



엔터테인먼트/레저
(Positive)

이제는 지독하게 욕이고 싶다, 중국

| C o n t e n t s |

I. 핵심 요약 및 주요 도표	03
II. 중국, K-Pop 산업의 히든카드가 돼라	08
앨범 롤러코스터의 중심엔 중국이 있었다	09
'23-'24 영역 표시 확실하게 하고 온 미국/일본	13
'25 그리고 다시 중국. 히든카드가 되길	17
하이브 (352820)	20
JYP Ent. (035900)	24
와이지엔터테인먼트 (122870)	29
III. 외인카지노, 정말 오랜 기다림이었다	33
마카오 숫자 다르게 보기	34
국내 외국인 카지노. 근거 있는 기대	39
롯데관광개발 (032350)	46
파라다이스 (034230)	52
GKL (114090)	57

I. 핵심 요약 및 주요 도표

소비 진작을 통한
경기 부양 의지를
피력하는 중국

팬데믹 이후 계속되는 경기 부진을 타개하기 위해 중국 정부는 지속적으로 화두를 제시하고 있다. 지난 연말 나왔던 이야기는 결국 “소비 진작을 통한 경기 부양”이었는데, 특히나 “문화/여행/레저” 분야의 소비 진작을 강조한 부분이 눈길을 끈다. 사실 국내 엔터테인먼트 및 카지노 산업은 중국에 대한 기대감/우려 만으로 멀티플 리레이팅/디레이팅이 강력했던 경험이 있기 때문에 꿈에 부풀다가도, 조심스러워진다.

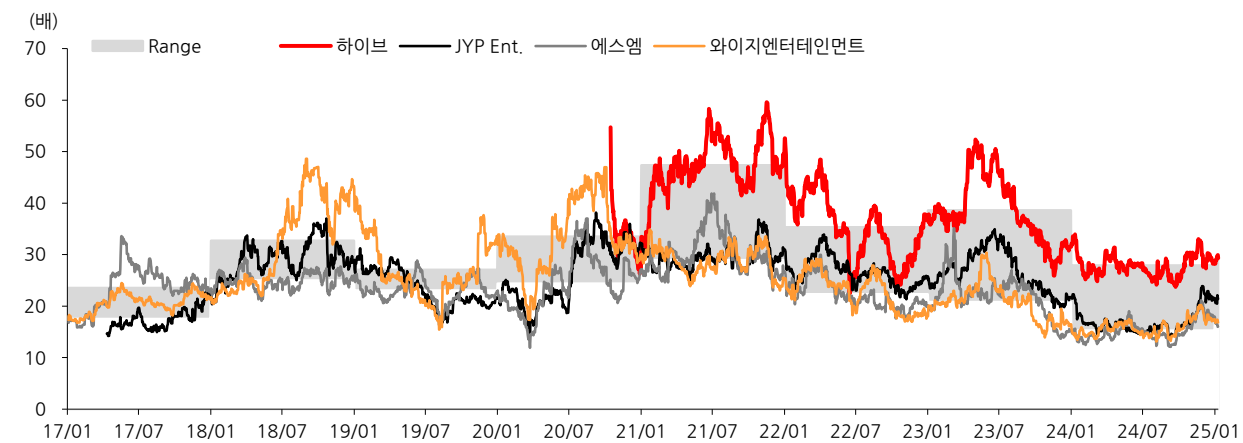
해외아티스트 콘서트
본토 개최는
중국 정부의 좋은 수단

다만 최근, 투자자들을 만나면 공통적으로 왕왕 “어딘지 모르게 묘하게 (중국 정부의 한국 콘텐츠를 대하는 스탠스가) 달라진 것 같습니다” 라는 이야기를 서로 주고받는다. 모두 공통적으로 느낄 수밖에 없는 것이 지표 흐름이나 뉴스플로우가 나쁘지 않다. 바닥을 쳤던 중국향 앨범 수출 데이터는 반등이 나오기 시작했다. 중국 “노이즈”로 앨범이 영향을 받거나 혹은 그 때문에 주가가 영향을 받는 플로우에 균열이 생겼다. 여기까지는 지표 민감성 둔화라면, 나쁘지 않는 뉴스플로우는 또 따로 있다. 김정치마의 중국 본토 공연 개최, 텐센트와 디어유이 중국 본토 내 버블 서비스 개시를 위한 협력 등이 있다. 뿐만 아니라 K-Pop 산업과는 거리가 있으나, 중국 정부가 앞서 이야기한 소비 진작을 통한 경기 부양의 방안 중 하나로 해외 아티스트의 중국 본토 내 콘서트 개최 카드를 생각하고 있다는 점도 기대할만한 점이다. 이미 칸예 웨스트는 하이커우시에서 콘서트를 개최했고, 에드시런도 ‘25년 공연이 예정되어 있다. 테일러 스위프트에게 콘서트 러브콜을 보낸 것도 기사화된 바 있다. 스위프트노믹스처럼 해외 아티스트 콘서트 개최를 통해 관광 수입을 올려보려는 시도다.

여러 여건상
중국이 향후 1-2년
엔터 산업의
히든카드가 될 것

외교적 여건이나, 아티스트 일정 상 지금 당장 중국 본토에서 국내 아티스트의 10회가 넘어가는 투어가 잡히기는 현실적으로 힘들다. 그러나 하반기 이후 중국 경기 진작 등을 위한 수단으로써 K-Pop이 활용됐을 때를 생각해 보면, 중국이라는 지역은 ‘25년과 ‘26년 국내 엔터 산업의 중요한 히든카드가 될 수 있다. 최근 엔터 업종 주가 흐름이 좋다. 중국이라는 히든카드는 업종 주가 아웃퍼폼의 장기화를 견인할 핵심 키다.

[그림1] 엔터 4사 밸류에이션 추이



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

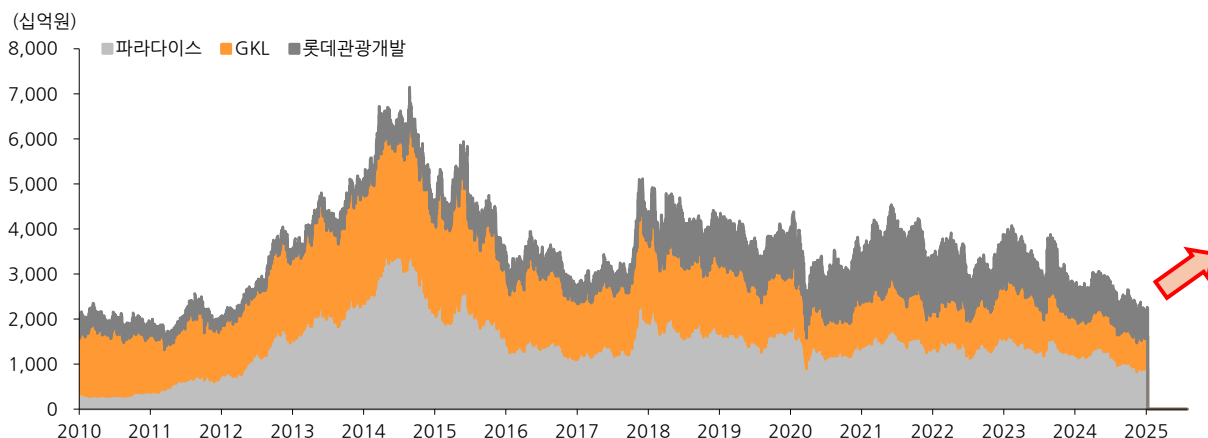
**어렵다 어려워
외인 카지노** 언급했듯, 국내 외국인 카지노 산업도 중국과 뿔뿔히 떨어져 있을 수 없는 관계다. 팬데믹을 거치며 일본인 VIP들의 한국 카지노 사랑이 커진 덕에 중국인 VIP 회복 없이도 대체로 어느 정도의 실적 회복을 이뤄냈지만 주가는 여전히 밸류에이션 바닥에 머물러 있다. 국내 외인카지노 사업자들의 주가는 결국 마카오 카지노 주가와 연동될 수밖에 없는데, 되살아날만 하면 중국 정부의 마카오 카지노 산업을 견제하는 문구들이 회자되며 밸류에이션의 상단을 막아버린다. 최근에는 중국 정부가 “마카오 비카지노 산업 확대”를 이야기하며 마카오 카지노 주가는 또 한 차례 조정을 받았다.

**변화하는
마카오 카지노** 안타까운 부분은, 그와 별개로 숫자만 놓고 본다면 중국인들의 카지노 사랑은 여전하다는 점이다. 마카오 카지노의 VIP GGR 숫자만 놓고 보면 영원히 회복되지 않을 것처럼 보이지만 사실과 다르다. 일부 VIP의 경우 정켓 사업자가 줄어들며 정켓을 통하지 않고 마카오 카지노를 직접 방문하는 경우가 많아지고 있기 때문이다. 대체로 이런 고객들은 Premium Mass로 분류가 되는데, 사실 카지노 사업자 입장에서는 정켓이라는 중간 브로커가 사라지면서 수익성은 더 좋아지고 있다. VIP가 정말 돌아오지 않는 것이 아니라 Mass가 되어 돌아온 VIP라는 표현이 더 맞겠다.

**줄어들지 않는
카지노 수요** 여기서 확인할 수 있는 것은 이야기했듯 중국인들의 카지노 사랑은 여전하다는 점이다. 때문에 중국 정부의 마카오 비카지노 산업 육성 정책 시행으로 마카오 카지노가 정책적으로 소외를 받더라도 그 수요는 반드시 어딘가로 분출될 수밖에 없다. 더욱이 중국 정부의 경기 부양에 대한 의지가 강력하고, 지금보다 경기가 호전된다면 마카오를 제외한 카지노 수요는 더 살아날 여지가 있다. 우리는 그 수혜를 국내 외국인 카지노 사업자들이 온전히 받을 수 있다고 판단한다.

**나빠질 건 없고
좋아지는
외부 환경** 제주도는 이미 중국인 무비자 입국이 가능한 지역이고, 크루즈를 타고 한국에 오는 중국인 단체관광객들은 무비자 입국이 가능해졌다. 한편 중국은 한국인의 무비자 입국을 허용해주고 있는데 외교 상호주의를 고려하면 우리나라도 입국 규정을 완화할 가능성이 없지 않다. 카지노는 공급이 수요를 창출하는 대표적인 산업이다. 경기나 지정학적인 요소 모두 좋은 쪽으로 흐름의 반전이 나오고 있다. 실적과 주가도 반등이 나올 수 있는 시기라는 판단이다.

[그림2] 외인카지노 3사 시가총액 추이



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 분석대상종목 요약 [투자의견 및 목표주가] - 엔터

(단위: 원, 배, %)

종목	투자의견	목표주가	현재주가 (1/9)	상승여력	P/E			P/B			EV/EBITDA		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
하이브	Buy	270,000	201,500	34.0%	67.5	29.4	20.7	2.8	2.6	2.3	24.0	16.9	11.5
JYP Ent.	Buy	85,000	69,900	21.6%	20.2	20.9	19.7	4.6	4.5	3.8	13.2	13.1	11.7
와이지엔터테인먼트	Buy	55,000	44,400	23.9%	-59.4	14.3	12.3	1.7	1.6	1.5	-293.8	9.9	7.8

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 분석대상종목 요약 [투자의견 및 목표주가] - 카지노

(단위: 원, 배, %)

종목	투자의견	목표주가	현재주가 (1/9)	상승여력	P/E			P/B			EV/EBITDA		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
롯데관광개발	Buy	15,000	8,000	87.5%	-8.5	-11.8	-34.8	2.1	2.0	2.2	15.2	11.7	9.7
파라다이스	Buy	15,000	9,860	52.1%	21.2	9.5	7.2	0.9	0.6	0.6	8.7	6.1	4.9
GKL	Buy	15,000	11,490	30.5%	19.1	11.0	8.5	1.8	1.5	1.4	7.5	4.2	2.6

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 분석대상종목 요약 [연간실적 전망] - 엔터

(단위: 십억원)

종목	2024E			2025E			2026E		
	매출액	영업이익	지배순이익	매출액	영업이익	지배순이익	매출액	영업이익	지배순이익
하이브	2,257	199	122	2,715	339	286	4,306	541	406
JYP Ent.	586	131	98	720	156	111	832	165	118
와이지엔터테인먼트	366	-32	-13	496	46	58	560	55	67

자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

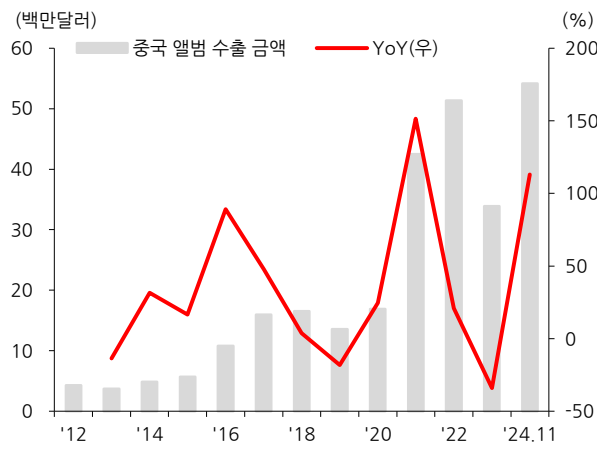
[표4] 분석대상종목 요약 [연간실적 전망] - 카지노

(단위: 십억원)

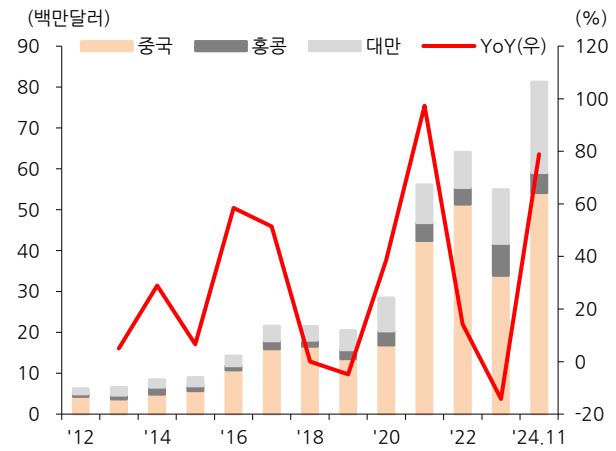
종목	2024E			2025E			2026E		
	매출액	영업이익	지배순이익	매출액	영업이익	지배순이익	매출액	영업이익	지배순이익
롯데관광개발	483	50	-88	588	76	-52	710	105	-18
파라다이스	1,075	146	55	1,281	171	90	1,391	209	118
GKL	397	46	39	481	75	64	557	99	84

자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

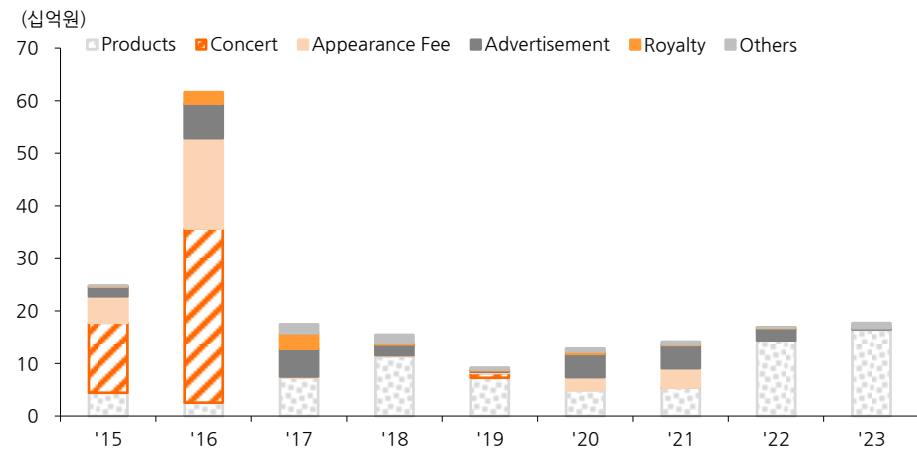
[그림3] 중국向 앨범 수출 금액 추이



[그림4] 중화권向 앨범 수출 금액 추이



[그림5] 와이즈엔터테인먼트 중국 실적 추이

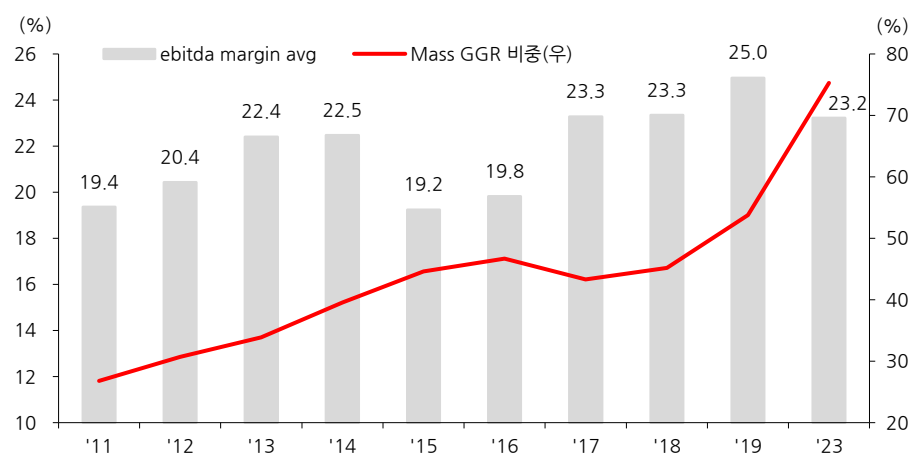


[표5] 중국 공연시 공연 및 MD 매출 추정

아레나 투어 가정	단위	돔/스타디움 가정	단위
공연장 Capa 평균	20,000 명	공연장 Capa 평균	60,000 명
공연 횟수	10 회	공연 횟수	10 회
MG	0.4 십억원	MG	1 십억원
ATP	154,000 원	ATP	154,000 원
RS	15 %	RS	15 %
객당 MD 구매	77,000 원	객당 MD 구매	110,000 원
공연 MD		공연 MD	
Minimum Guarantee	4.0 9.2	Minimum Guarantee	10.0 39.6
Revenue Share	46.2 9.2	Revenue Share	138.6 39.6

자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

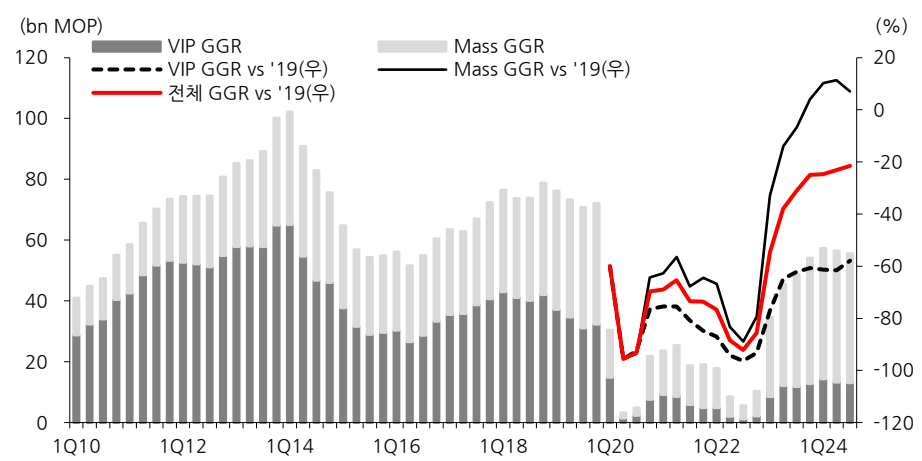
[그림6] 마카오 주요 카지노 사업자 EBITDA 이익률 추이



주: Galaxy, Sands, SJM, Wynn, MGM 평균 EBITDA 이익률

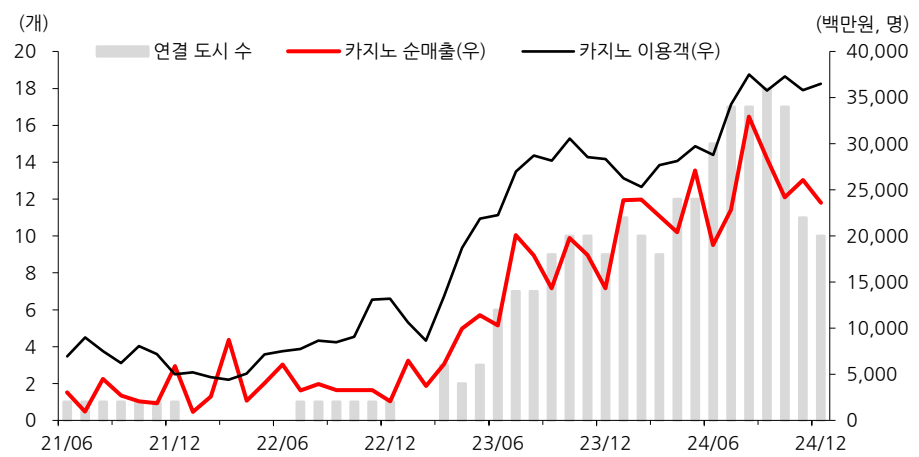
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 마카오 분기별 GGR 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 중국 연결 도시 수와 드림타워 카지노 순매출 및 카지노 이용객 수 추이



자료: 에어포탈, 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터



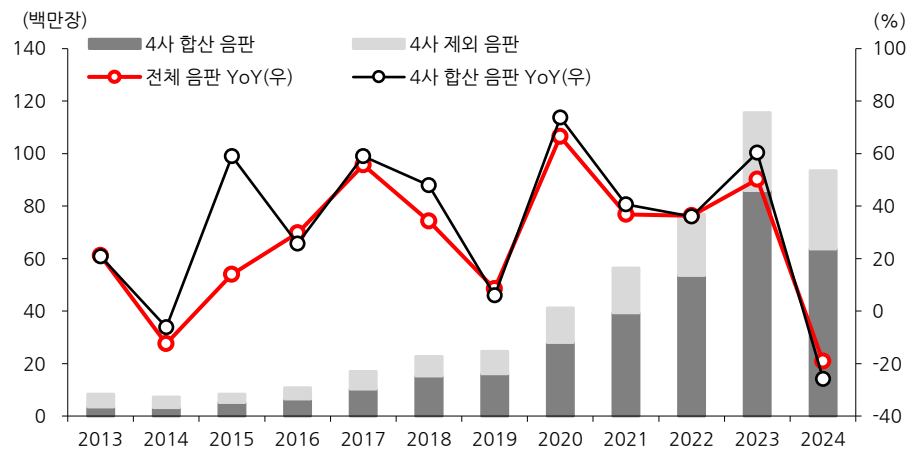
II

중국, K-Pop 산업의
히든카드가 돼라

앨범 롤러코스터의 중심엔 중국이 있었다

팬데믹 이후 국내 엔터테인먼트 산업은 나름 혼란스러운 격동기를 보냈다. 왜인지는 모르겠으나 급격히 성장한 앨범 판매량에 열광했고, 다시 또 왜인지는 모르겠으나 급격히 꺾여버린 앨범판매량(음판)에 실망했다. 음판의 급등락은 여전히 “아 이것 때문이구나” 무릎을 탁 하고 칠만한 명확한 이유를 찾지 못하고 있다. 다만 추측해보건데, 팬데믹 기간 확장됐던 유동성과 비대면 상황 속 팬덤 소비 비중이 앨범에 집중될 수밖에 없었던 상황이 겹쳐졌던 탓으로 해석된다. ‘22~’23년 팬덤 소비자의 소비 여력은 높아졌지만 소비품목이 앨범으로 지극히 제한적이었기 때문이다. 그 덕에 각각 25백만장, 16백만장에 불과했던 ‘19년 전체 음판, 4사 합산 음판은 ‘23년 각각 1억 2천만장, 86백만장으로 5배에 가까운 급격한 성장을 보일 수 있었다. 그러나 ‘23년 하반기부터 본격적으로 시작된 K-Pop 아티스트들의 글로벌 각지에서의 공연은 유동성 위축과 재차 맞물리며 마치 풍선효과처럼 ‘24년 음판 실적의 급락으로 이어졌다.

[그림9] 연간 앨범판매량 추이



자료: Circle Chart, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 주요 4사 전체 매출액 중 앨범 매출액 비중

(단위: %)

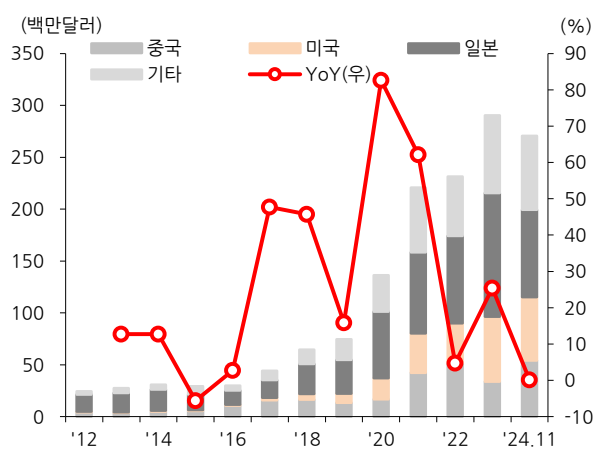
	2019	2020	2021	2022	2023
HYBE	18	40	30	31	45
JYP	23	33	39	39	37
SM	21	38	47	37	36
YG	4	11	8	11	8

주: SM은 별도 실적 기준

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

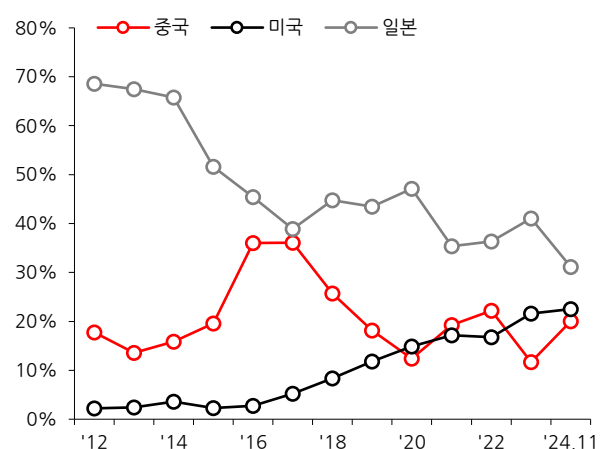
중국은 팬데믹으로 인한 음반의 풍선 효과가 가장 명확하게 드러난 지역이었다. BTS 이전, 다시 말해 미국을 비롯한 서구권 국가에서 유의미한 성과가 나오기 전까지 K-콘텐츠 열풍 혹은 한류 문화의 중심에는 일본과 중국 2개 지역이 있었다. 사드 보복 직전인 '16년 앨범 수출 금액의 중국과 일본 비중은 36%, 45%였다. 이후 사드 보복으로 중국 내 한류 소비가 줄어들면서 중국向 수출 비중은 다소간 하락세를 기록했다. 그러나 팬데믹 기간 중국은 수출액이 가장 크게 성장한 지역('21년 YoY +151% 기록)이었다. 그리고 팬데믹 이후 '23년 수출액이 가장 급격하게 감소한 지역(YoY -33%)이기도 했다.

