓 업체 가운데 제품 다변화 및 밸류에이션 매력에 긍정적. 신제품 매출 성장 가속화는 리레이팅 요인으로 판단

3) ISC: 연초대비 주가 수익률 -12% 기록. 최근 글로벌 빅테크 주가 부진에 따른 밸류에이션 하향으로 추정. 1) 고부가 제품 판매 기대, 2) 비메모리 반도체 주문 확대가 실적 및 주가 반등의 핵심 요소로 판단

결론: 밸류에이션 부담보다 소켓 업체 성장 체력에 집중

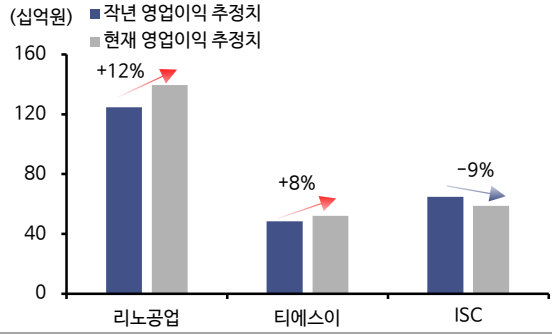
2025년 소켓 업체 전반의 실적 성장에 주목할 시점. 핵심은 레거시. 기존 AI 수혜에 따른 방향성은 확실하나 실적에 따른 주가 변동성 확대. 최근 IT 수요 개선 기대는 소켓 업체 전반의 실적 체력에 긍정적. 최근 주가 상승으로 밸류에이션 부담보다 실적 성장으로 부담 완화에 무게. 비중 확대 이유

소켓 3사(리노공업, 티에스이, ISC) 주가 추이



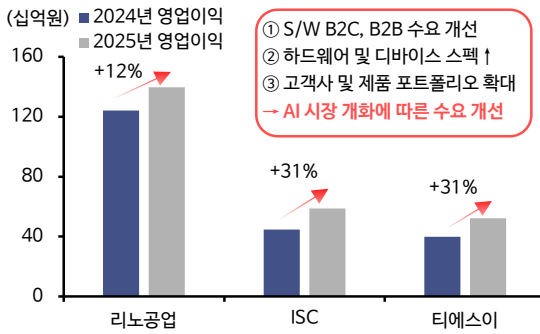
자료: Quantwise, 신한투자증권 / 주: 3월 17일 종가 기준

작년 대비 2025년 영업이익 추정치 변화



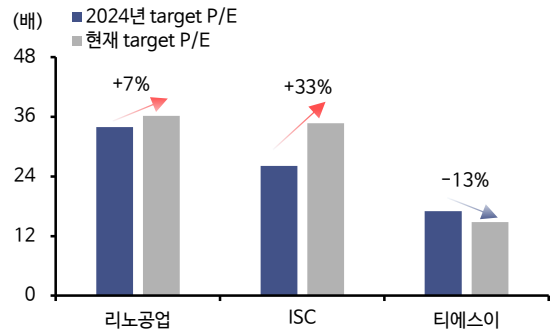
자료: Quantwise, 신한투자증권 추정

소켓 3사 2025년 영업이익 전망 및 성장률



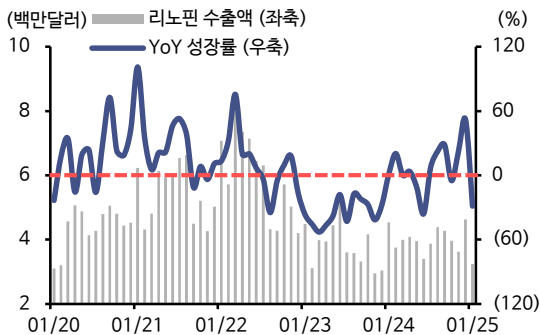
자료: Quantwise, 신한투자증권 추정

소켓 3사 밸류에이션 작년 대비 변화



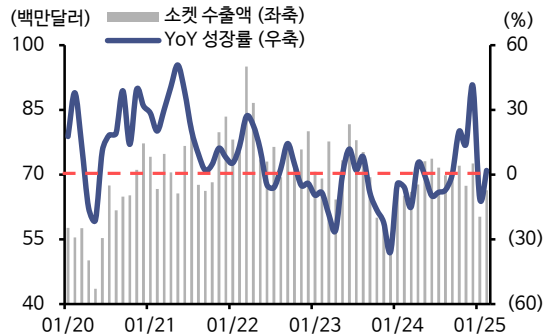
자료: Quantwise, 신한투자증권

리노공업의 리노핀 월별 수출액 및 성장률 추이



자료: Kita, 신한투자증권 / 주: 2025년 2월 기준

국내 소켓 수출액 추이 및 성장률



자료: Kita, 신한투자증권 / 주: 2025년 2월 기준

리노공업 목표주가 밸류에이션 분석

(원, 배)	2025F	비고
목표주가	280,000	
EPS	7,845	2025년 EPS 적용
목표 PER	36.2	과거 5개년 PER(High) 평균
현재가	220,000	

자료: 신한투자증권 추정, 2024년 추정치 조정에 따른 밸류에이션 변경

티에스이 목표주가 밸류에이션 분석

(원, 배)	2025F	비고
EPS	4,413	2025F EPS 적용
Target P/E	14.8	과거 평균 대비 11% 할증
목표주가	65,000	
현재가	50,200	
상승여력 (%)	29.5	

자료: 신한투자증권 추정

주: 1) 밸류에이션 피어 그룹 산정에서 과거 평균으로 변경. 실적 성장 시기 적용(2023년 제외)

2) 2025년 프로브카드 등 제품 매출 확대 기대로 추정치 상향(기존 EPS 3,383원 → 4,413원)

3) 밸류에이션 할인에서 할증으로 변경. 프로브카드 매출 성장 가속화 및 제품 포트폴리오 확대

ISC 목표주가 밸류에이션 분석

(원, 배)	2025F	비고
목표주가	100,000	
EPS	2,885	2025년 EPS 적용
목표 PER	34.7	2019~2022년 PER(High) 평균
현재가	63,100	

자료: 신한투자증권 추정

주: 교환사채 대상 주식 포함 산정, High 적용 이유: AI 매출 확대에 따른 변경

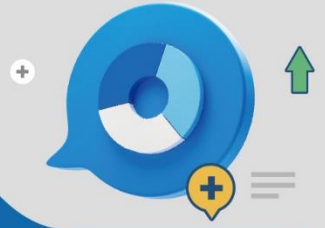
소켓 3사 Historical PER 추이

	(배)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	평균
리노공업	P/E(Avg.)	18.5	16.1	29.2	25.3	21.0	21.5	29.0	25.2
	P/E(High)	21.3	18.9	46.2	31.8	26.8	30.8	40.1	35.2
	P/E(Low)	14.2	12.6	17.0	19.6	15.9	15.0	20.2	17.5
	P/E(FY End)	14.7	18.6	37.2	29.1	20.7	27.8	25.8	28.1
티에스이	P/E(Avg.)	10.6	5.7	11.5	15.7	13.3	-	13.6	13.5
	P/E(High)	16.1	10.0	25.8	19.9	19.8	-	21.7	21.8
	P/E(Low)	4.9	4.1	2.7	11.1	7.9	-	9.1	7.7
	P/E(FY End)	5.7	9.4	25.5	18.2	8.2	-	10.7	15.7
ISC	P/E(Avg.)	15.1	30.2	36.7	13.3	13.2	86.3	27.9	35.5
	P/E(High)	21.5	39.3	63.9	19.3	16.4	162.3	41.1	60.6
	P/E(Low)	8.3	22.1	13.0	9.5	10.5	41.6	17.4	18.4
	P/E(FY End)	9.1	31.7	60.6	19.0	12.4	111.5	29.5	46.6

자료: QuantiWise, 신한투자증권 / 주: 2020~2024년 평균

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 오강호, 서지범)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 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 투자 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.



