



## 엔터/미디어/광고

**비중확대 (유지)**

**두 가지 질문**

 **신한투자증권**  
기업분석부

지인해 수석연구원  
☎ 02-3772-1562  
✉ inhae.ji@shinhan.com



신한 리서치  
투자정보

## I. Investment Summary

### 온전한 멀티플 훼손

온전한 멀티플 축소,  
경기민감도, 재무건전성  
기준 엔터 > 미디어=광고

올해 엔터/콘텐츠는 증시 조정 속 멀티플 훼손 영향이 전부였다. 호실적, 우호적인 산업 변화에도 불구하고 시가총액이 하락했다. 레저와 마찬가지로 1) 경기민감도, 2) 재무건전성 측면에서 평가한 선호도는 엔터, 미디어/광고 순이다.

### 선호도는 엔터테인먼트 > 미디어/광고 순

엔터: 과매도 영역,  
군입대, 재계약 변수 高,  
기준 엔터3사 선호 유지

엔터업종은 팬덤 중심이기에 낮은 경기민감도, 두드러진 순현금 기조인 것이 특징이다. 증시 조정으로 PER은 50 → 20배 수준으로 내려왔고, 그 이하 종목도 발견되고 있다. 아직도 결코 '싸다'라고 보기 힘들지만, 실적에 가장 중요한 앨범, 음향/영상 글로벌 무역수지, 유튜브 구독자수 등 선행지표는 확실한 우상향 추세다. 시장의 컬러가 조금이라도 '성장주'에 주목한다면 가장 먼저 반등할 섹터다.

기회 요인은 포기할 수 없는 중국 시장, 그리고 물오른 글로벌 현지 전략이다. JYP Ent.와 하이브가 최전선에 있다. 반면, 뚜렷한 위험 요인은 아티스트들의 군입대, 재계약 이슈다. 회사별로 위험 요인, 매출 변화, 고정비 부담을 감안한 멀티플 기준으로 종목은 하이브 대비 기준 엔터3사 선호 의견을 유지한다.

콘텐츠: 글로벌향 순항  
vs. 캡티브 '양날의 검'  
Risk free 에이스토리 주목

콘텐츠는 경기를 안타는 듯 탄다. 글로벌향(비캡티브)은 분명 호황이다. 시즌제 도래, 넷플릭스 재계약, 신규 BM 개화까지 겹쳤다. 그러나, 이제 걱정은 전방산업 영향이다. '경기 둔화 >> 광고 위축 >> 광고수익이 메인인 방송사들의 콘텐츠 예산/슬랏 축소'가 우려돼서다. 할증 요소였던 캡티브가 '양날의 검'이 되는 셈이다. 비캡티브 성장 속, 캡티브가 감소한다면 Q 지표는 결국 상쇄되기 때문이다.

기회 요인은 제작한 해외 드라마의 흥행 가능성이다. 성공 시 성과를 통해 쌓인 레퍼런스로 글로벌 성장을 극대화시켜 캡티브 우려를 불식시킬 수 있을 것이다. 캡티브 이슈에서 자유롭고, IP 진화를 강화하는 에이스토리가 좋아 보인다.

광고: 디지털향 성장 지속,  
방어 + 성장주인 제일기획

콘텐츠의 전방산업이 우려될 정도로 광고시장이 꺾일까? 경기와 동행하기에 아주 희망적인 않지만, 1) 플랫폼(메타, 유튜브) 광고 슬랏 확대, 2) 넷플릭스 중간광고 도입으로 광고주들의 지갑은 계속해서 디지털로 향할 것이다. SBS 같은 지상파는 선방하겠지만, 케이블TV 광고 부진이 예상되는 반면, 안정적인 캡티브를 기반으로 디지털 성장을 증명하고 있는 방어+성장주 제일기획이 좋아 보인다.

### 산업 대비 종목 선별 상층

업종과 종목 추천의 괴리가  
어느 때보다 큰 편,  
선별적 접근 필요

어느 때보다 고민이 깊다. 업종만 보면 엔터/콘텐츠가 호전되고 있는데, 대장주 퍼포먼스가 녹록치 않은 반면, 광고는 산업 측면에서 내년 성장 둔화가 불가피하나, 증익 모멘텀이 확실한 종목이 보여서다. 어렵다. 증익과 위험 요인을 반영한 멀티플 기준으로 평가한 선호 종목은 제일기획, 에이스토리, 기준 엔터3사다. 멀티플 하락의 마무리를 기대하며 비중확대 의견을 유지한다.

## II. 2022년 요약 - 성장주 멀티플 추락

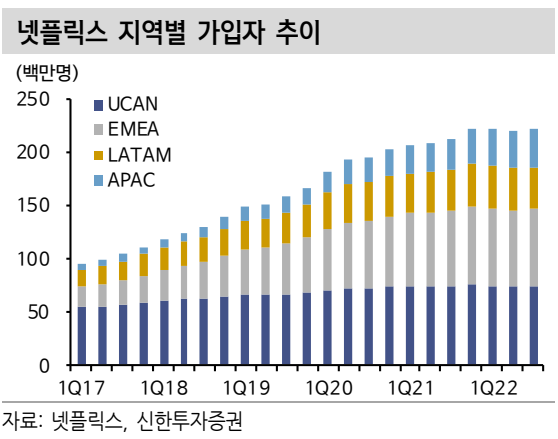
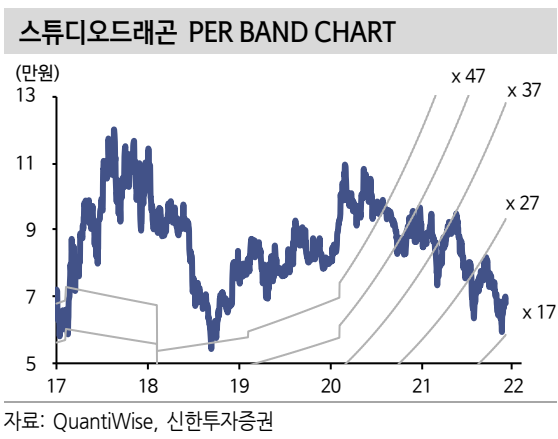
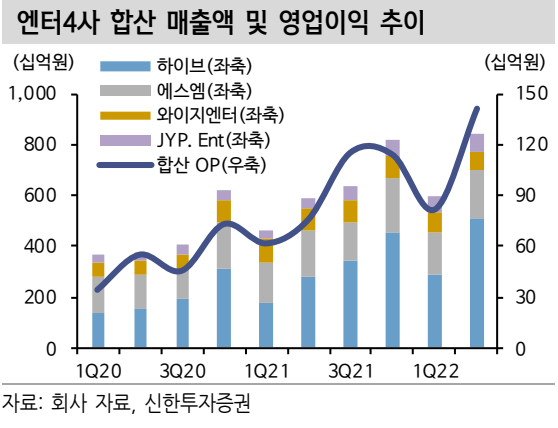
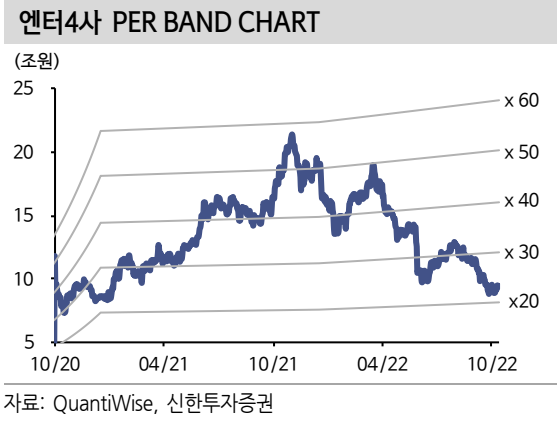
### 멀티플 붕괴

