

INDUSTRY

2019년 6월 28일

엔터/콘텐츠 (Positive)

Sleeping Giants

“

'악플'보다 무서운 것이 '무플'이라더니... 엔터업종을 향한 시장의 관심은 쉽사리 돌아오지 못하고 있습니다. 그러나 이럴 때일수록 펀더멘털에 집중해야 더 큰 매매 기회가 있다고 판단해 최근 엔터업종 동향을 살펴보고 있습니다. 그 어느 때보다 글로벌 확장이 적극적인 상황에서 1) 한국 음악 시장의 현위치에 대해 살펴보고 2) 타국가는 불가능했던 K-POP만의 성공 공식을 분석해봤으며 3) 성공 공식을 토대로 한 향후 스트리밍의 추가 성장성과 글로벌 공연의 수익화 등을 고민해봤습니다.

”

결론적으로 main stream은 열렸고 기회 또한 존재합니다. 밸류에이션은 낮아졌고, 〈버닝썬 게이트〉 외 산업 방향은 전혀 변한 것이 없습니다. 국내 무수히 많은 Sleeping Giants들은 이제 깨어날 시간입니다.

| Contents |

I. Sleeping Giants.....	03
II. 글로벌 음악시장.....	04
1. 전세계적으로 성공하려면?	04
2. 한국은 어디쯤?.....	08
III. K-POP의 추가확장성.....	16
1. Korean Pop Invasion은 가능할까?	16
2. 스트리밍이 팬덤을 창출?	19
3. 공연의 수익화는?	24
IV. 직접 확인한 북미 공연 현장.....	29
K-POP은 실제로 변화 중일까?	29
V. 분석대상 종목.....	33
에스엠 (041510).....	34

I. Sleeping Giants

한국 음악시장,
글로벌 6위로 우뚝

글로벌 음악시장에서 성공하려면 형태별로는 스트리밍(성장성), 공연(수익성), 권역별로는 전세계 규모의 50%를 점유하고 있는 북미와 일본 main stream을 공략해야 한다. 이러한 흐름 속, 한국 음악시장은 글로벌 2007년 33위 → 2017년 6위로 수직 상승했다. 스트리밍 음원뿐 아니라 음반시장도 동반 성장한 유일한 국가이기도 하다.

- 1) 스트리밍의 빠른 정착,
- 2) 이를 통한 수출 성장,
- 3) 적극적인 콘텐츠 유통
(가치 격차를 감내한 전략)

타국가는 불가능했던 K-pop만의 성공 공식은 세 가지로 요약된다. 첫번째, 스트리밍의 빠른 정착이다. 아이러니하게도 타국가 대비 급격한 음반시장의 붕괴는 먹거리를 잃은 엔터주들이 음원 및 영상 콘텐츠에 더욱 집중하게 해 콘텐츠 질을 높여온데다 ‘멜론’ 같은 메이저 플랫폼을 탄생시켰다. 유럽에서도 스포티파이가 자리한 스웨덴이 그 어느 유럽 선진국 대비 큰 성장을 시현했다. 두번째, 스트리밍의 정착은 수출을 촉진시켰다.

사실 이는 세번째 이유와 크게 연동된다. 바로 가치 격차(Value Gap)를 감내한 효과다. 선진국에서 음원을 유통하는 레이블은 ‘적은 인원으로 수익을 극대화시키는 전략’을 지향했던 반면, 국내 엔터사는 ‘돈이 되지 않더라도 많은 트래픽과 노출도’를 지향해 신흥국 혹은 콘텐츠를 무료로 유통하는 서비스라도 마다하지 않고 적극적으로 콘텐츠를 유통했다. 그 결과, 해외 플랫폼이 많아지고 월정액 서비스가 출시되면서 미리 공급해둔 K-pop 콘텐츠에는 더욱 트래픽 쏠림현상이 나타나 비로소 수익까지 연결돼오고 있다.

K-Pop의 main stream
진입은 더욱 가속화될 전망

앞으로도 Korean Pop Invasion은 가능할까? 과거 북미 main stream에 진입한 타국가는 영국이 첫 사례였다. 사실 동일한 영어권이기 때문에 훨씬 용이했을텐데, 최근 나타나고 있는 Latin Pop Boom은 비영어권에도 큰 기회로 다가오고 있다. 어느 때보다 손쉽게 콘텐츠를 접하게 되면서 언어와 문화의 장벽이 허물어지고 있는 셈이다.

그리고 이 두 국가의 공통점은 한 번 빌보드 메인차트에 발을 들인 이후에는 꽤 오랫동안 흥행이 지속됐다는 점이다. 가치 격차에서 수익성을 택했던 일본은 단발성에 그쳤지만, 한국 음악은 메인차트에서 2012년 이후 꾸준히 뽐내고 있다. 계속 지속될까?

- 1) 글로벌 음원차트를
결정하는 신흥국
트래픽을 장악,
- 2) 팬덤 확보에 따른
공연 수익화 기대

향후 K-pop의 main stream 진입은 더욱 가속화 될 전망이다. 1) 이제 글로벌 음악차트와 트렌드를 ‘선도’, 아니 ‘결정’하는 곳은 북미와 유럽이 아닌 신흥국이다. 압도적인 트래픽을 보이고 있기 때문인데, 상위 트래픽은 대부분 K-pop으로 구성돼있다. 콘텐츠의 질, 문화적 친밀도, 가치 격차 감내 전략의 ‘신의 한수’ 때문으로 해석된다.

2) 2015년부터 스포티파이의 동남아 진출과 유튜브 파급효과도 크다. 높은 트래픽 덕분에 비싼 광고주들이 나타났고, 당연히 대형 플랫폼은 K-pop 콘텐츠를 선호할 수 밖에 없으며 그 결과, 그들이 글로벌 영역을 확장하면서 K-pop 노출도를 확대시켜 아주 자연스럽게 아시아와 main stream을 연결해주고 있기 때문이다. 이렇게 쌓인 팬덤은 향후 절대 영업이익의 규모가 큰 공연시장으로까지 이어질 가능성이 높겠다.

엔터업종,
편더멘털은 이상 無

엔터업종에 대한 긍정적 의견을 유지한다. main stream의 문은 열렸고 기회 또한 존재한다. 기업가치와 밸류에이션은 낮아졌고 버닝썬 스캔들 외 산업 방향은 전혀 바뀐 것이 없다. 무수히 많은 Sleeping Giants들은 이제 깨어날 때가 됐다.

II. 글로벌 음악시장

1. 전세계적으로 성공하려면?

≫ 형태로는 스트리밍(성장성), 공연(수익성) 시장을 공략

글로벌 음악시장 규모는
조사기관에 따라 상이

글로벌 음악시장의 통계는 크게 IFPI와 PwC, 이 두군데에서 발표된다. 두 지표의 차이 점은 IFPI는 도매(Trade Value)를 집계하는 반면, PwC는 소비자에게서 발생한 총 매출(Retail Value)을 취합하는 방식에서 비롯된다.

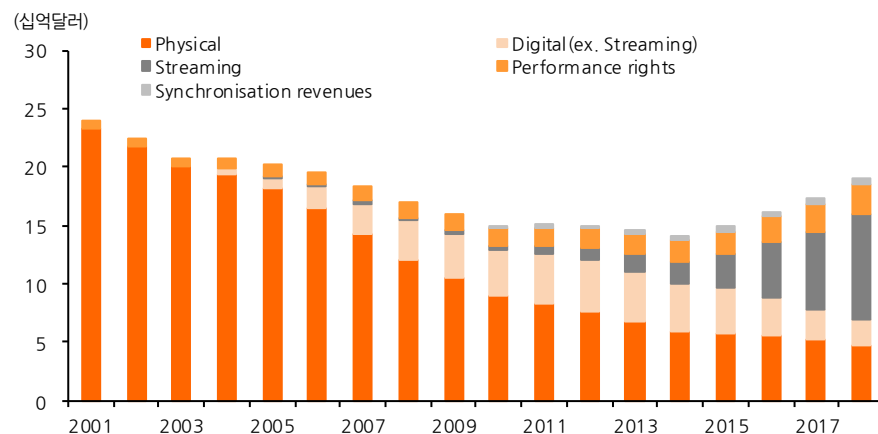
따라서 대상으로 하는 음악시장의 정의에도 차이가 있다. PwC는 'LIVE MUSIC(공연 시장)을 포함'한 음반 및 음원의 소매판매(Retail Sales)의 합을 음악시장으로 정의하고, 각국의 공공기관 및 협회, 규제기관의 데이터를 바탕으로 개별 국가의 시장규모를 추정한다. IFPI는 각국의 음반 및 음원 제작사의 협회인 만큼, 회원사 매출액과 제공자료를 취합해 시장규모를 산출하기 때문에 '공연시장이 미반영된' 도매판매가(Trade Value)의 합으로 규정한다. 이는 통계 작성의 주체가 음악산업 내부의 종사자인지, 외부의 조사기관이냐에 따라 필연적으로 발생하는 차이이다.

음악 소비트렌드는
음원 스트리밍 확대로 동일,
2014년부터 시장 반등 성공

규모에 대한 차이는 있어도 음악시장의 트렌드는 명확히 짚어주는 편이다. IFPI에 따르면 2018년 음악시장은 190억 달러(한화 22조 원)를 기록했다. 형태별로 살펴보면, 음반(Physical)은 빠르게 감소해 24.7% 미만 비중까지 축소돼 온 반면, 2005년 이후부터 음원(Digital)이 눈에 띄게 성장했으며 2010년부터 무제한 데이터 및 스마트폰 보급률 확대에 따라 스트리밍이 돋보이게 커졌다.

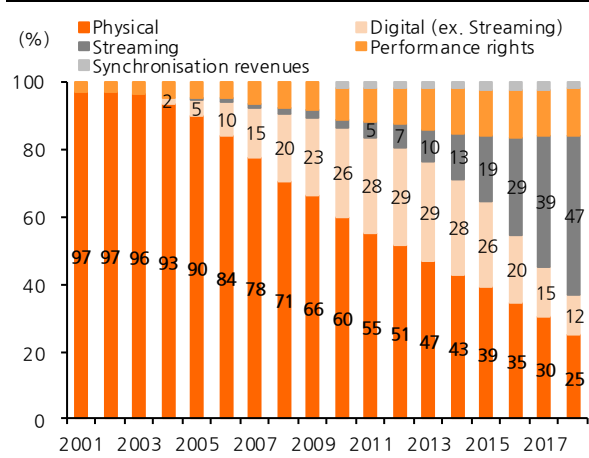
2018년 스트리밍 시장규모는 89억 달러(10조 원)로 전체 음악시장에서 46.8%를 책임지고 있으며 2010년 이후 연평균성장률은 +47.4%에 달한다. 스트리밍 정착에 힘입어 전체 음악시장 규모는 2014년을 바닥으로 반등에도 성공했다.

[그림1] IFPI 세계 Recorded Music Industry 규모



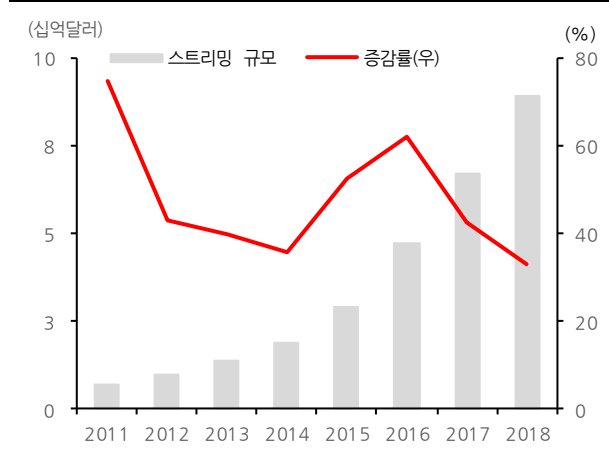
자료: IFPI, 한화투자증권

[그림2] IFPI 스트리밍의 비중 변화



자료: IFPI, 한화투자증권

[그림3] 스트리밍 시장 증감을 추이



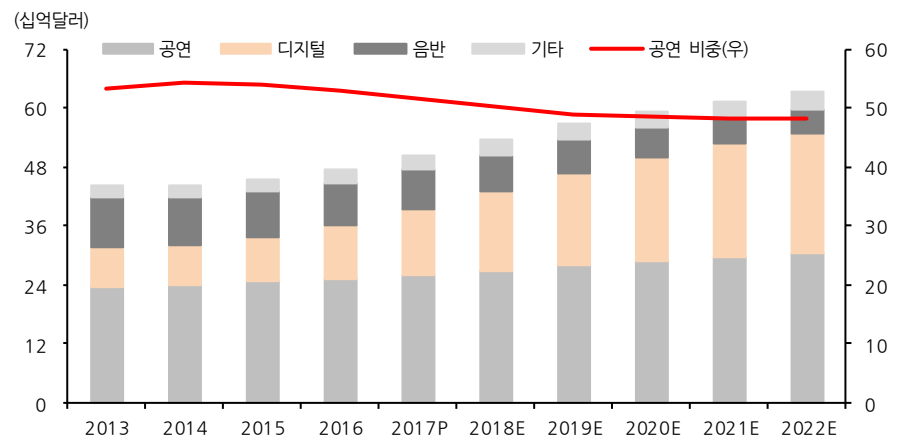
자료: IFPI, 한화투자증권

전체 음악 시장의 절반은
여전히 공연 시장

IFPI 통계에는 콘서트가 미반영되지만 전체 총계 데이터를 활용하는 PwC는 LIVE MUSIC(공연 시장)의 중요성을 강조한다. PwC(Retail Sales, 총 판매액)에 따르면 2017년 기준 전체 음악시장 규모는 502억 달러(한화 59조 원)에 달하는데, 가장 높게 성장하는 것은 IFPI와 유사하게 스트리밍을 포함한 디지털(음원)이지만, 그 중 여전히 절반 비중을 자랑하는 형태는 공연 시장이다.

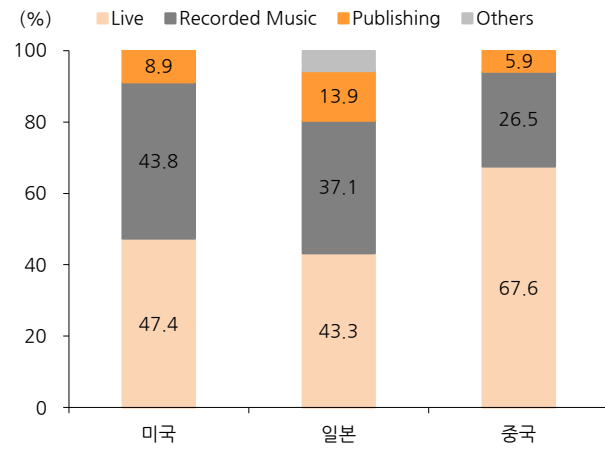
주요 국가의 사례를 보면 미국, 일본, 중국의 음악시장 규모 내 공연 비중은 각각 47%, 43%, 67% 수준이며 미국 빌보드 기준 2017년 연수입 TOP 10 아티스트의 수입에서 공연이 차지하는 비중은 86%로 압도적이다. 이는 또한 콘서트를 본업으로 하는 Live Nation의 주가와 매출 호조세, 세계 가장 큰 음악시장인 미국과 일본의 콘서트 티켓 판매추이는 이를 방증한다.

