



Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 6월 2일

하이브(352820)

BUY | TP 350,000원(상향) | CP 272,000원

에스엠(041510)

BUY | TP 170,000원 | CP 129,900원

와이지엔터테인먼트(122870)

BUY | TP 110,000원 | CP 86,000원

파라다이스(034230)

BUY | TP 15,000원 | CP 12,810원

SBS(034120)

BUY | TP 34,000원 | CP 26,900원

롯데관광개발 (032350)

Not Rated | CP 12,710원



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

하나증권 리서치센터

2025년 6월 5일 | 산업분석_Industry In-depth

엔터테인먼트/미디어/레저

놓치지 말아야 할 역대급 증익 사이클

기획사 최선호, 타 산업들도 관심 확대될 것

한한령 완화 기대감이 확대되는 가운데 기획사는 역대 최대 증익 사이클, 카지노는 사상 최대 실적을 기록하고 있다. 실적과 밸류에이션이 모두 높아지는 만큼 하반기에도 기획사를 최선호하나 미디어/드라마 및 카지노 등 타 섹터에 대한 관심 역시 높일 필요가 있다. 하이브와 SM을 최선호하며, 차선호로 YG와 파라다이스를 제시한다. SBS와 롯데관광개발까지 관심 종목으로 제시하는데, 그만큼 커버리지의 하반기 주가 흐름을 긍정적으로 전망한다.

기획사: 역대 최대 증익사이클에 더해진 다양한 모멘텀

과거 한한령 완화 시 매번 주가가 상승했는데, 핵심 남자 IP 제대 전후로도 마찬가지다. 올해는 이 2가지 모멘텀이 동시에 있는 가운데, BTS와 블랙핑크의 완전체로 2024년 대비 향후 2년간 140% 내외의 역대 최대 증익 사이클도 동반한다. 또한, 최근 2개 분기 연속 산업 내 MD 전략의 구조적 변화와 맞물린 실적 쉐프라이즈도 확인되고 있다. 최선호 섹터로 제시하며, 하이브와 SM을 최선호주로 제시하나 YG도 매우 높은 상승 잠재력이 있다.

미디어/드라마: 업황의 바닥에서 찾는 기회

1분기 광고 업황이 매우 부진했지만, 하반기 새 정부가 들어서며 가파른 회복이 예상된다. 업황의 바닥에서 CJ ENM은 티빙-웨이브 합병, 콘텐츠리중앙은 메가박스과 롯데시네마 합병을 논의하고 있으며, SBS는 하반기부터 넷플릭스형 글로벌 판권 매출이 가파르게 상승할 것이다. 기획사가 상반기 매우 저평가 된 구간을 해소한 만큼 하반기 한한령 완화 기대감이 이어진다면 섹터의 관심도가 높아질 것이다. 중국향 베타는 스튜디오드래곤이 가장 높지만, 실적 상향 가능성이 높은 SBS를 섹터 내 최선호로 제시한다. 합병 시 콘텐츠리중앙과 CJ ENM 역시 높은 상승 매력을 보유하고 있다.

레저: 카지노의 실적 및 밸류에이션 동반 상승 사이클

외국인 카지노 3사는 1분기 동반 실적 쉐프라이즈에 더해 하반기 중국 단체관광 무비자 정책 시행을 앞두고 밸류에이션도 상승하고 있다. 오랜만에 찾아온 실적과 밸류에이션의 동반 사이클 상승 구간에서 파라다이스를 최선호하나, 롯데관광개발이 5월 첫 카지노 매출액 400억원을 돌파하고 방문객 수도 5만명을 상회하는 고성장이 나타나고 있어 관심 가질 필요가 있다. 여행은 상반기 항공 참사를 포함한 대내외 이슈로 부진했으나, 하반기 황금 연휴에 더해 인센티브 수요 회복으로 저평가를 해소할 것이다.

