

## 엔터/레저/미디어

**비중확대 (유지)**

**2023F 연간전망을 리뷰하다**



## I. Investment Summary

### 기존 업종 선호도 유지

#### 엔터 >> (외인)카지노 >> 미디어/광고 >> 여행 순

23F 업종 평가 기준 유지:

- 1) 경기민감도
- 2) 재무건전성

상반기에 이어 하반기에도 올해 업종을 평가하는 가장 중요한 포인트는 두 가지다. 작년 11/4에 발간한 23F 연간전망의 주제였던 1) 경기민감도: “경기를 타냐, 안타냐”, 2) 재무건전성: “차입이 많냐, 적냐”다. 경기와 무관하면 실적이 선방하고, 차입 없는 순현금이면 영업외단에 오히려 플러스 알파 기여가 가능해진다.

신한투자증권 투자전략부는 23F 경제성장률을 기존 +1.0% ⇒ +0.8%로 하향했다. 더더욱이 경기 둔화가 우려되는 지금, 이 두 가지 기준과 세부 업종별 기존 모멘텀 진행 강도, 기존 리스크 및 변수 강도, 현재 밸류에이션 및 눈높이를 총망라해서 다시 평가해봤다. 업종 선호도에 변화는 없다. 연내 업종 선호도는 계속해서 엔터테인먼트 >> (외인)카지노 >> 미디어/광고 >> 여행 순으로 동일하다.

#### 엔터(최선호)

엔터:

팬덤 기반 수요 + 순현금

고성장 기술·수출주로  
재평가

팬덤 기반으로 불황 타격이 없고, 풍족한 순현금을 보유한 엔터 업종은 어느 때보다 호황이다. 회사의 이익에는 모든 지적재산권이 회사에 귀속돼 수익성이 좋은 IP(앨범/음원/굿즈 등) 실적이 매우 중요한데, 글로벌 팬덤 확대에 의해 IP 판매량이 이미 아주 높아진 시장의 기대치를 뛰어넘고 있다. 2Q23 또 한번의 IP 판매량 레코드 하이가 기대되고, 글로벌 공연도 확대된다. 하반기 중요한 이벤트로는 1) 팬덤과 스타들을 연결해주는 매개체인 ‘팬덤 플랫폼’의 해외 성과, 2) 가장 강력한 투자포인트인 미국 걸그룹 런칭이 예정되었다. 이제는 아티스트 트레이닝 시스템의 무형자산을 파는 시대다. 엔터는 고성장 기술주, 그리고 수출주다.

#### 외인 카지노 >> 여행

레저:

게이밍 기반 경기 관련 無,  
中 없이도 온전한 실적  
회복에 너무 싼 멀티플

게이밍 수요로 매크로와 거리가 먼 카지노(외인)도 좋다. 높아진 한국 인지도로 전 국가발 방한 인바운드 수요가 증가하는 가운데, 1) 지역별 수요 믹스 개선, 2) 인당 베틱액 상승, 3) 비용 통제까지 맞물려 완연한 중국 VIP 회복 없이도 매출/손익이 온전히 회복되고 있다. 가장 큰 투자포인트다. 분명, 중국이 다가 아닌데, 중국 관련センチ멘탈 악화로만 보기에는, 그리고 27F 이전까지는 크지 않을 아시아 카지노 경쟁 심화를 우려하기에는 숫자가 너무 좋고, 멀티플이 너무 싸다.

#### 경기과 동행하는 미디어/광고, 그렇지만 바텀 아웃?

미디어:

탐다운 리스크 속  
바텀 아웃 구간 진입

매크로의 직격탄인 미디어(콘텐츠)/광고는 연내 불황이다. 탐다운 관점, 밸류체인 구조에서 드라마 제작사도 자유로울 수 없다. 그럼에도 낮아진 기대치와 눈높이, 현재 단가에서 바텀 아웃의 가능성은 존재한다. 1Q23보다 2Q23 확실히 광고업은 반등하기 때문이다. 성수기에 접어들고, 올해 예산을 어쨌든 써야해진다.

엔터는 하반기 모멘텀에 가장 부합하는 하이브와 JYP Ent.,  
레저는 GKL, 미디어/광고는 리스크가 제한적인 SBS 추천

## II. 1H23 요약

### 리오프닝, 광고 부진, 그리고 에스엠 인수전

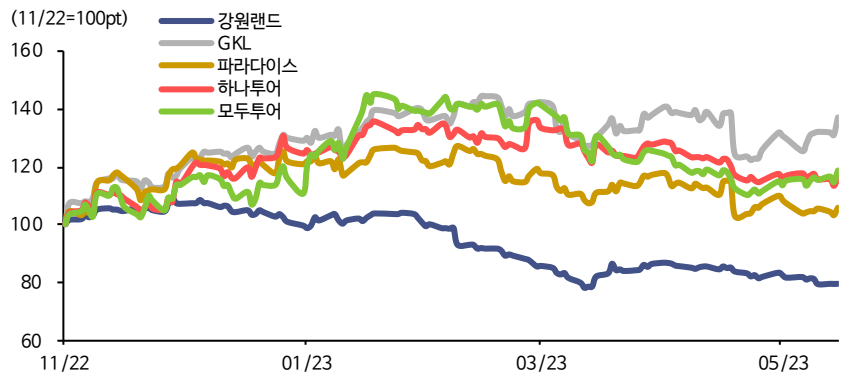
#### 1) 레저(카지노/여행)

레저:  
1H23 리오프닝 본격화

올해 상반기에는 리오프닝 효과가 본격화됐다. 항공 노선 재개, PCR 검사 해제 등의 규제 완화로 출입국 수요가 회복 구간에 진입하면서 부터다. 레저 업종의 실적도 빠르게 개선됐는데, 확실히 외인 카지노의 속도가 훨씬 가팔랐다. 게이밍 수요를 기반해 매크로와 거리가 멀기 때문이다. 중국 VIP의 완전한 회복 없이도 1) 지역별 믹스 개선, 2) 인당 베팅액 상승으로 매출액은 19년 수준을 넘어서고 있다. 반면, 여행수요는 19년 대비 여전히 36% 회복률에 불과하다. 강원랜드는 팬데믹 기간 동안 불법 음지 시장의 확대로 VIP 매출 약세가 이어지고 있다.

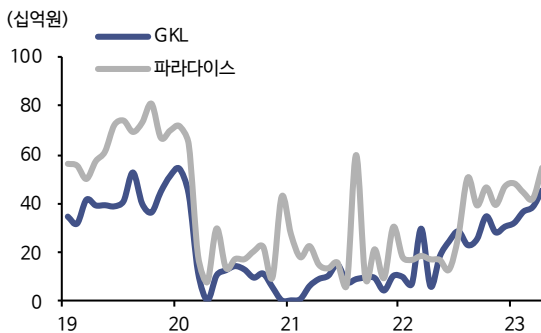
수요 회복으로 여행주는 평균 +11%, GKL, 파라다이스, 강원랜드 주가는 각각 +37%, +6%, -20% 변동했다. 변수였던 한중 교류 악화가 투자심리를 악화시키는 가운데, 파라다이스는 매우 양호한 탑라인 회복에도 순차입 및 CB 수급이 주가 발목을 잡았고, GKL은 업종 내 가장 크게 아웃퍼폼했다.

#### 레저(카지노/여행) 주가 퍼포먼스



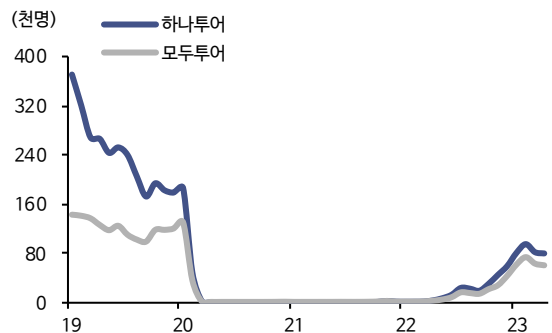
자료: QuantiWise, 신한투자증권 / 주: 23F 연간전망을 발간한 2023.11.04 기준을 100pt로 계산

#### 월별 외인 카지노 매출액 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

#### 월별 여행사 패키지 수요 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 2) 미디어/광고

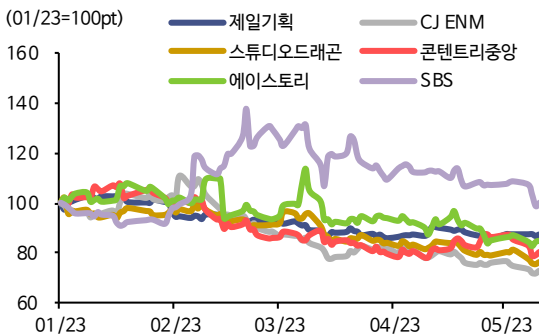
미디어/광고:  
전통적 1Q 비수기 +  
직격탄으로 매출 추락

미디어/광고 종목들의 주가는 부진했다. 2월 얼라인파트너스의 지분 투자로 잠시 거버넌스 모멘텀이 반영됐던 SBS를 제외하면 합산 시가총액은 YTD로 -24%나 추락했다. 매크로 직격탄 때문이다. 가뜩이나 1분기는 전통적인 비수기인데, 여기에 경기 타격까지 크게 감지되며 안그래도 얇아진 광고주의 지갑은 더더욱 닫혔을 것이다. 1Q23 광고 회사들의 심각한 YoY 역성장률만 봐도 알 수 있다. 예상대로 막강한 캡티브를 기반으로 한 제일기획의 타격이 가장 적었지만, 경기 둔화 구간에서 광고 업종의 매력도는 확실히 떨어진다.

콘텐츠:  
방송사 리튬비율 축소,  
구조적 제작비 상승으로  
마진 개선 제한적

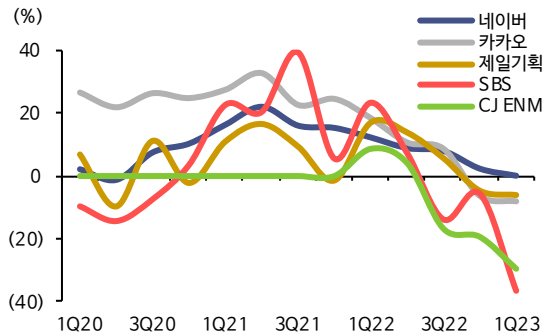
콘텐츠(드라마)라고 안전할까? 그렇지 않다. 분명 경기를 타는 업종으로 구분해야 한다. 밸류체인을 보면 '드라마를 제작하는 제작사 → 제작사들이 만든 콘텐츠를 편성해주는 방송사 → 방송사의 주요 수익원은 결국 광고주(편주)'이기 때문에 경기 침체로 인한 부진으로 방송사 수익이 줄어든다면, 그만큼 방송사들이 콘텐츠에 투자하는 재원이 축소되기 때문이다. 넷플릭스, 디즈니플러스 등 원활한 해외향 판권판매에도 불구하고, 국내 방송사의 리튬비율 축소, 구조적인 제작비 상승의 이중고로 결국 마진 개선이 상쇄되고 있는 상황이다.

### 미디어/광고 주가 퍼포먼스



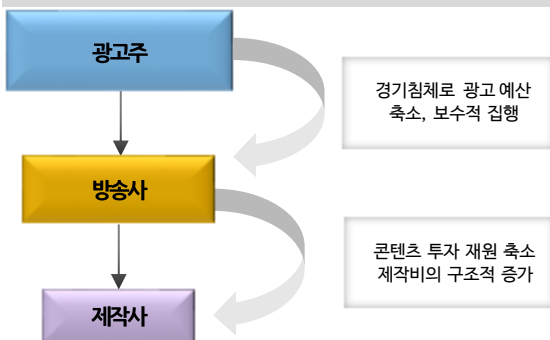
자료: QuantiWise, 신한투자증권

### 관련 회사별 광고수익 증감률(YoY) 추이



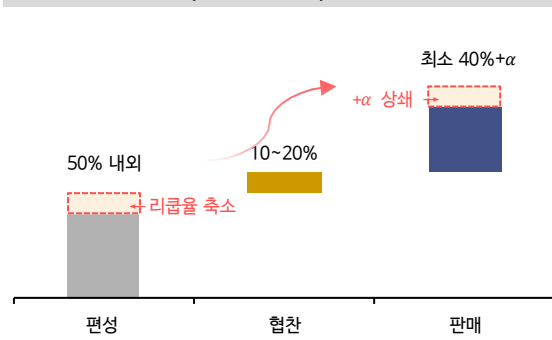
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 콘텐츠 밸류체인



자료: 신한투자증권

### 콘텐츠 수익구조(IP 동시방영)



자료: 신한투자증권

### 3) 엔터테인먼트

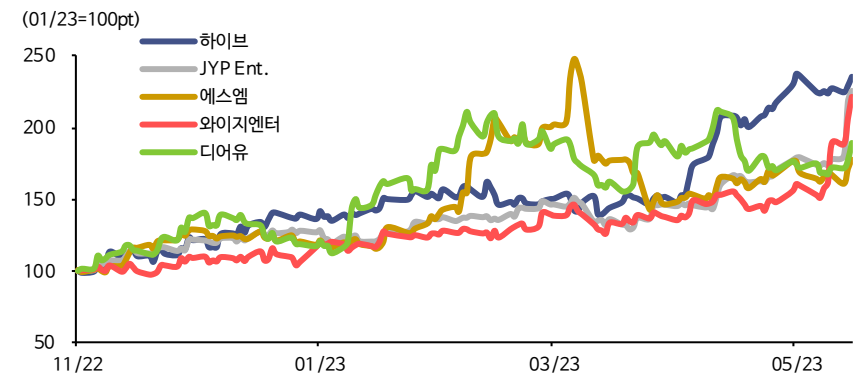
엔터:  
팬덤 기반 우수한 IP  
성과로 OP 확대 중

주가 퍼포먼스는 엔터 업종이 압도적이다. 엔터4사+디어유의 합산 시가총액은 YTD +70% 급등했다. 팬덤 기반 사업으로 매크로를 타지 않고, 건강한 재무구조를 보유한데다, 엄청난 IP 판매가 지속되고 있어서다. 또한, 변수로는 에스엠의 인수전(1대주주 카카오프로 변경)이 있었다. 엔터 업종 주가 상승의 촉매제가 됐다.