[그림4] PwC 음악시장 규모와 공연 비중 추이 및 전망



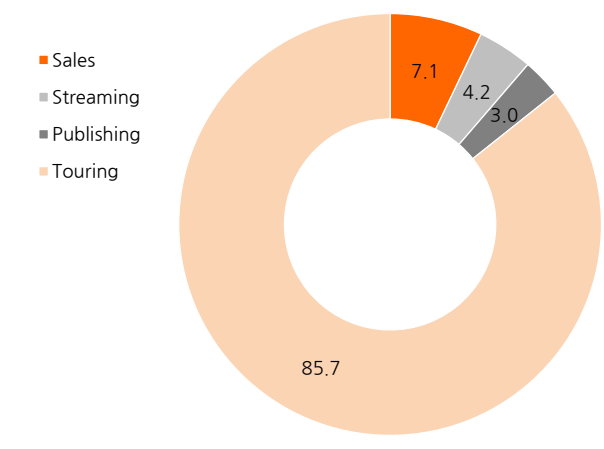
자료: PwC, 한화투자증권

[그림5] 미국 일본 중국 공연 시장 비중



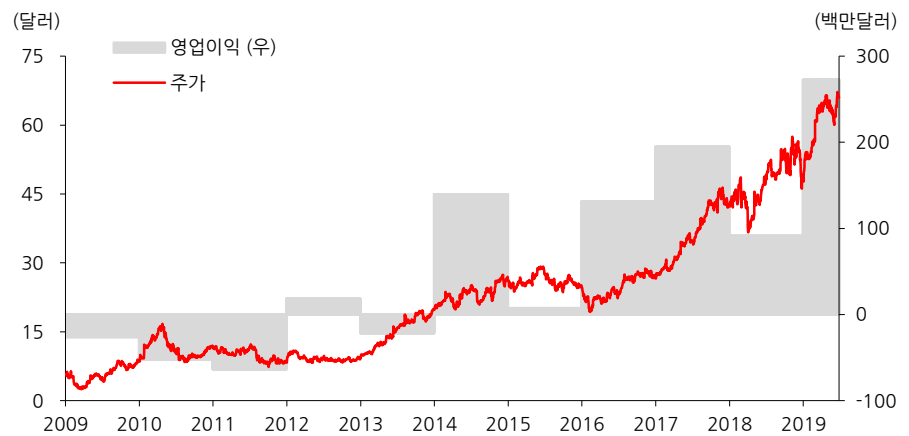
자료: RIAA, PwC, MPAI, ACPC, RAI, CAVCA, MCSC, 한화투자증권

[그림6] 빌보드 상위 10개 가수 수입 중 공연 수입 비중



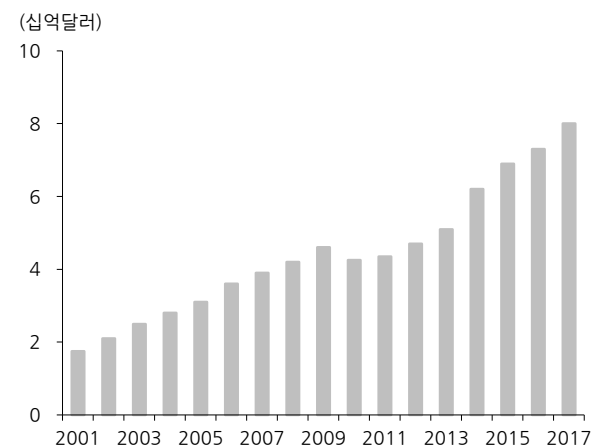
자료: Billboard, 한화투자증권

[그림7] Live Nation 시가총액과 실적 추이



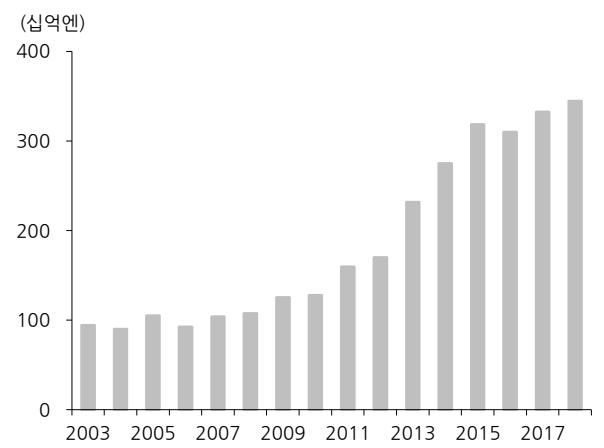
자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림8] 미국 콘서트 티켓 판매 추이



자료: Pollstar, 한화투자증권

[그림9] 일본 콘서트 티켓 판매 추이



자료: A.C.P.C, 한화투자증권

>> 지역으로는 북미시장을 공략

상위 5개국이 시장의 70%,
미국, 일본이 절반을 차지

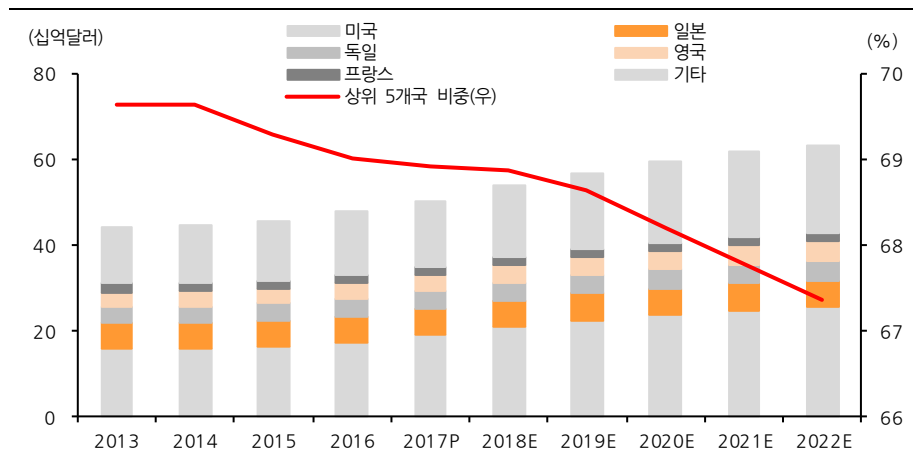
국적별 음악시장 규모를 살펴보면 상위 5개국 1) 미국, 2) 일본, 3) 독일, 4) 영국, 5) 프랑스가 전체 음악시장의 70%를 장악하고 있다. 특히 미국과 일본 시장은 각각 59억 달러, 26억 달러로 전체 비중의 34%, 15%를 양분하고 있으며 심지어 양국을 형태별로 세분화시키면 절반 이상이 공연으로 구성돼있다.

즉, 양국이 전세계 음악시장의 절반을 차지하는 가운데, 그 중에서도 또 30-50% 비중이 공연으로 매꿔져있다. 전세계 1/4 규모가 양국의 공연시장이다.

의미 있는 성공을 위해
main stream 진출이 중요

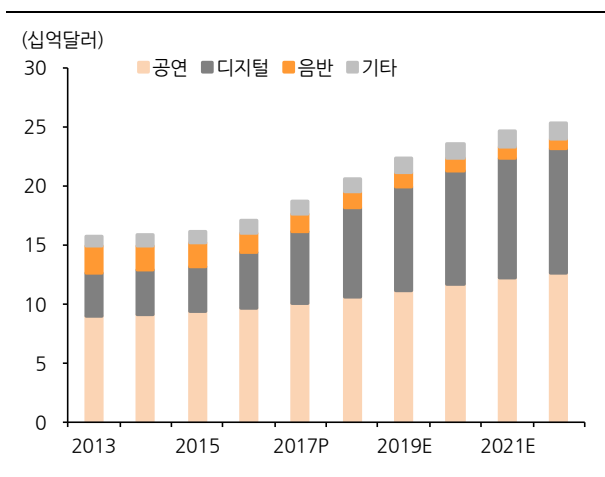
결론적으로 의미 있게 전세계 음악시장에서 성공을 거두려면, 북미 음악시장의 main stream에 진입할 수 있어야하며 스트리밍과 공연 활동을 통해 성장성 및 수익성, 두 마리 토끼를 동시에 잡을 수 있어야한다.

[그림10] 국가별 음악시장 규모 및 전망



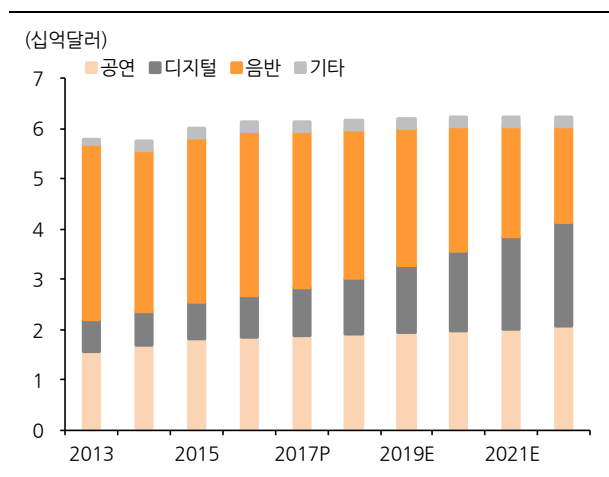
자료: PwC, 한화투자증권

[그림11] 미국 음악시장 규모 및 전망



자료: PwC, 한화투자증권

[그림12] 일본 음악시장 규모 및 전망



자료: PwC, 한화투자증권

2. 한국은 어디쯤?

>> 2005 년 33 위 → 2017 년 6 위로 수직 상승

한국은 음악 시장의 주요
Player로 성장

그렇다면, 현재 한국 음악시장의 위치 및 입지는 어떠한가? 간단하게 말하자면 온 국민들이 체감하겠지만, 그 위상은 매우 높아졌다. 데이터로 접근해보면 2007년 겨우 1.4억 달러, 글로벌 15위에 불과했던 한국 음악시장은 2017년 4.8억 달러로 두 배 이상 컸고, 순위도 전세계에서 6번 째로 큰 국가로 자리매김(2005년 33위 → 2009년 15위 → 2017년 6위)했다. IFPI는 한국이 잠재력 높은 시장에서 영향력 있는 중심 시장('potential' to 'power player')으로 넘어가고 있다고 평가하기도 했다.

전체 시장 성장 상회할 뿐
아니라 음반, 음원 모두 고른
성장을 보여 모범적

특히, 1) 한국 음악시장이 세 배 이상 커지는데 반해, 상위 5개국의 시장규모는 대부분 축소됐다는 점, 2) 전세계적으로 음반의 역성장이 지속되고 있음에도 불구하고, 한국은 2007년 이후 음반과 음원이 동시에 성장해 온 보기 드문 사례라는 점에서 한국 음악시장의 가치는 더욱 높아진다. IFPI는 2015년 국내 음반 판매량은 990만 장 → 2016년 1,100만 장까지 증가한 것으로 추산하고 있으며 가온차트 상위 100위까지 자료를 토대로 보면 상위 음반 판매량은 2015년 이후 1,560만 장 순증한 것으로 나타났다.

디지털 음원 플랫폼이
신흥국의 기회를 확대

현재 세계 음악 시장에서 가장 주목할 만한 성장이 나타나고 있는 지역은 과거에는 주목 받지 못했던 신흥국이다. IFPI는 '(디지털 음원 플랫폼을 기반으로 한) 기회의 확대가 로컬 히어로(Local Heroes)의 탄생을 이끌었다'고 분석했다. 한국 음악시장이 급격히 성장할 수 있던 배경과 어느 점에서 일치할까?

[표1] 2009 년 vs. 2017 년 세계 Recorded Music 국가별 순위와 시장 규모 (단위: 백만달러)

순위	2009		2017	
	국가	시장 규모	국가	시장 규모
1	USA	4,632.5	USA	5,916.0
2	Japan	4,049.6	Japan	2,627.0
3	UK	1,573.8	Germany	1,323.0
4	Germany	1,533.3	UK	1,311.0
5	France	947.7	France	925.0
6	Canada	395.9	South Korea	481.4
7	Australia	381.6	Australia	
8	Netherlands	265.4	Canada	
9	Italy	252.0	Brazil	
10	Spain	245.9	China	
15	South Korea	144.8		
26	China	123.7		

주: 2017년 한국의 시장규모는 2016년 시장규모 3억 3,200만 달러에 2017년도 성장률을 통해 추정
자료: IFPI, 한화투자증권

>> 급성장 배경의 세 가지 이유

위상이 높아질 수 있었던 이유이자 성공 공식은 다음 세 가지로 요약된다. 1) 스트리밍의 빠른 정착(과거 앨범 시장이 단단히 뿌리 내리지 못한), 2) 이를 통한 해외 음원 실적(수출) 확대, 3) 가치 격차(Value Gap)를 감수하고 전세계에 공격적으로 콘텐츠를 유통한 점에 있다.

>> 첫째, 스트리밍 음원의 빠른 정착

빠른 음반 시장 붕괴로
상대적으로 빠르게 음원
스트리밍 시장에 정착

한국은 스트리밍이 가장 빠르게 정착돼 온 국가 중 하나다. 2000년대 초반부터 어느 국가보다 빠르게 음반 침체와 음원 불법유통을 경험했기에, 최대 수입원인 음반 매출을 잃은 기획사들은 '아이러니'하게도 빠르게 음원 콘텐츠 질 향상에 집중하게됐기 때문이다. 그 가운데, 정부의 저작권보호강화에 힘이 실리며 점차 소리바다가 소비시장에서 입지가 작아졌고, SKT 산하의 월정액 유료서비스 음원플랫폼인 멜론이 크게 자리잡았으며 2009년부터는 본격적인 스마트폰 보급률 확산과 데이터 부담 완화로 음원 스트리밍 소비가 확대됐다.

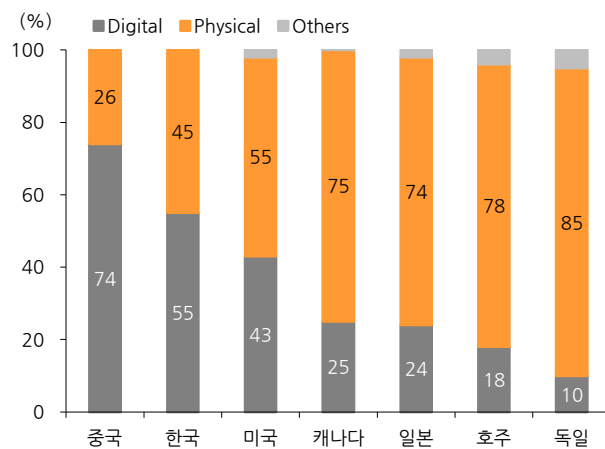
스포티파이가 탄생한
스웨덴과 유사한
맥락의 성장

유사한 맥락에서 글로벌 최대 음원 유료플랫폼인 스포티파이가 탄생한 스웨덴의 흐름에도 주목할 필요가 있다. 동일한 유럽 권역이라 하더라도 스트리밍이 뿌리 깊게 자리잡은 스웨덴의 음악시장은 2008년 이후 꾸준히 성장 중인 반면, 독일과 영국 음악시장은 2008년 대비 축소했다.

플랫폼 정착, 스트리밍
선점효과로 시장 성장을
대폭 상회

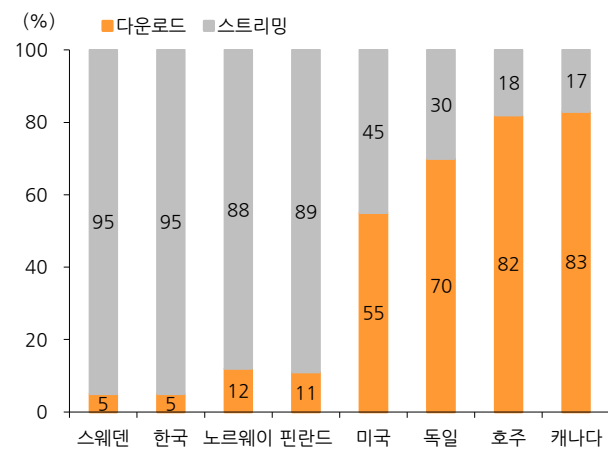
2014년 기준 각국 음원 다운로드, 스트리밍 비중을 비교하면, 스웨덴과 한국의 스트리밍 비중이 압도적으로 높았던 반면, 오히려 미국/캐나다, 독일 등 M/S 상위권을 차지하는 선진국은 낮았다. 스트리밍의 빠른 안착이 전체 성장을 이끌고 있는 셈이다.

