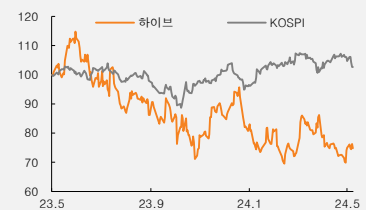


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	320,000원
현재주가(24/5/31)	200,000원
상승여력	60.0%

영업이익(24F, 십억원)	342
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	328
EPS 성장률(24F, %)	26.6
MKT EPS 성장률(24F, %)	76.3
P/E(24F, x)	35.1
MKT P/E(24F, x)	10.7
KOSPI	2,636.52
시가총액(십억원)	8,330
발행주식수(백만주)	42
유동주식비율(%)	52.5
외국인 보유비중(%)	19.7
베타(12M) 일간수익률	-0.04
52주 최저가(원)	185,900
52주 최고가(원)	307,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-1.0	-7.2	-27.0
상대주가	1.1	-10.8	-28.7



[엔터테인먼트]

김규연

gyuyeon.kim@miraeasset.com

하이프

중요한 건 N.B.K

하이프 12MF P/E는 32x, 역사적 최하단 수준이다. 현재 하이브 주가에 가장 큰 영향을 미치는 것은 세 그룹 - 뉴진스, BTS 그리고 KATSEYE - 다. 뉴진스를 둘러싼 리스크 해소, BTS의 컴백, KATSEYE의 데뷔로 밸류에이션 회복이 기대된다.

1) NewJeans의 활동

주가 관점에서 가장, 그리고 어쩌면 유일하게 중요한 요소는 뉴진스의 활동 지속이다. 하이브와 민희진 대표 간 공방이 어떻게 되든 나타날 수 있는 최종 경우의 수는 세 가지 1) 뉴진스가 하이브 소속을 유지한 채로 활동하거나 2) 중단 또는 3) 뉴진스가 위약금을 지불, 하이브와 계약을 해지하고 활동을 하는 것이다. 이중 실현 가능한 것은 1번과 3번 시나리오 뿐이다. 1번 시나리오의 경우 사태 발생 이전과 뉴진스의 활동 가정이 동일하다. 3번의 경우 별도 비용 없는 최소 4천억원의 순매출이 하이브에 인식될 것으로 예상된다.

2) BTS의 컴백

BTS 만행 진이 제대 바로 다음날 활동을 시작한다. 천 명과의 1:1 포옹이다. BTS 팬 관리 저력은 포옹으로 상징되는 정교한 사회적 관계 구축에 있다. 진의 제대를 시작으로 전세계에서 행동력, 즉 P*Q가 가장 큰 팬덤, ARMY의 활동이 재개된다. 제대 후 발매하는 앨범 판매량과 공연 매출을 보수적 가정 - 500만장과 2,930억원, 공격적 가정 - 1,000만장과 4,928억원으로 추정한다.

3) KATSEYE의 의의

미국 현지 걸그룹 KATSEYE의 성공 여부는 동사의 밸류에이션의 방향성을 결정한다. 글로벌 음악 산업의 핵심 플레이어로서의 편입 여부를 판가름하기 때문이다. KATSEYE가 성공할 경우 K-엔터의 경제적 해자 i. Hit Ratio를 높이는 아티스트 제작 시스템과 ii. 사회적 관계 판매 모델 도입을 통해 30년간 정체된 음악 시장의 규모를 키우려는 욕구를 가진 기존 글로벌 음악 산업 플레이어들에게 HYBE가 중요한 역할을 할 수 있다. 데뷔시기는 6월로 예정돼 있는데, 7월로 지연될 가능성이 있다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,256	1,776	2,178	2,644	3,001
영업이익 (십억원)	190	237	296	342	468
영업이익률 (%)	15.1	13.3	13.6	12.9	15.6
순이익 (십억원)	137	52	187	238	337
EPS (원)	3,606	1,265	4,504	5,704	8,097
ROE (%)	6.8	1.9	6.6	7.9	10.3
P/E (배)	96.8	137.1	51.8	35.1	24.7
P/B (배)	5.1	2.6	3.3	2.7	2.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.3	0.4	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 하이브, 미래에셋증권 리서치센터

Key charts

표 1. 하반기 HYBE 주가에 가장 큰 영향을 미칠 아티스트: 뉴진스(N)·방탄소년단(B)·캣츠아이(K)

아티스트	뉴진스	방탄소년단	캣츠아이
			
과거 주요 이벤트	- 데뷔 (22/7/22) - 어도어 감사 (24/4/18)	- 단체 활동 잠정 중단 (22/6/15) - 군대 이슈 (22년 9월)	- 미국 걸그룹 제작 프로젝트 공개 (21/11/4) - 오디션 프로그램 유튜브 게시 (23/8~23/11)
예정 이벤트	- 컴백(24/5/24) - 도쿄돔 팬미팅(24/6/26)	- 멤버 제대 및 컴백(23년 6월~)	- 데뷔
레이블	어도어	빅히트 뮤직	HYBE UMG
데뷔	2022년 7월 22일	2013년 6월 13일	2024년 6~7월
연차	3년차	12년차	
멤버수	5	7	6
헤드 프로듀서	민희진	방시혁	
멤버	 민지 2004년생, 20세 한국	 진 1992년생, 31세 한국	 마농 2002년생, 21세 스위스, 이탈리아
	 하니 2004년생, 19세 호주, 베트남	 슈가 1993년생, 31세 한국	 소피아 2002년생, 21세 필리핀
	 다니엘 2005년생, 19세 호주, 한국	 제이홉 1994년생, 30세 한국	 다니엘라 2004년생, 19세 미국
	 해린 2006년생, 17세 한국	 RM 1994년생, 29세 한국	 라라 2005년생, 18세 미국
	 헤인 2008년생, 16세 한국	 지민 1995년생, 28세 한국	 메간 2006년생, 18세 미국
		 뷔 1995년생, 28세 한국	 윤채 2007년생, 16세 한국
		 정국 1997년생, 26세 한국	