1Q23에만 엔터4사의 앨범은 총 1,653만장 판매돼 역대 분기 최대 판매를 기록했다. BTS, 블랙핑크 없이도 TXT, 뉴진스 등의 성공적인 세대교체, 그리고 지민, 지수 등의 솔로 성과가 그룹 못지 않게 나와서다.

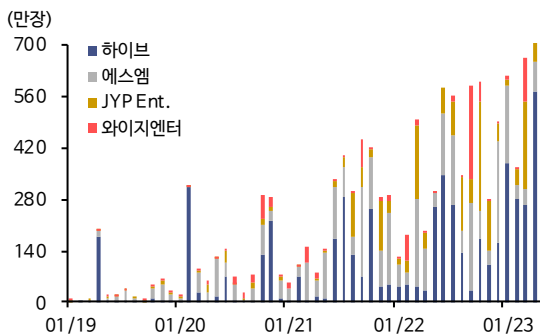
즉, 글로벌 팬덤 확대로 → 엔터사 전반적으로 이미 아주 높아진 기대치를 뛰어넘는 IP 판매량을 기록 중이고 → 모든 저작권·재산이 회사에 귀속돼 수익성이 높은 IP(앨범/음원/굿즈) 판매는 엔터주의 영업이익을 계속 높여주고 있다. 4월에도 월별 최대 IP 판매량이 갱신됐다. 그룹 세븐틴이 과거 BTS의 최고 기록을 깨 정도다. 이에 따라 2Q23에도 앨범 IP 판매량은 레코드 하이, 글로벌 콘서트 본격 확대 등 양호한 펀더멘털이 이어지고 있다. 본업은 확실히 엄청난 호황이다.

#### 엔터테인먼트 주가 퍼포먼스



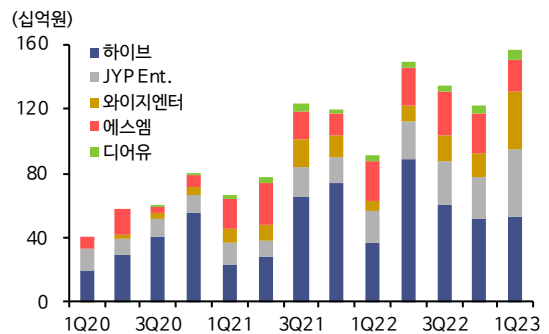
자료: QuantiWise, 신한투자증권

#### 월별 앨범(대표IP) 판매량 추이



자료: 씨클차트, 신한투자증권

#### 엔터사 분기 영업이익 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### III. 2H23 전망

#### 두 가지 질문 (후속편)

##### 경기민감도, 재무건전성 측면에서 기존 업종 선호도 유지

23F 업종 선별 기준:

1) 경기민감도

2) 재무건전성

선호도는 엔터 > 카지노 >

미디어 > 광고 > 여행 순

2H23 엔터/레저/미디어 산업 전망 및 분석에 있어 가장 중요한 기준으로 1) 경기민감도, 2) 재무건전성을 유지한다. 이는 작년 11월, 2023F 산업 전망의 주제가기도 했다. 고금리, 고물가, 저소비가 지속되는 상황에서 ‘경기를 타냐, 안타냐’, ‘차입이 많냐, 적냐’가 여전히 가장 중요하다고 판단해서다.

경기과 거리가 멀어야 실적이 선방할 것이고, 차입이 없는 순현금 구조라면 영업외단에서 플러스 알파 기여가 부각되기 때문이다. 물론 그 반대라면, 실적이 더 훼손되거나, 영업외단 감소가 불가피할 것이다. 참고로 신한투자증권 투자전략부의 2023F 경제성장률 전망치는 지난 11월 +1.0% → +0.8%로 하향 조정됐다.

경기 둔화가 더욱 두드러진 상황에서 경기민감도, 재무건전성, 기존 모멘텀 강도(+요인), 기존 위험 요인 및 변수 강도(-요인), 이 모든 것들을 반영해 다시 업종 선호도를 구분했다. 큰 줄기에서 결과는 크게 달라지지 않았다. 엔터 > 카지노(외인) > 미디어 > 광고 > 여행 순이다.

엔터/레저/미디어 업종 선호도						
업종	경기민감도	재무건전성	기존 기회 요인/모멘텀 진행 강도	기존 위험 요인/리스크 및 변수 진행 강도	밸류에이션 및 눈높이	점수
엔터	10	10	8	0	3	31
	- 팬덤 기반의 사업 - 비용 전가도 용이 - 매크로 영향 無	- 탄탄한 순현금 - IP 고마진 성장 지속 - 외화벌이도 긍정적	- 글로벌 팬덤 확대 - 기대치 뛰어 넘는 IP - 성공적인 세대교체	- 군입대, 재계약 등 약재는 이미 노출	- 업종 PER 30배 ↑ - 하이브는 45배 근접 - 멀티플/수급 부담	
카지노	9	5	8	-3	9	28
	- 게이밍 수요 기반 - 매크로 영향 無 - 강원랜드 VIP 약세	- 전체 기준 순현금 - 강원랜드+GKL 순현금 - 기타는 대규모 순차입	- 일본 VIP 순항 지속 - 지역별 믹스 개선 - 중국 VIP 기대감 유효	- 한중 정치적 교류 악화 - 중국 VIP 회복 지연	- 가장 빠른 실적 개선 - 23F 실적 상향 여력 ↑ - 멀티플 최하단 위치	
미디어	7	3	8	-5	7	20
	- 전방산업에 대한 우려 (광고 ↓, 방송 ↓, 투자 ↓) - 해외 ↑, 국내 ↓ = 상쇄	- 대규모 순차입 - 일부 대규모 손실 지속	- OTT 多, 리튬비율, 평가 상승 → 해외 순항 - 글로벌 제작 강화	- 캡티브 제작편수 유지 - 그러나 리튬비율은 ↓ - 제작비 상승도 문제	- 불확실성 속에서도 기델 만한 곳은 낮아진 기대치와 멀티플	
광고	5	8	5	-4	4	18
	- 23F 경제성장률 0.8% - 전년 기고 부담, 경기 둔화로 업황 침체	- 전사 순현금 - 대규모 손실 우려 無	- 디지털/메타버스/ 글로벌화 수주 확대 - Owned Media 성장	- 개인정보보호법 강화 - 타겟 광고 효율 저하 - 경기 둔화 피해	- 1Q23 이후 바텀 아웃 - 매력적인 멀티플	
여행	6	6	6	-5	3	16
	- 환율, 유가 부담 - 매크로 노출 多 - 형태 변화(PKG → FTT)	- 많지 않지만 순현금 - 1Q23부터 흑자전환 성공	- 리오프닝 이연수요(Q) - Q 집중으로 가격 ↑ (P) - 시장재편, 구조조정(C)	- 경기로 더딘 수요 회복 - 가격 저항 확대 - 경쟁 심화, 高 환율	- 1Q23부터 흑자전환 - 점진적 실적 개선 가능 - 낮지 않은 멀티플	

자료: 신한투자증권



## 엔터테인먼트

## 수익성 높은 IP 레코드 하이 지속

엔터:

고마진 IP 판매

기대치 지속 상회

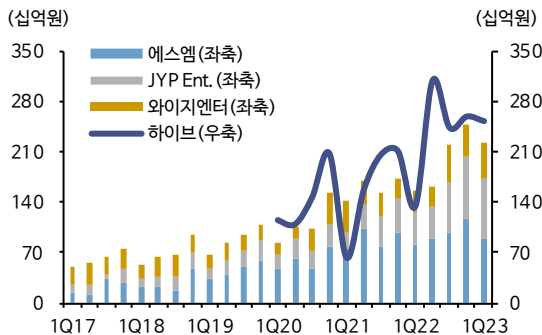
⇒ OP 상황 조정

연내 최신휘 의견으로 유지하는 업종은 엔터테인먼트다. 중요한 두 가지 기준인 경기민감도, 재무건전성에서 가장 우위이기 때문이다. 엔터4사+팬덤 플랫폼 디어 유까지 모두 짙짙한 순현금 구조에, 로열티 높은 글로벌 팬덤을 기반으로 하기에 경기를 타지 않는다. 내가 좋아하는 아티스트의 굿즈가 2만 → 3만원이 넘어간다고 이 신상 굿즈를 포기할 팬덤, 그리고 공연 티켓가격이 13만 → 15만원을 훌쩍 넘긴다해도 3년 만에 재개되는 공연을 포기할 팬덤은 그리 많지 않다.

경기민감도도 낮은 상황에서 K-POP을 접하는 인구 저변 확장 ⇒ 글로벌 팬덤의 규모 확대로 엔터 업종은 호실적이 지속되고 있다. BTS, 블랙핑크 없이도 아주 성공적인 아티스트 세대교체, 그룹 성과 못지 않은 솔로 활동이 반영되며 아티스트들의 국내외 앨범(IP) 판매량은 최대 기록이 계속 갱신되고 있기 때문이다.

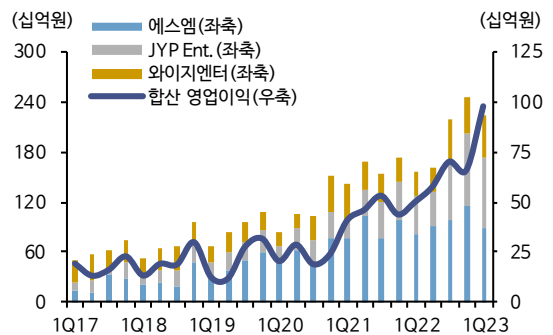
즉, 회사도 놀랄 정도로 이미 아주 높아진 기대치를 뛰어 넘는 IP 판매량이 지속돼 ⇒ 모든 저작권·재산권이 회사에 있어 수익성이 높은 IP 실적이 엔터 업종의 영업이익을 계속 상향 조정해주는 양상이다.

## 엔터사 IP(음반/음원/굿즈) 매출 추이



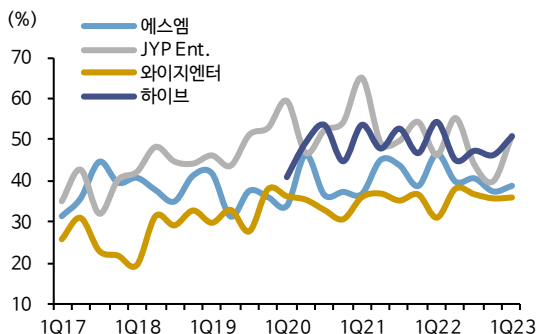
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## IP 매출액 및 합산 영업이익 추이



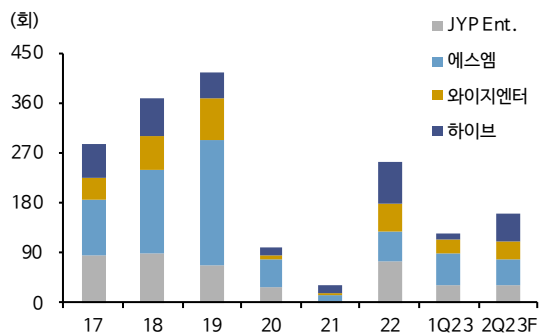
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 엔터사 GPM 추이



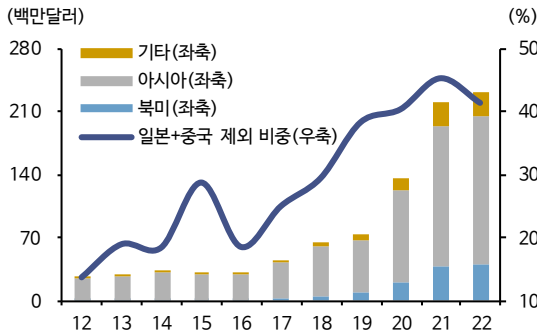
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 콘서트 횟수 추이



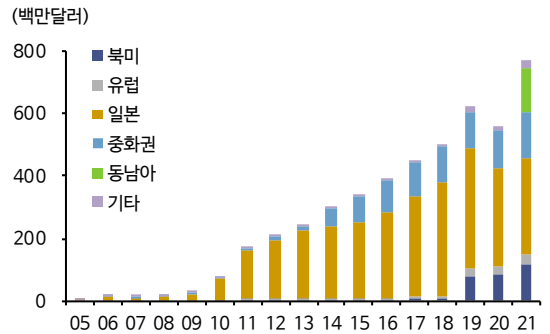
자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권

## 권역별 K-POP 음반 수출액 추이



자료: 관세청, 신한투자증권

## 지역별 전체 음악산업 수출액 추이



자료: 문화체육관광부, 신한투자증권

## IP 호조 + 글로벌 공연 확대

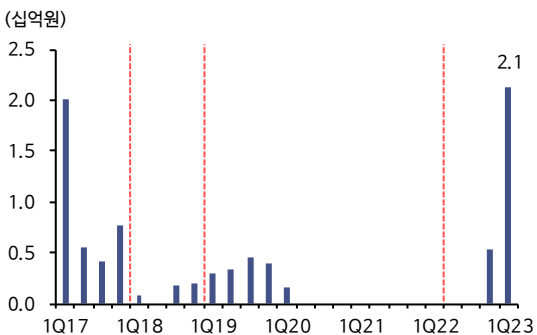
IP 판매 레코드 하이,  
높아진 위상 속 투어  
재개로 높아진 몸값

2Q23도 최대 앨범 판매량은 무리 없다. 이미 하이브의 세븐틴이 과거 BTS의 앨범 판매량 기록을 뛰어넘었고, 르세라핌, 에스파 등 컴백하는 걸그룹의 초동 물량은 우상향 기조다. 컴백 활동에 따라 자동적으로 따라오는 고마진 IP 매출 성장뿐 아니라 2Q23~하반기는 인기 아티스트들의 글로벌 공연이 확대된다.