최대 호실적에도 격한 멀티플 타격, 조정장 속 두드러진 대장주 하락

올해 엔터/미디어 업종은 증시 조정 속 멀티플 훼손이 다였다. 전반적으로 엔터 업종과 콘텐츠 대장주인 스튜디오드래곤은 분기 최대 이익을 새롭게 썼는데도 불구하고 시가총액은 급락했다. 설상가상 콘텐츠 업종에서 굉장히 중요한 넷플릭스도 처음으로 전분기대비 가입자가 하락하며 1Q22 어닝쇼크를 기록했다. 멀티플 훼손을 더욱 가중시켰다.

공통적으로 대장주들의 주가 하락이 두드러졌다. 엔터에서는 하이브, 콘텐츠에서는 스튜디오드래곤이다. 하이브는 지난 하반기 전망자료에서도 담았었던 가장 큰 불확실성, BTS 군입대 이슈가 계속해서 주가 발목을 잡았고, 스튜디오드래곤은 최대 실적 이후 오히려 Peak out 논란이 불거졌다.

게다가 최근에는 내년 전망산업 우려까지 확산되고 있다. '2023F 경기 둔화 > 광고 시장 위축 > 광고수익을 메인으로 하는 방송사들의 드라마 예산 및 슬랏 축소' 리스크다. 비캡티브(글로벌별향) 사업 순항 속, 안정적인 채널이기에 프리미엄 요인이었던 캡티브가 '양날의 검'이 되어버리는 순간이다.



### III. 2023년 전망 - 업종 vs. 종목 선택의 괴리

#### 1) 광고

##### 2023F 성장 둔화 불가피

경기 침체, 역기저로 인한  
광고업 성장 둔화 우려

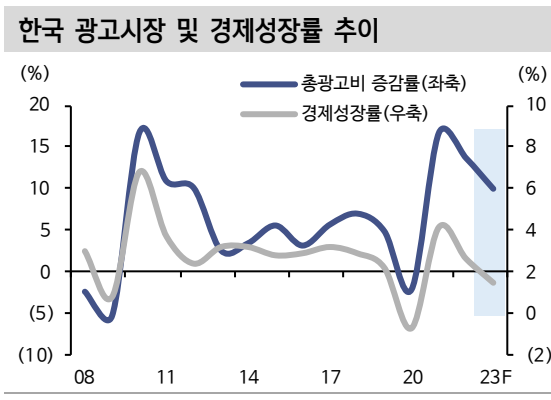
그래서 먼저 2023F 광고시장을 전망해보는다면, 아주 낙관적으로 보기 힘든 것이 사실이다. 광고는 경기와 동행하기 때문이다. 세계적인 경기 침체 우려로 한국은 행과 신한투자증권 리서치센터가 전망한 2023F 한국 경제성장률은 각각 +2.1%, +1.5%에 그친다. 2020년~현재까지 온라인 소비 확대로 온라인 광고시장이 코로나19의 특수 효과까지 누린 점을 감안하면 체감적으로는 더 안 좋을 수 있다.

##### 두 가지 변화

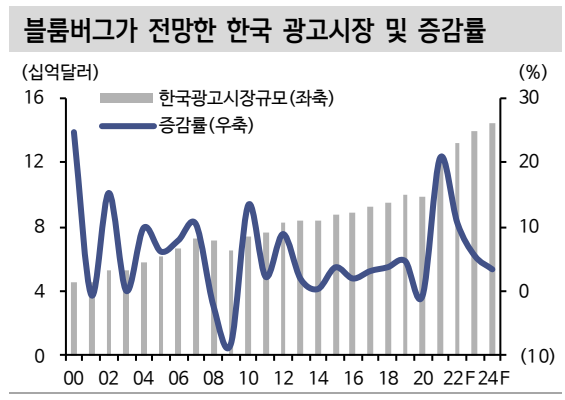
- 부진 속 두 가지 변화
- 1) 메타/유튜브 광고 확대
- 2) OTT 광고 시장 개화

이러한 상황 속, 우리는 두 가지 새로운 변화를 경험하게 된다. 1) 메타의 광고 슬롯 확대 및 유튜브의 삽입광고(2개 > 5개) 증가, 2) 11월부터 시작되는 넷플릭스의 중간광고 도입이다. 더 긴 그림에서 OTT향 광고는 넷플릭스가 '시작'이다. 디즈니+는 12월부터 미국에서 먼저 중간광고를 시작하고, 한국은 후행해 도입할 것으로 기대되는데, 계속해서 OTT향 광고시장이 늘어난다면 5~700억 손실을 기록하는 국내 토종 OTT들도 참여할 가능성이 높아지기 때문이다. 향후 5~6년간 개화하는 신규 시장인 셈이다.