엔비디아 GTC 2025 한눈에 보기

[Analyst] 김형태 수석연구원

✉ calebkim@shinhan.com

여현석 연구원

✉ krug@shinhan.com

2025 엔비디아 GTC

#행사 개요

- 일정: 3/18(화) ~ 3/22(토) (이하 한국시간 기준)
- AI 관련된 1,000개 이상의 세션으로 구성. 2,000여명의 연사가 참여
- 행사 참여자 수는 오프라인 25,000명, 온라인 300,000명 규모
- 주제: AI와 고성능 컴퓨팅 기술(로보틱스, 소버린 AI, 양자컴퓨팅, AI 에이전트, 자율주행 등)
- 핵심 일정: 쉐슨 황 기조연설(3월 19일 오전 2시), GTC 최초 '양자의 날(퀀텀 데이)' 진행(3월 21일)
- 주요 연사: 노암 브라운(오픈AI 추론 모델 개발), 일리언 존스(일본 사카나 AI 설립) 등

#블랙웰 울트라(B300, GB300) 공개

- 2H25 출시 예상(엔비디아 실적발표에서 언급), 288GB 메모리 탑재 예상
- 출하 일정, 스펙 업데이트, 협력사 등 관련 코멘트에 주목

#차세대 제품 로드맵 공개

- 차세대 GPU 시리즈(루빈), 차세대 CPU 시리즈(베라), 2026년 출시 예정
- 이전 세대(호퍼, 블랙웰 시리즈) 대비 속도, 전력 효율, 비용(TCO), 냉각솔루션 등의 개선 폭에 초점
- 루빈, 베라 이후의 제품 로드맵도 업데이트 될 것으로 예상

#SOCAMM

- 엔비디아에서 제안한 신규 메모리 모듈
- 등장 배경은 AI, 클라우드 기능 강화에 따른 필요성 증가
- 기존 LPDDR5X의 저전력 특성 유지하면서 SODIMM과 같이 교체 가능한 방식
- 적용 시기(일정) 등 관련 내용 업데이트에 주목

#국내 참여 기업

(1) 삼성전자

- “엔비디아와 삼성의 메모리: HPC와 게이밍 경험의 발전” (On-demand)
- “가속컴퓨팅 리소그래피를 통한 OPC 개선” (3/22 오전 2시)
- “AI 가속화: GPU에 대한 메모리의 영향” (3/20 오전 12시)
- 엔비디아 GPU와 삼성 GDDR7, HBM3E, LPD5X 등 협업
- 추가로 엔비디아와의 HBM 사업 관련 업데이트가 있을지에 주목

(2) SK하이닉스

- “HBM: HPC 및 AI의 핵심” (3/18 오전 7시)
- “미래를 대비하다: 차량용 메모리 및 스토리지 수요” (On-demand)
- 고성능 컴퓨팅에서 HBM의 역할, 차량용 메모리 및 스토리지 요구사항 공유
- HBM3E 16단, HBM4 출하 일정 관련 업데이트에 주목

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김형태, 여현석)
- ◆ 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 SK하이닉스, 삼성전자를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 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 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

알테오젠 (196170)

알테오젠; 아스트라제네카로 새로운 국면

2025년 3월 18일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	730,000 원 (유지)
✓ 상승여력	66.1%	✓ 현재주가 (3월 17일)	439,500 원

[계약/바이오]

엄민용 연구위원
✉ my.eom@shinhan.com

신한생각 할로자임 특허 분쟁 리스크 해소. 이제 오픈북 테스트

아스트라제네카와 총 3개의 피하주사(SC) 개발에 대해 2조 원 규모 계약 체결. 머크 키트루다SC 매출액 대비 계약 규모 및 계약금은 역대 최대 수준. 할로자임 특허 분쟁으로 불확실성 발생되었다면 불가능한 계약 조건. 이번 공시로 할로자임과 특허 분쟁 이슈 완전한 해소

AZ가 개발할 3개 SC는 이중항체 포함? 유효성 개선?

AZ 미국 자회사 MedImmune와 계약금 365억원/2개(영국), 290억원/1개(미국)로 미국 법인의 경우 이전 다이이찌 산교와 계약금 280억원 유사. 미국 법인은 상업화 물질로 추정. 영국 법인은 임상 2개 물질로 추정

AZ는 개발사가 MedImmune인 경우 별도 코드명(MEDI) 사용. 미국 법인 상업화 물질은 PD-L1 면역항암제 임핀지로 추정. 유의미한 매출 보이는 티센트릭SC 경쟁약물이 영국 출시 3분기만에 32% SC전환에 성공하여 임핀지의 SC개발은 필수적인 상황

영국 법인 임상 2개 물질은 PD-1 x CTLA-4 타깃 이중항체 Volrustomig, CD73 타깃 단일항체 Oclumab 추정. 동사 최초의 이중항체SC 개발이자 유효성 및 부작용 개선 위한 첫 사례 추정. 기존 할로자임/J&J 아미반타맵 SC가 유효성 및 부작용 크게 개선한 사례, 임상 물질 최초 SC 계약

Valuation & Risk

AZ와 기존 계약사들 대비 좋은 조건으로 L/O 받힘. 유효성 및 부작용 개선 위한 SC개발은 프리미엄 로열티 추정. 임상 통해 개발 품목 확인될 경우 밸류에이션 추가 예정. 키트루다SC 임상 3상 ELCC 학회의 초록이 3월 20일 공개 최초 발표, 이번 달로 특허 분쟁 리스크는 완전 해소 판단

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	28.8	(29.4)	(8.1)	(245.3)	(5.8)	13.5	(72.1)	-
2023	96.5	(9.7)	(3.4)	(1,534.9)	(2.3)	35.3	(798.7)	-
2024F	94.0	17.2	26.0	631.8	16.2	94.8	854.3	-
2025F	119.8	9.5	13.1	1,791.2	7.2	125.2	2,092.7	-
2026F	491.6	369.9	387.4	60.5	101.7	40.8	62.0	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

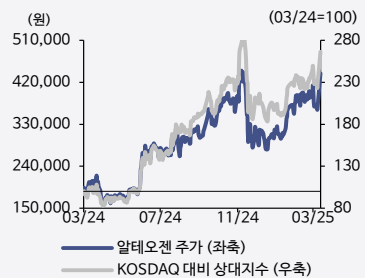
Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	23,433.6십억원
발행주식수(유동비율)	53.3백만주(79.5%)
52주 최고가/최저가	445,500 원/160,800 원
일평균 거래액 (60일)	230,189백만원
외국인 자본율	15.6%

주요주주 (%)	
박순재 외 3인	20.4
형인우 외 1인	5.0

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	10.3	45.8	114.9	46.5
상대	14.0	36.2	154.5	35.3

주가



AZ 공시에 모든 힌트 나와있다. 특히 이슈 해소로 오픈북 테스트

이번 아스트라제네카 신규 계약은 총 2건의 공시를 통해 발표되었다. 자세히 읽어보면 아스트라제네카의 신약개발 자회사 두 곳과 계약한 것을 확인할 수 있다. 결론적으로 하나의 계약인데 회계상 2개 법인으로 계약이 나뉜 것으로 판단한다.

계약 상대방	제품 (추정)	총 계약 규모	마일스톤	계약금
MedImmune, LLC (미국 법인-AZ 자회사)	임핀지 (Imfinzi) MEDI4736	13억 5,000만달러 (1조 9,640억원)/3개 (로열티 별도)	5억 8,000만 달러 (8,437억원)/1개 (로열티 별도)	2,000만 달러 (290억원)/1개
MedImmune Limited (영국 법인-AZ 자회사)	볼루스토미그 (Volustomig) 올레클루맵 (Oleclumab)		7억 2,500만 달러 (1조 547억원)/2개 (로열티 별도)	2,500만 달러 (364억원)/2개

자료: Evaluate Pharma, Astrazeneca, clinical trials, 신한투자증권

계약금과 향후 마일스톤, 로열티는 개발사에 따라 지급의 주체가 달라 MedImmune LLC(미국)에 1개 계약, MedImmune Limited(영국)에 2개 계약한 것으로 공시로 확인된다. 두 법인의 계약의 규모는 개당 단가로 쳤을 때 미국 법인이 1개에 6억 달러로 영국 2개의 6.5억 달러 대비 거의 2배 높다. 미국은 특히나 계약금을 290억원 수령할 예정인데 이는 지난해 11월 8일 계약한 다이이지산교와 엔허투SC를 개발하기 위한 계약금 280억원과 거의 일치한다.