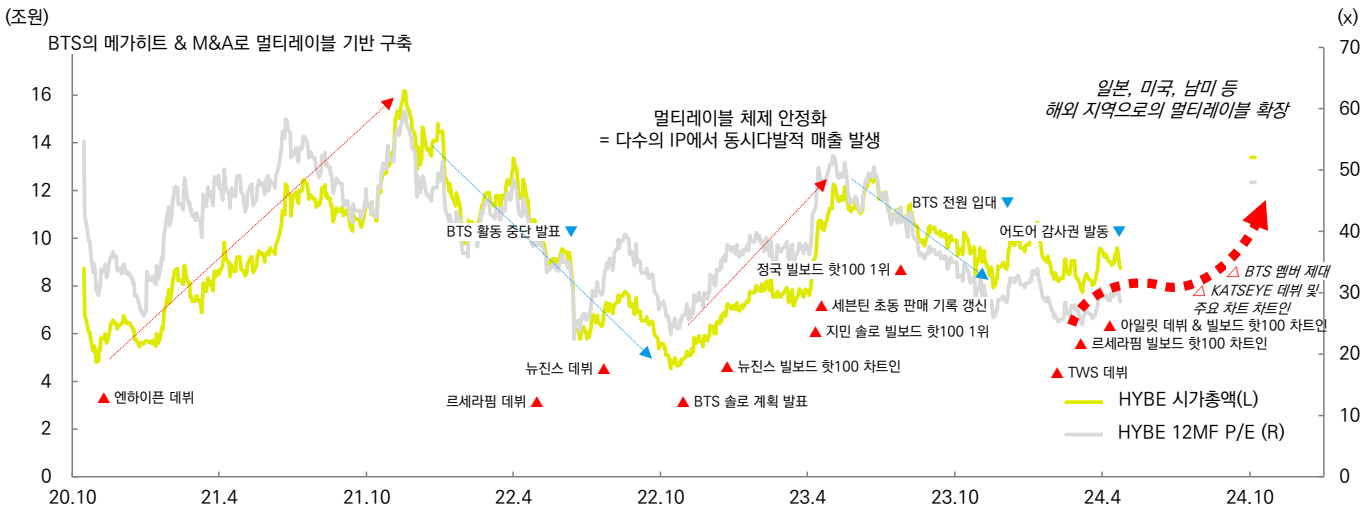
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 하이브와 뉴진스의 선택에 따른 금전적 이익

뉴진스	하이브	하이브 소속		하이브 이탈
		활동	활동 중단	활동
하이브 소속	활동	(1,1)		
	활동 중단		(-1,-1)	
하이브 이탈	활동			(1,1)

주: 금전적 이익은 1) 발생하거나 =1, 2) 손해를 보거나 = -1로 단순화. 기회 비용의 개념을 고려해 발생하지 않는(=0) 개념은 제외
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 비온 뒤 땅 굳는다



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. HYBE 목표 주가 산출

항목	값	
24F 지배주주순이익(십억원)	274	BTS의 미국 정착 가속화 + 레이블 확장으로 미국 시장에서의 지속 가능성을 증명한 21년 평균 P/E
Target P/E	48x	
목표 시가총액(십억원)	13,392.8	
주식수(천주)	41,652	
목표주가(원)	320,000	* 만원 미만 반올림
현재주가(원)	200,000	
상승여력	60%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

I. NewJeans의 활동

뉴진스

하이브 산하 레이블 어도어 최초의 그룹으로 다섯명의 멤버로 구성돼 있다. 기존 K-pop 아티스트와 다르게 보컬, 래퍼, 댄서의 기준이 명시적으로 구분돼 있지 않다. 그룹명 뉴진스는 '매일매일 찾게 되는, 그림에도 불구하고 질리지 않는 청바지(jeans)처럼 시대의 아이콘, 그리고 동시에 대중음악의 새로운 시대를 여는 새로운 유전자(New Genes)가 되겠다는 포부를 담고 있다. 팬클럽 이름은 뉴진스의 로고를 딴 버니즈다.

음반원 뿐만 아니라 MD, 광고에서도 좋은 성과를 올리고 있다. 2023 년 기준 총 앨범 판매량은 서클차트 기준 367 만 장으로 하이브 전체 판매량의 9%, 스포티파이 스트리밍수는 29.8 억회로 BMLG, QC 등을 제외한 하이브 전속 아티스트의 11%를 차지한다.

데뷔 만 2 년을 향해가고 있는 뉴진스는 작년 처음으로 팬미팅을 개최했으며 오는 6 월, K-pop 그룹 중 최단기간으로 도쿄돔에 입성한다.

표 4. 뉴진스 프로필






개요					
데뷔	2022년 7월 22일(3년차)				
레이블	어도어				
멤버					
	민지	하니	다니엘	해린	해인
					
	2004년생 한국	2004년생 호주, 베트남	2005년생 호주, 한국	2006년생 한국	2008년생 한국
매출 지표(2023년 기준)					
앨범 판매량	3,667,713장 (9% out of HYBE ≒ 605억원)				
앨범 매출액 추정	OMG (1/2) 1,560,812 Get Up(7/21) 2,106,901				
스포티파이 스트리밍수	2,984,916,046 (11% out of HYBE 전속 아티스트 ≒ 162억원)				
공연 모객수	46,000명 (1% out of HYBE ≒ 35억원)				
주: 추정 매출액 = 사업부 매출액 * 해당 아티스트 판매량 비중으로 단순 계산, 공연 모객수는 공연장 최대 수용인원 적용 자료: 미래에셋증권 리서치센터					

표 5. 향후 활동 계획

일시	활동
4/27	수록곡 버블검 공개
5/24	한국 싱글 How Sweet 발매
6/21	일본 싱글 Super natural 발매
6/26-27	도쿄돔 팬미팅
2H	앨범 발매
2025	월드투어