[그림10] 앨범 수출 금액 추이



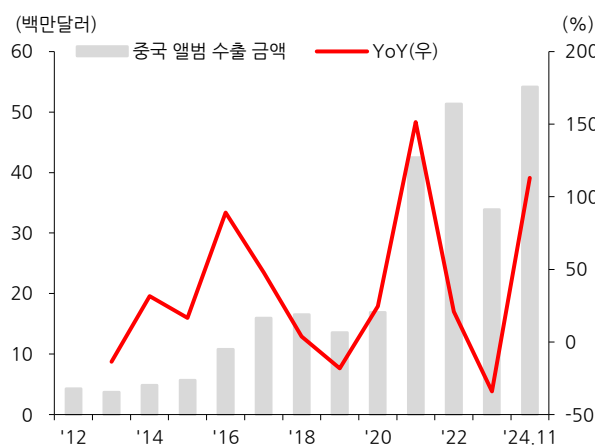
주: '24년은 11월까지 누계 기준
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 앨범 수출 금액 지역별 비중 추이



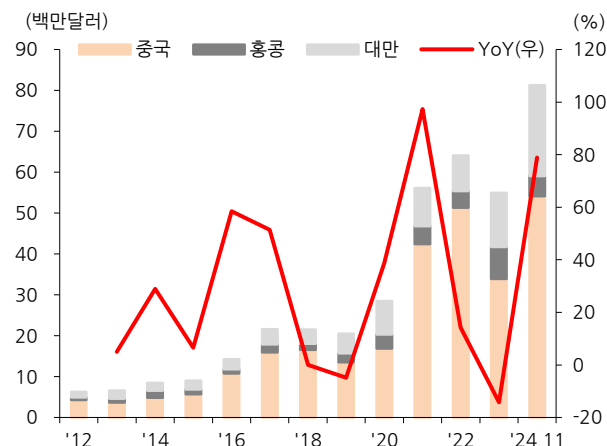
주: '24년은 11월까지 누계 기준
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 중국向 앨범 수출 금액 추이



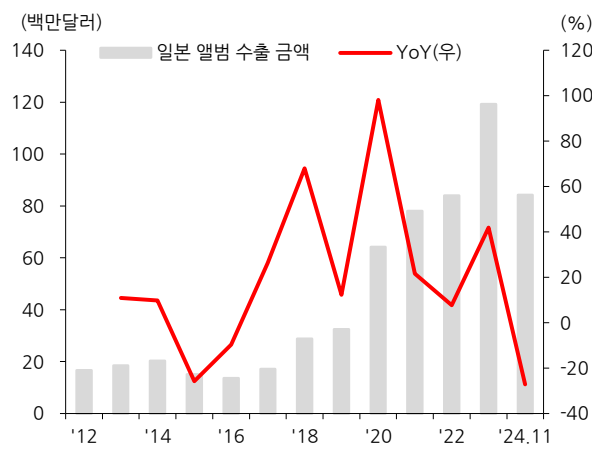
주: '24년은 11월까지 누계 기준
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 중화권向 앨범 수출 금액 추이



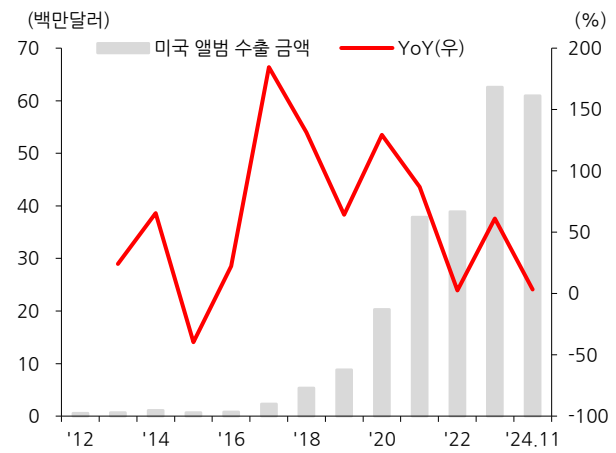
주: '24년은 11월까지 누계 기준
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 일본向 앨범 수출 금액 추이



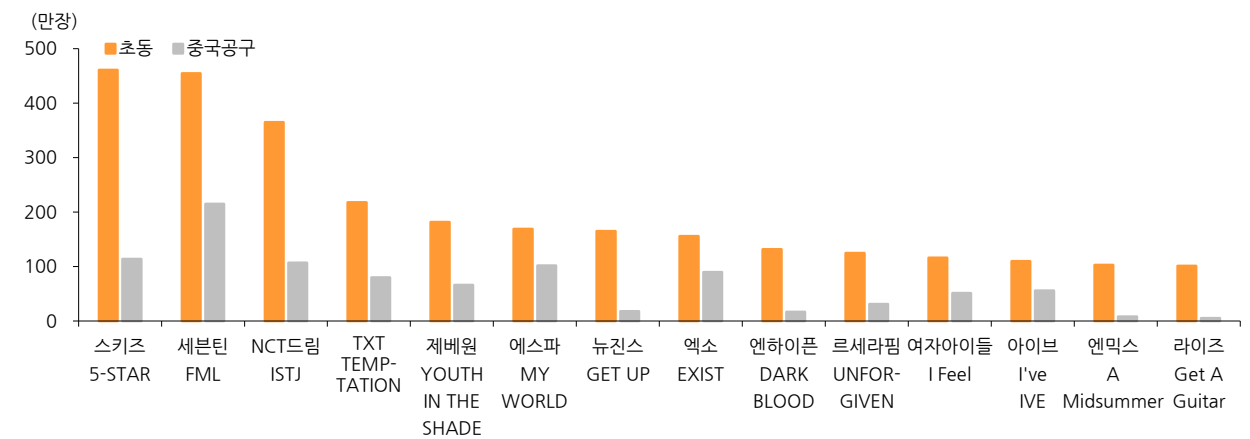
주: '24년은 11월까지 누계 기준
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 미국向 앨범 수출 금액 추이



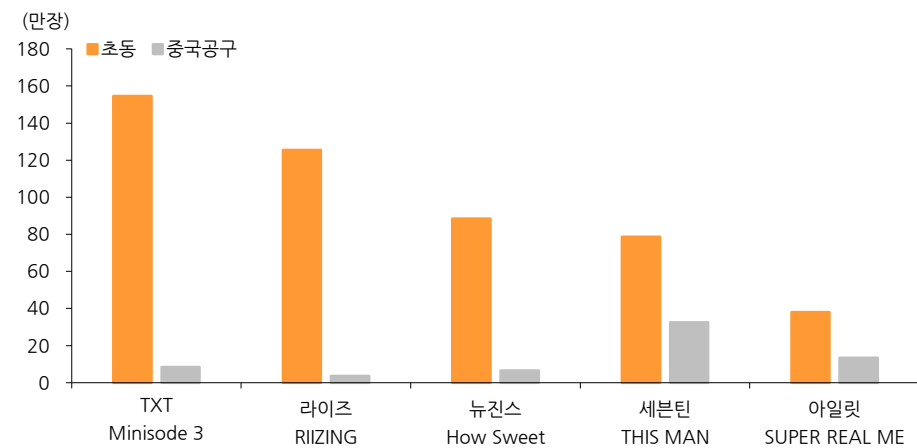
주: '24년은 11월까지 누계 기준
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] '23년 주요 아티스트 발매 앨범 중국 공구 추이



자료: X, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] '24년 상반기 주요 아티스트 발매 앨범 중국 공구 추이



자료: X, 한화투자증권 리서치센터

고무적인 부분은, '24년의 경우 중국향 앨범 수출액이 반등에 성공했다는 점이다. '24년 11월까지 누적 수출액은 약 54백만 달러로, '23년 같은 기간 대비 +113% 증가했으며, 수출액이 피크를 기록했던 '22년 같은 기간 대비로도 +6% 높다. 한편 일본이나 미국 지역에서의 수출액은 '24년 감소세를 기록하며 전체 수출액은 '23년까지는 성장, '24년 역성장인 것으로 확인된다. 서클차트 기준 출하량도 유사한 흐름이다. 다만 우리는 '24년의 전반적인 역성장이 크게 문제되는 부분이 아니라는 판단이다. '22년의 고성장이 '23년과 '24년에 걸쳐 나왔다고 해석한다. 무엇보다 앨범 롤러코스터의 최정점에 있었던 중국이 이미 조정을 마치고 반등을 보여주었다는 점이 중요하다. K-Pop 중국 팬덤의 이탈은 없었고, 매크로 등 산업 외부적인 이슈에 따른 부진이었으며 이제는 바닥을 다지고 올라오는 구간이라는 합의가 있다.

‘23~’24 영역 표시 확실하게 하고 온 일본/미국

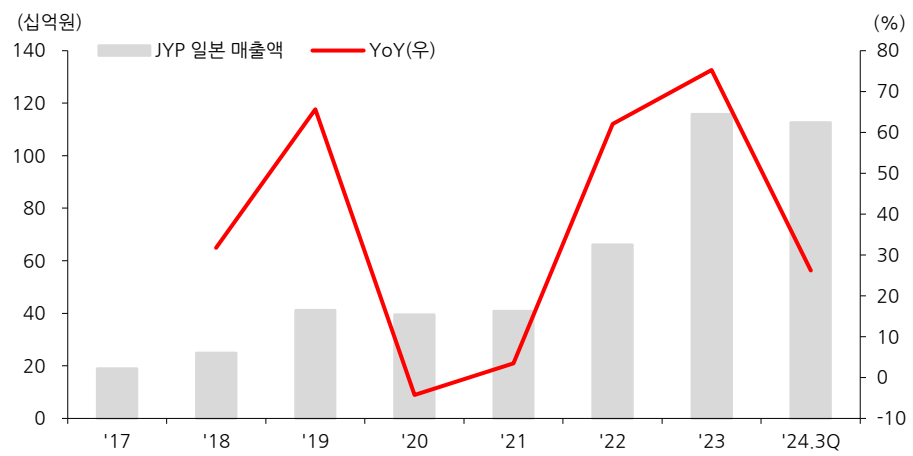
작년 2월 우리는 〈The Two Pillars for Growth: JAPAN & USA〉 자료에서 ‘24년 국내 주요 엔터사들은 일본에서 확실한 점유율 상승으로 캐쉬 카우를 만들고, 미국에서의 Hit-ratio 올리기에 집중하는 전략을 가져갈 것으로 전망한 바 있다. ‘24년을 다 지나고 보니 부진했던 주가와 다르게 회사들은 위의 전략들을 잘 수행했던 것으로 보인다.

일본은 소위 이야기하는 “덕질 문화”가 상대적으로 보편화된 국가다. 어쩌면 덕질 문화의 시초가 일본에 있다고 보는 편이 맞겠다. 또한 일본은 K-Culture, K-Pop 유행의 처음에 있었다. 인접한 지리적 위치는 문화나 사상의 다소 넓은 교집합을 만들었고, 이는 국내 문화/엔터 산업의 흐름이 일본에서는 “한류”라는 유행으로 확산되는 밑바탕이 됐다. 때문에 다른 어떤 지역보다도 상대적으로 K-Pop 아티스트들의 Hit-ratio가 높았다. 거기에 더해 일본 아이돌 산업을 주름잡던 차니스엔터의 몰락은 국내 주요 엔터사들이 일본 음악 시장에서 한층 영향력을 높일 수 있는 기폭제가 됐다.

일례로 JYP는 트와이스/스트레이키즈/니쥬 등을 중심으로 ‘23~’24년 일본 활동을 강화했다. 트와이스는 미사모 유닛 활동까지 포함해 ‘23년과 ‘24년 실물 음반을 각각 2건씩 발매했고, 일본에서 2년동안 각각 돔/스타디움 규모의 공연 및 팬미팅을 8회, 10회씩 개최(미사모 공연 포함)했다. 스트레이키즈도 2개년 각각 실물 앨범 2건, 1건 발매를 비롯해 돔/스타디움 규모의 공연 및 팬미팅을 각각 12회, 10회 개최했다. 덕분에 ‘23년 일본 지역 매출액은 전년대비 75% 성장한 1,158억원, ‘24년 3분기 누계 매출액도 전년 같은 기간 대비 26% 성장한 1,126억원을 기록하는 고성장을 시현했다.

홍백가합전 등 일본 주요 TV 프로그램에 일본 아이돌보다 K-Pop 아이돌이 더 많이 출연하거나 일본 주요 상품 광고 모델이 되는 사례도 ‘23년부터 부쩍 잦아졌다. 뉴진스, 르세라핌, 에스파, NCT Dream 등 K-Pop 주요 아티스트의 광고를 도쿄/오사카 등 주요 도시 핵심지 전광판에서 발견하는 것이 전혀 낯설지 않을 정도다.

[그림18] JYP 일본 지역 매출액 추이



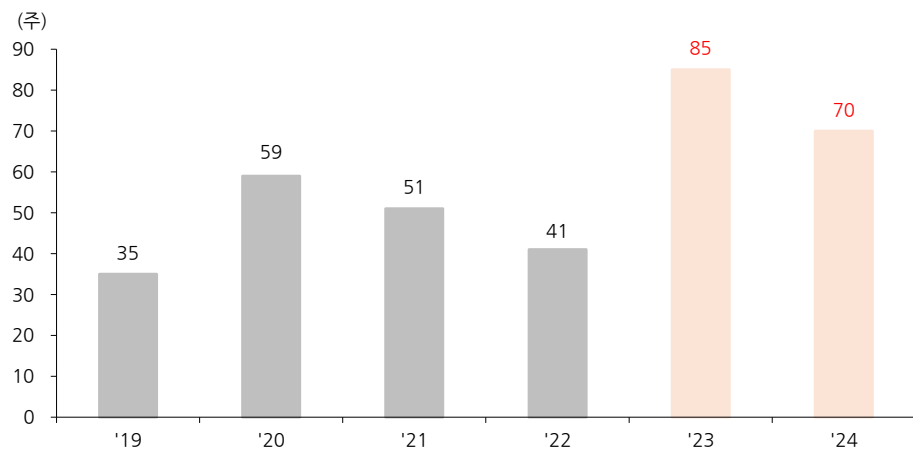
주: '24년은 3분기까지 누계 기준

자료: JYP Ent., 한화투자증권 리서치센터

사실 '22년에서 '23년으로 넘어가면서 산업의 가장 큰 화두는 “미국을 어떻게 잡을 것인가”였다. 이유는 명료했다. K-Pop의 저변이 아시아권 위주에서 미주 등 서구권 지역까지 확대된 것을 본격적으로 확인시켜준 아티스트는 BTS였다. 그런데 '22년 하반기를 기점으로 BTS 활동이 일시적 소강기에 접어들게 됐다. 시장에서는 어떤 아티스트가 BTS 낙수효과를 받아 Next BTS가 돼 공백 이상을 해줄 것인가 확인하고 싶어했다. 그리고 확인할 수 있는 가장 좋은 방법은 미국에서의 성과였다. 미국 앨범 판매량, 빌보드 핫 100 순위, 스포티파이 스트리밍 추이, 미주 지역에서의 투어 규모 등이 주요한 성과 확인 지표가 됐다.

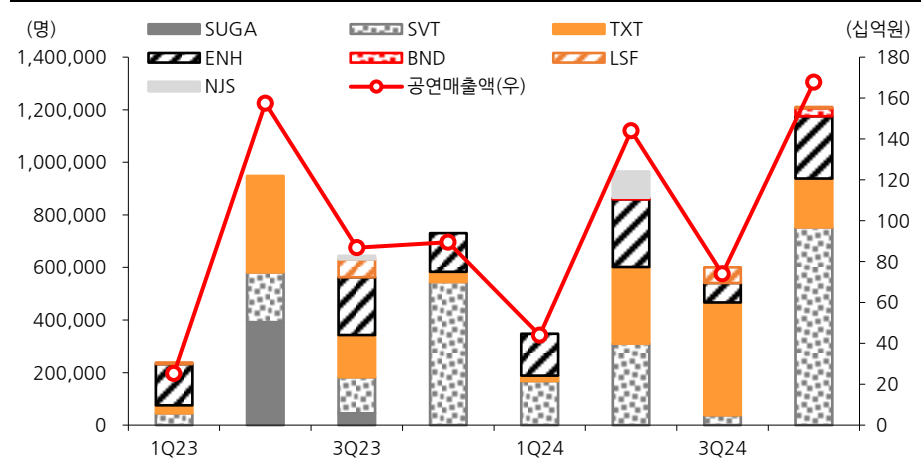
실제로 K-Pop 아티스트들은 '22년보다 '23-'24년 미국 등 서구권 국가에서 더 유의미한 성과를 보여줬다. 서구권 국가에서 상대적으로 니치한 장르라는 인식이 무색하게, 과거보다 Billboard Hot 100 차트에 진입하는 빈도가 잦아지고, 순위가 올라가고, 기간이 길어졌다. 공연도 확실히 커졌다. 트와이스는 미주지역에서 돔/스타디움 급의 공연을 '23년과 '24년 각각 4회(SoFi 스타디움, 델리스 글로브 라이프 필드, MetLife 스타디움, 애틀랜타 트루리스트 파크), 5회(멕시코시티 포로솔, 상파울루 알리안츠 파르케, 엘리전트 스타디움)씩 진행했다. 스트레이키즈도 '25년 돔 및 스타디움 중심의 서구권 투어에 돌입했다. 하이브 소속 주요 남자 아이돌 그룹도 미주지역에서 최소 아레나 이상의 투어를 개최해 흥행시켰다. 미주 지역에서 투어 규모가 커지면서 하이브와 JYP 모두 공연 실적에서 가파른 성장을 보여주고 있다.

[그림19] Billboard Hot 100 진입 주차 연간 합산



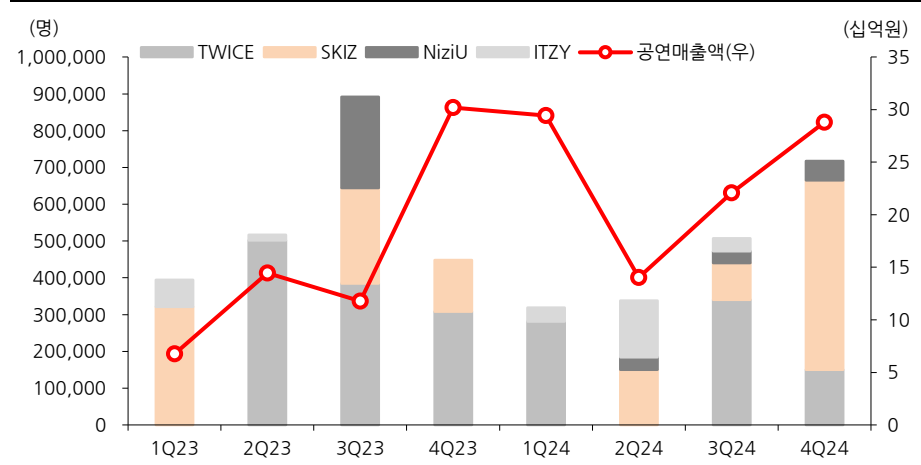
자료: Billboard, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 하이브 아티스트 공연 모객 현황 및 분기별 공연 매출액 추이



자료: 하이브, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림21] JYP Ent. 아티스트 공연 모객 현황 및 분기별 공연 매출액 추이



주: 일부 지역 매출 인식 시점 지연으로 모객 수와 매출액 사이 시차 있음

자료: JYP Ent., 한화투자증권 리서치센터 추정

[표7] 스트레이키즈 dominate 월드투어 스케줄

	시기		국가	배뉴	배뉴 capa	횟수	최대 모객 가정
2Q24	2024-04-06	2024-04-07	일본	교세라 돔 오사카	45,000	2	90,000
	2024-04-27	2024-04-28	일본	베루나 돔	30,000	2	60,000
3Q24	2024-08-24	2024-08-25	한국	KSPO DOME	15,000	2	30,000
	2024-08-31	2024-09-01	한국	KSPO DOME	15,000	2	30,000
	2024-09-28	2024-09-28	싱가포르	National Stadium	40,000	1	40,000
4Q24	2024-10-19	2024-10-19	호주	Marvel Stadium	50,000	1	50,000
	2024-10-26	2024-10-26	호주	Allianz Stadium	40,000	1	40,000
	2024-11-03	2024-11-03	대만	Kaohsiung National Stadium	50,000	1	50,000
	2024-11-14	2024-11-17	일본	도쿄돔	50,000	3	150,000
	2024-11-23	2024-11-23	필리핀	Philippine Arena	50,000	1	50,000
	2024-11-29	2024-11-30	마카오	Galaxy Arena	10,000	2	20,000
	2024-12-05	2024-12-08	일본	교세라돔	40,000	3	120,000
	2024-12-14	2024-12-14	태국	National Stadium	15,000	1	15,000
	2024-12-21	2024-12-21	인도네시아	Madya Stdiom, Gelora Bung Karno	20,000	1	20,000
1Q25	2025-01-18	2025-01-19	홍콩	Asiaworld-Arena	10,000	2	20,000
	2025-03-27	2025-03-28	칠레	Estadio Bicentenario de La Florida	25,000	2	50,000
2Q25	2025-04-01	2025-04-01	브라질	Estadio Nilton Santos	44,600	1	44,600
	2025-04-05	2025-04-06	브라질	Estadio Morumbi	70,000	2	140,000
	2025-04-09	2025-04-09	페루	Estadio San Marcos	32,000	1	32,000
	2025-04-12	2025-04-13	멕시코	Estadio GNP Seguros	65,000	2	130,000
	2025-05-24	2025-05-24	미국	T-Mobile Park	47,000	1	47,000
	2025-05-28	2025-05-28	미국	Oracle Park	42,300	1	42,300
	2025-05-31	2025-06-01	미국	SoFi Stadium	70,000	2	140,000
	2025-06-06	2025-06-06	미국	Globe Life Field	40,300	1	40,300
	2025-06-10	2025-06-10	미국	Truist park	41,000	1	41,000
	2025-06-14	2025-06-14	미국	Camping World Stadium	60,000	1	60,000
	2025-06-18	2025-06-19	미국	Citi Field	40,000	2	80,000
	2025-06-23	2025-06-23	미국	Nationals Park	40,000	1	40,000
	2025-06-26	2025-06-26	미국	Wrigley Field	40,000	1	40,000
	2025-06-29	2025-06-29	미국	Rogers Stadium	49,000	1	49,000
3Q25	2025-07-11	2025-07-11	네덜란드	Johan Crujff ArenA	56,000	1	56,000
	2025-07-15	2025-07-15	독일	Deutsche Bank Park	58,000	1	58,000
	2025-07-18	2025-07-19	영국	Tottenham Hotspur Stadium	62,000	2	124,000
	2025-07-22	2025-07-22	스페인	Riyadh Air Metropolitano	70,000	1	70,000
	2025-07-26	2025-07-27	프랑스	Stade de France	80,000	2	160,000
스트레이키즈 dominate 월드투어 최대 모객							2,229,200

자료: 언론 보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

‘25 그리고 다시 중국. 히든카드가 되길

엔터 산업에서 여전히 일본과 미국 시장은 중요하다. 특히 미국 시장에서 아티스트 음원 소비 확대를 이끌어내고 이를 다시 투어 규모 확대로 연결시키는 것은 실적으로 보나 주가로 보나 함의가 크다. 이전 자료들에서도 누누이 다뤄왔다. 다만, 이번 자료에서 중국이라는 지역을 새로이 언급하는 이유는 중국 정부의 정치적/외교적 변화 때문이다.

자료 서두에서도 이야기했지만, 지난해 하반기부터 중국 정부의 한국 콘텐츠 등에 대한 스탠스가 알게 모르게 달라졌다. 딱히 이렇다할 이벤트는 없었지만 말 그대로 “묘하게” 달라졌다는 시그널을 몇몇 이벤트로 확인할 수 있었다. 일례로, 국내 싱어송라이터 “김정차마”가 ‘24년 10월, 12월, 그리고 ‘25년 1월 세 차례에 걸쳐 중국 본토에서 공연을 개최했다. 사드 보복 한한령으로 인해 중국에서 그간 열리지 못했던 한국 대중음악 가수 공연이 8년만에 처음으로 열린 것이다. 텐센트는 중국 내에서 “버블 서비스” 개시를 위해 디어유와 전략적 제휴 및 서비스 계약을 체결했다. 한편으로는 한국인의 무비자 입국을 허용하며 교류 확대를 위한 제스처를 보이기도 했다.

단순히 한국을 향한 제스처만 달라진 것은 아니다. 중국 정부는 팬데믹 이후 지속되는 경기 부진을 타개하기 위해 소비 진작에 힘을 쏟을 것으로 보이는데, 특히 “문화/여행/레저” 분야의 소비 견인을 강조했다(12월 정치국회의, 중앙경제공작회의). 실제로 사우스차이나모닝포스트에 따르면 항저우시는 테일러 스위프트 콘서트 개최를 위한 러브콜을 보내기도 했다. 항저우는 이미 ‘25년 2~3월 6번에 걸친 에드시런 투어 개최를 확정해둔 상황이다. 항저우시가 에드시런 등 서구권 아티스트 공연을 개최하고, 테일러 스위프트 콘서트 개최를 바라는 것은 결국 콘서트를 통해 경기 진작 효과(ex. 스위프트노믹스)를 누리기 위해서인 것으로 추측된다. 실제로 지난해 3월 싱가포르의 테일러 스위프트의 The Eras Tour를 통해 약 5,259억원의 관광 수입을 올린 것으로 추산된다. 테일러 스위프트가 아니더라도, 지난해 9월 하이난성의 하이커우시에서 열린 카니에 웨스트 콘서트는 약 3.7억위안(약 723억원)의 관광 수입을 창출한 바 있다. 당시 하이커우시 호텔 OCC도 83% 이상으로 급등했던 바 있다. 해외 월드스타 콘서트 개최를 통한 관광 수입 창출은 중국 정부 입장에서 상대적으로 저렴하지만 강력한 소비 진작 효과를 가져올 수 있는 수단이다. 때문에 이전보다 상대적으로 한국 문화에 온화해진 중국 정부의 스탠스와 맞물려 K-Pop 아티스트의 본토 공연 개최에 대한 기대감도 생겨나고 있다.