결국, 광고주들의 지갑은 더욱 디지털로 향할 것이다. 글로벌 대표 미디어 연구기관들도 향후 전망치를 내놓고 있다. 두드러진 공통점은 1) 이미 높지만, 2025F 까지 디지털 광고 비중은 계속 늘어나고, 2) 2015년 2%에 불과했던 온라인 비디오 광고 비중은 2025F 10%까지 상승하며 3) 온라인 비디오 광고의 2022~25F CAGR은 13%로 전체 광고 매체 중 향후 성장률이 가장 높다. 주요 디지털 매체였던 SNS를 성장 측면에서 추월하는 셈이다.

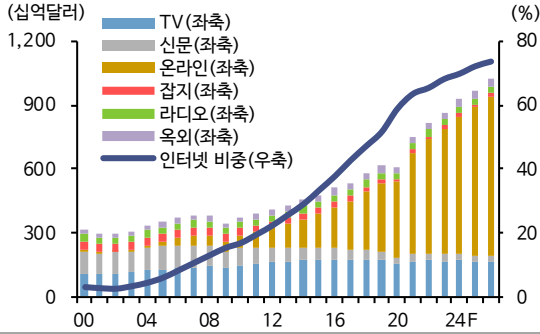


자료: KOBACO, 신한투자증권



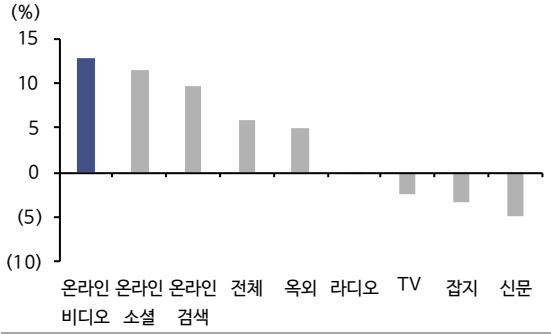
자료: Bloomberg, 신한투자증권

글로벌 매체별 광고 시장규모 및 디지털 비중 추이



자료: BI, 신한투자증권

글로벌 광고 시장 매체별 2022~25F CAGR



자료: BI, 신한투자증권

부문별 영향 정리

TV 광고는 지상파 견조, 케이블 타격 예상

따라서 한국 광고시장은 2023F 성장 둔화가 불가피하지만, 대폭 꺾이기 보다는 메가 트렌드급 산업 변화로 매체별 비중이 격변하는 시기가 될 전망이다. 누군가에게는 위기, 누군가에게는 기회다. 세분화해서 보면,

[Negative] TV 광고에는 부정적이다. 그러나 지상파는 견조할 것이다. 광고주 입장에서 저렴한 예산으로 최적의 매스 마케팅 효과를 누리는 매체로는 지상파만한 것이 없기 때문이다. 반면, 케이블 TV 광고는 타격이 예상된다.

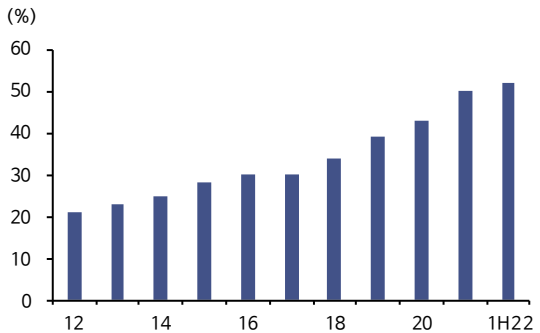
캡티브 기반 디지털 확장 중인 제일기획 최대 수혜(방어+성장주)

[Neutral~Positive] 대형 광고대행사는 안정적이다. 안정적인 캡티브를 기반으로 이제 디지털을 확장하고 있기 때문이다. 특히 제일기획의 디지털 매출비중은 19년 39% → 21년 50% → 2Q22 52%까지 확대됐다. 다만, 여기서 '디지털'의 의미는 디지털 매체향 광고보다는, Owned Media, 즉 D2C를 의미하는 '닷컴 서비스' 사업이다. 23F 경기와 무관하게 방어+성장 역할이 가능한 종목이다.

중장기적 수혜는 디지털 타겟 광고업체

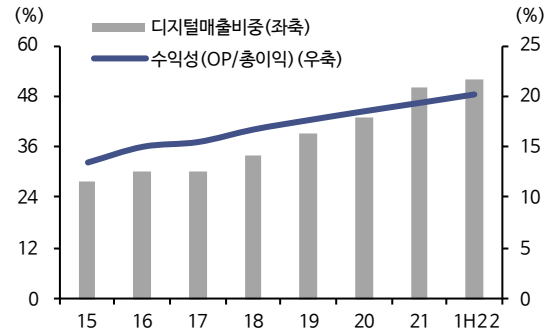
[Positive] 마지막으로 이러한 산업 변화에서 디지털 타겟 광고를 전문으로 하는 업체들은 수혜다. 대표적으로 나스미디어, 인크로스가 있다.

제일기획 디지털 매출총이익 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

제일기획 디지털 매출비중과 수익성(OP/총이익)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 2) 콘텐츠

### 비캡티브항 판매 호조 지속

긍정적인 업황 속  
비캡티브항 매출은 양호

이러한 관점에서 콘텐츠의 비캡티브는 올해에 이어 2023F에도 아주 순조롭겠다. 넷플릭스의 3Q22 실적발표에서 확인했듯 K-Contents에 대한 만족도가 매우 높고, 중간광고 도입은 결국 투자 재원을 확보하는 것이기에 넷플릭스의 전체 예산 중 K-Contents 비중은 현재 5%에서 상승할 전망이다기 때문이다.

대장주인 스튜디오드래곤이 지난 2Q22 디즈니+와의 구작/신작 판매 계약을 따냈고, 열일해준 덕에 아마존프라임, 애플TV+ 등 신규 OTT항 판로가 열렸다. 넷플릭스의 지속적인 투자 + 신규 OTT들의 K-Contents 투자 집행이 시작되며 비캡티브, 글로벌항 사업은 사실 문제될 것이 전혀 없어 보인다.