[그림13] 2009년 각국의 음반 vs. 음원 비중



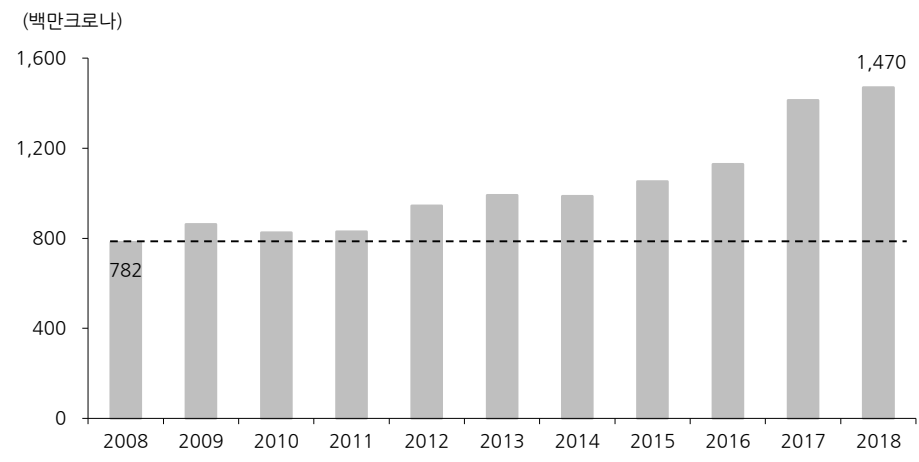
자료: IFPI, 한화투자증권

[그림14] 2014년 각국 음원 중 다운로드 vs. 스트리밍 비중



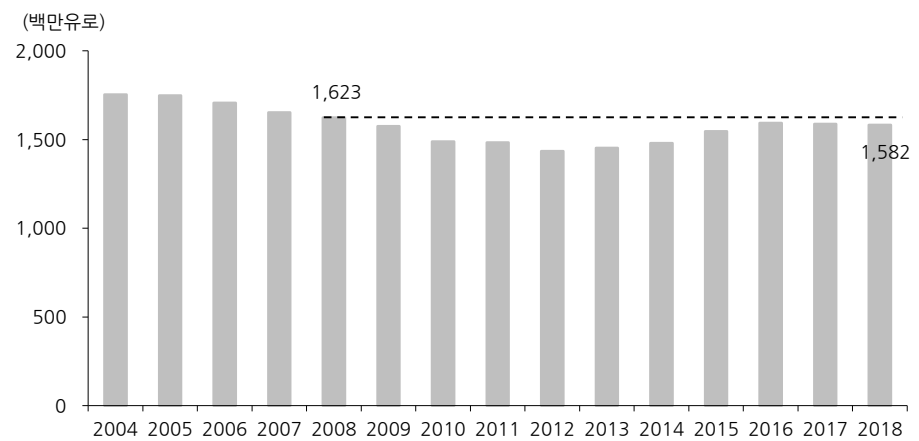
자료: IFPI, 한화투자증권

[그림15] 스웨덴 음악시장



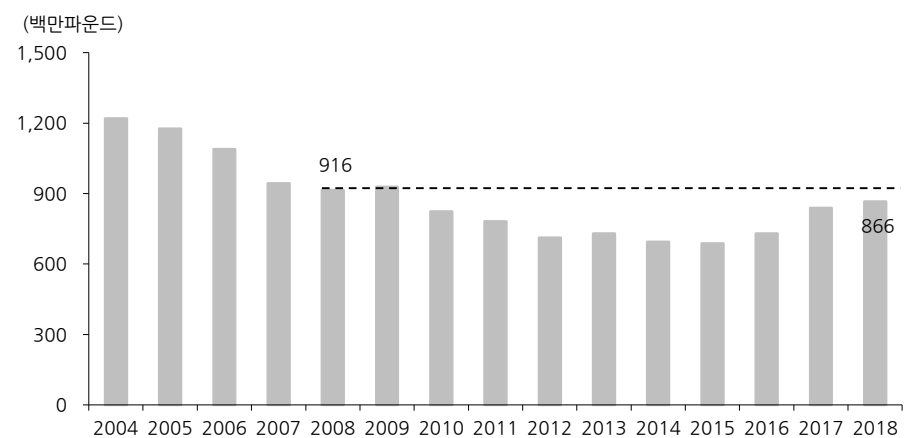
자료: IFPI Sweden, 한화투자증권

[그림16] 독일 음악시장



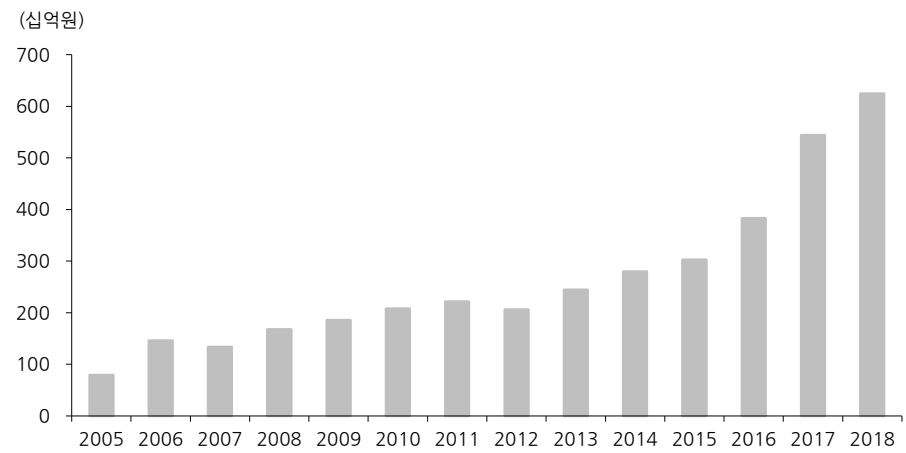
자료: Bundesverband Musikindustrie, GfK Entertainment, GfK, 한화투자증권

[그림17] 영국 음악시장



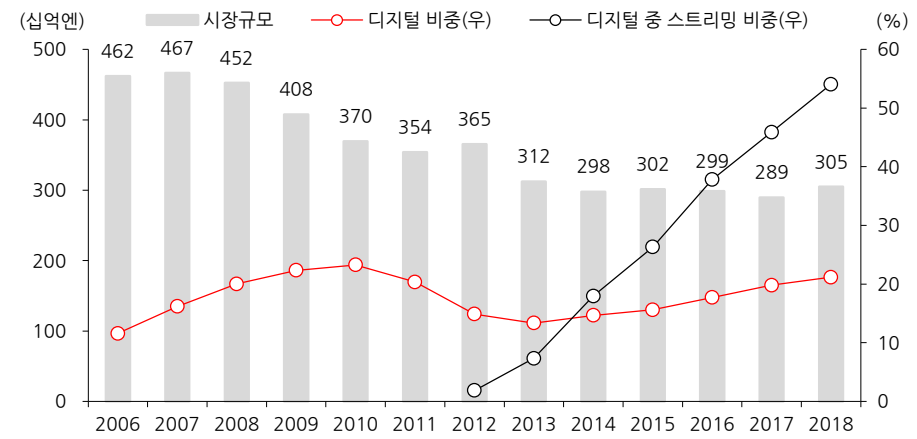
자료: BPI, 한화투자증권

[그림18] 한국 음악시장



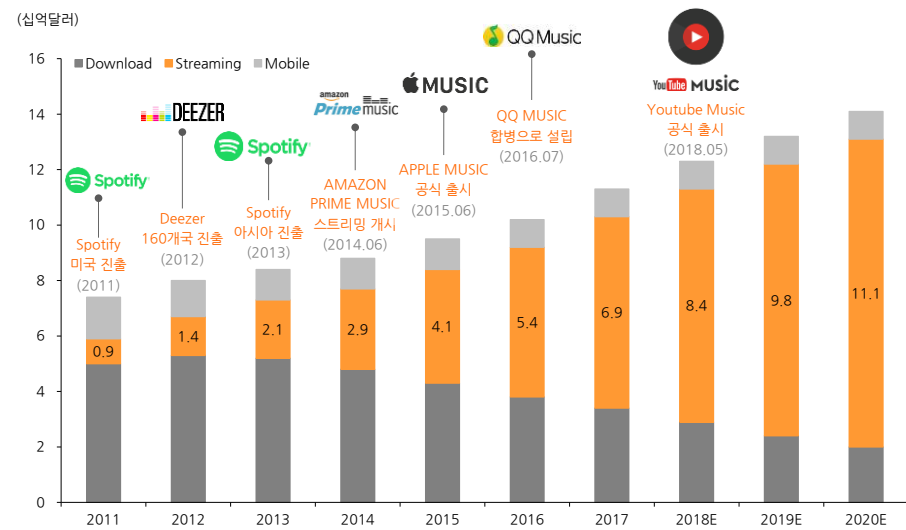
자료: IFPI South Korea, 한화투자증권

[그림19] 일본 음악시장



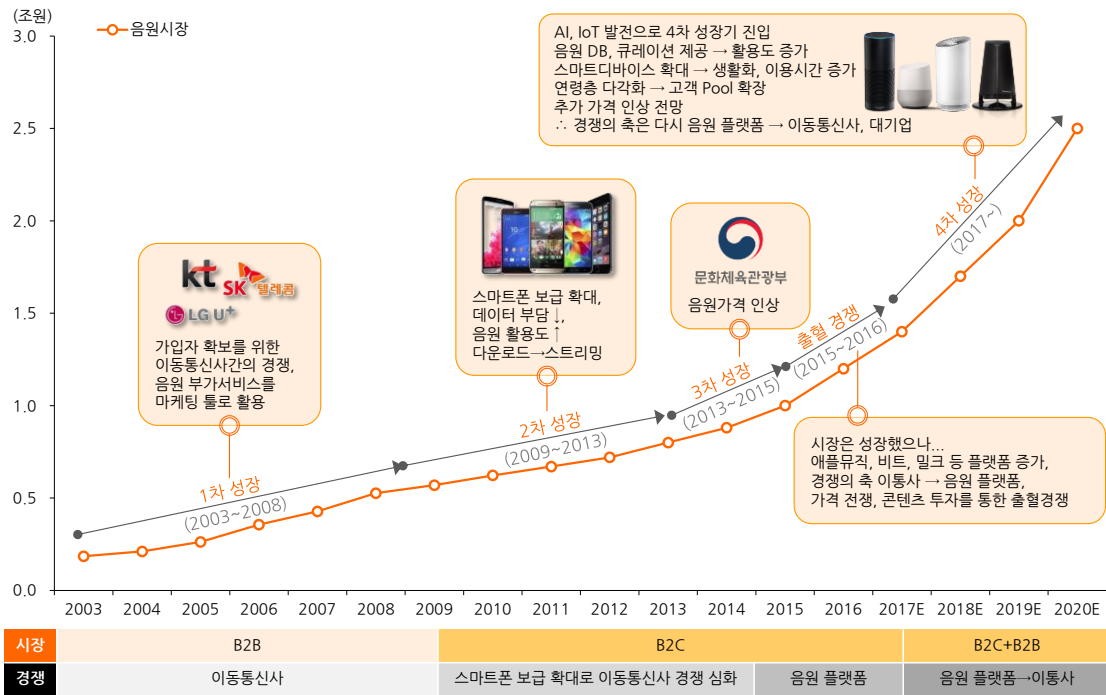
자료: RIAJ, 한화투자증권

[그림20] 글로벌 음원시장 규모 및 플랫폼 확대 추이



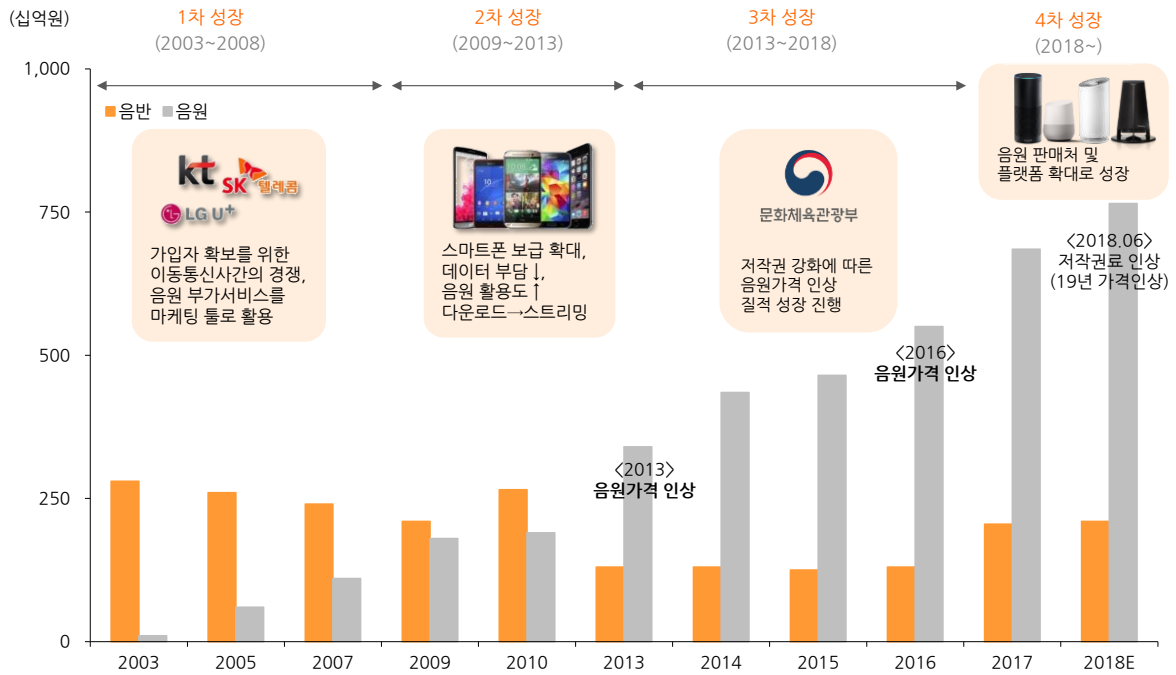
자료: IFPI, 한화투자증권

[그림21] 한국 음악시장 성장 역사



자료: 한화투자증권

[그림22] 한국 음악시장 추이



자료: 한화투자증권

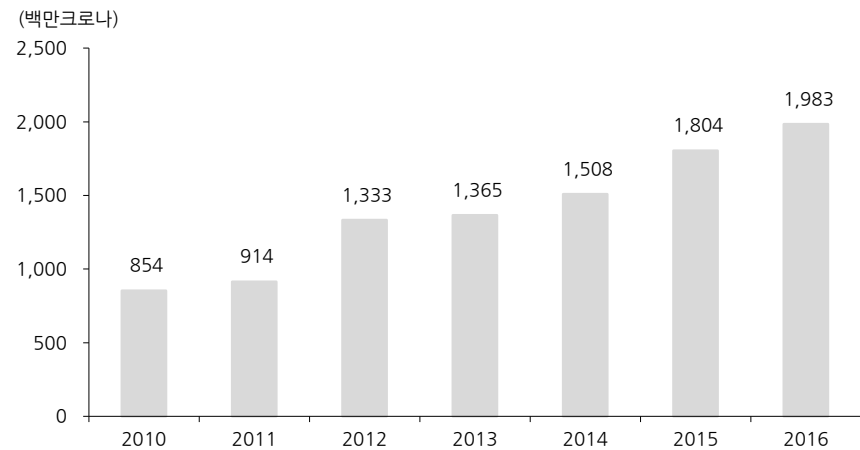
>> 둘째, 콘텐츠 유통확대로 수출 증가를 견인

빠른 스트리밍 정착은
음원 해외(수출)
성장을 견인

스트리밍의 빠른 정착은 수출 증가로 이어졌다. 이는 디지털과 스트리밍 트렌드 선점이 내수 중심 성장에 그치지 않고, 양질의 음악 콘텐츠를 바탕으로 한 시장 선점의 계기로 작용했기 때문으로 분석된다. 스웨덴 음악 수출규모는 2010년 이후 크게 성장했고, 한국 또한 눈에 띄게 늘었다. 물론 한국 음악시장은 일본을 중심으로 한 아시아 내 한류 확산 효과도 존재했지만, 스트리밍과 연관지어 생각해볼 수 있는 대목이다.

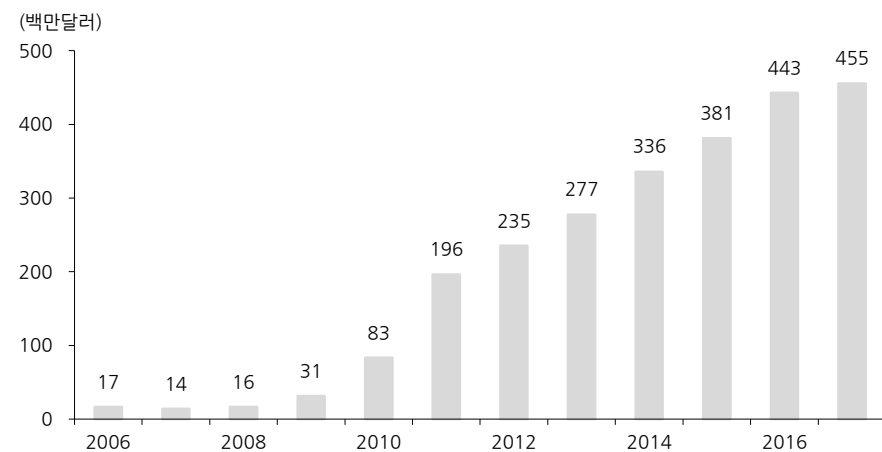
이 이슈는 세 번째 이유와 더욱 연관성이 높는데...

[그림23] 스웨덴 음악시장 수출규모(Retail Sales)



자료: MUSIKSVERIG, 한화투자증권

[그림24] 한국 음악시장 수출규모(Retail Sales)



자료: PwC, 한화투자증권

>> 셋째, 가치 격차 감내 전략은 신의 한 수

가치 격차를 감수하고
적극적으로 콘텐츠
유통에 집중

한국 음악시장 위상의 마지막 근거는 가치 격차(Value Gap)를 감수해 콘텐츠를 전세계에 적극적으로 유통해왔기 때문이다. 가치 격차(Value Gap)란 플랫폼사가 정하는 마케팅 전략의 차이인데, 이용자가 지불하는 음원 이용료와 권리자에게 배분되는 음원수익 간의 불일치를 의미한다.

선진국 메이저 레이블:
적은 인원으로
수익 극대화

음악 선진국가에서 서비스를 영위하는 주요 레이블은 '적은 인원으로 수익을 극대화 시키는 수익 모델'을 지향해왔다. 무자비하게 콘텐츠가 플랫폼에 유통되는 불법시장을 차단하고, 수익성이 높은 시장에만 초점을 두는 길이다. 소니뮤직은 유튜브에 음원을 제공하지만, 다수의 국가에서 자사 레이블의 곡이 상영되는 것을 차단해왔다.