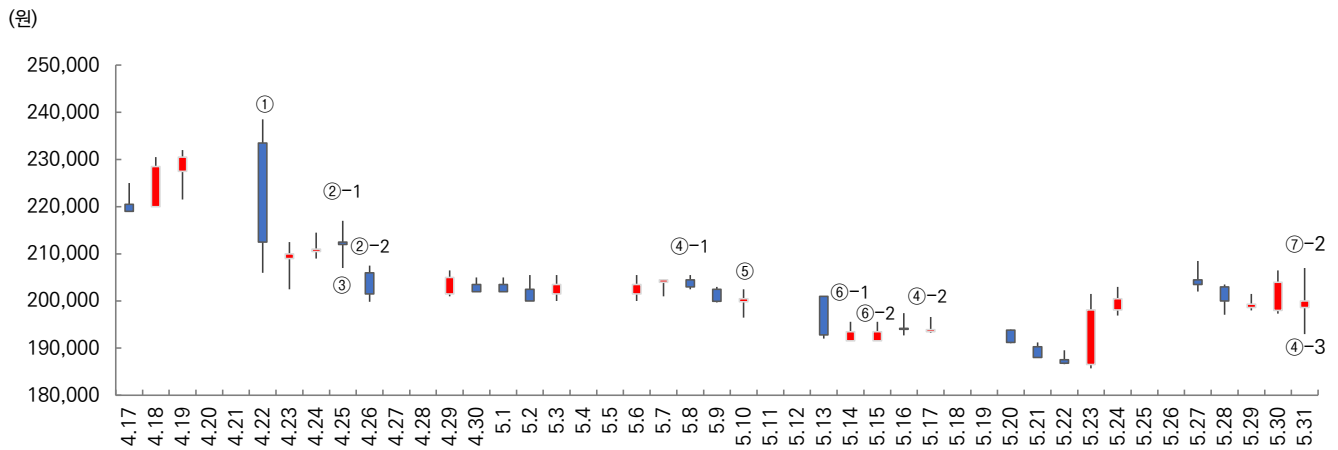
자료: 미래에셋증권 리서치센터

사건 진행 현황

4월 22일 하이브가 어도어 경영진에 감사권을 발동하면서 시작된 이번 사태로 주가는 발생 직전(4/21 종가 230,500원) 보다 최대 23%(5/22 종가 186,800원) 하락을 기록하며 부정적인 영향이 계속되고 있다. 법적 소송 관련해서는 여러 가지 시나리오가 존재한다. 5월 30일 법원이 민희진 대표의 가처분 신청을 인용하면서 사태는 시장의 예상보다 변동성이 커졌다.

5월 31일 민희진 대표 기자회견의 결론은 어도어 대표이사직 유지 요구다. 하이브가 이를 수용할 경우 상황은 2024년 초 주주 간 계약 수정 협의 당사로 복귀한다: 1) 원만한 합의에 도달할 경우 뉴진스의 활동 지속 + 차기 보이그룹 데뷔가 진행될 수 있는 조건일 것이고 2) 결렬될 경우 다시 법적 분쟁을 지속할 것이다. 하이브가 민희진 대표이사직 유지 조건을 수용하지 않으면 역시 2) 법적 분쟁이 지속된다.

그림 2. 어도어 경영진 감사권 발동 이후 주가 및 주요 이벤트 (표 6 참고)



자료: 퀀티와이즈, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 어도어 경영진 감사권 발동 이후 주요 이벤트

차트	주요 내용	날짜
①	하이브, 어도어 경영진에 감사권 발동	4/22
②-1	하이브, 어도어 경영진 업무상 배임 혐의로 고발 예고	4/25
③	민희진 대표 기자회견 (장 마감 이후)	4/25
②-2	하이브, 어도어 경영진에 대한 고소장 제출	4/26
④-1	민 대표, 법원에 하이브 의결권 행사 금지 가처분신청 제기	5/8
⑤	어도어, 임시 주주총회 소집 안건으로 이사회 개최 - 임시 주주총회 소집 승인	5/10
⑥-1	하이브, 금감원에 어도어 경영진 조사 요청	5/14
⑥-2	하이브, 금감원에 외국계 증권사 관계자 조사 요청	5/15
④-2	하이브 의결권 행사 금지 가처분신청 첫 심리	5/17
④-3	하이브 의결권 행사 금지 가처분 신청 인용 (장 마감 이후)	5/30
⑦-1	어도어 임시 주주총회 개최해 경영진 해임안 논의 - 민희진 대표 외 사내이사 2인 교체	5/31
⑦-2	민희진 대표 기자회견	5/31

자료: 언론 종합, 미래에셋증권 리서치센터

시나리오

주가 관점에서 가장, 그리고 어쩌면 유일하게 중요한 요소는 ‘뉴진스의 활동 지속’ 여부다. 중립적인 FACT만 보자. 뉴진스는 어도어와 2029년까지 전속계약이 체결돼 있고, 어도어의 지분 80%는 하이브 몫이다. 하이브와 민희진 대표 간 공방이 어떻게 되든 나타날 수 있는 최종 경우의 수는 세가지: 1) 뉴진스가 하이브 소속을 유지한 채로 활동하거나 2) 중단 또는 3) 뉴진스가 위약금을 지불, 하이브와 계약을 해지하고 활동을 하는 것이다.

뉴진스의 팬덤이 우려하고 있는 것은 활동을 중단하는 것이다. 이번 사태로 뉴진스가 하이브에게 제대로된 지원을 받지 못할 경우를 가정한다. 하지만 해당 시나리오 발생 확률은 제로에 가깝다.

뉴진스는 음반원과 공연에서만 약 800억원 대의 매출을 기록한 것으로 추정된다. 하이브의 전체 매출 대비 음반원+공연 매출 비중을 적용하면 총 매출은 약 1,263억원이다(하이브와 어도어 간 솔루션 이용 등에 대한 회계 처리를 고려할 시 뉴진스가 순수하게 발생시키는 매출은 어도어 매출 1,102억원보다 클 것으로 추정된다). 뉴진스가 콘서트 등 활동을 본격적으로 시작하면 매출은 보다 증가한다. 회사 입장에서 연간 이만큼의 매출을 창출하는 아티스트를 방치하는 것은 이성적으로 가능하지 않다. 뉴진스가 하이브에 소속된 채로 활동을 거부하는 것도 비이성적이다. 1번 시나리오의 경우 사태 발생 이전과 실적에 대한 영향이 유사하다.

3번의 경우도 매출과 이익을 모두 고려했을 때 1번 시나리오와 크게 다르지 않다. 뉴진스가 하이브와 계약 해지 후 활동을 지속하기 위해서는 계약서에 명시된 위약금을 지불해야 한다. 이 외의 이탈 시나리오는 이제 불가능하다. 뉴진스가 지불해야 될 위약금 가정은 ‘공정거래위원회 표준전속계약서’를 기준으로 언급되고 있다. 통상적인 위약금은 계약 해지 시점으로부터 직전 2년간의 월평균 매출 x 계약 잔여기간 개월 수이다. 뉴진스는 어도어와 전속 계약을 체결했음으로 어도어의 매출이 위약금의 근거가 될 것인데 약 4천억원 규모일 것으로 추정된다. 고려해야 할 것은 위약금은 별도 비용이 없는 순매출이라는 점이다. 2023년 어도어의 당기순이익률은 24%다. 4천억원은 뉴진스가 1.7조원의 매출을 내야 발생하는 순이익이다. 앞으로 공연 등 이익률이 낮은 상품군의 비중이 높아지며 이익률은 희석될 것이다. 하이브의 재무제표에 미칠 효과 측정을 위해 하이브 순이익률을 9%를 적용하면 4.4조원 규모의 매출에 버금가는 효과다. 하이브 지분 인수를 통한 평화로운 계약 해지의 경우 협의에 따라 지분 처분 금액의 범위가 다양할 수 있다.

