



Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 11월 17일

하이브(352820)

BUY | TP 400,000원 | CP 294,500원

롯데관광개발(032350)

BUY | TP 29,000원 | CP 20,600원

에스엠(041510)

BUY | TP 180,000원 | CP 102,600원

파라다이스(034230)

BUY | TP 27,000원 | CP 15,650원



Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com
RA 김현수 hyunsookim@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 11월 18일 | 산업분석_Industry In-depth

엔터/미디어/레저

사상 최대 실적과 마주한 과도한 저평가

하이브, 롯데관광개발 최선호하나 2등주들의 과도한 저평가도 관심

기획사와 카지노는 2026년에 사상 최대 실적이 전망되며 최선호 산업으로 제시한다. 각각의 1등주인 하이브와 롯데관광개발을 최선호주로 제시하는데, 최근 시장 내 수급 이슈로 SM, YG, 그리고 파라다이스 등 2등주들의 예상 P/E가 14~16배까지 가파르게 하락했다. 2등주의 과도한 저평가에 대해서도 높은 관심이 필요하며, 미디어/드라마 및 여행 역시 바닥은 확인한 것으로 판단한다.

엔터/미디어: 기획사의 역사적인 실적을 앞두고 있다

기획사는 BTS와 빅뱅의 동반 컴백으로 사상 최대 실적이 확실하다. 또한, 북미 걸그룹 캣츠아이가 빌보드 HOT100 33위까지 상승하며 그래미 어워드에 신인을 포함한 2개 부문의 후보로 선정되는 쾌거도 있었다. 음원과 콘서트의 상관 관계를 고민해보면, 빌보드 HOT100 기준으로 1위인 BTS의 내년 월드 투어는 350만명, 20~50위권인 블랙핑크/트와이스/스트레이 키즈 등은 200만명에 근접했다. 빌보드 50위권이 월드 투어 200만명이 가능한 수준으로 보이는데, 캣츠아이가 그 만큼 엄청난 성장을 보여주고 있는 것이다. 또한, 라이즈부터 코르티스까지 무려 5팀의 신인 남자 그룹들이 앨범 당 100만장을 넘어서고 있는 것도 매우 긍정적이다.

미디어/드라마의 경우 TV광고 하락 → 콘텐츠 제작비 감소 → 편성 하향에 따른 광고 추가 약화라는 악순환을 끊기 위해 하반기부터 평일 드라마 슬롯이 추가되고 있다. 드라마 제작사들의 바닥이 확인될 것이며, 방송사는 넷플릭스와 불거나(SBS) 2위권 업체들끼리 합병하거나(티빙-웨이브, 극장은 롯데시네마-메가박스) 하는 노력을 통해 비용 절감 및 성장을 도모하고 있다.

레저: 외국인 카지노의 고성장이 이어질 것

외국인 카지노는 롯데관광개발의 1,600개의 호텔 룸을 기반으로 가파른 성장이 이어지고 있는데, 향후에는 영업이익보다 더 가파른 순이익 상승 사이클이 예상된다. 2026년 컨센서스 영업이익은 너무 보수적인 상황인데도 저평가 매력이 높다. 하반기 대규모 오버행은 기간 조정으로 소화한 만큼 내년에도 높은 상승 여력이 예상되며, 파라다이스도 12월 인천 호텔 인수 및 내년 3월 소프트 오픈을 통해 고성장이 재개될 것이다. 여행은 다양한 이슈로 예상치 못한 이례적인 역성장이 이어졌지만, 언제나 이연 수요가 있어 왔던 만큼 4분기 항공금 연휴를 기점으로 재차 플러스 성장으로 전환될 것이다.

목차

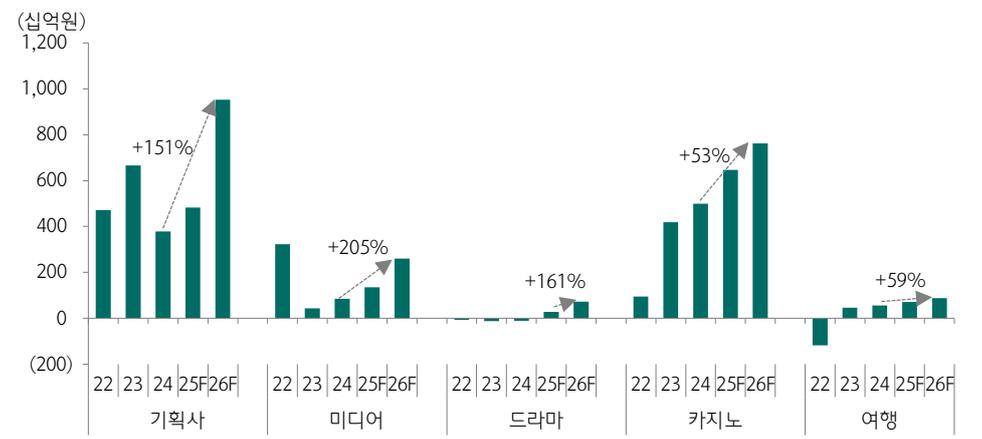
1. 기획사: 향후 6개월 간 역사적 모멘텀 반영	5
1) 6년만에 돌아오는 BTS 완전체	5
2) YG의 30주년이자 빅뱅의 20주년	7
3) <케이팝데몬헌터스>의 수혜와 KATSEYE의 성공	8
4) 단일 투어 200만명의 기준은 빌보드 Hot100 50위	10
5) 신인 그룹들은 예전 속도로 잘 성장하고 있다	12
6) MD 부문의 구조적 성장은 지속될 것	13
7) 하이브 최선호하나, 2등주들의 과도한 저평가도 관심 가질 필요	15
2. 미디어/드라마: 국내 OTT가 살아야 한다	18
1) 미디어: TV광고 침체로 인해 실적 부진 장기화	18
2) 넷플릭스에 붙거나 합병해서 2위를 도모하거나	19
3) 드라마: 정말 오랜만의 편성 반등 전망	23
4) 극장도 합병만이 살 길	25
5) 한한령 완화 시 편당 200억원 내외 이익 상승	26
3. 카지노: 호텔 룸이 곧 Capa.임을 증명	29
1) 마카오 카지노는 논 게이밍 이벤트 확대로 호실적 지속	29
2) 롯데관광개발의 중장기 시가총액은 최소 3조원 이상	30
3) 파라다이스도 인천 호텔 인수로 내년 2분기부터 가파른 이익 성장	32
4) 강원랜드의 K-HIT 프로젝트와 GKL의 신사업 고민	33
5) 롯데관광개발 최선호하나 파라다이스의 밸류에이션 매력도 높다	34
4. 여행: 이연 수요를 기대하며	36
1) 2025년 예상하기 힘들었던 이례적인 역성장	36
2) 그나마 중국이 좋았지만 결국 일본이 가장 중요하다	37
기업분석	40
하이브(352820)	41
롯데관광개발(032350)	44

하이브와 롯데관광개발 최선호하나, 차선호주들의 저평가도 너무 과도하다

하이브·롯데관광개발 최선호,
SM·YG·파라다이스 등 2등주
역사적 저평가 구간

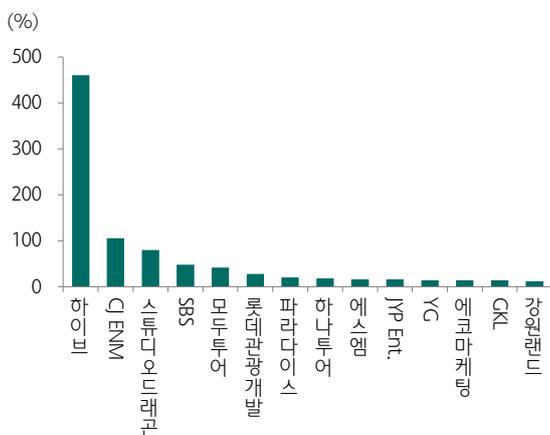
기획사와 카지노는 2026년에 사상 최대 실적이 전망되며 최선호 산업으로 제시한다. 하이브 BTS의 컴백과 대규모 1회성 비용 선 반영에 따른 높은 실적 가시성, 그리고 롯데관광개발은 여전히 낮은 컨센서스에도 높은 밸류에이션 매력으로 각각 최선호주로 제시한다. 또한, 각 산업의 2등주의 밸류에이션이 너무 과도하게 저평가된 상황이다. 기획사는 지난 10년간 정치적/인적 리스크(한한령, 노재팬/버닝썬, 앨범 감소와 뉴진스, 그리고 군입대 공백 등)의 정점에서 차기 년도 예상 P/E 15~17배에서 바닥을 잡았는데, 최근 실적 부진과 금융 시장 내 특정 섹터 쏠림 현상으로 과거와 다른 이슈로 역사적 저점에 근접하고 있다. 카지노에서도 파라다이스가 불과 2달 전 호텔 인수 모멘텀으로 P/E 20배도 상회했는데, 3분기 실적 부진을 감안하더라도 14배까지 급락했다. SM, YG, 그리고 파라다이스 등 섹터 내 과도하게 저평가 된 2등주에 대해서도 높은 관심이 필요하다.

도표 1. 커버리지 섹터별 합산 영업이익 추이



자료: 하나증권

도표 2. 기업별 2026년 영업이익 증가율 (흑전/적지 미표기)



자료: 하나증권

도표 3. 커버리지 25F/26F 멀티플 테이블

종목	PER		PBR	
	25F	26F	25F	26F
CJ ENM	38.8	19.8	0.5	0.5
SBS	11.9	8.3	0.4	0.4
에코마케팅	9.2	7.8	1.3	1.2
스튜디오드래곤	44.4	26.0	1.6	1.5
콘텐츠리중앙	-	-	4.9	-
하이브	1,214.5	31.6	3.9	5.9
YYP Ent.	14.6	18.6	3.8	3.3
에스엠	6.7	16.2	0.3	0.2
YG	21.6	16.5	2.1	1.9
파라다이스	16.0	14.1	0.8	0.8
GKL	14.4	12.8	1.9	1.7
롯데관광개발	-	28.3	4.6	4.0
강원랜드	11.3	10.5	0.9	0.8
하나투어	12.3	10.6	3.1	2.6
모두투어	13.1	9.3	1.7	1.5

자료: 하나증권

1. 기획사: 향후 6개월 간 역사적 모멘텀 반영

1) 6년만에 돌아오는 BTS 완전체

BTS의 완전체 투어는
약 70회 전망

2026년은 BTS의 완전체 월드 투어가 재개된다. 언론 보도 및 멤버에 따르면 3월 말 앨범 발매가 예상되며, 바로 투어가 시작될 것인데 65회~70회(북미 30회 이상)의 콘서트가 가능할 것으로 예상된다. 완전체 투어에 더해 음반/원과 2차 판권이 더해지면 1.2~1.4조원 내외의 매출액을 전망하고 있다. 팬데믹 기간에 첫 빌보드 HOT100 1위를 기록한 후 진행하는 첫 월드 투어이기에 수요에 대해서는 전혀 걱정이 없다. ASP 관점에서는 2023년 슈가와 2025년 제이홉의 솔로 콘서트가 \$170 내외를 기록했는데, 2026년 BTS 투어는 테일러 스위프트 투어 수준(\$210)까지 기대하고 있다. 북미가 투어의 가장 중심이 되는 지역이 될 것인데 원/달러 환율이 1,400원대를 지속 유지하고 있는 것도 긍정적이다.

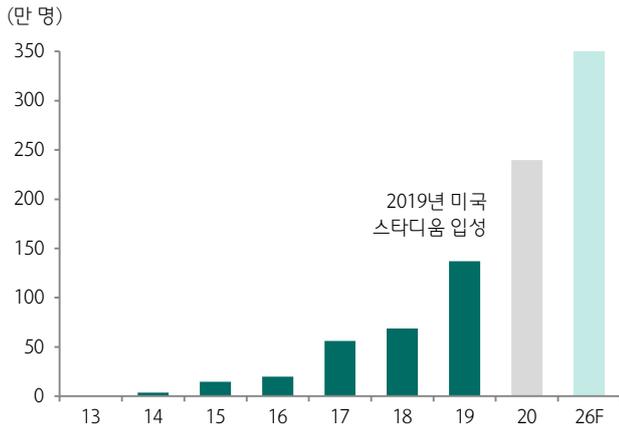
2026년 BTS 월드 투어를 앞두고
3분기 빅배스

BTS의 완전체 투어를 감안한 하이브의 2026년 예상 영업이익은 약 5,000억원으로 사상 최대이다. 이를 앞두고 대규모 1회성 비용이 반영되었는데, 3분기 실적에서는 북미 사업 관련 구조조정 1회성 비용이 450억원 내외 반영되었으며, 코르티스를 포함한 글로벌 신인 데뷔 프로젝트에도 비슷한 규모가 투자되면서 -400억원대로 적자 전환했다. 2025년 연간으로는 1회성이라고 부르기에 규모가 너무 큰 1,200억원 이상의 비용이 반영되면서 2026년 실적에 대한 우려가 나올 수 밖에 없다. 북미의 경우 에이전트가 아닌 캣츠아이 및 내년 데뷔 예정인 미국 2팀 등에 기반한 레이블 시스템으로 성장하기 위한 구조조정 비용이다. 4분기에도 3분기의 약 10% 수준이 추가 반영될 예정이며, 더 이상은 없다.

신인 그룹 투자 비용에 대한 성과는 너무 빠르게 확인되고 있다. 북미 신인 그룹인 캣츠아이는 그래미 어워즈 2개 부문 후보에 오르는 엄청난 쾌거를 달성했으며, 코르티스는 데뷔 앨범이 연내 100만장을 돌파할 것으로 예상되며, 내년에는 양 그룹 모두 BEP를 넘어설 것이다. 미국에서는 2번째 걸그룹이 내년 상반기 일본 OTT 통해 방영 및 연내 데뷔가 가능할 것이며, 라이언 테더의 미국 남자 그룹도 준비 중이다. 북미는 내년에는 완전한 회수기로 진입할 것이다.

위버스 역시 3분기 누적으로 흑자 전환에 성공하였으며, 게임도 선택과 집중을 통해 비용을 최소화하는 노력을 하고 있다. 내년에도 1개 정도의 타이틀 발매만 계획되고 있다. 신인 그룹, 게임, 위버스 등에서 추가 투자가 없다면 본업에서만 OPM 10~15%가 충분히 가능할 것으로 밝혔는데, 투자가 제한적이었던 2022~2023년에도 평균 OPM은 13~14% 수준이었다.

도표 4. BTS 콘서트 모객 수 전망



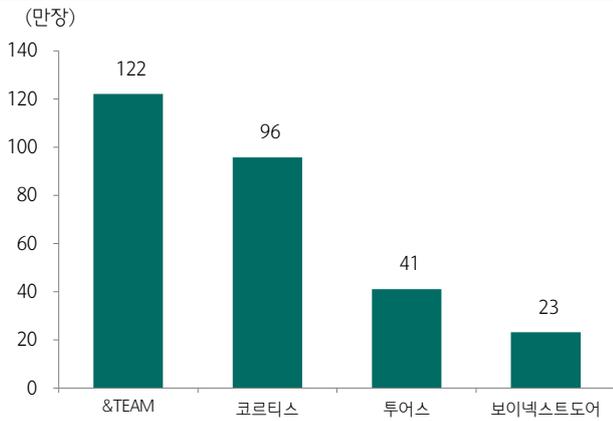
자료: 하이브, 하나증권

도표 5. 주요 투어 ASP 추이



자료: Billboard, 하나증권

도표 6. 하이브 신인 보이그룹 데뷔 앨범 판매량 비교



자료: 서울차트, 하나증권

도표 7. 2024년 주요 아티스트 도쿄돔 티켓 가격 비교

(¥)	에드 시런	테일러 스위프트	GD	TXT	세븐틴 (2025)
SS	38,000	30,000	50,000	14,800	17,000
S	19,800	22,800	40,000		
A	16,800	18,800	25,000		
제한석	13,800*	14,800	18,000		

*공연마다 좌석 구분 및 명칭이 달라 임의로 명칭 통일

자료: 언론, 하나증권

2) YG의 30주년이자 빅뱅의 20주년

10년 만의 완전체 투어가 열리면 사상 최대 실적 구간

2026년은 YG의 30주년이자 빅뱅의 데뷔 20주년(8월)이기도 하다. 빅뱅 20주년을 맞아 10년 만의 투어가 예상되는데, 4월 코첼라 출연을 발표했으며 멤버들이 여러 매체를 통해 내년 컴백에 대한 힌트를 주고 있다. 지난 20년 간 팬덤이 가장 강력했던 남자 아티스트 그룹인 BTS와 빅뱅이 동반 컴백한다면 사상 최대 실적은 당연한 수준이다. 올해 GD의 솔로 투어가 진행되고 있는데, 마지막 투어(2017) 대비 44% 증가한 94만명 규모이다. 완전체는 이보다 더 큰 규모가 예상되는데, 2016년 빅뱅의 마지막 투어 규모는 약 230만명이다. 150~200만명 수준은 충분히 기대할 수 있다고 판단한다.

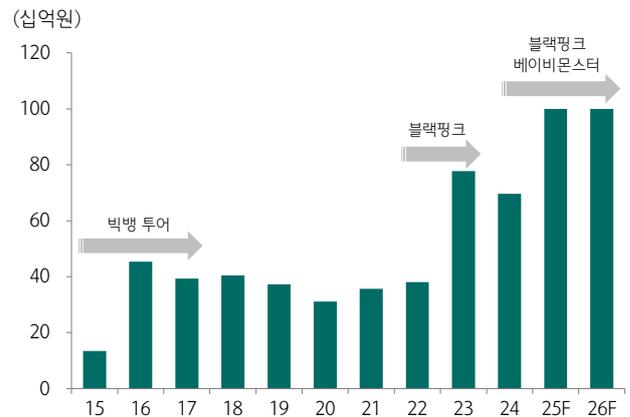
2016년 빅뱅의 마지막 투어가 반영된 YG의 연간 MD 매출액은 454억원인데, 베이비몬스터만 활동한 상반기의 평균 분기 MD 매출 규모는 약 200억원이다. 빅뱅은 20주년인 만큼 역대급 MD 판매가 예상된다. 티켓 가격은 2016년과 비교할 순 없지만, 최근 GD의 일본 투어에서 이를 유추해 볼 수 있다. 14,000엔부터 50,000엔까지 세분화 되어 있으며, 평균 가격은 약 20,000엔 정도로 추정된다. 빅뱅이 비슷한 가격으로 책정한다고 할 때 일본에서만 150만명의 투어와 30% 수준의 MD 포함 2차 판권 매출을 감안하면 온기로 약 7~800억원의 증익이 가능할 것이다.

도표 8. GD 솔로 투어 일본 티켓 가격



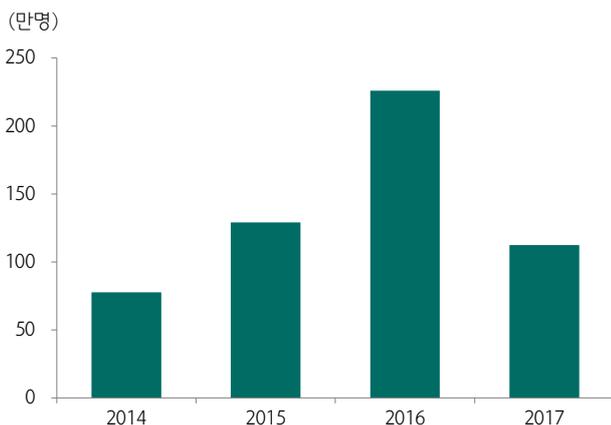
자료: 갤럭시엔터, 언론, 하나증권

도표 9. YG 연간 MD 매출 추이 및 전망



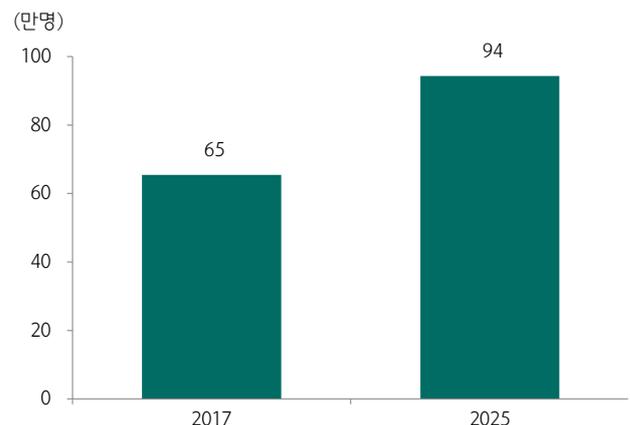
자료: YG, 하나증권

도표 10. 빅뱅 콘서트 모객 수 추이



자료: YG, 하나증권

도표 11. GD 제대 전후 솔로 투어 규모 비교



자료: YG, 언론, 하나증권

3) <케이팝데몬헌터스>의 수혜와 KATSEYE의 성공

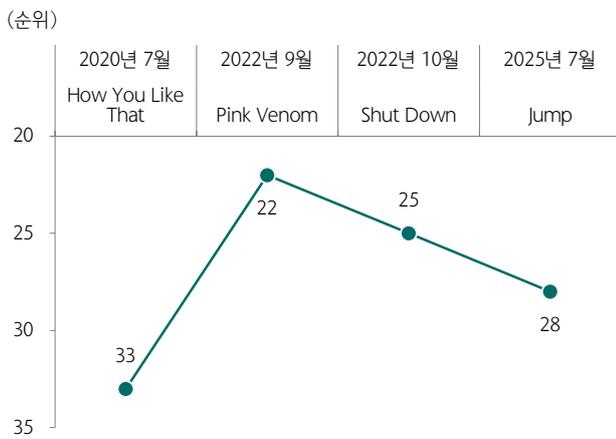
<케이팝데몬헌터스> 흥행으로
북미 KPOP 확장 가속

언론에 따르면 <케이팝데몬헌터스>가 세계적으로 흥행하면서 OST가 글로벌 누적 70억 회 이상 스트리밍 되었다. KPOP 역시 수혜를 보고 있는데, OST로 삽입된 트와이스 <Takedown>이 Hot100에 2주 이상 연속 차트인 한 커리어 첫 곡이 되었으며, 이후 16주 차트인 및 최고 순위 50위를 기록했다. 이로 인해 빌보드 HOT100 50위 이내에 진입하는 아티스트들은 BTS, 블랙핑크, 뉴진스, 스트레이키즈 외에도 트와이스, 르세라핌이 추가되었다. 이에 따라 북미 내 KPOP 팬덤도 더욱 빠르게 확대되고 있다.