K-Pop 아티스트의 중국 지역 마지막 공연은 빅뱅의 콘서트였다. ‘15년 〈MADE WOLD TOUR〉 중국 공연은 18회, 23만명을 모객하며 콘서트 매출액 133억원을 기록했고, ‘16년 〈Made V.I.P Tour〉 중국 공연은 35회, 59만명을 모객하며 콘서트 매출액만 331억원을 기록했다. 외교적 여건이나, 아티스트 일정 상 지금 당장 중국 본토에서 국내 아티스트의 10회가 넘어가는 투어가 잡히기는 현실적으로 힘들다. 그러나 하반기 이후 중국 경기 진작 등을 위한 수단으로써 K-Pop이 활용됐을 때를 생각해보면, 중국이라는 지역은 ‘25년과 ‘26년 국내 엔터 산업의 중요한 히든카드가 될 수 있다.

[표8] 중국 주요 도시 콘서트 베뉴 목록

구분	도시	공연장	수용인원	구분
1선도시	광저우	광둥 올림픽 스타디움	80,000	돔/스타디움
		텐허 스타디움	54,000	돔/스타디움
		광저우 국제 스포츠 공원	18,000	아레나
		광저우 체육관	12,000	아레나
	베이징	베이징 국가 체육장	80,000	돔/스타디움
		베이징 워크스 스타디움	66,000	돔/스타디움
		마스터 카드 센터	18,000	아레나
		내셔널 인도어 스타디움	18,000	아레나
	상하이	상하이 스타디움	80,000	돔/스타디움
		메르세데츠 벤츠 아레나	18,000	아레나
		위안선 스포츠 센터 스타디움	16,000	아레나
	선전	선전 유니버시아드 스포츠 센터	60,000	돔/스타디움
		선전만 스포츠 센터	20,000	아레나
		선전 베이 스포츠 센터	12,000	아레나
2선도시	난징	광시 스포츠 센터 스타디움	60,000	돔/스타디움
		유스 올림픽 체육공원	20,000	아레나
		난징 올림픽 스포츠 센터 실내 체육관	13,000	아레나
	난창	난창 국제 스포츠 센터 스타디움	50,000	돔/스타디움
	다롄	다롄 스포츠 센터 스타디움	61,000	돔/스타디움
		다롄 스포츠 센터 아레나	18,000	아레나
	샤먼	샤먼 에그렛 스타디움	32,000	아레나
	시안	시안 올림픽 스포츠 센터 스타디움	60,000	돔/스타디움
		산시 스포츠 센터 스타디움	50,000	돔/스타디움
	우한	우한 스포츠 센터 스타디움	60,000	돔/스타디움
		우한 체육관	13,000	아레나
	정저우	정저우 올림픽 스포츠 센터 스타디움	60,000	돔/스타디움
	지난	지난 올림픽 스포츠 센터 스타디움	60,000	돔/스타디움
	청두	청두 스포츠 센터	42,000	아레나
		동안호 스포츠 파크 체육관	12,000	아레나
	충칭	충칭 올림픽 스포츠 센터 스타디움	58,000	돔/스타디움
		충칭 국제 엑스포 센터	10,000	아레나
	푸저우	하이샤 올림픽 센터	60,000	돔/스타디움
	항저우	항저우 올림픽 스포츠 센터 스타디움	80,000	돔/스타디움
3선도시	쑤저우	쑤저우 스포츠 센터 스타디움	35,000	아레나
	자오칭	자오칭 스포츠 센터 스타디움	30,000	아레나
	잔장	잔장 스포츠 센터 스타디움	20,000	아레나
	창사	허룽 스포츠 센터 스타디움	55,000	돔/스타디움
	취안저우	취안저우 해협 스포츠 센터 스타디움	34,000	아레나
	취저우	취저우 스포츠 센터 스타디움	30,000	아레나
	칭다오	칭다오 귀신 스타디움	45,000	아레나
		칭다오 텐타이 스타디움	20,000	아레나
	칭위안	칭위안 스포츠 센터 스타디움	30,000	아레나
	타이저우	타이저우 스포츠 센터 스타디움	40,000	아레나
	톈진	톈진 올림픽 센터 스타디움	54,000	돔/스타디움
	포산	센추리 로터스 스타디움	36,000	아레나
	허페이	허페이 올림픽 스포츠 센터 스타디움	60,000	돔/스타디움
	후이저우	후이저우 올림픽 스타디움	40,000	아레나

자료: 한화투자증권 리서치센터

Year	Products	Concert	Appearance Fee	Advertisement	Royalty	Others
'15	4	13	4	2	0	0
'16	2	34	17	7	0	0
'17	7	0	0	6	2	2
'18	12	0	0	2	0	1
'19	7	1	0	0	0	0
'20	4	0	0	6	1	0
'21	5	0	3	5	0	0
'22	14	0	0	2	0	1
'23	17	0	0	0	0	1

아레나 투어 가정	단위		돔/스타디움 가정	단위	
공연장 Capa 평균	20,000	명	공연장 Capa 평균	60,000	명
공연 횟수	10	회	공연 횟수	10	회
MG	0.4	십억원	MG	1	십억원
ATP	154,000	원	ATP	154,000	원
RS	15	%	RS	15	%
객당 MD 구매	77,000	원	객당 MD 구매	110,000	원
	공연	MD		공연	MD
Minimum Guarantee	4.0	9.2	Minimum Guarantee	10.0	39.6
Revenue Share	46.2	9.2	Revenue Share	138.6	39.6

19

하이브 (352820)

화양연화 again



▶Analyst 박수영 suyoung.park.0202@hanwha.com 3772-7634

Buy (유지)

목표주가(유지): 270,000원

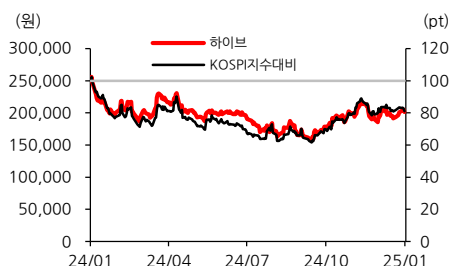
현재 주가(1/9)	201,500 원
상승여력	▲ 34.0%
시가총액	83,929 억원
발행주식수	41,652 천주
52 주 최고가 / 최저가	256,000 / 158,000 원
90 일 일평균 거래대금	403.88 억원
외국인 지분율	19.2%
주주 구성	
방시혁 (외 28 인)	47.5%
국민연금공단 (외 1 인)	7.6%
자사주 (외 1 인)	0.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	8.7	12.7	3.7	-18.8
상대수익률(KOSPI)	1.9	15.5	15.8	-17.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,178	2,257	2,715	4,306
영업이익	296	199	339	541
EBITDA	423	344	481	679
지배주주순이익	187	122	286	406
EPS	4,496	2,935	6,855	9,742
순차입금	-240	4	-286	-602
PER	51.9	67.5	29.4	20.7
PBR	3.3	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	22.4	24.0	16.9	11.5
배당수익률	0.3	0.4	0.3	0.3
ROE	6.6	4.1	9.1	11.8

주가 추이



4분기는 올해 중 아티스트 활동이 가장 많았던 분기였습니다. 다만 성과급 및 기타 판관비로 반영되는 일회성 비용을 감안하면 영업이익의 기준 컨센서스를 소폭 하회했던 것으로 파악됩니다.

4Q24 Preview: 일회성 비용 영향 컨센 소폭 하회 추정

우리는 동사의 지난 4분기 매출액과 영업이익을 각각 7,274억원, 800억원으로 추정한다. 지난 4분기는 진, 세븐틴, 투바투, 엔하이픈, 아일릿, 투어스 등 대부분의 소속 아티스트 앨범 발매가 있었다. 분기 앨범 판매량은 약 1천만장 수준인 것으로 파악된다. 세븐틴 22회, 투바투 8회, 엔하이픈 6회, 보이넥스트도어 2회 등 콘서트 및 팬미팅 총 39회(르세라핌 팬미팅 1회 포함)가 진행되며 역대 최고 분기 콘서트 매출을 기록했을 것으로 추정된다. 다수 앨범 발매 및 콘서트 진행으로 아티스트 직/간접 매출 모두 호조를 보이며, 이익도 연간 4개 분기 중 가장 높은 수준의 이익을 기록했을 것으로 추정된다. 다만 앞선 3개 분기 대비 강한 실적을 기록한 탓에 성과급 반영 비율이 지난 분기에만 소폭 높아졌던 것으로 보이며, 판관비로 반영되는 일회성 비용(법무 관련 비용 등) 탓에 시장 기대치(884억원)를 약 10% 하회했을 것으로 보인다.

‘25년, 다시 시작될 화양연화

‘24년은 사실 일부 부진했던 앨범 판매량, 그리고 게임 등과 관련한 일회성 비용 탓에 부진한 실적을 기록했다. 다만 콘서트/MD/콘텐츠 등 음반/원 매출액을 제외한 거의 대부분의 아티스트 직간접 매출에서 큰 폭의 성장을 보여줬다. BTS 제외 아티스트들의 가파른 성장 덕이었다. ‘25년에도 세븐틴/투바투/엔하이픈/투어스/르세라핌/아일릿 등 소속 아티스트들의 성장과 여기에 따라오는 강한 실적이 예상된다. 뿐만 아니라 2025년은 BTS 대표작 “화양연화” 시리즈 발매 10주년을 맞이하는 해다. 회사에게도 아티스트에게도 팬덤에게도 의미가 큰 해이며, 모든 멤버들이 전역하는 해다. 이미 전역한 진과 제이홉은 각각 앨범 발매 이후 예능 출연, 월드 투어 등 활발한 활동을 시작했다. BTS 완전체 활동이 ‘25년말에 시작될지 ‘26년초에 시작될지 정해진 바는 없다. 그러나 분명한 점은 ‘25년은 하이브의 화양연화와 같은 시기가 되겠다.

동사에 대한 투자 의견 Buy, 및 목표주가 270,000원을 유지한다. 여전히 업종 내 최선호주로 동사를 제시한다.

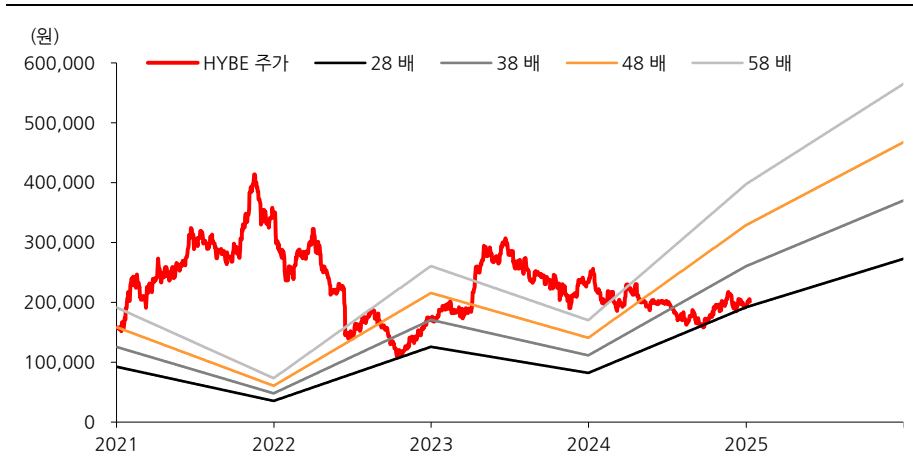
[표10] 하이브 목표주가 산출

(단위: 십억원, 천주, 원, 배, %)

	2025E	2026E	비고
지배주주순이익	286	406	
보통주 발행주식수	41,652	41,652	
-자기주식수			
EPS	6,855	9,742	
12mth Fwd EPS		7,095	
Target P/E		38	'23년 평균 배수
적정주가		269,628	
최종 목표주가		270,000	
현재주가		201,500	1/9일 종가
상승여력		34.0%	

자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림23] 하이브 12mth Fwd P/E Band



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표11] 하이브 실적 추정치 비교

(단위: 십억원, %, %pt)

	한화추정치			컨센서스			차이		
	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	727	2,257	2,715	668	2,198	2,653	8.9%	2.7%	2.3%
영업이익	80	199	339	88	208	341	-9.5%	-4.1%	-0.5%
영업이익률	11.0%	8.8%	12.5%	13.2%	9.5%	12.9%	-2.2%pt	-0.6%pt	-0.4%pt

자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

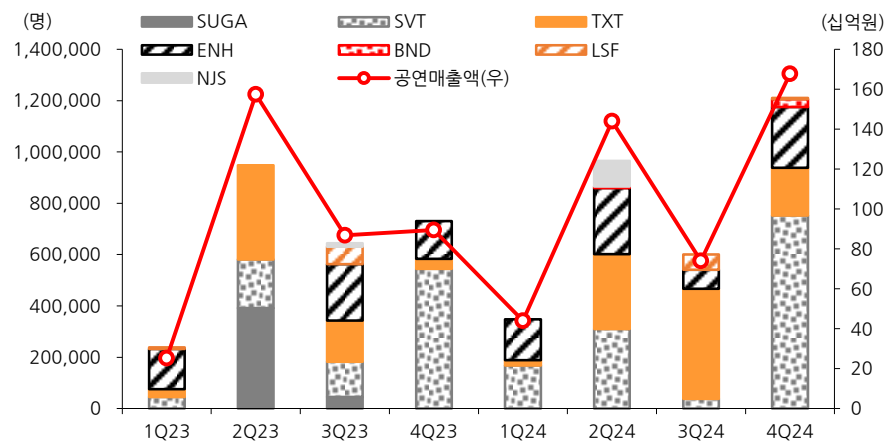
[표12] 하이브 세부 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2023	2024E	2025E	2026E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
매출액	2,178	2,257	2,715	4,306	411	621	538	609	361	640	528	727
직접	1,471	1,440	1,792	2,730	234	436	356	444	217	424	323	476
음원	298	281	348	550	50	74	85	90	73	67	71	71
음반	672	581	632	847	134	172	154	212	73	183	144	182
공연	359	430	627	1,110	25	158	87	89	44	144	74	168
광고, 출연료	142	148	185	222	25	33	31	52	28	30	34	56
간접	707	835	1,006	1,576	176	185	155	190	144	217	205	251
MD 및 라이선싱	326	378	491	999	69	112	86	59	61	109	99	109
콘텐츠	290	338	372	428	87	51	49	103	61	84	80	113
팬클럽 등	91	119	142	149	20	22	21	28	22	24	26	29
매출총이익	1,009	976	1,167	1,808	209	268	247	285	177	246	240	313
GPM(%)	46.3%	43.3%	43.0%	42.0%	50.8%	43.2%	45.9%	46.8%	49.1%	38.4%	45.6%	43.0%
영업이익	296	199	339	541	53	81	73	89	14	51	54	80
OPM(%)	13.6%	8.8%	12.5%	12.6%	12.8%	13.1%	13.5%	14.7%	4.0%	7.9%	10.3%	11.0%

자료: 하이브, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림24] 하이브 공연 실적 추이



자료: 하이브, 한화투자증권 리서치센터 추정

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,776	2,178	2,257	2,715	4,306
매출총이익	843	1,009	976	1,167	1,808
영업이익	237	296	199	339	541
EBITDA	356	423	344	481	679
순이자손익	8	1	0	-9	-8
외화관련손익	5	11	16	-15	-49
지분법손익	-18	99	-8	24	24
세전계속사업손익	96	250	159	378	537
당기순이익	48	183	106	283	403
지배주주순이익	52	187	122	286	406
증가율(%)					
매출액	n/a	22.6	3.6	20.3	58.6
영업이익	n/a	24.8	-32.5	70.1	59.3
EBITDA	n/a	18.9	-18.6	39.6	41.4
순이익	n/a	281.9	-42.2	167.1	42.1
이익률(%)					
매출총이익률	47.4	46.3	43.3	43.0	42.0
영업이익률	13.3	13.6	8.8	12.5	12.6
EBITDA 이익률	20.0	19.4	15.3	17.7	15.8
세전이익률	5.4	11.5	7.1	13.9	12.5
순이익률	2.7	8.4	4.7	10.4	9.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	347	311	86	376	451
당기순이익	48	183	106	283	403
자산상각비	119	127	145	141	139
운전자본증감	-11	-40	-161	-2	-45
매출채권 감소(증가)	-63	3	-162	-50	-293
재고자산 감소(증가)	-5	-51	-83	-26	-150
매입채무 증가(감소)	7	-17	175	67	392
투자현금흐름	-285	-471	66	-88	-138
유형자산처분(취득)	-17	-22	-33	-31	-49
무형자산 감소(증가)	-9	-68	-34	-50	-80
투자자산 감소(증가)	0	0	313	-3	-4
재무현금흐름	-188	-11	-117	-29	-29
차입금의 증가(감소)	-189	-79	-104	0	0
자본의 증가(감소)	0	64	-55	-29	-29
배당금의 지급	0	0	-29	-29	-29
총현금흐름	390	420	304	378	496
(-)운전자본증가(감소)	-770	-206	283	2	45
(-)설비투자	17	23	34	31	49
(+)자산매각	-8	-68	-33	-50	-80
Free Cash Flow	1,134	535	-46	294	322
(-)기타투자	1,040	627	59	4	5
잉여현금	94	-91	-104	291	317
NOPLAT	118	217	133	255	405
(+) Dep	119	127	145	141	139
(-)운전자본투자	-770	-206	283	2	45
(-)Capex	17	23	34	31	49
OpFCF	989	527	-40	363	451

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,116	1,889	1,900	2,269	3,032
현금성자산	1,687	1,403	1,145	1,435	1,751
매출채권	270	275	441	491	784
재고자산	79	126	226	252	402
비유동자산	2,755	3,457	3,534	3,501	3,520
투자자산	1,186	1,190	1,261	1,289	1,318
유형자산	99	101	96	68	60
무형자산	1,470	2,165	2,177	2,144	2,143
자산총계	4,870	5,346	5,433	5,770	6,553
유동부채	849	1,772	1,382	1,460	1,862
매입채무	343	591	589	656	1,048
유동성이자부채	254	914	539	539	539
비유동부채	1,092	464	768	771	774
비유동이자부채	903	249	611	611	611
부채총계	1,942	2,236	2,150	2,230	2,636
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	2,650	1,570	1,567	1,567	1,567
이익잉여금	233	1,420	1,513	1,770	2,146
자본조정	-134	-91	-109	-109	-109
자기주식	0	0	-26	-26	-26
자본총계	2,929	3,110	3,284	3,540	3,917

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	1,265	4,496	2,935	6,855	9,742
BPS	66,995	70,090	71,852	78,007	87,049
DPS	0	700	700	700	700
CFPS	9,431	10,075	7,307	9,073	11,907
ROA(%)	1.1	3.7	2.3	5.1	6.6
ROE(%)	1.9	6.6	4.1	9.1	11.8
ROIC(%)	5.7	10.6	5.4	9.5	15.0
Multiples(x, %)					
PER	137.1	51.9	67.5	29.4	20.7
PBR	2.6	3.3	2.8	2.6	2.3
PSR	4.0	4.5	3.7	3.1	1.9
PCR	18.4	23.2	27.1	22.2	16.9
EV/EBITDA	18.7	22.4	24.0	16.9	11.5
배당수익률	n/a	0.3	0.4	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	66.3	71.9	65.5	63.0	67.3
Net debt/Equity	-18.1	-7.7	0.1	-8.1	-15.4
Net debt/EBITDA	-148.8	-56.7	1.1	-59.4	-88.6
유동비율	249.1	106.6	137.4	155.4	162.8
이자보상배율(배)	6.8	6.3	4.1	6.6	10.6
자산구조(%)					
투자자본	39.4	46.4	53.0	49.6	47.1
현금+투자자산	60.6	53.6	47.0	50.4	52.9
자본구조(%)					
차입금	28.3	27.2	25.9	24.5	22.7
자기자본	71.7	72.8	74.1	75.5	77.3

JYP Ent. (035900)

단기 실적 변동성을 상쇄하는 중심점



▶Analyst 박수영 suyoung.park.0202@hanwha.com 3772-7634

Buy (유지)

목표주가(상향): 85,000원

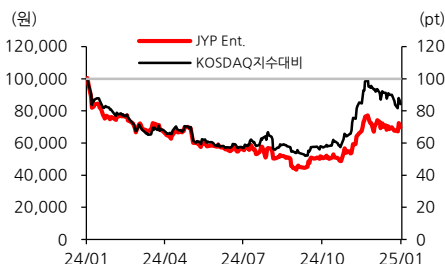
현재 주가(1/9)	69,900 원
상승여력	▲ 21.6%
시가총액	24,837 억원
발행주식수	35,532 천주
52 주 최고가 / 최저가	103,000 / 43,500 원
90 일 일평균 거래대금	508.52 억원
외국인 지분율	24.2%
주주 구성	
박진영 (외 4 인)	16.0%
자사주 (외 1 인)	6.8%
이지영 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.2	34.9	24.6	-32.1
상대수익률(KOSDAQ)	-11.2	42.0	40.5	-13.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	567	586	720	832
영업이익	169	131	156	165
EBITDA	180	144	171	192
지배주주순이익	105	98	111	118
EPS	2,969	2,967	3,347	3,553
순차입금	-252	-224	-245	-228
PER	34.1	20.2	20.9	19.7
PBR	9.1	4.6	4.5	3.8
EV/EBITDA	18.5	13.2	13.1	11.7
배당수익률	0.6	1.0	0.8	0.8
ROE	30.4	23.0	21.8	19.5

주가 추이



스트레이키즈는 어느덧 200 만명을 모객하는 아티스트로 성장했습니다. 여전히 콘서트/MD 등 일부 실적 인식 시점에 따른 실적 변동성이 크지만 질 좋은 IP 는 이를 상쇄하기 충분합니다. 목표주가를 85,000 원으로 상향합니다.

4Q24 Preview: 영업이익 컨센서스 부합 추정

우리는 동사의 4분기 매출액과 영업이익을 각각 1,830억원, 396억원으로 추정한다. 영업이익 기준 시장 컨센서스(382억원)에 부합할 것으로 보인다. 4분기에는 트와이스, 스트레이키즈, 있지, 넥스지 등의 앨범 발매가 있었으며 분기 앨범 판매량은 약 425만장을 기록했다. 한편, 오래 그래왔듯 일본 지역 발생 콘서트 매출액이 1개분기 이연 반영된다면, 3분기 트와이스 일본 스타디움 투어 6회가 전부 4분기 실적으로 인식됐을 것이다. 이를 가정시 4분기 동사 콘서트 매출액은 약 300억원 수준으로 다시 한 번 역대 최고 분기 콘서트 매출을 경신했을 것으로 보인다. 트와이스 이연 매출 외에도 스트레이키즈 dominate 월드투어 아태 지역 4분기 스케줄 등도 반영된다.

단기 실적 변동성을 상쇄할 중심점

우리는 동사에 대한 지난 3분기 리뷰 보고서에서 “단기 실적 변동성을 상쇄할 중심점”이 필요하다 평가했다. 그리고 회사는 이를 200만명 모객이 가능한 퀄리티 높은 IP로 증명하고 있다. 내년 재계약 등으로 원가 증가세가 지속되겠으나 대규모 모객이 가능한 IP인만큼 간접 부가 매출까지 생각하면 회사 이익 기여도가 클 것으로 보인다. 한편, 연초 데뷔하는 남 신인 그룹 “킥플립”에 대한 대중 관심이 굉장히 크다. 이런 상황들을 고려해, 실적 추정치와 타겟 멀티플을 모두 상향 조정했다. Target P/E 배수는 피어그룹내 주요사 대비 30% 할인을 적용했다.

투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가를 85,000원으로 상향한다. 최근 섹터 내에서 가장 많이 오른 종목이지만 여전히 20배 후반에서 30배까지는 상승 여력이 남아있다는 판단이다.