그러므로 계약 규모가 높은 미국 법인 MedImmune LLC와 체결한 SC개발 제품이 이미 상업화된 물질인 것으로 추정할 수 있고, 경쟁 면역항암제 중 유의미한 매출을 일으키는 MSD 키트루다, BMS 옵디보, 로슈 티센트릭 대비했을 때 유일하게 피하주사를 개발하지 않고 있는 AZ 임핀지일 확률이 높다고 보인다.

바이오마커	성분명	제품명	개발사	출시년도	SC 개발사
PD-1	Nivolumab	옵디보	BMS	2014	할로자임 (타겟독점)
	Pembrolizumab	키트루다	MSD	2014	알테오젠 (품목독점)
	Cemiplimab	립타요	리제네론	2018	미확인
	Dostarlimab	젬펠리	GSK	2021	미확인
PD-L1	Atezolizumab	티센트릭	로슈	2016	할로자임 (타겟독점)
	Avelumab	바벤시오	머크-화이자	2017	미확인
	Durvalumab	임핀지	아스트라제네카	2017	알테오젠(추정)

자료: 신한투자증권 정리

MedImmune이 개발한 임핀지 그리고 2개 더 SC 개발

아스트라제네카는 자회사 MedImmune이 개발하고 있는 파이프라인의 경우 MEDI라는 코드명을 붙여 MEDI0000으로 표현하는데, 임핀지 또한 MedImmune 자회사가 개발한 물질로 임핀지는 코드명이 MEDI4736다.

분석해보면 아스트라제네카 파이프라인 중 MedImmune이 개발 중이면서 항체 치료제이고 피하주사 전환이 필요한 혈관주사 제형의 제품은 총 3-4개 정도로 축약된다. 정확히 상업화된 임핀지, 임상 단계의 2개 물질(MEDI5752, MEDI9447)이 확인된다. 그 외 임주도 등도 피하주사로 개발의 필요가 예상되나 자회사 MedImmune과 기술이전 계약을 체결했으므로 아닌 것으로 판단된다.

할로자임은 PD-1 타겟에 대한 모든 개발 권한을 BMS에게 넘겼으므로 MSD의 키트루다가 동종계열 PD-1 물질을 할로자임과 계약할 수 없었던 것으로 본다. 그러므로 로슈 티센트릭SC가 승인된 시점에서 로슈 또한 PD-L1에 대한 모든 개발 권한을 할로자임과 독점하고 있다고 가정할 수 있다. 그렇다면 AZ 임핀지는 PD-L1을 타겟하는 동종약물로 알테오젠과 계약을 할 수밖에 없을 것이다.

또한 현재 임상 3상 단계에서 피하주사 개발이 가능할 것으로 파악되는 파이프라인은 딱 2개다. 코드명 MEDI5752인 Volustomig 이중항체다. PD-1 x CTLA-4 타겟 이중항체인데 지난 J&J/할로자임의 EGFR x C-MET 이중항체 아미반타맵SC 임상3상 결과를 보았을 때 유효성 및 부작용 개선을 위한 것으로 판단된다.

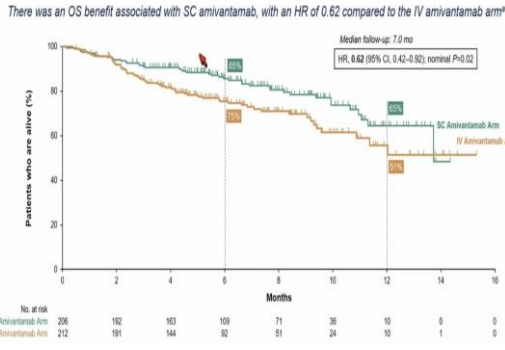
마지막 세번째는 MEDI9447 코드명을 쓰는 CD73 타겟 항체이자 항암제인 Oclumab으로 추정된다. Volustomig와 같이 임상 3상 단계 제품이자 MedImmune이 개발 중인 제품으로 유효성과 부작용 개선을 위한 SC 개발이 이루어질 것으로 추정된다.

만약 알테오젠의 피하주사 기술을 통해 유효성과 부작용 개선이 실현된다면 매출액의 일정부분은 피하주사 기술 덕분일 것으로 볼 수 있기 때문에 개발사는 동사에게 프리미엄 로열티를 줄 수밖에 없다. 다이이찌 산쿄 또한 지난 JPMHC 2025에서 유효성과 부작용 개선을 기대한다고 밝혔기 때문에 기존 엔허투IV 대비 높은 매출액을 엔허투SC가 달성한다면 당연히 추가 매출이 일어난 부분에 대해서는 로열티가 높을 것이다.

머크 키트루다SC를 4~5% 로열티로 추정하고 있기 때문에 다이이찌 산쿄의 매출액에 따른 로열티는 6~7%를 추정한다. 그리고 동사는 계약 조건에 대해 상세한 설명은 공시나 보도자료 내용 외 불가능하나 계약 조건이 기존 머크나 다이이찌 산쿄보다 좋은 구조를 가진다고 설명하였기 때문에 더욱 고무적이다.

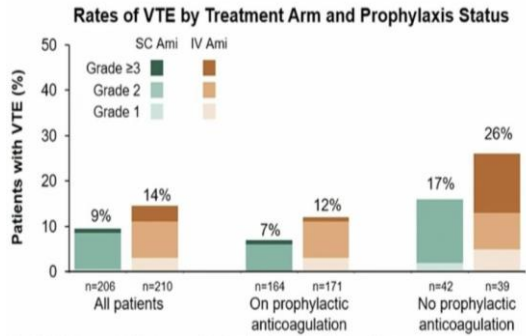
예상하기로 이미 부작용이 낮고 상업화에 성공한 임핀지SC는 머크 수준 로열티, 임상 단계 파이프라인 2개는 유효성과 부작용 개선을 위해 SC를 개발하므로 6~7% 로열티를 추정해볼 수 있겠다. 아직 SC 전환 계획이 공개되지 않았고 임상 3상 단계 제품으로 추정 중이다. 수 개월 내 임상을 개시하며 어떤 제품인지 확인할 수 있을 것으로 판단되어 밸류에이션 조정은 추후에 다시 논의하고자 한다

J&J 아미반타맵SC 사망위험률 -28%



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

J&J 아미반타맵SC 부작용 -54%



자료: Janssen, 신한투자증권

할로자임 반환했던 아스트라제네카, 알테오젠과 계약해 특허 이슈 해소

이번 공시로 사실상 할로자임과 특허 분쟁 이슈는 빅파마들 사이에서 큰 문제가 아님이 다시 밝혀졌다. 이미 다이이찌 산쿄, 산도즈, 사노피(추정) 등 기존 계약 사들이 계약 반환이나 개발 중단 또는 할로자임과 복수 계약을 이루고 있지 않기 때문에 정황상으로도 충분히 특허분쟁은 이슈가 아니었다.

그러나 아스트라제네카가 2020년 12월 무려 390억 달러 (당시 환율 기준 약 42 조원)에 인수했던 미국 알렉시온(Alexion)의 할로자임 피하주사 기술 반환 사례를 보면 현재 할로자임과 알테오젠의 특허분쟁이 문제가 없으며 오히려 알테오젠의 특허가 우위에 있음을 보여준다.

알렉시온은 할로자임과 2017년 12월 4개의 표적을 대상으로 하는 피하주사 기술이전 계약을 체결했고, 울토리미스라는 지속형 C5 단백질 보체 저해제를 할로자임과 피하주사 2018년 8월 임상을 개시했으나 2020년 4월 ALXN1810, ALXN1210(울토미리스)를 더 이상 SC로 추가 개발을 진행하지 않기로 결정했다. 그리고 4개월 뒤 아스트라제네카가 알렉시온을 인수했으므로 반환 의사결정에 영향 미쳤을 것으로 추측된다. 그런 아스트라제네카가 할로자임이 아닌 알테오젠을 선택했다는 점은 시사하는 바가 크다.