이성적으로 사고했을 때 선택 가능한 1번과 3번 시나리오 모두 이번 사태로 하락한 주가 회복의 근거를 제공한다.

표 7. 하이브와 뉴진스의 선택에 따른 금전적 이익

뉴진스 \ 하이브		하이브 소속		하이브 이탈
		활동	활동 중단	활동
하이브 소속	활동	(1,1)		
	활동 중단		(-1,-1)	
하이브 이탈	활동			(1,1)

주: 금전적 이익은 1) 발생하거나 =1, 2) 손해를 보거나 = -1로 단순화. 기회 비용의 개념을 고려해 발생하지 않는(=0) 개념은 제외
자료: 미래셋증권 리서치센터

교훈

하이브가 엔터테인먼트 Peer Group 대비 높은 프리미엄을 부여받을 수 있는 이유는 글로벌 시장으로의 확장성 때문이다. 하이브가 다수의 자회사로 구성된 멀티 레이블 형태를 띠고 있는 것 또한 글로벌 사업 때문이다. 하이브는 안정적으로 수익을 창출할 수 있는 지속 가능한 엔터테인먼트 기업이라는 방향성을 가지고 있다. 엔터테인먼트, 특히 음악 산업은 사람이라는 IP에 대한 실적 및 밸류에이션 의존도가 강하다는 특성이 있고 그로 인한 리스크가 존재한다. B2C 산업의 특성 상 대중들의 선호에 따라 실적 변동성이 큰 것 또한 리스크다.

동사는 이러한 리스크를 줄이기 위해 멀티 레이블 시스템을 도입했다. 다양한 장르의 IP를 통해 시장 점유율을 높이고 다수의 IP로 매출의 출처를 다변화했다. 시장을 글로벌 무대로 확장하기 위해서 국내 아티스트뿐만 아니라 미국, 일본, 남미 등 레이블 설립 및 인수를 통해 포트폴리오에 현지 IP를 포함시키고 있는 것 또한 같은 맥락이다. 앞서 말했듯이 엔터테인먼트는 대중의 취향을 탄다. 대중의 취향은 시대에 따라 국가에 따라 다양한 형태의 모습을 한다. 이에 기민하게 대응하기 위해서는 각각의 대중의 취향에 대한 전문성을 가지고 있는 프로듀서가 필요하다. 각각의 레이블마다 프로듀서를 두고 병렬적인 형태로 사업을 전개하고 있는 이유다.

이번 사태는 멀티 레이블 구조로 인해 발생할 수 있는 부정적 변수의 모든 경우의 수를 낱낱이 드러냈다. IP 간 유사성, 차별대우에 대한 의구심, 모회사로부터의 독립 욕구 등이 이번 사태를 불러 일으켰다. 시기의 문제였지 사실 이는 동사가 경험할 수밖에 없는 문제였다. 국내 아이돌과 유사한 스파이스 걸스나 원디렉션 등 그룹형 아티스트가 미국에서 지속 가능하지 않았던 이유기도 하다. 뛰어난 역량을 가진 인적 자원은 독립 요구를 가지게 되기 마련이다. 북미와 남미를 시작으로 국가 커버리지를 넓히려는 하이브는 이번 사태를 통해 멀티 레이블 시스템을 보완해야 할 것이며, 이는 향후 글로벌 사업에서 보다 안정적으로 사업을 전개할 수 있는 토대 마련이 필수다.

표 8. 하이브 주요 레이블 현황

레이블	빅히트뮤직	하이브 재팬	빌리프랩	쏘스뮤직	플레디스	KOZ	HYBE UMG	이타카 홀딩스	어도어	Exile
설립	2005	2017	2018	2009		2018	2021	2013	2021	2021
연결 편입	2005	2017	2023	2019	2020	2020	2021	2021	2021	2023
하이브 지분	100%	100%	100%	80%	85%	75.02%	51%	100%	80%	100%
대표 총괄 프로듀서	신영재 방시혁	김연수 방시혁	김태호 방시혁	김주영 방시혁	이다혜 한성수	이순환, 유승현 우지호(지코)	윤석준	스쿠터 브라운	민희진 민희진	아이작 리
주요 아티스트	방탄소년단 TXT	&TEAM 24組(데뷔 예정)	엔하이픈 아일릿	르세라핌	나나, BUMZU, 민현, 백호 세븐틴 프로미스나인 TWS	지코, 보이넥스트도어	캣츠아이	아리아나그란데 저스틴 비버	뉴진스	
주요 주주				소성진 (20%)	한성수(10%), 소니 뮤직 솔루션(5%)	우지호 (24.98%)	UMG(49%)		민희진(18%) 기타(2%)	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. BTS의 컴백

BTS

하이브의 모태가 된 빅히트 최초의 보이그룹으로 일곱명의 한국인 멤버로 구성되어 있다. K-pop의 본격적인 미국 시장 진출의 포문을 열었다. K-pop 아티스트 최초 빌보드 Top Social Artist 수상을 시작으로 빌보드 200 1위, 빌보드 Hot100 1위, 웹블리 스타디움 입성 등 K-pop의 글로벌 역사를 써내려갔다.

2023년 솔로 활동을 통해 BTS의 저력을 증명했다. 지민과 정국의 솔로곡 Like Crazy와 Seven이 빌보드 Hot 100 1위에 이름을 올렸다. 슈가는 2023년 발매한 앨범 D-DAY로 빌보드 200 2위를 기록함과 동시에 단독 콘서트를 진행했다. 제이홉과 RM은 군입대 중에도 앨범을 발매했으며 진은 제대와 동시에 활동 예정이다.

10대들이 살아가면서 겪는 힘든 일, 편견과 억압을 막아내겠다는 뜻을 담은 방탄소년단은 글로벌 진출이 활발해지며 BTS란 이름으로 더 많이 불리고 있다. 팬클럽 이름은 방탄과 연관성 있는 아미다.