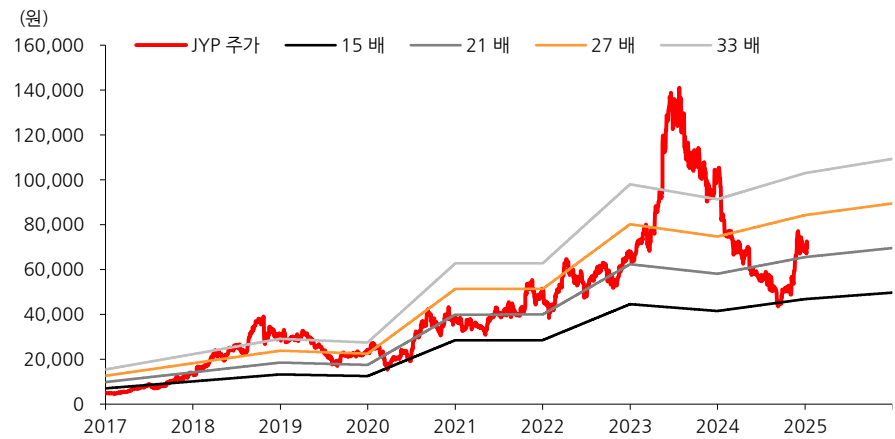
[표 13] JYP Ent. 목표주가 산출

(단위: 십억원, 천주, 원, 배, %)

	2025E	2026E	비고
지배주주순이익	111	118	
보통주 발행주식수	35,532	35,532	
-자기주식수	2,399	2,399	
EPS	3,121	3,313	
12mth Fwd EPS		3,137	
Target P/E		27	Top Pick * 30% 할인
적정주가		83,435	
최종 목표주가		85,000	
현재주가		69,900	1/9 일 종가
상승여력		21.6%	

자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림 25] JYP Ent. 12mth Fwd P/E Band



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표14] JYP Ent. 실적 추정치 비교

(단위: 십억원, %, %pt)

	한화추정치			컨센서스			차이		
	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	183	586	720	163	565	645	12.6%	3.7%	11.6%
영업이익	40	131	156	38	128	153	3.9%	2.6%	1.6%
영업이익률	21.7%	22.4%	21.6%	23.5%	22.6%	23.7%	-1.8%pt	-0.2%pt	-2.1%pt

자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표15] JYP Ent. 세부 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2023	2024E	2025E	2026E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
매출액	567	586	720	832	118	152	140	157	137	96	170	183
음악	263	212	227	276	52	87	58	67	47	26	68	70
음반	211	154	164	206	41	74	43	53	31	14	55	55
음원	52	57	63	70	11	12	15	14	16	13	14	15
매니지먼트	106	153	206	234	14	24	25	43	42	31	36	44
광고	28	34	37	43	5	7	8	8	8	9	8	8
콘서트	63	96	144	165	7	14	12	30	29	14	22	30
출연료	14	23	25	26	2	3	5	5	5	8	5	5
기타	198	221	287	322	52	41	57	48	48	38	66	69
MD	115	142	207	238	27	22	32	33	24	15	50	54
기타	83	79	80	84	24	19	25	14	24	23	16	15
매출총이익	268	256	300	334	60	72	67	69	61	33	84	78
GPM(%)	47.4%	43.7%	41.6%	40.2%	51.0%	47.7%	47.8%	43.9%	44.5%	34.8%	49.2%	42.6%
영업이익	169	131	156	165	42	46	44	38	34	9	48	40
OPM(%)	29.9%	22.4%	21.6%	19.8%	35.6%	30.1%	31.4%	24.1%	24.6%	9.8%	28.4%	21.7%

자료: JYP Ent, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표16] 스트레이키즈 dominate 월드투어 스케줄

시기			국가	배뉴	배뉴 capa	횟수	최대 모객 가정
2Q24	2024-04-06	2024-04-07	일본	교세라 돔 오사카	45,000	2	90,000
	2024-04-27	2024-04-28	일본	베루나 돔	30,000	2	60,000
3Q24	2024-08-24	2024-08-25	한국	KSPO DOME	15,000	2	30,000
	2024-08-31	2024-09-01	한국	KSPO DOME	15,000	2	30,000
	2024-09-28	2024-09-28	싱가포르	National Stadium	40,000	1	40,000
4Q24	2024-10-19	2024-10-19	호주	Marvel Stadium	50,000	1	50,000
	2024-10-26	2024-10-26	호주	Allianz Stadium	40,000	1	40,000
	2024-11-03	2024-11-03	대만	Kaohsiung National Stadium	50,000	1	50,000
	2024-11-14	2024-11-17	일본	도쿄돔	50,000	3	150,000
	2024-11-23	2024-11-23	필리핀	Philippine Arena	50,000	1	50,000
	2024-11-29	2024-11-30	마카오	Galaxy Arena	10,000	2	20,000
	2024-12-05	2024-12-08	일본	교세라돔	40,000	3	120,000
	2024-12-14	2024-12-14	태국	National Stadium	15,000	1	15,000
	2024-12-21	2024-12-21	인도네시아	Madya Stodium, Gelora Bung Karno	20,000	1	20,000
1Q25	2025-01-18	2025-01-19	홍콩	Asiaworld-Arena	10,000	2	20,000
	2025-03-27	2025-03-28	칠레	Estadio Bicentenario de La Florida	25,000	2	50,000
2Q25	2025-04-01	2025-04-01	브라질	Estadio Nilton Santos	44,600	1	44,600
	2025-04-05	2025-04-06	브라질	Estadio MorumbiS	70,000	2	140,000
	2025-04-09	2025-04-09	페루	Estadio San Marcos	32,000	1	32,000
	2025-04-12	2025-04-13	멕시코	Estadio GNP Seguros	65,000	2	130,000
	2025-05-24	2025-05-24	미국	T-Mobile Park	47,000	1	47,000
	2025-05-28	2025-05-28	미국	Oracle Park	42,300	1	42,300
	2025-05-31	2025-06-01	미국	SoFi Stadium	70,000	2	140,000
	2025-06-06	2025-06-06	미국	Globe Life Field	40,300	1	40,300
	2025-06-10	2025-06-10	미국	Truist park	41,000	1	41,000
	2025-06-14	2025-06-14	미국	Camping World Stadium	60,000	1	60,000
	2025-06-18	2025-06-19	미국	Citi Field	40,000	2	80,000
	2025-06-23	2025-06-23	미국	Nationals Park	40,000	1	40,000
	2025-06-26	2025-06-26	미국	Wrigley Field	40,000	1	40,000
	2025-06-29	2025-06-29	미국	Rogers Stadium	49,000	1	49,000
3Q25	2025-07-11	2025-07-11	네덜란드	Johan Cruijff ArenA	56,000	1	56,000
	2025-07-15	2025-07-15	독일	Deutsche Bank Park	58,000	1	58,000
	2025-07-18	2025-07-19	영국	Tottenham Hotspur Stadium	62,000	2	124,000
	2025-07-22	2025-07-22	스페인	Riyadh Air Metropolitano	70,000	1	70,000
	2025-07-26	2025-07-27	프랑스	Stade de France	80,000	2	160,000
스트레이키즈 dominate 월드투어 최대 모객							2,229,200

자료: 언론 보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	346	567	586	720	832
매출총이익	157	268	256	300	334
영업이익	97	169	131	156	165
EBITDA	103	180	144	171	192
순이자손익	1	2	3	3	3
외화관련손익	0	-1	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	94	156	127	151	160
당기순이익	68	105	96	113	120
지배주주순이익	67	105	98	111	118
증가율(%)					
매출액	613.4	63.8	3.4	22.9	15.6
영업이익	1,070.3	75.4	-22.7	18.8	6.0
EBITDA	1,075.7	75.8	-20.0	18.4	12.4
순이익	759.9	55.6	-8.8	18.2	6.2
이익률(%)					
매출총이익률	45.3	47.4	43.7	41.6	40.2
영업이익률	27.9	29.9	22.4	21.6	19.8
EBITDA 이익률	29.7	31.9	24.6	23.7	23.1
세전이익률	27.2	27.5	21.6	21.0	19.2
순이익률	19.5	18.5	16.3	15.7	14.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	88	151	40	134	135
당기순이익	68	105	99	113	120
자산상각비	6	11	13	15	27
운전자본증감	5	15	-32	7	-10
매출채권 감소(증가)	-24	18	-12	12	-24
재고자산 감소(증가)	-1	-22	-1	3	-5
매입채무 증가(감소)	18	4	-6	-9	18
투자현금흐름	17	-61	-37	-96	-134
유형자산처분(취득)	-1	-12	-13	-66	-126
무형자산 감소(증가)	-13	-1	-24	-24	-1
투자자산 감소(증가)	45	-27	14	-1	-1
재무현금흐름	-13	-13	-21	-19	-19
차입금의 증가(감소)	-2	-3	-3	0	0
자본의 증가(감소)	-12	-12	-18	-19	-19
배당금의 지급	12	12	-19	-19	-19
총현금흐름	102	179	121	127	145
(-)운전자본증가(감소)	-23	-23	51	-7	10
(-)설비투자	1	12	14	66	126
(+)자산매각	-13	-1	-24	-24	-1
Free Cash Flow	111	188	33	44	8
(-)기타투자	31	28	-4	5	5
잉여현금	80	160	37	39	3
NOPLAT	69	114	99	117	124
(+) Dep	6	11	13	15	27
(-)운전자본투자	-23	-23	51	-7	10
(-)Capex	1	12	14	66	126
OpFCF	97	136	48	74	15

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	237	369	355	361	375
현금성자산	160	263	235	255	239
매출채권	20	19	86	74	98
재고자산	2	24	19	16	21
비유동자산	174	203	250	330	435
투자자산	95	106	123	128	133
유형자산	38	56	68	125	229
무형자산	42	41	60	77	73
자산총계	411	572	604	690	809
유동부채	101	154	118	111	131
매입채무	40	67	62	53	71
유동성이자부채	3	4	5	5	5
비유동부채	5	19	21	22	22
비유동이자부채	2	7	6	6	6
부채총계	107	173	139	133	153
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	77	78	79	79	79
이익잉여금	218	311	390	482	581
자본조정	-12	-13	-25	-25	-25
자기주식	-12	-12	-12	-12	-12
자본총계	305	398	466	557	656

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	1,901	2,969	2,967	3,347	3,553
BPS	8,467	11,094	12,997	15,582	18,360
DPS	369	574	574	574	574
CFPS	2,881	5,028	3,397	3,565	4,093
ROA(%)	18.5	21.5	16.7	17.1	15.7
ROE(%)	24.7	30.4	23.0	21.8	19.5
ROIC(%)	99.4	169.0	89.5	62.5	44.7
Multiples(x, %)					
PER	35.7	34.1	20.2	20.9	19.7
PBR	8.0	9.1	4.6	4.5	3.8
PSR	7.0	6.4	3.6	3.4	3.0
PCR	23.5	20.1	17.7	19.6	17.1
EV/EBITDA	21.9	18.5	13.2	13.1	11.7
배당수익률	0.5	0.6	1.0	0.8	0.8
안정성(%)					
부채비율	35.0	43.6	29.8	23.8	23.3
Net debt/Equity	-51.0	-63.3	-48.2	-43.9	-34.8
Net debt/EBITDA	-151.2	-139.7	-155.5	-143.1	-118.9
유동비율	233.9	238.9	301.4	325.2	286.7
이자보상배율(배)	1,069.4	640.8	661.3	950.6	1,007.2
자산구조(%)					
투자자본	20.8	15.6	29.9	36.6	47.2
현금+투자자산	79.2	84.4	70.1	63.4	52.8
자본구조(%)					
차입금	1.4	2.6	2.3	1.9	1.6
자기자본	98.6	97.4	97.7	98.1	98.4

와이지엔터테인먼트 (122870)

인고의 시간을 견뎠다



▶Analyst 박수영 suyoung.park.0202@hanwha.com 3772-7634

Buy (유지)

목표주가(유지): 55,000원

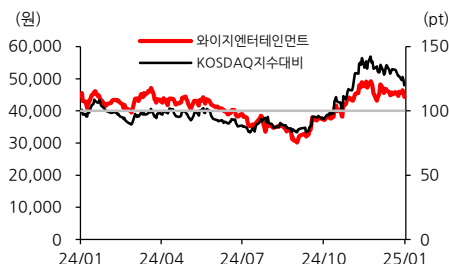
현재 주가(1/9)	44,400 원
상승여력	▲ 23.9%
시가총액	8,299 억원
발행주식수	18,691 천주
52 주 최고가 / 최저가	49,250 / 30,200 원
90 일 일평균 거래대금	131.82 억원
외국인 지분율	10.4%
주주 구성	
양현석 (외 7 인)	27.3%
네이버 (외 1 인)	8.9%
자사주 (외 1 인)	0.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.8	17.8	14.0	-0.9
상대수익률(KOSDAQ)	-12.6	24.8	29.9	17.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	569	366	496	560
영업이익	80	-32	46	55
EBITDA	99	-3	74	84
지배주주순이익	61	-13	58	67
EPS	3,282	-710	3,101	3,600
순차입금	-80	-27	-97	-174
PER	15.5	-59.4	14.3	12.3
PBR	2.0	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.8	-293.8	9.9	7.8
배당수익률	0.6	0.7	0.7	0.7
ROE	14.0	-2.9	12.1	12.5

주가 추이



4분기 제작원가 및 마케팅비가 증가하며 영업비용이 예상보다 증가한 것으로 확인됩니다. ‘25년 턴어라운드, ‘26년까지 이어지는 증익 기초에는 변함이 없습니다. 투자의견 Buy, 목표주가 55,000 원을 유지합니다.

4Q24 Preview: 제작원가 등 증가 영향으로 컨센 하회 추정

동사는 지난 4분기 매출액과 영업적자 각각 1,048억원, -124억원을 기록했던 것으로 추정된다. 베이비몬스터 정규 앨범 발매가 있었지만 뮤직비디오 복수편 제작 원가 및 첫 정규 앨범 발매에 따른 프로모션성 비용 지출이 다소 발생하며 영업비용이 예상보다 증가했다. 베이비몬스터 앨범 발매 성과는 분기 앨범판매량 84만장으로 나쁘지 않았다. 한편 로제 솔로 앨범이 발매됐는데, 실물 앨범의 국내 유통을 YG Plus가 맡아 연결실적으로 반영된 것으로 보인다.

인고의 시간을 견뎠다

2024년은 동사에게 있어 말 그대로 인고의 시간이었다. 유일무이하게 느껴졌던 블랙핑크 재계약 이후 완전체 활동이 연간 부재했고, 트레저의 인기는 체감되지 않았다. 이렇다할 캐쉬카우가 부재한 상황에서 베이비몬스터 초기 투자 비용이 발생하며 매분기 적자가 불가피했다. 다만, ‘25년부터는 한결 나아질 전망이다. 베이비몬스터는 아레나급의 월드투어를 상반기 내내 진행하며 인지도와 수익성을 동시에 잡을 수 있을 것으로 보인다. 또한 기다렸던 블랙핑크 완전체 활동도 하반기부터는 볼 수 있을 것으로 기대되는데, 앨범보다는 월드투어 일정을 먼저 확인할 수 있을 전망이다. 트레저도 ‘25년에는 투어 지역을 확대해 회사 수익 기여도를 높일 예정이다. 인고의 시간이 길었던 만큼 ‘25년의 수확은 더 달콤하게 느껴지겠다. 투자의견 Buy, 목표주가 55,000원을 유지한다.

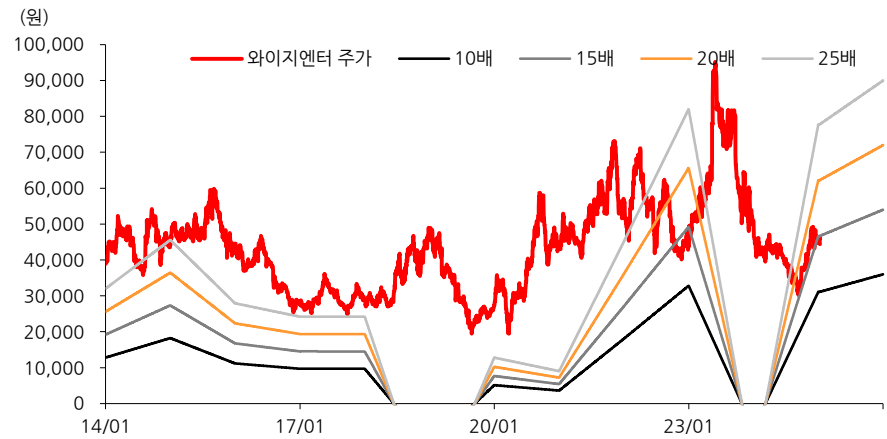
[표 17] 와이지엔터테인먼트 목표주가 산출

(단위: 십억원, 천주, 원, 배, %)

	2025E	2026E	비고
지배주주순이익	58	67	
보통주 발행주식수	18,310	18,310	
EPS	3,101	3,600	
12mth fwd P/E		3,142	
Target P/E		19	Top Pick * 50% 할인
적정주가		59,707	
최종 목표주가		55,000	
현재주가		44,400	1/9 일 증가
상승여력		23.9%	

자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림 26] 와이지엔터테인먼트 12mth Fwd P/E Band



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표18] 와이지엔터테인먼트 실적 추정치 비교

(단위: 십억원, %, %pt)

	한화추정치			컨센서스			차이		
	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	105	366	496	105	368	542	0.0%	-0.5%	-8.6%
영업이익	-12	-32	46	0	-22	55	-	-	-
영업이익률	-11.8%	-8.7%	9.2%	-0.4%	-5.9%	10.2%	-11.4%pt	-2.7%pt	-1.0%pt

자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표19] 와이지엔터테인먼트 세부 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2023	2024E	2025E	2026E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
매출액	569	366	496	560	158	158	144	109	87	90	84	105
Products	197	157	229	271	51	50	56	40	35	39	31	52
Album/DVD	44	32	90	108	15	6	20	2	3	5	3	22
Digital Contents	76	70	84	96	19	19	17	21	16	18	15	22
Goods(others)	78	54	55	66	17	24	19	18	16	16	14	8
Concert	111	14	68	82	40	31	33	6	2	7	3	2
Advertisement	59	36	41	43	17	15	13	14	11	9	6	9
Royalty	46	29	29	34	13	20	3	9	11	-1	11	9
Appearance fee	17	13	11	12	5	4	4	4	3	3	4	3
Production	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
Music service	89	79	82	83	22	23	24	21	17	21	19	21
Others	48	38	36	36	9	14	11	14	8	12	9	9
매출총이익	186	90	124	139	57	50	47	32	23	22	23	22
GPM(%)	32.7%	24.7%	25.0%	24.8%	36.0%	31.6%	32.8%	29.3%	26.2%	24.5%	27.3%	21.4%
영업이익	80	-32	46	55	33	26	20	1	-5	-11	-3	-12
OPM(%)	14.0%	-8.7%	9.2%	9.9%	20.7%	16.4%	13.9%	0.9%	-6.2%	-12.1%	-3.6%	-11.8%

자료: 와이지엔터테인먼트, 한화투자증권 리서치센터 추정

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	391	569	366	496	560
매출총이익	128	186	90	124	139
영업이익	43	80	-32	46	55
EBITDA	56	99	-3	74	84
순이자손익	4	9	6	2	3
외화관련손익	-1	0	0	0	0
지분법손익	3	-2	6	0	0
세전계속사업손익	56	93	-10	61	71
당기순이익	47	77	-12	51	59
지배주주순이익	34	61	-13	58	67
증가율(%)					
매출액	150.2	45.5	-35.8	35.6	12.9
영업이익	94.6	86.5	적전	흑전	21.0
EBITDA	117.7	76.7	적전	흑전	12.9
순이익	155.9	64.6	적전	흑전	16.1
이익률(%)					
매출총이익률	32.7	32.7	24.7	25.0	24.8
영업이익률	10.9	14.0	-8.7	9.2	9.9
EBITDA 이익률	14.3	17.4	-0.7	15.0	15.0
세전이익률	14.3	16.4	-2.8	12.3	12.6
순이익률	12.0	13.5	-3.4	10.2	10.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	55	94	-10	82	91
당기순이익	41	78	-12	51	59
자산상각비	13	20	29	29	29
운전자본증감	0	-10	-36	-4	-5
매출채권 감소(증가)	-33	2	-33	-17	-14
재고자산 감소(증가)	-6	-6	-6	-3	-2
매입채무 증가(감소)	22	7	11	20	17
투자현금흐름	-18	-70	-22	-7	-7
유형자산처분(취득)	-9	-11	-6	-6	-7
무형자산 감소(증가)	1	-42	-15	0	0
투자자산 감소(증가)	9	-29	3	0	0
재무현금흐름	-1	-6	-3	-6	-6
차입금의 증가(감소)	-6	-5	-3	0	0
자본의 증가(감소)	1	-4	-5	-6	-6
배당금의 지급	-5	-5	-6	-6	-6
총현금흐름	63	109	28	86	95
(-)운전자본증가(감소)	23	-12	3	4	5
(-)설비투자	9	12	7	6	7
(+)자산매각	2	-42	-14	0	0
Free Cash Flow	33	67	4	76	84
(-)기타투자	-3	9	36	0	0
잉여현금	35	59	-32	75	83
NOPLAT	32	66	-23	38	46
(+) Dep	13	20	29	29	29
(-)운전자본투자	23	-12	3	4	5
(-)Capex	9	12	7	6	7
OpFCF	13	86	-4	56	63

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	366	348	301	396	497
현금성자산	82	98	51	121	199
매출채권	78	80	93	110	124
재고자산	16	17	16	19	22
비유동자산	347	395	429	407	386
투자자산	156	168	195	196	196
유형자산	180	179	187	179	173
무형자산	11	47	47	32	18
자산총계	713	742	730	804	883
유동부채	163	147	146	168	186
매입채무	81	94	111	131	148
유동성이자부채	5	12	13	13	13
비유동부채	24	10	14	14	14
비유동이자부채	18	6	11	11	11
부채총계	187	157	160	181	199
자본금	9	10	10	10	10
자본잉여금	225	227	227	227	227
이익잉여금	160	216	201	253	314
자본조정	15	15	15	15	15
자기주식	-5	-5	-5	-5	-5
자본총계	526	585	570	622	684

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	1,806	3,282	-710	3,101	3,600
BPS	21,959	24,972	24,144	26,924	30,198
DPS	250	300	300	300	300
CFPS	3,379	5,834	1,503	4,614	5,109
ROA(%)	5.0	8.4	-1.8	7.5	7.9
ROE(%)	8.6	14.0	-2.9	12.1	12.5
ROIC(%)	9.2	18.7	-6.3	10.9	13.8
Multiples(x, %)					
PER	24.3	15.5	-59.4	14.3	12.3
PBR	2.0	2.0	1.7	1.6	1.5
PSR	2.1	1.7	2.2	1.7	1.5
PCR	13.0	8.7	28.0	9.6	8.7
EV/EBITDA	13.5	8.8	-293.8	9.9	7.8
배당수익률	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
안정성(%)					
부채비율	35.5	26.8	28.1	29.1	29.2
Net debt/Equity	-11.2	-13.7	-4.7	-15.5	-25.5
Net debt/EBITDA	-104.9	-80.7	1,045.7	-130.0	-207.7
유동비율	224.3	235.9	205.6	236.4	267.8
이자보상배율(배)	94.7	145.1	n/a	33.6	40.6
자산구조(%)					
투자자본	58.9	58.0	59.4	52.0	45.2
현금+투자자산	41.1	42.0	40.6	48.0	54.8
자본구조(%)					
차입금	4.2	3.1	4.1	3.7	3.4
자기자본	95.8	96.9	95.9	96.3	96.6



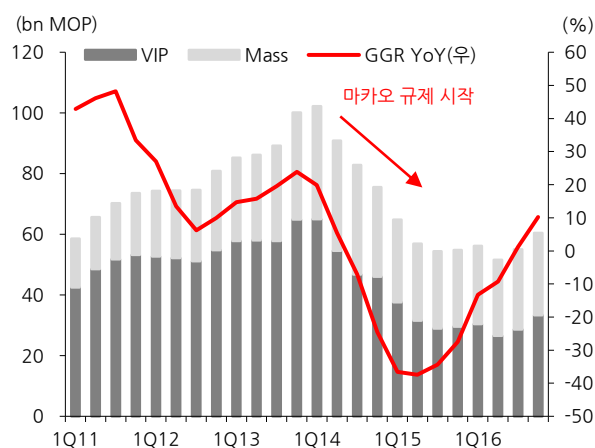
III

외인카지노,
정말 오랜 기다림이었다

마카오 숫자 다르게 보기

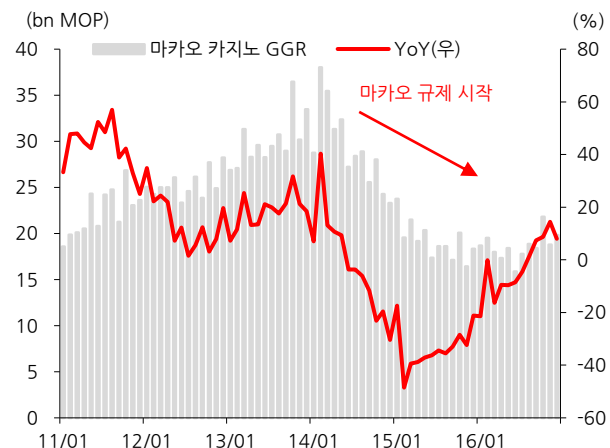
마카오 카지노는 코로나 이전부터 중국 정부 반부패 정책 일환의 규제 탓에 어려움을 겪었다. 2014년 6월, 마카오 내에서의 체류 기간 단축과 신용 카드 사용 한도 축소 등의 규제 시행을 시작으로, 마카오 옥죄기는 거세졌다. 같은 해 12월에는 시진핑 주석이 마카오 반환 15주년 기념식에서 “도박 산업 감독/규제를 강화할 지혜/용기를 찾길 바란다”며 마카오 정부를 직접적으로 압박했다. 동시에 공식적으로 글로벌 마카오 업체에 중국향 마케팅 중단을 요구했다. 실제로 2015년 6월에는 파라다이스와 GKL의 중국 본토 VIP 마케팅 담당 직원들이 영업 중 체포되는 일도 있었다. 중국 정부의 본격적인 마카오 카지노 규제는 이렇듯 시진핑 주석의 반부패 정책을 중심으로 2014년부터 시작됐고, 자연스럽게 마카오 카지노 매출액은 급감세를 보였다. 특히 VIP로 분류되는 고객향 매출액 감소가 두드러졌다. 마카오 카지노 규제가 결국 부패한 중국 고위 공직자의 카지노 시장 및 정궈 사업자를 통한 돈세탁/비자금 형성 등을 잡아내기 위한 수단이었기 때문이다.

[그림27] 분기별 마카오 GGR 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

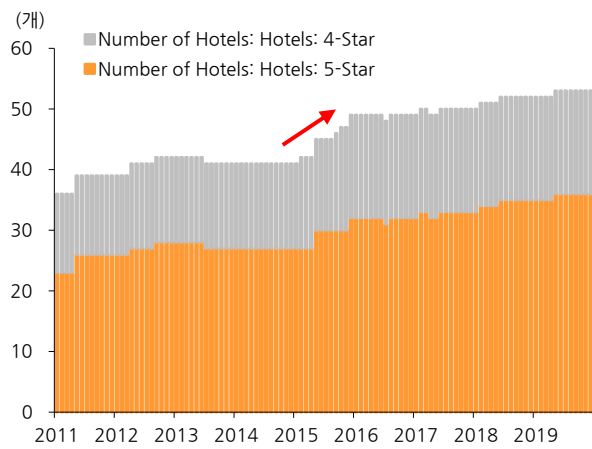
[그림28] 월별 마카오 GGR 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

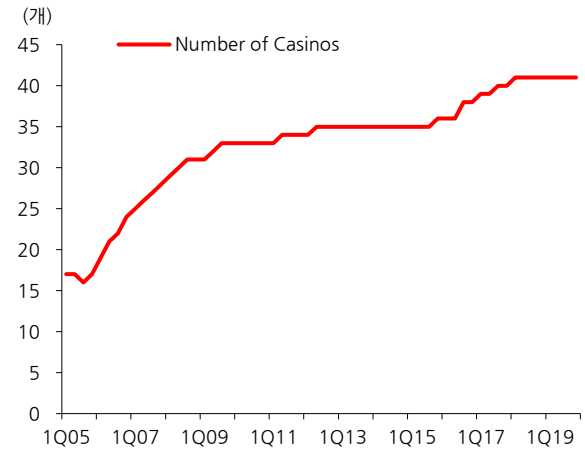
다만 2017년을 지나면서 마카오 카지노는 Mass 고객 성장에 힘입어 조금씩 회복되기 시작했다. 중국 정부의 규제 탓에 VIP GGR은 급격한 감소가 나타나며 Mass 비중이 자연스럽게 올라간 부분도 없진 않았다. 그러나 2015년 이후 복합리조트의 본격적인 개장이 이어지며, Mass GGR의 절대 규모 성장에 불을 붙였다. 2010년 이후 2014년까지 밋밋한 성장을 보이던 마카오 내 4-5성급 호텔 수는 2015년 YoY +20% 성장했다. 이에 힘입어 Mass GGR 규모도, 2016년부터는 반등하기 시작했다. 2019년 MASS GGR은 1,572억 파타카(MOP)로 전체 GGR의 54%를 차지했다. 규제 직전 최대 규모였던 2014년 GGR보다도 13% 높았다.