SC 추가 계약으로 불확실성 해소, 키트루다SC 3상 발표, 연내 런칭 기대

이번 아스트라제네카 SC 신규 계약 외에도 동사는 현재 최소 6-7건의 MTA(물질이전계약) 상태의 계약 상대방들이 대기 중이다. 모두 빅파마이며 이번 아스트라제네카의 신규 계약을 보며 특허에 대한 의구심은 더욱 사라졌을 것으로 판단한다. 작년 연말까지 계약조건 마무리를 목표하던 기업이 2개라고 밝혔으며 이번 아스트라제네카 계약이 공시되었기 때문에 곧 추가 계약이 나올 수 있을지 주목된다. 또한 사노피(추정)와 아토피 치료제인 듀피젠트의 지속형 피하주사 개발을 위한 공시 또는 임상 개시가 이루어질지도 계속 지켜보고 있다.

동사의 키트루다SC 임상 3상에 대한 첫 발표가 곧 3월 27일 열리는 ELCC(유럽 폐암학회)에서 공개된다. 그리고 그 초록이 3월 20일 공개되며 5분으로 굉장히 짧은 Mini oral presentation이기 때문에 키 데이터만 공개될 가능성이 높고, 본 발표는 5월 30일 열리는 ASCO에서 집중적으로 다뤄질 가능성이 높다. 할로자임 특허 이슈 해소를 통해 이번 임상 3상 발표, 그리고 이미 FDA와 EMA를 포함한 다국가 허가신청 및 3-4분기 출시 기대감은 곧 최고조에 달할 것이다.

동사는 키트루다SC 출시 후 본격적인 전환이 일어나는 내년, 수 천억원 규모의 판매 마일스톤 인식, 그리고 추후 로열티 수령 및 기존 계약사 임상 개시 및 마일스톤, 추가 계약에 대한 공시를 지속하며 글로벌 제약사로 발돋움하는 현장을 곧 보게될 것으로 기대한다. 이번 공시로 의문점이 모두 해소되었기를 기대하며 완전한 재평가 필요한 시점으로 판단한다. 섹터 최선호주 추천 및 목표주가 730,000원 유지한다.

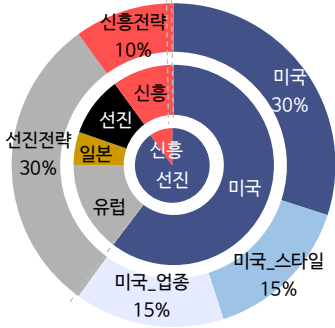
Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 엄민웅)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 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 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

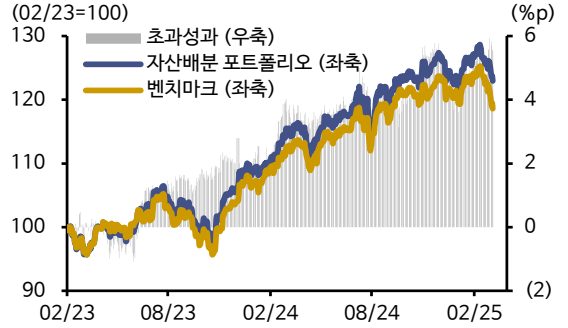
포트폴리오

신한 리서치 포트폴리오: ① 자산배분형

포트폴리오: 글로벌 자산배분 주식 부문



자산배분 포트폴리오 성과 평가



종목명	비중			티커	수익률 (%)		
	조정비	SAA	TAA		1M	3M	편입후
주식	64.0	60.0	4.0		(2.7)	(1.0)	12.1
선진	52.8	54.0	(1.2)				
미국	36.9	36.0	0.9				
S&P500 ETF	27.9	27.0	0.9	SPY.US	(9.6)	(8.7)	33.5
스타일배분	4.0	0.0	4.0				
동일가중 ETF	4.0	0.0	4.0	RSP.US	(6.5)	(7.0)	(5.2)
업종 배분	5.0	0.0	5.0				
글로벌방산 ETF	2.0	0.0	2.0	PPA.US	(3.4)	(3.2)	(1.2)
은행 ETF	3.0	0.0	3.0	KBE.US	(12.2)	(13.2)	(5.4)
기타 선진	15.9	18.0	(2.1)				
유럽 ETF	12.9	10.9	2.0	FEZ.US	0.9	10.6	27.2
일본 ETF	3.0	3.6	(0.6)	DXJ.US	(1.5)	(2.4)	29.5
기타 선진	0.0	3.5	(3.5)				
신흥	11.2	6.0	5.2				
중국	7.7	1.9	5.8				
A500 ETF	2.5	0.0	2.5	560510.SS	0.3	0.0	(2.2)
A50 ETF	2.5	1.9	0.6	2823.HK	1.3	0.5	8.5
항생테크	2.7	0.0	2.7	3032.HK	10.0	28.5	1.5
기타 신흥국	3.5	4.1	(0.6)				
한국 ETF	1.2	0.7	0.5	EWY.US	(2.0)	(1.4)	(12.9)
신흥국 ETF	2.3	2.3	0.0	EEM.US	(0.7)	(0.6)	1.7
인도 ETF	0.0	1.1	(1.1)	INDA.US	(3.7)	(12.7)	

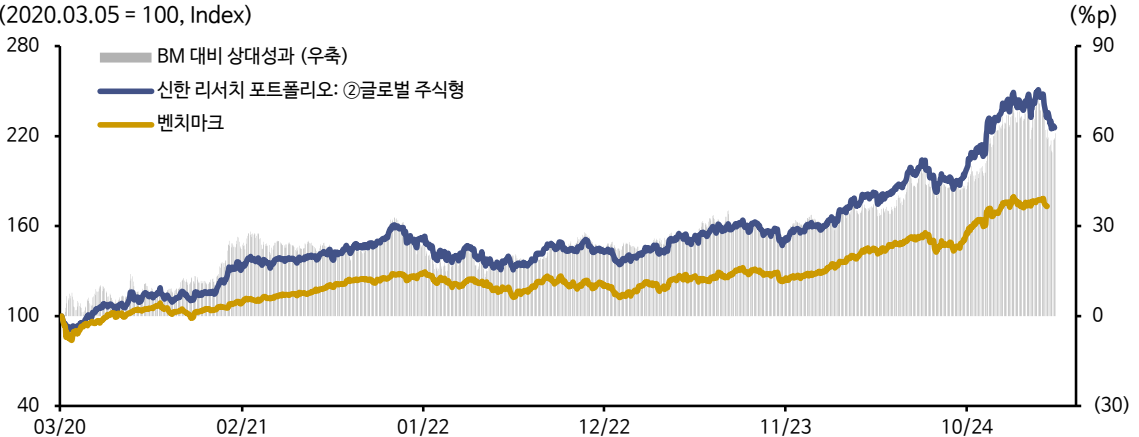
종목명	비중			티커	수익률 (%)		
	조정비	SAA	TAA		1M	3M	편입후
채권	28.0	30.0	(2.0)		(0.0)	(1.0)	(0.1)
미국 국채	7.8	6.0	1.8				
국채 단기	1.7	0.9	0.8	SCHO.US	0.6	0.5	0.6
국채 중기	3.9	3.6	0.3	VGIT.US	1.7	1.1	(0.1)
국채 장기	1.7	1.1	0.6	VGLT.US	2.3	0.8	(11.4)
물가채	0.6	0.5	0.1	TIP.US	1.2	1.8	1.3
미국 크레딧	6.2	6.0	0.2				
MBS	2.8	3.0	(0.2)	MBB.US	1.3	0.8	(1.7)
IG 단기	1.2	0.2	0.9	VCSH.US	0.4	0.2	3.3
IG 중기	1.3	1.4	(0.1)	VCT.US	0.6	(0.2)	1.6
IG 장기	0.3	0.7	(0.4)	VCLT.US	0.1	(1.7)	(5.6)
HY 단기	0.1	0.2	(0.0)	SJNK.US	(1.6)	(1.5)	0.6
HY 중기	0.4	0.5	(0.0)	HYG.US	(1.4)	(1.1)	3.2
비미국	14.0	18.0	(4.0)				
전체	7.0	7.5	(0.5)	IAGG.US	(1.3)	(4.9)	2.4
선진	6.0	6.0	0.0	BNDX.US	(1.6)	(3.6)	0.0
신흥	1.0	4.5	(3.5)	EMLC.US	1.1	1.3	(3.7)
대체	8.0	10.0	(2.0)		(0.7)	(0.1)	4.3
상품	4.0	5.0	(1.0)				
금	1.5	1.5	0.0	GLD.US	1.8	12.6	57.7
원유	1.0	2.0	(1.0)	USO.US	(6.2)	(3.5)	4.3
산업금속	1.3	1.0	0.3	DBB.US	3.8	(1.4)	(3.8)
농산물	0.2	0.5	(0.3)	DBA.US	(5.6)	(3.7)	32.3
리츠	4.0	5.0	(1.0)				
물류/산업	1.5	2.0	(0.5)	INDS.US	(3.3)	(3.2)	(13.3)
미국 부동산	2.0	2.0	0.0	VNQ.US	(4.0)	(5.8)	0.0
한국 리츠	0.5	1.0	(0.5)	329200.KS	2.7	2.9	(7.2)