하이브 현지화 걸그룹
KATSEYE도 음원 성장 견인

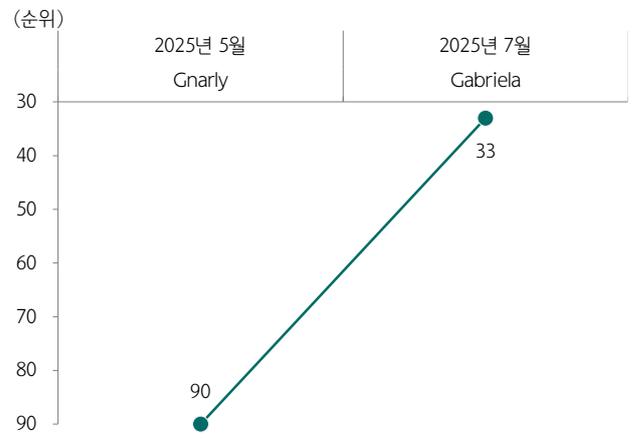
북미 걸그룹 캣츠아이는 KPOP 역사상 누구보다도 가장 가파른 성장을 보여주고 있다. 데뷔 9개월 만에 선공개곡 <Gnarly>로 Hot100 92위에 진입했고, 최근 앨범 타이틀곡인 <Gabriela>가 33위까지 상승했다. 걸그룹 기준 HO100 최고 순위로 보면 블랙핑크와 뉴진스 사이인데, 이를 반영하듯 이번 그래미 어워드에서 신인을 포함 2개 부문의 후보에도 선정되었다. SPOTIFY 월별 시청자 수도 3,300만명이 넘어서고 있는데 KPOP 기준으로 가장 많은 청취자를 보유하고 있다. 이번에 진행하는 첫 북미 투어는 16회(회당 5~7천석)까지 확대된 상황이며 내년에는 아레나 투어로 바로 성장하면서 BEP를 넘어설 것으로 예상된다.

도표 12. 블랙핑크 빌보드 Hot100 순위 추이



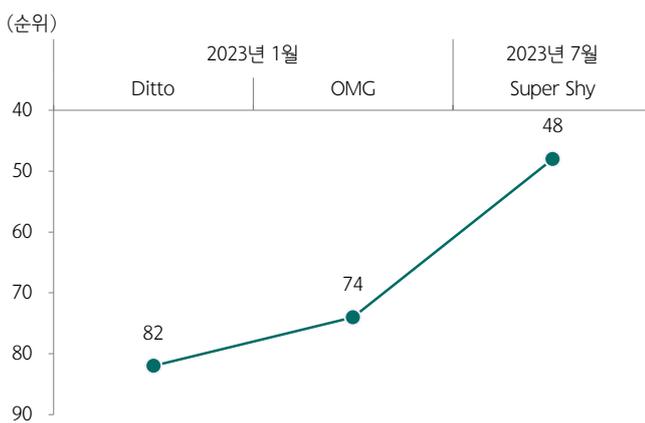
자료: Billboard, 하나증권

도표 13. 캣츠아이 빌보드 Hot100 순위 추이 (2024년 데뷔)



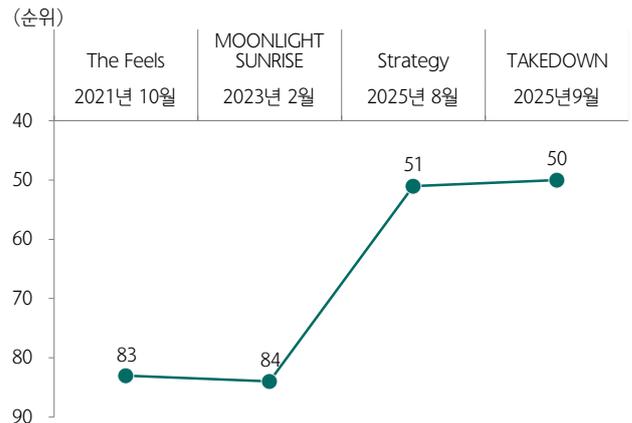
자료: Billboard, 하나증권

도표 14. 뉴진스 빌보드 Hot100 순위 추이 (2022년 데뷔)



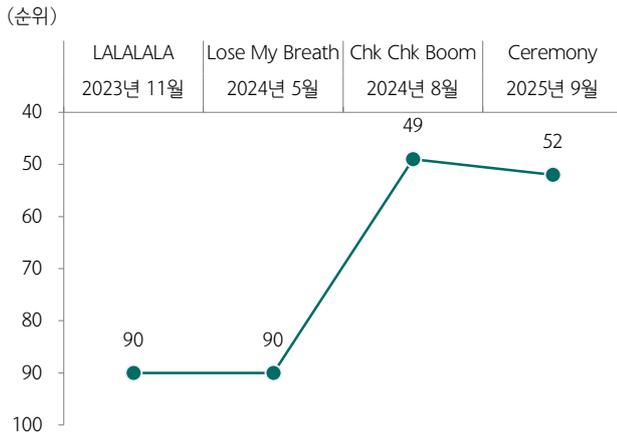
자료: Billboard, 하나증권

도표 15. 트와이스 빌보드 Hot100 순위 추이



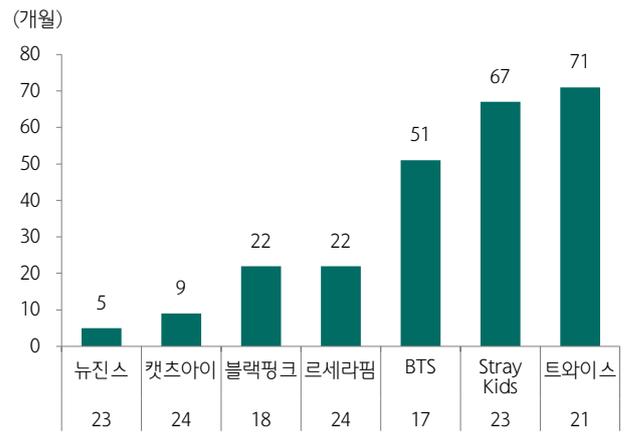
자료: Billboard, 하나증권

도표 16. 스트레이키즈 빌보드 Hot100 순위 추이



자료: Billboard, 하나증권

도표 17. 아티스트별 빌보드 Hot100 첫 진입 소요 개월 수



자료: Billboard, 하나증권

작년까지만 해도 회의적이었던 글로벌 신인 그룹에 대한 대규모 투자는 이제 와서 매우 중요한 모멘텀으로 작용하고 있다. 캣츠아이 뿐만 아니라 2022년 데뷔한 일본 &TEAM 역시 대표적 사례로 2025년 4월 발매한 싱글이 초동 41만 장 이상 팔리면서 2025년 오리콘 남성 아티스트 최다 판매량을 기록했다. 11월에는 한국에서도 데뷔했는데, 초동이 120만장 이상 판매되면서 라이즈/NCT Wish/보이넥스트도어와 함께 앨범당 100만장을 넘는 4번째 5세대 신인 남자 그룹이 되었다. 일본 음악(JPOP)을 기반으로 하는 KPOP 그룹으로 한국과 일본에서 모두 흥행하고 있는 것이 매우 긍정적이다. 최근 라틴에서도 보이 그룹 ‘산토스 브라보스’를 데뷔시켰으며, 또한, 캣츠아이를 배출한 <드림 아카데미> 출신 3인이 포함된 북미 2번째 걸그룹의 4번째 멤버를 선발하는 오디션도 일본에서 진행중이며, 그래미 3관왕 프로듀서 라이언 테더가 제작하는 미국 남자 그룹도 빠르면 내년 하반기 데뷔가 예상된다. 캣츠아이, 코르티스 등 대규모 비용을 투자한 그룹들의 흥행 속도가 매우 빠르게 증명되고 있다는 점에서 매우 긍정적이다.

도표 18. 캣츠아이 데뷔 1년만에 북중미 투어 개최



자료: 하이브, 하나증권

도표 19. 하이브 라틴 보이그룹 <산토스브라보스> 연내 데뷔 앨범 발매



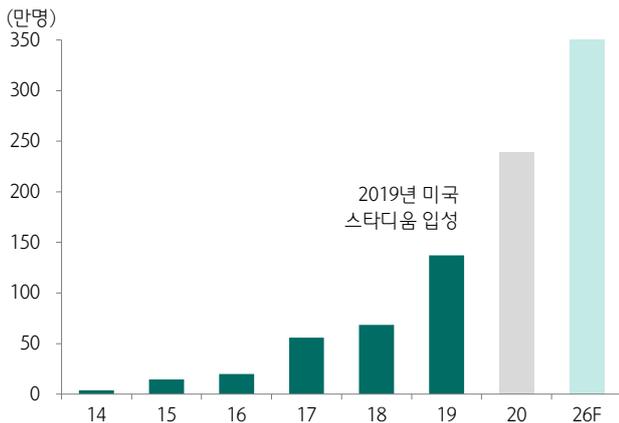
자료: 하이브, 하나증권

4) 단일 투어 200만명의 기준은 빌보드 Hot100 50위

글로벌 200만명 모객 가능한
KPOP 아티스트 증가 중

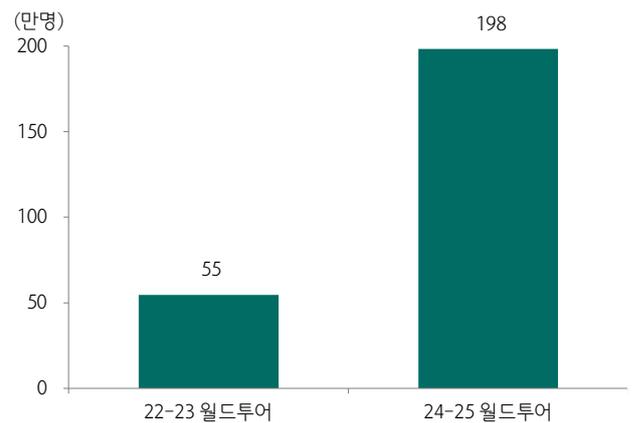
과거에는 단일 월드투어로 200만명 이상 모객이 가능했던 KPOP 아티스트는 BTS 정도였다. 그러나, 전술했듯이 빌보드 HOT100 50위 이내에 진입하는 그룹들이 많아지면서 월드 투어 규모 역시 확대되고 있다. 스트레이키즈가 가장 극적으로 성장하고 있는데, 수차례 빌보드200 1위를 달성하면서 최근 <Dominate> 투어에서 198만 명(북미 49만/유럽 39만)을 모객했다. 블랙핑크 역시 스타디움급 월드 투어를 진행하면서 <BORN PINK>로 약 180만명(북미 42만/유럽 21만)의 투어를 모객하고 있는데, 내년 추가 일정에 따라 처음으로 200만명을 넘어설 것이다. 트와이스는 전술했듯이 <케이팝데몬헌터스>의 가장 강력한 수혜를 받으면서 빌보드 HOT100 50위에 안착했고, 최근 진행하는 투어에서 73회의 투어 중 35회가 북미 일정으로 약 170만명 규모이다. 아직 일본 스타디움 일정이 발표 되기 전으로 발표 시 200만명이 넘어설 것으로 예상된다. 캣츠아이가 30위권까지 진입했는데, 일본 투어를 보수적으로 제외하더라도 100만명 규모는 충분히 가능한 수준으로 성장할 것이다.

도표 20. BTS 콘서트 모객 수 추이



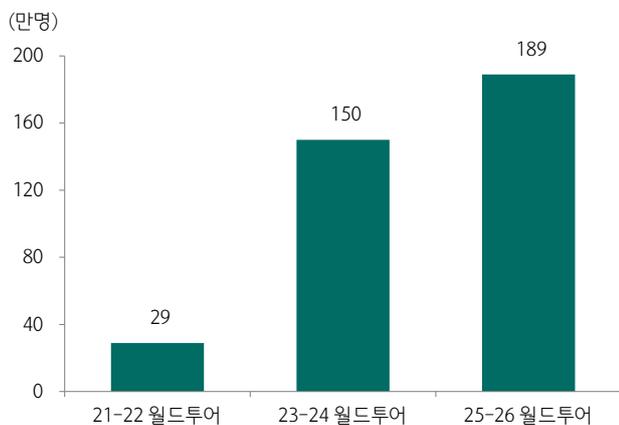
자료: 하이브, 하나증권

도표 21. 스트레이키즈 콘서트 모객 수 추이



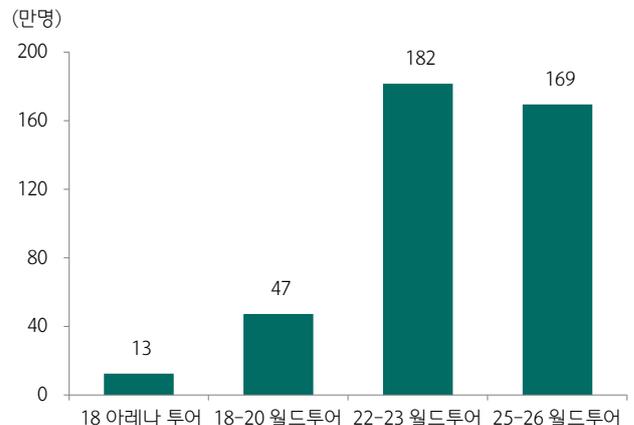
자료: JYP, 하나증권

도표 22. 트와이스 콘서트 모객 수 추이



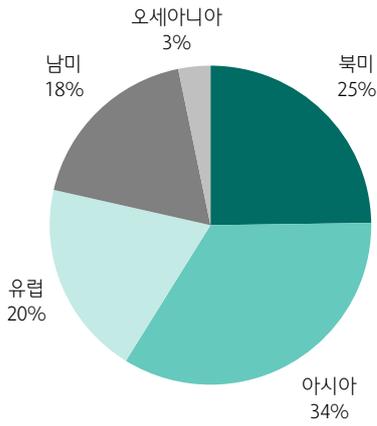
자료: JYP, 하나증권

도표 23. 블랙핑크 콘서트 모객 수 추이



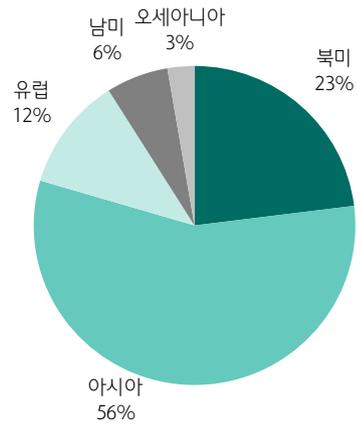
자료: YG, 하나증권

도표 24. 스트레이키즈 24-25년 월드투어 지역별 비중



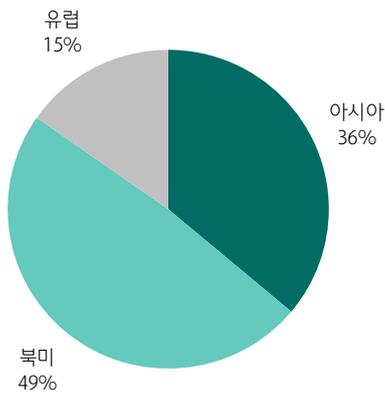
자료: JYP, 하나증권

도표 25. 블랙핑크 22-23년 월드투어 지역별 비중



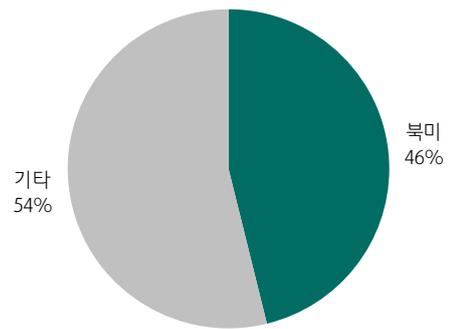
자료: YG, 하나증권

도표 26. 트와이스 25-26년 월드투어 지역별 비중



자료: JYP, 하나증권

도표 27. BTS 2026 투어 내 예상 북미 비중



자료: 언론, 하나증권

도표 28. 기획사별 주요 북미 투어 그룹 (평균 2만명 이상)

BTS 외에도
대규모 북미 투어 가능한
아티스트 수 확대

기획사	아티스트명	회당 평균 관객 수	북미 비중
하이브	BTS (2018)	31,000 명	26%
	세븐틴 (2024)	28,000 명	17%
	투모로우바이투게더 (2024)	20,800 명	26%
	엔하이픈	28,000 명	13%
JYP	스트레이키즈 (2024)	37,000 명	25%
	트와이스 (2023)	29,000 명	20%
YG	블랙핑크 (2022)	27,500 명	23%

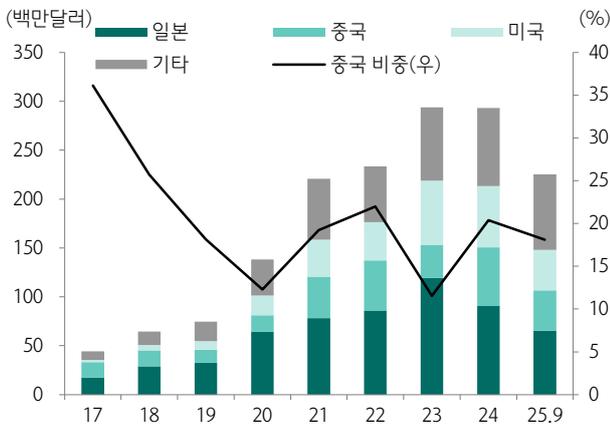
자료: 각 사, 하나증권

5) 남자 신인 그룹들의 성장 속도는 고무적

신인 그룹 호조 및 음반 성장 지속

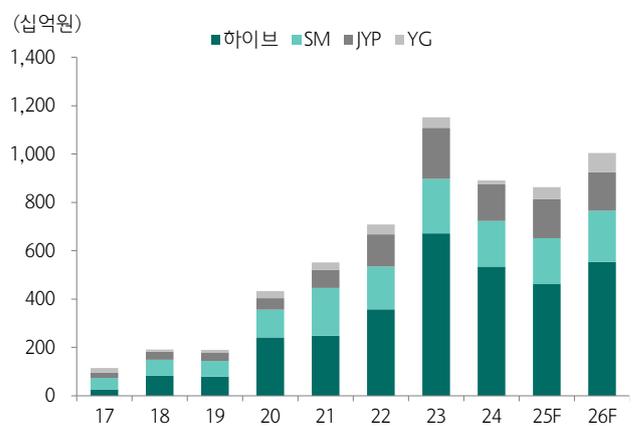
연간 음반 매출은 BTS의 군백기와 중국 공구 감소 시기를 제외하면 성장을 지속했으며, 올해에도 작년(약 9,300만장)과 비슷한 수준의 판매량이 기대된다. 중국은 판매량 감소 이슈는 마무리 수준에 들어가 약 20% 내외의 비중을 유지하고 있다. 특히, 남자 신인 그룹들의 성장세는 예전 속도를 유지하고 있는데, 코르티스는 데뷔 4개월 만에 100만장 돌파가 유력하며 일본 &TEAM 또한 한국 데뷔 첫 날에 100만장을 돌파했다. 이 외에도 라이즈/보이넥스트도어/NCT WISH 등 주요 5세대 남자 그룹들이 모두 100만장을 상회하고 있어 향후 2~300만장까지 성장 가능할 것이다. 이례적으로 많은 신인 남자 그룹들이 흥행하고 있어 긍정적이다.

도표 29. 음반 수출 추이: 9월 누적 중국 비중 18%



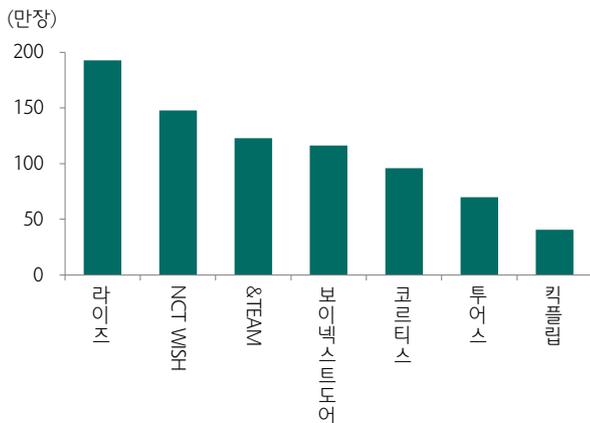
자료: TRASS, 하나증권

도표 30. 4대 기획사 합산 음반 매출 추이: 3년 간 62% 성장



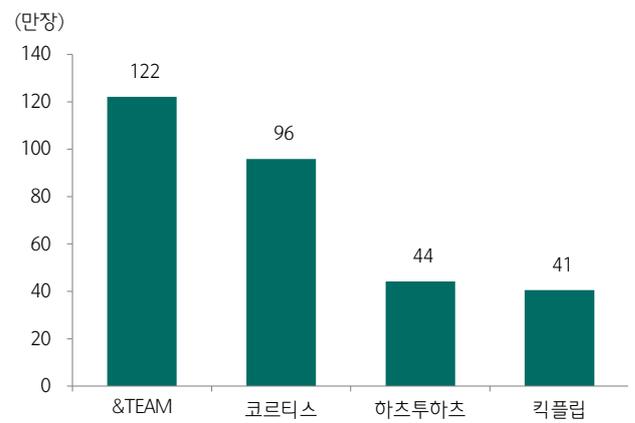
자료: 각 사, 하나증권

도표 31. 주요 신인 남자 그룹 최근 앨범 판매량



자료: 서울차트, 하나증권

도표 32. 2025년에 데뷔한 주요 그룹의 최근 앨범 판매량 비교



자료: 서울차트, 하나증권

6) MD 부문의 구조적 성장은 지속될 것

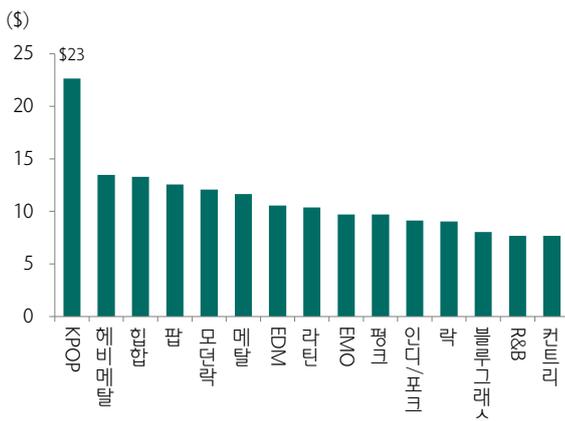
확대된 투어 규모와 전략 개선으로 구조적 성장 중

투어 규모 확대로 인해 공연 MD 매출도 빠르게 성장하고 있다. 미국 내 KPOP 콘서트 관객의 1인당 MD 구매 금액은 \$23로 타 장르 평균(\$10) 대비 두배 이상 높다. 구매 비중도 KPOP이 10%p 이상 높아 향후 북미 투어가 더 확대될수록 MD 매출은 더 가파르게 상승할 것이다. JYP는 스트레이키즈의 대규모 월드투어로 25년 2분기 MD 매출이 약 670억원 (YoY +356%)까지 성장했다. SM도 주요 아티스트들의 콘서트 및 다양한 팝업스토어를 통해 2분기에 600억원이 넘는 사상 최대 MD 매출을 달성했으며, YG도 블랙핑크의 투어가 시작된 3분기에는 281억원(YoY +102%)을 기록했다.