표 9. BTS 프로필

개요						
데뷔		2013.6.13 (12년차)				
레이블		빅히트 뮤직				
멤버						
진	슈가	제이홉	RM	지민	뷔	정국
						
1992년생 한국	1993년생 한국	1994년생 한국	1994년생 한국	1995년생 한국	1995년생 한국	1997년생 한국
매출 지표(2023년 기준)						
앨범 판매량		9,152,298장 (20% out of HYBE ≒ 1,333억원)				
앨범 매출액 추정		지민 솔로: FACE(3/24) 1,230,288장 슈가 솔로: D-DAY(4/21) 1,361,099장 제이홉 솔로: Jack In The Box, Hope Edition (8/18, 재발매) 582,445장 정국 솔로: GOLDEN(11/3) 2,755,176장				
스포티파이 스트리밍수		17,242,241,532 (65% out of HYBE 전속 아티스트 ≒ 959억원)				
공연 모객수		슈가 단독: 419,500명 (16% out of HYBE ≒ 600억원)				
주: 추정 매출액 = 사업부 매출액 * 해당 아티스트 판매량 비중으로 단순 계산, 공연 모객수는 공연장 최대 수용 인원 적용						
자료: 미래에셋증권 리서치센터						

표 10. 향후 활동 계획

일시	활동
6/12	진 제대
6/13	2024 FESTA 진 단독 팬미팅 진행
10/17	제이홉 제대

자료: 미래에셋증권 리서치센터

자, 선수 입장

BTS의 만형 진이 제대 바로 다음 날 활동을 시작한다. 그것도 무려 1:1 포옹이다. 진짜 말 그대로 선수 입장이다. 이렇게 화끈한 이벤트라면 한 눈 팔던 아미도 돌아올 수 밖에.

이 행사가 시사하는 BTS의 팬 관리 저력은 포옹으로 상징되는 정교한 사회적 관계 구축에 있다. 2023년 11월 발간한 『종(種)의 확장: SYSTEM FOR SALES』에서 K-엔터테인먼트의 경제적 해자 중 하나로 사회적 관계 판매로 인한 팬의 효용 확장을 언급한 바 있다.

엔터테인먼트 사업 모델의 본질은 '애정 욕구의 충족'이다. K-엔터테인먼트는 음악을 매개로 사회적 관계를 판다. 우리는 설명 가능성 또는 예측 가능성이 높은 인간 관계에서 안정감을 느낀다.

군대 제대하자마자 대면 행사를 개최하는 아티스트는 이제까지 단 한 번도 없었다. 심지어 아티스트의 요청으로 가장 가까운 거리를 유지하는 형태의 행사. K-엔터테인먼트의 일반적이지 않은 앨범 판매량이 가능한 이유 중 하나는 앨범의 팬 사인회 응모권이라는 속성 때문이다. 그만큼 아티스트와의 근거리 대면은 팬들의 충성도와 가장 결부된 행사다.

BTS의 팬들이 유독 충성도가 높았던 이유로 '세계관'이 꼽히는데 세계관은 예측 가능성을 높여 팬들의 자아실현 욕구를 높이고 Lock-In 효과를 가져온다. 6월 13일은 BTS 데뷔일이고 매년 팬미팅을 진행했던 날이다. 6월 12일 데뷔를 한 진이 혼자서 그 전통을 이어간다. 아미가 잊고 있었던 세계관에 다시금 몰두하게 되는 시발점이다. 우연의 일치인지 슈가를 제외한 멤버 모두 2025년 6월 13일 직전 제대다. 아미들의 활동을 재개하며 다시 초유기체로서의 팬덤의 모습을 되찾고, 관계에 대한 애착을 키울 것이다.

BTS는 화양연화 10주년 기념 활동을 이전부터 굉장히 강조했다. 화양연화 앨범 발매일은 2015년 4월 29일이다. 해당 시점부터 BTS의 매출 발생이 본격화될 것으로 예상된다. BTS 발 매출은 진 및 제이홉 등 먼저 제대한 멤버의 솔로 활동을 통해 추후 보다 가시화될 것으로 기대한다.

표 11. BTS 멤버 제대 일정

멤버	진	슈가	제이홉	RM	지민	뷔	정국
제대일	2024년 6월 12일	2025년 6월 21일	2024년 10월 17일	2025년 6월 10일	2025년 6월 11일	2025년 6월 10일	2025년 6월 11일

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 팬 관리 끝판왕

【상세 안내】

1부: 진's Greetings

일시: 2024년 6월 13일 (목) 오후 3시 (KST)

- 1부 진's Greetings에서는 아티스트의 요청으로 **아티스트와의 가벼운 허그**가 있을 예정이며, 행사는 약 세 시간가량 진행됩니다.

- 허그를 원하지 않는 당참자께서는 악수로 변경하여 진행 가능합니다.

- 행사 진행 중 불미스러운 상황이 발생하지 않도록 안전 관리에 만전을 기할 예정입니다. 당참자 여러분께서도 많은 협조 부탁드립니다.

2부: 2024년 6월 13일의 석진, 날씨 맑음 ✨

일시: 2024년 6월 13일 (목) 오후 8시 (KST)

- 2부 행사는 약 60분 동안 진행 예정입니다.

- 2부 행사에서는 ARMY 여러분이 보고 싶어하시는 진의 모습을 선보일 예정입니다.

자료: 위버스, 미래에셋증권 리서치센터

기대 수익

앨범

2022년 6월 Proof 앨범을 마지막으로 3년 만에 발매하는 완전체 앨범의 판매량은 보수적으로 가정했을 때 5백만 장, 공격적으로 가정했을 때 1천만 장이다. BTS의 마지막 정규 앨범의 누적 판매량은 500만장, 이는 앨범 인플레이션이 일어나기 전으로 팬의 구매력($P \times Q$)이 동일하다고 가정할 경우 이보다 감소할 수 없다. 앨범 판매량이 이보다 상향될 수 있다고 보는 여지는 1) Q의 증가와 2) 팬덤 경쟁심리 작용이다.

Q의 증가를 추정할 수 있는 부분은 솔로 앨범 판매량 증가다. 2023년 지민이 솔로 앨범 최초로 100만장 이상의 판매고를 올렸고, 슈가 역시 기록을 따랐다. Jack In the Box, Hope Edition은 2022년 재발매 버전이었음에도 불구하고 58만장을 판매했다. 정국의 GOLDEN은 전세계적으로 히트를 치며 무려 276만장이라는 대기록을 세웠다. 2023년의 앨범 판매량이 결국 ARMY의 $P \times Q$ 라는 것을 생각하면 2025년 컴백시 유지될 가능성이 있다.

팬덤 경쟁심리 작용은 2023년 앨범 판매량이 급등한 이유다. BTS는 K-Pop의 상징적인 존재다. 2025년 첫 컴백 앨범은 BTS의 위상을 확인하는 상징적인 앨범이다. 기록 경쟁이 재현되며 앨범 구매가 보다 공격적으로 이뤄질 가능성이 있다.