포트폴리오

신한 리서치 포트폴리오: ② 글로벌 주식형

포트폴리오 성과

(2020.03.05 = 100, Index)



종목/테마		1D	편입 후	종목/테마		1D	편입 후
미국/선진				중국/신흥			
엔비디아	NVDA.US	5.3	423.9	공상은행	601398.SS	0.3	7.3
브로드컴	AVGO.US	2.2	146.0	메이디그룹	000333.SZ	2.7	(7.4)
일라이 릴리	LLY.US	1.5	32.5	광신과기	002281.SZ	2.0	1.6
팔란티어	PLTR.US	8.3	316.2	탁보그룹	601689.SS	0.2	2.5
코스트코	COST.US	1.5	7.2				
테슬라	TSLA.US	3.9	25.3	ETF			
오라클	ORCL.US	1.1	(9.9)	S&P500	SPY.US	2.1	25.0
로켓 랩 USA	RKLB.US	7.1	148.2	전력자동화 ETF	ZAP.US	2.1	(4.9)
아머 스포츠	AS.US	4.1	74.2	소프트웨어 ETF	516510.SH	1.7	(2.7)
아마존	AMZN.US	2.1	6.1	항생테크 ETF	KTEC.US	1.2	1.1
킨더 모건	KMI.US	2.1	3.1	단기채 (USD)	SHV.US	0.0	(0.2)
스포티파이	SPOT.US	6.9	44.0	단기채 (CNY)	511360.SS	0.0	9.8
세니아 에너지	LNG.US	3.3	(2.2)				
TSMC	TSM.US	1.5	(23.0)				
스노우플레이크	SNOW.US	4.2	(15.6)				
인튜이티브 서지컬	ISRG.US	1.6	(19.9)				
아스트라제네카	AZN.US	1.4	5.0				
GE 에어로스페이스	GE.US	2.4	(2.4)				
뉴스케일 파워	SMR.US	15.1	7.2				

편입:
편출:

포트폴리오

신한 리서치 포트폴리오: 월간 Top Picks

	브로드컴 (AVGO.US) #3월 실적발표 #ASIC #AI 인프라 #빅테크 AI 파트너 #본업회복
편입일 누적수익률	2023-05-30 · 구글, 메타, 바이트댄스, 애플, OpenAI 등 빅테크 ASIC 위탁설계 비즈니스에서 AI 관련 매출 급증 146.0% · 네트워크 고도화 수요가 본업(유선 인프라 관련 칩)의 실적 개선까지 이어져 비즈니스 구조 선순환 효과 지속
	셰니어에너지 (LNG.US) #천연가스 가격 상방 압력 지속 #자사주 매입 증가세 지속
편입일 누적수익률	2024-11-21 · 유럽의 타이트한 천연가스 재고로 동절기 이후에도 리스토킹 수요 견조할 전망. 가스 가격 상방 압력으로 작용 (2.2%) · 24년도 견조한 실적과 올해 양호한 가이던스 제시. 자사주 매입 지속돼 추가 하단 지지할 전망
	일라이 릴리 (LLY.US) #비만약 견조한 실적 성장 전망 #2분기 경구비만약 임상3상 발표 예정
편입일 누적수익률	2024-01-04 · 비만약 견조한 수요 확인된 가운데 공급 우려 완화. 비만치료제 실적 성장 둔화 불식되면서 투심 반등 32.5% · 2분기 경구용 비만약 임상3상 발표. 개발 진행하는 경구비만약 중 가장 높은 평가를 받고 있어 시장 관심
	캐터필라 (CAT.US) #미-우 광물협정에 따른 공동 자원 개발 #우크라이나 재건 수혜
편입일 누적수익률	2025-02-27 · 미국과 우크라이나는 우크라이나 자원에 대한 공동 개발과 수익 공유 협정 체결. 자원 개발 장비 수요 확대 (0.7%) · 우크라이나 재건 및 복구 비용은 향후 10년 동안 5,240억달러로 초기 건설 장비 및 에너지 장비 수요 확대
	오라클 (ORCL.US) #데이터센터 #데이터베이스 #OCI플랫폼 #Capex 상향
편입일 누적수익률	2024-09-23 · 전 세계 162개 클라우드 데이터센터를 운영/건설 중이며 향후 1~2천개까지 데이터센터 확장 예상 (9.9%) · FY24년 대비 FY25년에 CapEx를 두 배로 늘리는 것이 목표(140~150억달러)
	베이팡화창 (002371.SZ) #딥시크 #AI #반도체
편입일 누적수익률	2025-02-27 · 딥시크발 훈풍 타고 반도체 업황 호조 지속. 중국 반도체 자체 제작 위한 CapEx 추가 증설 기대 (4.5%) · 중국 내 반도체 전공정 장비 포트폴리오 가장 잘 구축된 업체로서 로컬 파운드리 증설에 따른 수혜 전망
	탁보그룹 (601689.SH) #테슬라 휴머노이드 로봇 전수혜주 #옴니머스 핵심 부품 공급사
편입일 누적수익률	2025-01-21 · 테슬라 밸류체인에 속하는 중국 대표 자동차 부품 제조사. 테슬라향 매출 비중 40%로 추가 테슬라와 동행 2.5% · 올해부터 테슬라 옴니머스 사업 가치 부각 받기 시작. 동사는 옴니머스에 사용되는 액추에이터 핵심 공급사
	메이디그룹 (000333.SZ) #3월 양회 소비 정책 #중국 소비 대장주 #고배당 매력
편입일 누적수익률	2025-01-08 · 3월 양회에서 정부 업무 최우선 순위로 '내수확대' 격상될 전망. 이를 위한 대대적 소비 촉진 정책 출시 기대 (7.4%) · 중국 가전 업황은 4년만에 내수+수출 모두 좋은 빅사이클 도래. 소비재 섹터 개선시 동사 대장주 등극 예상
	전력자동화 ETF (ZAP.US) #미국 전력 인프라 대표 ETF #전력 테마 대장주로 구성
편입일 누적수익률	2025-01-23 · AI 데이터센터 수요 확대로 미국 전력 수요 꾸준한 증가 예상. 동부 지역 전력난으로 전력 거래 가격 8배 폭등 (4.9%) · 전력망 투자 확대로 전력기기를 포함한 인프라 기업들의 장기적인 수혜 예상. 최대 수혜 ETF
	항생테크 ETF (KTEC.US) #달러로 항생테크에 투자하는 ETF #중국 최고 기술주로 구성
편입일 누적수익률	2025-02-20 · 딥시크 출시 후 중국 AI 기술력 부각. 홍콩 항생테크지수는 중국 테크 업종 내 최고 기술주로 구성 1.1% · 업종도 반도체, AI 소프트웨어, 테크, 전기차 등 각 분야 대표 종목으로 고르게 구성