엔데믹 이후 블랙핑크 정도만 2022년 10월~2023F 8월까지 대규모 글로벌 투어를 진행했다면, 이제는 전반적으로 많아진다. 참고로 이번 활동을 통해 어마무시하게 높아진 블랙핑크의 회당 몸값을 확인할 수 있었다.

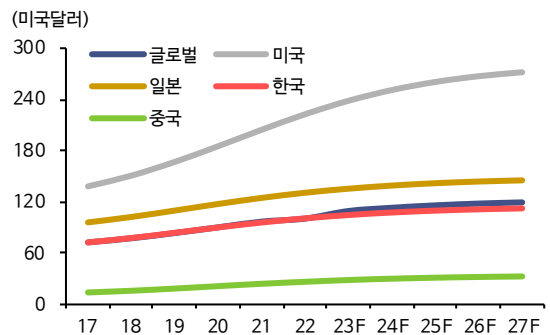
와이지엔터는 일본을 제외한 타국가 콘서트에서는 회당 미니멈 개런티를 받고 움직인다. 분기별 해외 콘서트 매출액을 그 분기의 콘서트 합산 횟수로 나눠보면 MG가 꽤나 명확하게 나타난다. 빅뱅이 군입대 전 진행한 2017년 월드투어에서 중화권의 높은 인기로 1Q17 빅뱅의 홍콩 콘서트 몸값은 20억원대에 육박했고, 17년 하반기 일본/중화권 외 기타 국가에서는 회당 8억원에 움직였었다. 그 후 빅뱅의 군입대로 와이지엔터의 회당 공연 MG는 3~5억원에 불과했는데...

## 와이지엔터 일본 외 콘서트 회당 MG



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 글로벌 공연 티켓가격 추이



자료: Statista, 신한투자증권



팬데믹 이후 이번 블랙핑크의 <Born Pink> 월드투어에서는 4Q22 5억원, 1Q23 21억원에 육박하는 것으로 나타났다. 월드투어가 후반부로 가면 갈수록 높아지는 인지도로 회당 MG가 대폭 상승한 효과도 있지만, 콘서트가 시작된 4Q22 실적에는 상당 부분의 매출이 이연된 점을 고려하면 평균으로 봐야 합리적이다. 2개 분기 평균 MG는 13억원이다. 중화권이 아닌 동남아, 그리고 메인스트림인 서구 시장에서의 차원이 달라진 한국 가수들의 몸값을 이제는 숫자로 확인할 수 있다.

대우가 달라졌다. 2Q23부터는 이러한 글로벌 공연 횟수도 더 늘어난다. 현재 전 세계적으로 공연 티켓 단가가 크게 상승하는 중이다. 코로나19 이후 3년 만에 본격화돼 수요와 공급에 의거하는 시장가가 형성되기 때문이다. 특히 충성도 높은 탄탄한 팬덤을 확보한 K-POP 스타들의 공연 티켓 단가는 더욱 높아질 것 같다.

### 연말까지 이어지는 강력한 모멘텀 ① 플랫폼

#### 모멘텀 1: 플랫폼

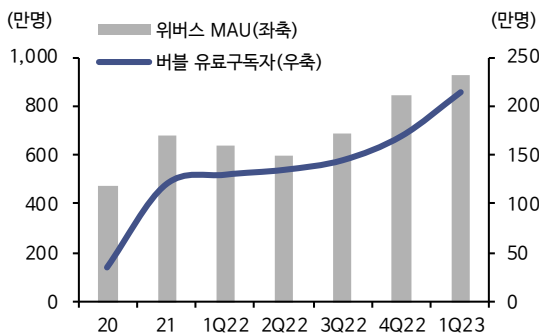
- 유료화 모델 전환
- 해외 직접 진출
- 글로벌 스타 IP 영입

우수한 IP 성과에 글로벌 콘서트가 더해져 실적 측면의 펀더멘털도 매우 탄탄한 가운데, 하반기에는 모멘텀 역시 풍부하다. 크게 두 가지다.

1) 팬덤 플랫폼으로 수익원을 추가한다. 늘어나는 글로벌 팬덤, 그들의 니즈를 맞추고, 비수기에도 가수와 팬덤을 락인시킬 수 있는 팬덤 플랫폼은 한국에서 최초로 개발됐다. 그만큼 로열티가 매우 높은 것이 해외에서도 아주 신기하게 바라보는 K-POP 팬덤의 특징이다. 에스엠과 JYP Ent.가 합작해 개발한 디어유 버블, 네이버와 위버스가 합작해 만든 위버스, 2강 체제로 경쟁 구도의 가닥이 잡혔다.

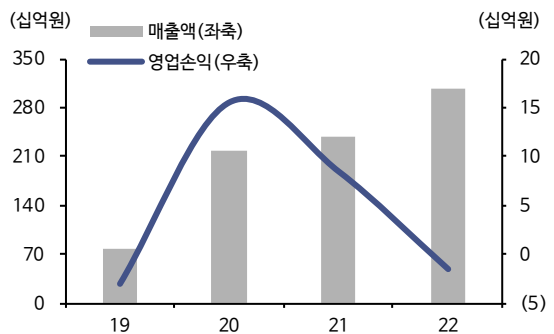
글로벌 팬덤의 저변 확장을 대변하듯, 버블의 유료구독수와 위버스의 MAU는 빠르게 우상향 중이다. 이미 넷플릭스처럼 월 유료구독제로 돌아가는 디어유는 유료구독수 약 200만명으로 분기 영업이익 5~60억원을 안정적으로 창출하고 있다. 반면, 위버스는 현재 소량의 유료 멤버십 외 대부분 무료로 돌아간다. 유료 콘텐츠를 구매해야만 커머스로 연결된다. 아직 이 플랫폼은 월 구독화되기 전인데, 2022년 기준 3천억원이 넘는 매출액에 BEP 수준의 실적을 기록했다.

위버스와 디어유의 버블 수요 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

위버스 컴퍼니 실적



자료: 회사 자료, 신한투자증권

위버스는 3Q23부터 부분 유료화로 본격 전환된다. 잠재된 유료구독자는 위버스의 MAU로 갈음해볼 수 있는데, 1Q23 기준 위버스의 MAU는 약 930만명으로 버블의 135만명(유료구독자는 215만명, 한명당 1.6명 아티스트 구독) 대비 약 7배 크다. 탄탄한 로열티 기반, 추가 팬덤 서비스를 탑재해 꽤나 높은 전환율을 기록한다면 위버스가 미치는 파급력은 상당할 것으로 기대된다.

두 팬덤 플랫폼의 하반기 공통점은 해외 확장이다. 디어유는 일본 현지 엔터회사인 M-UP 홀딩스와 합작(JV)해 Bubble for Japan(가칭)을 7월 즈음에 런칭한다. M-UP 홀딩스는 팬클럽 매출로만 약 1,080억원(22년 전체 매출액 1,411억원, OP 175억원)을 버는 상장사(시가총액 4,500억원)이고, 공식 유료 회원수만 200만명이 넘는다. 한국에서도 유명한 AKB 자매그룹부터 <프로듀스101> 일본판 그룹인 INI, JOI 등이 활동 중이다. 이 IP와 수요를 버블과 통합하여 M-UP 홀딩스는 일본 내 더 많은 스타 IP 수급을, 디어유는 버블 서비스 제공 및 유지보수 등 기술적 지원을 담당하는 구조다. 수익구조는 매출이자 이익으로 직결되는 로열티(매출의 10~30%) + 영업외단에 반영되는 지분법수익(지분율 44%)이다.

위버스는 미국 네트워크를 통해 보유한 미국 팝 가수들의 입점이 예상되고, 이미 일본에서는 AKB48에 DM 서비스를 처음으로 도입했다. 구독매출 뿐 아니라 안정적인 실시간 영상 송출 환경을 구축하기 위해 광고 도입도 고려 중이다. 24F부터 온전한 수익화가 자명하다. 위버스에만 줄 수 있는 기업가치는 기존 추정된 3조원보다는 훨씬, 아주 훨씬 더 높겠다.

위에서 다뤘듯이, 엔터의 가장 큰 투자포인트는 K-POP 팬덤이 확산되고 있다는 점이다. 그리고 이 팬덤과 아티스트들을 연결시켜주는 매체이자 만남의 장소가 바로 이 팬덤 플랫폼이다. 오프라인이면 콘서트, 시간과 장소를 구해받지 않는 온라인이면 이 곳이다. 결국, 활동하는 아티스트, 이들과 함께 하고 싶은 팬덤이 증가하고 있는 것이기 때문에 장기적으로 팬덤 플랫폼 성장 잠재력은 매우 높다.

국내 2강 팬덤 플랫폼 버블 vs. 위버스 비교

항목	버블	위버스
운영업체	디어유	하이브
주주 구성	SM스튜디오스, JYP Ent.	하이브, 네이버
활동 아티스트	에스엠을 비롯해 하이브+와이지를 제외한 국내 대부분 아티스트 입점, 하반기부터 일본 로컬향 플랫폼 런칭	하이브+와이지+에스엠 소속 아티스트 입점, 향후 해외 아티스트 영입 계획
주요 서비스	1대1 프라이빗 '소통'	앨범, 굿즈, 콘서트 티켓 등 '소비' + '소통' 기능 탑재 예정
MAU (만명)	135	930
유료구독자 (만명)	215	?
분기 영업이익 (억원)	50~60	?
기업가치 (억원)	10,840	?

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 연말까지 이어지는 강력한 모멘텀 ② 미국 진출

## 모멘텀 2: 미국 현지사업

- 하이브, JYP Ent.
- 美 현지 걸그룹 런칭
- 아티스트 트레이닝,
- 2차 부가사업 매니지먼트
- 등의 기술·기획력 수출

2) 미국 진출이 임박했다. 하이브와 JYP Ent.가 올해 하반기 미국 본토에서 걸그룹 출시를 준비 중이다. 한 가지 다른 점이 있다면 JYP Ent.는 K-POP 장르의 밴드고, 하이브는 미국 본토 팝 장르다. 단연, 공통점은 그간 갖고 닦아 온 아티스트 트레이닝 시스템의 기술력으로 만들어낸다는 점이다.

음악 작업은 협업의 영역이고, 역할을 분담하자면 주로 기획/캐스팅/트레이닝/2차 수익 등은 국내사가 맡고, 마케팅/유통은 현지 네트워크의 입김이 세야 하는 만큼 미국 대형 레이블 산하 조직이 파트너사로 참여했다. 하이브는 유니버설 뮤직 산하인 게펜 레코드, JYP Ent.는 리퍼블릭 레코드가 현지 파트너사를 담당한다.

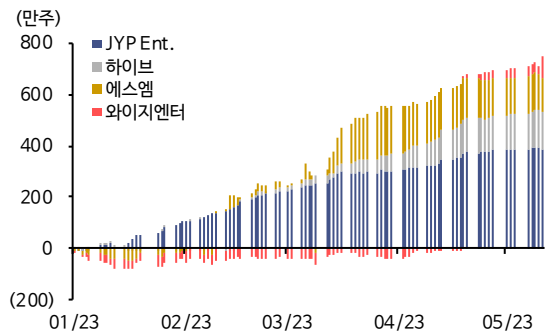
엔터 산업이 이렇게까지 발전했다. 지금까지는 국내에서 유명한 가수들을 해외로 수출하는 개념이었다면 이제는 여기에 그치지 않는다. 전세계 유일무이한 아티스트 트레이닝 시스템인 이 무형자산의 기술을 수출해 현지에서 뿌리를 내리고, 이를 통해 현지 아티스트를 개발하는 데까지 도달한 것이다. YTD로 외국인들이 엔터주를 강하게 매수하는 이유도 이제는 BTS, 블랙핑크 등의 IP를 보고 사는 것이 아니라 이 무형자산 기술력에 대한 투자라 생각한다.

## 하이브, JYP Ent. 미국 현지 걸그룹 프로젝트



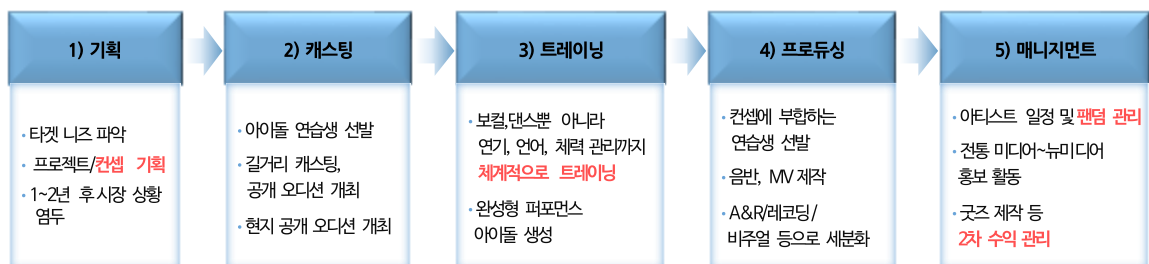
자료: 언론 보도, 신한투자증권

## 연초 이후 엔터4사 외인 누적 순매수 수량



자료: QuantiWise, 신한투자증권

## K-POP 아티스트 트레이닝 시스템 요약



자료: 글로벌문화콘텐츠학회, 신한투자증권

미국 현지 걸그룹 런칭이 아주 강력한 모멘텀이 맞지만, 성공 혹은 대박이 날 가능성에 대해서는 100% 장담할 수 없다. 그런데 왜 이렇게까지 열광할까?