표 12. BTS 솔로 및 그룹 활동 재개 예상 시기

	앨범	공연
진	2024년	
제이홉	2024년 말 - 2025년 초	2025년
BTS	2025년 하반기	2026년

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 13. 앨범별 판매량

유형	앨범명	발매일	누적 판매량(만장)	해당 연도 총 판매량
정규 4집	Map of the soul: 7	2020. 2. 21	501	10,479,715
스페셜 앨범	BE	2020. 11. 20	374	
CD 싱글	Butter	2021. 7. 9	317	
스페셜 앨범	Proof	2022. 6. 10	348	8,073,843
솔로 앨범	Jack In the Box(위버스)	2022. 7. 15	48	
	Indigo	2022. 12. 25	74	
솔로 앨범	FACE(지민)	2023. 3. 24	123	9,152,298
	D-DAY(슈가)	2023. 4. 21	136	
	Jack In the Box(제이홉, 재발매)	2023. 8. 18	58	
	GOLDEN(정국)	2023. 11. 3	276	
솔로 앨범	HOPE ON THE STREET VOL.2	2024. 3. 29	47+	
	Right Place Wrong Person RM)	2024. 5. 24	56+	

자료: 씨클차트, 미래에셋증권 리서치센터

공연

컴백 직후 4년만에 재개되는 콘서트 매출액은 보수적으로 가정했을 때 2,930억원, 공격적으로 가정했을 때 4,928억원이다.

산출은 마지막 완전체 콘서트인 2021년 Permission to Dance의 회당 평균매출액을 근거로 했다. 코로나 Lock-down 기간 직후 11회만 진행한 콘서트로 회당 관객수가 Pent-up 수요로 과도하지 않느냐는 우려가 존재할 수 있지만 회당 티켓 판매수는 약 4.2만장으로 공연을 진행할 경우 돔투어가 확정적인 BTS의 경우 충분히 채울 수 있을 것으로 보인다.

티켓 가격이 21년 대비 얼마나 상향되느냐에 따라서 매출이 달라진다. 보수적인 가정에는 2023년 진행한 슈가의 D-DAY TOUR 티켓 가격을 적용해 회당 매출액 98억원으로 예상한다. 공격적인 가정에는 테일러 스위프트의 직전 공연 대비 티켓값 상승률인 18.5%를 적용해 164억원으로 예상한다.

콘서트 매출이 공격적으로 발생할 수 있는 가능성은 1) BTS가 가지는 상징성과 2) 미국의 Dynamic Pricing에 근거한다. 콘서트는 관여도가 비교적 낮은 상품이다. 때문에 충성도가 높은 팬이 아닌 대중이라도 BTS의 음악을 좋아한다면 공연에 참여한다. BTS가 가지는 상징성은 상당하다. K-pop 아티스트로서뿐만 아니라 미국 주류 문화에 상당 부분 침투한 비주류로서 소수자에 대한 상징성을 가지고 있다. BTS가 Top Social Artist 수상을 시작으로 미국 및 유럽에서 전 세계적인 '현상'으로 발전한 이유가 그 때문이다. 테일러 스위프트도 6년만에 진행한 Eras Tour에서 회당 매출 185%, 총 매출 201% 증가를 기록했다. BTS도 그에 버금가는 매출을 올릴 수 있을 것으로 판단한다.

표 14. BTS 공연 매출 추정

시기	2021-2022	2026	
		보수적	공격적
회당 티켓 판매수	41,649		
평균 가격	164달러		
회당 매출액	89억원	98억원	164억원
		*슈가 콘서트 티켓 평균가격 적용 (10% ↑)	* 테일러 스위프트의 Eras Tour 티켓값 상승률 적용 (18.5% ↑)
진행 횟수	11	25	25
총 매출액	909억원	2,442억원	4,107억원

주: 달러로 표시된 매출액은 환율 1,300원 적용해 원화 환산, 진행 횟수는 보수적으로 가정했으며 횟수 추가에 따라 업사이드 존재
자료: Touring data, 미래에셋증권 리서치센터 추정

III. KATSEYE의 의의

KATSEYE





KATSEYE는 HYBE가 선보이는 두 번째 현지 그룹이자 최초의 미국 현지 그룹이다. 하이브 아메리카 산하 HYBE와 UMG 합작 자회사의 소속으로 2021년부터 기획된 HYBE x Geffen 걸그룹 제작 프로그램을 통해 기획됐다. 데뷔 시기는 6월로 예정돼 있는데, 7월로 지연될 가능성이 높다.

K-엔터테인먼트의 해자는 1) Hit ratio를 높이는 아티스트 제작 시스템과 2) 사회적 관계 판매 모델이다. KATSEYE는 미국 현지에서 약 2년 간의 트레이닝을 받으며 데뷔를 준비하고 있다. 팬덤명은 EYEKONS이다.

KATSEYE는 비아시권에서 선보이는 그룹형 전속 계약 아티스트라는 점에 그 의의가 있다. 1) K-pop식 전속 계약과 2) 소속사 주도의 팬덤 관리가 글로벌 시장에 이식될 수 있는가에 대한 첫 실험이기 때문이다. KATSEYE를 시작으로 HYBE는 남미 지역 레이블 Exile에서도 이르면 25년부터 현지 IP를 기획할 것으로 예상된다. 현지 IP는 지역 및 장르적 다변화를 가속화해 HYBE가 글로벌 음악 산업의 플레이어로서 편입될 수 있는 시도이다.