Compliance Notice

- 본 자료는 리서치센터 해외주식팀의 의견을 반영하여 주식과 ETF 등으로 구성된 글로벌 포트폴리오이며 경기투자의견과 상이하거나, 투자이견이 변경될 수 있습니다.
- 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 포트폴리오 변경은 주가 수익률 변화의 변동 상황 발생 시 진행되고 있으며 비중 및 편-출입은 상승과 하락에 따른 조정으로 투자 권유나 매도를 의미하지 않습니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 편입 이후 15% 이상 하락할 경우 StopLoss 규정에 의해 포트폴리오에서 제외합니다.
- 글로벌 포트폴리오의 벤치마크(BM)는 MSCI AC World Index(70%) + Bloomberg Barclays World Bond Index(30%)입니다.
- 상기 종목 정보는 FnGuide, Bloomberg 및 WIND(중국, 홍콩)의 정보와 컨센서스 및 각 ETF 운용사 제공 자료를 인용했습니다.
- 주가(각국 통화 기준)는 각 시장의 직전거래일 기준 증가입니다. (단, 미국 및 유럽 주식, 해외 상장 ETF의 주가는 전전거래일 증가 기준)
- 수익률은 편입일의 증가 대비 직전거래일 증가를 원화로 환산해 계산한 수치입니다. (단, 미국 및 유럽 주식, 해외 상장 ETF는 전전거래일 증가 기준)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 상기 회사(애플, 페이스북, 넷플릭스, 테슬라, 아마존, 엔비디아, AMD, 구글, 마이크로소프트)를 기초자산으로 ESG 발행된 상품입니다. 기타의 종목은 회사(원)이 해당제가 발생하지 않으며 회사 정책에 따라 주기별 변경가능합니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 임의로 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

포트폴리오

신한 리서치 포트폴리오: ③ 국내주식형

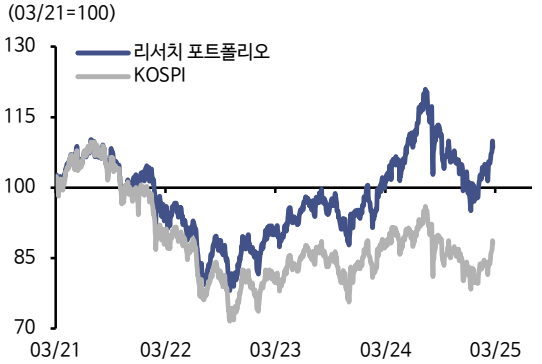
3월 신한 리서치 포트폴리오

섹터	업종	코드	종목명	업종			종목	전주
				비중	제안	차이		
				(A)	(B)	(B-A)		
에너지				2.7	0.7	(2.0)		
	에너지	A096770	SK이노베이션	2.7	0.7	(2.0)	0.7	0.0
소재				6.5	5.6	(0.9)		
	화학	A051910	LG화학	3.2	3.3	0.2	0.7	(0.0)
		A009830	한화솔루션				0.9	(0.0)
		A011780	금호석유				1.1	(0.0)
		A298050	HS호성첨단소재				0.6	(0.0)
	비철·목재등	A103140	풍산	1.5	0.0	(1.5)	0.0	(0.0)
		A295310	에이치브이엠				0.0	0.0
	철강	A005490	POSCO홀딩스	1.9	2.3	0.4	1.6	(0.0)
		A004020	현대제철				0.6	(0.0)
산업재				19.4	21.9	2.5		
	건설·건축관련	A000720	현대건설	1.4	1.9	0.5	1.9	(0.0)
	기계	A267260	HD현대일렉트릭	4.0	4.5	0.6	4.5	0.1
	조선	A010140	삼성중공업	4.5	5.4	0.8	4.4	(0.2)
		A082740	한화엔진				0.9	(0.1)
	상사·자본재	A064350	현대로템	6.6	7.8	1.2	4.8	0.2
		A034730	SK				1.5	(0.1)
		A003550	LG				1.6	(0.1)
	운송	A086280	현대글로벌비스	2.9	2.3	(0.6)	0.9	(0.1)
		A000120	CJ대한통운				1.4	(0.1)
경기관련소비재				10.7	12.0	1.3		
	자동차	A012330	현대모비스	6.6	6.9	0.3	2.9	0.0
		A005380	현대차				1.1	(0.2)
		A000270	기아				1.9	0.2
		A204320	HL만도				0.9	(0.0)
	화장품·의류·완구	A192820	코스맥스	2.3	2.3	(0.0)	0.8	(0.0)
		A090430	아모레퍼시픽				0.7	(0.0)
		A278470	에이피알				0.8	0.0
	호텔·레저서비스	A035250	강원랜드	0.4	0.0	(0.4)	0.0	(0.0)
	미디어·교육	A041510	에스엠	0.8	2.3	1.5	1.2	(0.0)
		A253450	스튜디오드래곤				1.1	(0.0)
	소매(유통)	A139480	이마트	0.7	0.6	(0.1)	0.6	(0.0)
필수소비재				2.4	2.9	0.6		
	필수소비재	A003230	삼양식품	2.4	2.9	0.6	2.9	(0.0)

섹터	업종	코드	종목명	업종			종목	전주
				비중	제안	차이		
				(A)	(B)	(B-A)		
의료				7.9	7.7	(0.2)		
	건강관리	A196170	알테오젠	7.9	7.7	(0.2)	3.5	0.1
		A207940	삼성바이오로직				2.8	(0.2)
		A068270	셀트리온				1.4	(0.0)
금융				11.4	9.7	(1.7)		
	은행	A086790	하나금융지주	6.3	6.4	0.1	2.3	0.1
		A055550	신한지주				2.3	0.0
		A139130	DGB금융지주				1.8	(0.0)
	증권	A005940	NH투자증권	2.5	1.6	(0.9)	0.8	(0.0)
		A016360	삼성증권				0.8	(0.0)
	보험	A138040	메리츠금융지주	2.5	1.6	(0.9)	1.6	0.1
IT				36.3	35.2	(1.1)		
	소프트웨어	A035720	카카오	5.5	6.1	0.6	1.4	(0.0)
		A251270	넷마블				1.0	(0.0)
		A035420	NAVER				1.8	(0.6)
		A192080	더블유게임즈				1.7	0.6
		A012510	더존비즈온				0.2	(0.0)
	IT하드웨어	A009150	삼성전기	1.2	1.2	(0.0)	0.5	0.0
		A058470	리노공업				0.3	0.0
		A011070	LG이노텍				0.4	(0.0)
	반도체	A005930	삼성전자	23.8	23.7	(0.0)	16.4	0.0
		A000660	SK하이닉스				7.3	0.6
		A131290	티에스이				0.1	0.0
	IT가전	A066570	LG전자	5.6	4.2	(1.4)	0.5	(0.0)
		A373220	LG에너지솔루션				1.4	(0.1)
		A066970	엘앤에프				1.2	(0.0)
		A078600	대주전자재료				1.1	(0.1)
	디스플레이	A272290	이녹스첨단소재	0.3	0.0	(0.2)	0.0	(0.0)
		A034220	LG디스플레이				0.0	(0.0)
통신서비스				1.4	2.0	0.6		
	통신서비스	A030200	KT	1.4	2.0	0.6	2.0	0.0
유틸리티				1.3	2.2	0.8		
	유틸리티	A015760	한국전력	1.3	2.2	0.8	0.5	0.0
		A034020	두산에너지빌리티				1.3	0.0
		A083650	비에이치아이				0.5	(0.0)

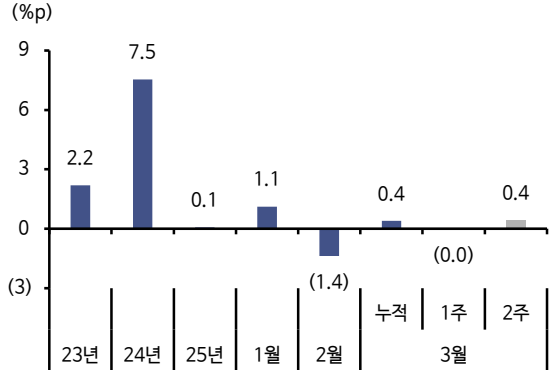
자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 업종 분류는 FnGuide W126 기준, 3월 14일 종가 기준으로 작성