[그림29] 월별 마카오 4-5성급 호텔 추이



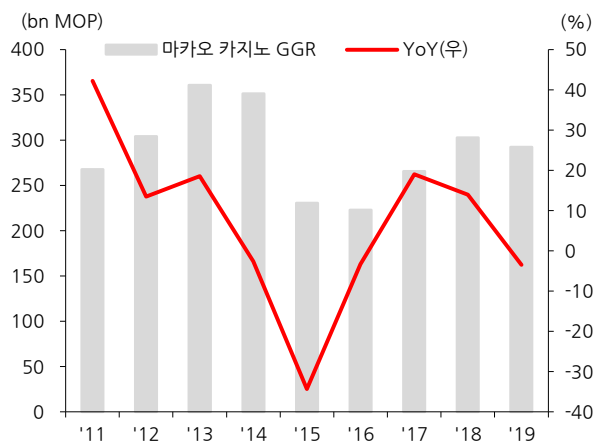
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 분기별 마카오 카지노 영업장 추이



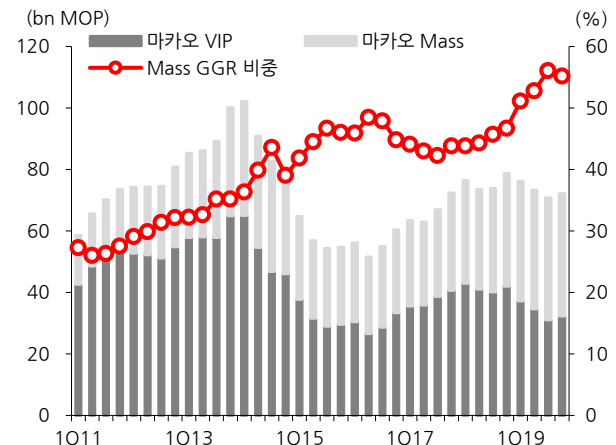
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] '19년까지 연간 마카오 GGR 추이



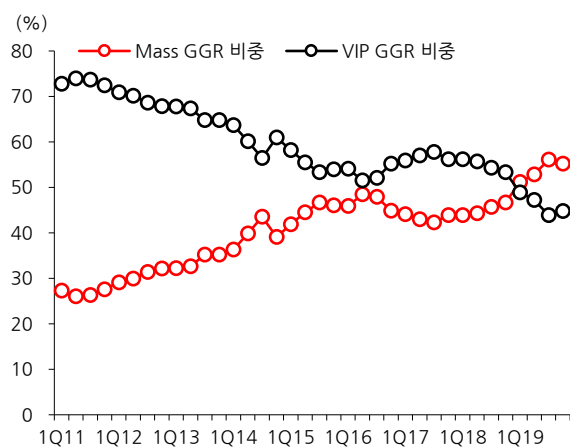
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] '19년까지 분기별 마카오 GGR 추이



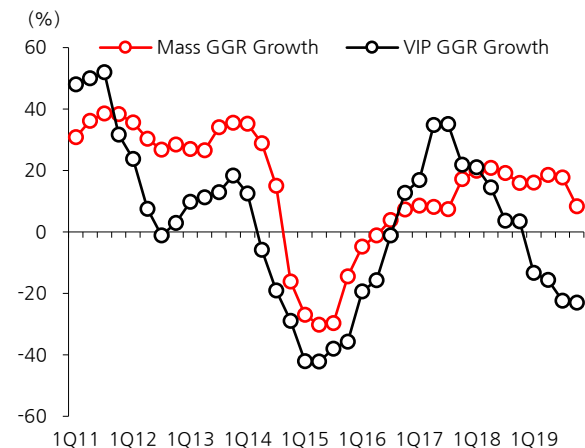
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 마카오 Mass 및 VIP 비중 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] '19년까지 Mass 및 VIP 성장률 추이

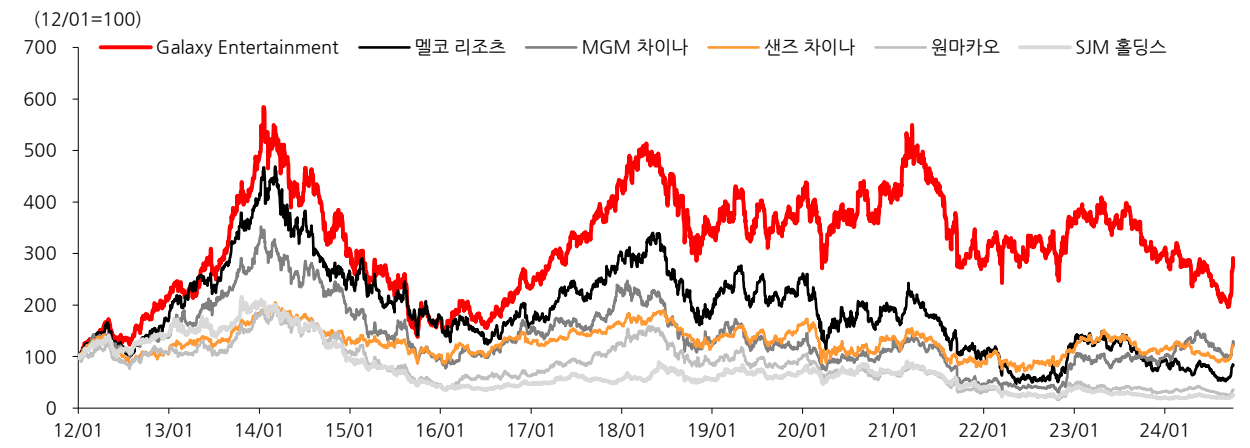


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

앞서 설명한 기간의 마카오 카지노 주가를 보자. VIP 고객 증발은 마카오 카지노 밸류 에이션 디레이팅 요인으로 작용해왔다. 때문에 2010년부터 2014년 초까지 쉬지 않고 올랐던 마카오 카지노 주가는 2014년부터 2016년까지 부진했다. 그러나 이후, 강한 Mass GGR 회복에 힘입어 주가는 재차 반등한다. 이는 단순히 카지노를 즐겨하는 Mass 고객 GGR 숫자 증가 때문만은 아니다. 2010년대 초반 마카오 황금기 VIP와 유사한 수준의 GGR을 기록하는 Premium Mass가 2010년대 후반 등장했기 때문이다.

사실 마카오 카지노의 VIP와 Mass 고객 분류는 단일화되어 있지는 않다. 단순히 금액 기준으로 분류가 되기도 하지만 정켓 사업자가 모셔온 손님이면 VIP, 비정켓 고객은 Mass로 분류되기도 한다. 중국 정부가 대대적인 마카오 카지노 규제를 도입하기 전에는 대부분의 고객 고객은 정켓을 통해 유입되는 고객들로, 모두 VIP로 분류됐다. 그런데 앞서 언급했듯 결국 중국 정부의 마카오 카지노 산업 규제는 “도박을 지양함” 보다는 “고위층의 자금 관련 비리를 잡아냄”이라는 목적성이 더 컸다. 때문에 규제의 궁극적 타겟은 정켓사업자에 조금 더 가까웠고, 팬데믹을 거치며 중국 정부는 정켓 사업자에 대한 규제를 한층 강화했다. 어쨌든 정켓 사업자를 통해 큰 돈을 들고 카지노를 방문하던 VIP는 브로커가 중간에 사라지면서 그냥 큰 돈을 들고 게임을 즐기는 Premium Mass가 된 것이다.

[그림35] 마카오 카지노 운영사 주가 추이



자료 Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표20] 코로나를 거치며 강화된 마카오 카지노 규제

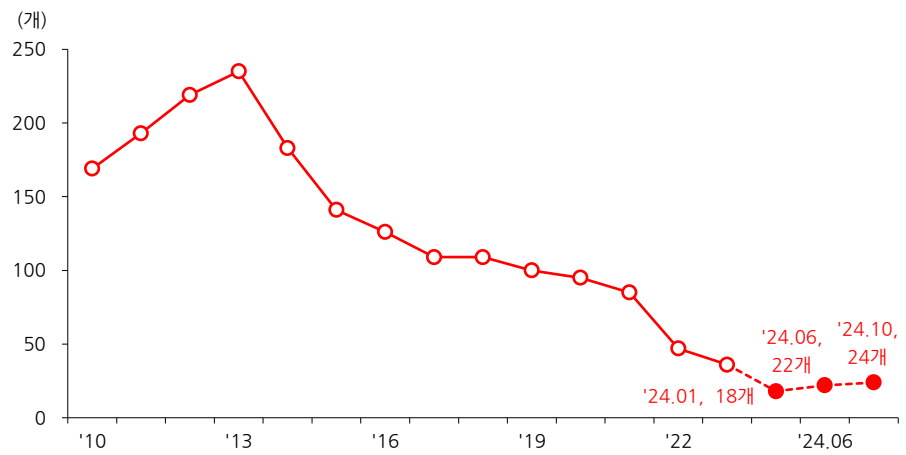
사업권 규제	하위 사업권 폐지, 6개의 정식 카지노 사업권만 유지. 면허 기간, 20년→10년 단축. 최대 3년 연장 가능
캐파 규제	테이블 6,000개, 머신 12,000대로 제한
최소 수익 기준	테이블 당 연간 최소 7bnMOP 수익 창출. 미달시 특별 프리미엄 지불
정켓 규제	정켓사업자-카지노운영사 간 1:1 제휴만 허용. VIP 고객 향 신용 제공 금지. 정켓룸 폐쇄. RS 제도 폐지. 최대 1.25%의 커미션제 도입. 허가 가능한 최대 정켓 사업자는 50개

자료: 언론 보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

2015-16년 중국 정부의 마카오 카지노 산업 규제는 분명 산업의 수요자/공급자 모두의 심리를 얼어붙게 만들었다. 정궛 사업자 숫자도 과거 대비 급감하며 VIP GGR의 마카오 카지노 기여도가 지속 줄어드는데 일조하고 있다. 그러나 앞서 말한 것처럼 정궛 에이전트를 통해 마카오 카지노에 방문하던 일부 고객들이 Premium Mass 시장으로 유입되며 마카오 카지노 시장 회복을 견인한다. 뿐만 아니라 중간 브로커 역할을 하던 정궛 사업자가 사라지거나 역할이 축소되면서 카지노 운영자들의 전반적인 이익 레벨은 오히려 개선되는 모습이 확인된다.

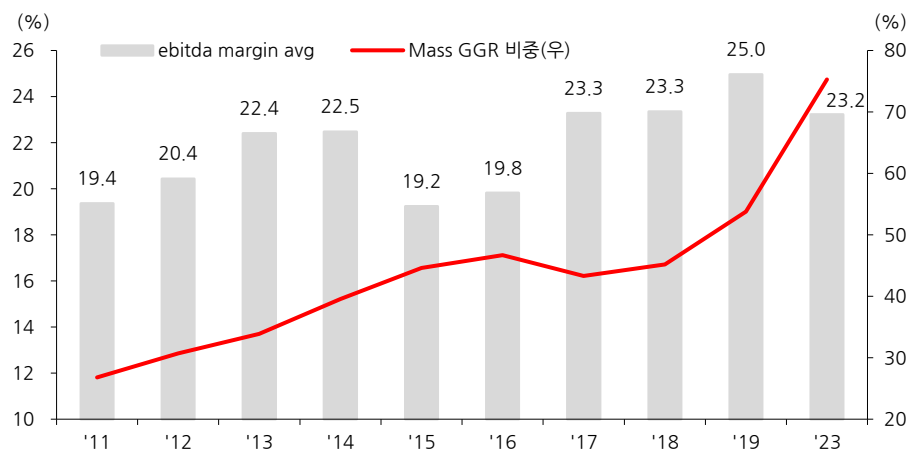
팬데믹 이후 마카오 카지노 전체 GGR은 꾸준한 회복세를 보였다. '24년 4분기 기준 전체 GGR은 '19년 4분기의 대략 80% 수준까지 회복했다. Premium Mass GGR 확대로 Mass GGR은 이미 지난 '23년 3분기부터 팬데믹 이전 수준을 상회하는 기록을 보여주고 있다. 결국 돌아오지 않는 VIP가 아니라, Premium Mass로 돌아온 VIP가 핵심이다. 중국인들의 카지노에 대한 수요는 증발하지 않았다. 여전히 살아있으며 데이터는 오히려 질적으로 더 좋아지는 과정에 있다.

[그림36] 마카오 정궛 사업자 현황



자료: GGR Asia, 한화투자증권 리서치센터

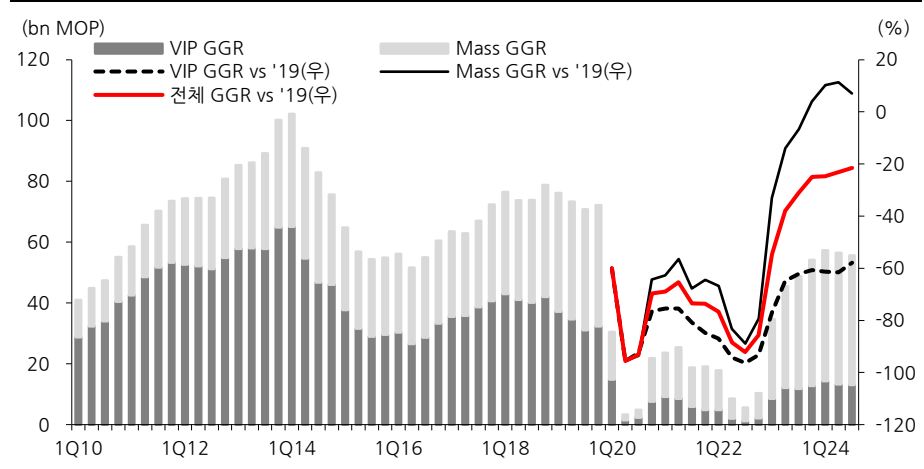
[그림37] 마카오 주요 카지노 사업자 EBITDA 이익률 추이



주: Galaxy, Sands, SJM, Wynn, MGM 평균 EBITDA 이익률

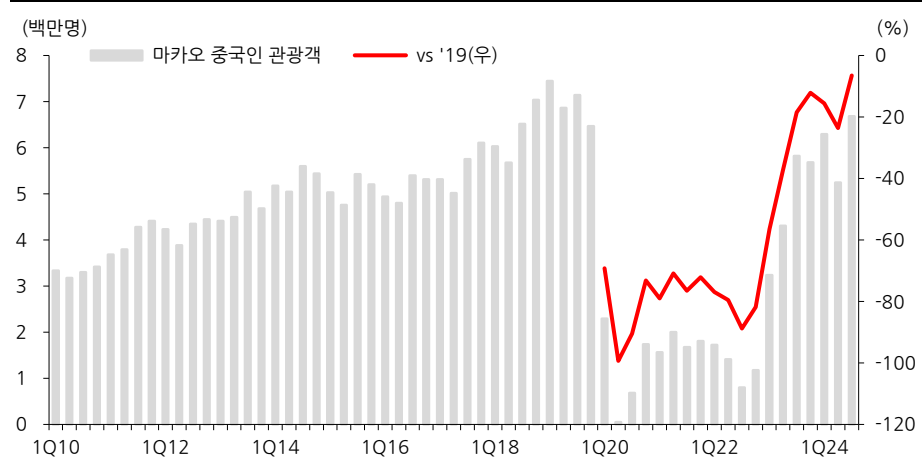
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 마카오 분기별 GGR 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 마카오 중국인 입국객 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

한편, 마카오 숫자와 별개로, 최근 중국 정부가 마카오의 비카지노 확대를 언급하면서 마카오 카지노 분위기는 다소 침체된 것으로 보인다. 그러나 중국인 카지노 고객의 죽지 않은 수요, 뒤에서 설명할 경기 진작 분위기에 한-중 비자 완화 움직임이 더해진다면, 국내 외국인 카지노 사업자는 오히려 마카오 비카지노 확대 정책의 큰 수혜를 받을 수 있다.

국내 외국인 카지노 근거 있는 기대

팬데믹 이후 중국 경기 부진에 대한 이야기는 끊이질 않는다. 중국 11월 실물지표만 보더라도, 중국 경제 생산은 다소 회복됐으나, 소비와 투자가 부진했으며, 물가상승률도 낮은 수준이 지속됐다. 소비를 비롯한 주요 경제 지표가 예상치를 하회하면서 추가 부양조치 필요성이 증대됐다. 때문인지 중국 정부는 지속해서 경기 부양 의지를 피력하고, 그 방안을 구체화 중이다. 12월 정치국회의와 중앙경제공작회의에서는 연이어 소비를 어떻게 끌어올릴 것인가를 강조했다. "전방위적인 내수 확대"를 2025년 최우선 과제로 명시했는데, 문화/여행/레저 분야에서의 소비 진작을 위해 힘쓸 것으로 보인다.

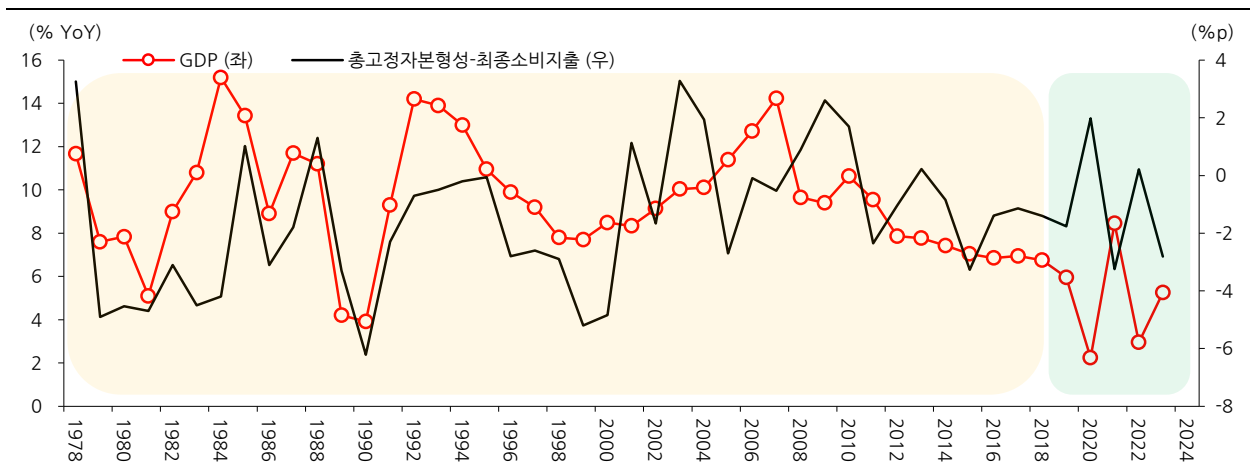
[표21] 중국 실물 지표 요약

(%)	12월	1~2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월
산업생산	6.8	7.0	4.5	6.7	5.6	5.3	5.1	4.5	5.4	5.3	5.4(△)
국영기업	7.3	5.8	4.1	5.4	3.6	3.0	3.5	3.6	3.9	3.8	3.9(△)
민간기업	5.4	6.5	3.7	6.3	5.9	5.7	5.2	4.5	5.6	4.8	4.5(▽)
제조업	7.1	7.7	5.1	7.5	6.0	5.5	5.3	4.3	5.2	5.4	6.0(△)
첨단 제조업	6.4	7.5	7.6	11.3	10.0	8.8	10.0	8.6	10.1	9.4	7.8(▽)
소매판매	7.4	5.5	3.1	2.3	3.7	2.0	2.7	2.1	3.2	4.8	3.0(▽)
재화	4.8	4.6	2.7	2.0	3.6	1.5	2.7	1.9	3.3	5.0	2.8(▽)
외식 서비스	30.0	12.5	6.9	4.4	5.0	5.4	3.0	3.3	3.1	3.2	4.0(△)
고정자산투자	3.0	4.2	4.5	4.2	4.0	3.9	3.6	3.4	3.4	3.4	3.3(▽)
부동산	-9.6	-9.0	-9.5	-9.8	-10.1	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-10.3	-10.4(▽)
인프라	5.9	6.3	6.5	6.0	5.7	5.4	4.9	4.4	4.1	4.3	4.2(▽)

주: 생산 및 소비는 전년동월대비, 투자는 전년누계대비. 이전치 대비 상승(△), 하락(▽), 보합(-)

자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 경제 성장이 필요한 중국은 그 어느때보다 '소비'에 정책 역량을 집중할 것으로 판단



자료: Wind, CEIC, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

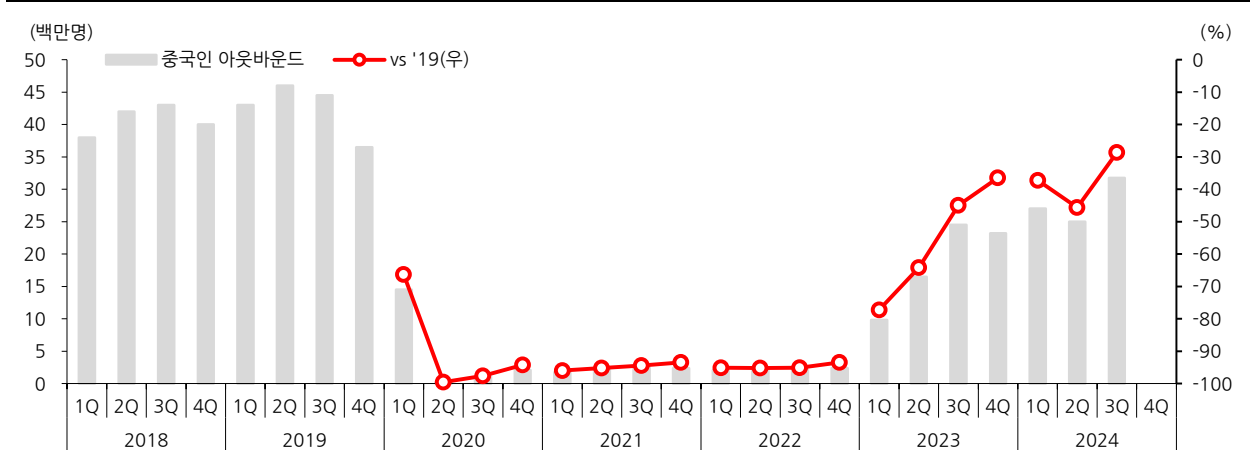
중국 정부는 2023년부터 자국민의 해외 여행에 대한 제한을 풀기 시작했다. '23년 1월 동남아시아 주요 지역을 시작으로 같은해 8월에는 한국 및 미국을 포함한 주요 관광국에 대해 자국민의 단체 해외 여행을 허가했다. 다만 앞서 언급한 경기 부진 탓에 '24년 3분기 기준 중국인 출국 관광객은 팬데믹 이전의 71% 수준 회복에 그쳤다. 정부의 본격적인 문화/여행/레저 소비 진작 정책이 시행된다면 '25년에는 유의미한 회복을 기대할 수 있다.

[표22] 중국 정부 자국민 단체 해외 여행 국가별 허용 타임라인

2023년 1월 20일 20개국 태국, 인도네시아, 캄보디아, 싱가포르, 필리핀, 말레이시아 등 동남아시아 국가 중심 팬데믹 이후 처음으로 해외 단체여행의 부분적 재개
2023년 3월 15일 40개국 추가(누적 60개국 허용) 프랑스, 이탈리아, 스페인, 러시아, 브라질, 칠레 등 유럽 및 남미 국가 포함 아시아 외 서구권 지역으로 확대. 중국 관광산업 활성화 신호탄
2023년 8월 10일 78개국 추가(누적 138개국 허용) 한국, 일본, 미국, 영국, 독일, 호주 등 한국을 포함한 주요 관광국가들에 대한 단체관광 재개. 팬데믹 이후 사실상 거의 모든 주요국으로의 여행 제한 해제

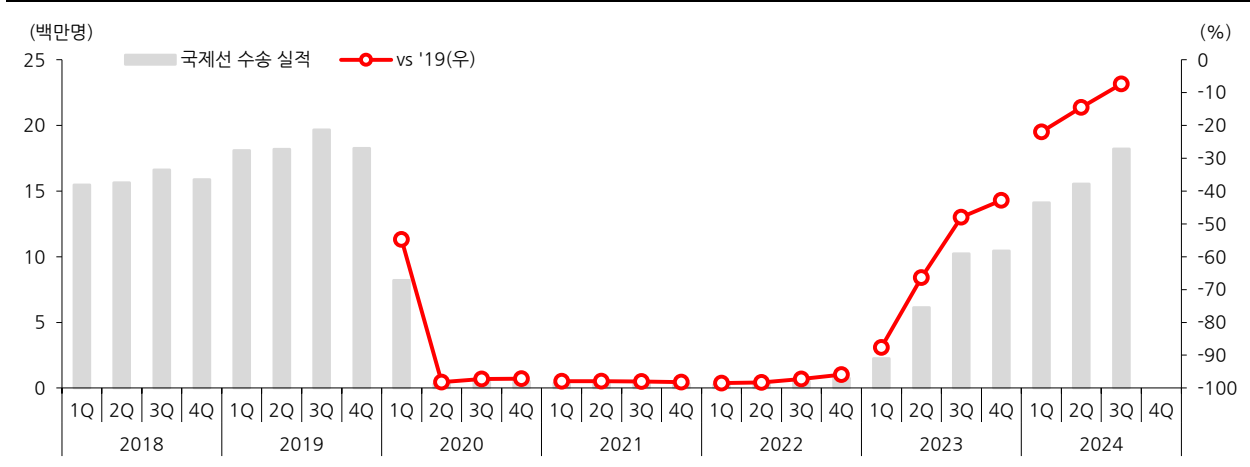
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 중국인 출국 관광객 추이



자료 Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 중국 항공사 국제선 이용객 추이

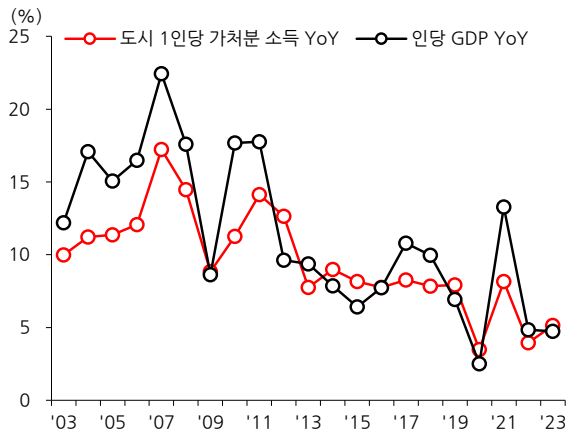


자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

과거 외인카지노 사업자들의 성장이 가팔랐던 시기에는 중국인 VIP 드롭액의 성장이 함께했다. 그리고 중국인 VIP 드롭액 성장은 중국인들의 해외여행이 급격히 성장하며, 국내로 들어오는 중국인 입국자도 가파른 성장을 보인 시점과 맞물려있다. 대체로 2011년부터 2014년까지의 기간으로 파악된다. 이 기간은, 2000년대 초반부터 나타난 중국의 고성장이 견조하게 유지됐던 기간이기도 하다. 결국 중국인들의 주머니 사정이 좋아지고, 한국향 인바운드가 규모감있게 올라왔을 때 업장마다 중국인 VIP/Premium Mass 방문객 수가 자연스럽게 올라갈 수 있다. 이는 다시 드롭액 성장과 회사들의 밸류에이션 리레이팅으로 이어진다. 중국 정부의 소비 진작/경기 부양에 대한 의지가 강력한만큼 '23-'24년보다 확실한 기대를 걸어도 좋겠다.