### 2023F 추가 성장 모멘텀 ① 시즌제 도래

23F 추가 성장 근거

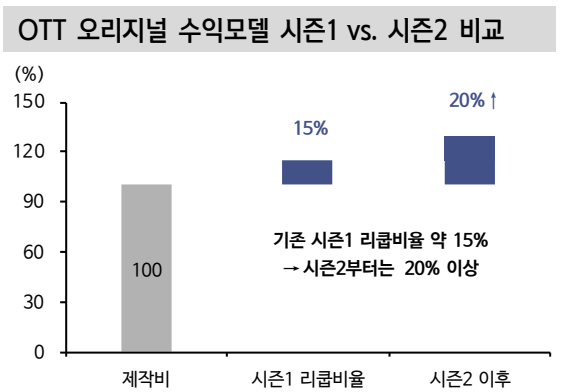
- ① 시즌제 도래:
  - 스케일 확대 +
  - 리쿠피율 상향 기대

글로벌항 추가 성장 모멘텀은 시즌제다. <스위트홈>, <지금 우리 학교는>, <오징어 게임> 등의 두 번째 시즌 제작이 임박했다. 이 콘텐츠들의 공통점은 모두 넷플릭스 오리지널이고, 동남아 뿐 아니라 북미 순위에서도 상위권에 진입했으며, 회당 제작비가 북미 대비 훨씬 낮다는 점이다. 넷플릭스 입장에서 시즌2 제작을 욕심낼 수 밖에 없는 상황이다.

시즌2의 공통점은 스케일 확장과 리쿠피율 상향 조정이다. 시즌1 리쿠피율이 약 15% 내외였다면, 시즌2 이후부터는 최소 20% 이상의 수익률로 추정된다. 올해 연말에 있을 스튜디오드래곤의 넷플릭스 재계약 시즌과 맞물린다면 더 유리한 보장 비율도 가능해 보인다.

시즌제를 앞둔 작품		
작품명	시즌1 방영	제작사
킹덤	2019-01-25	에이스토리
좋아하면 울리는	2019-08-22	스튜디오드래곤
스위트 홈	2020-12-18	스튜디오드래곤, 스튜디오N
D.P	2021-08-27	클라이맥스(كون중앙 계열)
오징어 게임	2021-09-17	싸이런픽처스
지옥	2021-11-19	클라이맥스(كون중앙 계열)
지금 우리 학교는	2022-01-28	필름몬스터(كون중앙 계열)
소년심판	2022-02-25	길픽처스, 지티스트(드래곤 계열)

자료: 회사 자료, 언론보도, 신한투자증권



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 2023F 추가 성장 모멘텀 ② 신규 수익모델 개화

- ② 신규 BM 개화:
  - 한국 방송사 외주제작
  - 글로벌 OTT
  - 외주제작 → IP 확보
  - '현지' 제작

올해가 가기 전 신규 수익모델도 추가된다. 한국 드라마 제작사가 글로벌 현지 드라마를 제작해주는 사업모델이다. 새로운 포문을 여는 작품은 스튜디오드래곤의 <The Big Door Prize>다. 미국 제작사 Skydance와 스튜디오드래곤의 미국 법인이 공동 제작해 애플TV+에게 오리지널 콘텐츠로 납품하는 구조다. 실패해도 최소 마진율은 보장되었고, 시즌 2, 3에 대한 수익(확정+RS)도 어느 정도 공유되었다.

반년이 조금 더 된 지난 3월 애플TV+ 오리지널 드라마 <파친코>만 해도 한국어, 한국인 배우였음에도 불구하고 모두 애플TV+가 IP를 총괄하는 구조였다. 애플TV+가 Media Res에게 수주를 주고, Media Res가 촬영이 필요한 국가에서 현지 업체를 선정해 또 다시 수주를 주는 구조였다. 한국 입장에서는 외주의 외주, 하청의 하청 구조였기 때문에 아주 유리한 방식은 아니었겠다.

그러나 이제는 K-Contents의 제작역량과 높은 퀄리티를 인정받아 실제로 미국 드라마의 기획 단계부터 한국 제작사들이 참여할 수 있는 기회가 생겨나고 있는 것이다. 산업은 분명 진화 중이다.

콘텐츠 제작사 수익 모델 정리				
형태	(1) 한국 방송사의 외주제작	(2) 글로벌 OTT의 외주제작	(3) IP 보유 제작	(4) 글로벌 현지 제작
대표 작품	펜트하우스, 결혼작사 이혼작곡 등	넷플릭스: 오징어 게임, 킹덤 디즈니+: 무빙, 카지노	우리들의 블루스, 나의 해방일지 이상한 변호사 우영우 등	The Big Door Prize(미국) 이태원 클라쓰(일본)
기업	팬엔터테인먼트, 초록뱀, 삼화네트웍스, 키이스트 등	스튜디오드래곤, 에이스토리, 콘텐츠리중앙, NEW(예정)	스튜디오드래곤, 콘텐츠리중앙 에이스토리, 삼화네트웍스	스튜디오드래곤, 콘텐츠리중앙
BM	<p>70-80% 편성, 20-30% 협찬, 판매. 부가수익에 대한 RS는 지극히 미미. IP의 대부분은 방송사 귀속</p>	<p>최소 15% 안전 GPM 보장. 제작원가 100%는 전액 회수 가능. 영상물에 대한 IP는 전부 넷플릭스에 귀속</p>	<p>50-70% 편성, 10-20% 협찬, 40%+ 판매</p>	<p>4Q22 첫 콘텐츠 &lt;The Big Door Prize&gt; 애플TV+ 오리지널 방영</p>
BM	- 과거 적자~7%	- 원가 전부+15% 전액 투자 - OTT 신규 진입으로 상향 중	- 제작비를 직접 투자하되 수익 또한 직접 인식해 회수하는 구조	- 안전 리콥비율 + 기획 때부터 시즌제 확정

자료: 신한투자증권

### 변수는 캡티브

매크로 영향으로 안정성 제공하던 캡티브의 드라마 슬랏 축소 우려

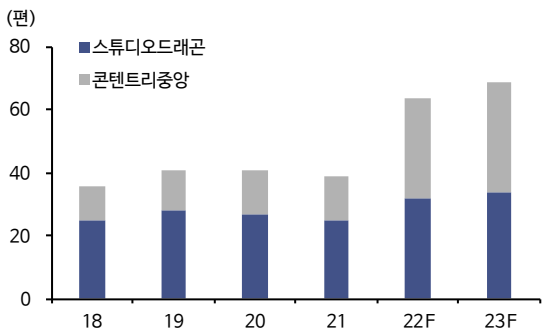
리스크이자 변수는 캡티브다. 서두에 언급한 우려 때문이다. 아주 비합리적인 우려도 아니다. 현재만 놓고보면 JTBC는 평일 드라마가 부재하고, 계획됐던 스튜디오드래곤의 텐트폴 제작도 슬슬 지연되고 있다. 아쉽게도 한국 방송사들의 콘텐츠 편성은 대부분 연초에 공개된다.