KOSPI와 신한 리서치 포트폴리오 성과 추이



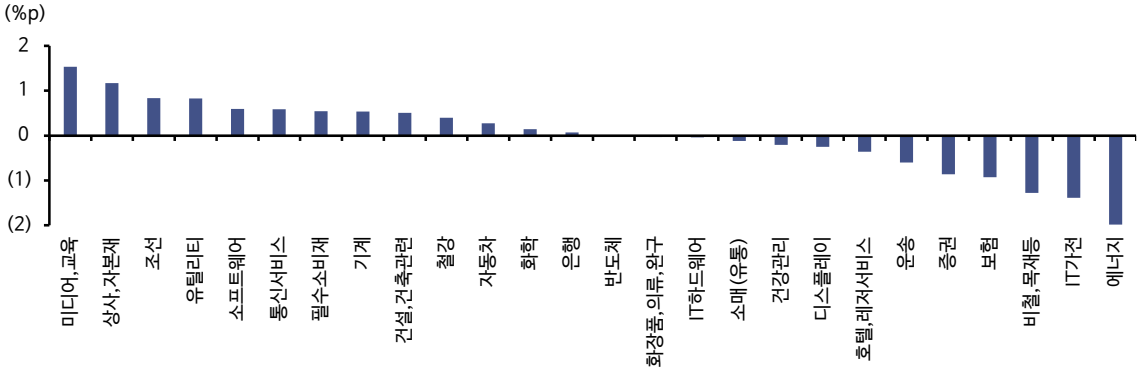
자료: 신한투자증권

신한 리서치 포트폴리오 상대수익률



자료: 신한투자증권

신한 리서치 포트폴리오 KOSPI 대비 업종 비중 [미디어, 상사/자본재, 조선 ↑ VS 에너지, IT가전, 비철 ↓]



자료: 신한투자증권

- [미디어, 교육] 한한령 해제 최대 수혜 섹터. 25~26F 까지 펀더멘털, 美中日 외부변수 등 모든 측면에서 긍정적
- 예스24: 중국 익스포저가 가장 높고, 1Q25 디어유 연결편입으로 실적 향상 및 중국향 사업 확장 가속화 기대
- [상사/자본재] 단기적 변동성 확대. 트럼프 자국 우선주의 기조, 지정학적 위협으로 인한 한국 방산업 수혜
- 현대로템: 폴란드 1차 원활한 인도, 2차 계약도 잘 진행될 것. 이의 중동, 루마니아 등 파이프라인 확장 기대
- [조선] 미국 정부의 중국 조선업 견제 구체화. 국내 조선업은 미국 LNG수출 승인 재개, 군함 건조 협력 수혜 기대
- HD현대중공업: 선가 인상분 반영, 믹스 개선 등으로 '25년도 편안한 실적 성장, 미국과의 협업 기대, 엔진 호조

Compliance Notice

- ◆ 본 자료는 리서치본부의 포트폴리오이며 장기투자의견과 상이하거나, 투자의견이 변경될 수 있습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 포트폴리오 변경은 주가 수익률 변화와 변동 상황 발생 시 진행하고 있으며 **비중 및 편·출입은 상승과 하락에 따른 조정으로 투자 권유나 매도를 의미하지 않습니다.**
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 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 신한지주와 계열회사 관계임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 DGB금융지주, KT, 삼성전자의 차사주 취득/처분 위탁투자중개업자임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 LG, LG전자, NAVER, SK이노베이션, SK하이닉스, 삼성전자, 카카오, 하나금융지주, 한국전력, 현대모비스, 현대차를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 HD현대일렉트릭, HSH성첨단소재, POSCO홀딩스, 현대글로비스, 이마트를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 HD현대일렉트릭, POSCO홀딩스, SK이노베이션을 기초자산으로 한 주식옵션의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 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 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

추천 종목

중소형주

제이에스코퍼레이션 (194370) KDQ [신규 편입]

주가 (원)	17,100	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 하얏트호텔 인수는 마이너스 요인이 아님. 낮은 이자비용, 호텔 자체는 흑자, 재매각이익 기대 ◆ 미국 소비시장의 합리적 소비 트렌드로 24년 가방 14%, 의류 23% 성장. 오더 증가로 증설 ◆ 인건비가 저렴한 인도네시아, 과테말라 중심 증설로 강달러에 따른 영업레버리지 효과 기대
추천일	25년 3월 18일	

씨어스테크놀로지 (458870) KDQ [신규 편입]

주가 (원)	14,250	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 24년 2월 KMI, 7월 건강관리협회를 시작으로 모든 대형 검진센터가 '모비케어' 진단 도입 ◆ 솔루션 대부분 비급여로 향후 3~4년 내 기본항목 확대 예상. 연간 3~500억원 매출 발생 기대 ◆ 올해 상반기 FDA 획득 기점으로 미국 내 분석센터 설립. 미국, 태국, UAE 추가 진출 기대
추천일	25년 3월 18일	

나스미디어 (089600) KDQ

주가 (원)	14,450	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 국내 OTT 레퍼런스 확보해 늘어나는 물량 대거 흡수 가능한 키플레이어 ◆ 구글 파트너십 효과로 SSP 사업 신규 진출. 유튜브와 구글 광고 물량 확보 및 매체 효율화 기대 ◆ 지하철 등 수익성 높은 매체로 인한 믹스 개선과 자회사 매각으로 마진 개선
추천일	25년 3월 17일	
수익률	-0.6%	
상대수익	-2.7%p	

티에스이 (131290) KDQ

주가 (원)	50,200	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 3분기에 이어 4분기 실적 호조 기록. 2025년 성장 기대감 확대 ◆ 2025년 ① 낸드용 프로그래머블 메모리 수요 개선, ② 디램용 글로벌 확대 전망 ◆ 제품 레벨업(디램 등)은 밸류에이션 재평가 요인으로 판단코멘트
추천일	25년 2월 28일	
수익률	8.2%	
상대수익	8.2%p	

더블유게임즈 (192080) KDQ

주가 (원)	50,700	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 자체결제시스템(D2C) 비중 높아지며 앱수수로 축소, 빠른 이익률 개선 가능 ◆ 온라인카지노 및 캐주얼게임 매출 연말/연초 역대 최고 실적 경신하며 성장성 부각 ◆ 8,000억원 이상 보유한 현금으로 추가적인 M&A 검토/진행하며 외형성장 지속 전망
추천일	25년 2월 14일	
수익률	3.2%	
상대수익	2.1%p	

에이릭스 (475580) KDQ

주가 (원)	12,850	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 코딩교육용 로봇 78%와 드론 22%를 만드는 에듀테크 기업 ◆ 교육용 로봇 시장에서 국내 시장의 1/3 점유, 드론은 사실상 독과점 중 ◆ 미국향 코딩 교육용 경량드론을 시작으로 일본, 싱가포르 등 수출 증가 전망
추천일	25년 2월 3일	
수익률	12.6%	
상대수익	8.9%p	

경동나비엔 (009450)		KSP
주가 (원)	80,000	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 4Q24 컨센서스 대비 실적 미달로 인한 주가 하락은 높은 기대감으로 인한 과민 반응으로 해석 ◆ 내수 보일러 매출이 건설 경기 악화로 일부 부진했으나 미국 온수기 수요는 변함없이 견조 ◆ 24년 6월 인수한 SK매직 사업부의 매출이 25년 본격적으로 증가하는 단계, 신제품 출시 기대
추천일	25년 2월 3일	
수익률	-1.2%	
상대수익	-4.9%p	
JYP Ent. (035900)		KDQ
주가 (원)	69,700	<ul style="list-style-type: none"> ◆ JYP 재편입, 업황은 강달러, 미국 관세 영향 없음. 기저효과, 슈퍼 IP 컴백으로 호황 국면 ◆ 다른 엔터주는 1Q25 실적이 상대적으로 비어가는 반면 JYP 1분기 실적 호조 기대 ◆ 유일한 리스크 신성장 IP 부재도 킥플립 데뷔로 해소될 가능성이 높아 투자 매력도 상승
추천일	25년 1월 13일	
수익률	-2.7%	
상대수익	-6.2%p	
대원미디어 (048910)		KDQ
주가 (원)	10,230	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 닌텐도 및 일본 유명 IP 국내 유통 회사 ◆ 일반적으로 PER 10~15배 vs. 6~8배까지 빠진 주가 ◆ 25년 2월 스위치2 출시 소식 앞두고 관심 높여 볼 만
추천일	25년 1월 13일	
수익률	17.2%	
상대수익	13.6%p	
SBS (034120)		KSP
주가 (원)	20,850	<ul style="list-style-type: none"> ◆ SBS-넷플릭스 간 전례없는 콘텐츠 공급 파트너십 체결(25/1/1부터 6년) ◆ 시청 도달 범위 대폭 확대. 구작/신작 드라마뿐 아니라 예능/교양까지 글로벌 영역 확장 도모 ◆ 제작편수 확대, 중소형 드라마 IP 쏠림 수혜, 글로벌 OTT 투자 유치 증가, 멀티플 확장 전망
추천일	24년 12월 23일	
수익률	4.3%	
상대수익	-4.3%p	
스튜디오드래곤 (253450)		KDQ
주가 (원)	46,300	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 과거 3년간 악화됐던 콘텐츠 제작 구조 우호적 재편 움직임 포착 ◆ [이전]C 상승, P 하락, Q 축소 ⇒ [향후]C 하락, P 상승, Q 확대 전망 ◆ <오징어 게임2> 방영 도래로 K콘텐츠로의 관심 환기, 업계 최전방에 있어 최대 수혜 기대
추천일	24년 11월 14일	
수익률	9.1%	
상대수익	1.3%p	
산일전기 (062040)		KSP
주가 (원)	66,600	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 전력, 배전용 변압기 제조 업체, 선진국향 수출 비중이 85% 차지 ◆ 주요 매출처는 미국 전력망, 신재생에너지 및 ESS, 데이터 센터로 모두 고성장 영역 ◆ 변압기 평균수명은 30년 주기로 미국 노후 전력망 교체수요 가파르게 증가
추천일	24년 11월 8일	
수익률	20.7%	
상대수익	18.9%p	