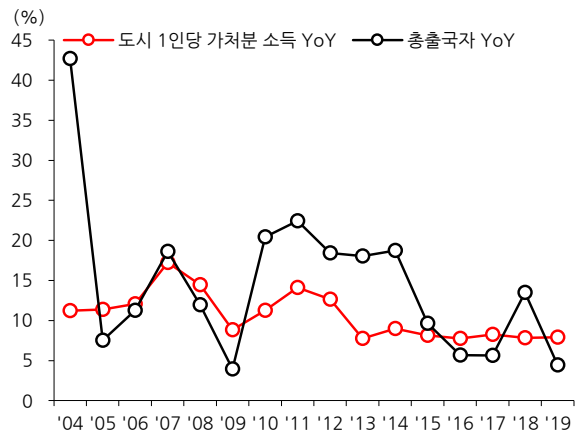
예전보다 기대에 대한 확신이 올라간 데에는 외교적 변화도 있다. 외교는 상호주의가 원칙인데, 지난 11월 중국 정부는 일방적으로 한국인의 중국 무비자 입국 정책을 발표했다. 이에 지난 연말에는 우리 정부에서도 중국인 관광객에 대한 입국 완화 정책을 발표했다. 정부의 “관광 시장 안정화 대책”에 따르면, 크루즈 선사가 모객한 중국인 단체 관광객은 2025년부터 비자 없이 한국에 상륙해 최대 3일간 체류할 수 있으며, 2026년 이후에는 중국인 개별 관광객에 대해서도 무비자 상륙을 허용하는 방안을 검토할 것으로 보인다. 정부는 항공편이나 일반 여객선으로 오는 중국인 단체 관광객에 대한 무비자 입국 허용도 적극 검토하기로 했다.

[그림43] 도시 인당 가처분 소득 YoY vs 인당 GDP YoY



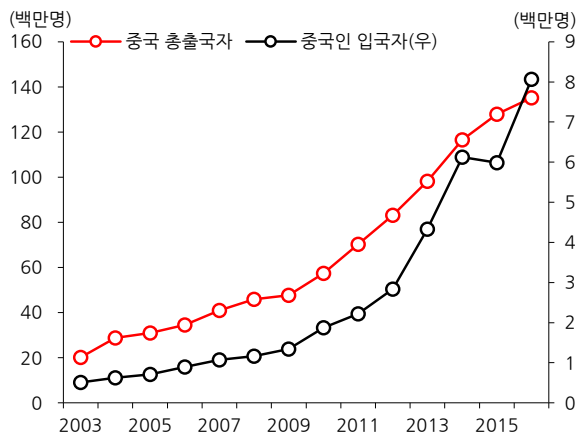
자료: 중국국가통계국, CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 도시 인당 가처분 소득 YoY vs 총출국자 YoY



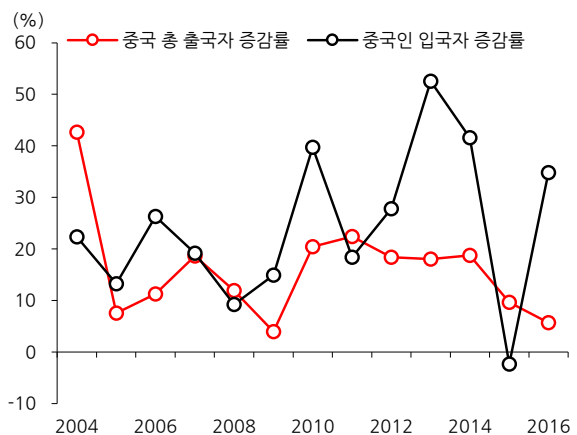
자료: 중국국가통계국, CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 중국 총출국자 수와 한국 입국 중국인 수



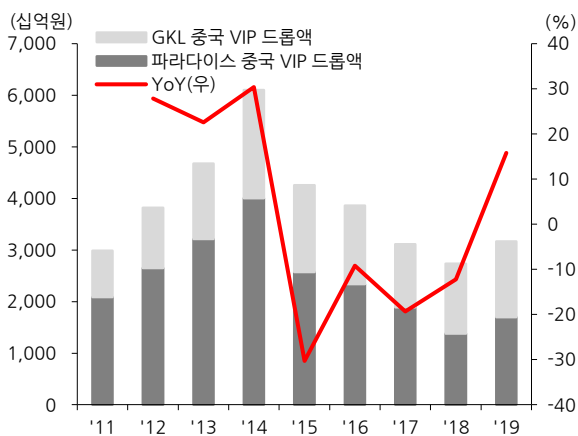
자료: 중국국가통계국, CEIC, 한국관광협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 중국 총 출국자 YoY vs 한국 입국 중국인 YoY



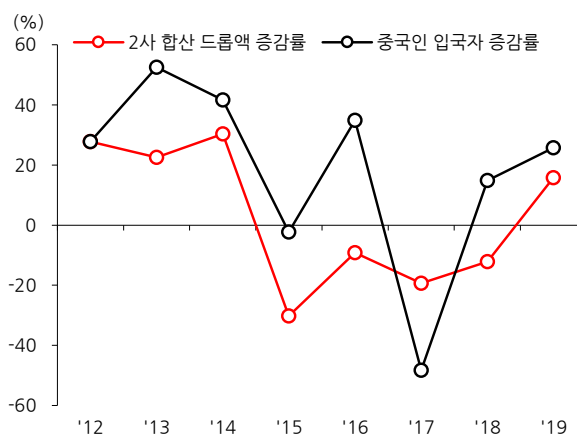
자료: 중국국가통계국, CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 외인카지노 2사 합산 중국인 드롭액 추이



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 중국인 드롭액 YoY vs 중국인 입국자 YoY

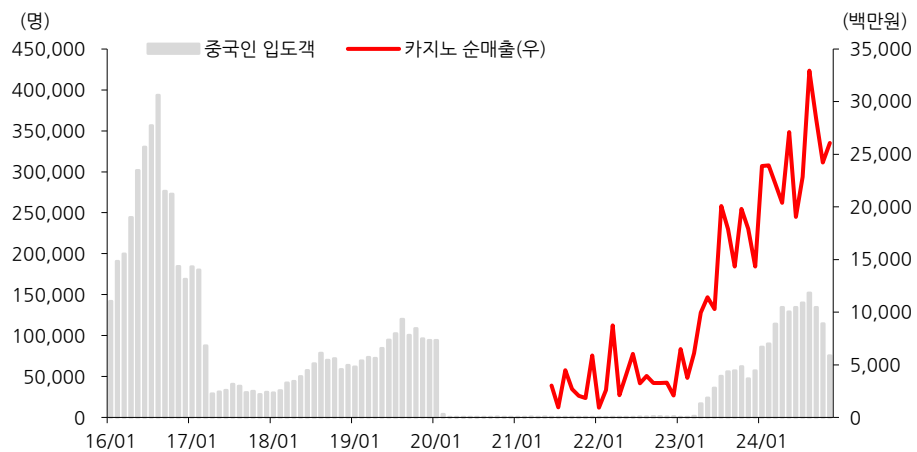


자료: 한국관광협회, 각 사, 한화투자증권 리서치센터

한편, 제주도는 이미 중국인들의 무비자 체류가 가능하다. 코로나 이전부터 중국인들이 사랑하는 관광지 중 한 곳이었던 제주도는, '22년 6/1일자로 중국인 제주도 무사증 입국이 재개되면서 다시금 중국인들로 북적이고 있다. '21년 6월부터 본격적으로 카지노 영업을 시작한 드림타워 카지노도, 중국인들의 무사증 입국이 가능('22/06)해지고, 중국인들의 한국 단체관광이 가능('23/08)해진 시점 이후부터 실적 개선이 탄력적으로 이뤄졌다. 사실 중국 본토와 제주도를 잇는 항공편 운항 횟수나 이용객 숫자를 보면 코로나 이전 수준의 회복은 얼추 다 된 것으로 보인다. 그러나 면면을 뜯어보면 여전히 제주도와 중국 본토 사이의 트래픽 상방은 열려있다.

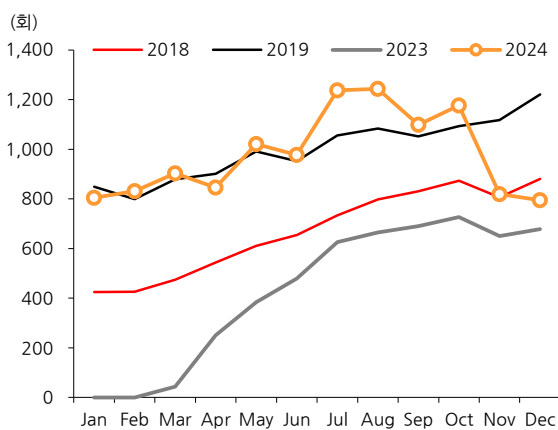
단순 운항 편수가 아닌 연결 도시 수를 봐야한다. 사드 보복 이전인 2017년에는 제주도와 직항 항공편으로 연결된 중국 본토 도시 수는 40곳이 넘었고, 사드 보복 이후인 2019년에도 성수기에는 20곳이 넘는 도시가 제주도와 직항으로 연결됐었다. 그러나 지난해에는 성수기인 8월 15곳, 비수기인 12월 9곳에 불과했다.

[그림49] 제주도 입도 중국인 추이 및 드림타워 카지노 월별 실적 추이



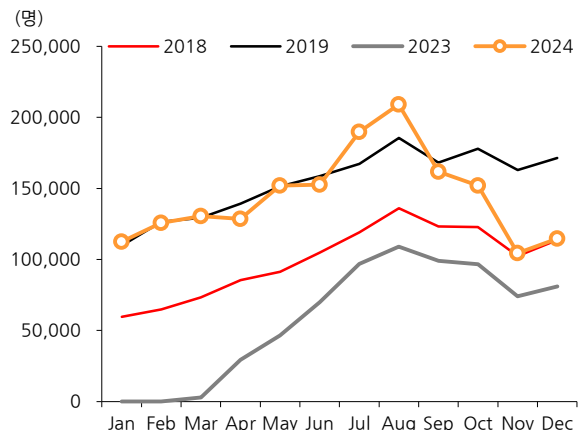
자료: 제주관광협회, 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 제주-중국 본토 노선 항공편 공급 회복세



자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

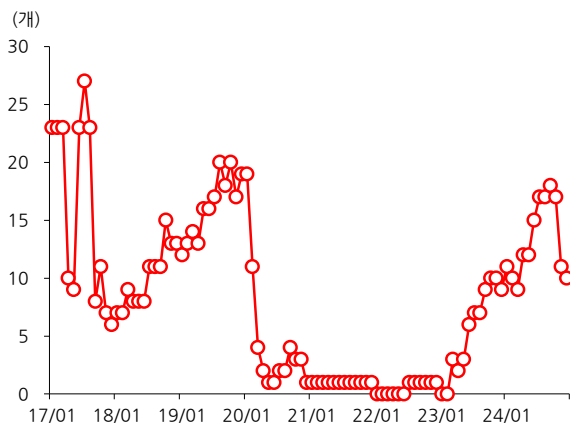
[그림51] 제주-중국 본토 노선 수요 회복세



자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

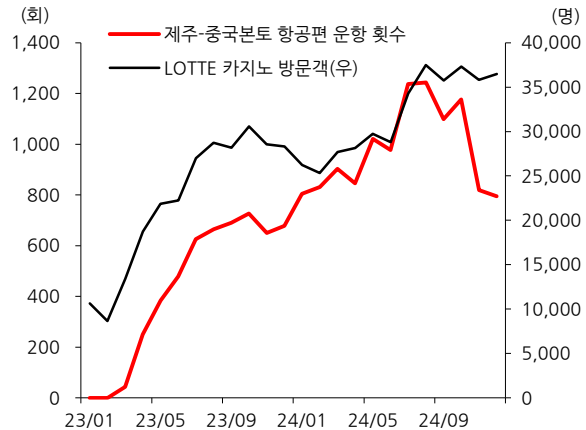
드림타워 카지노 매출액을 보면, 제주도와 직항으로 연결된 중국 본토 도시 수와 가장 크게 연동된다. 직항 항공편 연결은 신규 VIP/Premium Mass 고객 유치로 이어질 수 있다. 뿐만 아니라 신규 고객 유치 이후에는 고객 DB 자산화를 통해 이후 텔레마케팅 및 게이밍 데이터 분석에 활용할 수 있다. 때문에 향후 얼마나 많은 도시와 더 연결되는 지가 중요하다. '24년 12월 기준 연결 도시는 베이징, 상하이, 선전(이상 1선도시), 항저우, 난징, 청도, 푸저우, 심양(이상 2선도시) 총 9곳이다. 춘추항공은 성수기까지 운항했던 제주-광저우(1선도시) 노선을 1/10일부터 주3회 운항 재개했다. FSC인 중국남방항공도 2선도시인 장천 주 2회 노선을 1/2일부터 운항하고 있다. 이 외에도 중국 주요 도시인 대련, 시안, 청두, 우한, 장사, 하얼빈 등 직항 노선 다변화 시 소비 증가세와 맞물리며 큰 폭의 카지노 매출액 증가를 기대할 수 있다.

[그림52] 제주도와 직항편으로 연결된 중국 도시 수



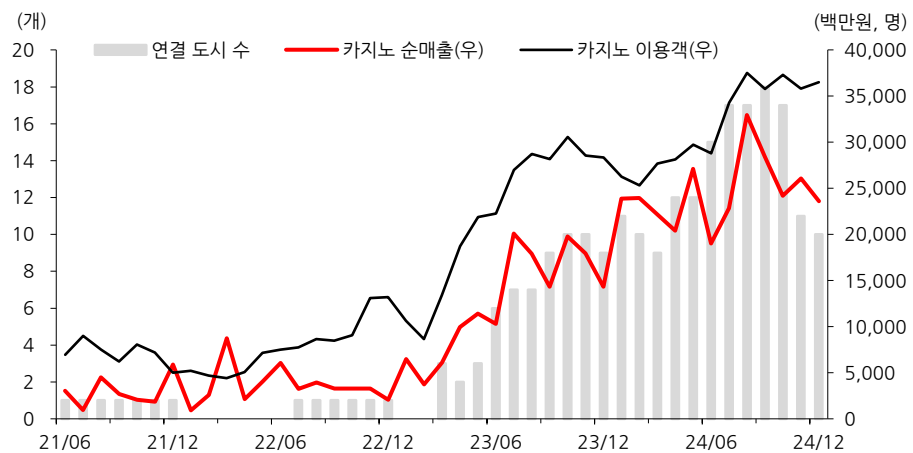
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 제주-중국 노선 운항 횟수와 드림타워 카지노 방문객 수



자료: 에어포탈, 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 중국 연결 도시 수와 드림타워 카지노 순매출 및 카지노 이용객 수 추이



자료: 에어포탈, 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[표23] '24년 12월 제주도 직항 노선 운항된 중국 본토 도시

도시		항공사	왕복 운항 편수	왕복 수송객 수
1선도시	베이징	대한항공	36	3,187
		제주항공	26	2,778
		에어차이나	10	778
		춘추항공	62	9,798
	상하이	진에어	33	5,687
		중국동방항공	108	13,339
		춘추항공	183	30,896
		하이난항공	106	15,911
	선전	심천항공	12	1,414
2선도시	항저우	중국베이항공	16	2,458
		사천항공	50	7,549
		춘추항공	26	4,267
	난징	춘추항공	35	5,780
		하이난항공	30	3,784
	닝보	춘추항공	18	2,845
	청도	청도항공	22	953
	푸저우	사면항공	6	616
	심양	춘추항공	16	2,716

자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

롯데관광개발 (032350)

도장깨기



▶Analyst 박수영 suyoung.park.0202@hanwha.com 3772-7634

Buy (유지)

목표주가(유지): 15,000원

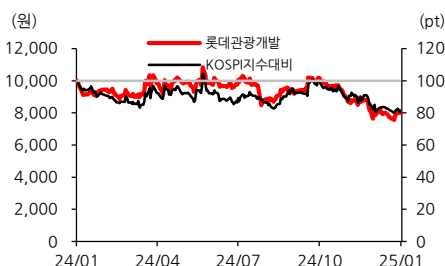
현재 주가(1/9)	8,000 원
상승여력	▲ 87.5%
시가총액	6,096 억원
발행주식수	76,196 천주
52 주 최고가 / 최저가	10,840 / 7,560 원
90 일 일평균 거래대금	27.04 억원
외국인 지분율	6.7%
주주 구성	
김기병 (외 5 인)	39.4%
국민연금공단 (외 1 인)	5.0%
백현 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.7	-21.4	-18.0	-19.4
상대수익률(KOSPI)	-2.1	-18.6	-6.0	-17.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	314	483	588	710
영업이익	-61	50	76	105
EBITDA	26	134	159	184
지배주주순이익	-202	-88	-52	-18
EPS	-2,669	-1,158	-681	-230
순차입금	1,290	1,302	1,250	1,181
PER	-3.5	-8.5	-11.8	-34.8
PBR	10.3	2.1	2.0	2.2
EV/EBITDA	76.6	15.2	11.7	9.7
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-132.9	-42.0	-16.0	-6.0

주가 추이



리파이낸싱 성공으로 연간 약 240 억원의 이자 부담이 줄어들었습니다. 성수기인 3 분기에는 세전이익 기준 BEP 를 맞출수도 있겠다는 판단입니다. 목표주가 15,000 원을 유지합니다.

4Q24 Preview: 영업이익 컨센서스 부합 추정

우리는 동사의 4분기 매출액과 영업이익을 각각 1,213억원, 133억원으로 추정한다. 영업이익 기준시장 컨센서스(128억원)에 부합했다는 판단이다. 4분기의 경우 10월 국경절이 있으나 11월부터 12월까지 급격히 제주도 국제선 항공편수가 줄어드는 비수기임을 감안하면, 나쁘지 않았던 실적이다. 제주도 외국인 입도객 수가 11월 이후 급격히 감소한 반면 드림타워 카지노 입장객 수 및 카지노 고객 DB 숫자는 유의미하게 증가했다.

중국 본토-제주도 직항 도시 늘어날수록 실적은 더 가파를 것

동사 실적에 가장 크게 연동되는 지표는 제주도와 직항 항공편으로 연결된 중국 본토 도시 수인 것으로 추정된다. 그럴수록 없는 것이, 카지노 비즈니스 자체가 도시 하나를 뚫을 때마다 초기 마케팅할 수 있는 고객군이 새로이 생성되며, 초기 마케팅 이후 고객 DB화가 되면 텔레마케팅의 대상이 늘어나는 구조이기 때문이다. 또한 비즈니스적 공급이 가능한 비행편이 많아질수록 항공권 콤프라는 선택지도 생기기 때문에 회사 입장에서는 무조건적으로 연결 도시 수가 중요하다. 11-12월은 동계 비수기였으나 당장 1월부터는 1선도시인 광주, 2선도시인 장천 연결 항공편이 재개된다. 이 외에도 아직 연결되지 않은 주요 2선 도시(ex. 대련, 시안, 우한, 하얼빈 등)도 여름 성수기를 전후로 하 늘길이 열릴 수 있을 것으로 보인다.

지난 4분기 리파이낸싱으로 연간 이자 부담은 약 240억원가량 줄어들었다. 연결 도시수가 늘어남에 따라 카지노 매출액 성장시 영업이익 및 순이익 모두에서 레버리지가 날 수 있는 구조다. 성수기인 3분기에는 세전이익 기준 BEP까지도 기대해볼 수 있겠다. **투자의견 Buy, 목표주가 15,000원을 유지한다. 업종 내 최선호주로 제시한다.**

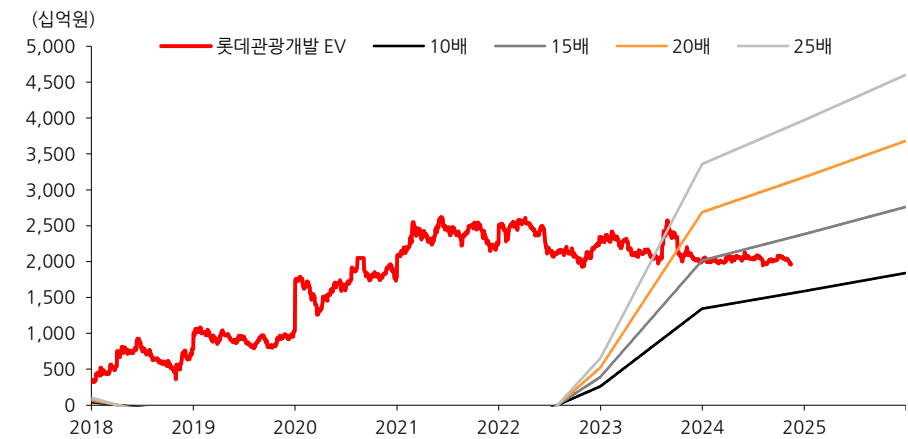
[표24] 롯데관광개발 목표주가 산출

(단위: 십억원, 천주, 원, 배, %)

	12mth Fwd	2025	2026	비고
EBITDA	161	159	184	
Target EV/EBITDA	15			'14 마카오 카지노 평균
적정 EV	2,365			
신종자본증권				
순차입금	1,245	1,250	1,181	
우선주 시가총액				
보통주 적정 시가총액	1,121			
보통주 발행주식수(천주)	76,196	76,196	76,196	
적정주가	14,706			
최종 목표주가	15,000			
현재주가	8,000			1/9 일 증가
상승여력	87.5%			

자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림55] 롯데관광개발 12mth Fwd EV/EBITDA Band



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표25] 롯데관광개발 실적 추정치 비교

(단위: 십억원, %, %pt)

	한화추정치			컨센서스			차이		
	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	121	483	588	123	484	562	-1.2%	-0.2%	4.7%
영업이익	13	50	76	13	49	85	4.3%	2.4%	-10.5%
영업이익률	11.0%	10.4%	13.0%	10.4%	10.1%	15.2%	0.6%pt	0.3%pt	-2.2%pt
지배순이익	-18	-88	-52	-18	-83	-30			

자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

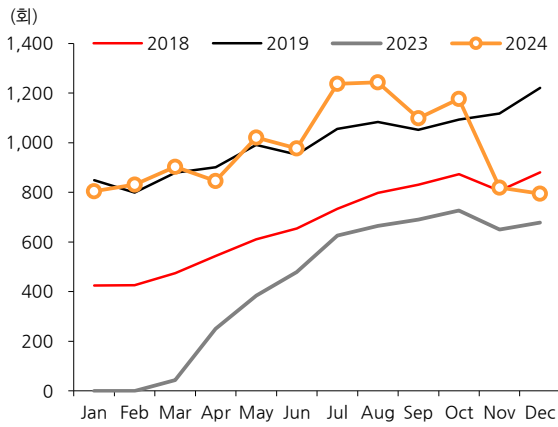
[표26] 롯데관광개발 실적 추이

(단위: 십억원, 백만원, 명, %)

	2023	2024E	2025E	2026E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
주요 가정												
방문객	266,869	383,073	496,035	612,465	32,690	62,834	83,888	87,457	79,252	86,673	107,533	109,615
드롭액	1,445	1,724	2,388	3,067	229	343	441	431	385	410	476	454
객당 드롭	5.4	4.5	4.8	5.0	7.0	5.5	5.3	4.9	4.9	4.7	4.4	4.1
홀드율	10.6%	17.1%	16.7%	16.7%	7.1%	9.2%	11.9%	12.1%	18.2%	16.2%	17.7%	16.3%
실적 추정												
매출액	314	483	588	710	47	77	97	93	106	116	139	121
카지노	152	295	400	513	16	32	52	52	70	67	84	74
호텔	93	88	65	44	18	24	28	23	17	23	26	22
여행	61	93	117	146	11	20	14	16	18	25	27	24
기타	7	7	7	7	2	2	2	2	1	2	2	2
영업비용	374	433	512	604	81	95	96	102	97	110	117	108
영업이익	-61	50	76	105	-33	-18	0	-9	9	6	22	13
OPM	-19.3%	10.4%	13.0%	14.8%	-70.9%	-23.7%	0.4%	-10.0%	8.3%	5.1%	15.9%	11.0%
지배순이익	-202	-88	-52	-18	-94	-48	-29	-31	-38	-2	-29	-18