목차

1. 엔터테인먼트	2
2. 미디어/드라마	11
3. 카지노	19
4. 여행	24
기업분석	27
하이브(352820)	28
에스엠(041510)	32

1. 엔터테인먼트: 역대 최대 증익 사이클의 시작

1) 과거 2년 간 2배 이상 증익 시 100% 이상 상승

과거 기획사 산업의 2년 간 영업이익이 2배 이상 증익하는 사이클에서 주가 상승률은 100% 이상이었다. 첫 번째는 2017년~2019년으로 기획사 합산 영업이익은 113%, 시가총액은 170% 증가했다. SM은 동방신기의 제대 후 활동 재개, JYP는 트와이스의 가파른 일본향 매출 증가 및 멀티 레이블 체제 도입이 있었다. 두 번째는 2020년~2022년으로 코로나 기저 효과와 BTS의 빌보드 HOT100 1위 등에 따른 낙수 효과와 리오프닝 수혜, 그리고 역대 최고 수준의 앨범 판매량 증가 등으로 3대 기획사(하이브 2020년 10월 상장) 합산 영업이익은 128%, 시가총액은 104% 상승했다. 2023년에는 4대 기획사 모두 사상 최대 이익도 달성했다.

그리고 이번이 3번째인데, 2026년까지 향후 2년간 역대 최고인 139%의 증익 사이클을 전망한다. 하이브는 BTS가 코로나 구간에서 첫 빌보드 HOT100 1위를 기록한 후 첫 대규모 월드 투어인 만큼 역대 최고 수준이 예상되며, YG는 달라진 MD 전략과 블랙핑크 월드 투어 재개가 반영될 것이다. SM 역시 개선된 MD 전략과 디어유와의 연결 효과, JYP는 스트레이 키즈의 역대 최대 월드 투어 등이 반영된다. 과거가 반복된다면 이번 사이클에서도 매우 높은 수준의 주가 상승을 기대할 수 있을 것이다.

도표 1. 기획사 영업이익 테이블

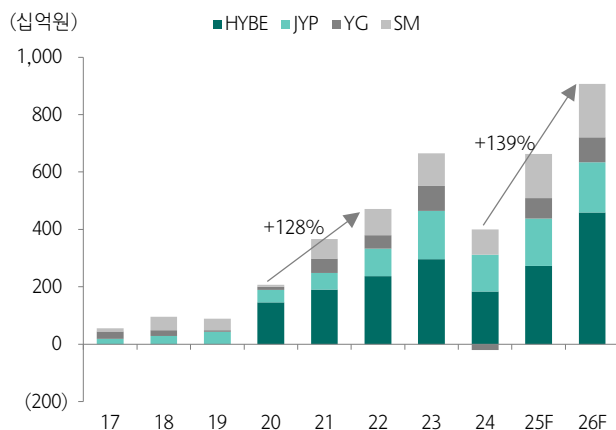
(단위: 십억원)

	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	154	186	111%	60%
JYP	20	29	44	123%	530%	44	58	97	169	193%	110%	128	165	175	36%	8%
YG	25	20	5	-80%	73%	11	51	47	87	327%	103%	(21)	72	87	흑전	62%
하이브	33	80	99	203%	-	146	190	237	296	-	-	184	273	459	149%	43%
합산	88	176	188	113%	170%	207	366	471	666	128%	104%	379	663	907	139%	46%