현 시점에서는 방송사들의 드라마 슬랏도, 그 중 채널이 자체제작 하는 것 외에 자회사에게 제공되는 슬랏은 불확실하다. 안정적인 줄 알았던 캡티브 채널이 '양날의 검'이 되는 순간이다. 비캡티브, 글로벌향은 의심의 여지 없이 성장하는 방향이 자명하지만, 캡티브가 감소하면 실적의 가장 큰 지표 중에 하나인 Q(제작편수)가 상쇄되기 때문이다.

필자는 CJ ENM 산하 스튜디오드래곤과 JTBC 산하 콘텐츠리중앙 모두 올해 대비 소폭 증가하는 편수로 가정했다. 비캡티브 순증을 반영한 결과다. 작년 대비 올해 늘어난 수치만큼은 아니지만, 순증하는 것으로 가정했기에 연초 발표되는 수치에 따라 소폭의 실적 변동성은 존재한다.

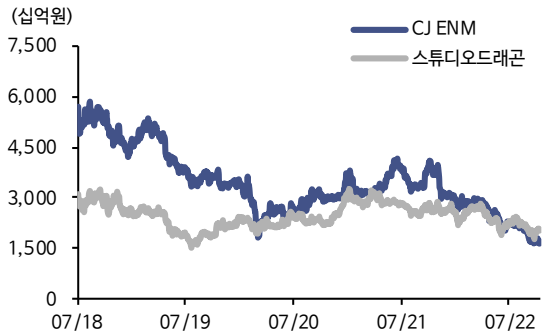
또한, 앞서 다뤘듯 2023F 광고시장의 가장 큰 타격은 케이블 TV 매체일 가능성이 높다. 대표적인 상장사로는 CJ ENM이 있다. 케이블 TV 광고와 경기 둔화로 오쇼핑 커머스 소비 또한 줄어든다면 시가총액의 행방이 묘연한데, 스튜디오드래곤의 지분 50% 이상을 보유한 CJ ENM과 스튜디오드래곤의 절대 시가총액 레벨이 붙어 있는 것도 스튜디오드래곤의 주가 상단을 억제시키는 요인일 것이다.

회사별 제작편수 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

CJ ENM, 스튜디오드래곤 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권



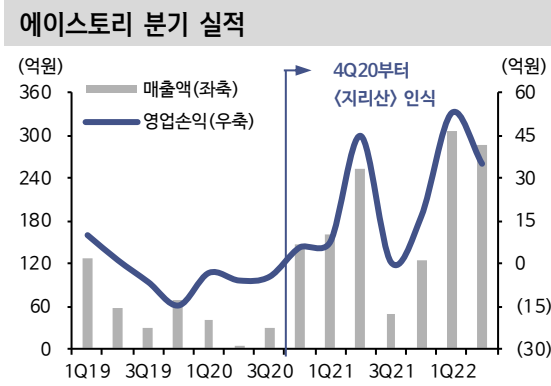
### 중소형주, 디스카운트 제거?

현재 상황만 고려해보면, 이러한 이슈에서는 오히려 중소형주가 자유로울지 모르겠다. 애초에 캡티브 채널이 없었기 때문에 기존에는 존재했다가 사라지는 슬락은 없기 때문이다. 안정적인 캡티브 채널이 부재해 디스카운트로 작용했던 요소가 제거될 수 있는 시기다. 좋은 시놉시스만 있다면 적극적인 개발 및 국내외 관련 판매를 통해 실적을 성장시킬 수 있으니 말이다.

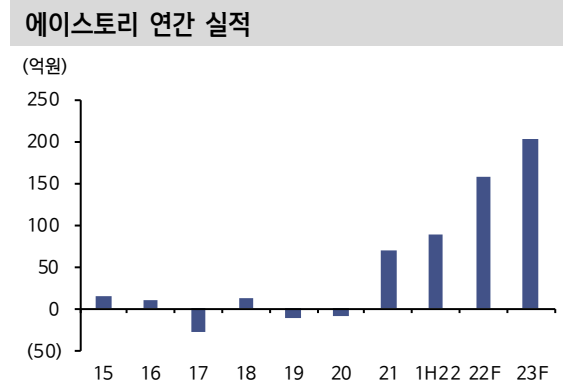
캡티브항 리스크에서 자유로운 중소형주 가치 제고, 대표적으로 에이스토리

중소형 선두업체는 에이스토리다. 외주제작 > IP 보유 사업모델로 진화해 2021년 유의미한 흑자전환을 기록한 후, 2022년 <이상한 변호사 우영우>, <빅마우스> 연이은 IP 흥행에 이어 2023F 총 6개 라인업을 공개했다.

2023F에는 텐트폴을 포함한 신규 라인업뿐 아니라 흥행 IP 기반의 부가수익(중국 구작 판권, 굿즈, 글로벌 리메이크 판권, 게임 부가수익 등)도 본격화될 전망이다. 이익은 최소 200억원 이상이다. 현재 주가는 PER 10배 내외로 떨어진다.



자료: 회사 자료, 신한투자증권



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## <우영우> IP 확장 및 신사업

<b>Game</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>신규게임: 엑션스퀘어 개발 팀업-왕가위피 슈퍼센트 개발 하이퍼주얼 장르 팀업</li> <li>기존게임+플리보레이선-넥슨 카운터 스트라이크</li> </ul>	<b>Global Media Commerce</b>	<b>Metaverse/NFT/ Digital Human</b> <p>EPIC GAMES, EYE STUDIO, #HASHED, UPbit, neosapienCe, Skelter Labs</p>
	<b>Webtoon</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>&lt;이상한 변호사 우영우&gt; 네이머 펴낸 한정 (일본/대만/중국/태국/인도네시아)</li> <li>5개 작품 드라마와 동시 추진</li> </ul>	<b>Musical</b> <p>EMK X STORY</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2024년 초연 목표 공동제작</li> <li>원작 드라마 중 3개의 예피소드를 무대화</li> </ul>

자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권

### 3) 엔터테인먼트

#### 팬데믹 대비 분명한 과매도

23F 업종 선별 기준:

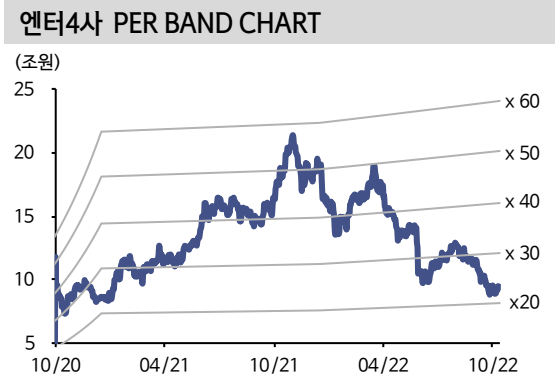
- 1) 경기민감도
- 2) 재무건전성에서 선방하는 엔터업종, 과매도 판단

2023F까지 불안정한 장 속에서 중요한 두 가지 기준은 1) 경기민감도, 2) 재무건전성이다. 엔터4사는 모두 순현금 구조에 코로나19 구간에서도 IP 실적 성장으로 흑자를 유지했으며 글로벌 ‘팬덤’을 기반으로 하기에 경기민감도가 낮다. 이 기준에서 명백한 과매도 섹터는 엔터테인먼트다.

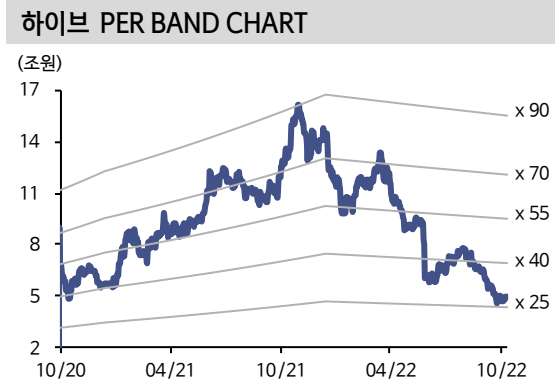
엔터업종 PER 밸류에이션은 작년 말 50배 중반에서 20배 초반까지 떨어졌다. 이 과정에서는 BTS 군입대 불확실성으로 하이브의 급락이 두드러졌다. 팬데믹 및 실적 대비 과매도이지만, 엄밀히 따지면 PER 20배가 넘어가는 주식들이라 “싸다” 라는 논리도 어긋난다. 그럼에도 불구하고…

주요 지표 우상향 지속, 증시 컬러 성장주 전환 시 가장 먼저 반등할 섹터

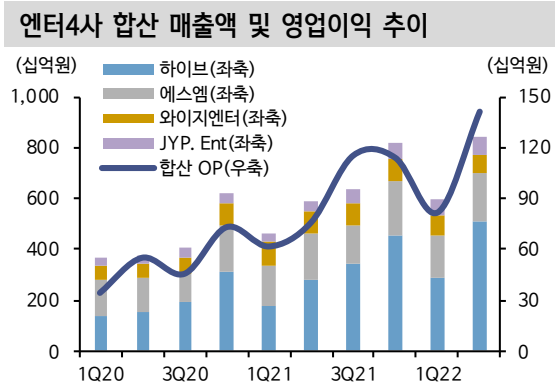
‘팬덤’이 조금이라도 줄어드는 움직임이 포착된다면 의견이 달라질 수 있겠지만, 대표 지표인 앨범, 음향/영상 글로벌 무역수지, 유튜브 구독자수 등 팬덤 섹터 지표는 여전히 강하다. 증시의 조정이 마무리돼 시장의 컬러가 조금이라도 ‘성장주’에 맞춰진다면 가장 먼저 반등할 섹터로 평가한다. 기대의 끈을 놓지 말자.



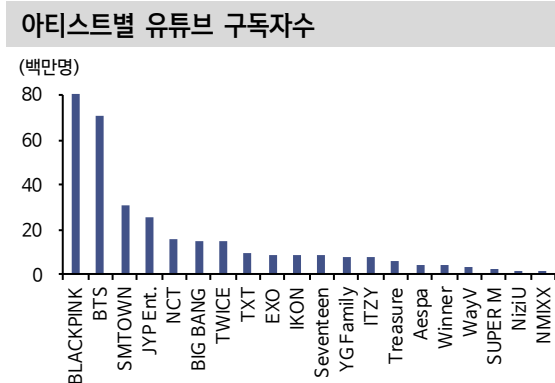
자료: QuantiWise, 신한투자증권



자료: QuantiWise, 신한투자증권

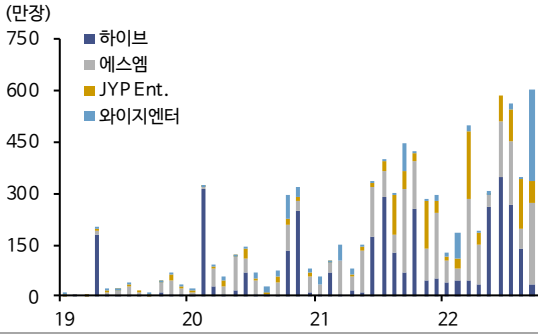


자료: 회사 자료, 신한투자증권



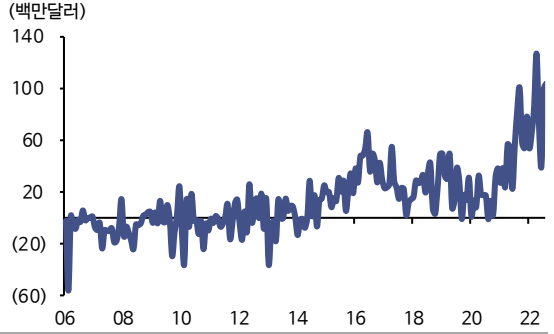
자료: Youtube, 신한투자증권

앨범판매량 추이



자료: 씨클차트, 신한투자증권

음향/영상 글로벌 무역수지



자료: ECOS, 신한투자증권

선별적 접근 필요

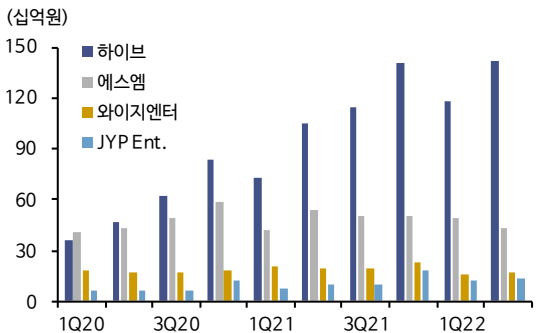
리스크는 아티스트  
활동 제약:  
군입대, 재계약

다만, 올해와 마찬가지로 종목은 선별적 접근이 필요하다. 2023F에도 아티스트들의 군입대 이슈가 지속되는 가운데, 이번에는 재계약 이슈까지 맞물렸다.