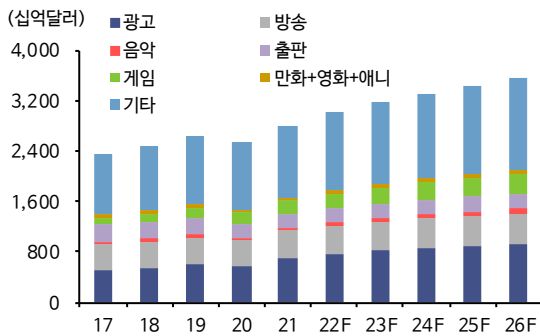
### 글로벌 최대 음악 시장 북미 공략 본격화, 일본은 현지화 성공

규모가 가장 큰 시장을 공략해서다. 음악 시장규모는 전세계 콘텐츠 시장 내 2%에 불과한 작은 시장이지만, 연예인들의 2차 수익, 광고 모델, 방송/영화 출연 등까지 고려하면 타 콘텐츠 업종까지 공략할 수 있는 파급력이 큰 시장이다. 콘서트를 제외한 레코딩 음악 시장만 보면, 앨범 침체 대신 음원 스트리밍의 빠른 성장으로 2015년부터 다시 성장 국면으로 전환됐다.

글로벌 음악 시장의 점유율을 권역별로 보면, 북미 시장이 가장 크다. 전체의 절반이다. 아시아도 적지 않다. 25%에 육박한다. 많은 인구, 이제 늘어나는 소득, 빠른 스트리밍 전환 때문이다. 국가별로 보면, 미국 1개 국가에서만 41%, 일본이 12%로 TOP 2 마켓이다. 참고로 전세계 음악시장에서 한국은 7위다.

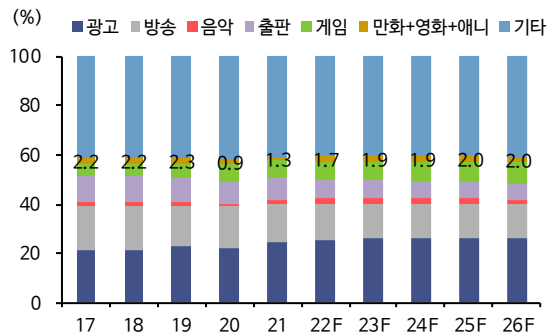
일본은 에스엠을 주축으로 엔터사들이 2010년부터 공들여 온 국가다. 엔터사 입장에서 일본은 이미 안정적인 수익원으로 자리잡았다. 한국 가수들의 일본 활동뿐 아니라 JYP Ent.가 일본에서 현지 아티스트로 개발한 니쥬(NiziU)의 성과도 훌륭하다. 니쥬는 데뷔 4개월 만에 90억원의 순매출을 기여했고, 23개월 만에 돐 공연에 입성하는 등 폭발적인 성장을 이루어 성공적으로 현지에 안착했다.

#### 글로벌 콘텐츠 시장규모 추이



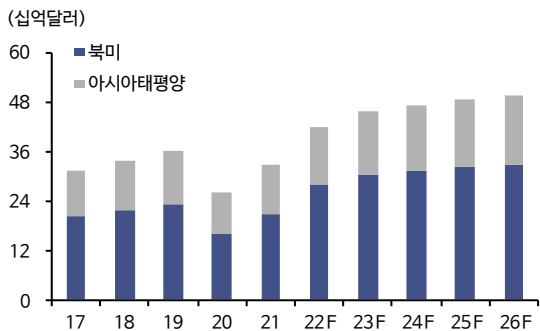
자료: KOCCA, 신한투자증권

#### 글로벌 콘텐츠 시장규모 비중 추이



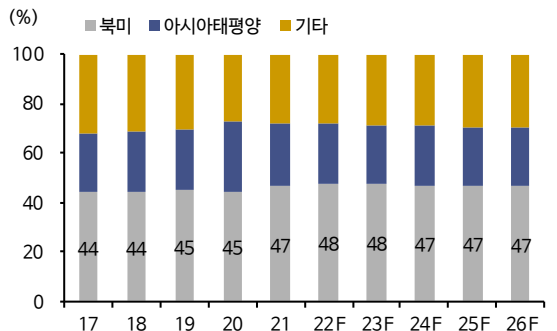
자료: KOCCA, 신한투자증권

#### 권역별 음악 시장규모 추이



자료: KOCCA, 신한투자증권

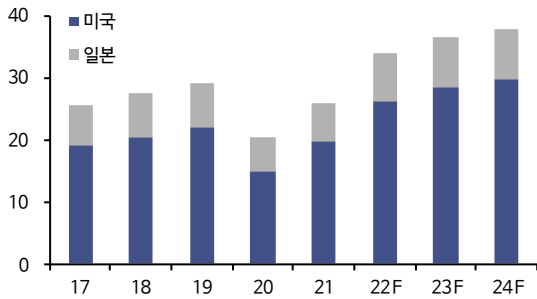
#### 권역별 음악시장 비중 추이



자료: KOCCA, 신한투자증권

### 국가별 음악 시장규모 추이

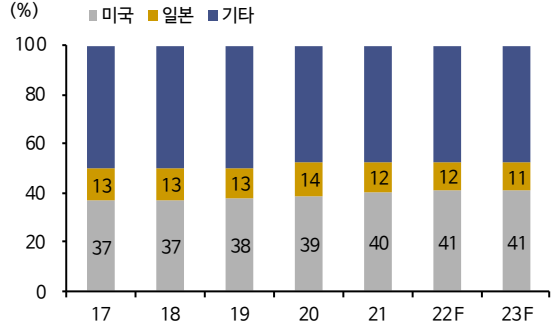
(십억달러)



자료: KOCCA, 신한투자증권

### 국가별 음악시장 비중 추이

(%)



자료: KOCCA, 신한투자증권

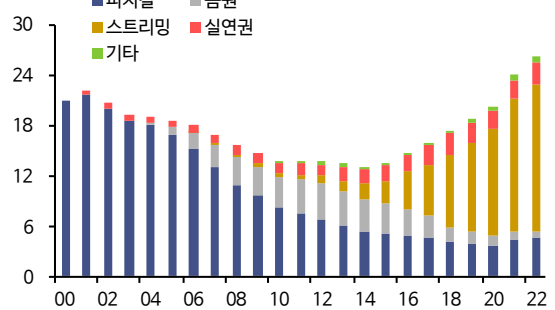
### 2022년 국가별 음악 시장규모 순위

1	USA
2	Japan
3	UK
4	Germany
5	China
6	France
7	South Korea
8	Canada
9	Brazil
10	Australia

자료: IFPI, 신한투자증권

### 글로벌 레코딩 음악 시장규모 추이

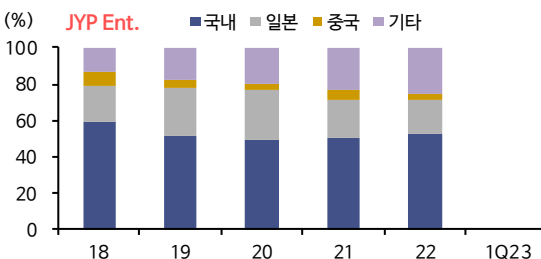
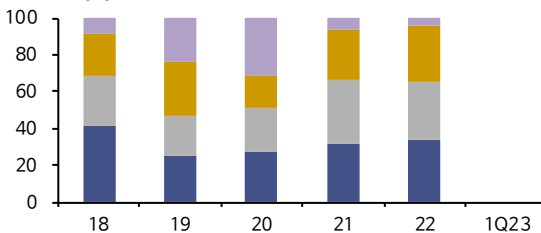
(십억달러)



자료: IFPI, 신한투자증권

### 엔터사 지역별 매출액 비중

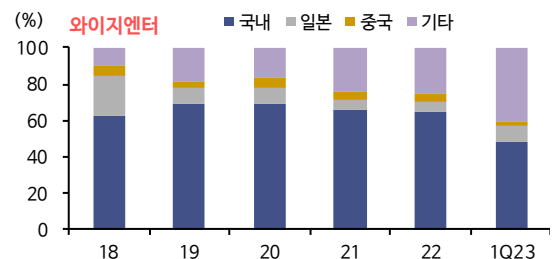
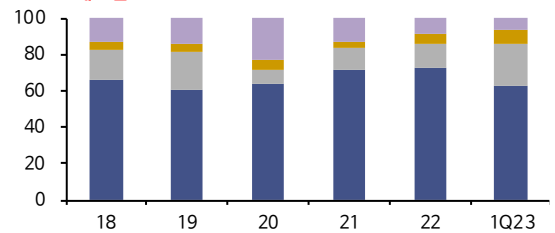
(%) 하이브 ■ 국내 ■ 아시아 ■ 북미 ■ 기타/온라인



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 엔터사 지역별 매출액 비중

(%) 에스엠 ■ 국내 ■ 일본 ■ 중화권 ■ 기타



자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국:  
트레이닝/프로듀싱/  
2차수익화/매니지먼트  
+  
글로벌:  
현지 유통/마케팅 인프라  
⇒ 글로벌 시장 내  
영향력 확대

일본에 더해 미국 시장까지 공략할 수 있다면, 전세계 음악시장의 절반을 제패하게 되는 셈이다. 잘 나가는 미국 팝 아티스트들은 과연 돈을 얼마나 벌까?

미국은 한국과 매출처 구성이 다소 상이하다. 미국 팝가수들은 대부분 공연으로 돈을 번다. 총 수익의 80%이 넘는다. 2022년 기준 콘서트로 돈을 가장 많이 번 아티스트는 Bad Bunny다. 4.35억달러로 한화 약 5,800억원이 넘는다. 순수 티켓 기반의 매출이다. 2위는 Elton John으로 3.92억달러(한화 약 5,200억원)을 벌었다.

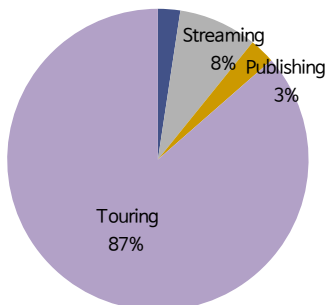
BTS, 블랙핑크, 세븐틴도 미국 투어를 진행하며 순위권에 올랐다. 각각 17위, 35위, 39위를 차지했다. 순수 티켓 기반의 매출로는 BTS 1.18억달러(한화 약 1,600억원), 블랙핑크와 세븐틴은 0.78억, 0.70억달러로 한화 약 천억원 수준이다. 메인 장르인 미국 팝 가수들이 한국 평균 대비 약 5배 정도 더 벌어들인다.

반면, 한국은 팬덤 관리 및 IP와 2차 부가수익 창출에 특화된 매니지먼트로 IP 등 간접참여형 매출 비중이 40% 이상이다. 콘서트와 같은 직접참여형 매출액이 절대적으로 높은 북미와 확실히 다른 수익모델이다.

지난해 10월, 테일러 스위프트 10집 앨범을 발매했는데, 동일한 LP를 4가지 다른 버전으로 공개했다. 월드투어 굿즈인 셔츠 한 품목에 대해서도 총 4가지 버전으로 구성했다. 한국식 2차 수익화를 위한 컬렉터블 사업 방식을 초대형 미국 팝 가수가 그대로 벤치마크하고 있는 것이다.

한국 엔터사의 스타를 발굴해내고 만들어내는 능력(트레이닝/프로듀싱 등), 체계적인 팬덤 관리 및 2차 수익화(굿즈+플랫폼 활용 등) 매니지먼트 + 글로벌 대형 레이블의 유통/마케팅 기술이 만나다면 음악시장의 새로운 역사가 탄생할지 모른다. 펀더멘털 기반 실적도 뒷받침되는 가운데, 가장 막강한 모멘텀도 부각될 수 있는 2023F 하반기다. 비싼 데는 이유가 있다. 비중확대 의견을 유지한다.

미국 팝 아티스트들의 수익원



자료: Billboard, 신한투자증권

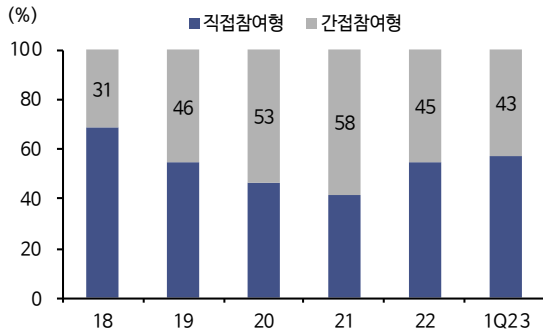
2022년 월드투어 매출액 순위

순위	아티스트	백만달러
#1	Bad Bunny	435
#2	Elton John	392
#3	Coldplay	342
#4	Ed Sheeran	247
#5	Harry Styles	244
#17	BTS	118
#35	Blackpink	78
#39	Seventeen	70

자료: Touring Data, 신한투자증권

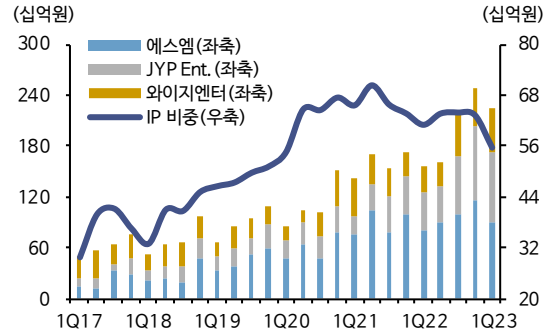


## 하이프의 간접참여형 vs. 직접참여형 매출



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 엔터3사 IP 매출액 및 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 테일러 스위프트 굿즈 셔츠 4종



자료: 언론 보도, 신한투자증권

## 테일러 스위프트 앨범 LP 4종



자료: 언론 보도, 신한투자증권

회사별 아티스트 파이프라인											
아티스트		15	16	17	18	19	20	21	22	23F	24F
하 이 브	BTS						재계약			입대	
	TXT					데뷔					
	세븐틴	데뷔						재계약			
	프로미스나인					데뷔		하이브 이적			
	엔하이픈(빌리프랩)						데뷔				
	르세라핌								데뷔		
	뉴진스								데뷔		
	&TEAM(일본)								데뷔		
	新 남자(KOZ)									데뷔(H1)	
J Y P  E N T.	新 남자(플레디스)									데뷔	
	新 여자(미국)									데뷔(H2)	
	2PM	재계약			재계약/입대	입대					
	트와이스	데뷔									
	데이식스	데뷔							재계약		
	스트레이 키즈				데뷔			입대	재계약/입대		
	ITZY					데뷔					
	니쥬(일본)						데뷔				
	Xdinary Heroes							데뷔			
에 스 엠	엔믹스								데뷔		
	新 남자									데뷔	
	新 남자(중국)									데뷔	
	新 여자(미국)									데뷔	
	新 남자(일본)									데뷔(H2)	
	동방신기			입대	재계약						
	슈퍼주니어			입대							
	샤이니				재계약/입대	입대		입대			
	소녀시대			재계약							
와 이 지 엔 터	EXO					입대	입대	입대	입대	입대	
	레드벨벳							재계약			
	NCT		데뷔								재계약/입대
	WayV(중국 JV)					데뷔					
	에스파						데뷔				
	新 여자									데뷔(H2)	
	新 남자									데뷔(H2)	
	新 남자(일본, NCT)									데뷔(H2)	
	빅뱅(GD)	재계약			입대	입대	재계약			GD만 재계약	
와 이 지 엔 터	위너						입대		재계약/입대	입대	
	블랙핑크		데뷔							재계약	
	트레저						데뷔				
	베이비몬스터									데뷔	

자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권

주: 1) ~7년차 이하: 청색 / 8년차~: 황색, 발표된 것만 정리

2) BTS는 23F 첫 입대 확정, 타 아티스트는 만 30세 기준 입대 가정

3) 빅뱅은 GD 제외 나머지 멤버 전원 계약 종료

## 카지노

### 매우 순항 중인 실적 회복

카지노: 실적 회복세 지속

- 1) 고른 지역별 믹스로
- 2) 中 없이도 매출 회복
- 3) 보복소비로 P 상승
- 4) 비용 통제 경영 정책

카지노는 게이밍 수요 기반 사업으로 매크로와 거리가 멀고, 업종 합산 순현금 재무구조로 긍정적이다. 중국에 대한 기대감이 큰 만큼 다소 밋밋한 주가인 강원랜드보다는 외인 카지노 선호 의견을 그대로 유지한다.