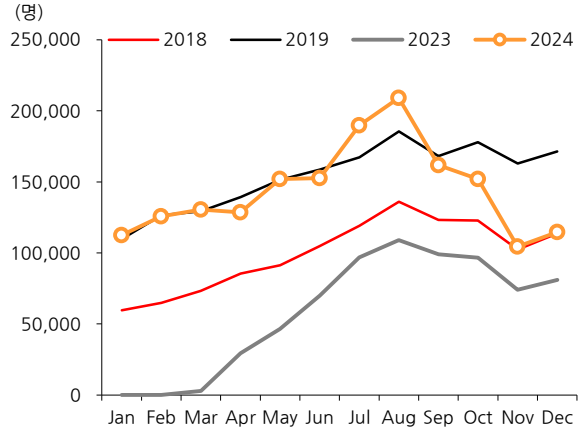
자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림56] 제주-중국 본토 노선 항공편 공급 회복세



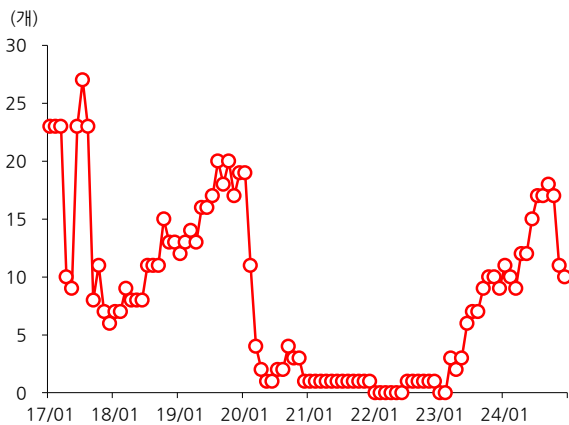
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 제주-중국 본토 노선 수요 회복세



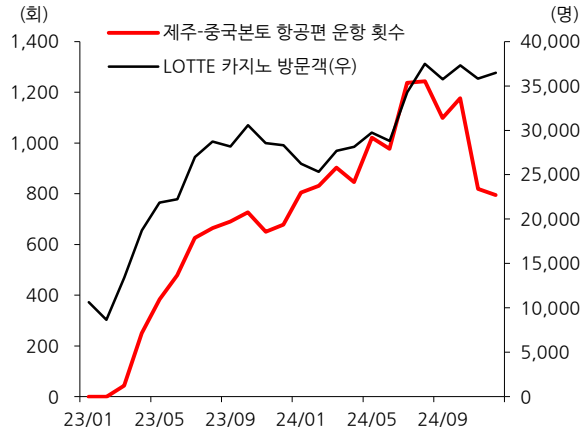
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 제주도와 직항편으로 연결된 중국 도시 수



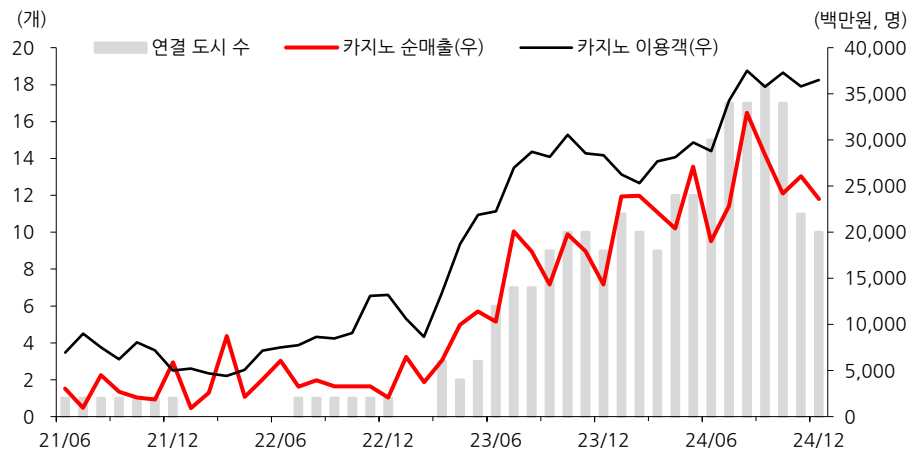
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 제주-중국 노선 운항 횟수와 드림타워 카지노 방문객 수



자료: 에어포탈, 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 중국 연결 도시 수와 드림타워 카지노 순매출 및 카지노 이용객 수 추이



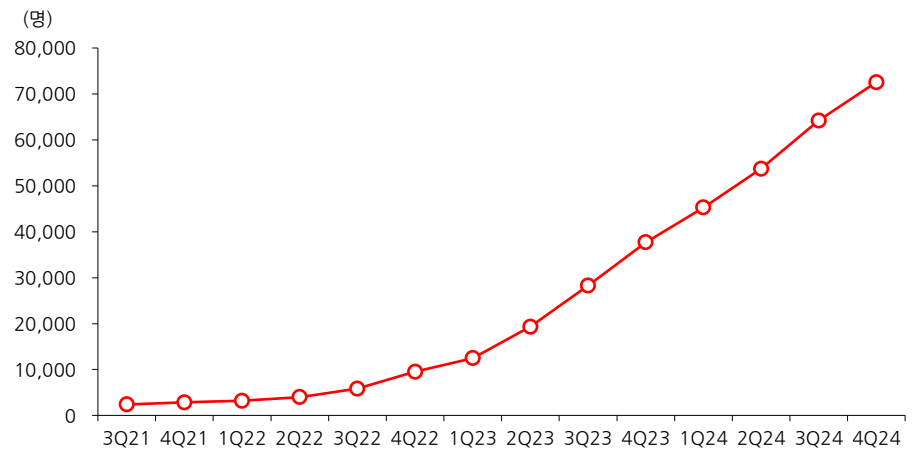
자료: 에어포탈, 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[표27] '24년 12월 제주도 직항 노선 운항된 중국 본토 도시

도시		항공사	왕복 운항 편수	왕복 수송객 수
1선도시	베이징	대한항공	36	3,187
		제주항공	26	2,778
		에어차이나	10	778
		춘추항공	62	9,798
	상하이	진에어	33	5,687
		중국동방항공	108	13,339
		춘추항공	183	30,896
		하이난항공	106	15,911
	선전	심천항공	12	1,414
2선도시	항저우	중국베이항공	16	2,458
		사천항공	50	7,549
		춘추항공	26	4,267
	난징	춘추항공	35	5,780
		하이난항공	30	3,784
	닝보	춘추항공	18	2,845
	청도	청도항공	22	953
	푸저우	사면항공	6	616
	심양	춘추항공	16	2,716

자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 카지노 회원 수(고객 DB)



자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	184	314	483	588	710
매출총이익	184	314	483	588	710
영업이익	-119	-61	50	76	105
EBITDA	-36	26	134	159	184
순이자손익	-92	-113	-142	-118	-110
외화관련손익	-4	-1	-1	0	0
지분법손익	0	1	1	0	0
세전계속사업손익	-224	-213	-99	-55	-18
당기순이익	-225	-202	-88	-52	-18
지배주주순이익	-225	-202	-88	-52	-18
증가율(%)					
매출액	334.0	70.7	54.0	21.8	20.6
영업이익	적지	적지	흑전	52.4	37.4
EBITDA	적전	흑전	414.4	18.2	15.9
순이익	적전	적지	적지	적지	적지
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	-64.6	-19.3	10.4	13.0	14.8
EBITDA 이익률	-19.5	8.3	27.8	27.0	25.9
세전이익률	-122.0	-68.1	-20.4	-9.3	-2.6
순이익률	-122.3	-64.5	-18.3	-8.8	-2.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	-63	-13	45	59	-771
당기순이익	-225	-202	-88	-52	-18
자산상각비	83	87	84	82	79
운전자본증감	18	39	14	38	24
매출채권 감소(증가)	-5	25	3	-4	-2
재고자산 감소(증가)	0	3	0	-1	-1
매입채무 증가(감소)	3	-29	-10	40	24
투자현금흐름	-4	-20	-11	-9	-9
유형자산처분(취득)	-14	-9	-5	-9	-9
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	6	-15	-5	-1	-1
재무현금흐름	34	38	29	-9	831
차입금의 증가(감소)	34	38	29	-9	831
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	-30	33	109	21	-795
(-)운전자본증가(감소)	12	-102	-2	-38	-24
(-)설비투자	14	9	5	9	9
(+)자산매각	-1	-1	-2	-2	-2
Free Cash Flow	-56	125	105	48	-782
(-)기타투자	-35	57	-12	-3	-3
잉여현금	-21	68	117	51	-779
NOPLAT	-86	-44	36	55	76
(+) Dep	83	87	84	82	79
(-)운전자본투자	12	-102	-2	-38	-24
(-)Capex	14	9	5	9	9
OpFCF	-29	136	118	166	170

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	61	81	152	201	256
현금성자산	38	59	128	170	222
매출채권	11	12	11	15	17
재고자산	7	4	4	6	6
비유동자산	1,742	1,683	2,058	2,001	1,948
투자자산	350	347	323	319	316
유형자산	1,342	1,289	1,688	1,636	1,586
무형자산	49	47	47	46	46
자산총계	1,803	1,764	2,210	2,202	2,204
유동부채	1,027	1,209	501	544	1,408
매입채무	88	115	116	156	179
유동성이자부채	927	1,007	294	293	1,130
비유동부채	544	490	1,362	1,363	518
비유동이자부채	400	342	1,135	1,128	273
부채총계	1,571	1,699	1,863	1,907	1,927
자본금	36	38	38	38	38
자본잉여금	601	644	648	648	648
이익잉여금	-768	-973	-1,061	-1,113	-1,131
자본조정	366	360	726	726	726
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	232	66	347	295	278

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-3,080	-2,669	-1,158	-681	-230
BPS	3,223	913	4,604	3,923	3,693
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-405	429	1,436	279	-10,428
ROA(%)	-14.5	-11.3	-4.4	-2.4	-0.8
ROE(%)	-154.2	-132.9	-42.0	-16.0	-6.0
ROIC(%)	-6.7	-3.1	2.5	3.5	5.1
Multiples(x, %)					
PER	-4.7	-3.5	-8.5	-11.8	-34.8
PBR	4.5	10.3	2.1	2.0	2.2
PSR	5.7	2.3	1.5	1.0	0.9
PCR	-35.7	21.8	6.8	28.7	-0.8
EV/EBITDA	-65.1	76.6	15.2	11.7	9.7
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	678.1	2,590.9	536.8	645.9	693.9
Net debt/Equity	556.3	1,967.1	375.1	423.6	425.5
Net debt/EBITDA	-3,595.8	4,937.8	968.9	787.4	641.8
유동비율	6.0	6.7	30.4	36.9	18.2
이자보상배율(배)	n/a	n/a	0.4	0.6	0.9
자산구조(%)					
투자자본	79.4	76.7	78.3	75.7	72.8
현금+투자자산	20.6	23.3	21.7	24.3	27.2
자본구조(%)					
차입금	85.1	95.4	80.5	82.8	83.5
자기자본	14.9	4.6	19.5	17.2	16.5



파라다이스 (034230)

조용히 강한 이 회사

▶Analyst 박수영 suyoung.park.0202@hanwha.com 3772-7634

Buy (유지)

목표주가(유지): 15,000원

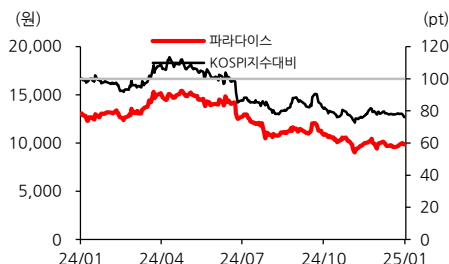
현재 주가(1/9)	9,860 원
상승여력	▲ 52.1%
시가총액	9,049 억원
발행주식수	91,772 천주
52 주 최고가 / 최저가	15,410 / 9,020 원
90 일 일평균 거래대금	20.82 억원
외국인 지분율	5.1%
주주 구성	
파라다이스글로벌 (외 8 인)	45.6%
자사주 (외 1 인)	5.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.8	-10.5	-22.4	-25.9
상대수익률(KOSPI)	-2.1	-7.7	-10.3	-24.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	994	1,075	1,281	1,391
영업이익	146	146	171	209
EBITDA	229	224	249	287
지배주주순이익	63	55	90	118
EPS	682	635	1,042	1,370
순차입금	521	713	619	503
PER	19.5	21.2	9.5	7.2
PBR	0.9	0.9	0.6	0.6
EV/EBITDA	7.6	8.7	6.1	4.9
배당수익률	0.8	0.7	1.0	1.0
ROE	4.5	3.8	6.0	7.4

주가 추이



연말 이벤트 효과로 일시적으로 부진했던 홀드올이 12 월에는 개선되는 모습을 보여줬습니다. 일본 고객 지표 여전히 견조한 가운데 점진적으로 올라올 중국 고객 지표에 기대를 걸어봐도 좋을 것 같습니다.

4Q24 Preview: 영업이익 컨센서스 소폭 하회 추정

동사는 4분기 매출액과 영업이익 각각 2,688억원, 292억원의 실적을 기록했던 것으로 추정된다. 영업이익 기준 시장 컨센서스(334억원)를 소폭 하회했던 것으로 파악된다. 연중 내내 일본인 VIP 지표 강세덕에 파라다이스 시티 호실적이 지속됐는데, 이에 따라 4분기에 성과급이 추가 반영되며 영업비용이 당초 예상보다 증가한 영향이다. 말한 것처럼 파라다이스시티 중심으로 일본인 VIP 고객 지표가 연중 내내 호조를 보였다. 다만 회사 4분기 카지노 업장 합산 드롭액은 약 1조 6,620 억원으로 작년 4분기 대비 소폭 부진했다. 홀드올은 선방했는데, 연말 바카라 대회 등 이벤트 효과가 있었던 것으로 해석된다.

‘25년에도 일본 지표 견조한 가운데, 중국의 점진적 회복 기대

동사는 경쟁사들 대비 일본인 VIP 모객력이 강한 회사다. 때문에 ‘25 년에도 일본 고객 지표는 견조하게 나타나며 회사 호실적을 견인할 것으로 전망한다. 거기에 더해 중국 정부 내수 진작 정책에 따른 경기 부양 + 마카오 카지노 우회 수혜 + 중국인 관광객 무비자등 정책 완화 등이 더해지면서 올해는 중국인 VIP 지표 개선까지 기대해도 좋겠다. 인천에 신설된 모히건 카지노 영업에 따른 경쟁 강화 부담은 없는 것으로 파악된다. 한편 서울 시내 호텔 건설에 따른 ‘25년 연간 캐פק스는 800억원 내외로 부담되는 수준은 아닐 것으로 보인다.

조용히 강한 회사다. 나름 꾸준하게 드롭액, 홀드올 호조를 이어가고 있다. 투자 의견 Buy, 목표주가 15,000원을 유지한다. 업종 내 차선호주로 제시한다.

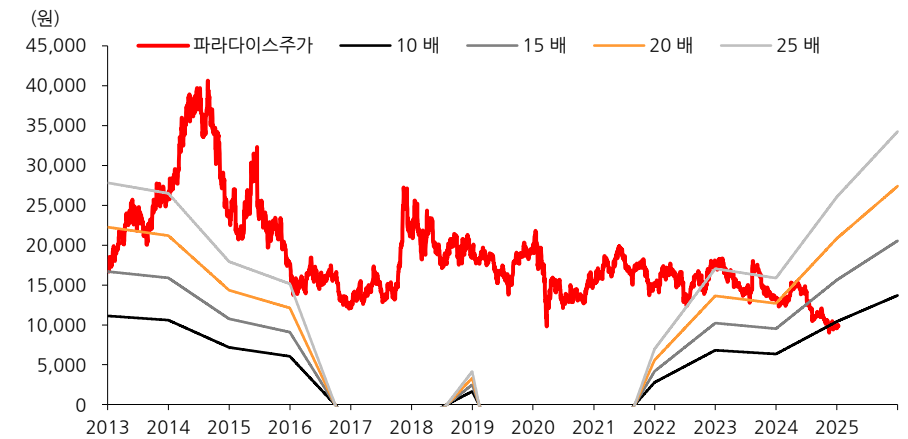
[표28] 파라다이스 목표주가 산출

(단위: 십억원, 천주, 원, 배, %)

	2025E	2026E	비고
지배주주순이익	90	118	
보통주 발행주식수	91,772	91,772	
-자기주식수	5,411	5,411	
EPS	1,042	1,370	
12mth Fwd EPS		1,069	
Target P/E		15	글로벌 peer
적정주가		15,883	
최종 목표주가		15,000	
현재주가		9,860	1/9 일 기준
상승여력		52.1%	

자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림62] 파라다이스 12mth Fwd P/E Band



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표29] 파라다이스 실적 추정치 비교

(단위: 십억원, %, %pt)

	한화추정치			컨센서스			차이		
	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	269	1,075	1,281	269	1,080	1,165	0.1%	-0.5%	10.0%
영업이익	29	146	171	33	151	171	-12.6%	-3.4%	-0.4%
영업이익률	10.9%	13.6%	13.3%	12.5%	14.0%	14.7%	-1.6%	-0.4%	-1.4%
지배순이익	5	55	90	11	63	76	-57.5%	-12.7%	18.8%

자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

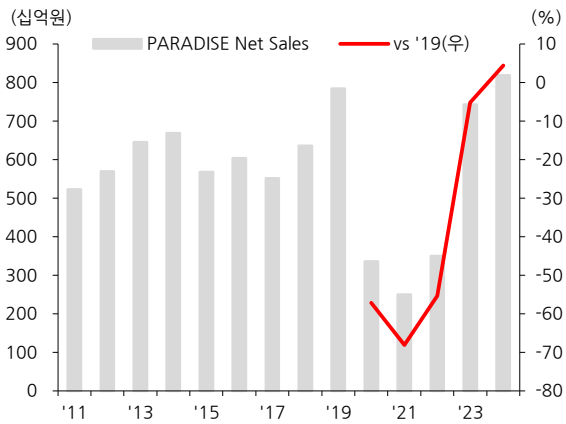
[표30] 파라다이스 실적 추이

(단위: 십억원, 백만원, 명, %)

	2023	2024E	2025E	2026E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
주요 가정												
VIP 방문객	143,056	168,610	194,744	219,870	28,849	34,434	39,056	40,717	40,504	41,711	43,209	43,186
중국인 VIP	23,573	36,624	43,463	49,426	2,026	5,601	7,112	8,834	8,050	9,093	9,430	10,051
일본인 VIP	76,362	82,689	92,210	103,040	16,679	17,982	20,841	20,860	20,710	20,477	21,220	20,282
기타 VIP	43,121	49,297	59,071	67,403	10,144	10,851	11,103	11,023	11,744	12,141	12,559	12,853
드롭액	6,173	6,868	7,683	8,488	1,264	1,575	1,668	1,666	1,730	1,704	1,773	1,662.0
VIP 드롭액	4,873	5,423	6,258	7,063	976	1,262	1,328	1,308	1,366	1,341	1,409	1,307
Mass 드롭액	1,300	1,445	1,425	1,425	288	313	341	358	364	363	364	355
홀드율	12.0%	11.9%	13.2%	13.2%	10.6%	13.8%	12.8%	10.7%	11.8%	12.6%	11.0%	12.3%
실적 추정												
매출액	994	1,075	1,281	1,391	192	275	286	242	265	273	268	269
카지노	415	404	551	621	71	134	116	94	102	112	84	105
호텔	114	111	117	120	25	29	31	29	26	28	30	28
복합리조트	449	542	597	634	91	109	133	115	132	131	147	132
기타	16	18	16	16	4	3	6	3	4	2	8	4
매출원가	760	823	963	1,021	156	189	206	209	196	207	208	211
카지노	298	314	359	387	58	81	81	78	78	82	76	77
호텔	96	92	99	102	21	24	24	26	22	24	23	24
복합리조트	353	401	481	509	74	81	97	100	92	98	105	106
기타	14	16	24	24	3	3	4	4	3	3	5	5
매출총이익	234	252	318	369	35	86	79	33	69	66	60	57
판관비	88	106	147	160	16	31	22	19	20	34	24	28
영업이익	146	146	171	209	19	55	57	15	48	32	36	29
OPM	14.7%	13.6%	13.3%	15.1%	9.9%	19.9%	20.0%	6.1%	18.3%	11.7%	13.5%	10.9%
지배순이익	63	55	90	118	7	29	35	-9	26	15	10	5

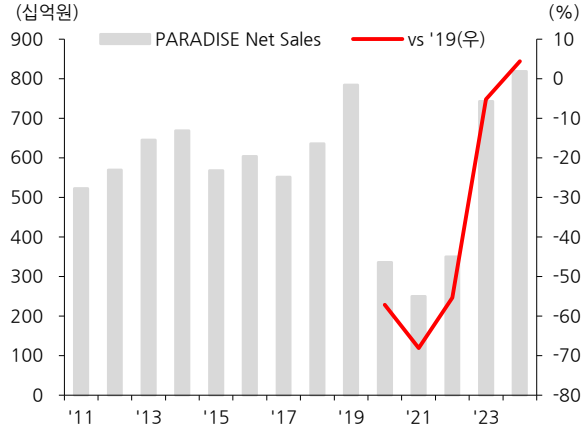
자료: 파라다이스, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림63] 파라다이스 카지노 매출액 추이(연간)



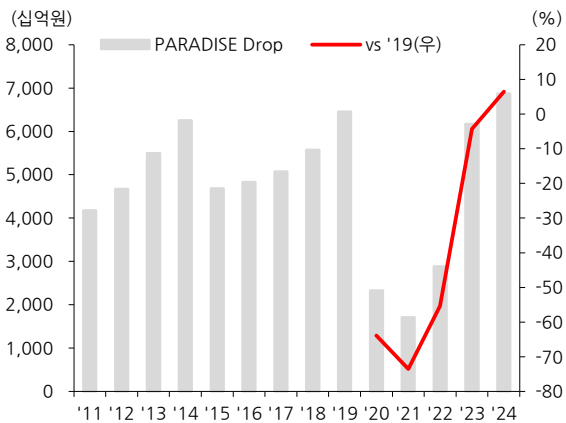
자료: 파라다이스, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 파라다이스 카지노 매출액 추이(월별)



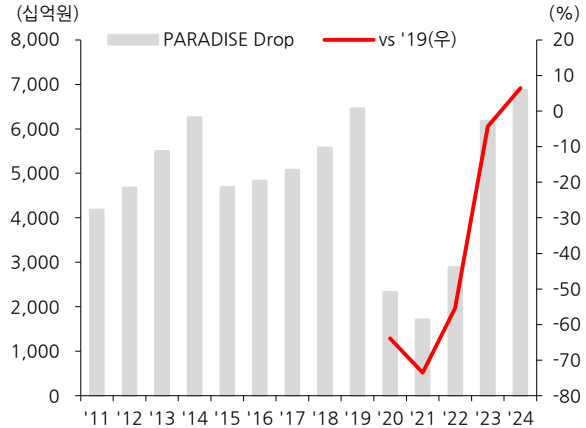
자료: 파라다이스, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 파라다이스 카지노 드롭액 추이(연간)



자료: 파라다이스, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 파라다이스 카지노 드롭액 추이(월별)



자료: 파라다이스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	588	994	1,075	1,281	1,391
매출총이익	72	234	252	318	369
영업이익	10	146	146	171	209
EBITDA	105	229	224	249	287
순이자손익	-55	-42	-54	-54	-56
외화관련손익	-2	3	-1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	30	92	90	119	157
당기순이익	16	80	80	113	148
지배주주순이익	25	63	55	90	118
증가율(%)					
매출액	-13.1	69.2	8.1	19.1	8.6
영업이익	-86.8	1,299.9	0.0	17.0	22.7
EBITDA	3.7	117.5	-1.9	10.8	15.6
순이익	-85.1	407.1	-0.4	40.9	31.4
이익률(%)					
매출총이익률	12.2	23.5	23.4	24.8	26.6
영업이익률	1.8	14.7	13.6	13.3	15.1
EBITDA 이익률	17.9	23.0	20.9	19.4	20.7
세전이익률	5.1	9.2	8.4	9.3	11.3
순이익률	2.7	8.1	7.4	8.8	10.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	64	288	147	165	188
당기순이익	16	80	80	113	148
자산상각비	95	83	79	78	78
운전자본증감	-16	73	-27	8	2
매출채권 감소(증가)	-16	-4	4	-5	-3
재고자산 감소(증가)	0	-1	0	-1	-1
매입채무 증가(감소)	10	11	0	19	11
투자현금흐름	509	-26	-268	-66	-66
유형자산처분(취득)	-17	-56	-55	-71	-71
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	432	33	-201	-3	-3
재무현금흐름	-195	-61	0	33	-66
차입금의 증가(감소)	-235	-106	9	41	-57
자본의 증가(감소)	45	45	-9	-9	-9
배당금의 지급	0	0	-9	-9	-9
총현금흐름	123	252	215	157	186
(-)운전자본증가(감소)	-450	-209	265	-8	-2
(-)설비투자	17	62	55	71	71
(+)자산매각	-1	6	0	0	0
Free Cash Flow	556	405	-106	94	117
(-)기타투자	371	139	-228	-8	-8
잉여현금	184	266	122	102	125
NOPLAT	5	128	129	161	197
(+) Dep	95	83	79	78	78
(-)운전자본투자	-450	-209	265	-8	-2
(-)Capex	17	62	55	71	71
OpFCF	533	358	-113	176	207

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	695	863	947	1,099	1,173
현금성자산	512	807	648	783	842
매출채권	23	30	27	31	34
재고자산	7	8	8	9	10
비유동자산	2,817	2,755	2,749	2,754	2,759
투자자산	385	354	351	343	335
유형자산	2,261	2,236	2,235	2,252	2,269
무형자산	171	165	162	158	155
자산총계	3,512	3,618	3,696	3,853	3,932
유동부채	1,174	691	587	662	630
매입채무	86	118	104	123	134
유동성이자부채	976	409	328	377	328
비유동부채	652	1,142	1,253	1,254	1,255
비유동이자부채	430	918	1,033	1,024	1,016
부채총계	1,826	1,833	1,841	1,916	1,885
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	328	336	336	336	336
이익잉여금	525	572	618	699	809
자본조정	462	450	450	450	450
자기주식	-25	-25	-25	-25	-25
자본총계	1,685	1,785	1,855	1,937	2,046

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	279	682	635	1,042	1,370
BPS	14,969	15,318	15,818	16,705	17,899
DPS	0	100	100	100	100
CFPS	1,356	2,748	2,343	1,712	2,024
ROA(%)	0.7	1.8	1.5	2.4	3.0
ROE(%)	2.0	4.5	3.8	6.0	7.4
ROIC(%)	0.2	5.3	5.3	6.3	7.7
Multiples(x, %)					
PER	63.2	19.5	21.2	9.5	7.2
PBR	1.2	0.9	0.9	0.6	0.6
PSR	2.7	1.2	1.1	0.7	0.7
PCR	13.0	4.8	5.7	5.8	4.9
EV/EBITDA	23.7	7.6	8.7	6.1	4.9
배당수익률	n/a	0.8	0.7	1.0	1.0
안정성(%)					
부채비율	108.4	102.7	99.2	98.9	92.1
Net debt/Equity	53.1	29.2	38.4	32.0	24.6
Net debt/EBITDA	850.0	227.6	317.5	248.9	174.9
유동비율	59.2	124.9	161.3	166.0	186.2
이자보상배율(배)	0.2	2.1	2.0	2.4	2.9
자산구조(%)					
투자자본	74.1	66.4	72.0	69.4	68.4
현금+투자자산	25.9	33.6	28.0	30.6	31.6
자본구조(%)					
차입금	45.5	42.6	42.3	42.0	39.6
자기자본	54.5	57.4	57.7	58.0	60.4

GKL (114090)

오랜 기다림



▶ Analyst 박수영 suyoung.park.0202@hanwha.com 3772-7634

Buy (유지)

목표주가(상향): 15,000원

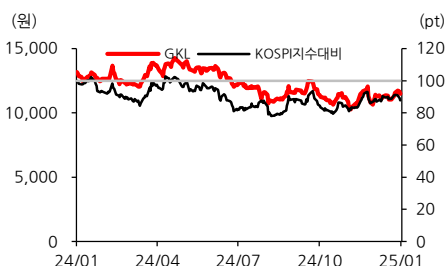
현재 주가(1/9)	11,490 원
상승여력	▲ 30.5%
시가총액	7,107 억원
발행주식수	61,856 천주
52 주 최고가 / 최저가	14,260 / 10,280 원
90 일 일평균 거래대금	15.05 억원
외국인 지분율	10.6%
주주 구성	
한국관광공사 (외 1 인)	51.0%
국민연금공단 (외 1 인)	7.9%
GKL 우리사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.9	0.3	-5.4	-15.6
상대수익률(KOSPI)	1.1	3.1	6.6	-14.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	397	397	481	557
영업이익	51	46	75	99
EBITDA	82	77	106	130
지배주주순이익	44	39	64	84
EPS	709	630	1,042	1,358
순차입금	-114	-167	-268	-367
PER	19.0	19.1	11.0	8.5
PBR	2.0	1.8	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.8	7.5	4.2	2.6
배당수익률	2.6	3.4	3.6	5.7
ROE	11.0	9.3	14.5	17.1

주가 추이



연말로 가면서 홀드율이 개선되는 모습을 보여줬습니다. 연말 바카라 대회 등 이벤트 영향인 것으로 해석됩니다. 중국인 입국 제한 완화 및 중국 경기 개선시 빠른 회복을 기대할 수 있습니다. 목표주가를 15,000 원으로 상향합니다.