계속해서 종목은 하이브 대비 기존 엔터3사 비중확대를 유지한다. 밸류에이션과 실적 성장 측면에서 더 원활하기 때문이다. 대장주인 하이브는 BTS의 군입대가 공식화됐다. ‘불확실성 노출’ 측면에서는 긍정적이다. 주가도 저점을 형성해가고 있지만, 진 다음 BTS 멤버들의 군입대와 BTS 공백 가속화 중 차기 핵심 그룹인 세븐틴도 이 이슈에서 자유로울 수 없다. 대표 그룹 매출처가 점차 줄어들다면, 이제는 진정한 고정비 싸움이 된다. 2023F 이익 눈높이는 더욱 낮아져야겠다.

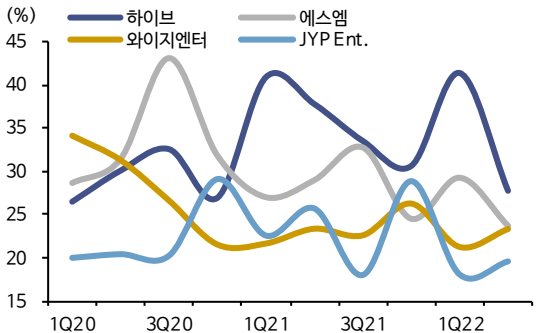
에스엠은 핵심 아티스트인 NCT의 재계약이 있을 시기이고, 와이지엔터는 이익 기여도가 가장 높은 블랙핑크의 재계약 시즌이다. 재계약은 2023F 큰 변수다. 내년에도 리스크에서 거리가 가장 먼 회사는 JYP Ent.다. 이익 기여도를 높여가는 스트레이키즈는 데뷔 4년차에 불과해 가장 좋은 마진을 창출하는 그룹이고, 트와이스는 지난 7월 전원 재계약에 성공했다. 아티스트 파이프라인 측면에서는 엔터 4사 모두 열일한다. 하이브 3팀, JYP Ent. 4팀, 에스엠 2팀, 와이지엔터 1팀이 준비돼있다. 아티스트 세대교체가 강화되겠다.

엔터4사 판매관리비 비교



자료: 회사 자료, 신한투자증권

엔터4사 판관비율 비교



자료: 회사 자료, 신한투자증권

회사별 아티스트 파이프라인									
아티스트	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
하이브	BTS					재계약			입대
	TXT					데뷔			
	세븐틴	데뷔					재계약		
	르세라핌							데뷔	
	뉴진스							데뷔	
	新 남자(일본)							데뷔	
	新 여자(미국)								데뷔
	新 남자(자회사)								데뷔
新 남자								데뷔	
JYP ENT	2PM			재계약/입대	입대				
	GOT7						계약해지		
	트와이스	데뷔						재계약	
	스트레이 키즈			데뷔					
	ITZY				데뷔				
	니쥬(일본)					데뷔			
	Xdinary Heroes						데뷔		
	엔믹스							데뷔	
	신인 남자								데뷔
	新 남자(일본)								데뷔
	新 남자(중국)								데뷔
	新 여자(미국)								데뷔
에스엠	동방신기		입대						
	슈퍼주니어		입대						
	샤이니			재계약/입대	입대				
	소녀시대		재계약						
	EXO				입대	입대			
	레드벨벳						재계약		
	NCT		데뷔						재계약
	에스파					데뷔			
	新 남자								데뷔
新 남자								데뷔	
와이지엔터	빅뱅	재계약		입대	입대	재계약			재계약(?)
	위너					입대			
	아이콘	데뷔							
	블랙핑크		데뷔						재계약
	트레저					데뷔			
	新 여자								데뷔

자료: 언론 보도, 신한투자증권

주: 1) ~7년차 이하: 청색 / 8년차~: 황색

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

## 4) 핵심 변수 - Q, 스케줄 변동

### 매크로, 그리고 전방산업

23F 핵심 변수:

- 콘텐츠: 캡티브 물량, 글로벌 OTT 주가 하락
- 엔터: 아티스트 활동 스케줄(군입대, 재계약)

콘텐츠의 가장 큰 변수는 모두 전방 사업자에게 달려있다. 1) 경기 둔화로 감소할지 모르는 한국 방송사의 제작편수다. 실적에 중요한 Q이기 때문이다. 2) 넷플릭스 등 글로벌 OTT의 주가 변동이다. 2023F 블룸버그 기준 넷플릭스와 스튜디오 드래곤의 PER 밸류에이션은 각각 27.7배, 25.2배다. 차이가 크지 않기 때문에 지난 4월과 같이 넷플릭스가 급락한다면 한국 엔터/콘텐츠 주가에도 부정적이다.

엔터업종의 가장 큰 변수는 아티스트 활동 스케줄, 특히 재계약 이슈다. 대부분 재계약이 무난히 성사될 것으로 예상하지만, 재계약이 성사되지 않았을 시 미치는 실적의 영향이 크기 때문이다. 코로나19 변수도 존재한다. 해소 국면으로 전개되고 있으나, 혹시나 재발할 경우 글로벌 콘서트 등 오프라인 활동이 제재된다.

## 5) 기회/위험 요인 - 글로벌 전략 성과

### 기회 요인 - 중국, 글로벌 제작 흥행

23F 기회 요인:

- 1) 중국 시장
- 2) 현지화 사업

엔터/미디어 업종에서 포기할 수 없는 기회 요인은 중국 시장이다. 콘텐츠에서는 중국향 구작 판매가 시작됐지만, 신작 동시방영은 불가능하며 엔터에서는 오프라인 활동이 아직도 제한돼있다. 최근에는 중국으로부터 <우영우> 리메이크 러브콜이 들어왔다. 신규 수익모델 개시와 더불어 중국도 열른 열렸으면 좋겠다.