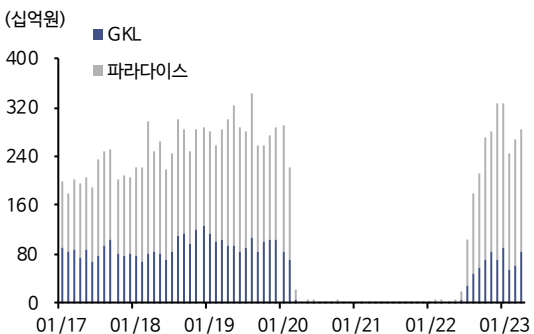
3Q22부터 일본 VIP의 회복만으로도 흑자전환에 진입한 외인 카지노는 연내 양호한 실적이 지속될 전망이다. 여러 번 보고서를 통해 피력하고 있듯, 외인 카지노의 가장 큰 투자포인트는 세 가지다.

1) 고른 지역별 회복에 따른 훌륭한 믹스 개선이다. 이미 일본, 기타 VIP 드랍액은 2019년을 넘어섰고, Mass는 방한 인바운드의 자연적 수혜로 빠르게 좋아지고 있다. 특히 3년 만에 해외여행이 재개됐는데, 그 동안 K-POP, K-Drama를 통한 Korea의 인지도는 매우 높아졌을 것으로 추정된다. 즉, 오랜만에 다시 해외여행이 열렸을 때, 한국을 여행지로 선택할 가능성이 매우 높다고 생각하며, 아마 이 효과가 기타 VIP, Mass+슬롯머신의 엄청난 성장으로 이미 표현되고 있는 듯하다. 여기에서 중국 VIP 마저 회복되면 완벽한데, PCR 해지, 비자 등 한중 규제 완화가 시작된 4월부터 확실히 커진 숫자가 확인되고 있다. 중국은 이제 시작이다.

2) 이 결과, ‘고른 방문객 회복(Q) → 드랍액 성장(QxP) → 믹스 개선에 따른 홀드율 유지 → 매출 성장’ 순순환이 이어져 중국 VIP의 완전한 회복 없이도 절대 매출액은 2019년 수준을 넘어설 정도다. 연내 매출 우상향 기조가 이어지겠다.

3) 일종의 보복 소비로 인당 베테액이 상승하는 효과도 크다. 방문객보다 드랍액 회복세가 훨씬 큰 것을 보면 결국 더 많은 씹뽀이를 카지노에 할애하고 있다는 의미다. 라스베이거스의 카지노 베테액도 엔데믹이 시작되고 현재까지 14개월동안 2019년 월평균 대비 높은 소비를 꽤나 오랫동안 유지하고 있음을 반드시 기억해야 한다. 마지막으로 4) 적극적인 비용 통제와 구조조정에 따른 이익 레버리지는 이미 1Q23 서프라이즈로 증명하고 있다. 실적 상향 조정 여력이 크다.

GKL과 파라다이스 일본 VIP 드랍액



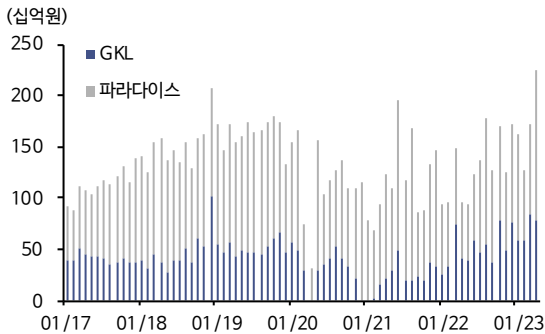
자료: 회사 자료, 신한투자증권

GKL과 파라다이스 중국 VIP 드랍액



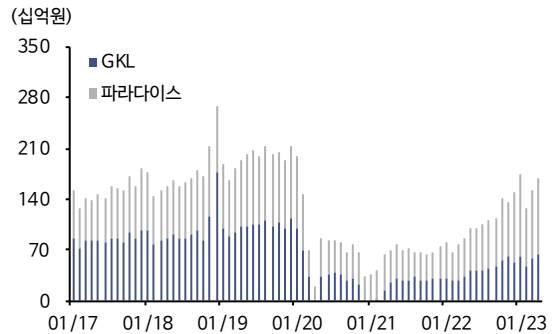
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## GKL과 파라다이스 기타 VIP 드랍액



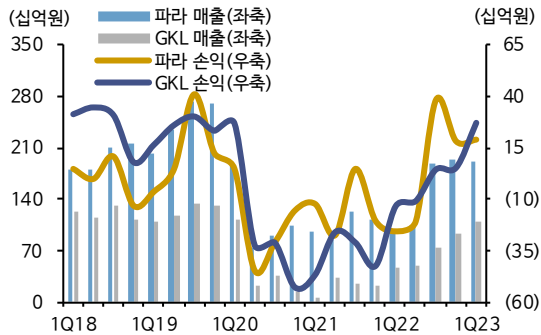
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## GKL과 파라다이스 Mass 드랍액



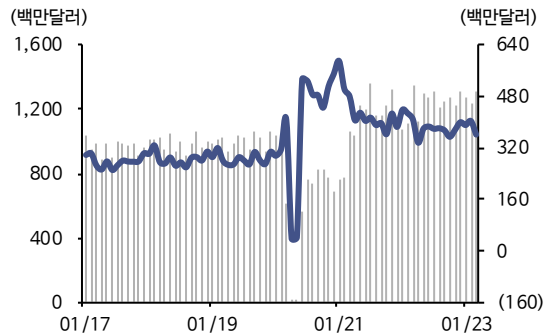
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## GKL과 파라다이스 실적 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 라스베이가스 카지노 시장규모 및 인당 베팅액



자료: Bloomberg, 신한투자증권

## 아시아 카지노 경쟁 심화

日 오픈 카지노 합법화로  
아시아 카지노  
경쟁 격화 우려

이미 증명해내고 있는 양호한 월별 실적, 중국인 회복 기대감 등에도 불구하고 작년 하반기만큼 주가가 탄력적이지 않다. 아무리 한중 정치적 교류 악화에 따른センチ멘털 훼손이라 하더라도, 심하게 펀더멘털을 반영하지 않는 모습이다.

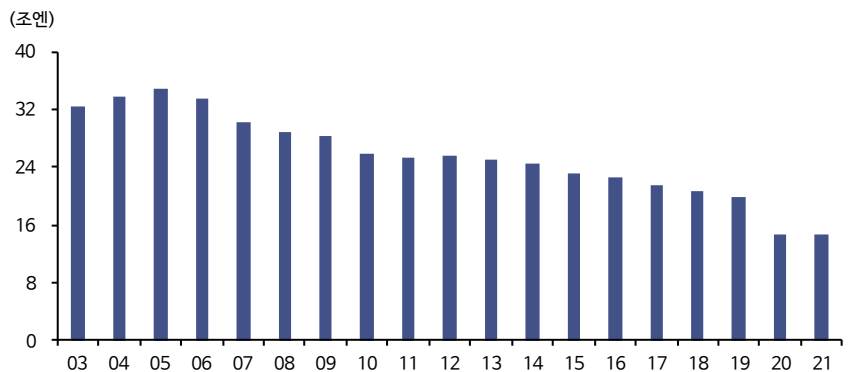
수급,センチ멘털 이슈 등을 떠나 카지노 펀더멘털과 관련된 것 중 굳이 이유를 꼽아보자면, 수면 위로 올라온 일본 카지노 개발 계획이 있다. 아시아 카지노 VIP, 강원랜드에 출입하는 내국인 플레이어들이 일본으로 빠져나갈 수 있다는 우려로 번질 수 있는 이슈다.

일본에는 카지노가 없다. 로컬 게임인 파친코 시장만 존재한다. 이 시장 규모는 2004년 한화 기준 무려 300조원을 자랑했지만, 2021년 기준 143조원으로 크게 침체됐다. 지속적인 인구 감소와 사행성 규제 강화로 1980년대 후반부터 하락세를 이어왔다. 특히 코로나19 이후에는 다수의 관련 기업들이 파산하기도 했다.

일본은 기존 파친코 산업에 새롭게 카지노를 허가하는 절차가 녹록치 않았다. 여러 이해관계자들이 얽혀 있고 겹치거나 상충되는 부분이 많아 카지노 합법화 발의에도 꽤나 오랜 시간이 걸렸다. 그리고 2016년, 오랜 설득 끝에 일본의 카지노 합법화가 전 아베 총리의 지휘 하에 통과됐다. 전 아베 총리의 일본 경기 부양책 중 하나가 ‘관광인프라 확보 → 고용 창출 → 관광객 증가 → 세수 확보’의 선순환 전략이 가능한 카지노 복합리조트(Integrated Resort, 이하 IR) 산업이었다. 그 후 빠르게 진행될 수 있었지만, 사업권 발급 ‘개수’ → 카지노 설립 ‘지역’ → 사업권 허가 ‘기업’ 등의 절차를 지나던 중 코로나19가 발병되며 무기한 연기됐었다.

그러던 카지노 사업 추진이 이제서야 급물살을 탔다. 오사카와 나가사키에 투자비 각각 10조, 4조원이 투입된 IR이 개발된다. 오사카는 글로벌 3대 카지노 중 하나인 MGM Resorts와 일본 금융기업 오릭스의 컨소시엄이 운영하고, 나가사키는 호주 카지노 업체인 오스트리아 인터내셔널이 이끌어갈 예정이다. 그리고, 이렇게 큰 투자를 유치할 수 있는 이유는 사계절 내내 로컬 수요를 기반으로 운영할 수 있는 내국인 허용, 즉 오픈 카지노라서다. 일찌감치 일본은 싱가포르의 성공적인 오픈 카지노 사례를 벤치마킹해 개발 계획을 세웠다.

#### 일본 파친코 시장 규모 추이



자료: Statista, 신한투자증권

#### 일본 복합리조트 건립 개요

지역	오사카	나가사키
위치	유메시마 인공섬	하우스 텐 보스
사업자	엠지엠 리조트 인터내셔널, 오릭스 컨소시엄	카지노 오스트리아 인터내셔널
건립비	10조 8,000억원	4조 3,000억원
완공	2030년	2028년
기대효과	연간 관광객 2,000만명, 입장료/수수료 등 수익 1조 500억원	연간 관광객 1,000만명, 경제적 파급효과 3조 1,500억원

자료: 언론 보도, 신한투자증권

## 일본 오픈카지노 규제 정리

입장료	6,000엔(약 6만원)
입장 횟수	주 3회, 월(28일 기준) 10회
카지노 수	3곳
기타	복합리조트 면적의 3% 이하 면적(오사카사업장 적용 시 1.15만명), 수익 30% 국고 납부

자료: 언론 보도, 신한투자증권

사실 한국에도 기회는 있었다. 2016년 인천 영종도 개발을 앞두고 실제로 다수의 글로벌 카지노 업체들이 카지노 IR 하나당 10조원의 투자금을 제시한 적도 있다. 한국의 지리적 접근성(중국 북경과 상해 근접), 한류 등을 높게 평가해줬기 때문이다. 그러나, 결론적으로 투자 유치는 받지 못했다. 그들이 요청했던 단 하나의 조건, '오픈 카지노'를 끝끝내 우리나라가 허가하지 않았기 때문이다. 즉, 그 대규모 투자금은 코로나19가 마무리되는 지금, 이제 일본을 향하고 있는 것이다.

일본뿐 아니다. 태국 정부도 오픈 카지노를 허가해 5개 지역에 카지노 IR 건설을 추진 중이다. 정궛 사업자들의 탈마카오 전략도 이들을 더욱 부추기고 있다. 결국 마카오에 집중된 중국의 부가 다른 아시아 지역으로 이동할 것이기 때문이다. 기타 아시아 지역의 경쟁이 심화되는 것은 맞지만, 그래도 가장 위협적인 경쟁 국가는 러시아와 일본이다. 중국 대도시인 북경과 상해의 접근성이 유사해서다.