국내 엔터사:
돈이 되지 않더라도 음원
트래픽을 위해 신흥국에도
적극적으로 콘텐츠를 유통

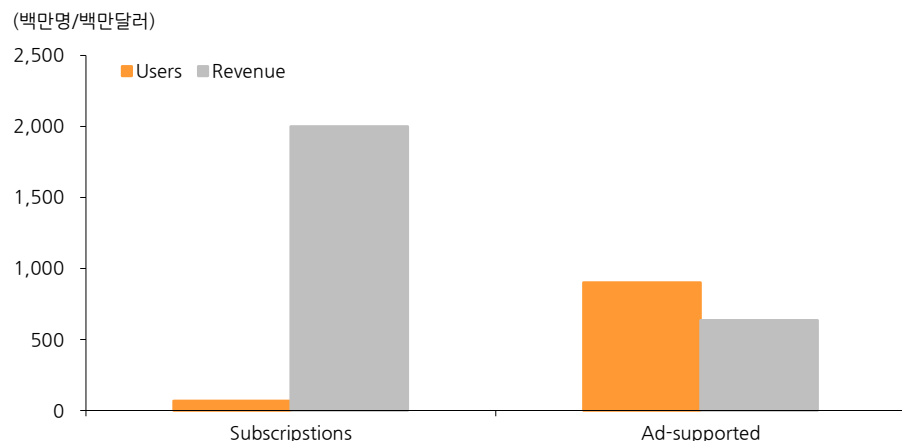
반면, 국내 엔터사들이 선택한 방법은 달랐다. 국내외 음원 차트를 두고 치열한 경쟁을 벌이는 와중이었기에, 수익화가 덜 되는 작은 수출 시장이라도, 그리고 (콘텐츠를 무료로 향유하는) 광고 기반 스트리밍이라도 마다하지 않았다. 그 결과 과거에는 '많은 트래픽(인원)이 있었음에도 불구하고 적은 수익'을 창출했지만, 현재는 해외 플랫폼이 많아지고 월정액 서비스가 정착되면서 미리 공급해 둔 콘텐츠 팬덤의 트래픽이 비로소 수익으로까지 연결되는 모습이다.

아이러니하게도, 침울했던 음반시장의 침체가 → 기획사들로 하여금 음원/영상 콘텐츠에 집중해 질을 높이는 계기로 작용하게했고 → 이는 어느 국가보다 빠르게 한국을 스트리밍 시장에 정착할 수 있도록 도왔으며 → (메이저 레이블과는 다르게) 가치 격차를 감수해 적은 수익이더라도 많은 트래픽과 인원을 모객할 수 있도록 적극적으로 콘텐츠를 전세계에 유통한 신의 한 수 전략이 맞아떨어진 결과다.

국내외 음원 실적은 여전히
강력한 투자포인트

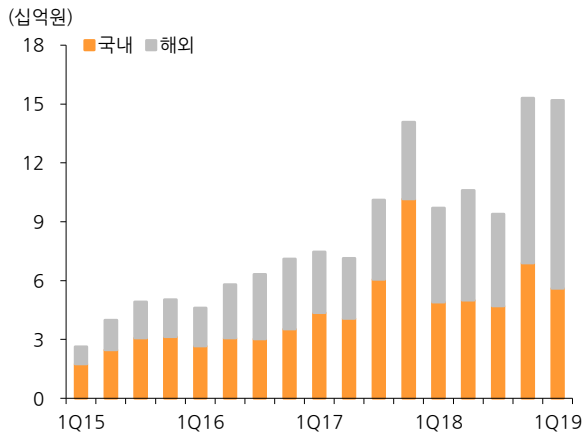
글로벌 무대에서 활동하는 대표주자로는 BTS, 블랙핑크, NCT 127 등을 꼽을 수 있다. 고마진 음원의 매출비중 확대는 엔터주 영업이익에 크게 기여해오고 있으며 이는 작년 부터 각광받은 대표적인 투자포인트이자 리레이팅 요소로 여전히 손색이 없다.

[그림25] 가치격차(Value Gap)의 이해



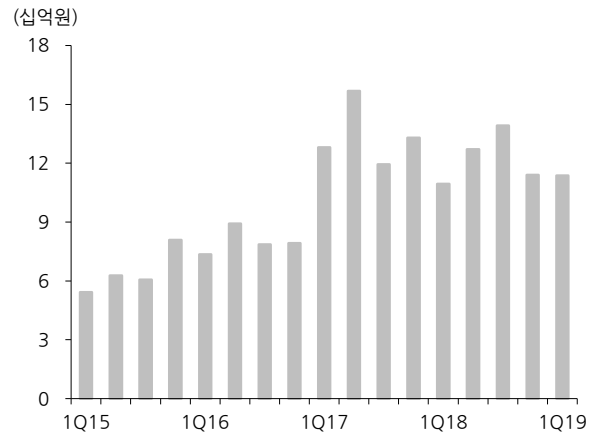
자료: 2015년 IFPI Global Music Report, 한화투자증권

[그림26] 에스엠 분기별 음원 매출: 1Q19 신보 없이도 성장 지속, 특히 해외가 국내를 추월



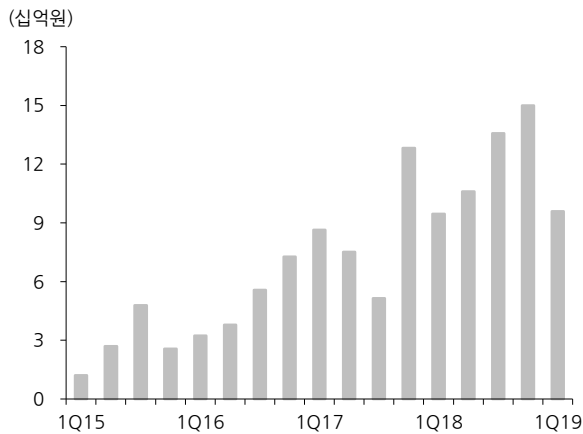
자료: 에스엠, 한화투자증권

[그림27] 와이지 분기별 음원 매출: 1Q19 블랙핑크의 아시아 외 매출의 미반영, 2Q19 추가 정산으로 확대 기대



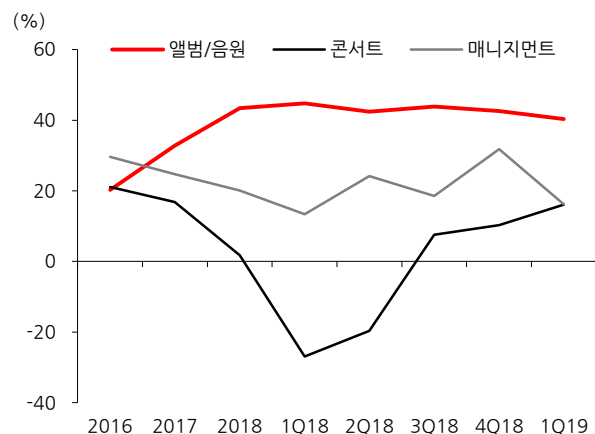
자료: 와이지, 한화투자증권

[그림28] JYP 분기별 음반/음원 매출: 1Q19 신보 부재에도 양호



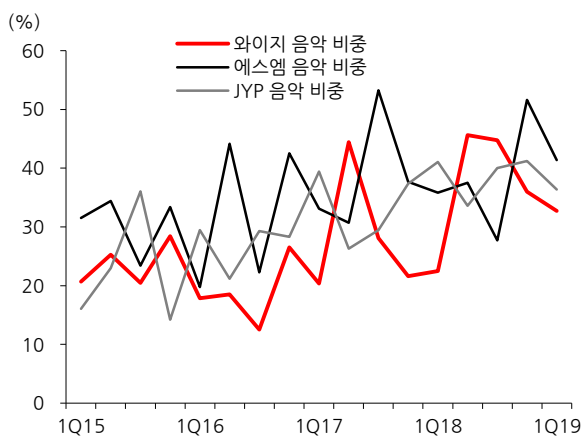
자료: JYP, 한화투자증권

[그림29] 와이지 사업부문별 GPM 추이



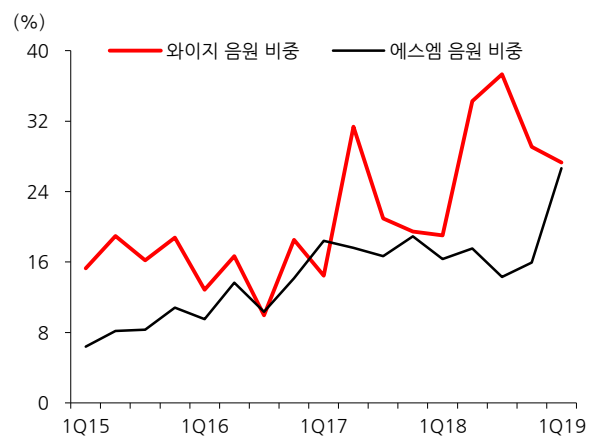
자료: 와이지, 한화투자증권

[그림30] 엔터 3사 음악 비중 추이



자료: 각사, 한화투자증권

[그림31] 에스엠, 와이지 음원 매출비중 추이



자료: 각사, 한화투자증권

III. K-POP 의 추가확장성

1. Korean Pop Invasion 은 가능할까?

>> British Invasion 의 사례는 롱텀 관심을 방증

북미 main stream을 먼저
공략한 타국가는 영국,
그치만 이는 동일한 언어권?

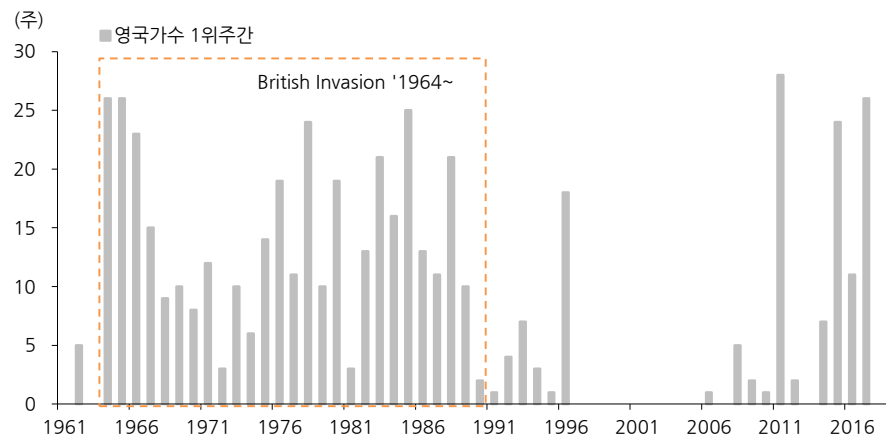
Korean Pop의 침투여력은 존재할까? BTS와 블랙핑크의 성공이 단발성/일회성 이벤트가 아닐까?

역사를 되짚어보면 먼저 미국 음악시장을 점령했었던 타국가는 영국이다. 1958년 이전에는 어떤 영국 가수도 빌보드 차트에 포함되지 않았지만 비틀즈(The Beatles)가 시작한 British Invasion은 문화의 흐름을 완전히 바꾸어 놓았다.

고무적인 점은 1) 한 번 빌보드 메인차트인 HOT 100에 들어선 이후 장기간 차트 장악이 지속됐다는 점, 2) 1964년부터 3년간 영국가수가 빌보드 차트에서 1위를 거머쥔 횟수 또한 일정한 간격으로 유지됐었다는 점이다. 그리고 1997~2005년까지 다소 공백이었던 미국 시장 내 영국음악은 에드 시런(Ed Sheeran)의 흥행으로 2011년부터 빌보드 차트 공략을 재개했다.

사실 영국은 미국과 동일한 영어권 국가이기 때문에 사실상 진입장벽이 낮을 수는 있겠는데...

[그림32] British Invasion 의 도식화: 빌보드 HOT100에서 영국 가수가 1위를 한 주간



자료: Billboard, 한화투자증권

>> Latin Pop Boom의 사례는 비영어권에도 기회를 제공

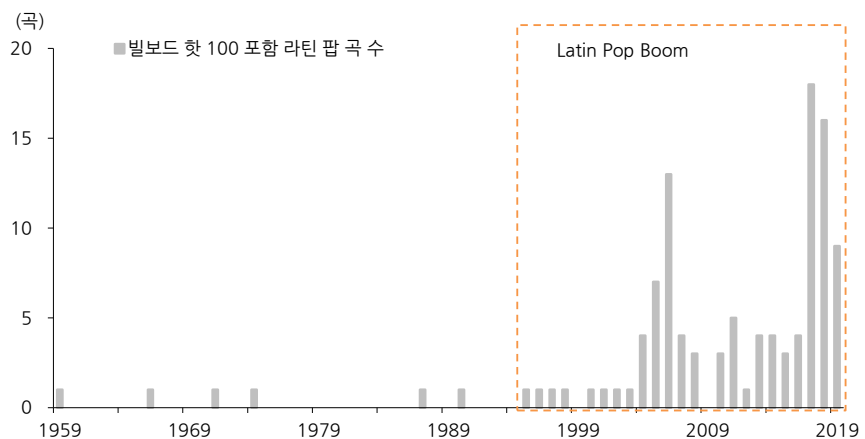
언어적 차이에도
라틴 음악은 main stream
정착에 성공

영국 가수들은 언어적 공통점이 있었지만, 2000년대 초반부터 나타나고 있는 Latin Pop Boom의 사례는 더욱 의미있다. 라틴 음악은 2000년대 부근에 처음으로 빌보드 차트 1위에 이름을 올렸다. 매우 빠르고 신나는 장르인 라틴 음악은 그 후 〈분노의 질주〉 같은 영화의 OST에 수록되는 등 빠르게 전파됐다.

플랫폼 확장에 따라 콘텐츠
접근성이 좋아져 점차
언어/문화적 장벽이
허물어지고 있음을 시사

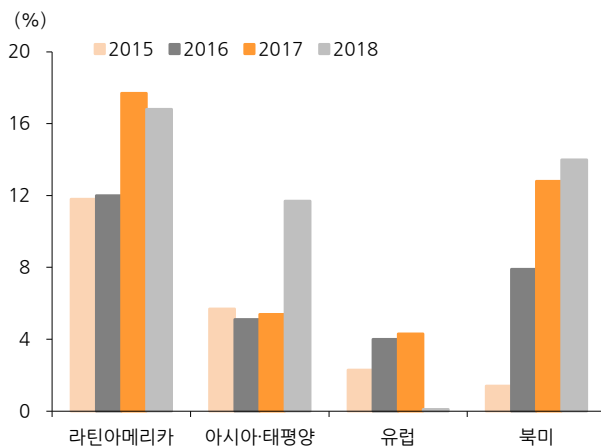
그 정점을 찍은 것은 2017년 16주 동안 빌보드 HOT 100에서 1위를 기록한 Luis Fonsi의 〈Despacito〉, 2018년 빌보드 HOT 100 1위를 차지한 Camila Cabello의 〈Havana〉가 있다. 두 사례는 1) 로컬 음악, 혹은 영어권 영역이라고 여겨졌던 글로벌 최대 음악시장인 미국에서 비영어권 콘텐츠가 차트 상위에 이름을 올렸다는 점, 2) 그 후 라틴 음악이 세계 음악시장의 main stream ‘미국 시장’에 더욱 빠르게 진입하고 있다는 점, 3) 결국 이 모든 것들이 플랫폼 확대 효과를 통해 언어 및 문화의 장벽이 허물어지고 있다는 점에서 매우 큰 변화로 볼 수 있다.

[그림33] Latin Pop Boom의 도식화: 빌보드 HOT100에 포함된 라틴언어 사용 곡



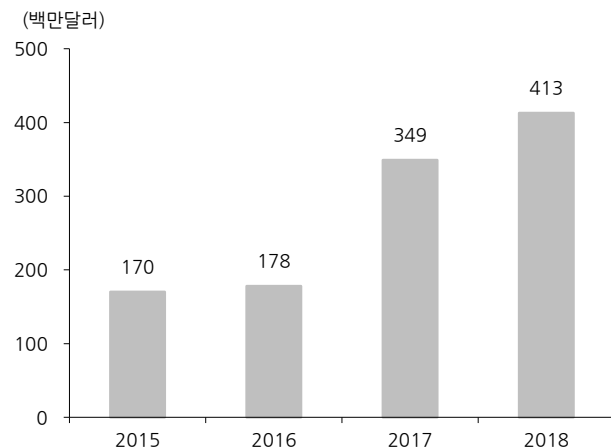
자료: Billboard, 한화투자증권

[그림34] 최근 4년간 세계 음악시장 성장률



자료: IFPI, 한화투자증권

[그림35] 미국의 라틴 음악 소비량



자료: RIAA, 한화투자증권

>> K-pop은 ‘지속성’에서 우위 시현

북미 시장 진출에 실패했던
J-POP과 K-POP에는 확연한
차이점 존재

유럽, 그리고 남미의 미국 음악시장 진출 후, 이러한 트렌드는 아시아 권역으로 넘어올 수 있을까? 사실 2012년 사이, 그리고 대표적인 사례가 되는 BTS가 2017년 빌보드 메인차트에 이름을 올리기 전까지 무수한 많은 아시아 가수들의 시도가 있었다.

과거 일본, 필리핀의 가수들이 미국 시장에 성공적으로 진출하고도 일회성 이벤트로 마무리된 바 있다. 메인차트 안착에는 성공했지만, 영국과 남미 사례와는 다르게 지속성에서 열위를 보였다. 아시아 최대 음악시장인 일본 가수들도 그러했던 반면...

2012년부터 빌보드 HOT 100에 포함되기 시작한 한국 가수는 그래도 매년 1곡 이상씩의 흥행을 거두며 ‘지속성’에서 우위를 보이고 있다. 무슨 차이일까?

그 당시와 현재 사이에는 플랫폼 환경이라는 차이점이 존재한다고 판단한다.