주: 2023년까지 주가 상승률은 하이브 제외 3사 합산 기준

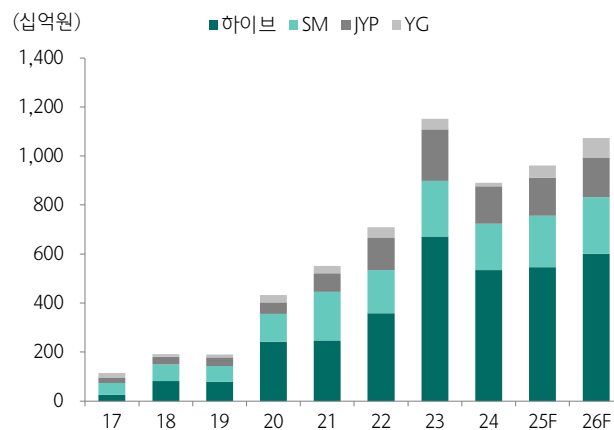
자료: 각 사, 하나증권

도표 2. 4대 기획사 합산 영업이익 추이 및 전망



자료: 각 사, 하나증권

도표 3. 4대 기획사 합산 음반 매출 추이: 최근 3년 간 +62%



자료: 각 사, 하나증권

도표 4. 2017-2019년 기획 3사 합산 시가총액

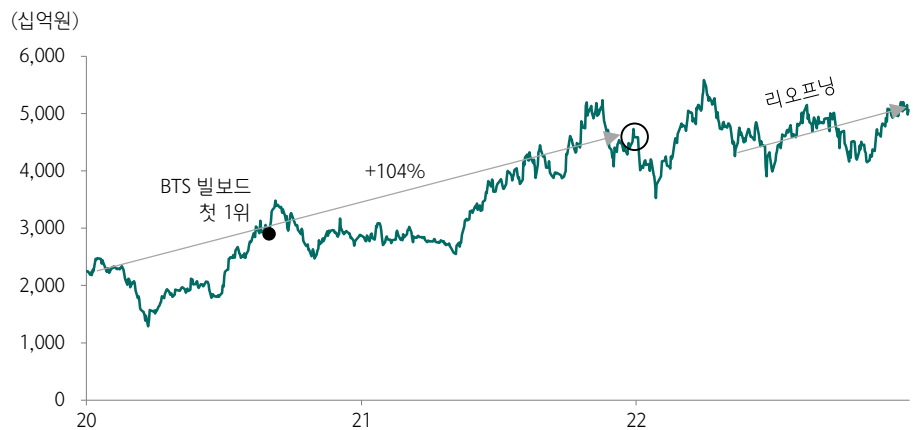
SM: 동방신기 제대
JYP: 멀티 레이블 및
트와이스 일본 활동



자료: 하나증권

도표 5. 2020-2023년 기획 3사 합산 시가총액

1) BTS HOT100 1위
2) 리오프닝 수혜
3) 역대 최고 수준의
앨범 판매량 증가



자료: 하나증권

2) BTS와 블랙핑크의 역대 최대 규모 월드 투어 재개

BTS는 2020년 첫 빌보드 HOT 100 1위를 달성한 이후 첫 대규모 월드 투어가 진행될 것이다. 2019년 이후 발표된 (이후 코로나로 취소된) 규모만 약 240만명 수준인데, 이를 상회하는 300만명 내외 혹은 그 이상이 가능할 것이다. 역대급 투어 규모에 더해 타 그룹들이 보여주고 있는 북미 투어의 높은 ASP를 감안하면 콘서트 및 MD 관련 매출만 1조원을 상회할 것이다. BTS의 컴백에 따라 위버스 역시 가파른 수익화가 예상된다. MAU는 약 1,000만명이나 BTS의 위버스 채널 가입자 수는 4월 기준 2,800만명을 돌파했다. BTS의 완전체로 디지털 멤버십도 하반기부터 가파른 가입자 상승이 예상된다. 여기에 더해 향후 1년 내 한국/일본/미국/라틴에서 각각 남자 1팀씩 데뷔도 예정되어 있다.

실적뿐만 아니라 밸류에이션 역시 상승할 것이다. 과거 동방신기/빅뱅 등 핵심 남자 IP의 세대 전후로 각각 약 40%/80% 내외의 주가 상승이 있었는데, 이들의 입대 시기에 각각 한한령 및 노재팬/버닝썬으로 고점 대비 주가가 급락했던 기저효과가 있었다. 이번에도 BTS의 군입대 구간 중국향 앨범 감소 및 뉴진스 이슈로 급락했다. 이를 저점으로 BTS의 투어 발표까지 지속 우상향을 그릴 것으로 예상하는데, 2026년 예상 P/E 기준 40배 내외인 시가총액 15조원까지 상승을 전망한다.