## 아시아 카지노 개발 현황

## 마카오

VP→Premium Mass와 Mass 중심의성장도모

- 1) 강주아오대교개통, 2) 디지털위안화 도입으로접근성향상,
- 3) GBA(Greater Bay Area) 전략하에 마카오를금융, 유통, 교통, 관광등의 4대핵심도시로 개발할계획,
- 4) '22년 카지노+리조트형 주요카지노 업체6곳 10년 영업권재허가

## 베트남

'17년 카지노법 발효후 3년간 오픈카지노 허용. '19년 1월캄보디아 접경Phu Quoc 섬에 코로나리조트개장, 북부Van Don 지역에 추가적인 오픈 카지노개장에정. 중부에는 Sun City 주도로 40억불 규모의Hbana 프로젝트(외국인카지노)가 진행중

## 말레이시아

향후 10년간 두 단계에 걸쳐유일한 R사업자인젠팅 리조트의확장 (소핑몰, 테마파크, 케이불가, 아울렛등추가) 진행. 말레이시아-싱가포르 고속철도 설립도 호재

## 태국

'23년 태국의회 오픈카지노 합법화 연구보고서최종승인 내국인출입 가능한오픈카지노 최대5개 건립방안추진중; 푸켓, 파타야, 치앙마이, 그라비, 치앙라이등주요 관광도시후보

## 캄보디아

캄보디아수도 프놈펜에서Naga Corp이 IR 운영. Naga Corp은 35억불을 투자해 3번째 복합리조트를 프놈펜에 설립예정. 시아누크빌에도다수 외국인카지노운영

## 싱가포르

캄보디아, 필리핀 등 주변시장과의경쟁을 위해 Marina Bay Sands, Resorts World Sentosa에 각 33억 불의신규 투자허용. 신규투자는 Mass, Non-Gaming에 초점



## 러시아

블라디보스토크를동북아를 겨냥한관광지로개발하는 PEZ 프로젝트진행, 'Tigre de Cristal'을 포함하는 3곳의 복합리조트 파이프라인진행중

## 한국

강원랜드(오픈카지노), 16개 외국인 전용카지노운영. 영종도복합리조트 4Q23, 외국인전용카지노 1Q24개장 일본VIP 시장 확대에집중할계획

## 한국

## 일본

## 일본

'18년 오픈카지노 합법화후최초로 오사카/나카시카카지노 건립예정, MGM리조트+오릭스컨소시엄/카지노 오스트리아 인터내셔널이R 개발에오사카10조, 나가사키4조 투입 →각 '30년/28년 완공 목표, 연관광객 합산3천만명 기대

## 대만

'09년 카지노합법화 이후대만과중국 사이에위치한 마쭈열도에카지노 건설사업추진. 해당 프로젝트는현재 보류중.

## 필리핀

기존4개 R(아시아 최대R인 Okada Manila 포함)외에 6개의 R파이프라인이진행 중. 총투자규모는 30억불 상당으로 추정되며 중국과의 교류강화에따른 성장전망

자료: 언론 보도, 신한투자증권



그런데 이게 정말, 벌써부터 걱정할 일인가? 아직 큰 걱정은 시기상조라고 판단한다. 이들이 이제 개발을 시작해서 몇들어진 복합리조트를 선보이는 첫 개장 시기는 아무리 빨라도 2027F 이후일 것이기 때문이다.

### 인천 영종도 추가 복합리조트 개장

영종도 외인 전용  
카지노 추가 오픈 예정,  
단기로는 경쟁 심화,  
장기로는 시장 확대

당장 한국에는 대규모 카지노 복합리조트가 추가된다. 현재까지는 인천 영종도에 파라다이스시티, 제주도에 제주드림타워(롯데관광개발)가 있는데, 미국 카지노 회사인 모히건이 운영하는 인스파이어 리조트가 영종도에 추가로 열린다. 일단은 호텔, 공연장, 워터돔, 패밀리파크, 컨벤션 등을 포함한 리조트만 올해 연말 오픈한다. 외인 카지노 사업은 라이선스를 받아 1H24부터 시작할 예정이다.

가장 위협적인 일본과의 경쟁은 27F 이후라고 보고, 그렇다면 과연 모히건은 우려 요인일까? 초반 아주 단기간으로는 '경쟁 심화'에 가까울 수 있다. 그들도 게이밍 수요 모객을 위해 다양한 마케팅을 시도할 것이기 때문이다. 그러나, 장기적으로는 경쟁 심화 ⇒ 시장 확대로 해석할 수 있다. 인천 영종도에 파라다이스시티 홀로 덩그러니 있는 것 보다는 클러스터 효과가 더욱 시급하기 때문이다.

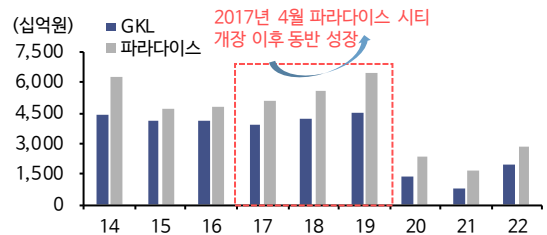
또한, 이전 학습효과도 있다. 2017년 4월 파라다이스시티가 개장한 후, 운영사인 파라다이스만 탑라인을 키운 것이 아니었다. 경쟁사인 GKL은 공급 증가, 경쟁 심화로 타격을 받을법 했지만, 오히려 양사 모두 드랍액이 성장하는 시장 확대 효과를 누렸기 때문이다. 중국 교류 악화, 아시아 공급 증설 등 마냥 너무 걱정만 하기에는, 높은 재무건전성, 낮은 경기민감도, 확실하게 입증하고 있는 숫자, 실적이 너무 아깝다. GKL 탐픽 의견을 유지한다.

#### 인천 영종도 인스파이어 복합 리조트 사업 개요

사업자	인스파이어 인터그레이티드 리조트: 美 모히건사 100% 출자 국내 특수목적법인
개장 예정일	호텔&리조트: 2H23 / 카지노: 1H24
사업 내용	외국인 전용 카지노 (Table 150+, slot+machine 700+)
	5성급 호텔타워 3개동(1,275객실)
	국내 최초 다목적 공연 전용 아레나(1.5만석)
	다목적 실내 워터돔
	야외 어트랙션 공간(패밀리 파크, 약 10만㎡)
	국내 최대 규모 컨벤션센터, MICE, 쇼핑시설
사업 비용	약 2조원(외국인 직접투자 포함)
사업 현황	23년 4월기준 전체 공정률 약 63%

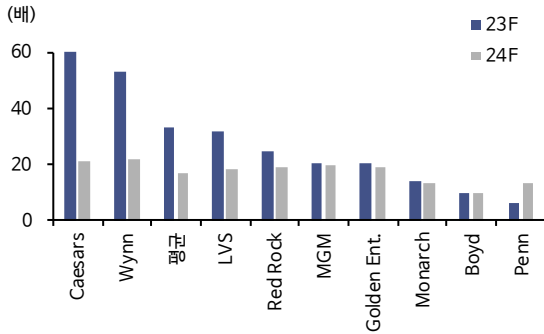
자료: 언론 보도, 신한투자증권

#### GKL+ 파라다이스 연간 드랍액



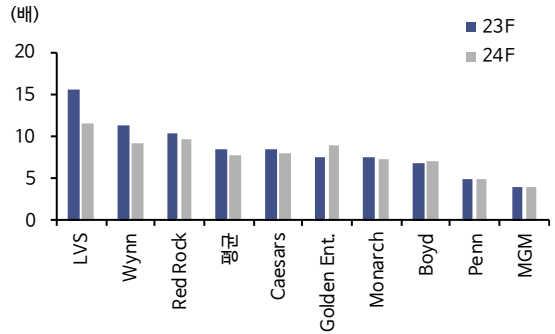
자료: 언론 보도, 회사 자료, 신한투자증권

### 미국 카지노 PER 밸류에이션



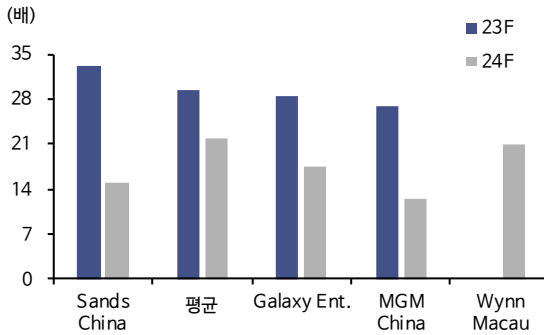
자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 미국 카지노 EV/Ebitda 밸류에이션



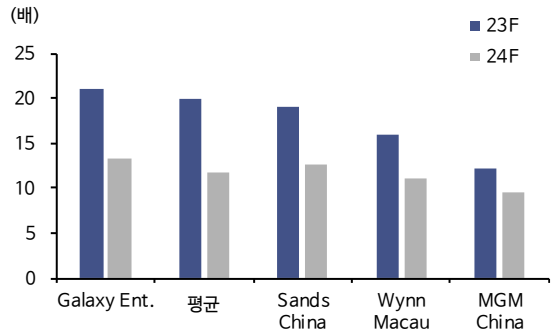
자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 마카오 카지노 PER 밸류에이션



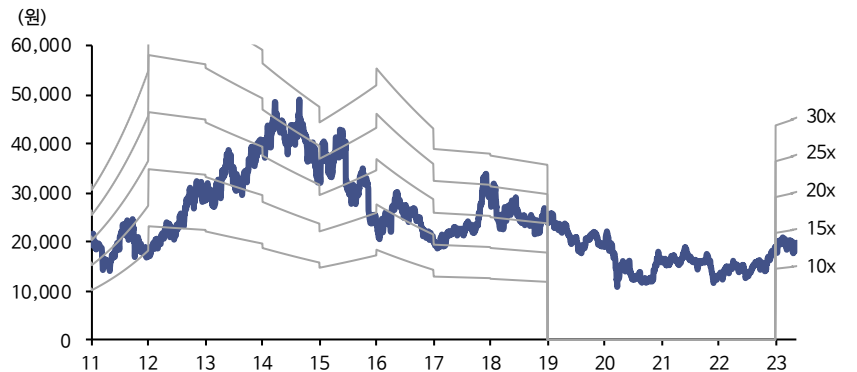
자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 마카오 카지노 EV/Ebitda 밸류에이션



자료: Bloomberg, 신한투자증권

### GKL PER BAND CHART



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 미디어/광고

### 타다운 관점에서 비우호적인 흐름 지속

미디어: 타다운 리스크

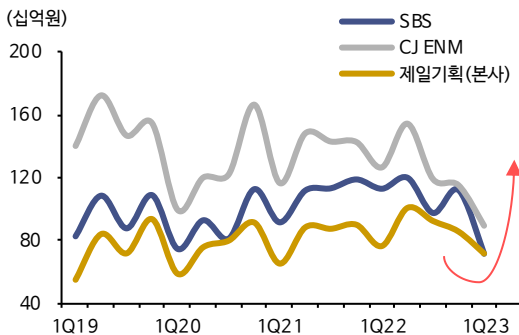
- 대형 제작사:  
제작비↑, 리콥율↓
- 중소형 제작사:  
선판매 경직으로  
작품 지연 위험 증가

모든 시장 참여자들이 인지하고 있는 광고 업종 부진, 반전의 기회는 있을까? 매크로 타다운 관점에서는 여전히 낙관적이지 않다. 반면, KOBACO의 2023F 한국 광고 성장률 전망치는 경제성장률 대비 크게 호전되는 것으로 과추정돼있다. 두 성장률의 괴리는 가장 큰 폭으로 벌어져 있다. 성장의 축은 온라인이다.

드라마/콘텐츠의 먹이사슬 관점에서도 녹록치 않은 영업 환경이다. 대형 제작사 입장에서, 안정적인 편성을 해주는 국내 캡티브 채널이 존재해 편성의 어려움은 없으나, 국내 리콥비율 축소를 감내해야 한다. 심지어 CJ ENM은 티빙+피프스 시즌 대규모 적자로 구조조정 중이고, 콘텐츠리중양도 JTBC 방송국의 손실, 웹의 대규모 적자가 이어지고 있다. 단기간에 좋아지기는 힘들다.

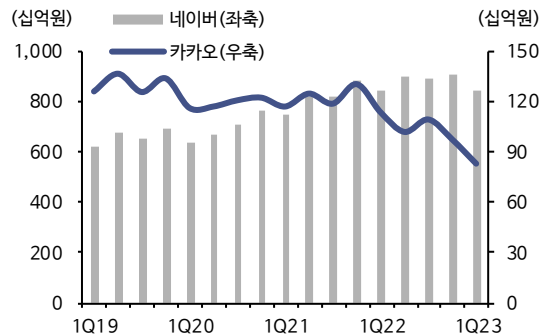
상황은 중소형 제작사 입장에서도 좋지 않다. 오히려 캡티브 채널이 없어서 자유로울 수 있다고 생각했는데, 연초 계획했던 만큼 제작비를 투자해 IP를 만들더라도 국내외 편성을 받기가 작년보다는 어려워진듯 보인다. 선판매가 타이트해졌다. 드라마 제작 및 방영 시기가 계획 대비 '지연'될 가능성이 높아졌다는 의미다.