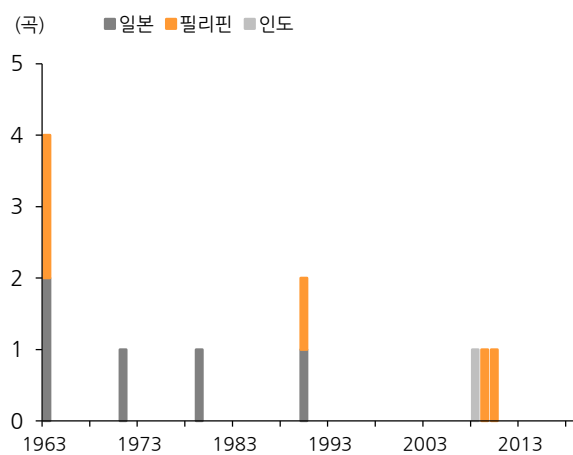
일본은 고마진 내수 음반
시장에 집중,
한국은 콘텐츠 질과
스트리밍 안착에 집중
= 결국 가치 격차 감내하고
선점 효과 선택

특히 일본은 음반 기준으로는 전세계 1위 국가인데다, 1억 명의 내수 소비자들을 보유하고 있다. 때문에 굳이 수익이 크게 되지 않는 음원, 영상 콘텐츠를 전세계적으로 유통할 필요가 없었고, 수익성 높은 내수 음반 시장만으로도 많은 돈을 벌기에 충분했다.

연장선에서, 음원 콘텐츠 질에 집중하지도 않았으며 멜론, 스포티파이, QQ뮤직(중국 텐센트) 등 대표적인 음원 플랫폼도 일본에서는 부재해 선점효과가 매우 더뎠다. 어떻게 보면 아까 설명했던 K-pop의 성공 공식 이유 중 3번째인 Value Gap에 녹여지는 내용이다. 정해진 인원으로 수익을 최대치로 끌어올리는 방법을 택했다는 얘기다.

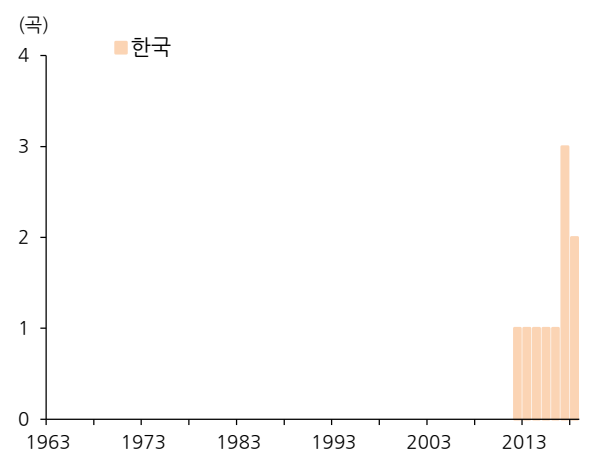
한국은 어쩔 수 없이 선택한 방법이 오히려 ‘신의 한수’가 된 셈이다.

[그림36] 연간 빌보드 HOT 100에 포함된 아시아 곡 수



자료: Billboard, 한화투자증권

[그림37] 연간 빌보드 HOT 100에 포함된 한국 곡



자료: Billboard, 한화투자증권

2. 스트리밍이 팬덤을 창출?

>> 풀어야 할 두 가지 의문점

향후에도 K-POP 성공
공식은 유효할까?
풀어야 할 의문점 두 가지

K-pop의 ‘지속성장성’에 대한 확신이 필요하다. 아니, 부연 설명하자면, 이미 시장에 주요 투자포인트로 알려진 ‘고마진 스트리밍 음원의 성장’ 외에 추가 리레이팅에 있어 추가적인 요소가 요구되는 시점이다. 의문점은 총 두 가지다.

1. 플랫폼 확대 효과로 이미 유튜브 아티스트별 구독자수도 많이 늘었고, 음원 실적도 좋았고, 다 좋은데… 얼마나 지속될 수 있을까? 즉, 스트리밍 확대는 언제, 어디까지 가능할까? 미국 내 입지가 점차 굳혀질 수 있을까?
2. 전세계 무대에서 스트리밍/음원 실적을 넘어서는 또다른 수익원 창출이 가능할까? 실제로 절대 이익의 규모가 많이 남는 공연으로 수익화가 가능할까?

>> 글로벌 음악시장 트렌드는 신흥국(남미, 동남아 등)이 견인

수익성 높은 스트리밍
음원 매출 성장은
장기간 지속될 것

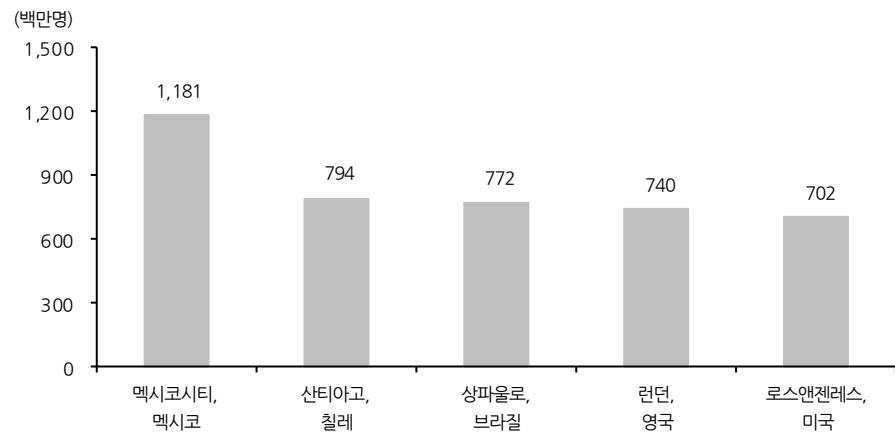
스트리밍 성장은 앞으로도 장기간 지속될 전망이다. [그림38]은 세계 음악시장의 트렌드를 선도하는 도시에 대한 Chartmetric의 연구결과다. 하늘색으로 표시된 지역은 전세계 인기곡에 대한 선행도가 높은 지역이고, 짙은 남색은 지역 인기곡에 대한 선행도만 발견된 지역인데... 북미와 유럽이 더 이상 세계 음악시장 차트를 선도하지 못하고 있으며 선행성의 관점에서 접근하면, 남미와 동남아 지역의 도시들이 전세계의 음원 소비트렌드를 이끌어가고 있다. 선진국 대도시는 더 높은 인당 음악 소비금액에도 불구하고, 신흥국의 대도시에서 음원 플랫폼의 사용빈도가 가장 많아지고 있어 그들이 창출해내는 트래픽을 선진국이 따라잡지 못하고 있기 때문이다.

[그림38] 디지털 음원시장을 선도하는 지역



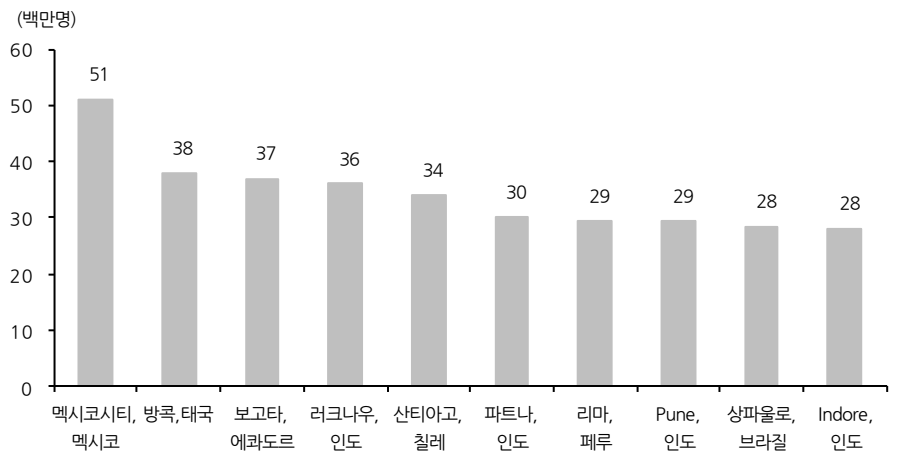
자료: Chartmetric, 한화투자증권

[그림39] 스포티파이의 월간 Non-unique Listeners 수(도시별)



자료: Chartmetric, 한화투자증권

[그림40] 유튜브의 주간 조회수(도시별)



자료: Chartmetric, 한화투자증권

신흥국이 글로벌
음악트렌드를 선도

글로벌 최대 음원플랫폼인 스포티파이의 전체 고객 중 남미 고객 비중은 20%(유럽 36%, 북미 32%, 기타 11%)지만, 가장 많은 트래픽이 발생하는 세 도시가 모두 남미에 위치해있으며 유튜브 주간 조회수에서도 인도, 동남아시아와 남미 지역의 압도적인 트래픽 규모를 확인할 수 있다.

>> 동남아, 남미 트래픽의 압도적 선점효과로 장기 석권 가능

글로벌 음원차트를
주름잡는 신흥국 트래픽을
장악하고 있기 때문

그러한 측면에서 K-pop의 장기 수혜가 가능해보인다. 글로벌 음원차트를 선도하는, 아니, 이제 '결정'하는 신흥국 트래픽의 상위권은 대부분 K-pop 노래가 장악하고 있기 때문이다. K-pop 주요 아티스트의 최다 스트리밍 지역은 한국이 아니다. BTS와 블랙핑크 모두 1위는 인도네시아 자카르타, 2위 필리핀 순이며 NCT 127은 1위 자카르타, 2위 방콕 차례로 높다.

1) 콘텐츠 질이 높고,
신흥국에 미리 콘텐츠
공급을 진행해 온 덕

또다시 가치 격차(Value Gap) 관점으로 직결되는데, 1) 신흥국 시장이 돈이 되지 않더라도 작은 수출 시장도 마다하지 않고 한국 음악 콘텐츠를 유통/공급해 미리 콘텐츠를 깔아둔 효과가 트래픽과 인지도 향상으로 이어지고 있다. 빠른 음반 시장의 붕괴로 뮤직비디오 같은 영상 콘텐츠의 질적 측면을 타국가 대비 미리 향상시켜놓은 덕도 크다.

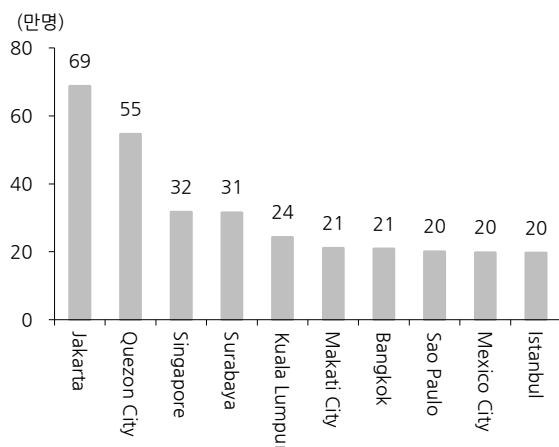
2) 스포티파이의 동남아
진출도 트래픽 급증 견인,
아시아 - 북미 연결하는
강력한 유통채널이 핵심

2) 2015년부터 글로벌 최대 음원 플랫폼인 스포티파이가 본격적으로 아시아, 그 중에서도 동남아 시장에 런칭했던 효과, 유튜브의 파급력도 매우 크다. 신흥국 시장에서 K-pop 트래픽 집중도가 높기 때문에 광고주가 좋아할 수 밖에 없다는 뜻이다. 높은 트래픽 덕분에 비싼 광고주들이 붙으면 대형 플랫폼은 한류 콘텐츠를 선호하게 되고, 그들이 글로벌 사업을 확장(타국가 내 서비스 런칭)하면서 K-pop 콘텐츠를 많이 활용하는 편이기도 하다. 자연스레 아시아와 main stream 시장을 연결해주고 노출도를 확대시키는 아주 강력한 유통채널이다.

∴ 신흥국 트래픽 →
main stream 안착의
길로 인도

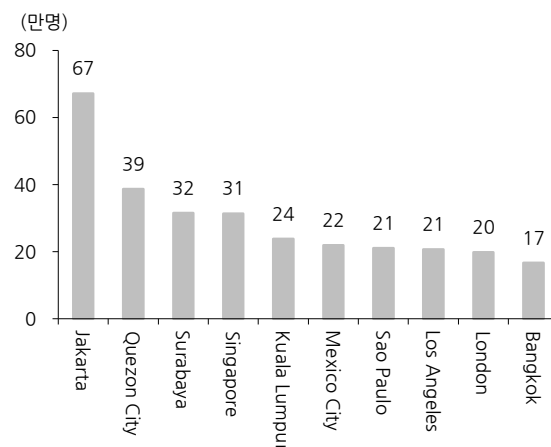
종합해보면 결국, 스포티파이 플랫폼을 통해 점차 신흥국 트래픽이 전세계 음악시장에 미치는 영향력이 커지고 있다는 점이 핵심이다. 신흥국에서 쌓인 K-pop 콘텐츠의 누적 트래픽이 각국의 차트 상위권에 자리잡게하고 → 이는 전세계 트래픽을 취합하는 빌보드 월드차트 상위권에 진입하며 → 자연스럽게 main stream 안착의 길로 인도해줄 가능성이 높기 때문이다.