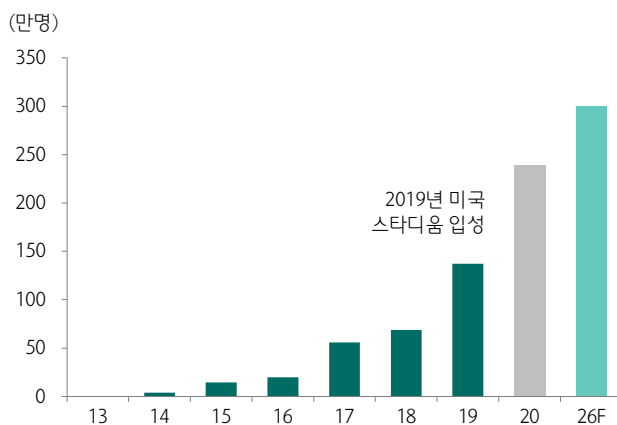
도표 6. BTS의 2025년 완전체 활동을 가정한 실적 및 기업가치 전망

(단위: 십억원)

	24	25F	26F
매출	2,256	2,607	3,551
OP	184	273	459
OPM	8%	10%	13%
목표 P/E			40
연말 기준 예상 시가총액			15

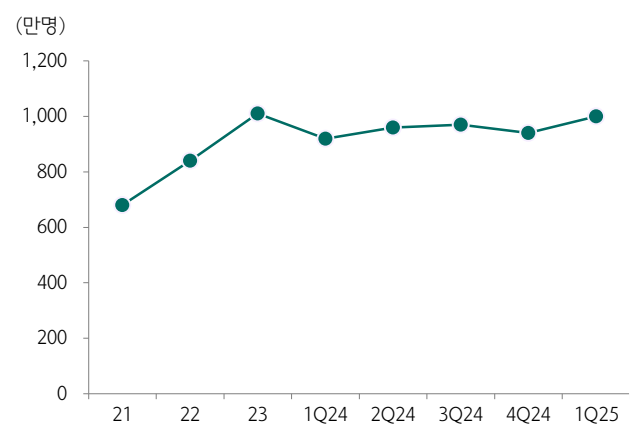
자료: 하나증권

도표 7. BTS 콘서트 관객 수 전망



자료: 하이브, 하나증권

도표 8. 위버스의 MAU 추이: 1Q25 1,000만명 (+6% QoQ)



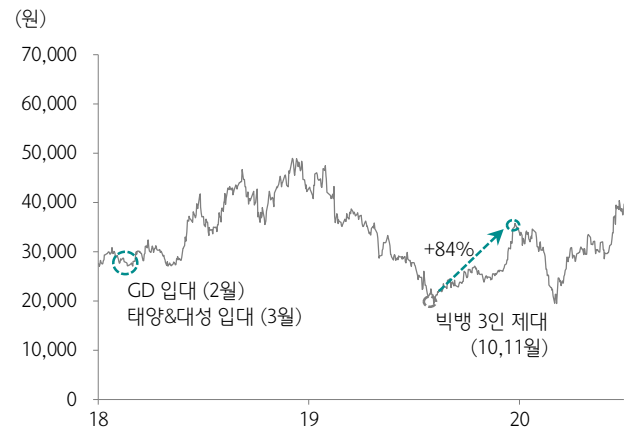
자료: 위버스, 하나증권

도표 9. 동방신기 제대 후 SM 추가 추이



자료: Quantiverse, 하나증권

도표 10. 빅뱅 제대 후 YG 추가 추이

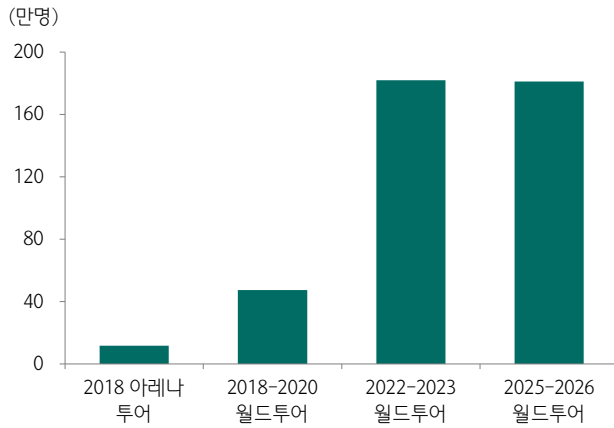


자료: Quantiverse, 하나증권

YG의 블랙핑크도 하반기부터 2년 만에 완전체 투어를 재개한다. 이전 투어가 1년간 66회, 약 180만명의 모객 수를 기록했는데, 이번에는 7개월 간 31회, 약 180만명의 모객 수를 발표했다. 이전 대비 회당 모객 수가 약 2배 수준인데, 추가 발표될 공연까지 감안하면 처음으로 200만명을 상회할 것이다. 또한 주목할 점은 지난 2개 분기에 각각 약 100억원 내외의 실적 서프라이즈를 기록했는데, MD 매출의 호조가 주 원인이었다. 직전 블랙핑크의 월드 투어에서 MD 매출은 인당 약 4만원이었는데, 베이비몬스터가 포함된 최근 2개 분기는 약 7.5만원이다. YG의 MD 전략에 대한 구조적 변화가 나타나고 있는데, 하반기 블랙핑크 월드투어에서도 이를 확인한다면 사상 최대 영업이익에 대한 기대도 높아질 것이다.