캐릭터 IP를 중심으로 다양해진 MD 판매 전략

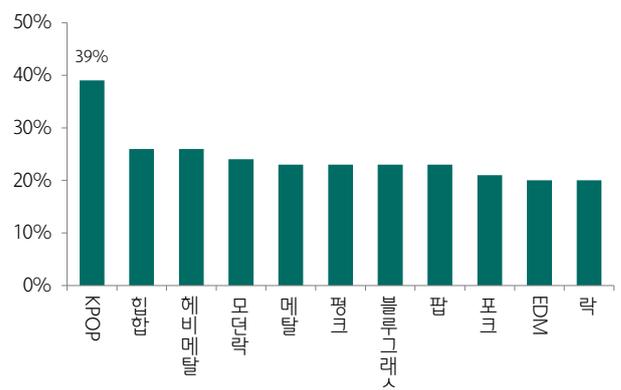
주요 MD 판매 전략 중 하나는 아티스트의 캐릭터화로, 최근 기획사는 아티스트가 직접 창작한 혹은 세계관이 적용된 캐릭터를 상품화하고 있다. 대표적인 예로 투모로우바이투게더의 뿔바투, 스트레이키즈의 SKZOO 등이 있다. 캐릭터 기반 MD는 아이돌 사진 위주로 상품화되던 기존과 달리 펜이나 키링과 같은 일상용품 등으로 상품군이 폭넓게 확대되고 있다. 아시아에서는 이와 같이 팬덤을 드러낼 수 있는 상품이 중심이 되고 있는데, 북미 등으로 가면 최근 블랙핑크가 콤플렉스/파나틱스/미첼앤네스와 협업한 스포츠웨어 컬렉션을 출시했다. LA, 시카고, 뉴욕 공연을 기념해 해당 지역의 프로 농구/야구팀의 로고가 새겨진 아이템으로 구성되어 있다. atVenu에 따르면 미국에서 가장 많이 팔린 MD 상품군 TOP3가 티셔츠, 후드, 모자로 북미에서는 아시아와 달리 라이프스타일에서 같이 활용될 수 있는 굿즈를 선호하고 있어 이를 타겟팅한 판매가 이뤄지고 있으며, 캣츠아이에서도 이런 현상이 확인된다.

도표 33. 미국 내 콘서트 관객 1인당 평균 MD 구매 금액



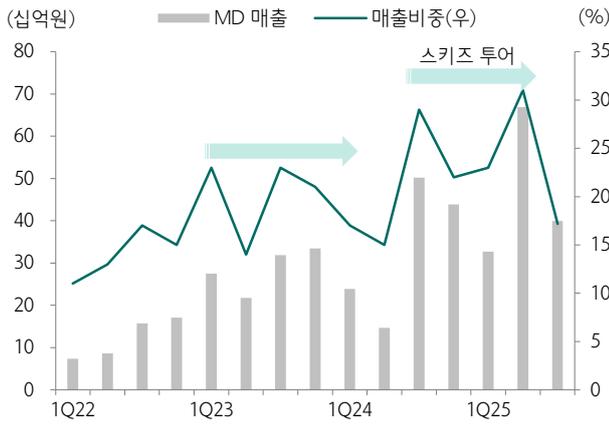
자료: atVenu, 하나증권

도표 34. 미국 내 콘서트 관객 1인당 장르별 MD 구매 비중



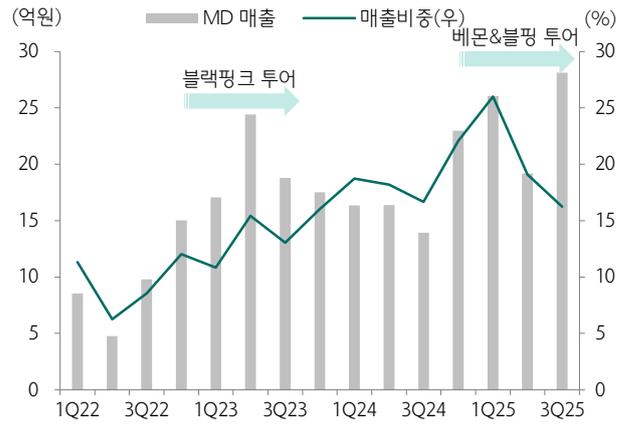
자료: atVenu, 하나증권

도표 35. JYP MD 매출 추이



자료: JYP, 하나증권

도표 36. YG MD 매출 추이



자료: YG, 하나증권

도표 37. SKZOO 키링 굿즈



자료: JYP, 하나증권

도표 38. 블랙핑크 스포츠웨어 컬렉션 일부



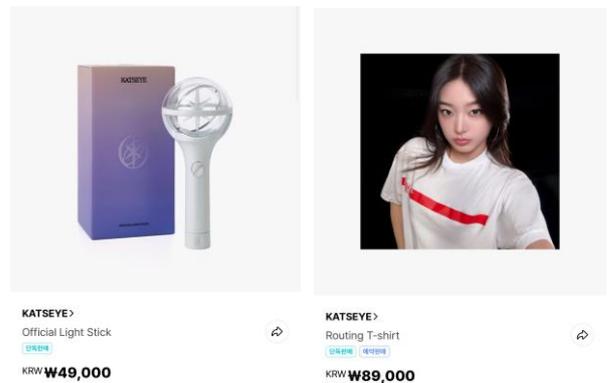
자료: YG, 하나증권

도표 39. 에스파x배틀그라운드 콜라보레이션



자료: SM, 하나증권

도표 40. 캣츠아이 워버스 굿즈



자료: 하이브, 하나증권

7) 하이브 최선호하나, 2등주들의 과도한 저평가도 관심 가질 필요

2026년은 BTS와 빅뱅의 동반 컴백에 더해 하이브가 복미 구조조정 비용 등 대규모 1회성 비용들을 선반영하고 내년 10~15% OPM 달성을 목표하면서, 사상 최대 실적이 기대된다. 하이브를 지속 최선호주로 제시하지만, 최근 하이브를 제외한 3대 기획사의 주가 하락도 너무 가파르다. 과거 인적/정치적 리스크가 높았던 구간에서 저점으로 작용했던 차기년도 예상 P/E 기준 15~17배까지 하락했는데, 해당 저점은 언제나 지켜졌었기에 3대 기획사에 대한 비중확대도 추천한다. SM은 동방신기 군입대 수준까지 밸류에이션이 하락했기에 차선호주로 제시하며, YG는 빅뱅의 오피셜 투어 발표 시 연간 1,200억원 내외까지 영업이익이 상승할 수 있어 상승 여력이 높다.

도표 41. 기획사 영업이익의 테이블

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019	이익 증가율	주가 상승률	2020	2021	2022	2023	이익 증가율	주가 상승률	2024	2025F	2026F	이익 증가율	수익률 (YTD)
SM	11	48	40	269%	108%	7	68	91	114	1300%	96%	87	170	197	126%	33%
JYP	20	29	44	123%	530%	44	58	97	169	193%	110%	128	152	176	37%	0%
YG	25	20	5	-80%	73%	11	51	47	87	327%	103%	(21)	73	84	흑전	37%
하이브	33	80	99	203%	-	146	190	237	296	-	-	184	88	496	169%	55%
합산	88	176	188	113%	170%	207	366	471	666	128%	104%	379	483	952	151%	40%

주: 2023년까지 주가 상승률은 하이브 제외 3사 합산 기준

자료: 각 사, 하나증권

도표 42. 하이브 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
매출액	2,178	2,256	2,632	3,770	361	640	528	726	501	706	727	693
음반/음원	970	861	738	884	145	250	214	252	137	229	190	183
콘서트	359	451	787	1,393	44	144	74	189	155	189	245	198
기타 매니지먼트	233	235	280	316	50	54	60	71	61	65	77	77
MD/라이선스	326	420	590	889	61	109	99	151	106	153	168	157
콘텐츠	290	288	236	288	61	84	80	64	41	70	47	78
영업이익	296	184	88	496	14	51	54	65	22	66	(42)	37
OPM	14%	8%	3%	13%	4%	8%	10%	9%	4%	9%	-6%	5%
지배주주순이익	187	9	10	392	17	15	6	(29)	60	18	(50)	(18)

자료: 하이브, 하나증권

도표 43. SM 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
매출액	961	990	1,180	1,251	220	254	242	274	231	303	322	324
SME	619	663	811	862	136	174	172	180	165	220	225	201
SM Japan	104	93	99	101	33	19	22	20	21	26	24	27
SM C&C	127	110	100	111	24	28	25	33	18	21	25	36
DREAMMAKER	94	36	73	87	13	8	11	5	23	15	9	27
디어유	0	0	66	100	0	0	0	0	0	20	22	24
영업이익	113	87	170	197	16	25	13	34	33	48	48	41
OPM	12%	9%	14%	16%	7%	10%	6%	12%	14%	16%	15%	13%
당기순이익	83	1	360	153	12	8	4	(24)	253	31	45	32

자료: SM, 하나증권

도표 44. JYP 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
매출액	567	602	767	812	137	96	170	199	141	216	233	178
음반/음원	263	217	226	226	47	26	68	76	45	39	80	62
매니지먼트	106	165	262	279	42	31	36	56	40	83	87	53
콘서트	63	104	179	189	29	14	22	38	22	62	63	32
광고	28	34	46	48	8	9	8	9	9	11	13	13
출연료	14	27	38	42	5	8	5	9	9	10	11	8
기타	198	220	279	307	48	38	66	67	57	94	65	63
GPM(%)	47%	43%	38%	41%	44%	35%	49%	39%	37%	42%	33%	42%
영업이익	169	128	152	176	34	9	48	37	20	53	41	38
OPM(%)	30%	21%	20%	22%	25%	10%	28%	19%	14%	25%	18%	21%
당기순이익	105	98	169	132	31	1	39	26	69	36	27	36

자료: JYP, 하나증권

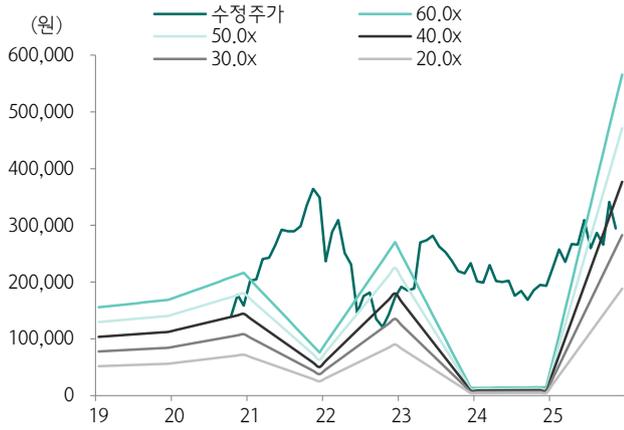
도표 45. YG 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
매출액	569	365	537	629	87	90	84	104	100	100	173	163
음반/음원	197	152	209	258	35	39	31	47	48	41	60	60
앨범/DVD	44	15	32	77	3	5	3	5	6	2	12	12
디지털음원	76	67	77	80	16	18	15	19	16	20	20	22
MD 상품 외	78	70	100	100	16	16	14	23	26	19	28	27
광고	59	35	29	31	11	9	6	8	5	5	9	10
콘서트	111	17	104	121	2	7	3	5	7	9	51	37
로열티	46	25	44	64	11	(1)	11	5	4	9	16	15
출연료	17	17	18	18	3	3	4	7	3	4	4	7
기타	48	40	44	48	8	12	9	11	11	10	11	12
음악서비스	89	79	88	89	17	21	19	21	22	22	21	22
GPM(%)	33%	27%	34%	33%	26%	25%	27%	30%	36%	36%	33%	32%
영업이익	87	(21)	73	84	(7)	(11)	(4)	1	10	8	31	24
OPM(%)	15%	-6%	14%	13%	-8%	-12%	-4%	1%	10%	8%	18%	15%
당기순이익	77	20	73	83	0	(0)	(1)	21	10	11	24	28

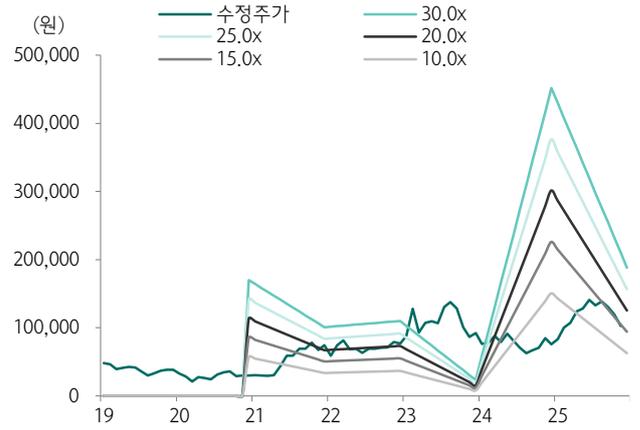
자료: YG, 하나증권

도표 46. 하이브 12MF P/E 차트



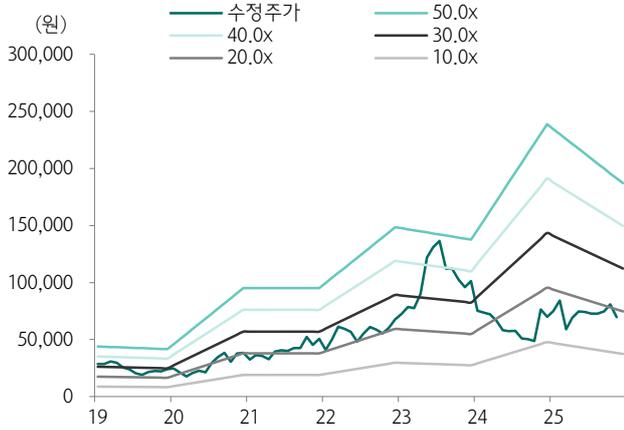
자료: 하이브, 하나증권

도표 47. SM 12MF P/E 차트



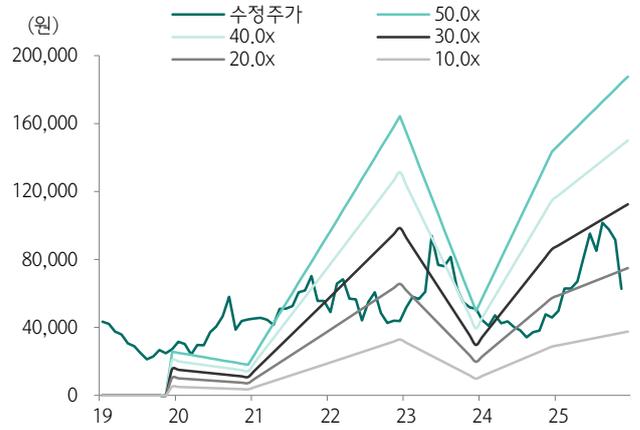
자료: SM, 하나증권

도표 48. JYP 12MF P/E 차트



자료: JYP, 하나증권

도표 49. YG 12MF P/E 차트



자료: YG, 하나증권

2. 미디어/드라마: 국내 OTT가 살아야 한다

1) 미디어: TV광고 침체로 인해 실적 부진 장기화

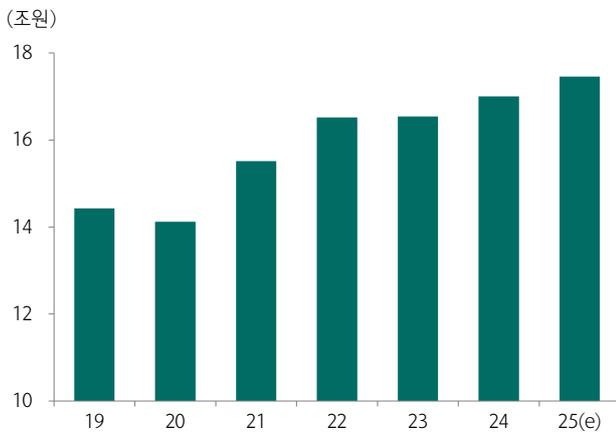
방송 광고의 부진은
구조적 장기화

Kobaco에 따르면 2025년 연간 방송 광고비는 약 2.9조원(YoY -2%)으로 4년 연속 역성장 전망하고 있는데 이는 2019년 대비 21% 감소한 수준이다. TV광고 하락 폭은 더욱 가파르는데 2025년 3분기 누적으로 -20% 수준으로 감소했으며, 2022년 대비로는 절반 수준이다.

지상파TV 대비
OTT의 경쟁 우위는 강화 중

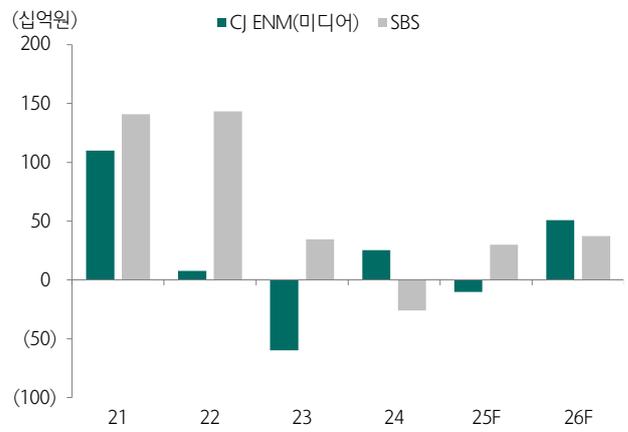
TV 스크린 이용 시간을 비교해보면, 프라임시간(19~21시)를 제외하고 전체 시청 시간 중 OTT가 지상파TV의 이용 시간을 대부분 넘어선다. TV 스크린을 통해서도 OTT 시청이 가능하며, 최근에는 스포츠 경기와 같은 실시간 시청 콘텐츠도 OTT에서 독점으로 볼 수 있게 되면서 이러한 흐름은 더 가속화될 것이다. 또한 OTT별 광고 요금제 도입으로 인해 광고 인벤토리가 더 확장되었는데, OTT 광고는 방대한 데이터를 바탕으로 더 효율적인 광고 타겟팅이 가능하다는 점에서 광고주 선호도가 높아 광고 시장에서도 TV광고 산업의 회복보다는 OTT에서 더욱 높은 경쟁력을 가지는 것이 중요해지고 있다.

도표 50. 국내 총 광고비 추이 (2019년 대비 +21%)



자료: kobaco, 하나증권

도표 51. CJ ENM(미디어) & SBS 영업이익 추이

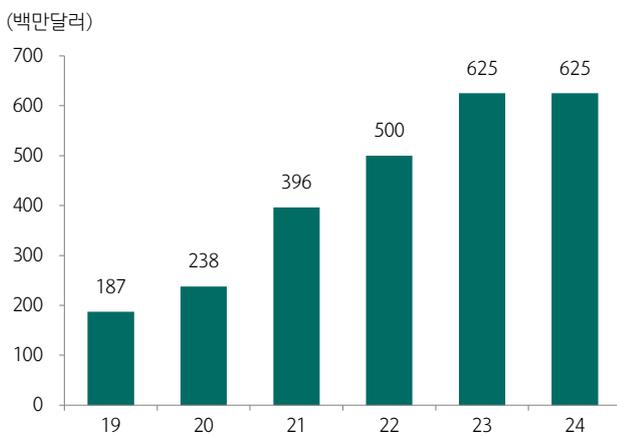


자료: 각 사, 하나증권

2) 넷플릭스에 붙거나 합병해서 2위를 도모하거나

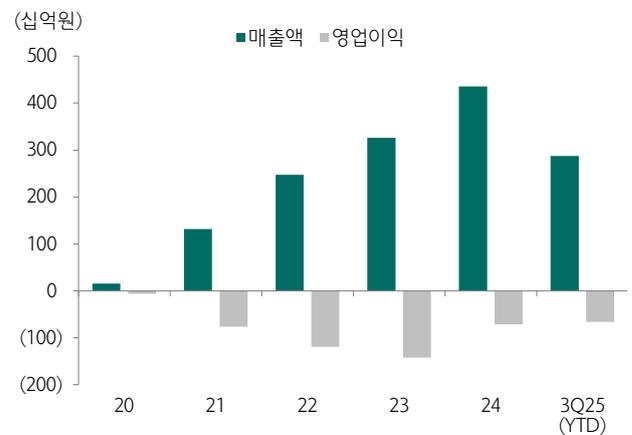
넷플릭스의 가입자는 이미 3억명을 돌파했으며, 연간 제작비는 약 20조원으로 이 중 한국은 약 8,000억원이 투자된다. 반면 티빙의 유료가입자는 약 450만명이며 제작비는 연 1,500~2,000억원 수준으로 지난 4년간 누적 적자도 4,000억원을 넘어서고 있다. 국내 OTT의 투자 여력 약화는 제작 축소로 이어지고 있다. 티빙은 2022년 총 24편의 오리지널 콘텐츠를 제작하였는데 2024년에는 11개까지 감소했다. 반면 넷플릭스의 한국 오리지널 콘텐츠는 2024년에 드라마/비드라마 합산 30편으로 티빙 대비 3배 수준이다. 티빙만으로는 경쟁 자체가 불가능한 상황이다.