#### SBS와 CJ ENM 광고 매출 추이



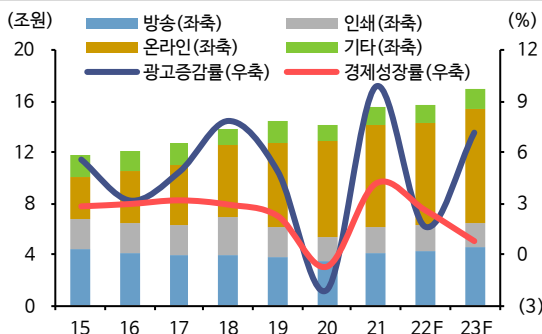
자료: 회사 자료, 신한투자증권

#### 네이버와 카카오 광고 매출 추이



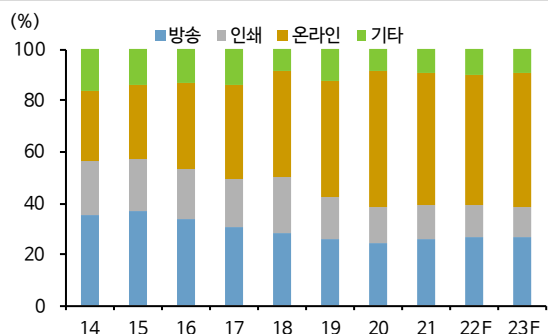
자료: 회사 자료, 신한투자증권

#### 한국 광고시장규모 및 성장률 비교



자료: KOBACO, 신한투자증권

#### 한국 광고 매체별 비중 추이



자료: KOBACO, 신한투자증권

## 마지막 보릿고개

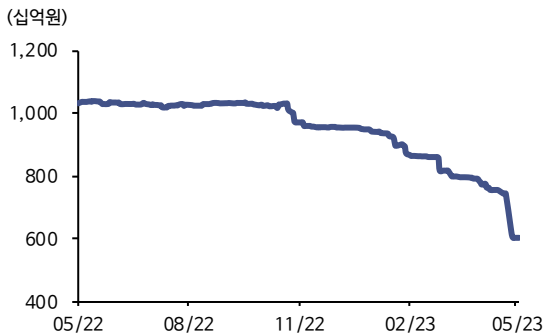
1Q23 업황 부진  
2Q23 반등 전망,  
기회 요인은  
낮아진 눈높이와 멀티플

부진한 업황에도 불구하고, 이제 투자 기회는 열려있다고 판단한다. 기댈 곳은 충분히 추락한 실적 눈높이와 멀티플, 그리고 시가총액이다. 국내 1등 드라마 제작사인 스튜디오드래곤의 PER 멀티플은 이제 드디어 20배 대로 진입했다. 결코, 시장 대비 싸다고 볼 수는 없지만, 역사적 멀티플 하단에 위치하는 주가다.

또한 광고의 본업도 1Q23가 마지막 보릿고개일 가능성이 높다. 대세 반전은 아니겠지만, 2Q23부터는 슬슬 광고주들의 움직임이 포착되고 있어서다. 네이버, 카카오, CJ ENM, SBS를 비롯한 광고 기업들의 최근 공통적인 목소리이기도 하다. 숫자로 볼 수 있는 KAI 지수도 전월대비 소폭 반등했다.

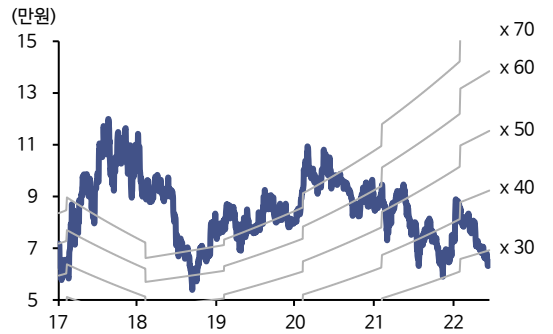
광고의 계절성은 1분기/3분기 비수기, 2분기/4분기 성수기로 구분된다. 특히 이번 1Q23는 비수기인데다 연초 경기 침체의 타격으로 더더욱이 보수적인 광고비를 집행했을 것이라면, 2Q23에는 다시 성수기에 진입해 숨통이 조금 트일 것 같다. 전년 대비 광고주들의 예산이 많이 줄어들어 있겠지만, 광고대행사 입장에서 연말/연초에 광고주로부터 받아 온 마케팅 예산을 올 해 내로 써야되긴 써야 되기 때문이다. 2Q23부터는 돈이 좀 풀리지 않을까? 이런 효과를 기대해본다.

### 23F 미디어/광고 영업손익 추정치 하향조정



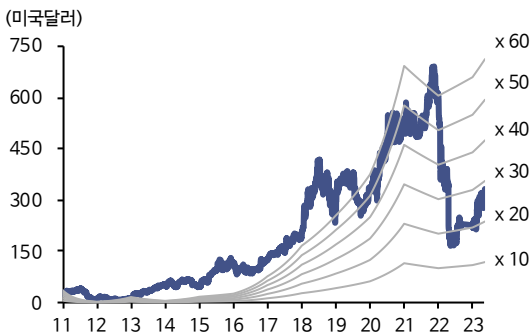
자료: QuantiWise (제일기획 / CJ ENM / 스튜디오드래곤 / 콘텐츠리중앙 / SBS의 합), 신한투자증권

### 스튜디오드래곤 PER 밴드 차트



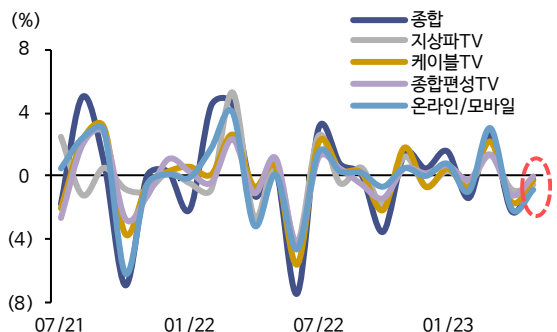
자료: QuantiWise, 신한투자증권

### 넷플릭스 PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 매체별 KAI(광고전망지수) 전월대비 증감률



자료: KOBACO, 신한투자증권

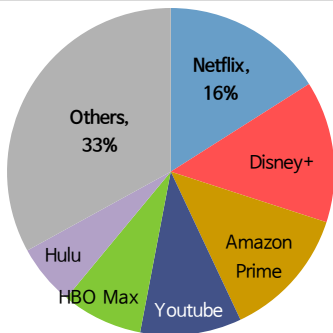
### 국내 광고 바텀 아웃, 해외향 판매 성장 지속 전망

### 국내 광고 바텀 아웃, 해외 순항 지속

우려했던 국내 광고 실적이 바닥을 통과한다면, 해외 판매는 여전히 호조일까? 상황은 매우 긍정적이다. OTT 점유율을 보면, 글로벌과 북미에서는 넷플릭스가 1위, 디즈니플러스, 아마존프라임과 같은 후발주자가 빠르게 추격 중이다. 반면, 아직 아시아는 춘추전국시대다. 아직 누구 하나 아시아 OTT 시장을 장악하지 못했다. 1위가 Youtube로 24%, 기타가 무려 40%의 점유율을 차지한다. 앞으로 아시아를 사로잡는 OTT가 글로벌 상위권에 안착할 수 있다는 의미다.

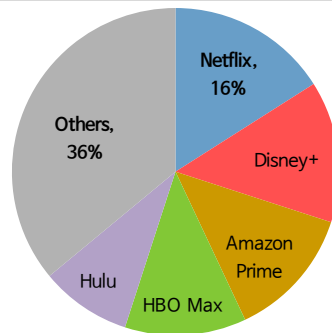
그렇기에 OTT간의 경쟁은 1) 인구, 특히 젊은 인구가 많고, 2) 소득이 상승 중이며, 3) 아직 지배적인 사업자가 없는 아시아 권역에서 가장 거셀 수 밖에 없다. Flixpatrol 사이트에 따르면, 동남아 주요 국가별 넷플릭스 TOP 10 중 한국 드라마의 장악력은 여전히 견조하다. 평균으로 보면, 2022년 TOP 10 중 7개 → 2023년 현재까지 8.1개가 넘어간다. 심지어 인도네시아는 작년 한 해 동안 넷플릭스로 가장 많이 시청한 TOP 10 작품 중 10개가 모두 한국 드라마일 정도다.

글로벌 OTT 시장점유율 추이



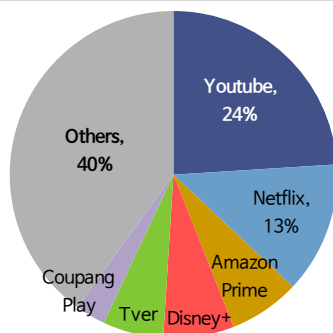
자료: Statista, 신한투자증권

북미 OTT 시장점유율 추이



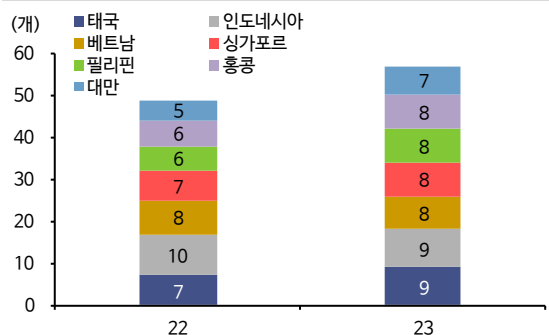
자료: Statista, 신한투자증권

아시아 OTT 시장점유율 추이



자료: Statista, 신한투자증권

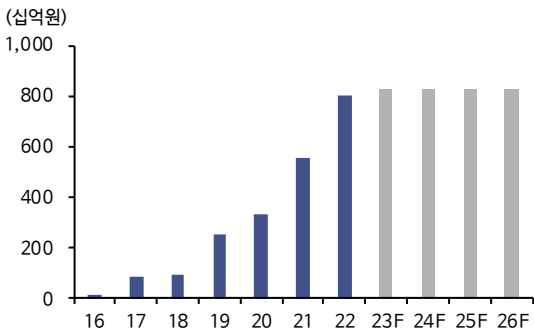
동남아 넷플릭스 TOP10 중 한국 드라마 개수



자료: Flixpatrol, 신한투자증권

따라서 글로벌 OTT들의 K-Contents 투자는 계속될 전망이다. 지난 4/25 넷플릭스는 향후 4년간 3.3조원을 투자할 것이라고 밝혔다. 안분해서 보면 연평균 약 8천억원 투자로 작년 수지와 거의 유사하다. 시장의 기대처럼 급격한 'K-Contents 투자비 증가'는 없었지만... 불경기 탓에 넷플릭스마저 지난 5/12 올해 약 3억달러(한화 약 4천억원)의 지출을 줄인다고 발표했다. 전체 지출을 줄이는 상황에서 K-Contents의 투자비율은 소폭 늘어 절대금액을 유지한 셈이다. 조금 아쉽지만, 여전히 가장 큰 바이어임에는 틀림 없다.

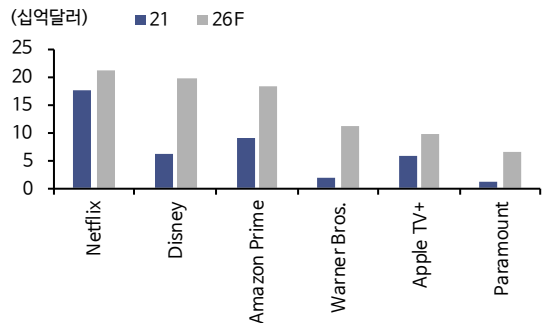
### 넷플릭스의 K-Contents 투자비



자료: 언론 보도, 신한투자증권

주: 넷플릭스는 K-Contents에 향후 4년간 3.3조원 투자 예정 (연간 안분 적용)

### 글로벌 OTT의 전체 콘텐츠 제작비



자료: Statista, 신한투자증권

바텀 피싱이 가능한  
구간으로 리스크/변수가  
최소화된 종목 선별 필요

### 신규 진입하기 좋은 시점

업황, 실적 및 주가가 저점이라 판단될 때는 바텀 피싱이 용이하다. 그런 측면에서 부진한 1Q23 실적이 다 끝난 지금, 그리고 아무도 미디어/광고에 대한 관심, 기대감이 없는 지금, 관련 종목 1개 째는 플레이해도 좋은 시점이다. 다만, 1) 순차입이 너무 크지 않고, CB 물량 등이 많지 않아 수급적으로도 안정적이고, 2) 확실히 1Q23 대비 호전되며 3) 리스크/변수가 적은 기업을 선별해야한다. 광고 반등과 콘텐츠 성장, 두 마리를 토끼를 잡을 수 있는 SBS를 추천한다.

SBS의 매출액은 지상파 채널을 운영함에 따른 광고 수익으로 절반, 콘텐츠 제작 및 판권 판매 수익 + 짝수 해마다 반영되는 스포츠 중계수익의 절반으로 구성된다. 광고 수익은 1Q23 719억원 저점을 기록한 후, 2Q23는 바로 다시 900억원대로 반등, 그래도 YoY 역성장인 광고 부진은 콘텐츠 사업 성장으로 커버될 전망이다.

SBS 드라마는 작년 12편, 올해 14~15편을 제작한다. 증편의 폭도 대형사 대비 가장 크다. 올해 역대급 드라마 라인업의 특징은 두 가지다. 1) 시즌제가 많다. <모범택시>, <낭만닥터 김사부>, <소방서 옆 경찰서>가 새로운 시리즈로 돌아온다. 전 편의 높은 시청률은 광고 단가 상승을 시사한다. 광고주 입장에서 이미 이전 시리즈를 통해 이 드라마를 시청하는 연령, 성별 등을 파악할 수 있기 때문이다. 명확한 타겟 광고가 가능하다면 효율성이 높아져 시즌제 드라마 방영 시 앞 뒤, 그리고 중간에 들어가는 광고의 단가가 평균 대비 훨씬 높게 세팅될 것이다.



2) 드디어 대형 OTT, 디즈니플러스의 동시방영이 시작된다. 디즈니플러스는 SBS에게 상당히 높은 리쿱비율을 보장해주는 것으로 파악된다. <낭만닥터 김사부 3>, 김은희 작가 차기작인 <악귀>, <소방서 옆 경찰서2>가 이미 동시방영 확정으로 선택됐다. 물론, 새로운 시리즈만 사갈리 없다. 이전 작품도 슬슬 디즈니플러스에 업로드 되고 있다. 구작 판매다.

SBS는 드라마 제작 시, 제작비의 매우 높은 비율을 디즈니플러스로부터 받고, 협찬+PPL 및 웨이브 OTT로 리쿱할 수 있다. 그리고 기존 드라마 제작사들과 조금 다른 점은 드라마 방영에 따른 광고수익으로 나머지 플러스 알파 + 레버리지 가능한 수익구조라는 점이다.