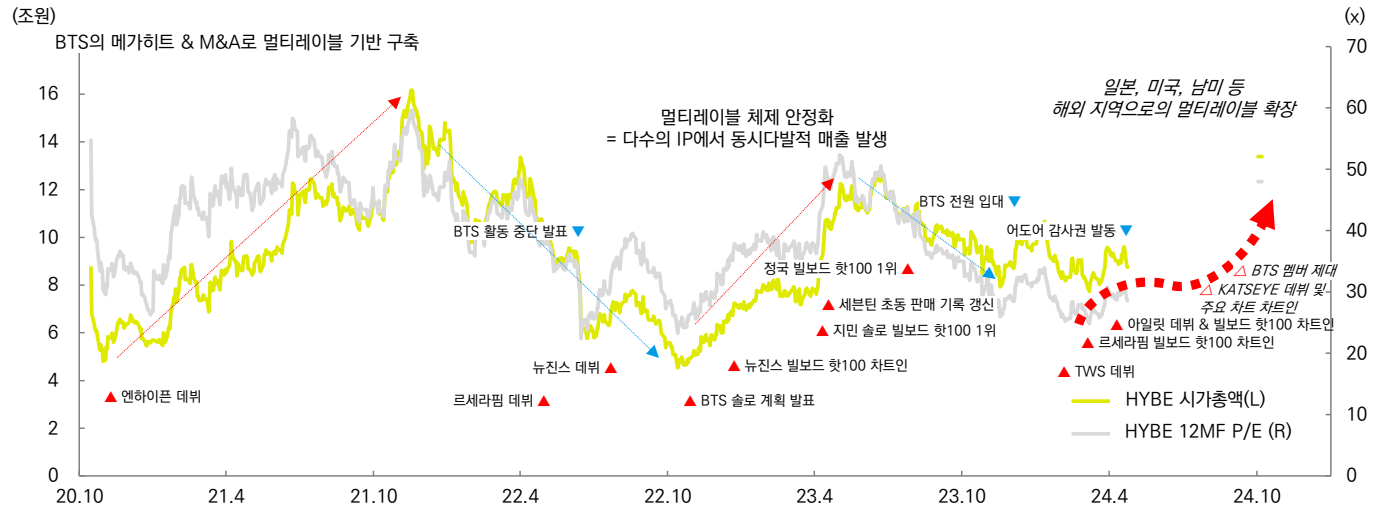
KATSEYE가 스포티파이 Top 200이나 빌보드 Hot100에 차트인할 경우 밸류에이션 상향이 기대된다. K-pop을 벗어나 글로벌 음악 산업에서 본격적으로 침투율이 높일 수 있는 근거이기 때문이다.

표 15. KATSEYE 프로필

개요						
데뷔		2024년 7월 예상				
레이블		HYBE UMG				
멤버						
	마농	소피아	다니엘라	라라	메간	윤채
						
2002년생	2002년생	2004년생	2005년생	2006년생	2007년생	
스위스, 이탈리아	필리핀	미국	미국	미국	한국	

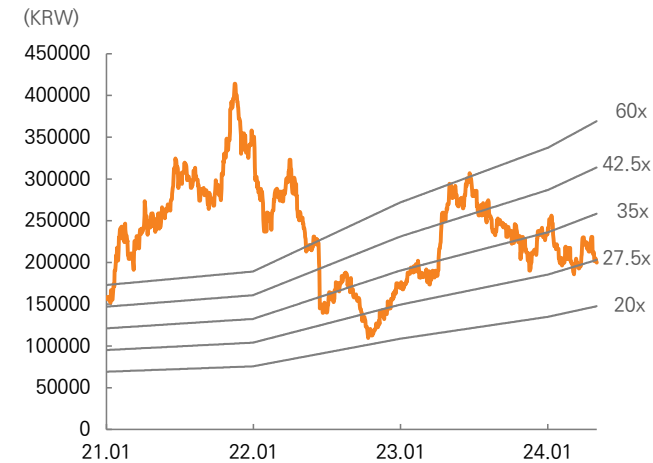
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 비온 뒤 땅 굳는다



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 12MF P/E 차트 I



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 12MF P/E 차트 II



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 16. HYBE 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출	411	621	538	609	361	774	732	802	2,178	2,644	3,001
YoY	44%	21%	21%	14%	-12%	25%	36%	32%	23%	21%	14%
영업이익	53	81	73	89	14	126	106	136	296	342	468
YoY	42%	-8%	20%	76%	-73%	55%	46%	52%	25%	16%	37%
영업이익률	13%	13%	14%	15%	4%	16%	14%	17%	14%	13%	16%
지배주주순이익	24	117	102	-57	11	95	70	99	189	274	338
YoY	-25%	20%	13%	-107%	-55%	-19%	-31%	-274%	262%	45%	23%
지배주주순이익률	6%	19%	19%	-9%	3%	12%	10%	12%	9%	10%	11%
부문별 매출											
직접 참여형	234	436	382	418	217	563	519	540	1,471	1,815	2,074
앨범	184	246	264	276	145	380	284	346	970	1,131	1,437
공연	25	158	87	89	44	158	197	158	359	557	485
광고, 출연료	25	33	31	52	28	26	38	36	142	128	152
간접 참여형	176	185	155	190	144	211	213	262	707	829	927
MD 및 라이선싱	69	112	86	59	61	131	117	86	326	395	450
콘텐츠	87	51	49	103	61	55	61	141	290	318	356
팬클럽	20	22	21	28	22	24	35	35	91	115	121
부문별 매출 비중											
직접 참여형	57%	70%	71%	69%	60%	73%	71%	67%	68%	69%	69%
앨범	45%	40%	49%	45%	40%	49%	39%	43%	45%	43%	48%
공연	6%	25%	16%	15%	12%	20%	27%	20%	16%	21%	16%
광고, 출연료	6%	5%	6%	9%	8%	3%	5%	4%	7%	5%	5%
간접 참여형	43%	30%	29%	31%	40%	27%	29%	33%	32%	31%	31%
MD 및 라이선싱	17%	18%	16%	10%	17%	17%	16%	11%	15%	15%	15%
콘텐츠	21%	8%	9%	17%	17%	7%	8%	18%	13%	12%	12%
팬클럽	5%	4%	4%	5%	6%	3%	5%	4%	4%	4%	4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 17. HYBE 목표 주가 산출

항목	값	
24F 지배주주순이익(십억원)	274	BTS의 미국 정착 가속화 + 레이블 확장으로 미국 시장에서의 지속 가능성을 증명한 21년 평균 P/E
Target P/E	48x	
목표 시가총액(십억원)	13,392.8	* 만원 미만 반올림
주식수(천주)	41,652	
목표주가(원)	320,000	
현재주가(원)	200,000	
상승여력	60%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 18. 2024년 주요 일정

	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F
앨범	한국 4	한국 7, 일본 2		
공연	팬미팅 6회, 콘서트 36회	팬미팅 5회, 콘서트 31회		
하이브		위버스콘 페스티벌(6/15-16)		
이현				
황민현	입대(3/21) 팬미팅 3회			
백호				
BTS	뷔 디지털 싱글(3/15) 제이홉 다큐멘터리(3/28) 제이홉 스페셜 앨범(3/29)	RM 솔로 앨범(5/24) 진 제대(6/12) 슈가 콘서트 실황 영화(4/10) 2024 FESTA(6/13)		제이홉 제대(10/17)
세븐틴		베스트 앨범(4/29) 정한x원우 싱글 앨범(6/17)		멤버 입대
	콘서트 10회	콘서트 6회	팬미팅 2회	콘서트
프로미스나인			앨범(8월)	
	콘서트 2회			
TXT		미니 앨범(4/1) 콘서트 13회	일본 싱글(7/3) 콘서트	
엔하이픈		다크문 스페셜 앨범(5/13) 콘서트 12회	앨범(7월) 콘서트	
르세라핌	미니 앨범(2/19)			
뉴진스		한국 싱글(5/24) 일본 싱글 (6/21) 팬미팅 2회		
보이넥스트도어		미니 앨범(4/15) 팬미팅 2회	일본 싱글(7/10)	
&TEAM		일본 싱글(5/8)		
	콘서트 14회			
TWS	데뷔 앨범(1/22)	미니 앨범(6/24)		
아일릿	데뷔 앨범(3/25)			
KATSEYE			데뷔	
해외 레이블	아리아나 그란데(3/8)			
위버스		LAUV, 요아소비 채널 오픈	멤버십 플러스, UX/UI 개편	
게임		별이되어라2(4/2)	신작 2개	