도표 52. 넷플릭스 한국 콘텐츠 투자 금액 추이



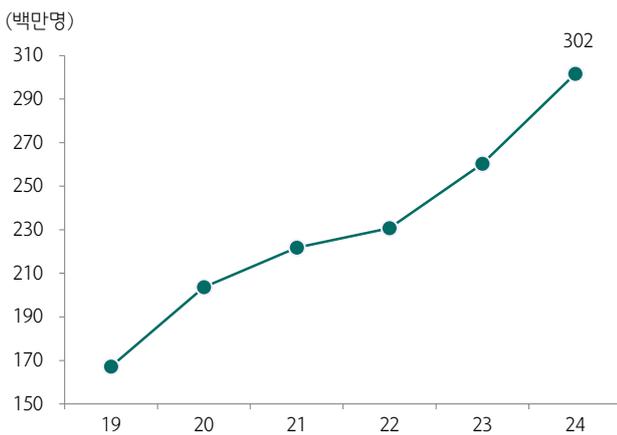
자료: Netflix, 언론, 하나증권

도표 53. 티빙 연간 실적 추이



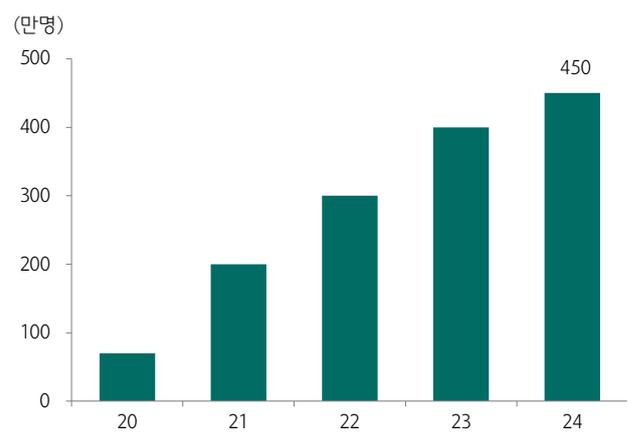
자료: CJ ENM, 하나증권

도표 54. 넷플릭스 가입자 수 추이



자료: Netflix, Bloomberg, 하나증권

도표 55. 티빙 유료 가입자 수 추이



자료: CJ ENM, 하나증권

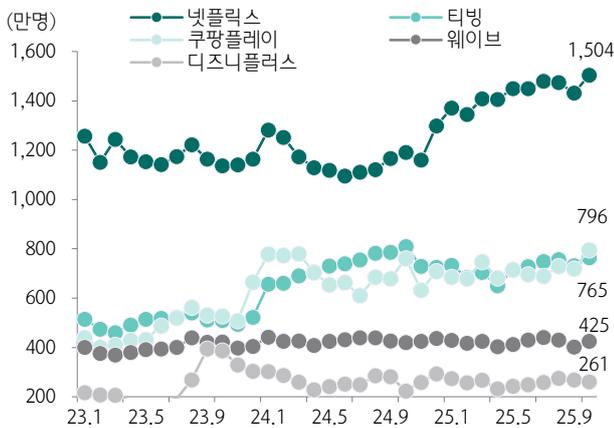
**합병과 해외 제휴로
1,500만 가입자 목표**

TV광고 역성장과 넷플릭스와 경쟁이 불가능한 OTT 체급 차이 속에서 결국 2가지 전략으로 나뉘는데, 넷플릭스에 불거나 혹은 2위권 업체들의 합병이다. 티빙과 웨이브는 합병을 통해 기회를 모색하고 있는데, 2026년 말까지 요금제 가격을 동결해야 하는 조건부 승인이 난 상황이다. 그렇기에 가격 인상보다는 ‘배민클럽 결합 요금제’, ‘웨이브와의 더블 광고 요금제’ 출시 및 해외 OTT 제휴를 통해 가입자 수 성장을 목표하고 있다. 웨이브와 광고 플랫폼도 통합하면서 광고 매출은 2025년 3분기 약 400억원으로 전년 동기 대비 75% 성장했으며, 재차 분기 BEP에 가까워지고 있다. 해외의 경우 일본 디즈니 및 동남아 HBO와 제휴를 체결했다. 자체 콘텐츠의 판매와 공동 제작, 그리고 추후 성과 공유를 통해 질적 양적 성장을 도모하고 있다. 웨이브와의 합병과 해외 제휴를 통해 2027년까지 1,500만 명의 가입자 수 달성을 목표로 하고 있다.

**넷플릭스향 판매로
광고 부진에도 실적 개선 흐름**

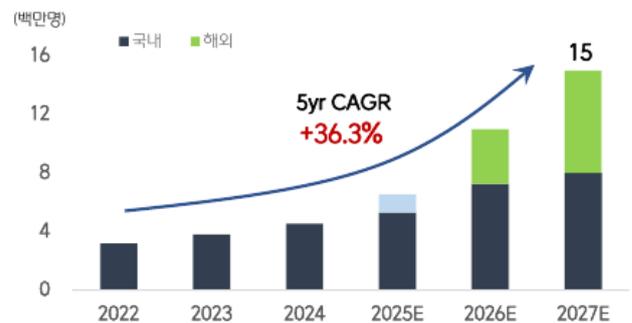
반면, SBS는 작년 Netflix와의 전략적 파트너십 체결을 통해 국내 전송권 및 구작 판매 외에도 3분기부터 넷플릭스향 글로벌 드라마 판매가 시작되었으며 4분기에도 오리지널 및 글로벌 판매 각각 1편이 반영된다. 이 외에도 디즈니향 1편 및 동남아 viu향 1편이 있어, 광고 업황 부진에도 불구하고 실적이 가파르게 개선되고 있다. 만약 올해 광고 업황이 작년 수준만 유지되었다면 올해 600억원 이상의 영업이익도 가능했을 것이다. -20%라는 업황 속에서도 4분기 200억원에 근접하는 이익이 예상되는데, 2026년에는 넷플릭스와 공동 제작하는 드라마가 더 많아질 것이기 때문에, 양질의 콘텐츠 판매 및 광고 개선이라는 선순환도 기대해 볼 수 있을 것이다.

도표 56. 주요 OTT MAU 추이



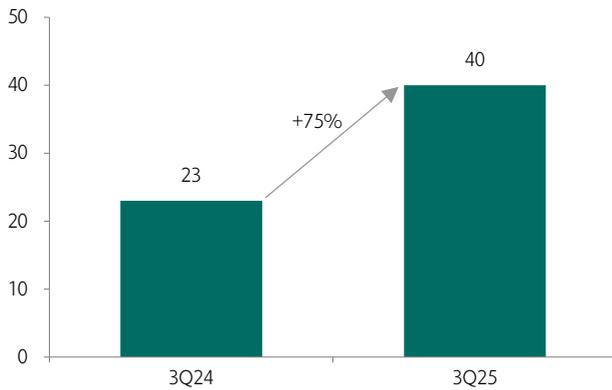
자료: 모바일인덱스, 하나증권

도표 57. 티빙 가입자 수 추이 및 목표



자료: CJ ENM, 하나증권

도표 58. 티빙 광고 매출 추이 (YTD)



자료: CJ ENM, 하나증권

도표 59. CJ ENM-워너브라더스 디스커버리 파트너십 체결

- ✓ K콘텐츠 공동 기획·제작해 HBO 맥스에 유통
- ✓ 11월 17개 지역 HBO 맥스에 티빙 콘텐츠 선공개, 내년초 브랜드관 신설

자료: CJ ENM, 하나증권

도표 60. 12월 20일 SBS-Netflix 전략적 파트너십 체결

계약 체결일	2024년 12월 20일	
계약 기간	2025년 1월 1일부터 6년	
계약 내용	신작 드라마	계약 시작일부터 신규 방영 콘텐츠 일부 국내 공급 2025년 하반기 신규 방영 콘텐츠 일부 해외 공급
	신작 예능/교양	계약 시작일부터 신규 방영 콘텐츠 국내 공급
	구작 라이브러리	계약 시작일부터 계약 이전 방영 콘텐츠 국내 공급

자료: SBS, 하나증권

도표 61. 파트너십 체결 관련 상세 내용

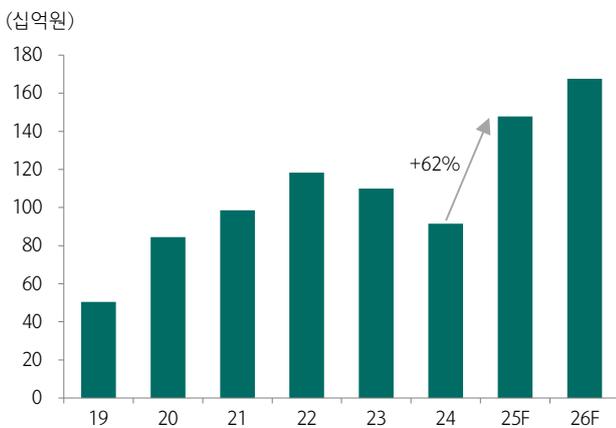
NETFLIX와 전략적 파트너십

콘텐츠 제작 헤게모니
SBS ↔ NETFLIX
지속적인 K콘텐츠 공급

- 시장현황**
 - 글로벌OTT의 지속적인 K콘텐츠 수요
 - 글로벌OTT의 무분별한 투자보다는 선별적, 효율적 투자 증가
- K콘텐츠 공급자 중 파트너십 체결 배경**
 - 고품질의 K콘텐츠를, 효율·효과적으로, 꾸준하게 공급할 수 있는 사업자는 대한민국에 극소수
 - 전 장르 포트폴리오 가장 우수한 미디어그룹임을 인증
- 전략적 파트너십에 따른 기대효과**
 - 넷플릭스와 구축력있는 협력을 통해 K콘텐츠 헤게모니 장악
 - 드라마를 넘어서 예능, 교양 프로그램 넷플릭스와 협력 강화 (BBC모험·전 영의 보물적 협력)
 - 기존 캐시카운인 광고수익과 선순환 구조 구축
 - PPL 등 부가수익 증가
 - 콘텐츠 헤게모니를 통해 제작비(주연배우 출연료 등) 절감
- 글로벌 최초 전 편성 구매**
 - 글로벌OTT가 방송사 편성 전체를 서비스하는 것은 최초 사례

자료: SBS, 하나증권

도표 62. SBS 온라인 유통수익 추이



자료: SBS, 하나증권

도표 63. 4분기 넷플릭스 글로벌 판매(수목) 및 오리지널 작품



자료: 언론, 하나증권

도표 64. CJ ENM 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
매출액	4,368	5,231	5,345	5,585	1,154	1,165	1,125	1,788	1,138	1,313	1,246	1,648
1. 미디어플랫폼	1,262	1,373	1,294	1,339	314	353	356	350	293	319	320	362
2. 커머스	1,338	1,451	1,510	1,537	348	372	334	398	362	386	356	406
3. 영화/드라마	1,092	1,705	1,717	1,828	366	288	252	799	316	411	373	618
4. 음악	676	702	824	881	126	152	183	241	167	197	197	262
영업이익	(15)	104	103	212	12	35	16	41	1	29	18	56
OPM	0%	2%	2%	4%	1%	3%	1%	2%	0%	2%	1%	3%
1. 미디어플랫폼	(60)	25	(10)	51	(3)	16	11	2	(6)	(8)	(3)	7
2. 커머스	69	83	82	88	26	27	9	20	26	21	13	22
3. 영화/드라마	(97)	(41)	(2)	27	(18)	(18)	(6)	1	(23)	(1)	7	16
4. 음악	71	31	35	48	5	5	2	19	3	17	2	13
당기순이익	(397)	(581)	43	85	(35)	10	(531)	(25)	(82)	115	80	(69)

주: 2023년 1분기부터 사업부문 재분류. 자료: CJ ENM, 하나증권

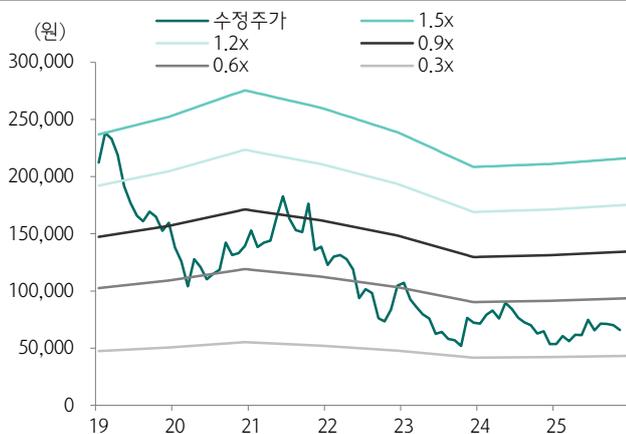
도표 65. SBS 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
매출	997	1,047	974	995	210	275	331	231	206	268	239	260
별도	867	768	689	731	161	192	247	168	147	172	168	201
광고	365	311	276	284	61	83	75	92	56	73	63	84
사업	501	457	413	448	100	108	172	76	91	99	104	118
기타	130	278	285	263	48	83	84	63	59	96	71	59
영업이익(손실)	58	(19)	32	48	(12)	10	(25)	9	(7)	7	13	19
별도	35	(26)	30	37	(15)	5	(25)	9	(4)	9	9	15
기타	24	7	2	10	3	4	0	(0)	(3)	(2)	4	4
지배주주손익	46	34	32	46	13	5	(22)	37	(7)	6	10	23

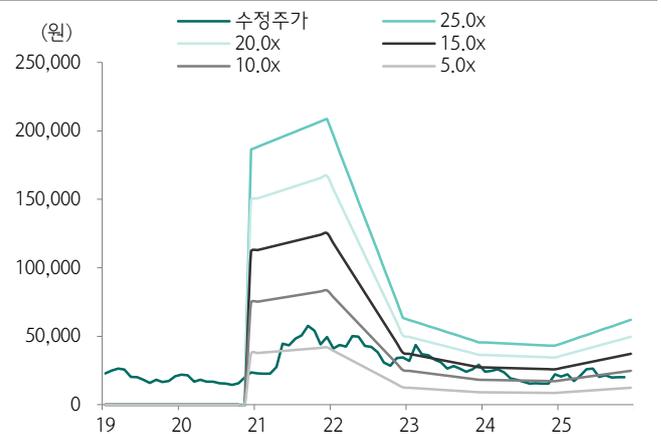
자료: SBS, 하나증권

도표 66. CJ ENM 12MF P/B 차트



자료: CJ ENM, 하나증권

도표 67. SBS 12MF P/E 차트



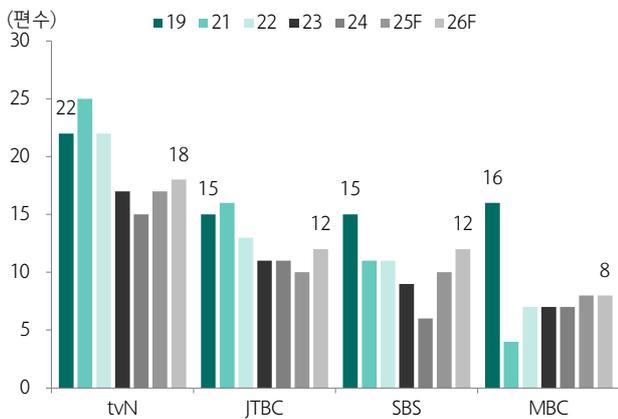
자료: SBS, 하나증권

3) 드라마: 정말 오랜만의 편성 반등 전망

드라마 제작/편성 수도 감소
평일 드라마 재개로 소폭 반등

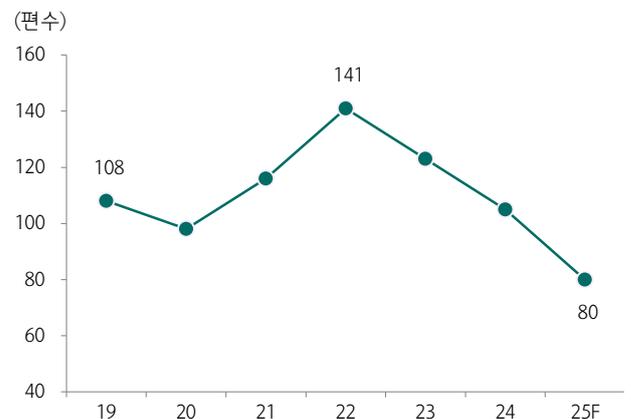
드라마 제작사의 가치는 편성에서 나오는데 TV광고가 부진해 제작비 절감을 위해 드라마 편성을 줄였고, 앵커 IP의 부재로 광고가 재차 하락하는 악순환이 이어지며 지난 3년간 실적 부진이 이어지고 있다. 국내 드라마 제작 편수는 2022년 141편에서 2025년 80편까지 감소한 것으로 추정되며, 스튜디오드래곤의 영업이익률은 2022년 10%에서 2024년 6%까지 하락했다. 다만, 이런 악순환을 끊어 내기 위해 재차 편성 확대를 시도하고 있다. 평일 편성에 상대적으로 제작비가 낮은 로코 등 가벼운 장르 위주로 시작될 것인데, SBS는 4분기 수목 드라마 장기용/안은진 주연의 <키스는 괜히 해서!>, JTBC는 금요 드라마 <마이 유스>에 이어 서현진 주연의 <러브 미> 방영을 계획하고 있다. TVN도 내년 수목 재개를 준비하고 있다.

도표 68. 주요 채널별 드라마 편성 수 추이 및 전망



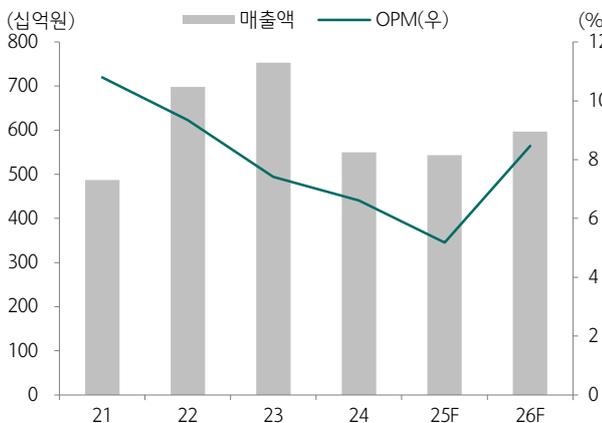
자료: 언론, 하나증권

도표 69. 국내 드라마 제작 편수 추이



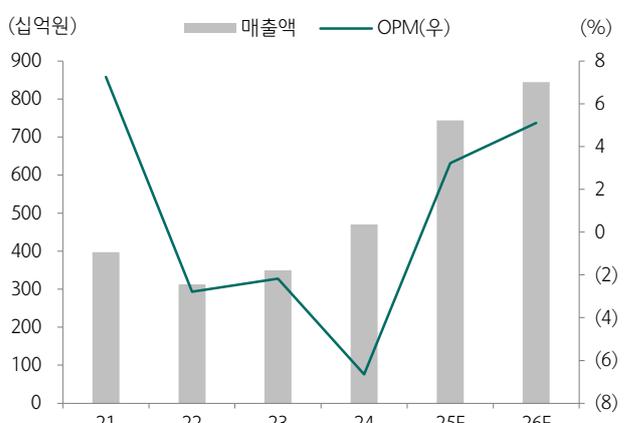
자료: 언론, 하나증권

도표 70. 스튜디오드래곤 실적 추이



자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 71. SLL 실적 추이



자료: 콘텐츠리중앙, 하나증권

드라마 제작/편성 수도 감소
평일 드라마 재개로 소폭 반등

편성 확대를 위해 해외 현지 제작 등도 노력하고 있는데, 스튜디오드래곤은 <내 남편과 결혼해줘>의 리메이크판이 일본 1위 OTT인 아마존 프라임 재팬에서 1위를 차지하며 제작 역량을 입증했다. 이 외에도 지상파 드라마 <하츠코이도그즈>와 일본 넷플릭스향 <소울메이트> 2편을 더 준비하고 있다. 미국에서는 오랫동안 기다린 시리즈 오더가 가시화 될 것으로 예상하고 있다.

콘텐츠리중앙의 아픈 손가락이었던 Wiip은 <The Summer I Turned Pretty S3>와 <TASK S1>이 4분기 반영되면서 연간 첫 흑자 전환이 예상된다. 내년에는 <The Summer I Turned Pretty>의 영화 제작과 이를 포함 5개 작품의 납품이 확정되었다고 밝혔으며, S2 작품도 2개 이상으로 추정된다. S2 2편이면 최소 BEP가 예상되는 만큼 2025년에 이어 2026년까지 성장이 이어질 것으로 예상된다.