또 다른 기회 요인은 글로벌 작품에 대한 흥행이다. 콘텐츠는 앞서 다뤘던 스튜디오드래곤의 신규 사업모델이다. 미국 드라마의 기획 단계부터 참여할 수 있는 권리를 가진 첫 시도다. 손해 볼리 없는 수익구조로 계약을 마쳤다. 흥행에 성공한다면, 설령 캡티브 축소가 있더라도 이를 통해 쌓인 레퍼런스로 메인스트림에서 글로벌 성장을 더욱 가속화시키는 발판이 될 것이다.

엔터업종도 현지화 전략이 한창이다. 타 국가에서 우리나라만이 보유한 아티스트 트레이닝 시스템을 접목시켜 현지 아이돌을 개발해 수익을 배분 받는 구조다. 가장 먼저 에스엠이 제작한 중국 보이그룹 <WayV>가 있었고, JYP Ent.가 박툼을 이어 받아 일본에서 현지 걸그룹 <니쥬>를 흥행시켰다. JYP Ent.는 내년에도 일본, 중국, 미국 각국에서 1팀씩 데뷔시키고, 하이브도 일본, 미국에서 신규 IP를 런칭한다. 글로벌 아티스트 제작 수익모델에서 괄목할만한 성과(앨범, 음원, 유튜브 지표 등)가 포착된다면, 크게 훼손된 멀티플의 정상화를 앞당길 것이다.

### 위험 요인

23F 리스크 요인:

- 모든 핵심 변수가 부정적으로 흘러갈 때

엔터/미디어 업종의 위험 요인은 서술한 변수가 모두 안 좋은 방향으로 전개되는 것이다. 경기 둔화로 방송사들이 제작편수를 크게 줄이거나, 예상했던 아티스트 재계약이 무산될 경우다. 주가 혹은 실적에 너무나도 큰 변수들이다. 부디, 최악의 방향으로서는 도달하지 않기를 바래본다.

## IV. Top Picks

### 업종과 종목 추천의 괴리

호황 vs. 대장주 부진,  
업종과 종목의 상충

어느 때보다 섹터에 대한 고민이 깊다. 산업의 펀더멘털 변화만 놓고 보면 단연 엔터/콘텐츠 업종이 우수한데, 공통적으로 대장주의 고전이 지속되고 있기 때문이다. 하이브는 2023F에도 BTS 그룹 매출처 감소로 진정한 고정비 싸움에 직면하게 될 것이고, 스튜디오드래곤은 앞장서서 글로벌 확장을 개척해나가고 있지만 캡티브의 불확실성을 배제할 수 없다. 반면, 광고는 산업만 놓고 보면 경기와 동행하기 때문에 2023F 부진할 수 있겠으나, 종목단에서는 내년도 확실한 증익 모델템이 나오는 회사가 보인다. 모순이다.

### 비중 확대, 선호도는 엔터테인먼트 > 미디어/광고

업종 선호도는  
엔터 > 미디어/광고,  
하이브 대비 기존 엔터3사

경기민감도와 재무건전성, 이 두 가지 질문을 토대로 선호도에 집중했다. 업종은 엔터테인먼트가 선호된다. 팬덤을 기반으로 하기에 경기민감도가 매우 낮고, 순현금+흑자 구조로 재무건전성이 높은 반면, 멀티플 훼손은 기반이 됐다고 판단해서다. 종목은 하이브 대비 기존 엔터3사의 비중확대 의견을 유지한다. 와이지엔터는 변수가 크지만 절대적인 저평가, 에스엠은 ESG 개선에 따른 멀티플 상향 + 실적 성장, JYP Ent.는 타사대비 비싸지만 군입대, 재계약 리스크에서 가장 자유롭고 글로벌 진출의 강도가 가장 강하다는 점이 핵심이다. 각사 일장일단이 있다.

미디어/광고는  
방어+성장주 제일기획,  
Risk-free 에이스토리

미디어/콘텐츠와 광고업종의 선호도는 비등비등하다. 종목 픽이 중요한데, 광고에서는 증시 조정 속 선방할 '방어' 성격과 D2C, Owned Media 중심의 '성장' 모델템을 지닌 제일기획을 추천한다. 콘텐츠는 양날의 검이 된 캡티브 이슈에서 자유롭고, 오류이 적극적인 시놉시스 개발로 수익을 창출할 수 있는 에이스토리가 좋아 보인다.

엔터/미디어/광고 업종 선호도						
	경기민감도	재무건전성	기존 기회 요인 진행 강도	기존 위험 요인 진행 강도	밸류에이션 및 눈높이	점수
엔터	10 - 팬덤 기반의 사업 - 비용 전가도 용이 - 매크로 영향 無	10 - 4사 모두 순현금 - IP 고마진 성장 지속 - 외화벌이도 긍정적	8 - 글로벌 팬덤 확대 - IP 지속 성장 - 원활한 세대교체	(3) - 약재 대부분 노출 완료 - 재계약, 군입대 등 활동 제약 이슈에 민감	6 - PER 기준 50 → 20배 - 하이브 외 기존 3사 20배 언더 포착	31
미디어	7 - 전방산업에 대한 우려 - 캡티브향은 매우 순항	4 - 순차입금 합산 2.6조원 - 일부 기업 적자 지속	8 - OTT 확장, 리튬비율 및 단가 상승 등 순항 - 글로벌 제작 강화	(4) - 캡티브 제작편수 감소 가능성으로 '양날의 검' - 넷플릭스는 최악 통과	6 - 23F 대장주 20배 중반 - 중소형주 10배 초반	21
광고	5 - 경기와 동행 - 23F 경제성장을 1.5% - 디지털향 지속 확대	10 - 전사 순현금 - 손실/적자 우려 無	5 - 디지털향 성장 지속 - 단, 매크로 이슈로 성장 둔화 불가피	(3) - 개인정보보호법 강화 - 타겟 광고 효율 저하	4 - 조정 속 아웃퍼폼 - 글로벌 PEER 유사	21

자료: 신한투자증권

**Compliance Notice**

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 지인혜)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 하이브를 기초자산으로 E/W가 발행된 상태이며, 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

**투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)**

종목	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상</li> <li>◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%</li> <li>◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%</li> <li>◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하</li> </ul>	섹터	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우</li> <li>◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우</li> <li>◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우</li> </ul>

**신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 11월 7일 기준)**

매수 (매수)	96.64%	Trading BUY (중립)	1.49%	중립 (중립)	1.87%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------