[그림41] 블랙핑크의 도시별 스포티파이 트래픽



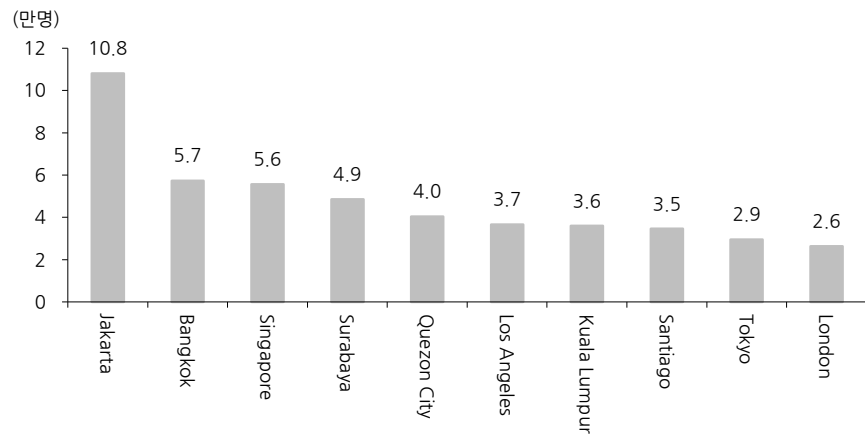
자료: Spotify, Soundwave, 한화투자증권

[그림42] BTS의 도시별 스포티파이 트래픽



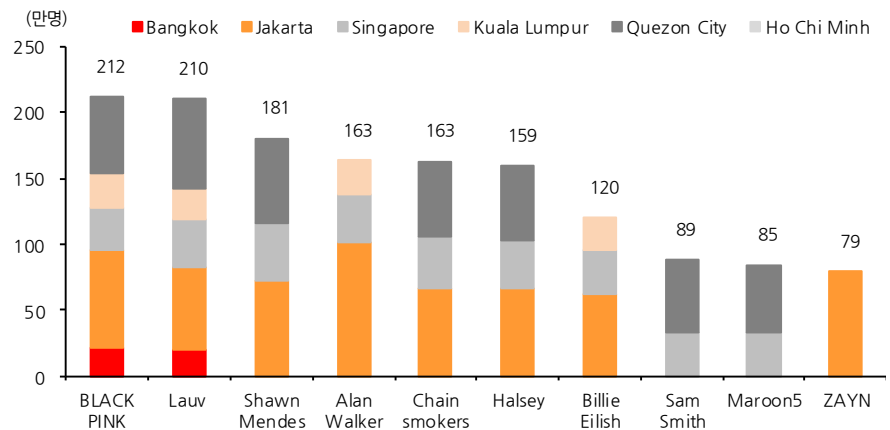
자료: Spotify, Soundwave, 한화투자증권

[그림43] NCT127 의 도시별 스포티파이 트래픽



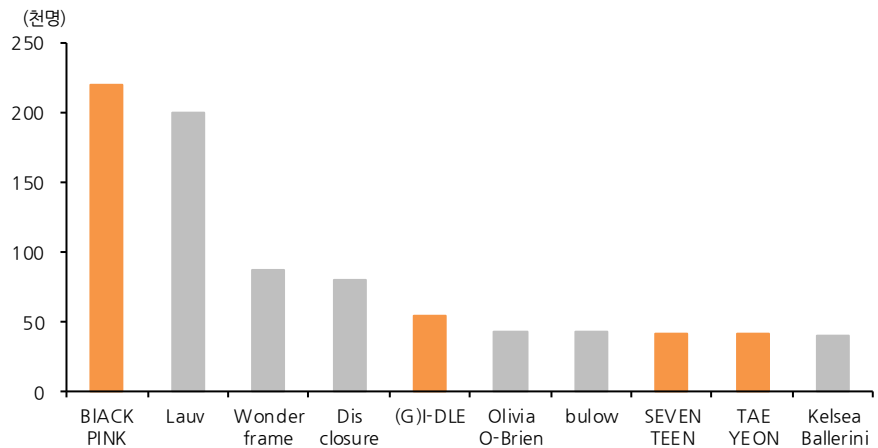
자료: Spotify, Soundwave, 한화투자증권

[그림44] Top 10 Artists by Spotify Monthly Listeners - 동남아시아 전체



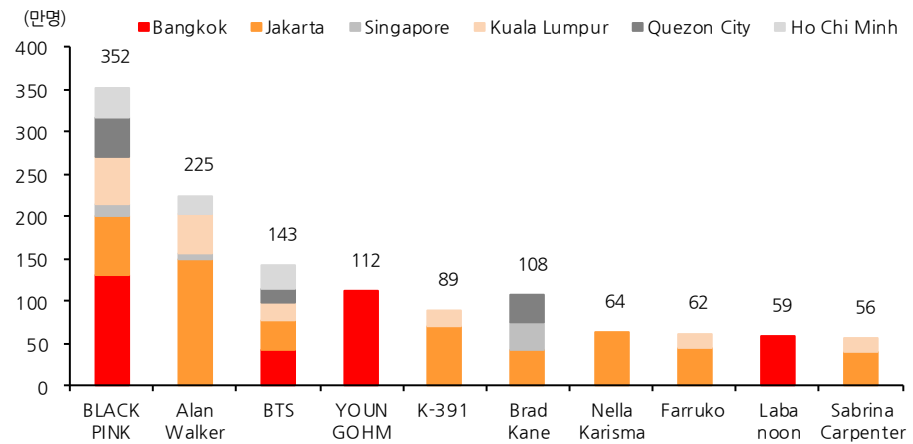
자료: Spotify, Chartmetric, 한화투자증권

[그림45] Top 10 Artists by Spotify Monthly Listeners - 태국



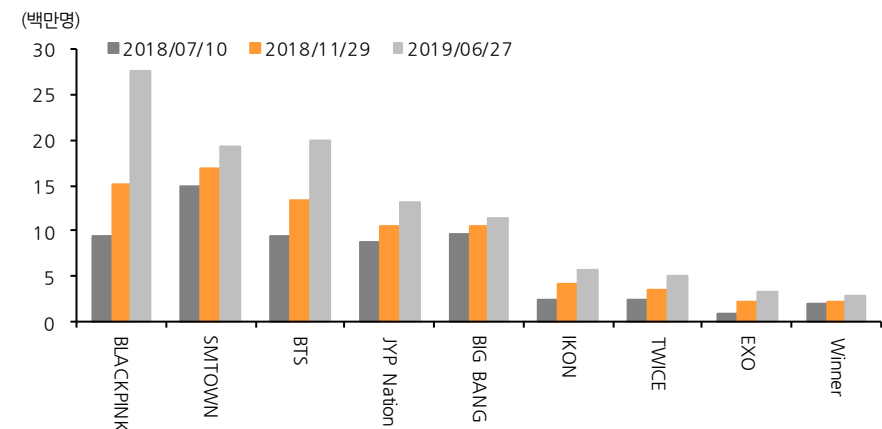
자료: Spotify, Chartmetric, 한화투자증권

[그림46] Top 10 Artist by Youtube Daily Views - 동남아시아 전체



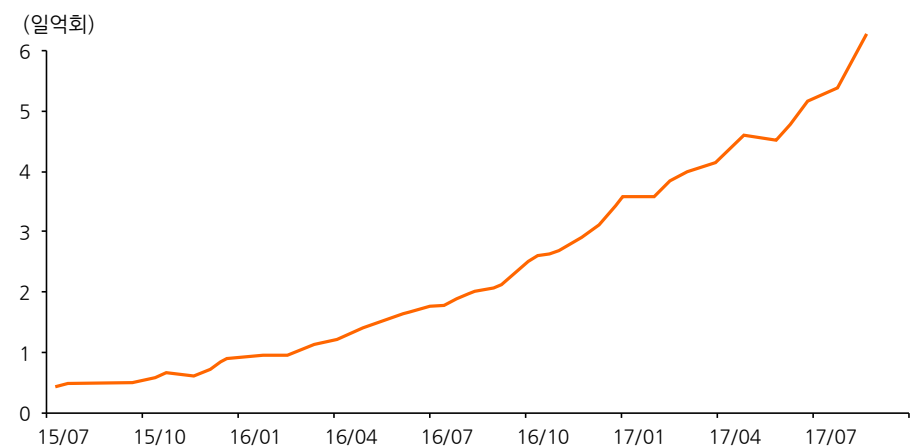
자료: Youtube, Chartmetric, 한화투자증권

[그림47] 유튜브 채널별 구독자수 추이



자료: Youtube, 한화투자증권

[그림48] 스포티파이 K-POP Hub의 누적 스트리밍 추이



자료: Spotify, 한화투자증권

3. 공연의 수익화는?

>> 공연의 수익화 조건

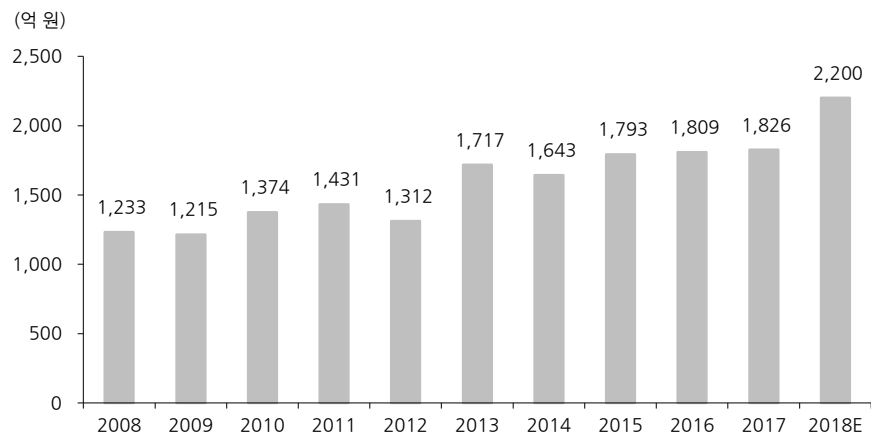
공연의 수익화 조건은 곧,
대형화

일본 공연 시장이 열리기 전까지 아이돌 공연의 수익화에는 뚜렷한 한계가 있다는 시각이 지배적이었다. 아이돌 공연은 2,000~7,000 명의 관객을 대상으로 홀에서 열리는 경우가 많았고, 일반적으로 무대 제작비를 맞추기에도 역부족이었다.

작은 공연이라도 1~2억 원의 무대 제작비를 시작으로 전체 티켓 수입을 상회하는 공연 비용이 수반되었다. 이 후 일본 시장이 열리고 아레나 투어, 돐 투어가 가능해지면서 공연의 수익성에 대한 인식이 크게 바뀌었다. 해외를 대상으로 하는 공연은 곧 수익이라는 인식이 확산되었으며, 해외의 대형 공연을 확인한 팬덤의 힘으로 국내에도 대형 공연이 정착했다.

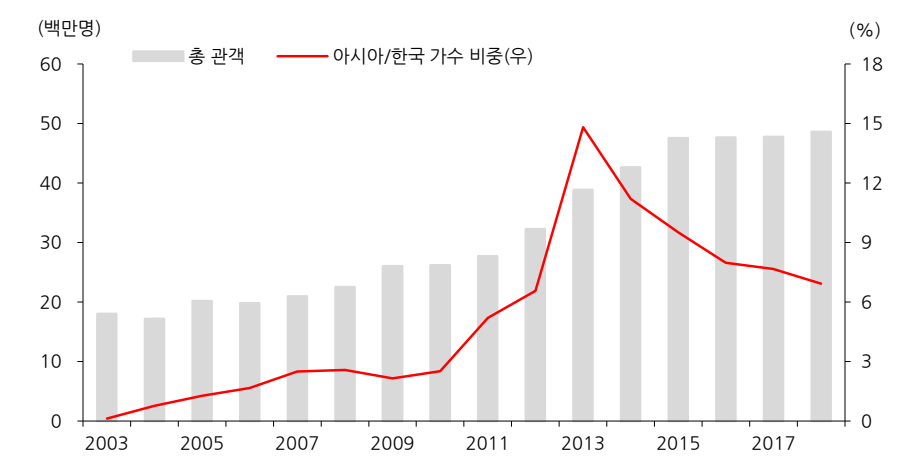
해외 공연의 수익성을 일반화 시키기는 어려우나, 빌보드가 집계하는 탑 아티스트들의 공연 수익은 적자 또는 BEP를 기대했던 국내 공연 대비 놀라운 수준이다. 빌보드는 일반적으로 전체 티켓 판매(Boxscore)의 34%를 매니지먼트 수수료를 제외한 가수 본연의 수익으로 환산한다. 미국의 일반적인 아티스트 vs. 매니지먼트의 수익 배분은 85:15 이다. 만약 국내 기획사의 매니지먼트와 아이돌 간의 일반적인 수익 배분을 50:50을 적용하면 공연 수입의 20%가 기획사에 수익으로 떨어진다는 얘기다.

[그림49] 인터파크(점유율 70%)의 국내 공연(콘서트) 티켓 판매금액



자료: 인터파크, 언론보도, 한화투자증권

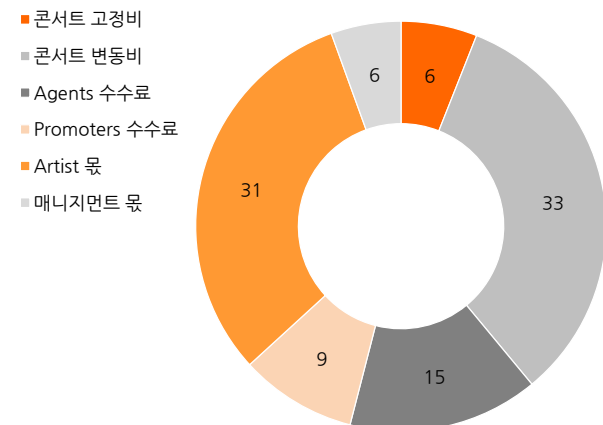
[그림50] 일본의 공연(Live Music) 총 관객 수와 아시아/한국 가수 비중



주: 2011년 이전은 아시아 전체. 2012년 이후는 순수 한국 가수 모객 점유율

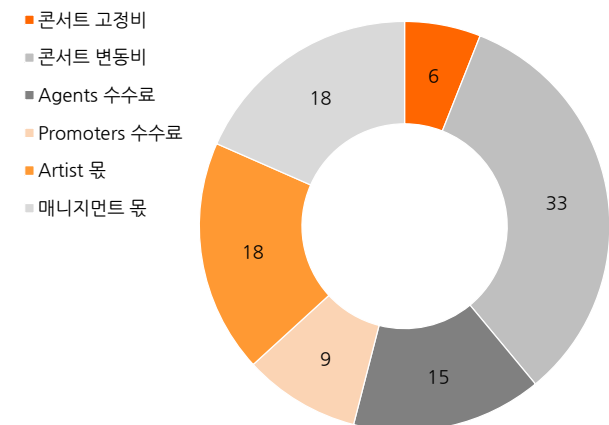
자료: ACPC, 한화투자증권

[그림51] 북미 공연(Tour) 수익-비용 구조 (빌보드 추정)



자료: Billboard, 한화투자증권

[그림52] 북미 공연(Tour) 비용 구조에 국내 수익배분을 적용



자료: Billboard, 한화투자증권

>> 미주, 유럽으로 확장 중

Main stream 공연 시장
진입 역시 다양한
이해관계자와의 협업이 필수

최근 BTS, NCT127, 블랙핑크 등 엔터사의 주력 아티스트들이 미국 공연 시장 진출을 노크하는 상황이다. 북미 공연 시장은 명실 상부한 최대 규모의 단일 시장이다. 북미 공연 시장은 전체 규모 면에서 일본 공연 시장의 3배, 국내 음악 시장 전체 규모의 9~10 배 크기로 볼 수 있다.

음악의 상당부분이 디지털 영역에서 이루어지는 시대지만, 콘서트는 대부분 Physical의 영역으로 남아있고, 그만큼 지역적 성격도 강하다. 북미에서 실제 대관 업무를 수행하는 Agents는 전체 티켓 판매의 15%를 수취하고, 공연에 필요한 비용, 장비 준비 및 티켓 판매를 책임지는 Promoters는 잔여 수익의 20%를 받는다. 과거 일본 공연 역시 도쿄돔의 티켓 발권수수료(티켓 판매의 20%), Avex와의 잔여 수익 배분(30%) 등 다양한 현지 이해관계자와의 수익 배분을 조건으로 진행되었다.

Case Study를 통해서도,
‘규모의 경제’를 통한 원가
절감 확인 가능

모든 잔여 이해관계자들의 지분을 제하는 것 만으로도 매니지먼트/아티스트에 떨어지는 티켓 판매 대비 공연의 GPM은 25~30%p 가량 낮아지게 된다. 이를 극복하게 해주는 것은 결국 ‘규모의 경제’의 일 것이다.

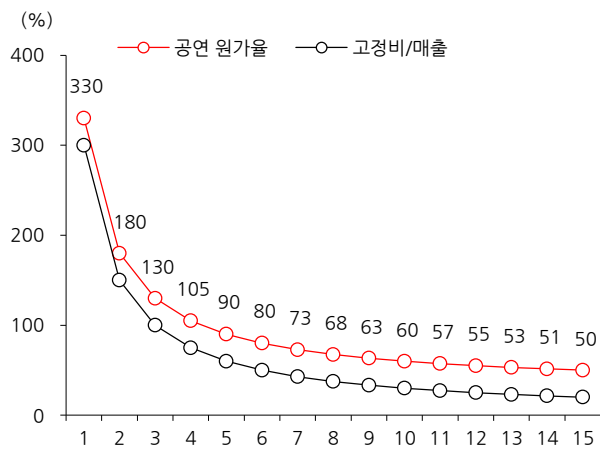
콘서트의 비용 구조는 대부분의 회사가 대외비로 함구하지만, 리허설, 아티스트피, 조명 및 무대 장비 준비, 관련 인력 고용에서 발생하는 높은 고정비와 이동 및 숙박, 신규 대 관 및 무대 제작에서 발생하는 변동비로 구분할 수 있다. 최근 ‘U2’의 아시아투어는 전 세기 4대 분량의 장비 공수로 화제가 되었다. ‘비’는 첫 월드투어 당시 70여 명의 스텝 과 대한항공의 전세기를 이용했다.

높은 고정비를 낮추고 규모의 경제를 극대화 시키기 위해서는 결국 1) 티켓 가격이 상승하거나, 2) 공연 당 관객 수가 증가하거나, 3) 진행할 수 있는 공연의 횟수가 증가해야 한다. 미국+유럽 공연의 확대를 통해 세가지 효과를 모두 기대할 수 있겠으나… 우선 티켓 가격은 10만원으로 유지된다고 가정하고, CASE 스테디를 진행해보자.

국외 공연 준비 및 이동에 3억 원의 비용을 사용하는 K-pop 아티스트 CASE 1을 가정 한다. 이 경우 이에 10배인 30억 원에 상당하는 비용을 리허설과 장비 구입, 렌탈, 투어 마케팅에 활용하고 이에 대응하는 일반적인 모객 규모를 1만 명으로 판단한다. 이는 국 내 및 아시아 인근 국가의 투어 경험에 비추어 추정 가능한 금액이다. 아티스트의 최대 공연 회수는 20회 이하로 CASE 1에서는 15회 진행으로 가정한다.

반대로 콘서트 회당 비용 및 전체 투어 준비에 2배를 사용하는 K-pop 아티스트의 CASE 2도 가정할 수 있다. 아티스트는 회당 모객 규모 23,000명(돔 투어 포함을 고려) 으로 가정하고 공연 공간이 북미 및 유럽까지 확장됨에 따라서 30회 이상의 공연, 도 사실은 가능하나 여기서는 20회를 가정한다. 참고로, BTS는 2018년 월드 투어를 통해 총 80만 명의 모객을 진행한 바 있다.