도표 72. 스튜디오드래곤 하반기 일본 현지 드라마



소울메이트(日)
Netflix(JP)
8부작
12월 납품 예정



자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 73. Wiip 하반기 제작 현황



<The Summer... S3> '25. 7.16
- 프라임비디오 글로벌 TV쇼 부문 **1위**
(10대·2030 女 시청 **2위**)
- 70일간 글로벌 시청자 7,000만명
(前 시즌 대비 **65% ↑**)



<Task S1> - '25. 9. 7
- HBO 글로벌 차트 **1위**
- 역대 HBO 시리즈 **TOP 5**로 데뷔
- 공개 3일만 시청자 310만명
(누적 **1,000만명** 시청)

자료: 콘텐츠리중앙, 하나증권

도표 74. 스튜디오드래곤 2025년 하반기 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차
tvN	월화	3Q25	첫, 사랑을 위하여	염정아, 박해준	12
		4Q25	신사장 프로젝트	한석규, 배현성	12
	토일	3Q25	알미운 사랑	이정재, 임지연	12
		4Q25	폭군의 셰프	임윤아, 강한나	12
			태풍상사	이준호, 김민하	16
			프로보노	정경호, 소주연	12
OTT	티빙	4Q25	친애하는 X	김유정, 김영대	12
	넷플릭스	4Q25	소울메이트(일본)	옥택연, 이소무라 하야토	8

자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 75. SLL 2025년 하반기 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차
JTBC	토일	3Q25	에스콰이어	이진욱, 정채연	12
			백번의 추억	김다미, 신예은	12
		4Q25	서울 자가에 대기업 다니는 김부장 이야기	류승룡, 명세빈	12
			경도를 기다리며	박서준, 원지안	12
	금요	3Q25	착한 사나이	이동욱, 이성경	14
		4Q25	마이 유스	송중기, 천우희	12
OTT	넷플릭스	4Q25	러브 미	서현진, 유재명	12
	디즈니+	4Q25	캐셔로	이준호, 김혜준	8
		3Q25	파인: 촛뜨기들	류승룡, 양세종	11

자료: 콘텐츠리중앙, 하나증권

4) 극장도 합병만이 살 길

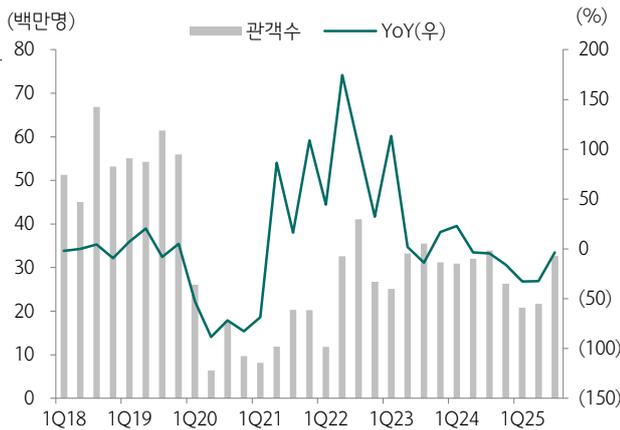
극장 수요 부진도 심화

OTT의 고성장으로 극장 수요 부진도 심화되고 있다. 25년 3분기 누적 극장 관객 수는 약 7,521만명으로 전년 대비 -22%, 코로나 이전 대비 -56% 수준이다. 7월에는 영화 산업 활성화를 목적으로 6,000원 할인권 450만장이 배포되었음에도 불구하고 2024년 3분기 수준까지도 회복하지 못했으며, 9월에는 전월 대비 46% 감소하면서 일시적 효과에 그쳤다.

메가박스-롯데컬처웍스 합병 추진

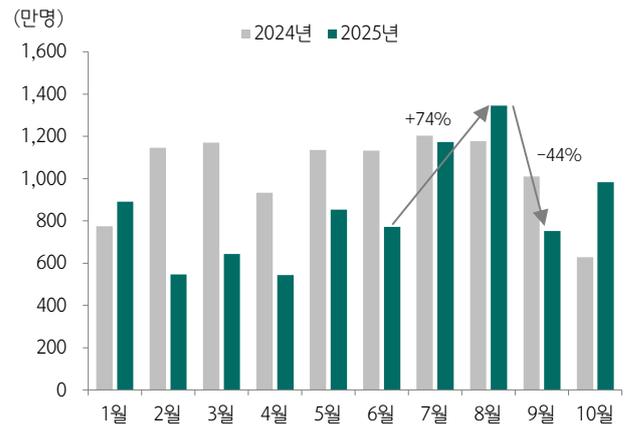
이를 타개하기 위해 메가박스와 롯데컬처웍스는 지난 6월 공정위에 합병 사전협의를 접수했고, 동시에 4,000억 원 규모의 투자유치에 착수했다. 다만 언론에 따르면 투자자 유치가 쉽지 않아 속도는 더딘 상황이다. 극장의 구조적 개선 가능성은 쉽지 않아 BEP 관객 수를 더욱 낮춰야 하는데, 이미 월간 1,000만명 수준까지 절감한 만큼 추가적인 개선 여력이 매우 제한적이다. 합병이 가능하다면 비용 절감 뿐만 아니라 연결 제의를 통한 가파른 실적 개선을 기대할 수 있다.

도표 76. 극장 관객 수 추이 - 2025년 3분기 3,270만명 (-4% YoY)



자료: KOBIS, 하나증권

도표 77. 2024-2025 월별 극장 관객 수 추이



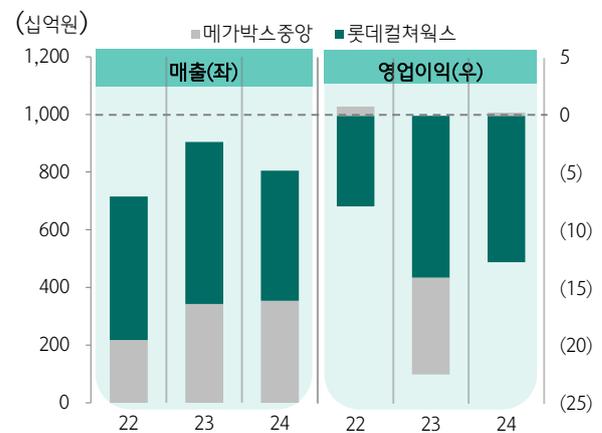
자료: KOBIS, 하나증권

도표 78. 7월 25일 영화 관람료 6,000원 할인권 배포



자료: 문화체육관광부, 하나증권

도표 79. 메가박스&롯데컬처웍스 실적추이



자료: 각 사, 하나증권

5) 한한령 완화 시 편당 200억원 내외 이익 상승

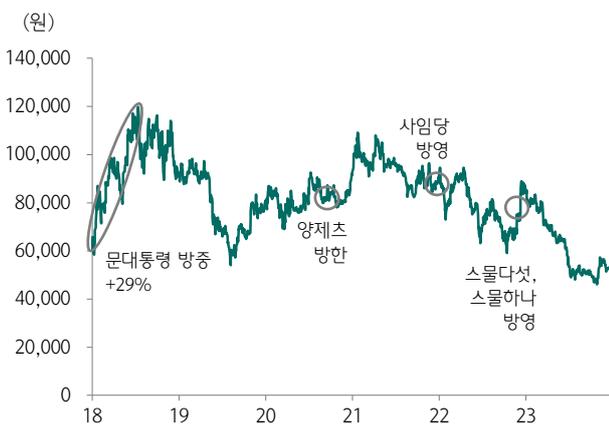
한한령 이후 첫 드라마 방영 재개는 2022년 <사임당>이 시작이었다. 이후 1년 간 약 18편의 작품들이 광전총국 심의를 통과해 중국 OTT에 공개되었다. 그러나 2023년 3월부터 심의가 재차 중단되면서 현재까지 정식 유통된 드라마는 없다. 과거 2017년 문재인 전 대통령의 정상회담과 방중, 2020년 중앙정치국 위원 방한, 그리고 <사임당> 방영 등이 있을 때마다 주가는 매번 유의미한 수준으로 상승했다. 이번 APEC에서는 박진영 대중문화교류 위원장과 시진핑 간의 만남 및 KBS-CMG MOU 체결 등으로 한번 더 한한령 완화를 기대하고 있는데, 구작의 경우 편당 최대 20-30억원으로 추정되며, 동시 방영은 제작 및 사전 심의 기간을 감안하면 1년 이상의 시간이 필요하지만, 최소 제작비 400억원 이상에 50%의 중국향 리쿠플을 가정하면 편당 200억원의 증익이 가능할 것이다.

도표 80. 사드 이후 중국에서 방영 된 한국 드라마 - 2022년 방영 작품 회색 표시

작품명	주연 배우	한국 방영 시점	중국 방영 시점	OTT
사임당, 빛의 일기	이영애, 송승헌	2017년 1월	2022년 1월	후난위성TV
밥 잘 사주는 예쁜 누나	손예진, 정해인	2018년 3월	2022년 3월	iQiyi
또 오해영	서현진, 에릭	2016년 5월	2022년 3월	Bilibili
슬기로운 감빵생활	박해수, 정경호	2017년 11월	2022년 3월	Bilibili
인현왕후의 남자	유인나, 지현우	2012년 4월	2022년 3월	Bilibili
지금, 헤어지는 중입니다	송혜교, 장기용	2021년 11월	2022년 3월	Youku
김비서가 왜 그럴까	박서준, 박민영	2018년 6월	2022년 3월	iQiyi
'슬기로운 의사생활 시즌2	조정석, 유연석	2021년 6월	2022년 4월	Bilibili
당신이 잠든 사이에	이종석, 수지	2017년 9월	2022년 4월	Tencent Video
순정에 반하다	정경호, 김소연	2015년 4월	2022년 4월	Bilibili
나인: 아홉 번의 시간여행	이진욱, 조윤희	2013년 3월	2022년 5월	Bilibili
이태원 클라쓰	박서준, 김다미	2020년 1월	2022년 5월	Youku
배드 앤 크레이지	이동욱, 한지은	2021년 12월	2022년 5월	iQiyi
'슬기로운 의사생활 시즌1	조정석, 유연석	2020년 3월	2022년 12월	Bilibili
스물다섯 스물하나	남주혁, 김태리	2022년 2월	2022년 12월	Youku
힘센여자 도봉순	박보영, 박형식	2017년 2월	2022년 12월	iQiyi
갯마을 차차차	신민아, 김선호	2021년 8월	2023년 1월	Bilibili
나의 해방일지	손석구, 김지원	2022년 4월	2023년 2월	Youku

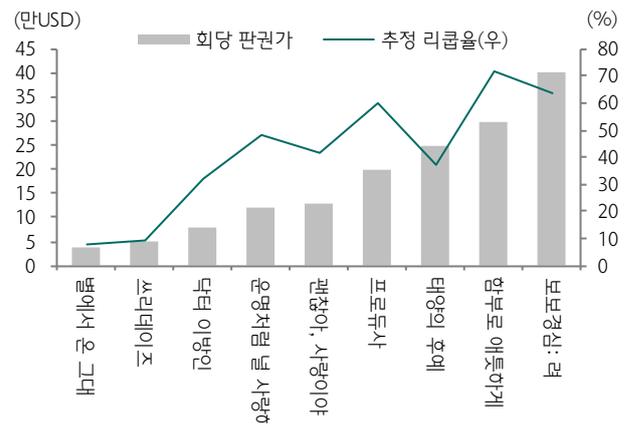
자료: 언론, 하나증권

도표 81. 스튜디오드래곤 주가 추이



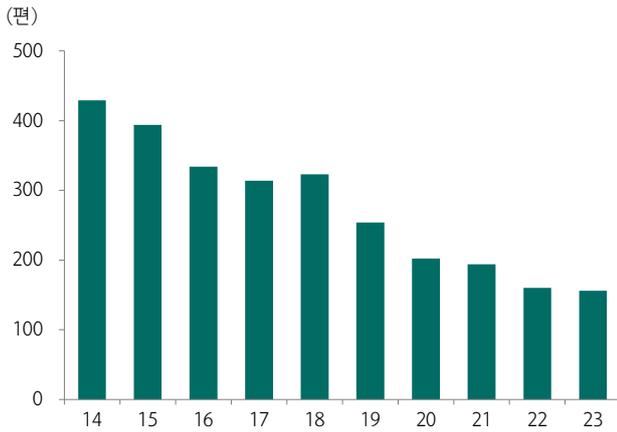
자료: Quantwise, 하나증권

도표 82. 중국향 수출 드라마 회당 판권가



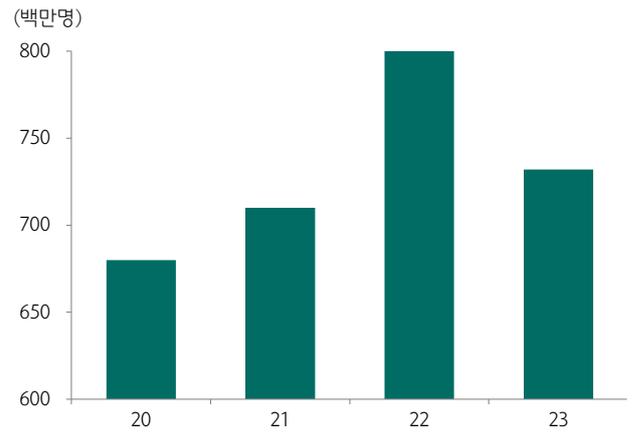
자료: 언론, 하나증권

도표 83. 중국 드라마 작품 수 추이



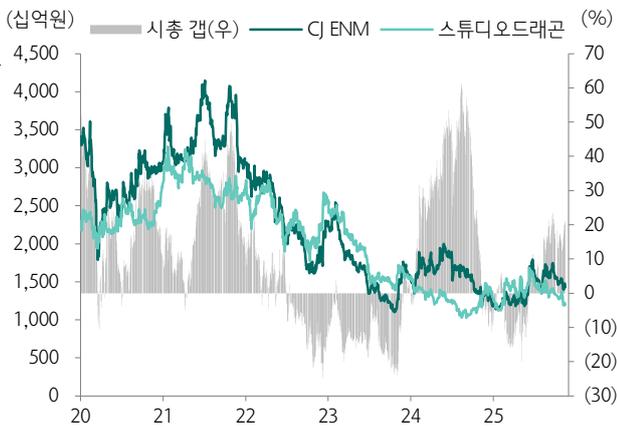
자료: Statista, 하나증권

도표 84. 중국 OTT 유료 가입자 추이



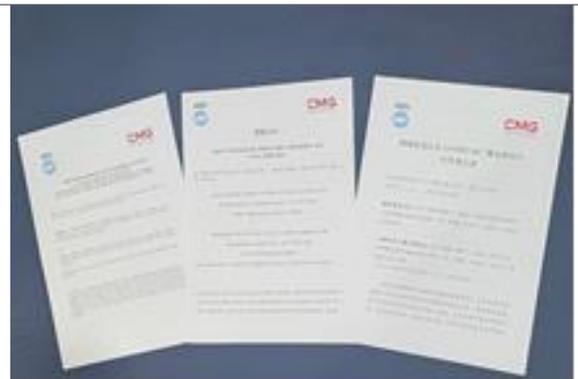
자료: Statista, 하나증권

도표 85. CJ ENM/스튜디오드래곤 시가총액 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 86. KBS 중국 중앙방송총국과 MOU 체결



자료: 언론, 하나증권

도표 87. 스튜디오드래곤 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
매출액	753	550	543	597	192	137	90	131	134	114	137	158
편성	154	127	114	146	47	31	22	28	33	17	28	36
판매	589	406	415	435	141	102	64	98	98	92	106	118
기타	10	16	15	15	3	4	4	5	2	5	3	5
매출총이익	88	68	61	85	29	18	6	15	11	4	17	28
GPM	12%	12%	11%	14%	15%	13%	7%	12%	9%	3%	13%	18%
영업이익	56	36	28	51	22	10	(1)	5	4	(3)	10	16
OPM	7%	7%	5%	8%	11%	8%	-1%	4%	3%	-3%	8%	10%
순이익	30	33	27	46	20	8	(6)	11	2	(4)	9	19

자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 88. 콘텐츠리중앙 실적 추정

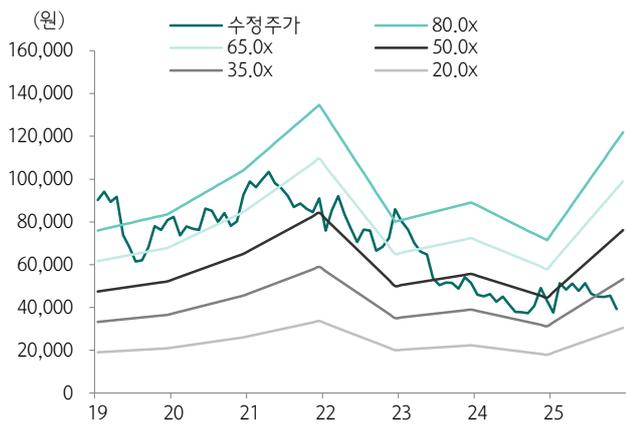
(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
매출액	993	879	1,121	1,224	221	227	228	203	225	316	279	301
SLL	569	470	743	844	103	127	125	115	140	222	164	217
극장	310	292	246	257	85	71	75	60	45	58	78	65
플레이타임	64	64	63	65	19	14	17	14	16	13	17	16
영업이익	(68)	(47)	(0)	23	(10)	(7)	(13)	(18)	(12)	2	11	(1)
SLL	(52)	(31)	24	43	(10)	(5)	(14)	(2)	(4)	10	8	10
극장	(18)	(15)	(30)	(27)	(1)	0	1	(15)	(10)	(8)	2	(13)
플레이타임	7	3	3	4	2	(0)	2	(1)	1	(1)	1	1
OPM (%)	(7)	(5)	(0)	2	(5)	(3)	(6)	(9)	(5)	0	4	(0)
당기순이익	(167)	(92)	(105)	(53)	(30)	(26)	(34)	(2)	(37)	(47)	2	(22)

주: '24년부터 실적 분류 변경으로 SLL이 별도+국내 레이블+wip을 포함

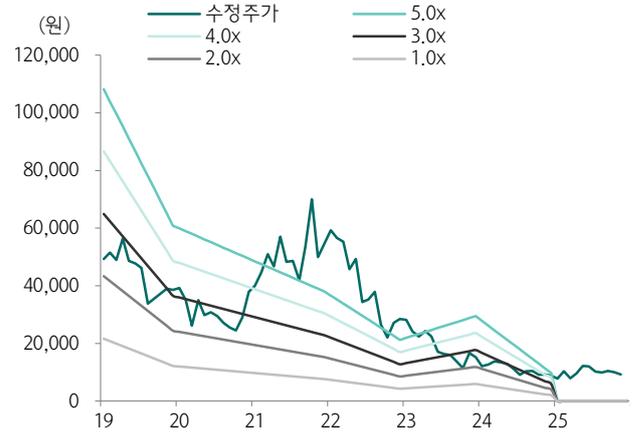
자료: 콘텐츠리중앙, 하나증권

도표 89. 스튜디오드래곤 12MF P/E 차트



자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 90. 콘텐츠리중앙 12MF P/E 차트



자료: 콘텐츠리중앙, 하나증권

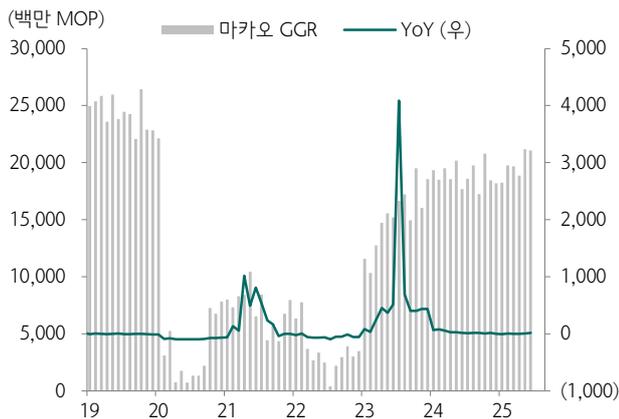
3. 카지노: 호텔 룸이 곧 Capa.임을 증명

1) 마카오 카지노는 논 게이밍 이벤트 확대로 호실적 지속

태풍으로 인한 성수기 락다운에도
GGR 상승하며 견조한 수요 증명

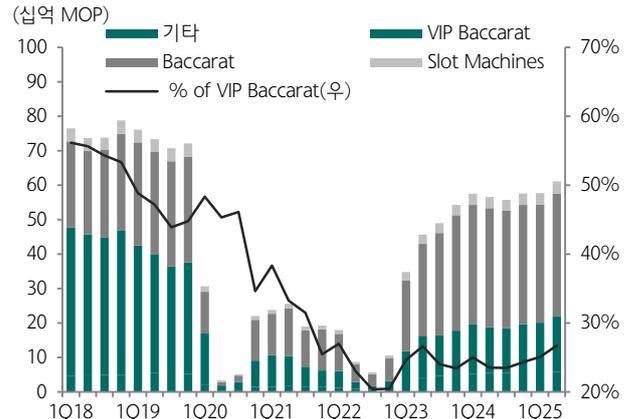
마카오 업황은 최근 3개월 연속 호실적을 보이며 견조한 성장을 지속하고 있다. 2025년 3분기 마카오 GGR은 약 \$78억(약 12조원, YoY +13%)으로 2019년 동월 대비 88% 수준까지 회복했다. 10월에는 황금 연휴가 있었지만 해당 기간에 태풍으로 락다운이 있어 GGR이 다소 감소할 것으로 전망되었으며 주가 역시 조정 받았지만 오히려 GGR \$31억(+16%)을 기록하며 2019년 동월 대비 91% 수준까지 더 가파르게 회복했다. 논 게이밍 이벤트도 확대되고 있는데, NBA 프리시즌 경기가 10월에 샌즈 차이나의 베네시안에서 개최되는 등 콘서트 뿐만 아니라 대형 스포츠 경기 유치로도 확대되고 있다. 갤럭시 엔터테인먼트는 UFC와 29년까지 4년간 파트너십을 체결하여 연 3회 ‘파이트 나이트’와 ‘로드 투 UFC’가 갤럭시 아레나에서 개최될 예정이다. 올해 재키청 콘서트, 텐센트뮤직 페스티벌 TIMA 등 과거에 없었던 대형 이벤트 개최를 통해 수요가 확실히 개선되고 있다.