주: 미보도 일정은 당사 추정

자료: 미래에셋증권 리서치센터

하이브 (352820)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,776	2,178	2,644	3,001
매출원가	934	1,169	1,466	1,612
매출총이익	842	1,009	1,178	1,389
판매비와관리비	606	713	835	920
조정영업이익	237	296	342	468
영업이익	237	296	342	468
비영업손익	-141	-46	11	-18
금융손익	3	0	8	9
관계기업등 투자손익	0	11	0	0
세전계속사업손익	96	250	353	450
계속사업법인세비용	48	67	113	113
계속사업이익	48	183	240	338
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	48	183	240	338
지배주주	52	187	238	337
비지배주주	-4	-4	2	0
총포괄이익	-171	205	240	338
지배주주	-168	210	241	339
비지배주주	-3	-5	-1	-1
EBITDA	356	423	461	570
FCF	330	288	226	464
EBITDA 마진율 (%)	20.0	19.4	17.4	19.0
영업이익률 (%)	13.3	13.6	12.9	15.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.9	8.6	9.0	11.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	2,116	1,889	2,248	3,108
현금 및 현금성자산	532	358	698	1,328
매출채권 및 기타채권	264	268	347	393
재고자산	79	126	80	111
기타유동자산	1,241	1,137	1,123	1,276
비유동자산	2,755	3,457	3,460	3,489
관계기업투자등	316	241	345	345
유형자산	99	101	81	68
무형자산	1,470	2,165	2,471	2,059
자산총계	4,870	5,346	5,709	6,047
유동부채	849	1,772	1,436	1,432
매입채무 및 기타채무	127	226	196	222
단기금융부채	254	914	781	689
기타유동부채	468	632	459	521
비유동부채	1,092	464	952	987
장기금융부채	903	249	699	699
기타비유동부채	189	215	253	288
부채총계	1,942	2,236	2,388	2,418
지배주주지분	2,771	2,919	3,127	3,436
자본금	21	21	21	21
자본잉여금	2,650	1,570	1,570	1,570
이익잉여금	233	1,420	1,629	1,937
비지배주주지분	158	191	193	193
자본총계	2,929	3,110	3,320	3,629

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	347	311	246	484
당기순이익	48	183	240	338
비현금수익비용가감	342	236	195	184
유형자산감가상각비	50	53	40	33
무형자산상각비	69	74	78	68
기타	223	109	77	83
영업활동으로인한자산및부채의변동	-11	-40	-105	45
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-63	3	-79	-40
재고자산 감소(증가)	-5	-51	46	-31
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	7	-17	19	6
법인세납부	-106	-170	-113	-113
투자활동으로 인한 현금흐름	-285	-471	-157	-216
유형자산처분(취득)	-17	-22	-20	-20
무형자산감소(증가)	-9	-68	-20	-20
장단기금융자산의 감소(증가)	-811	273	-161	-176
기타투자활동	552	-654	44	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-188	-11	287	-122
장단기금융부채의 증가(감소)	-100	6	317	-92
자본의 증가(감소)	106	-1,081	0	0
배당금의 지급	0	0	-29	-29
기타재무활동	-194	1,064	-1	-1
현금의 증가	-146	-174	340	630
기초현금	678	532	358	698
기말현금	532	358	698	1,328

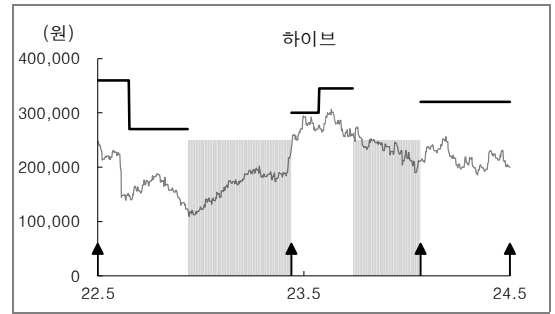
자료: 하이브, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	137.1	51.8	35.1	24.7
P/CF (x)	18.4	23.1	19.2	16.0
P/B (x)	2.6	3.3	2.7	2.4
EV/EBITDA (x)	19.1	22.9	17.7	12.8
EPS (원)	1,265	4,504	5,704	8,097
CFPS (원)	9,431	10,094	10,429	12,512
BPS (원)	66,995	70,090	75,094	82,491
DPS (원)	0	700	700	700
배당성향 (%)	0.0	15.9	12.2	8.6
배당수익률 (%)	0.0	0.3	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	41.4	22.6	21.4	13.5
EBITDA증가율 (%)	30.1	18.9	8.9	23.7
조정영업이익증가율 (%)	24.5	24.8	15.8	36.9
EPS증가율 (%)	-64.9	256.0	26.6	42.0
매출채권 회전율 (회)	9.2	10.1	10.4	9.6
재고자산 회전율 (회)	21.9	21.2	25.7	31.4
매입채무 회전율 (회)	28.1	39.4	45.4	36.2
ROA (%)	1.0	3.6	4.3	5.7
ROE (%)	1.9	6.6	7.9	10.3
ROIC (%)	7.5	11.6	12.1	15.3
부채비율 (%)	66.3	71.9	71.9	66.6
유동비율 (%)	249.1	106.6	156.6	217.1
순차입금/자기자본 (%)	-18.1	-7.7	-10.4	-33.6
조정영업이익/금융비용 (x)	6.8	6.3	6.6	8.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
하이브 (352820)				
2023.11.27	매수	320,000	-	-
2023.07.31	분석 대상 제외		-	-
2023.05.31	매수	345,000	-19.37	-11.01
2023.04.12	매수	300,000	-9.56	-1.83
2022.10.11	분석 대상 제외		-	-
2022.06.29	매수	270,000	-40.29	-30.37
2022.04.25	매수	360,000	-41.88	-27.64



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)	

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 하이브 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 하이브 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.