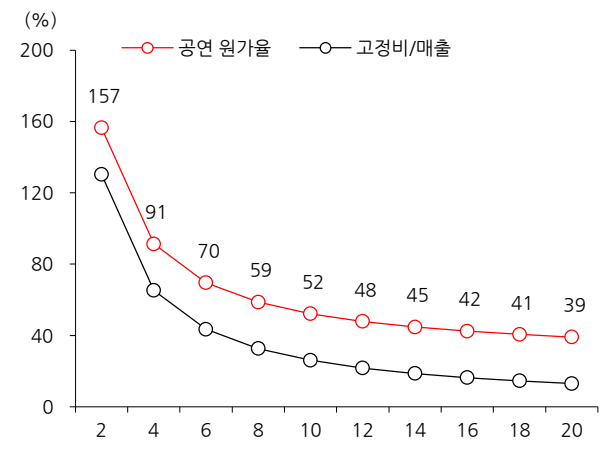
[그림53] 아시아 외 공연 진행에 따른 비용 구조(CASE 1)



주: 가로축은 콘서트 진행 횟수

자료: Billboard, Soundwave, 한화투자증권

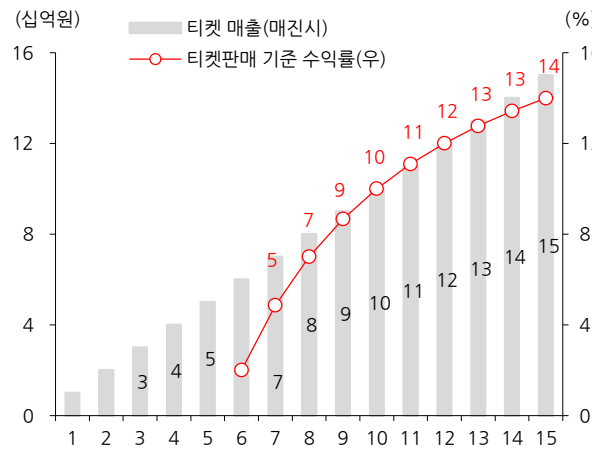
[그림54] 아시아 외 공연 진행에 따른 비용 구조(CASE 2)



주: 가로축은 콘서트 진행 횟수

자료: Billboard, Soundwave, 한화투자증권

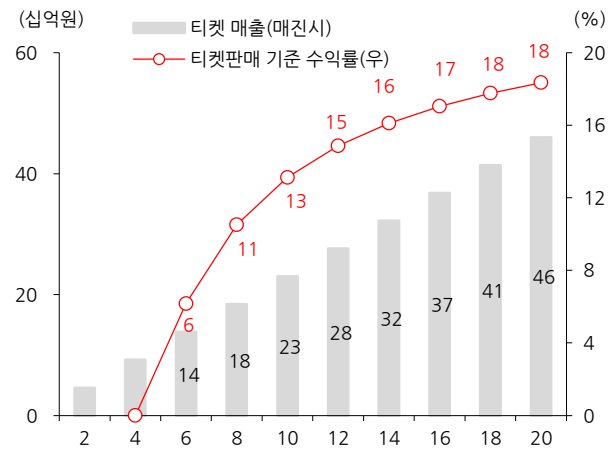
[그림55] 아시아 외 공연 진행에 따른 수익 추정(CASE 1)



주: 가로축은 콘서트 진행 횟수

자료: Billboard, Soundwave, 한화투자증권

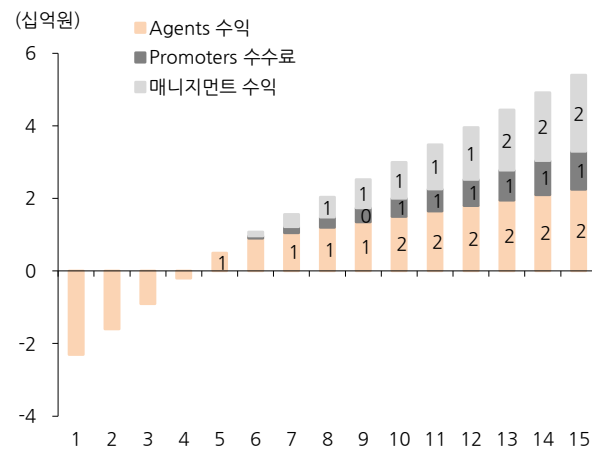
[그림56] 아시아 외 공연 진행에 따른 수익 추정(CASE 2)



주: 가로축은 콘서트 진행 횟수

자료: Billboard, Soundwave, 한화투자증권

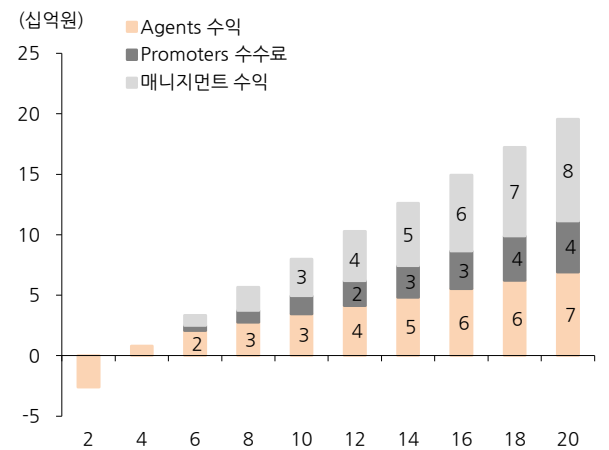
[그림57] 아시아 외 공연 진행 후 관계자 수익 배분(CASE 1)



주: 가로축은 콘서트 진행 횟수

자료: Billboard, Soundwave, 한화투자증권

[그림58] 아시아 외 공연 진행 후 관계자 수익 배분(CASE 2)



주: 가로축은 콘서트 진행 횟수

자료: Billboard, Soundwave, 한화투자증권

공연의 규모가 커질수록
레버리지 극대화

공연 횟수의 차이는 크지 않으나 두 공연의 매출 차이는 3배 이상이다(CASE 1: 150억 원 vs. CASE 2: 460억 원). 공연의 핵심이라고 할 수 있는 수익성 역시 CASE 2가 4%p 가량 높기 때문에[그림 55~56] 레버리지가 극대화 된다. 최종적으로 기대 수익은 4배 이상의 차이[그림 57~58]가 있다. 두 투어의 수익성 차이는 고정비가 높은 비용 구조에 원인이 있다.

고정비의 비중이 높기 때문

두 CASE 모두 투어 시작 이후 0~12회의 공연을 진행하는 동안 매우 큰 원가율 하락 효과를 누린다[그림 53~54]. 원가율 하락은 예상 가능하게도 대규모 공연일수록 더 가파르다. 투어의 마지막 단계에 다면 고정비의 부담은 낮아지고, 콘서트 원가는 변동비 + α 의 수준으로 수렴할 것으로 추정하는 게 합리적이다. 글로벌 탑 아티스트들의 콘서트의 높은 수익성은 이해관계자 들의 수익 배분 전에 원가를 합리적인 수준까지 관리한 데서 나온 것으로 판단한다.

Main stream 공연 시장의 높은 수익성이 리레이팅의 트리거로 작용할 것

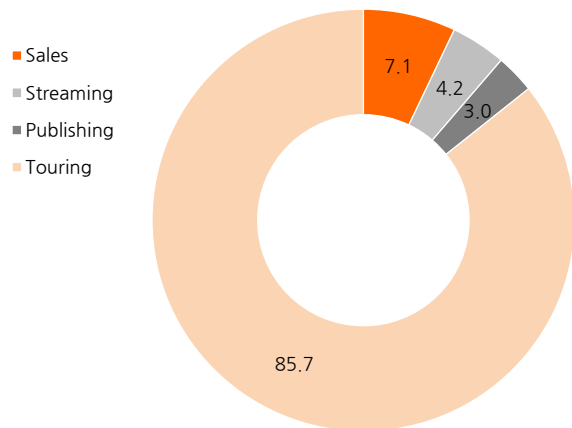
지금까지 아이돌로는 ‘동방신기’가 2018년 일본에서 100만 명 이상의 관객을 모객하면서 단일 아티스트 모객 규모 면에서 일본 1위를 차지한 바 있다. 이 때 공연의 수익성을 더욱 높였던 점은 7만 명이 입장 가능한 대규모 돔 투어 공연장을 연속 사용함으로써 고정비와 변동비를 모두 절감한 점이다.

2016년 ‘Beyonce’는 북미에서 120만 장의 티켓을 판매한 투어를 32일 간 진행했다. 당시 티켓 매출은 총 1억 6천만 달러였다. 당시 빌보드가 추산한 ‘Beyonce’의 개인 수입은 약 5,470만 달러였다. 매우 부러운 숫자이지만 불가능한 숫자는 아니다. main stream의 공연 시장의 높은 수익이 가시화되면 엔터업종의 리레이팅 트리거로 작용할 것이다.

Sleeping Giants에 주목해야

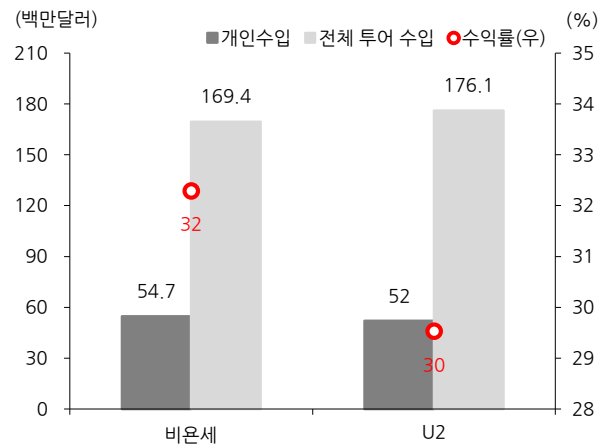
결론적으로 엔터업종에 대한 긍정적 의견을 유지한다. main stream 문은 열렸고, 기회 또한 존재한다. 엔터주의 기업가치와 밸류에이션은 낮아졌고 버닝썬 스캔들 외 산업 방향은 그 어떤 것도 바뀐 것이 없다. 국내 무수히 많은 Sleeping Giants들은 이제 깨어날 시점이다.

[그림59] 북미 탑 10 가수의 수익 중 콘서트가 차지하는 비중



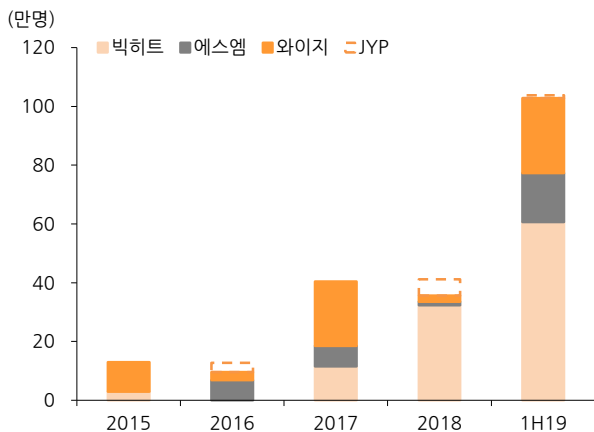
자료: Billboard, 한화투자증권

[그림60] 비욘세, U2의 콘서트 성공에 따른 수입 분석



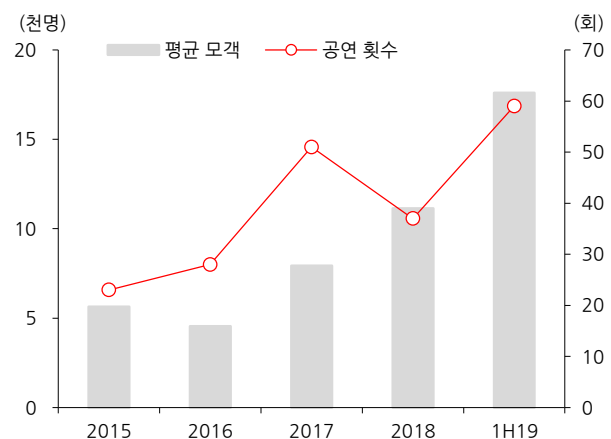
자료: Billboard, 한화투자증권

[그림61] 국내 기획사 아시아 외 공연 모객 수



자료: 언론보도, 각사자료, 한화투자증권

[그림62] 국내 기획사 아시아 외 공연 평균 관객수



자료: 언론보도, 각사자료, 한화투자증권

IV. 직접 확인한 북미 공연 현장

K-POP 은 실제로 변화 중일까?

>> NCT127 미국 뉴저지 공연 관람

필자는 지난 4/24 개최된 NCT 127의 미국 뉴저지 콘서트에 직접 참관했다. 실제 인기를 체감해보기 위해서였다. 개발 과정에서 '개방성', '확장성' 그리고 '글로벌 지향 전략'으로 기획한 에스엠의 보이그룹 <NCT 127>은 올해 1월 서울을 시작으로 3월까지 일본 공연을 마무리했고, 4월부터 북미, 유럽을 순회하는 월드투어를 시작했다.

첫 대규모 월드투어를 진행하기 전, NCT 127은 미국 인기 프로그램인 <굿모닝 어메리카(Good Morning America)>, <스트라한&사라(Strahan and Sara)>에 출연해 홍보를 진행했고, 특히 굿모닝 어메리카에 출연한 NCT 127의 동영상은 2개월만에 유튜브 238만 뷰를 기록하기도 했다.

실제 뉴욕에서도 가장 먼저 눈에 띈 것은 NCT 127 공연을 홍보하는 버스였다. NCT 127 사진이 가득찬 투어 버스는 공연이 열리는 도시 전역을 순회하는 일정이었다.

미국 뉴저지 뉴어크(Newark)에 위치한 프루덴셜 센터(Prudential Center)에 도착했을 때는 인파가 상당했다. 총 6천 명이 모객가능한 규모였는데, 매진이 실감나기도 했다. 더욱 놀랐던 점은 1) 약 90% 이상이 10대 여성들이었고, 2) 주변에서 한국어가 들리지 않았을뿐더러 3) Non-Asian이 지배적이었다는 점이다.

공연장 안으로 입장했을 때는 놀라울 정도로 MD 상품(NCT 127 티셔츠, LED 응원봉, 스티커 등) 구매를 위한 줄이 길었다. 양갈레로 나뉘어 섰고, MD 부스에 차려진 구매할 수 있는 상품의 양이 적어보일 정도였다.

심지어 판매가는 한국보다 높게 책정된 편이었다. 아티스트와의 감성 교류, 현장에 그들과 함께 존재한다는 소속감을 방증하는 대표적인 MD로는 응원봉이 있는데, 한국 판매가는 35,000원인 반면 미국에서는 55달러(한화 약 64,000원)였다. 고가임에도 불구하고 관객 대부분이 1개 이상의 응원봉을 구매했다.

공연 시작 직후 NCT 127이 등장했을 때 열기는 상당히 뜨거웠고, 확실히 영어 소통이 가능한 멤버들을 향한 함성소리는 더욱이 컸다. 원활한 진행을 위해 한국-영어 동시 통역이 있기는 했지만, 영어가 한국어로 통역되기도 전에 팬들은 먼저 반응을 보일 정도로 한국어에 대한 이해도가 높았다.

모든 곡을 한국어로 같이 따라부르는, 소위 말해 '떼창'을 시현하기도 했고, 입장하기 전에 구매한 응원봉은 노래의 시작과 마무리에 자동으로 켜짐과 꺼짐을 반복했고, 노래 템포에 맞춰 빨라지거나 느려지기도 했으며 LED 색깔과 패턴이 다양했다. 개개인이 응원봉 패턴과 색깔을 변경하는 것이 아닌, 내부적으로 전체 응원봉을 컨트롤하는 통제 기술이 접목된 퍼포먼스다.

[그림63] NCT 127 버스 홍보



자료: 한화투자증권

[그림64] NCT 127 공연 관람



자료: 한화투자증권

[그림65] MD 구매를 희망하는 인파



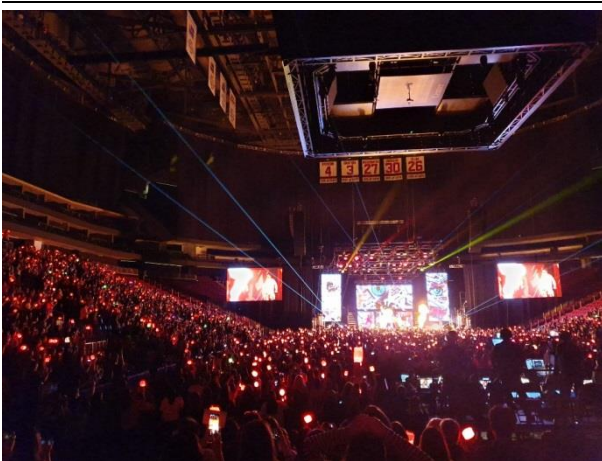
자료: 한화투자증권

[그림66] MD 구매를 희망하는 인파



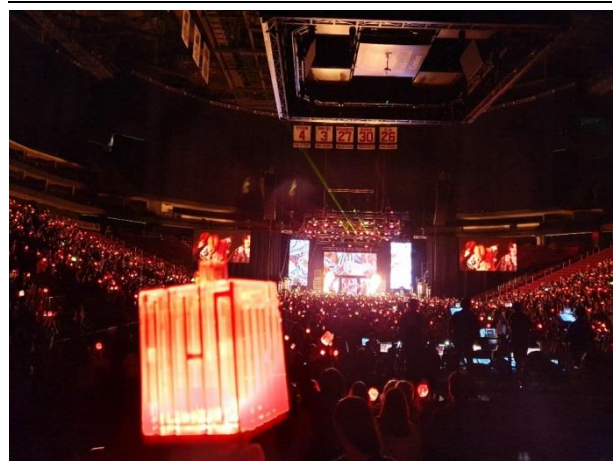
자료: 한화투자증권

[그림67] NCT 127 콘서트 현황



자료: 한화투자증권

[그림68] NCT 127 응원봉 MD



자료: 한화투자증권

>> SM USA 관계자와의 인터뷰

아래 내용은 실제로 뉴욕에서 나눈 SM USA 관계자와의 인터뷰 내용이다.

Dominique Rodrigues는 미국 엔터테인먼트/음악 업계에 18년간 종사한 A&R base의 작곡가 겸 프로듀서다. 마이클잭슨 프로듀서였던 테디아릴리와 함께 스눅독, 레이디가가 'Fame Monster', 마이클잭슨 사후 앨범 'Michael' 등을 작업했다. 이후 에스엠과 소녀시대 'The Boys', EXO 'Call Me Baby' 등을 프로듀싱했다.

Q) K-pop을 접하게 된 계기는?