4Q24 Preview: 영업이익 컨센서스 부합 추정

동사는 4분기 매출액과 영업이익 각각 1,069억원, 127억원을 기록했던 것으로 추정된다. 영업이익 기준 시장 컨센서스(122억원)에 부합했을 것으로 보인다. 동사는 월별 실적에서 지속해서 부진한 드롭액과 홀드율을 발표하며 시장에 우려를 준 바 있다. 그러나 12월 전체 업장 홀드율은 14%를 기록하며 반등에 성공했다. 4분기 드롭액은 지난 4개 분기 가운데 가장 부진했지만 연말로 갈수록 개선된 홀드율 덕에 매출액은 전년비, 전분기비 모두 증가할 수 있었다. 홀드율은 통계의 영역이라 조금 더 지켜볼 필요는 있겠으나 반전된 흐름이 당분간 이어질 것으로 전망한다.

오랜 기다림

팬데믹 이후 유난히 좋았던 일본 고객 지표 호조 수혜를 동사도 일부 받았다. 다만 일본 지역 마케팅력이 경쟁사 대비 강하지 않고, 이유 모를 지속된 홀드율 부진 탓에 전반적인 실적 부진이 이어졌다. 그러나 중국 정부 내수 진작 정책에 따른 경기 부양 + 마카오 카지노 우회 수혜 + 중국인 관광객 무비자등 정책 완화 등이 더해지면서 올해는 중국인 VIP 지표 개선까지 기대해도 좋겠다.

중국인 지표 개선을 가정, '25년 이익 추정치를 상향 조정했다. 이익 추정치 변경에 따라 목표주가를 15,000원으로 상향한다. 밸류에이션 저점 구간을 오랜 시간 지나고 있다. 여러가지 상황상 더 나빠질 건 없다는 판단이다.

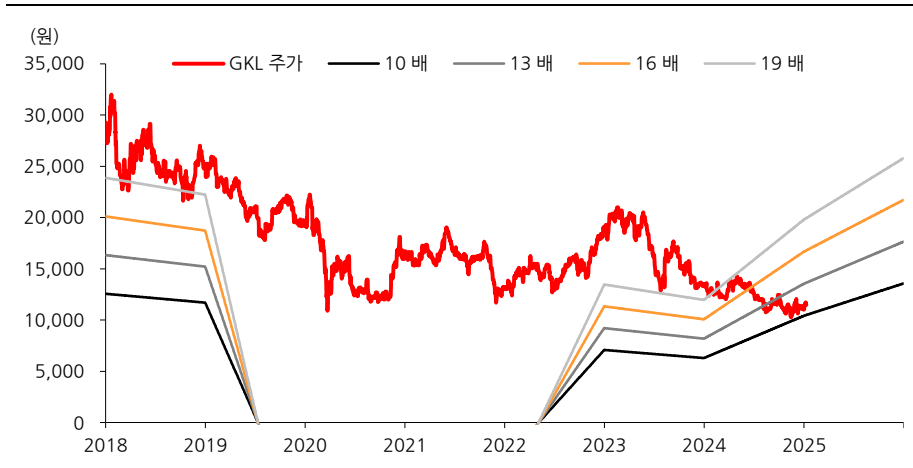
[표31] GKL 목표주가 산출

(단위: 십억원, 천주, 원, 배, %)

	2025E	2026E	비고
지배주주순이익	64	84	
보통주 발행주식수 -자기주식수	61,856	61,856	
EPS	1,042	1,358	
12mth Fwd EPS		1,068	
Target P/E		13	글로벌 peer *10% 할인
적정주가		14,279	
최종 목표주가		15,000	
현재주가		11,490	1/9 일 기준
상승여력		30.5%	

자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림67] GKL 12mth Fwd P/E Band



자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표32] GKL 실적 추정치 비교

(단위: 십억원, %, %pt)

	한화추정치			컨센서스			차이		
	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	107	397	481	105	396	444	1.5%	0.4%	8.4%
영업이익	13	46	75	12	46	68	4.7%	-1.0%	10.4%
영업이익률	11.9%	11.5%	15.5%	11.6%	11.6%	15.2%	0.4%pt	-0.2%pt	0.3%pt
지배순이익	11	39	64	12	40	57	-4.8%	-2.6%	13.7%

자료: Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

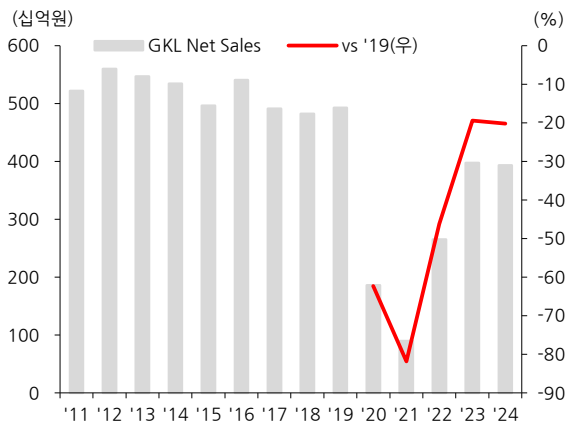
[표33] GKL 실적 추이

(단위: 십억원, 백만원, 명, %)

	2023	2024E	2025E	2026E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
주요 가정												
방문객	120,262	155,225	200,172	227,450	25,239	30,546	31,656	32,821	32,237	35,516	43,065	44,407
중국 VIP	53,984	67,978	89,239	107,398	11,367	13,191	14,184	15,242	14,958	15,719	18,660	18,641
일본 VIP	47,092	63,747	78,596	81,660	9,412	12,344	12,724	12,612	12,531	14,421	17,943	18,852
기타 VIP	19,186	23,500	32,337	38,392	4,460	5,011	4,748	4,967	4,748	5,376	6,462	6,914
드롭액	3,394	3,648	4,142	4,603	754	836	850	955	916	941	912	879
중국 VIP	833	931	1,321	1,562	159	210	201	263	196	259	222	254
일본 VIP	1,069	1,198	1,330	1,394	226	254	282	308	320	291	307	279
기타 VIP	870	970	921	1,058	220	206	199	246	268	254	243	205
기타	622	549	570	589	149	166	168	138	132	137	140	140
홀드율	11.7%	10.8%	11.5%	12.0%	14.3%	12.0%	11.5%	9.6%	10.2%	10.5%	10.4%	12.1%
실적 추정												
매출액	397	397	481	557	109	100	97	91	98	99	94	107
매출원가	317	321	373	421	75	82	76	84	77	79	79	86
인건비	150	145	167	188	35	41	35	40	36	35	36	39
관광기금	38	38	46	53	10	10	9	9	9	9	9	10
개소세	10	10	12	13	3	3	3	2	2	3	2	3
기타	118	128	149	167	28	29	29	33	30	32	31	35
매출총이익	80	77	108	136	34	19	21	7	21	20	15	20
판관비	29	31	33	38	7	8	7	8	7	7	9	8
영업이익	51	46	75	99	27	11	14	-1	14	13	6	13
OPM	12.9%	11.5%	15.5%	17.7%	24.9%	11.0%	14.2%	-1.0%	14.1%	13.4%	6.2%	11.9%
지배순이익	44	39	64	84	22	9	12	2	10	11	6	11

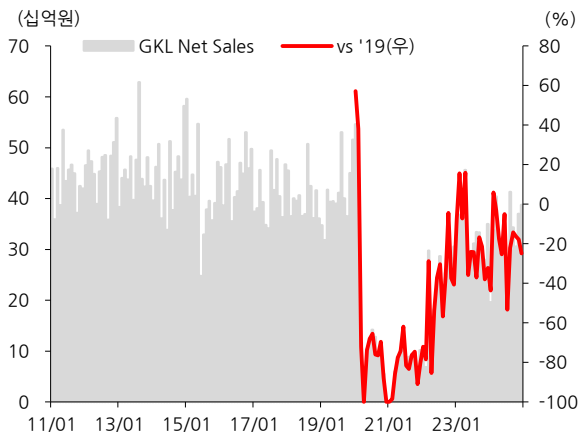
자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림68] GKL 카지노 매출액 추이(연간)



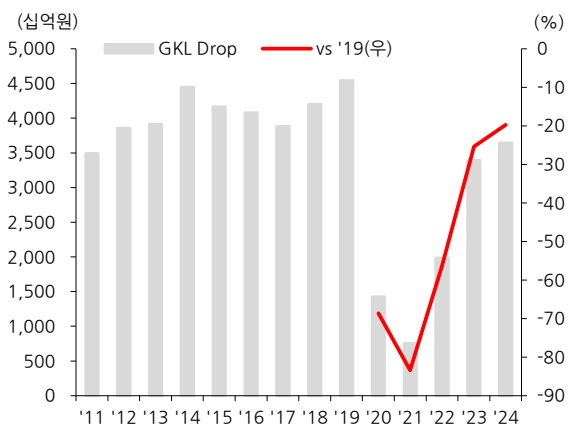
자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] GKL 카지노 매출액 추이(월별)



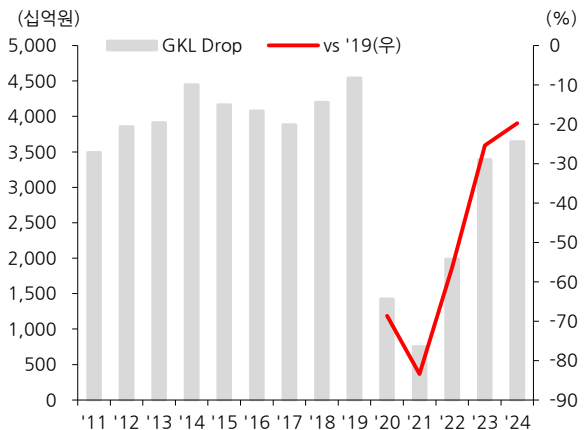
자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] GKL 카지노 드롭액 추이(연간)



자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] GKL 카지노 드롭액 추이(월별)



자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	262	397	397	481	557
매출총이익	12	80	77	108	136
영업이익	-14	51	46	75	99
EBITDA	19	82	77	106	130
순이자손익	1	5	6	7	8
외화관련손익	0	-1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-25	55	51	83	108
당기순이익	-23	44	39	64	84
지배주주순이익	-23	44	39	64	84
증가율(%)					
매출액	n/a	51.3	0.2	21.1	15.8
영업이익	n/a	흑전	-10.6	63.5	32.2
EBITDA	n/a	328.5	-5.2	37.3	22.6
순이익	n/a	흑전	-11.1	65.4	30.3
이익률(%)					
매출총이익률	4.8	20.2	19.3	22.4	24.4
영업이익률	-5.3	12.9	11.5	15.5	17.7
EBITDA 이익률	7.3	20.6	19.5	22.1	23.4
세전이익률	-9.6	13.8	12.8	17.2	19.3
순이익률	-8.7	11.1	9.8	13.4	15.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	46	85	67	108	111
당기순이익	-23	44	39	64	84
자산상각비	33	31	32	32	32
운전자본증감	19	-3	-10	34	18
매출채권 감소(증가)	-5	-1	-1	-4	-3
재고자산 감소(증가)	0	1	-1	-1	-1
매입채무 증가(감소)	48	21	18	45	26
투자현금흐름	49	-49	14	18	18
유형자산처분(취득)	-19	-15	-5	-4	-4
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	-22	-21	-48	-48	-52
차입금의 증가(감소)	-22	-21	-23	-22	-22
자본의 증가(감소)	0	0	-26	-26	-30
배당금의 지급	0	0	-26	-26	-30
총현금흐름	28	86	74	74	93
(-)운전자본증가(감소)	-110	61	1	-34	-18
(-)설비투자	19	15	5	4	4
(+)자산매각	0	0	-1	-1	-1
Free Cash Flow	119	9	68	103	107
(-)기타투자	25	-25	-11	-22	-22
잉여현금	95	34	78	126	129
NOPLAT	-10	41	35	58	77
(+) Dep	33	31	32	32	32
(-)운전자본투자	-110	61	1	-34	-18
(-)Capex	19	15	5	4	4
OpFCF	115	-5	61	121	123

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	263	345	371	460	546
현금성자산	176	191	223	300	377
매출채권	13	13	13	18	20
재고자산	3	2	4	5	5
비유동자산	347	295	254	227	200
투자자산	266	219	182	159	137
유형자산	74	69	65	60	55
무형자산	7	7	7	7	8
자산총계	610	639	625	687	745
유동부채	161	173	168	213	240
매입채무	129	136	133	178	204
유동성이자부채	18	22	24	24	24
비유동부채	66	54	32	9	-13
비유동이자부채	66	54	32	9	-13
부채총계	227	228	200	223	227
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	21	21	21	21	21
이익잉여금	330	360	373	412	466
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	382	412	425	464	518

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-368	709	630	1,042	1,358
BPS	6,183	6,658	6,875	7,504	8,378
DPS	0	353	410	410	660
CFPS	447	1,383	1,196	1,191	1,507
ROA(%)	-4.0	7.0	6.2	9.8	11.7
ROE(%)	-5.9	11.0	9.3	14.5	17.1
ROIC(%)	-3.7	14.6	12.5	25.6	44.2
Multiples(x, %)					
PER	-51.4	19.0	19.1	11.0	8.5
PBR	3.1	2.0	1.8	1.5	1.4
PSR	4.5	2.1	1.9	1.5	1.3
PCR	42.2	9.8	10.1	9.6	7.6
EV/EBITDA	56.5	8.8	7.5	4.2	2.6
배당수익률	n/a	2.6	3.4	3.6	5.7
안정성(%)					
부채비율	59.4	55.3	47.0	48.0	43.8
Net debt/Equity	-24.3	-27.6	-39.4	-57.7	-70.8
Net debt/EBITDA	-488.1	-139.5	-216.3	-252.0	-281.6
유동비율	163.1	199.2	221.3	215.8	227.2
이자보상배율(배)	n/a	13.5	14.3	34.3	87.5
자산구조(%)					
투하자본	37.1	42.1	38.9	29.9	22.7
현금+투자자산	62.9	57.9	61.1	70.1	77.3
자본구조(%)					
차입금	17.9	15.7	11.5	6.6	1.9
자기자본	82.1	84.3	88.5	93.4	98.1

[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 1월 10일)

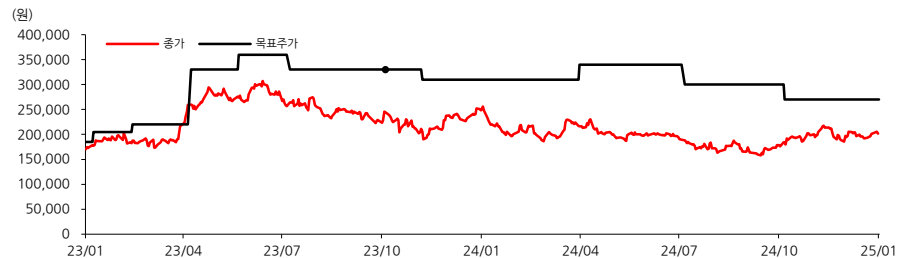
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박수영)

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

당사의 애널리스트(박수영)는 2024년 12월 6일~7일과 12월 13일~14일 동안 롯데관광개발의 비용으로 기업 설명회에 참여한 사실이 있습니다.

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.

[하이브 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

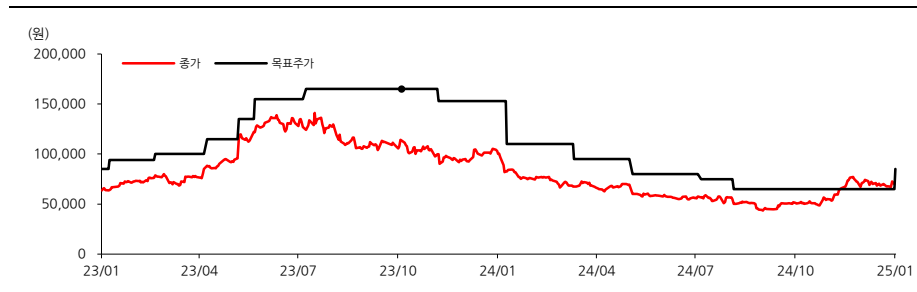
일 시	2023.01.17	2023.02.22	2023.02.28	2023.03.15	2023.04.17	2023.05.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	205,000	220,000	220,000	220,000	330,000	330,000
일 시	2023.05.31	2023.07.17	2023.08.09	2023.09.12	2023.10.16	2023.11.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	360,000	330,000	330,000	330,000	330,000	330,000
일 시	2023.11.16	2023.12.28	2024.01.16	2024.01.26	2024.02.01	2024.02.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	310,000	310,000	310,000	310,000	310,000	310,000
일 시	2024.02.29	2024.03.05	2024.03.29	2024.04.09	2024.04.23	2024.04.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	310,000	310,000	310,000	340,000	340,000	340,000
일 시	2024.05.03	2024.05.20	2024.05.31	2024.06.04	2024.06.12	2024.06.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000
일 시	2024.07.15	2024.07.26	2024.08.08	2024.08.16	2024.08.30	2024.09.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2024.10.15	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.05	2024.11.29	2024.12.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	270,000	270,000	270,000	270,000	270,000	270,000
일 시	2025.01.10					
투자의견	Buy					
목표가격	270,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.01.17	Buy	205,000	-7.48	-1.46
2023.02.22	Buy	220,000	-12.04	17.73
2023.04.17	Buy	330,000	-17.38	-10.76
2023.05.31	Buy	360,000	-21.44	-14.72
2023.07.17	Buy	330,000	-27.17	-16.82
2023.11.16	Buy	310,000	-30.24	-17.42
2024.04.09	Buy	340,000	-40.61	-32.21
2024.07.15	Buy	300,000	-42.04	-37.27
2024.10.15	Buy	270,000		

[JYP Ent. 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

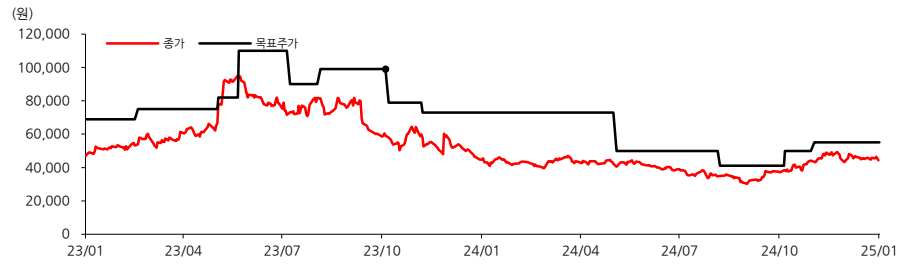
일 시	2016.08.12	2023.01.17	2023.02.28	2023.03.15	2023.03.27	2023.04.17
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		94,000	100,000	100,000	100,000	115,000
일 시	2023.05.16	2023.05.31	2023.07.17	2023.08.14	2023.09.12	2023.10.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	135,000	155,000	165,000	165,000	165,000	165,000
일 시	2023.11.13	2023.11.16	2024.01.18	2024.02.01	2024.03.20	2024.04.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	165,000	153,000	110,000	110,000	95,000	95,000
일 시	2024.05.13	2024.06.04	2024.07.15	2024.08.14	2024.08.16	2024.10.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	80,000	75,000	65,000	65,000	65,000
일 시	2024.11.01	2024.11.14	2025.01.10			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	65,000	65,000	85,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.01.17	Buy	94,000	-23.84	-18.83
2023.02.28	Buy	100,000	-24.42	-15.00
2023.04.17	Buy	115,000	-21.46	-16.96
2023.05.16	Buy	135,000	-13.93	-9.48
2023.05.31	Buy	155,000	-15.43	-10.45
2023.07.17	Buy	165,000	-31.33	-14.48
2023.11.16	Buy	153,000	-36.84	-31.11
2024.01.18	Buy	110,000	-31.43	-23.09
2024.03.20	Buy	95,000	-28.47	-23.68
2024.05.13	Buy	80,000	-28.08	-24.25
2024.07.15	Buy	75,000	-25.67	-21.33
2024.08.14	Buy	65,000	-11.12	18.62
2025.01.10	Buy	85,000		

[와이즈엔터테인먼트 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.01.17	2023.02.01	2023.02.27	2023.02.28	2023.03.15	2023.04.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	69,000	69,000	75,000	75,000	75,000	75,000
일 시	2023.05.12	2023.05.31	2023.07.17	2023.08.14	2023.09.12	2023.10.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	82,000	110,000	90,000	99,000	99,000	79,000
일 시	2023.11.16	2024.05.13	2024.06.04	2024.08.16	2024.10.15	2024.11.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	73,000	50,000	50,000	41,000	50,000	50,000
일 시	2024.11.11	2025.01.10				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	55,000	55,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.02.27	Buy	75,000	-21.24	-11.07
2023.05.12	Buy	82,000	8.88	16.10
2023.05.31	Buy	110,000	-26.12	-13.91
2023.07.17	Buy	90,000	-15.96	-9.22
2023.08.14	Buy	99,000	-26.57	-17.47
2023.10.16	Buy	79,000	-26.92	-18.35
2023.11.16	Buy	73,000	-36.93	-17.40
2024.05.13	Buy	50,000	-21.57	-11.40
2024.08.16	Buy	41,000	-15.96	-6.59
2024.10.15	Buy	50,000	-18.86	-11.60
2024.11.11	Buy	55,000		

[롯데관광개발 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

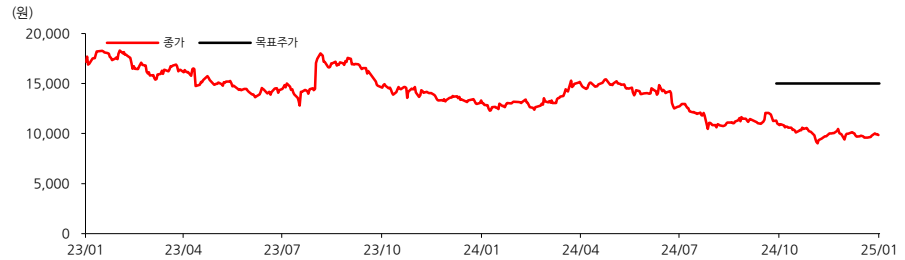
일 시	2024.10.07	2024.10.07	2025.01.10			
투자의견	담당자변경	Buy	Buy			
목표가격	박수영	15,000	15,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.10.07	Buy	15,000		

[파라다이스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

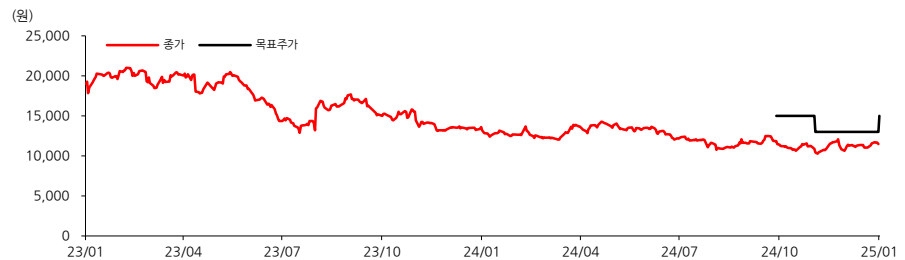
일 시	2016.08.12	2024.10.07	2024.10.07	2024.11.11	2025.01.10	
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	
목표가격		박수영	15,000	15,000	15,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.10.07	Buy	15,000		

[GKL 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.10.07	2024.10.07	2024.11.12	2025.01.10	
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	
목표가격		박수영	15,000	13,000	15,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.10.07	Buy	15,000	-25.64	-21.13
2024.11.12	Buy	13,000	-13.95	-7.23
2025.01.10	Buy	15,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 투자이견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자이견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%