도표 91. 마카오 월별 GGR 추이: 10월 약 4.3조원 (YoY +16%)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 92. 마카오 부문별 GGR 추이: 3Q25 VIP 비중 27%



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 93. 주요 마카오 카지노 업체 밸류에이션 및 실적 테이블

종목	PER		PBR	
	25F	26F	25F	26F
강원랜드	11.3	10.5	0.9	0.8
파라다이스	16.0	14.1	0.8	0.8
GKL	14.4	12.8	1.9	1.7
롯데관광개발	-	28.3	4.6	4.0
갤럭시엔터	16.2	14.7	2.1	2.0
MGM차이나	11.7	10.8	17.6	9.3
샌즈차이나	20.3	16.0	12.5	9.2
원마카오	15.3	10.7	-	-

(단위: 백만HKD)	매출액		영업이익	
	25F	26F	25F	26F
갤럭시엔터	47,815	51,337	10,155	11,088
MGM차이나	33,542	35,029	6,705	7,015
샌즈차이나	7,360	7,990	1,365	1,635
원마카오	29,051	30,874	4,840	5,453

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 94. 마카오 인덱스 주가 추이(YTD +26%)



자료: Bloomberg, 하나증권

2) 롯데관광개발의 증장기 시가총액은 최소 3조원 이상

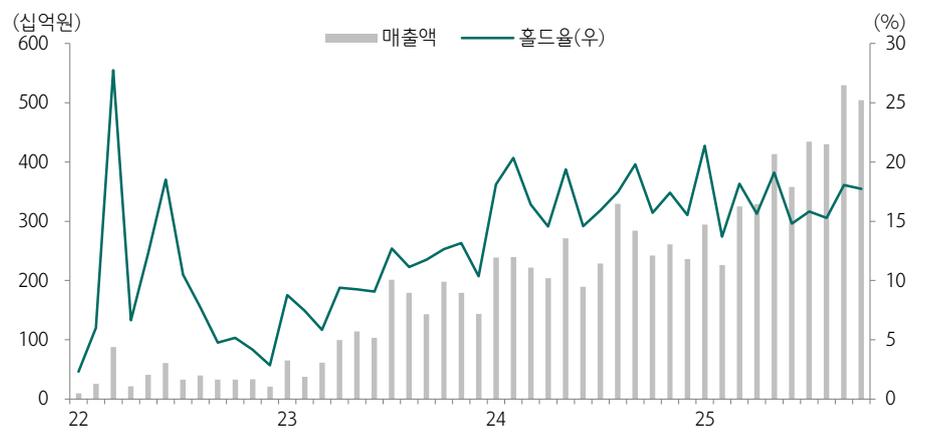
2012~2014년 파라다이스의 고성장기에는 중국인 VIP 드랍액이 연평균 48% 상승하면서 3~4배 가까운 주가 상승이 나타났다. 그러나, 중국의 반부패 기조가 시작되면서 VIP가 아닌 복합리조트로의 성장을 강조했고 정켓 업체들이 과거 200개에서 최근 20개 이하로 감소하는 과정에서 마카오 카지노들은 신규 복합리조트 증설을 통해 호텔 룸을 확보하며 Mass 고객을 모객했다. 과거에는 VIP 1명으로 수십~수백억원의 이익을 낼 수 있었지만, 이제는 Mass 모객을 위해 다수의 호텔 룸이 필요하다.

이를 증명하듯 롯데관광개발은 빠르게 성장하고 있다. 1,600개의 호텔 룸을 기반으로 고객에게 콤프로 제공되는 비중이 1Q 31% → 2Q 42% → 3Q 49%로 가파르게 상승하면서 방문객 수/드랍액/매출액 모두 우상향하며 상당한 실적 레버리지가 이어지고 있다. 3분기 영업이익은 500억원을 상회하면서 외국인 카지노 중 가장 많은 영업이익을 달성했다. 증장기적으로는 어떤 그림을 그려봐야 할까?

콤프 비중이 분기 평균 30%일 때 월 매출액은 약 300억원이었으며, 50%일때 약 450억원이다. 만약 이런 흐름으로 지속되면 내년 상반기 내 70% 달성도 가능하며, 월 평균 매출액은 6~700억원 내외가 가능하다. 이는 향후 연간 카지노 매출액이 7,000억원 내외까지 상승한다는 가정으로 이어질 수 있으며, 공헌영업이익률 50%를 감안하면 영업이익은 2,500억원 내외가 될 것이다. 더 중요한 점은 최근 자체 방문객 수가 늘어나 11월부터 에이전트 매출이 없다는 것이다. 리베이트가 없어지며 추가적인 홀드올 상승도 가능하다.

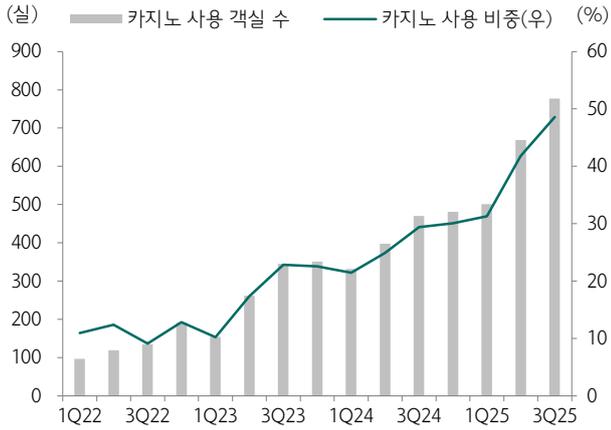
연간 영업이익 2,000억원만 가정해도 EBITDA 기준으로는 3,000억원에 가까운 현금 흐름이 발생한다. Capex를 제외하면 8,000억원이 넘는 장기차입금 상환에 활용될 것이고, 변수가 없다면 2028~2029년 전액 상환 가능할 것이다. 내년 하반기부터는 수수료 없는 중도 상환 및 리파이낸싱도 가능하다. 이에 따라 금융비용 역시 가파르게 하락할 것인데, 누적 결손금만 1조원이 넘어 당분간 법인세도 제한적이다. 증장기 영업이익 2,500억원을 가정하면 순이익 2,000억원도 가능할 것이고 목표 P/E 15배만 적용해도 3조원 이상의 시가총액이 가능할 것이다.

도표 95. 롯데관광개발 월별 카지노 매출액 및 홀드올 추이



자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 96. 그랜드 하얏트 제주 카지노 고객 객실 이용 추세



자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 97. 롯데관광개발 월별 카지노 드랍액 및 방문객 수 추이



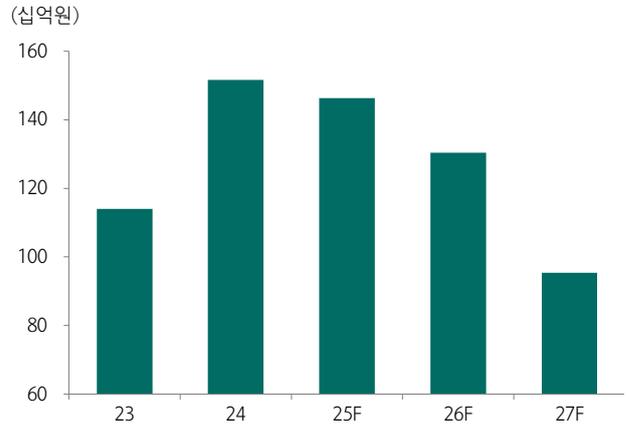
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 98. 그랜드 하얏트 제주 외국인 비중 추이



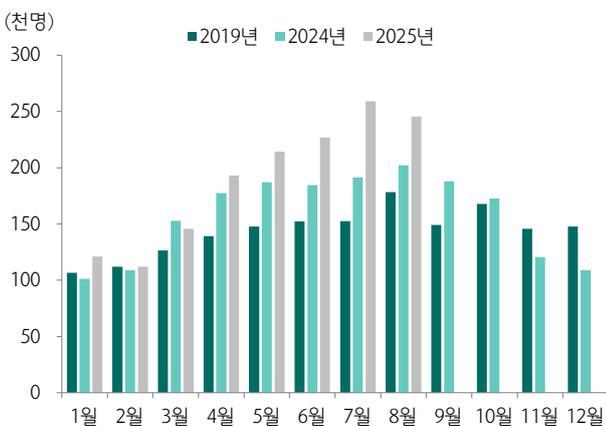
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 99. 롯데관광개발 금융비용 추이



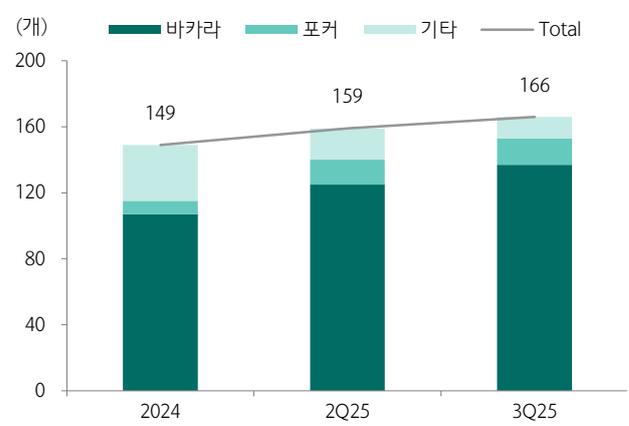
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 100. 제주도 외국인 월별 방문객 수 (YoY +21%)



자료: 제주관광협회, 롯데관광개발, 하나증권

도표 101. 제주드림타워 카지노 테이블 수 추이



자료: 롯데관광개발, 하나증권

3) 파라다이스도 인천 호텔 인수로 내년 2분기부터 가파른 이익 성장

파라다이스 시티는 최근 월 평균 400~450억원 수준의 매출액을 기록하고 있는데, 약 700실의 호텔 룸 규모와 내국인의 높은 선호로 인해 추가적인 성장이 제한되고 있다. 그런 의미에서 12월로 예정된 500실 규모의 인천 하얏트 웨스트 호텔 인수는 매우 중요한 모멘텀이 될 것이다.

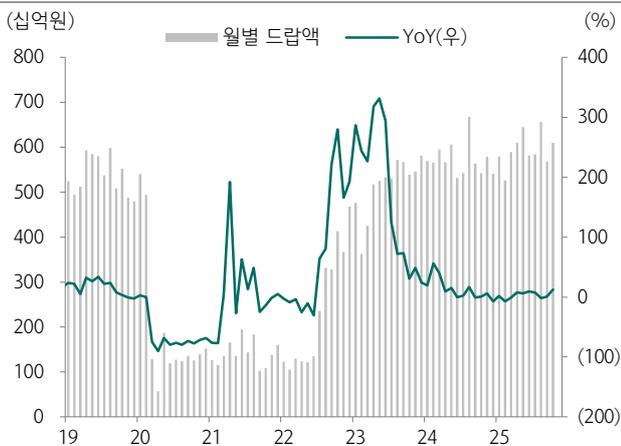
내년 3월 소프트 오픈 예정이며, 인천 그랜드 하얏트를 하얏트 리젠시(4성급)으로 변경하여 운영할 예정이다. 파라다이스 시티와 가격의 차이를 두고, 브릿지 건설 등 연결성을 강화해 자연스럽게 내국인 혹은 Mass 고객들을 4성급으로 모객하며, 비어 있는 시티의 호텔 룸을 고객 영업에 활용하는 방식이 예상된다. 전체 객실 수 중 카지노 영업에 활용되는 비중이 각각 20%/30% 상승한다면, 시티의 인당 드랍액 3,200만원을 감안할 때 연간 매출액은 각각 1,800억원/2,700억원 증가할 것이다. 이는 단순 VIP만 계산한 것으로 당연히 Mass 드랍액도 상승할 것이다. 내년 2분기부터 이를 확인할 수 있다면 올해 롯데관광개발이 보여줬던 상승 흐름이 비슷하게 나타날 것으로 예상된다.

도표 102. 인천 파라다이스 시티 객실 활용도 증가 시 카지노 매출 성장 시나리오

전체 객실 수	카지노 영업에 활용되는 비중	활용되는 객실 수	인당 드랍액 (추정)	홀드올 (추정)	연간 카지노 매출 증분
711실	20%	140	3,200만원	11%	1,800억원
	30%	210			2,700억원

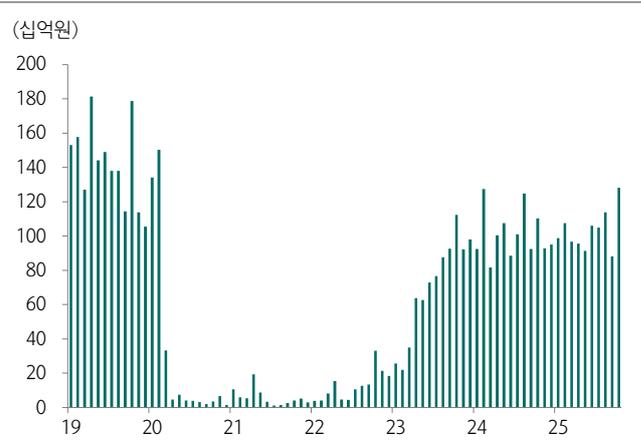
자료: 파라다이스, 하나증권

도표 103. 파라다이스 월별 드랍액: 10월 6,095억원(YoY +12%)



자료: 파라다이스, 하나증권

도표 104. 파라다이스 10월 중국인 VIP 드랍액 (19년 동월 대비 72%)



자료: 파라다이스, 하나증권

4) 강원랜드의 K-HIT 프로젝트와 GKL의 신사업 고민

강원랜드는 폐광지역 경제 활성화와 대한민국 관광 산업을 선도하고자 2035년 완공을 목표로 약 3조원을 투자해 K-HIT 프로젝트를 진행 중이다. 중장기적으로 카지노 신축에 1.8조원, 호텔 신축에 약 3,000억원 등을 투자할 예정이며, 이와 동시에 영업장 면적 및 게임 기구 증가, 그리고 베탱한도 상향 등 다양한 규제 완화도 나타나고 있다.

언론 보도에 따른 GKL도 카지노 영업장 이전 및 호텔 사업 등 다양한 신사업을 고민하고 있다. 3분기 기준 카지노 매출액은 롯데관광개발(제주) > 파라다이스 시티(인천) > GKL(강남 + 강북)으로 외국인 접근성이 가장 높은 카지노 매출액이 가장 낮는데, 호텔이 부재한 이유로 너무 당연한 결과다.

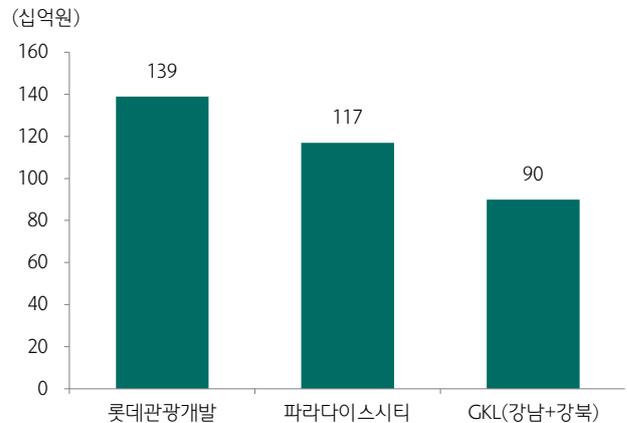
이는 모두 2023년 개장을 목표로 한 오사카 복합리조트 때문이다. 10조원 이상의 대규모 투자가 진행될 예정으로, 연간 게임 매출만 5조원 규모가 가능할 것으로 추정되며, 특히, 한국과의 지리적 이점이 높아 한국 방문객만 최소 33% 이상 기여할 것으로 전망되고 있다. 부산/대구 등 동남권에 있는 잠재적 수요는 일본에 뺄길 가능성이 매우 높으며, 이는 곧 국내 카지노의 매출 및 세금 감소로 이어질 것이다. 보다 빠른 규제 혁신을 통해 중장기 성장 동력을 강화하는 것이 중요하다.

도표 105. K-HIT프로젝트 구체안



자료: 강원랜드, 하나증권

도표 106. 주요 외국인 카지노별 3분기 매출액



자료: 각 사, 하나증권

5) 롯데관광개발 최선호하나 파라다이스의 밸류에이션 매력도 높다

롯데관광개발은 1,600개의 객실을 기반으로 콤프 비중 상승에 따른 실적 레버리지가 나타나고 있으며, 향후 2년간은 영업이익보다 더 높은 순이익 상승 사이클이 나타날 것이기에 최선호주로 제시한다. 파라다이스도 12월 인천 하얏트 호텔 인수를 통해 내년 2분기부터 가파른 성장 모멘텀이 나타날 것인데, 3분기 부진한 실적을 빌미로 2026년 예상 P/E 기준 14배까지 과도한 하락이 나타난 상황이다. 밸류에이션 매력이 높아 차선호주로 제시한다.

도표 107. 강원랜드 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
드랍액	5,722	5,595	6,023	6,174	1,380	1,347	1,499	1,370	1,455	1,473	1,603	1,492
홀드올	23.1%	24.2%	23.9%	24.2%	25.1%	24.6%	23.6%	24.3%	23.7%	24.5%	23.0%	24.3%
매출액	1,389	1,427	1,473	1,523	368	338	376	345	366	361	384	362
Casino	1,206	1,245	1,300	1,352	316	305	320	303	317	332	334	318
Non-Casino	183	182	173	171	52	33	56	42	49	29	50	44
영업이익	282	286	258	289	76	74	93	43	75	58	72	54
OPM	20%	20%	18%	19%	21%	22%	25%	12%	20%	16%	19%	15%
당기순이익	341	457	327	352	93	160	91	113	75	62	117	73

자료: 강원랜드, 하나증권

도표 108. 파라다이스 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
드랍액	6,173	6,868	7,163	7,615	1,730	1,704	1,773	1,662	1,694	1,835	1,808	1,826
홀드올	11.3%	11.2%	11.7%	11.7%	11.1%	11.9%	10.2%	11.5%	12.4%	11.8%	11.3%	11.2%
매출액	994	1,072	1,149	1,245	265	273	268	266	283	284	288	293
카지노	415	403	414	437	102	112	84	104	116	101	100	97
호텔	114	112	112	113	26	28	30	29	24	28	32	29
기타	16	18	19	20	4	2	8	4	4	4	6	5
복합리조트	449	539	604	674	132	131	147	129	139	152	150	162
영업이익	146	136	171	205	48	32	36	19	57	43	40	31
OPM	15%	13%	15%	16%	18%	12%	13%	7%	20%	15%	14%	11%
당기순이익	80	111	119	136	37	18	20	36	43	32	33	10
지배주주순이익	66	76	85	98	26	15	10	25	31	21	23	10

자료: 파라다이스, 하나증권

도표 109. GKL 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
드랍액	3,394	3,648	3,723	3,977	916	941	912	879	827	915	974	1,007
홀드올	11.6%	10.7%	11.4%	11.5%	10.2%	10.5%	10.4%	12.1%	13.1%	11.1%	11.2%	10.6%
매출액	397	396	428	464	98	99	94	106	110	101	109	108
영업이익	51	38	65	78	14	13	6	5	20	16	17	12
OPM	13%	10%	15%	17%	14%	13%	6%	5%	18%	16%	16%	11%
당기순이익	44	33	58	65	10	11	6	5	16	17	15	10

자료: GKL, 하나증권

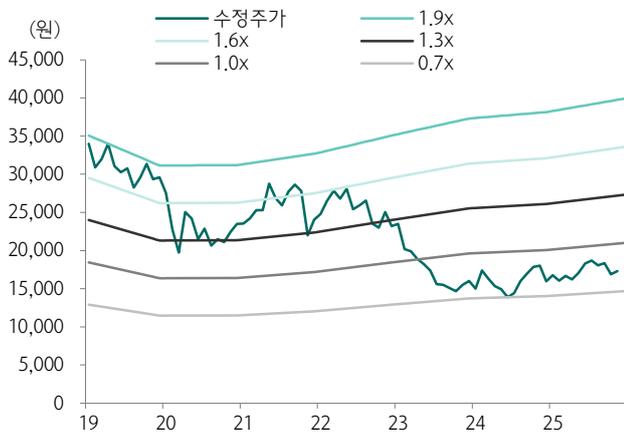
도표 110. 롯데관광개발 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
드랍액	1,445	1,726	2,782	3,327	385	410	476	456	482	669	849	783
홀드올	10.6%	17.1%	16.7%	16.6%	18.2%	16.2%	17.7%	16.2%	17.5%	16.5%	16.4%	16.5%
매출액	314	471	641	739	106	116	139	110	122	158	187	175
여행	61	84	91	93	18	25	27	15	22	24	22	23
호텔	93	86	82	86	17	23	26	19	14	22	24	21
카지노	152	295	463	554	70	66	84	74	85	110	139	129
기타	7	7	6	6	1	2	2	2	1	1	2	2
영업이익	(61)	39	144	184	9	6	22	2	13	33	53	45
OPM(%)	(19)	8	22	25	8	5	16	2	11	21	28	25
당기순이익	(202)	(117)	0	51	(38)	(3)	(29)	(47)	(24)	6	6	11

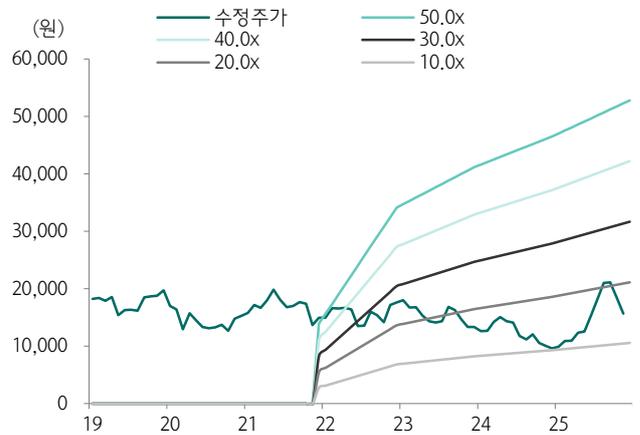
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 111. 강원랜드 12MF P/B 차트



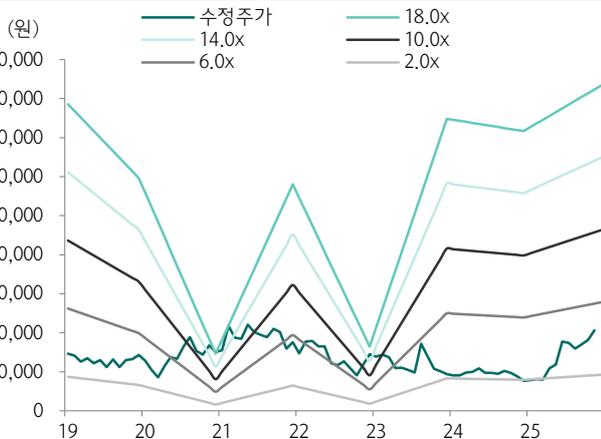
자료: 강원랜드, 하나증권

도표 112. 파라다이스 12MF P/E 차트



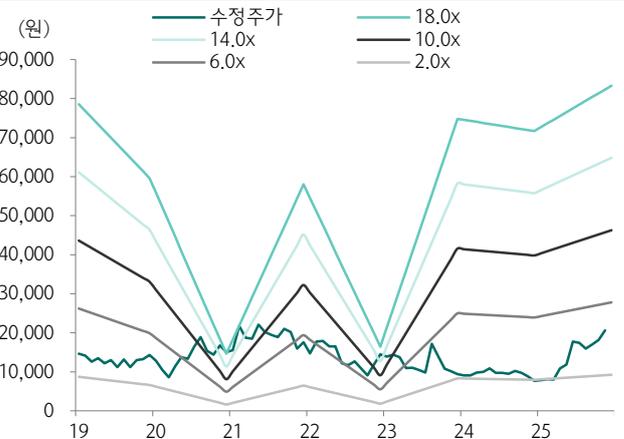
자료: 파라다이스, 하나증권

도표 113. 롯데관광개발 12MF P/B 차트



자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 114. GKL 12MF P/E 차트



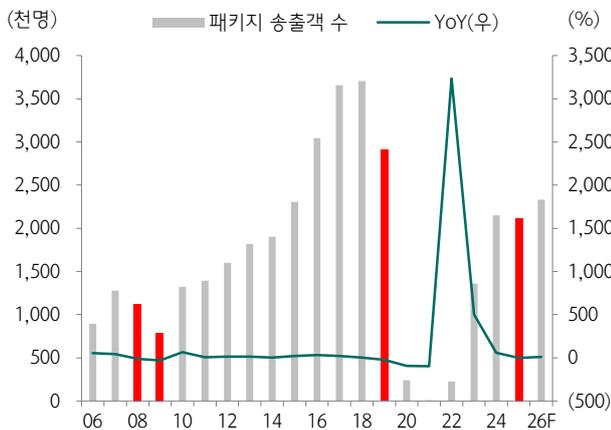
자료: GKL, 하나증권

4. 여행: 이연 수요를 기대하며

1) 2025년 예상하기 힘들었던 이례적인 역성장

지난 10년 간 연간으로 패키지 수요가 역성장한 적은 2018년 하반기부터 시작된 노재팬에서 2021년까지 코로나까지 이어진 것이 유일하다. 20년으로 시계열을 넓혀도 2008~2009년 금융위기 정도다. 즉, 올해의 역성장은 그만큼 작년 12월 계엄 및 지난 20년간 부재했던 항공참사라는 복합적인 이슈가 영향을 미친 이례적인 해였다. 그러나, 언제나 그래왔듯이 이연 수요는 발생해왔는데, 패키지 여행은 저성장 산업이지 역성장 산업이 아니다. 패키지 여행 시장 전망이나 한국을 선행하는 대만의 인구 대비 출국자 수 비중이 70% 이상인 만큼 높은 기저효과에 기반해 이연 수요가 나타날 것으로 예상된다.