씨트랙아이 (099320)		KDQ
주가 (원)	56,200	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 정부향 프로젝트 견조한 성장, 후속 프로젝트도 이어질 전망 ◆ 초고해상도 관측 위성 해외 수출 협의중, 2025년 계약 기대 ◆ 자회사 실적 개선 노력 시작, 수주 확대 비용 절감 계획
추천일	24년 11월 8일	
수익률	15.9%	
상대수익	14.5%p	

코스맥스 (192820)		KDQ
주가 (원)	180,500	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 생산 가능량을 넘어서는 주문 물량에 외주 생산 비중을 늘릴 만큼 업황 호조 ◆ 중국 익스포저가 커 유사 기업 대비 주가 부진했으나 중국 경기 부양책으로センチ먼트 개선 ◆ 미국 보호무역 주의는 중국 견제 의도가 강하므로 미국 내 제조법인 보유 ODM사 수혜 가능
추천일	24년 11월 8일	
수익률	16.1%	
상대수익	14.3%p	

디어유 (376300)		KDQ
주가 (원)	39,400	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 4Q24 리사 입점효과 및 라이즈, NEXZ 등 신규 IP 진입으로 가장 중요한 구독자수 순증 임박 ◆ 10/28 중국 텐센트와 전략적 제휴 발표. 기존 iOS only에서 안드로이드 사용자까지 침투 가능 ◆ 단기 가시적인 이익은 437억원으로 현재 이익 체력 대비 45% 증액 효과
추천일	24년 11월 4일	
수익률	11.8%	
상대수익	24.4%p	

Compliance Notice

- ◆ 본 자료는 리서치본부의 포트폴리오이며 장기투자자의견과 상이하거나, 투자자의견이 변경될 수 있습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 포트폴리오 변경은 주가 수익률 변화와 변동 상황 발생 시 진행하고 있으며 비중 및 편·출입은 상승과 하락에 따른 조정으로 투자 권유나 매도를 의미하지 않습니다.
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 편입 이후 15% 이상 하락할 경우 StopLoss 규정에 의해 포트폴리오에서 제외합니다.
- ◆ 국내 포트폴리오의 벤치마크(BM)는 KOSPI(100%)입니다.
- ◆ 중소형주 추천 종목은 추천일 직전거래일 증가 기준 시가총액 3조원 미만의 종목입니다.
- ◆ 주가는 직전거래일 증가 기준이며, 일부 종목 정보는 FrnGuide를 참고하였습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 코스맥스를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 본 자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 임의로 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

[편출]

- ◆ 한글과컴퓨터(수익률 -15.8%, 상대수익률 -17.9%), 자화전자(수익률 -13.6%, 상대수익률 -17.3%)

주요 경제지표 발표 및 이벤트 일정

월		화		수		목		금	
3/17		3/18		3/19		3/20		3/21	
중 미	2월 고정자산투자 2월 신규주택가격 2월 기존주택가격 2월 소매판매 3월 NAHB 주택시장지수 엔비디아GTC(~21) GDC2025(~21)	유 미	3월 ZEW 서베이 2월 주택착공, 건축허가	일 유 미	2월 수출입동향 금융정책회의 2월 CPI FOMC	한 중 미	HLB, FDA 최종결정 시한 LPR 금리 결정 마이크론, 페덱스, 나이키 실적 발표	한 일	3월 1~20일 수출입동향 2월 전국 CPI
3/24		3/25		3/26		3/27		3/28	
한 일 유 미	NXT 종목 350개로 확대 3월 PMI(예) 3월 PMI(예) 3월 PMI(예)	한 중 미	3월 소비자심리지수 알래스카 주지사 방한 보아오 포럼(~28) 1월 CS 주택가격지수 2월 신규주택판매 2년 만기 국채	유 미	유럽폐안학회(~29) 2월 내구재주문 5년 만기 국채 입찰	미	4Q24 GDP(확) 7년 만기 국채 입찰	일 미	3월 도쿄 CPI 2월 소매판매 2월 PCE 3월 미시간 1년 인플레이
3/31		4/1		4/2		4/3		4/4	
한 일 중 미	NXT 종목 800개로 확대 2월 산업활동동향 2월 소매판매 3월 NBS PMI 3월 MNI 시카고 PMI	한 중 유 미	3월 수출입 동향 3월 Caixin 제조업 PMI 3월 제조업 PMI 3월 CPI 3월 제조업 PMI 2월 구인이직보고서 3월 ISM 제조업	한 미	3월 CPI 3월 ADP 취업자 변동 2월 내구재 주문	일 중 유 미	3월 종합, 서비스 PMI 3월 Caixin 종합, 서비스 PMI 3월 종합, 서비스 PMI 3월 Callenger Job Cuts 3월 종합, 서비스 PMI 3월 ISM 서비스	미	3월 고용보고서
4/7		4/8		4/9		4/10		4/11	
미	3월 NFB 소기업 낙관			미	FOMC 회의록	중 미	3월 PPI, CPI 3월 CPI	한 미	4월 1~10일 수출입동향 3월 PPI 4월 미시간 소비자신뢰 4월 미시간 1년 인플레이
4/14		4/15		4/16		4/17		4/18	
중	3월 수출입동향	유 미	4월 ZEW 서베이 예상 NY Fed 1년 기대 인플레이	중 유 미	3월 고정자산투자 3월 신규주택가격 3월 기존주택가격 1Q25 GDP 3월 CPI 3월 소매판매 4월 NAHB 주택시장지수	한 유 미	금융통화위원회 ECB 통화정책 회의 3월 주택착공/건축허가	일	3월 전국 CPI

자료: Marketpoint, 언론 자료, 신한투자증권 / 주: (예): 예비치, (수): 수정치, (확): 확정치

신한아이 화면번호 안내



[주식/시황 정보]

0100	1054	1058	1059
주식종합	지수추이	주요 거래지표	증시자금 추이
1110	1503	1863	3101
현재가종합	업종별시세	주가등락률 상하위	시황티커
4050			
파워차트			

[선물]

2000	2450	4101	
지수선물 현재가	상품선물옵션 현재가	KOSPI 선물/옵션 분봉	

[수급 정보]

1200(당일)/1203(일자별)	1205	1306	1314
투자주체별 순매수 금액	업종별 투자주체	실시간 외국계 매매종목	외국인/기관 (장중) 매매현황 추정
1407	1457	1670	1881
투자주체별 매도/매수 상위 종목	투자자별 프로그램매매	종목별/일별 대차거래 내역	공매도 일간/누적 상위종목
4540			
장중 투자주체별 매매 추이 (Light)			

[환율/금리/원자재]

3204	3213	3214	
환율 동향	원자재 동향	국내외 금리	

[국내 포트폴리오/리서치 정보]

3150	3154		
신한아이 리서치	리서치 종목 시세		

🔥 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용) 본자료는 2025년 3월 17일 공표한 자료와 2025년 3월 18일 공표할 자료의 요약본입니다.

종목	기준	섹터	기준
<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 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 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%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------