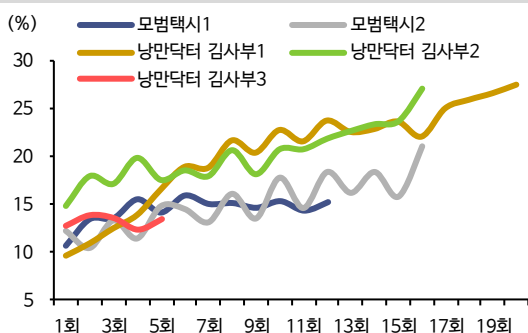
또한, SBS가 과도한 저평가(PER 6~10배)를 받는 이유는 온갖 규제 때문인데, 이들을 총괄하는 방송통신위원회가 새롭게 단장될 예정이다. 7월 말 현 위원장의 임기 만료 때문이다. 적어도 규제 강화보다는 완화의 스탠스를 취할 가능성이 높다. 그 후 외국인 자본 제한 등 실제 규제 완화가 실행되기까지는 오래 걸리겠지만, 기대감은 늘 주가에 선반영될 것이다. 모든 참여자들이 알고 있는 본업 부진보다는 멀티플을 높일 수 있는 사업수익과 규제 완화를 좋게 볼 필요가 있다.

### SBS 2023F 역대급 드라마 라인업

작품명	방영시기	회차	편성	비고
모범택시 2	2/17~4/15	16	금토	SBS 시즌제 드라마로 시즌1 시청률 16% → 시즌2 평균 시청률 21% 마감
낭만닥터 김사부 3	4/28~6/17	16	금토	SBS 시즌제 드라마, 시즌1 시청률 28% → 시즌2 시청률 27%, 디즈니+ 동시방영
악귀	6월	12	금토	김은희 작가 차기작, 디즈니+ 동시방영
국민사형투표	8월	12	월화	카카오웹툰/페이지 조회수 1억 인기 웹툰 원작
소방서 옆 경찰서 2	8월	12	금토	SBS 시즌제 드라마로 시즌1 시청률 10.3% 마감, 디즈니+ 동시방영
7인의 탈출	10월	-	금토	김순옥 작가의 <펜트하우스> 후속작
마이데몬	4Q23	-	월화	배우 송강의 군입대 전 마지막 드라마
재벌X형사	2H23	-	월화	넷플릭스 오리지널 <마이네임> 김바다 작가의 후속작

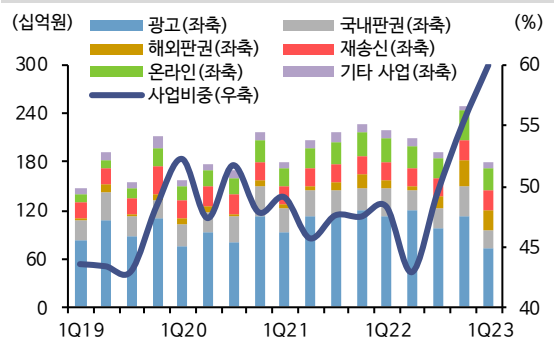
자료: 언론 보도, 신한투자증권

### <모범택시>, <낭만닥터 김사부> 시리즈 시청률



자료: 닐슨코리아, 신한투자증권

### SBS 광고 vs. 사업수익 매출 및 사업 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 해외여행

### 드디어 흑자전환 기조 진입

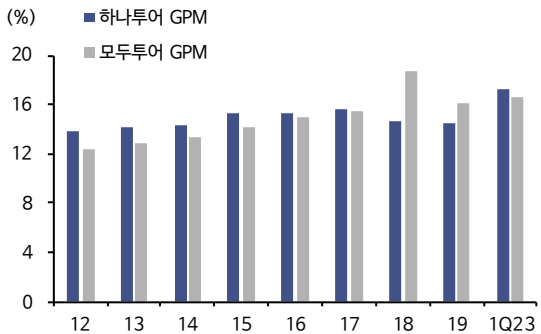
여행: 1Q23 흑자전환

- 항공권 공급 회복
- 이연 수요 작용
- P 상승, GPM 개선

장기간 팬데믹을 지나 여행 업종은 1Q23 드디어 흑자전환에 성공했다. 이제 어느정도 해외여행의 이연수요(Q)가 뒷받침돼 흑자의 기조가 지속될 가능성이 높다. 수익성 또한 견조하다. 이연수요의 풀림현상 덕에 여행상품가격(P)이 올라가 양사 모두 매출전환율은 17% 근접하게 올라왔다. 규모의 경제 시현으로 원가(항공권/호텔 등)를 싸게 받아와 완만하게 마크업을 적용하고 있는 것으로 해석된다.

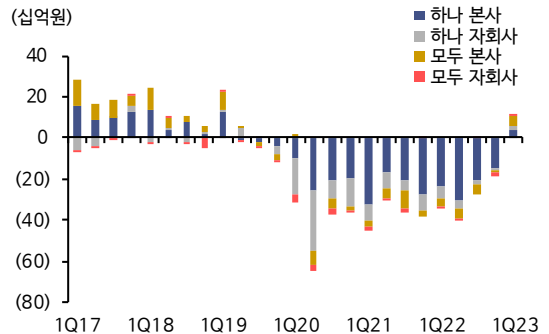
항공 노선 회복에도 속도가 붙는다. 국토교통부 계획에 따르면 중국 노선은 올해 2월 6% → 9월 87%, 동기간 일본 노선은 79% → 92%, 동남아 노선은 88% → 91%까지 회복될 예정이다. 내년도에는 어렵지 않게 온전한 정상화가 기대된다.

#### 여행사 GPM(매출전환율) 추이



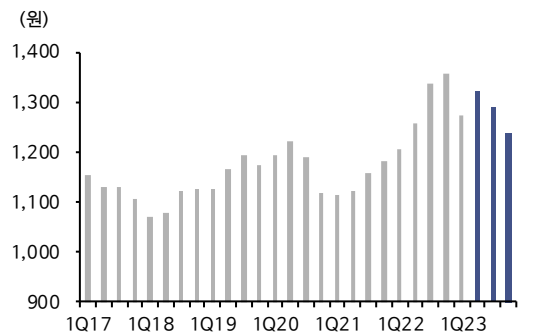
자료: 회사 자료, 신한투자증권

#### 여행사 별도/자회사 영업손익 추이



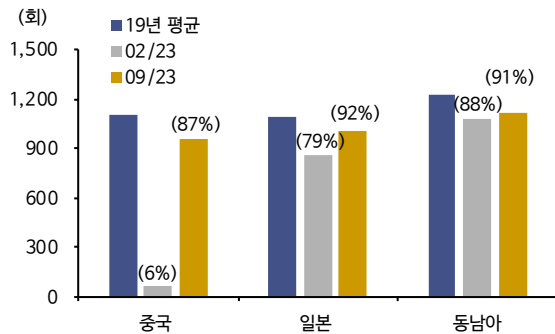
자료: 회사 자료, 신한투자증권

#### 원/달러 환율 추이



자료: ECOS, 신한투자증권 전망

#### 2019년 대비 국가별 운항편수 회복률 추이



자료: 언론 보도, 신한투자증권

### 여전한 걱정거리

비우호적인 실적 구성원

Q: 매크로 리스크 노출

P: 경기 악화로 저항선 진입

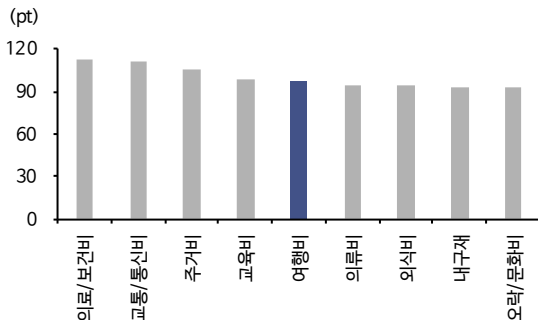
C: 경쟁 격화

그러나 여전히 타당한 관점에서 본 업종에 대한 고민은 여전하다. CSI(소비자동향지수)를 보면, 여행비 지출은 100pt를 밑돌고, 확실하게 여행에 돈을 쓰겠다는 연령층은 대부분 40세 미만이다. 하나투어와 모두투어 같은 기존 PKG 회사가 주로 다루는 씨니어 연령층과는 다소 거리가 있다. PKG 대비 FIT(개별여행)로 몰리는 소비 트렌드의 변화도 무시할 수 없다.

실적의 구성인 Q, P, C 구성으로 접근해보면, 1) 리오프닝에 따른 이연수요(Q)는 확실해 보이지만, 이마저도 환율 급증, 경기 타격에 따라 2019년 대비 회복률은 예상보다 저조하고, 2) 집중된 수요로 상품가격(P)이 올라가고 있지만, 이 역시도 경기 탓에 소비자들의 저항이 확대될 것이 우려스럽다.

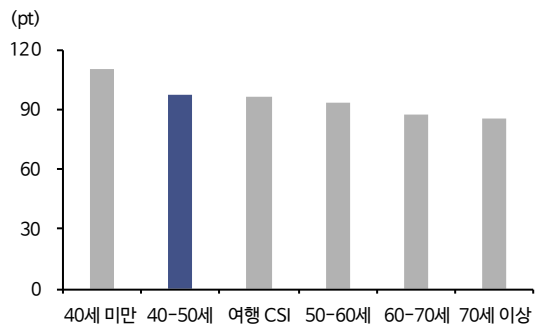
또한 3) 팬데믹을 통과하며 버텨낸 대형 사업자 위주의 시장재편, 비용(C) 통제 역시 경쟁 심화로 상쇄될 가능성이 높다. 오히려 팬데믹 구간에 돈을 많이 번 플랫폼 사업자(네이버, 카카오의 여행상품 판매 강화 등)들이 일부의 오프라인 활동을 수익화하기 위해 해외여행시장에 뛰어들고 있기 때문이다.

항목별 CSI 추이



자료: ECOS, 신한투자증권

여행 CSI 연령별 구분



자료: ECOS, 신한투자증권

## IV. Top Picks

### 확실한 모멘텀, 자명한 실적 개선, 리스크 헷지에 주목

2H23F 선호 업종:  
엔터 > 카지노 >  
미디어/광고 > 여행

엔터:  
글로벌 사업 선두인  
하이브, JYP Ent. 유지

2023F 연간전망의 의견을 재차 점검해본 결과, 경기민감도와 재무건전성 측면에서 기존 업종 선호도를 유지한다. 2H23에도 업종 선호도는 엔터테인먼트 > (외인) 카지노 > 미디어/광고 > 여행 순이다.

엔터 업종 최선호주는 하이브와 JYP Ent.다. 글로벌 팬덤 기반의 IP 매출로 실적도 뒷받침되고, 2H23 가장 강력한 투자포인트인 플랫폼과 미국 현지사업에서 가장 앞서 있기 때문이다. 하이브는 위버스 플랫폼을 직접 운영해 3Q23 소통 기능 탑재, 부문 유료화를 진행하고, JYP Ent.는 2대 주주로 소유 중인 디어유 버블의 하반기 일본 출시 성과가 반영된다. 새로운 수익원 추가다.

하반기 미국 걸그룹 출시도 예정돼있다. 각각 게펜 레코드, 리퍼블릭 레코드와 합작해 출시한다. 이제는 국내 유명한 스타를 수출하는 데 그치지 않고, 한국만이 보유한 아티스트 트레이닝+매니지먼트(팬덤 관리, 2차 부가수익) 시스템의 무형자산 기술을 수출하는 시대다. 이 기술력이 미국 대형 레이블의 유통/마케팅 역량과 접목되면 새로운 역사가 탄생할까? 엔터는 이제 기술주, 그리고 수출주다.

레저:  
확실하고, 싸고, 깨끗한  
GKL 탑픽 유지

레저업종에서는 GKL을 탑픽으로 유지한다. 아무리 봐도 '지역별 믹스 변화 → 드랍액 회복 → 홀드올 개선 → 매출액 성장'의 선순환, 인당 베테액 상승과 비용 통제 능력이 실적에 가장 유의미하게 반영되는 회사다. 중국 VIP 회복 없이도 실적이 온전히 돌아오고 있다. 하반기 항공 노선 회복으로 환경은 더욱 좋아진다. GKL은 외인 카지노 중 유일한 순현금, 공급증설, 깨끗한 수급이 강점이다.

미디어/광고:  
바텀콜 정도로 변수가  
제한적인 SBS 제시

미디어/광고는 불황이 지속되고 있다. 경기 직격탄으로 광고수익이 훼손되고 있어서다. 그러나, 낮아진 기대치와 멀티플 구간에서는 반전의 투자 기회가 생긴다. 2Q23부터는 광고 반등이 기대된다. 성수기로 KAI 지수 개선이 확인됐고, 회사 입장에서도 연간 집행해 둔 광고 예산을 다 써야하긴 써야하기 때문이다. 다만, 바텀콜 정도이기에, 리스크나 변수가 적은 회사를 선별해야 한다. 2Q23 확실한 광고수익 반등, 해외 OTT향 시즌제 동시방영이 본격화되는 SBS를 좋게 본다.

#### 엔터/레저/미디어 업종별 Top Picks 정리

종목	(십억원)	18	19	20	21	22	23F	24F
하이브	매출액	301.4	587.2	796.3	1,255.9	1,776.2	1,973.3	2,133.1
	영업이익	79.9	98.7	145.5	190.2	236.9	243.6	274.7
JYP Ent.	매출액	124.8	155.4	144.4	193.9	345.9	466.2	568.7
	영업이익	28.7	43.5	44.1	57.9	96.6	144.7	179.2
GKL	매출액	480.3	490.8	184.5	85.1	262.1	522.7	548.9
	영업이익	105.1	96.3	(88.6)	(145.5)	(13.9)	119.6	132.2
SBS	매출액	914.1	817.7	860.3	1,079.0	1,173.8	1,013.9	1,120.3
	영업이익	5.1	12.6	74.5	184.4	185.6	92.5	110.7

자료: 신한투자증권