도표 115. 하나투어 패키지 여행 수요 및 전망 (빨간색은 역성장한 해)



자료: 하나투어, 하나증권

도표 116. 코로나 전후 선진국 패키지 여행시장 전망



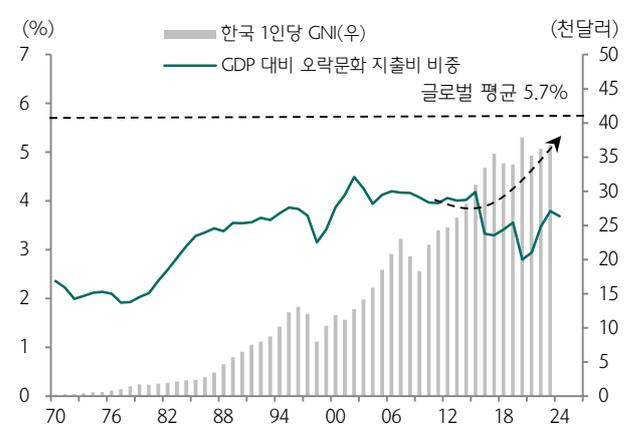
자료: 하나투어, 하나증권

도표 117. 대만&한국 인구 대비 출국자 수 비중 추이



자료: 통계청, 하나증권

도표 118. 한국 오락문화 지출비 비중



자료: 한국은행, 통계청, 하나증권

2) 그나마 중국이 선방했지만 결국 일본이 가장 중요하다

한중 수교 이후 처음으로 시행된 한국인 무비자 정책으로 한국인 관광객의 중국 방문이 늘어나면서 하나투어 기준 2024년 연평균 12% 비중을 차지하던 중국 관광객은 최근 2개 분기 연속 20% 내외까지 상승했다. 가장 크게 감소한 지역은 동남아시아로 40-50% 수준에서 최근 2개 분기 평균 35%까지 감소했다. 태국의 환율이 상승한 것도 영향을 미쳤고, 최근 동남아 내 여러 이슈들이 영향을 미친 것으로 추정된다.

여행에서의 가장 중요한 고려사항은 시간과 비용이며, 그렇기에 가장 중요한 지역은 여전히 일본이다. 노선 수가 많아 평균 가격이 가장 낮은 편이며 비행 시간도 짧아 인근 국가 중 가장 여행 수요가 많다. 관광버스와 호텔까지 아우르는 밸류체인이 있어 높은 실적 레버리지도 기대할 수 있다. 2018년 노재팬 이후 코로나가 이어지면서 부진했는데, 2022년 10월 일본향 무비자 관광이 재개된 이후 빠르게 회복하고 있다. 2018년 대비로는 수요가 절반도 안되는 수준이지만, 저가 패키지를 지양하면서 당시 대비 ASP가 약 60% 상승했음을 감안하면 가파르게 회복한 것이다. 2026년에는 일본에서만 15% 내외의 성장(약 60~70만명)을 예상하고 있으며, 2018년 수준의 수탁금까지 회복한다면 약 30% 이상 추가적인 성장 룬이 있다. 엔저 환율이 900원대에서 지속되고 있는 것도 긍정적이다.

도표 119. 하나투어 패키지 송객수 추이



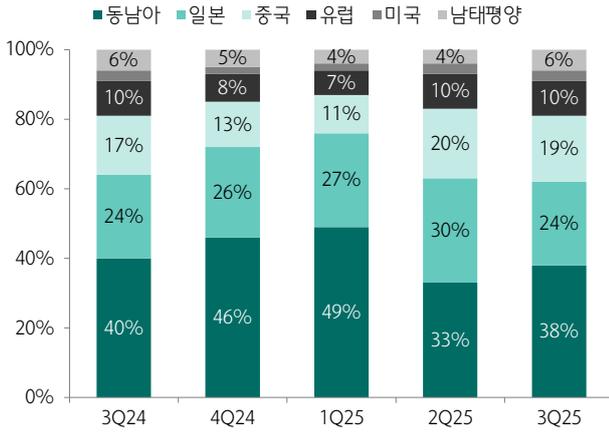
자료: 하나투어, 하나증권

도표 120. 일본 패키지 송객 수 및 하나투어 주가 간 높은 동행성



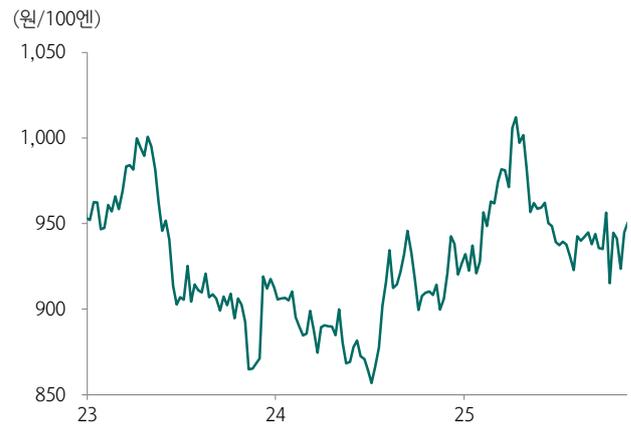
자료: 하나투어, 하나증권

도표 121. 하나투어 송객 수 기준 지역별 비중 추이



자료: 하나투어, 하나증권

도표 122. 엔/원화 환율 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 123. 하나투어 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
수탁금	2,396	3,073	3,399	3,670	806	712	772	763	844	741	731	1,084
영업수익	412	617	653	707	183	132	159	142	168	120	123	241
본사	325	514	542	591	158	107	135	115	142	94	100	206
국내 자회사	52	60	62	67	15	15	15	15	13	13	12	23
해외자회사	60	77	87	91	19	19	18	21	22	21	19	25
영업이익	34	51	57	67	22	4	12	14	12	10	8	26
별도	18	25	33	39	15	(1)	6	6	6	4	5	18
OPM	8%	8%	9%	9%	12%	3%	8%	10%	7%	8%	7%	11%
당기순이익	59	99	71	82	24	13	14	49	14	11	9	37

자료: 하나투어, 하나증권

도표 124. 모두투어 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
수탁금	1,263	1,579	1,321	1,364	466	384	356	372	366	296	257	402
여행알선	927	1,143	1,065	1,098	349	268	255	271	291	236	199	339
항공권대매	336	436	256	266	117	116	102	101	75	61	58	62
영업수익	179	252	232	246	79	52	65	55	66	40	38	89
본사	169	243	223	237	77	50	63	53	63	37	36	87
자회사	10	9	9	9	3	2	2	2	3	2	2	3
영업이익	12	5	15	21	6	(5)	2	2	8	3	(3)	8
OPM	6%	2%	7%	9%	7%	-9%	3%	4%	12%	7%	-9%	9%
당기순이익	13	11	15	21	9	(4)	1	5	7	1	(2)	9

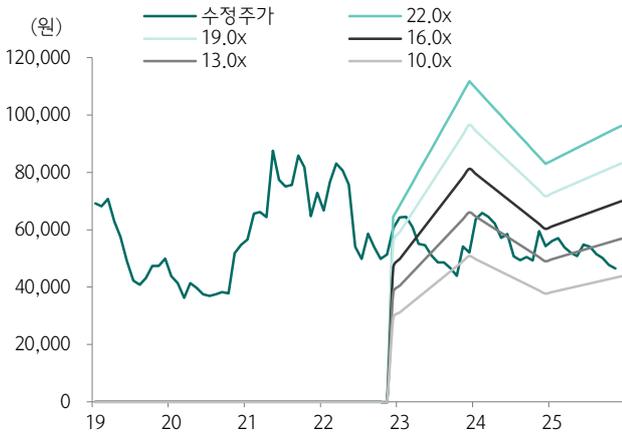
자료: 모두투어, 하나증권

도표 125. 2026년 공휴일 표

공휴일	날짜	요일 및 연휴 여부
신정	1월 1일	목요일
설날	2월 16~18일	연휴(월,화,수)
삼일절	3월 1일	일요일 (월요일 대체공휴일)
어린이날	5월 5일	화요일
석가탄신일	5월 24일	일요일(월요일 대체공휴일)
전국동시지방선거	6월 3일	수요일
현충일	5월 25일	월요일
광복절	8월 15일	토요일(월요일 대체공휴일)
추석	9월 24~26일	연휴(목,금)
개천절	10월 3일	토요일(월요일 대체공휴일)
한글날	10월 9일	금요일
성탄절	12월 25일	금요일

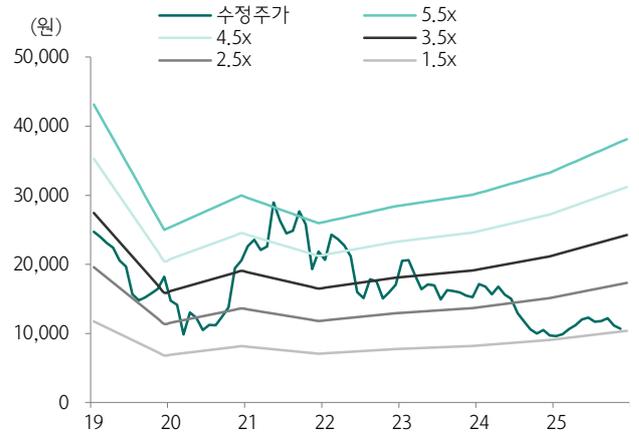
자료: 하나증권

도표 126. 하나투어 12MF P/E 차트



자료: 하나투어, 하나증권

도표 127. 모두투어 12MF P/E 차트



자료: 모두투어, 하나증권

기업분석

하이브(352820)	41
롯데관광개발(032350)	44

2025년 11월 18일 | 기업분석_Update

BUY (유지)

목표주가(12M) 400,000원
현재주가(11.17) 294,500원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	4,089.25
52주최고/최저(원)	342,500/185,300
시가총액(십억원)	12,459.7
시가총액비중(%)	0.37
발행주식수(천주)	42,560.1
60일 평균거래량(천주)	272.8
60일 평균거래대금(십억원)	81.0
외국인 지분율(%)	19.97
주요주주 지분율(%)	
방시혁 외 9인	31.96
넷마블	9.29

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	2,684.8	3,862.1
영업이익(십억원)	113.7	485.9
순이익(십억원)	51.4	355.0
EPS(원)	1,523	8,825
BPS(원)	77,164	86,552

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,178.1	2,255.6	2,632.4	3,770.1
영업이익	295.6	184.0	88.4	495.8
세전이익	250.1	19.4	79.3	548.6
순이익	187.3	9.4	10.2	392.5
EPS	4,504	225	245	9,423
종감률	256.05	(95.00)	8.89	3,746.12
PER	51.84	859.56	1,214.29	31.57
PBR	3.33	2.49	3.87	5.93
EV/EBITDA	22.88	24.92	58.83	21.84
ROE	6.58	0.31	0.32	14.96
BPS	70,090	77,737	76,929	50,151
DPS	700	200	500	1,500



Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com
RA 김현수 hyunsookim@hanafn.com

하이브 (352820)

모든 것이 어우러지며 사상 최대가 예상되는 2026년

BTS 투어까지 최선호주 지속

3분기 누적으로 1,000억원 이상의 비용이 반영되었는데, 4분기도 마지막으로 일부 반영되면서 부진할 것이다. 그러나, 이는 내년 BTS의 역사적 실적 반영 전 1회성 이슈를 최대한 없애기 위한 구조조정 등의 선 반영 이슈다. 그런 만큼 2026년 사상 최대 실적 및 모멘텀을 기대할 필요가 있으며, BTS 외에도 캣츠아이, 코르티스 등 다양한 신인 그룹들이 빠르게 성장하고 있으며 뉴진스 이슈도 어느 정도 일단락 되었다. BTS 월드 투어까지 지속 최선호주로 제시한다.

내년 목표 영업이익률 10~15%는 2022~2023년 수준

3분기 약 900억원의 대규모 1회성 비용이 발생했는데 글로벌 신인 그룹 데뷔와 미국 사업 구조조정에 각각 절반씩 반영되었다. 미국은 에이전트가 아닌 캣츠아이 및 내년 데뷔 예정인 미국 2팀 등에 기반한 레이블 시스템으로 성장하기 위한 구조조정 비용이다. 4분기에도 3분기의 약 10% 수준이 추가 반영될 예정이며, 더 이상은 없다. 글로벌 신인 그룹의 경우 '산토스 브라보스' 오디션 프로그램 관련 비용이 3분기 약 70%, 4분기 약 30% 반영된다. 게임은 <아키텍트> 관련 프로모션 비용이 반영될 것이지만 흥행에 성공하면서 프로젝트 자체로는 흑자로 마무리 될 것이다. 2026년에는 전술한 2팀 정도의 데뷔가 예상되는데, 미국 걸그룹의 경우 일본에서 오디션 프로그램이 OTT로 선 판매되어 진행되기에 제작비가 상당 부분 회수될 것이다. 꽤 많이 투자된 신인 그룹 중 하나인 캣츠아이는 이미 빌보드 HOT100 33위(현재진행형) 및 그래미 2개 부문 후보 선정 등 인기 힘든 성과가 확인되고 있으며, 코르티스는 데뷔 앨범이 빌보드200 15위를 기록한 동시에 100만장 달성이 가시화되면서 하이브 역사상 가장 강력한 시작을 보여주고 있다. 이 외 게임은 내년 1개 출시 예정인데 MMORPG 장르가 아니라 마케팅 비용이 제한적이다. 위버스도 3분기 누적으로 흑자전환했다. 신인 그룹들이나 게임 투자가 본격화되기 전 2022~2023년의 평균 영업이익률은 13%로 내년 이 정도 수준의 이익률 달성은 매우 가시성이 높다고 판단한다.

2023년에까지는 실적 서프라이즈도 꽤 많았다. 내년에도 그럴 것이다

BTS 부재와 다양한 신사업을 추진한 최근 2년 간 실적 쇼크가 상당히 많았지만, 돌이켜보면 2023년에는 실적 서프라이즈만 3번이었다. BTS의 영향력이 그만큼 큰 데, 내년 BTS의 매니지먼트 매출을 전망할 때 음반/원이나 콘서트의 경우는 꽤나 직관적이다. 그러나, 온라인 콘서트와 글로벌 공연 실황 영화 방영 혹은 OTT용으로 판매되는 다큐 및 자체 콘텐츠, 그리고 BTS의 공연 이후 실시간 라이브를 듣기 위한 디지털 멤버십 가입(자막 기능)과 다양한 2차 판권 등 이런 매출들은 전혀 예상하기 어려울 뿐만 아니라 수익성도 매우 높다.

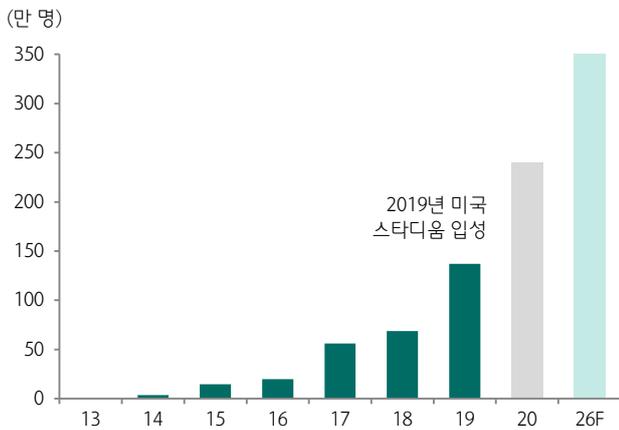
도표 1. 하이브 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
매출액	2,178	2,256	2,632	3,770	361	640	528	726	501	706	727	693
음반/음원	970	861	738	884	145	250	214	252	137	229	190	183
콘서트	359	451	787	1,393	44	144	74	189	155	189	245	198
기타 매니지먼트	233	235	280	316	50	54	60	71	61	65	77	77
MD/라이선스	326	420	590	889	61	109	99	151	106	153	168	157
콘텐츠	290	288	236	288	61	84	80	64	41	70	47	78
영업이익	296	184	88	496	14	51	54	65	22	66	(42)	37
OPM	14%	8%	3%	13%	4%	8%	10%	9%	4%	9%	-6%	5%
지배주주순이익	187	9	10	392	17	15	6	(29)	60	18	(50)	(18)

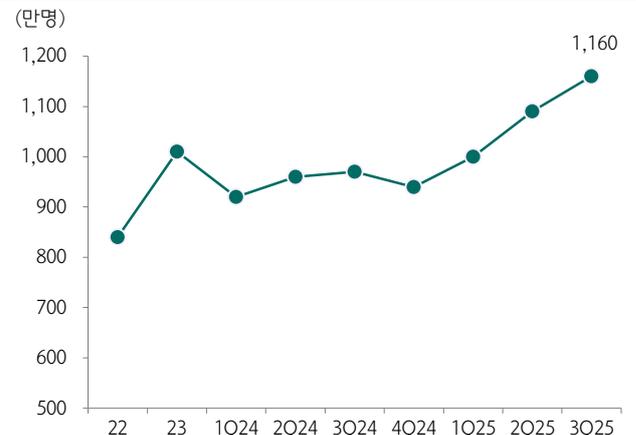
자료: 하이브, 하나증권

도표 2. BTS 콘서트 관객 수 전망



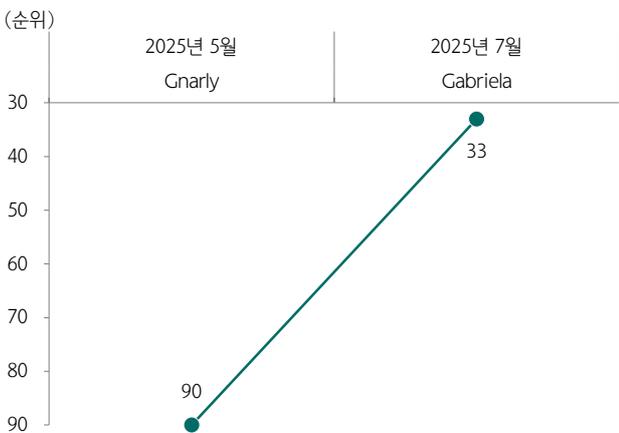
자료: 하이브, 하나증권

도표 3. 위버스의 MAU 추이: 3Q25 1,160만명 (+6% QoQ)



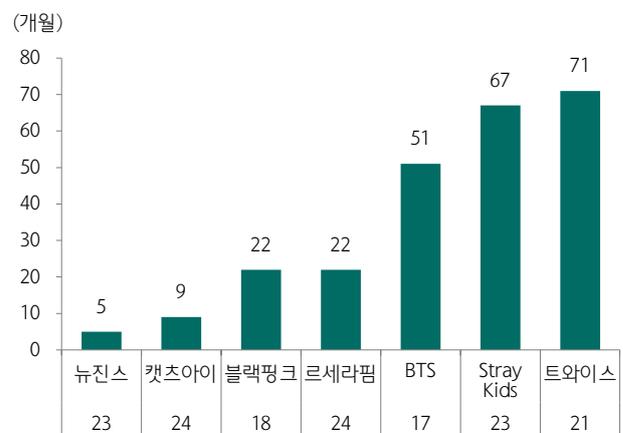
자료: 하이브, 하나증권

도표 4. 캣츠아이 빌보드 Hot100 순위 추이 (2024년 데뷔)