A) 2011년 유튜브를 통해 K-pop을 접하게되면서 에스엠과의 인연이 시작됐다. 파리에 서 개최됐던 SMTOWN 공연에 초청됐는데, 그 중 90%가 Non-Asian으로 구성돼있는 모습을 직접 목격한 후 co-work를 시작하게됐다. 미국은 워너/소니/유니버설 산하에 Sub-label이 존재하며 굉장히 복잡한 이해관계를 거치는데, 에스엠은 이미 다수의 대형 아티스트가 소속돼있는데다가, 아티스트를 캐스팅 단계부터 - 트레이닝 - 프로듀싱 - 마케팅까지 모두 총괄이 가능한 고도화 된 트레이닝시스템 기술에 놀랐다.

Q) K-pop시장규모는 어느정도로 보나?

A) 내부적으로 구독자수, 시간당 클릭수, 도시별 트래픽을 분석해 활용하는 지표가 있는데, 현 시점 기준 미국 내 K-pop 시장의 소비자는 약 538만 명으로 추정된다. 이는 SNS, 디지털 플랫폼으로부터 얻은 수치로, 미국 53개주를 대상으로 했으며 K-pop 장르와 아티스트 모두에 관심이 있는 소비자 규모다. 내부 상세한 데이터는 외부로 공개하지 않는다.

Q) 미국에서 K-pop에 대한 반응은?

A) 반응은 매우 뜨겁다. 그리고 특이하다. 로열티가 매우 강한 것이 특징이다. 미국 가수의 팬들은 좋아하는 가수를 '갈아탈 수 있지만' 한국 가수는 한 번 K-pop 팬이 되면 쉽게 빠져나가지 않는다. 그 이유는 1) 오프라인 → 온라인 확장 및 SNS의 영향력, 2) 질적으로 높은 콘텐츠 역량이라 판단한다.

온라인에서 오프라인으로 넘어가며 소비자들은 어느 때보다 손쉽게 다양한 콘텐츠를 접하고 있는데, (사실 한국 콘텐츠만 빠르게 전파를 타는 것이 아닌데도) 한국만큼 콘텐츠 제작에 돈을 쓰는 곳이 없어보인다. 뮤직비디오가 대표적이다. 대부분 한국 가수들을 접한 미국 팬들은 뮤직비디오를 보고 감탄한다. 한국 가수의 뮤직비디오를 보면서 본인의 반응을 영상으로 찍는 M/V Reation 영상도 나날이 급증하는 추세다. 트래픽 집중도가 높기 때문에 광고주도 좋아할 수 밖에 없다. 높은 트래픽 덕분에 비싼 광고주들이 붙게 되면서 플랫폼은 한류 콘텐츠를 선호하게되고, 그들이 글로벌 사업을 확장(타국가 내 서비스 런칭)하면서 한국 가수의 콘텐츠를 많이 활용하는 편이기도 하다.

SNS 상에서 확인해보면 북미 가수들의 social engagement는 3-4%에 불과하지만, 한국은 12-15%이다. 압도적인 수치다. 미국은 영어권이 아닌 가수들을 쉽게 라디오, 방송에 내보내지 않는데, 라디오에서 한국어로 나오는 한국 음악을 듣는 것도 어렵지 않은 일이 되었다.

Q) 미국 내 K-POP
장르에서 에스엠을
선택한 이유는?

A) 돌아해보면 K-pop 역사는 생각보다 길다. 본인만 해도 2011년 유튜브를 통해 접했고, 일한지 벌써 수년이 지났으니 말이다.

에스엠은 2006년 SM USA 공연을 시작한 후 → 보이는 처음으로 한국을 벗어나 일본 시장을 개척 및 정복한 후 2008년 미국에 진출했고 → 2011년 소녀시대의 미국 진출을 통해 → 2012년 본격적으로 유니버설산하 레이블인 인터스코프 레코드와 북미 매니지먼트 계약을 체결했다.

참고로 현재까지 인터스코프가 매니지먼트 계약을 체결한 그룹은 소녀시대와 블랙핑크, 이렇게 두 그룹뿐이다. 현지 매니지먼트와의 협업을 통해 TV show 및 어워드 출연을 확대시켰고, 공식적인 미국 활동 없이 'The Boys'를 싱글 발매 및 지상파 3사 토크쇼에 무혈입성했다.

물론 BTS가 미국인들의 K-pop 관심을 쏠아올린 신호탄이 된 것은 맞지만, 그 전에도 에스엠 같은 한국 대형 기획사들이 장기간 꾸준히 노력해 기여해왔음을 잊어서는 안 될 것이다.

에스엠의 강점은 1) 콘텐츠 제작역량, 2) 음악 선곡능력, 3) 아티스트 트레이닝시스템이다. 에스엠은 내부에는 전세계 음악을 아우를 수 있는 35-40명의 해외 작곡가, 프로듀서가 관리되고 있다. 에스엠은 전세계적으로 유일무이한 아티스트 트레이닝시스템을 개발해 구축한 회사이기도 하다. 이미 다수의 흥행그룹을 제작해왔는데, 심지어 이러한 개발역량은 최근 들어 타국가의 현지화(Way V)를 통해서 더욱 진화 중인 것 같다.

트레이닝시스템이 있기 때문에 추진이 빠른 편이다. 특정 아티스트의 컴백이 확정되면 컨셉, 장르를 선정하고 안무, 보컬팀이 발빠르게 투입되며 마케팅, 집중 타겟 팬덤 등이 일사불란하게 추진된다. 젊은 글로벌 인재가 많기 때문에 cultural balance(문화적 균형), market understanding(산업에 대한 이해도)이 매우 강한 편이다.

Q) 향후 기대해볼 수 있는
것은?

A) 이로써 K-pop은 니치마켓에서 general market, main stream에 진입을 가속화하고 있다. 최근 빌보드가 집중조명하고 있는 글로벌 음악 장르는 라틴과 K-pop이다. 한 장르로 평가받을 정도다. 이러한 흐름은 한동안 지속될 것 같다. 계속해서 다른 K-pop 그룹이 미국 진출을 강행할 것이고, 일단 규모가 커지니 시장은 커질 것이다.

그렇지만 일본에서 그렇듯이 체계적인 시스템과 음악역량, 그리고 무엇보다 글로벌 시장과 한국과의 문화적 차이와 언어적 장벽을 잘 무너뜨릴 수 있는 제작사만이 살아남을 것으로 보인다. 에스엠은 머지 않아 음악적인 측면에서나, 사업(협력)적인 측면에서나 북미/유럽(아시아 외) 권역에서 다양한 성과 및 이벤트를 발표해나갈 예정이다.

V. 분석대상 종목

에스엠 (041510)

에스엠 (041510)

The Biggest Giant?

**Buy** (유지)

목표주가(유지): 57,000원

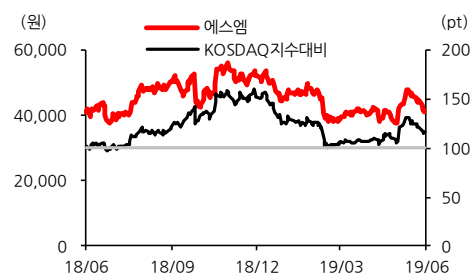
현재 주가(6/28)	41,600원
상승여력	▲ 37.0%
시가총액	9,727억원
발행주식수	23,382천주
52 주 최고가 / 최저가	56,100 / 37,600원
90 일 일평균 거래대금	133.79억원
외국인 지분율	16.6%
주주 구성	
이수만 (외 8 인)	19.3%
국민연금공단 (외 1 인)	8.1%
KB 자산운용 (외 1 인)	7.6%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.5	7.6	-20.5	1.5
상대수익률(KOSDAQ)	12.2	11.7	-22.7	16.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	365	612	728	814
영업이익	11	48	55	69
EBITDA	33	88	106	108
지배주주순이익	4	31	40	49
EPS	199	1,365	1,721	2,130
순차입금	-139	-227	-279	-347
PER	174.4	38.3	24.2	19.5
PBR	2.2	2.8	2.0	1.8
EV/EBITDA	18.7	11.1	6.6	5.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	1.3	8.0	8.7	9.7

주가 추이



▶ Analyst 지인해 inhae.ji@hanwha.com 3772-7619

아시아를 벗어나 글로벌 main stream 을 겨냥하는 국내 1 등 기획사입니다. 현재 글로벌 음원차트를 주름잡는 신흥국 내 K-POP 한류를 뿌리내리게 한 대표적인 회사이기도 합니다. 대형 시장은 열렸고, 무수히 많은 Sleeping Giants 중 The Biggest one 이 될 수 있을까요?

음원+음반+글로벌 사업확장을 동시에

에스엠은 다수의 Sleeping Giants 중에서도 가장 꾸준히 모범적인 사례를 보여주고 있는 기획사다. 1) 플랫폼 확대에 힘입어 양질의 국내외 음원 매출성장을 이어가고 있음과 동시에 2) 음반산업 불황에도 불구하고 음반 판매량 순증을 지속하고 있는데다 3) 일본을 개척한 첫 대형기획사로서 서서히 북미와 유럽으로 확장해나가고 있다.

아이러니하게도 음반 불황 덕분에 음원 콘텐츠에 더욱 집중하게 된 기획사 역량은 한국 음원 업종 내 스트리밍의 빠른 안착과 선점효과를 견인했고 → ‘가치 격차’ 전략에 있어 신의 한수로 신흥국에 그간 미리 깔아둔 한류 콘텐츠에 대한 트래픽 및 인지도 상승으로 이어졌다.

그리고 비로소 현재는 글로벌 음원차트를 주도하는 신흥국 기반의 트래픽이 한류 콘텐츠를 북미, 유럽의 main stream 시장으로 인도해주고 있다. 팬덤 확보로 향후에는 음원 성장에 그치는 것이 아닌, 공연 이익으로도 연결될 가능성이 매우 높아졌고, 이는 이미 현재진행중이다. 대형 시장은 열렸고, 미국지사 운영, 인력 확보, 타겟 아티스트 데뷔를 선행한 에스엠에게도 기회는 매우 열려있는 상황이다. (산업자료 참고)

‘행동주의’로 인한 실적 개선 효과는 상당한 수준

현재 에스엠은 주요 운용사의 지분을 확대로 ‘행동주의’ 이슈에 직면해 있다. 시장의 목소리는 1) 배당, 2) 본업 외 자회사 적자 개선, 3) 라이크기획 합병으로 귀결된다. 세 가지 요구조건이 온전히 받아들여진다는 전제 하에 예상되는 추가 영업이익은 최소 150-350억 원으로 상당한 수준이다. 1등 엔터주의 경영개선 검토는 업계에 긍정적 효과다.

1) 펀더멘털은 여전히 문제 없고(오히려 확장 중), 2) 밸류에이션은 낮아졌으며 3) 연초 타사에서 불거진 스캔들 외 산업방향은 여전히 변함이 없다. 투자이견 BUY, 목표주가 57,000원을 유지한다.

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	350	365	612	728	814
매출총이익	102	116	203	240	252
영업이익	21	11	48	55	69
EBITDA	44	33	88	106	108
순이자수익	-1	0	0	0	1
외화관련손익	5	-6	5	2	0
지분법손익	4	21	-6	6	5
세전계속사업손익	23	24	46	61	75
당기순이익	4	-5	23	40	50
지배주주순이익	4	4	31	40	49
증가율(%)					
매출액	8.6	4.4	67.6	19.0	11.8
영업이익	-46.1	-47.2	336.4	15.3	25.8
EBITDA	-25.8	-25.4	166.3	20.3	2.3
순이익률	-77.0	적전	흑전	72.6	24.0
이익률(%)					
매출총이익률	29.2	31.9	33.1	33.0	31.0
영업이익률	5.9	3.0	7.8	7.6	8.5
EBITDA 마진	12.6	9.0	14.3	14.5	13.3
세전이익률	6.5	6.7	7.5	8.4	9.2
순이익률	1.2	-1.3	3.8	5.6	6.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	21	77	120	98	87
당기순이익	4	-5	23	40	50
자산상각비	23	22	40	50	39
운전자본증감	-15	46	52	8	3
매출채권감소(증가)	-8	-83	2	-82	-6
재고자산감소(증가)	-1	-1	-1	-7	0
매입채무증가(감소)	-1	97	46	98	8
투자현금흐름	-38	-111	-127	-25	-22
유형자산처분(취득)	-14	-4	-10	-6	-12
무형자산 감소(증가)	-5	-25	-26	-16	-4
투자자산 감소(증가)	-1	-4	3	-1	-2
재무현금흐름	51	64	46	-2	0
차입금증가	13	4	-8	-4	0
자본증가	0	0	35	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	59	48	106	91	85
(-) 운전자본증가(감소)	24	-63	-55	-10	-3
(-) 설비투자	14	11	10	7	12
(+) 자산매각	-4	-19	-26	-16	-4
Free Cash Flow	16	82	125	78	71
(-) 기타투자	10	94	97	3	4
잉여현금	6	-12	28	75	68
NOPLAT	5	-2	24	37	46
(+) Dep	23	22	40	50	39
(-) 운전자본투자	24	-63	-55	-10	-3
(-) Capex	14	11	10	7	12
OpFCF	-9	72	109	90	76

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	293	441	537	703	779
현금성자산	182	199	282	363	431
매출채권	44	182	189	268	274
재고자산	11	9	12	18	19
비유동자산	232	357	465	465	471
투자자산	91	150	186	210	219
유형자산	104	93	93	87	86
무형자산	37	113	186	189	166
자산총계	525	798	1,002	1,168	1,251
유동부채	135	330	394	499	510
매입채무	46	209	266	366	374
유동성이자부채	46	49	44	55	55
비유동부채	15	31	32	51	52
비유동이자부채	11	11	10	29	29
부채총계	150	362	426	550	562
자본금	11	11	12	12	12
자본잉여금	165	170	219	234	234
이익잉여금	131	134	174	217	267
자본조정	23	29	19	20	20
자기주식	0	-5	-1	-1	-1
자본총계	376	436	576	639	689

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	170	199	1,365	1,721	2,130
BPS	15,144	15,824	18,428	20,942	23,116
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	2,725	2,218	4,738	3,963	3,675
ROA(%)	0.7	0.7	3.4	3.7	4.1
ROE(%)	1.2	1.3	8.0	8.7	9.7
ROIC(%)	2.7	-1.1	10.8	14.4	18.7
Multiples(x, %)					
PER	152.8	174.4	38.3	24.2	19.5
PBR	1.7	2.2	2.8	2.0	1.8
PSR	1.6	2.1	1.9	1.3	1.2
PCR	9.5	15.6	11.0	10.5	11.3
EV/EBITDA	9.9	18.7	11.1	6.6	5.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	39.8	83.1	74.0	86.1	81.6
Net debt/Equity	-33.2	-31.9	-39.5	-43.7	-50.4
Net debt/EBITDA	-282.6	-421.8	-259.2	-264.7	-321.6
유동비율	217.9	133.4	136.3	141.0	152.9
이자보상배율	12.1	9.1	18.7	14.9	17.3
자산구조(%)					
투하자본	42.3	36.7	34.6	31.1	26.7
현금+투자자산	57.7	63.3	65.4	68.9	73.3
자본구조(%)					
차입금	13.2	12.1	8.7	11.6	10.9
자본금	86.8	87.9	91.3	88.4	89.1

[Compliance Notice]

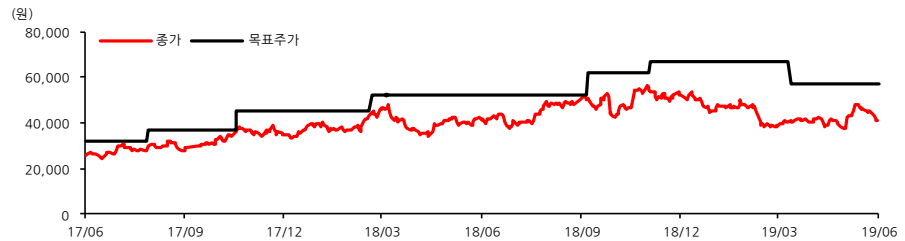
(공표일: 2019년 6월 28일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (지인해)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

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

[에스엠 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2017.07.28	2017.08.24	2017.11.14	2018.01.12	2018.03.19	2018.05.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	32,000	36,500	45,000	45,000	52,000	52,000
일 시	2018.06.18	2018.08.16	2018.10.04	2018.10.25	2018.11.15	2018.11.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	52,000	52,000	62,000	62,000	62,000	67,000
일 시	2019.01.31	2019.03.25	2019.04.05	2019.04.08	2019.05.03	2019.05.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	67,000	67,000	67,000	57,000	57,000	57,000
일 시	2019.06.28					
투자의견	Buy					
목표가격	57,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2017.08.24	Buy	36,500	-15.43	-1.10
2017.11.14	Buy	45,000	-17.77	-4.89
2018.03.19	Buy	52,000	-18.61	0.38
2018.10.04	Buy	62,000	-20.44	-9.52
2018.11.30	Buy	67,000	-30.17	-19.55
2019.04.08	Buy	57,000		

[종목 투자등급]

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

[산업 투자의견]

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

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2019년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.4%	12.6%	0.0%	100.0%