자료: Billboard, 하나증권

도표 5. 아티스트별 빌보드 Hot100 첫 진입 소요 개월 수



자료: Billboard, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,178.1	2,255.6	2,632.4	3,770.1	3,906.7
매출원가	1,169.1	1,295.8	1,645.2	2,280.9	2,344.0
매출총이익	1,009.0	959.8	987.2	1,489.2	1,562.7
판매비	713.4	775.8	898.7	993.4	1,057.2
영업이익	295.6	184.0	88.4	495.8	505.5
금융손익	(42.6)	(22.0)	40.0	70.0	77.5
종속/관계기업손익	10.7	(18.4)	(8.0)	4.0	4.0
기타영업외손익	(13.6)	(124.3)	(41.1)	(21.1)	(21.1)
세전이익	250.1	19.4	79.3	548.6	565.8
법인세	66.7	22.9	70.0	148.1	152.8
계속사업이익	183.4	(3.4)	9.3	400.5	413.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	183.4	(3.4)	9.3	400.5	413.0
비배주주지분 손익	(3.8)	(12.8)	34.6	1,495.1	1,542.0
지배주주순이익	187.3	9.4	10.2	392.5	404.8
지배주주지분포괄이익	210.4	287.9	9.7	417.2	430.3
NOPAT	216.8	(32.5)	10.3	361.9	369.0
EBITDA	423.0	330.2	194.2	574.9	566.3
성장성(%)					
매출액증가율	22.63	3.56	16.71	43.22	3.62
NOPAT증가율	83.88	적전	흑전	3,413.59	1.96
EBITDA증가율	18.89	(21.94)	(41.19)	196.04	(1.50)
영업이익증가율	24.78	(37.75)	(51.96)	460.86	1.96
(지배주주)순이익증가율	258.13	(94.98)	8.51	3,748.04	3.13
EPS증가율	256.05	(95.00)	8.89	3,746.12	3.13
수익성(%)					
매출총이익률	46.32	42.55	37.50	39.50	40.00
EBITDA이익률	19.42	14.64	7.38	15.25	14.50
영업이익률	13.57	8.16	3.36	13.15	12.94
계속사업이익률	8.42	(0.15)	0.35	10.62	10.57

투자지표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	4,504	225	245	9,423	9,718
BPS	70,090	77,737	76,929	50,151	21,551
CFPS	10,094	8,852	4,488	14,966	14,675
EBITDAPS	10,175	7,927	4,661	13,801	13,596
SPS	52,392	54,155	63,199	90,514	93,794
DPS	700	200	500	1,500	1,700
주기지표(배)					
PER	51.84	859.56	1,214.29	31.57	30.61
PBR	3.33	2.49	3.87	5.93	13.80
PCFR	23.13	21.85	66.29	19.88	20.27
EV/EBITDA	22.88	24.92	58.83	21.84	24.26
PSR	4.46	3.57	4.71	3.29	3.17
재무비율(%)					
ROE	6.58	0.31	0.32	14.96	27.54
ROA	3.67	0.17	0.19	6.79	6.47
ROIC	12.25	(1.50)	0.45	15.57	15.59
부채비율	71.89	55.93	55.83	56.20	51.49
순부채비율	(7.71)	(3.55)	(4.49)	(13.32)	(20.74)
이자보상배율(배)	6.29	3.73	1.88	10.74	10.95

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,888.8	1,787.7	1,860.9	2,400.7	2,792.0
금융자산	1,403.1	1,216.0	1,213.3	1,574.3	1,936.1
현금성자산	357.9	412.0	369.1	688.0	1,017.6
매출채권	215.0	262.3	288.5	317.3	328.8
재고자산	125.9	163.2	190.4	272.7	282.6
기타유동자산	144.8	146.2	168.7	236.4	244.5
비유동자산	3,456.9	3,691.5	3,616.3	3,682.4	3,639.0
투자자산	722.8	762.9	793.4	938.6	956.1
금융자산	481.7	546.8	555.7	598.2	603.3
유형자산	101.2	97.0	62.0	42.1	30.8
무형자산	2,165.3	2,244.3	2,173.5	2,114.3	2,064.7
기타비유동자산	467.6	587.3	587.4	587.4	587.4
자산총계	5,345.7	5,479.2	5,477.2	6,083.1	6,431.0
유동부채	1,772.2	830.9	798.0	980.8	963.1
금융부채	914.4	135.9	100.2	100.2	100.2
매입채무	22.9	33.0	38.6	250.0	259.1
기타유동부채	834.9	662.0	659.2	630.6	603.8
비유동부채	463.6	1,134.5	1,164.4	1,207.8	1,222.6
금융부채	249.0	955.3	955.3	955.3	955.3
기타비유동부채	214.6	179.2	209.1	252.5	267.3
부채총계	2,235.8	1,965.4	1,962.4	2,188.6	2,185.8
지배주주지분	2,919.4	3,214.7	3,180.9	2,065.6	874.4
자본금	20.8	20.8	20.8	20.8	20.8
자본잉여금	1,569.5	1,635.9	1,635.9	1,635.9	1,635.9
자본조정	45.1	15.2	15.2	15.2	15.2
기타포괄이익누계액	(136.4)	142.1	142.1	142.1	142.1
이익잉여금	1,420.4	1,400.6	1,366.9	251.6	(939.7)
비지배주주지분	190.5	299.1	333.8	1,828.9	3,370.8
자본총계	3,109.9	3,513.8	3,514.7	3,894.5	4,245.2
순금융부채	(239.7)	(124.7)	(157.8)	(518.8)	(880.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	310.6	151.6	92.6	344.4	443.9
당기순이익	183.4	(3.4)	9.3	400.5	413.0
조정	167.3	303.1	105.7	79.1	60.9
감가상각비	127.4	146.1	105.7	79.1	60.9
외환거래손익	6.0	(6.6)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(99.7)	32.2	0.0	0.0	0.0
기타	133.6	131.4	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(40.1)	(148.1)	(22.4)	(135.2)	(30.0)
투자활동 현금흐름	(470.8)	(10.4)	(70.7)	(187.4)	(49.6)
투자자산감소(증가)	305.1	289.8	(30.5)	(145.2)	(17.4)
자본증가(감소)	(22.7)	(32.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(753.2)	(267.3)	(40.2)	(42.2)	(32.2)
재무활동 현금흐름	(1,055.1)	(64.8)	(44.1)	(20.8)	(62.3)
금융부채증가(감소)	6.4	(72.2)	(35.7)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(1,080.7)	66.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	19.2	(29.8)	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	0.0	(29.2)	(8.3)	(20.8)	(62.3)
현금의 증감	(1,215.2)	76.4	952.5	318.8	329.7
Unlevered CFO	419.7	368.7	186.9	623.3	611.2
Free Cash Flow	287.9	118.7	92.6	344.4	443.9

2025년 11월 18일 | 기업분석_Update

BUY (유지)

목표주가(12M) 29,000원
현재주가(11.17) 20,600원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	4,089.25
52주최고/최저(원)	20,600/7,560
시가총액(십억원)	1,638.5
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	79,539.5
60일 평균거래량(천주)	1,116.2
60일 평균거래대금(십억원)	20.1
외국인 지분율(%)	15.70
주요주주 지분율(%)	
김기병 외 4인	41.65
국민연금공단	6.76

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	635.7	748.8
영업이익(십억원)	135.1	184.6
순이익(십억원)	2.8	68.6
EPS(원)	37	862
BPS(원)	4,335	5,198

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	313.5	471.5	641.5	739.2
영업이익	(60.6)	39.0	143.6	183.8
세전이익	(213.4)	(122.5)	(0.9)	51.4
순이익	(202.2)	(116.6)	0.1	51.4
EPS	(2,721)	(1,531)	1	646
증감률	적지	적지	확전	64,500.00
PER	(3.45)	(5.00)	20,600.00	31.89
PBR	10.27	1.84	5.17	4.45
EV/EBITDA	76.43	14.78	10.96	8.83
ROE	(132.87)	(60.42)	0.03	15.01
BPS	913	4,156	3,982	4,629
DPS	0	0	0	0



Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com
RA 김현수 hyunsookim@hanafn.com

롯데관광개발 (032350)

너무 좋은데 여전히 너무 싸다

2027년 예상 P/E 14배

향후 2년간 보수적인 실적 전망에도 2027년 예상 P/E 14배에 불과한 저평가 구간이며, 컨센서스 실적 상향 가능성이 가장 높다. 향후 2년간은 영업이익보다 더 가파른 순이익 상승 싸이클도 시작될 것이다. 올해 하반기 대규모의 CB들이 상환 혹은 전환되며 오버행을 소화해 주가가 기간 조정마저 거쳤기에 내년까지 높은 상승을 전망한다. 레저 기업 내 최선호주다.

2026년 컨센서스 영업이익은 2025년 하반기의 2배도 안 된다

한중 관계 개선 이후 카지노 고객에게 콤프로 제공하는 호텔 룸 비중이 1,600객실 중 1Q 31% → 2Q 42% → 3Q 49%로 가파르게 상승하면서 방문객 수/드랍액/매출액 모두 사상 최대를 달성하고 있다. 카지노 산업의 특성상 높은 공헌영업이익률로 상당한 실적 레버리지가 이어지고 있으며, 3개 분기 연속 실적 서프라이즈를 달성했다. 영업이익은 3분기 530억원에 이어 4분기에도 400억원 이상이 예상되는데, 당사를 포함한 내년 컨센서스 영업이익 전망치는 약 1,850억원으로 올해 하반기의 2배도 안 되는 수준이다. 현재 전망치에서도 밸류에이션이 매우 저평가되어 있어 더디게 올라갈 수 밖에 없는 영향도 있는데, 10년 전에 있었던 파라다이스의 가파른 상승 싸이클을 기억한다면 계속 전망치가 상향될 가능성이 높아 보인다. 중장기적으로 콤프 비중이 70%까지 상승하면 연간 카지노 매출액이 7,000억원 내외까지 상승(2027년 예상 카지노 매출액 약 6,200억원)할 것이며, 실적 레버리지를 감안할 때 영업이익은 연간 2,500억원(2027년 약 2,100억원) 내외까지도 충분히 상승 가능하다.

중장기 시가총액은 3조원 이상도 가능

연간 영업이익 2,000억원만 가정해도 EBITDA 기준으로는 3,000억원에 가까운 현금 흐름이 발생한다. Capex를 제외하면 8,000억원이 넘는 장기차입금 상황에 활용될 것이고, 변수가 없다면 2028~2029년 전액 상환 가능할 것이다. 내년 하반기부터는 수수료 없는 중도 상환(혹은 리파이낸싱)도 가능하다. 이에 따라 금융비용 역시 가파르게 하락할 것인데, 누적 결손금만 1조원이 넘어 당분간 법인세도 제한적이다. 오랫동안 대규모 적자를 감내하며 이뤄낸 성장기에 차입금 상황 이후에는 높은 배당까지 기대해 볼 수 있을 것이다. 중장기 영업이익 2,500억원을 가정하면 순이익은 2,000억원도 가능할 것이고 목표 P/E 15배만 적용해도 3조원 이상의 시가총액이 가능할 것이다.

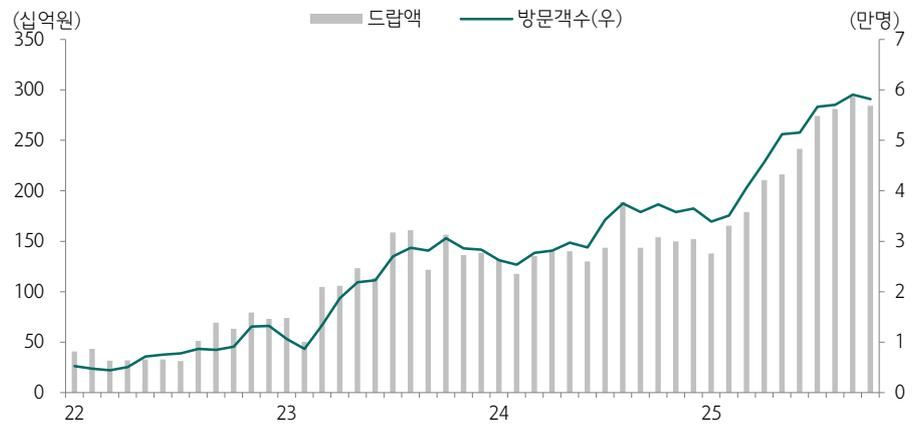
도표 1. 롯데관광개발 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
드랍액	1,445	1,726	2,782	3,327	385	410	476	456	482	669	849	783
홀드올	10.6%	17.1%	16.7%	16.6%	18.2%	16.2%	17.7%	16.2%	17.5%	16.5%	16.4%	16.5%
매출액	314	471	641	739	106	116	139	110	122	158	187	175
여행	61	84	91	93	18	25	27	15	22	24	22	23
호텔	93	86	82	86	17	23	26	19	14	22	24	21
카지노	152	295	463	554	70	66	84	74	85	110	139	129
기타	7	7	6	6	1	2	2	2	1	1	2	2
영업이익	(61)	39	144	184	9	6	22	2	13	33	53	45
OPM(%)	(19)	8	22	25	8	5	16	2	11	21	28	25
당기순이익	(202)	(117)	0	51	(38)	(3)	(29)	(47)	(24)	6	6	11

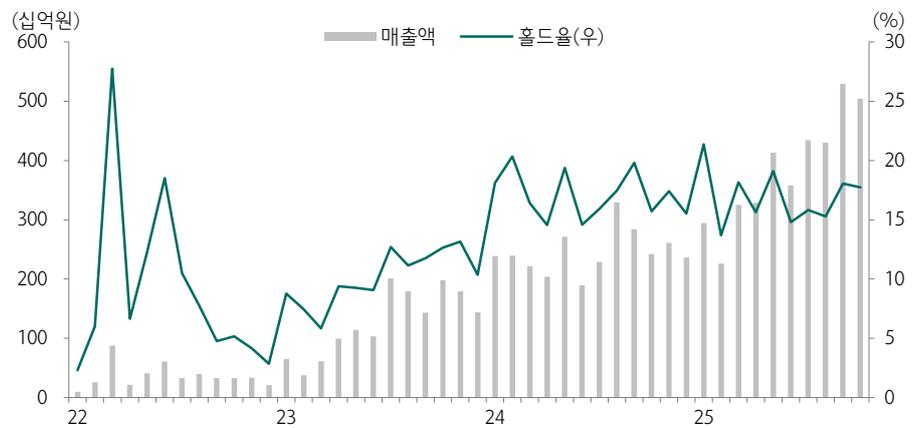
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 2. 롯데관광개발 월별 카지노 드랍액 및 방문객 수 추이



자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 3. 롯데관광개발 월별 카지노 매출액 및 홀드올 추이



자료: 롯데관광개발, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	313.5	471.5	641.5	739.2	813.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	313.5	471.5	641.5	739.2	813.6
판매비	374.2	432.5	497.9	555.4	598.3
영업이익	(60.6)	39.0	143.6	183.8	215.4
금융손익	(118.2)	(158.9)	(138.6)	(127.4)	(92.4)
종속/관계기업손익	0.6	1.6	(1.0)	(1.0)	(1.0)
기타영업외손익	(35.2)	(4.2)	(4.9)	(4.0)	(3.0)
세전이익	(213.4)	(122.5)	(0.9)	51.4	119.0
법인세	(11.1)	(5.9)	(1.0)	0.0	0.0
계속사업이익	(202.3)	(116.6)	0.1	51.4	119.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(202.3)	(116.6)	0.1	51.4	119.0
비배주주지분 손익	(0.1)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	(202.2)	(116.6)	0.1	51.4	119.0
지배주주지분포괄이익	(210.6)	243.3	0.1	51.4	119.0
NOPAT	(57.5)	37.1	(13.0)	183.8	215.4
EBITDA	26.1	124.0	221.8	255.9	282.0
성장성(%)					
매출액증가율	70.66	50.40	36.06	15.23	10.06
NOPAT증가율	적지	흑전	적전	흑전	17.19
EBITDA증가율	흑전	375.10	78.87	15.37	10.20
영업이익증가율	적지	흑전	268.21	27.99	17.19
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	흑전	51,300.00	131.52
EPS증가율	적지	적지	흑전	64,500.00	131.58
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	8.33	26.30	34.58	34.62	34.66
영업이익률	(19.33)	8.27	22.39	24.86	26.47
계속사업이익률	(64.53)	(24.73)	0.02	6.95	14.63

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	80.9	114.4	400.8	577.7	811.1
금융자산	58.8	88.9	366.3	537.9	767.3
현금성자산	33.6	44.3	305.6	468.0	690.3
매출채권	4.6	2.8	3.9	4.4	4.9
재고자산	4.1	6.3	8.6	9.9	10.9
기타유동자산	13.4	16.4	22.0	25.5	28.0
비유동자산	1,683.2	2,052.3	1,976.8	1,906.2	1,840.8
투자자산	20.6	20.4	23.1	24.7	25.9
금융자산	16.3	14.4	14.9	15.2	15.5
유형자산	1,289.4	1,690.3	1,613.5	1,542.2	1,476.2
무형자산	47.2	46.4	45.0	44.2	43.6
기타비유동자산	326.0	295.2	295.2	295.1	295.1
자산총계	1,764.1	2,166.6	2,377.6	2,483.9	2,651.9
유동부채	1,208.7	609.7	741.5	776.5	956.7
금융부채	1,006.7	318.0	345.4	345.4	495.4
매입채무	7.0	8.7	11.9	13.7	15.1
기타유동부채	195.0	283.0	384.2	417.4	446.2
비유동부채	489.8	1,243.9	1,323.0	1,342.9	1,211.6
금융부채	341.7	1,024.5	1,024.5	1,024.5	874.5
기타비유동부채	148.1	219.4	298.5	318.4	337.1
부채총계	1,698.6	1,853.6	2,064.4	2,119.4	2,168.3
지배주주지분	69.2	316.7	316.7	368.1	487.1
자본금	37.9	38.1	38.1	38.1	38.1
자본잉여금	643.8	647.7	647.7	647.7	647.7
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	360.5	721.9	721.9	721.9	721.9
이익잉여금	(973.0)	(1,091.1)	(1,091.0)	(1,039.6)	(920.6)
비지배주주지분	(3.6)	(3.6)	(3.6)	(3.6)	(3.6)
자본총계	65.6	313.1	313.1	364.5	483.5
순금융부채	1,289.6	1,253.5	1,003.6	831.9	602.6

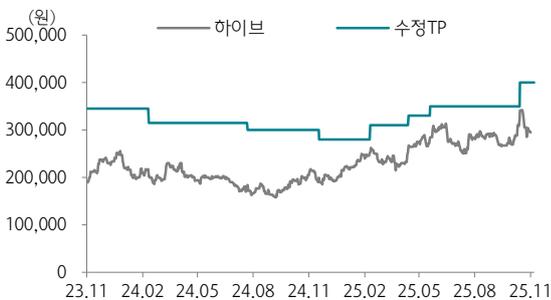
투자지표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(2,721)	(1,531)	1	646	1,496
BPS	913	4,156	3,982	4,629	6,125
CFPS	438	1,746	2,769	3,154	3,494
EBITDAPS	351	1,629	2,845	3,217	3,545
SPS	4,220	6,193	8,227	9,294	10,229
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(3.45)	(5.00)	20,600.00	31.89	13.77
PBR	10.27	1.84	5.17	4.45	3.36
PCFR	21.42	4.38	7.44	6.53	5.90
EV/EBITDA	76.43	14.78	10.96	8.83	7.20
PSR	2.22	1.24	2.50	2.22	2.01
재무비율(%)					
ROE	(132.87)	(60.42)	0.03	15.01	27.83
ROA	(11.34)	(5.93)	0.00	2.11	4.63
ROIC	(3.68)	2.24	(0.75)	11.46	14.22
부채비율	2,590.85	592.08	659.27	581.40	448.44
순부채비율	1,967.06	400.41	320.49	228.22	124.62
이자보상배율(배)	(0.53)	0.26	0.96	1.41	2.26

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	(13.1)	121.7	250.5	172.0	229.6
당기순이익	(202.3)	(116.6)	0.1	51.4	119.0
조정	149.8	150.7	78.1	72.1	66.6
감가상각비	86.7	85.0	78.2	72.1	66.6
외환거래손익	1.0	13.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.6)	(1.6)	0.0	0.0	0.0
기타	62.7	53.9	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	39.4	87.6	172.3	48.5	44.0
투자활동 현금흐름	(19.6)	(28.1)	(18.8)	(10.8)	(8.2)
투자자산감소(증가)	2.4	(3.2)	(2.7)	(1.6)	(1.2)
자본증가(감소)	(9.1)	(7.3)	0.0	0.0	0.0
기타	(12.9)	(17.6)	(16.1)	(9.2)	(7.0)
재무활동 현금흐름	85.8	(1.5)	27.4	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	41.2	(5.6)	27.4	0.0	0.0
자본증가(감소)	44.6	4.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	53.2	92.1	131.6	162.4	222.4
Unlevered CFO	32.5	132.9	215.9	250.9	277.9
Free Cash Flow	(22.2)	114.3	250.5	172.0	229.6

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

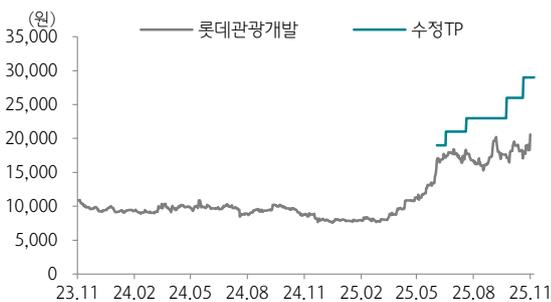
하이브



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.10.31	BUY	400,000		
25.6.5	BUY	350,000	-18.79%	-7.29%
25.4.30	BUY	330,000	-16.91%	-12.27%
25.2.26	BUY	310,000	-23.77%	-15.32%
24.12.4	BUY	280,000	-22.30%	-10.36%
24.8.8	BUY	300,000	-38.45%	-27.50%
24.2.27	BUY	315,000	-36.81%	-26.83%
23.10.10	BUY	345,000	-35.83%	-25.80%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

롯데관광개발



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.6	BUY	29,000		
25.10.10	BUY	26,000	-29.56%	-24.88%
25.8.6	BUY	23,000	-25.30%	-12.17%
25.7.4	BUY	21,000	-16.28%	-12.19%
25.6.19	BUY	19,000	-10.35%	-6.63%
24.8.16	1년 경과	-	-	-
23.8.16	Not Rated	-	-	-

Compliance Notice

- 당사는 2025년 11월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2025년 11월 18일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.83%	4.17%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 17일