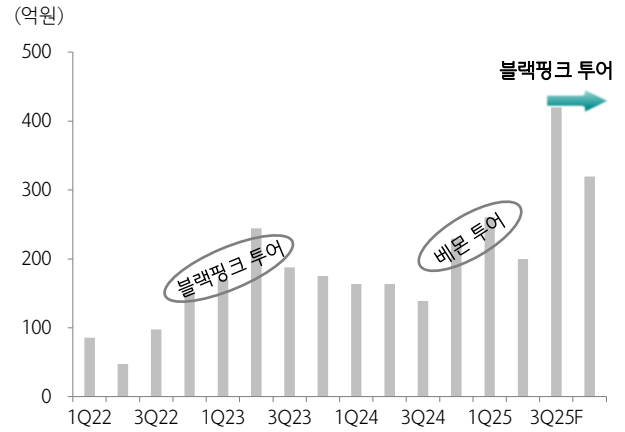
JYP도 2분기부터 스트레이키즈의 역대급 월드 투어가 반영된다. 스트레이키즈는 2024년 연간 약 85만명의 모객 수를 기록했는데, 3월부터 시작된 대규모 북/남미 투어 등이 반영되면서 2분기에만 약 100만명 내외, 연간으로는 200만명 내외가 예상된다. 이에 따라 2분기와 3분기 각각 500억원 내외의 분기 사상 최대 영업이익이 예상되며, 최근 비용적으로 이슈가 되었던 팬덤 플랫폼(FANS) 내 커머스 통합과 하반기 유료 멤버십 출시 등으로 2차 판권이 더욱 강화될 것이다.

도표 11. 블랙핑크 콘서트 관객 수 추이



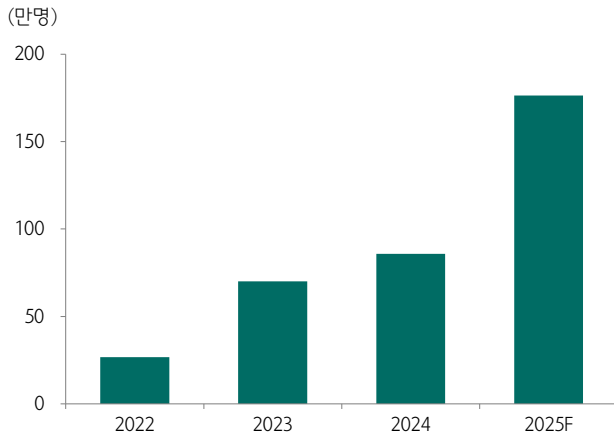
자료: YG, 하나증권

도표 12. YG MD 매출 추이 및 전망



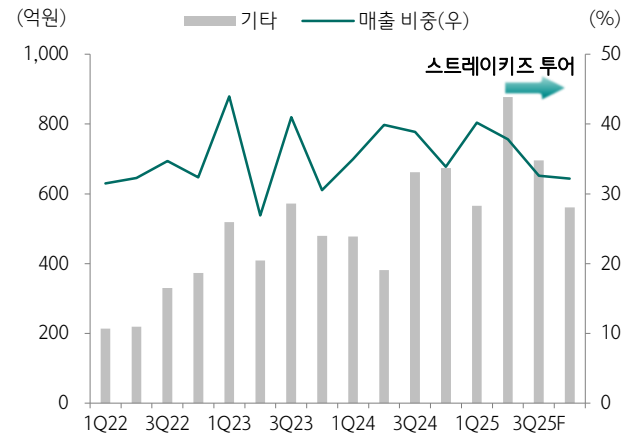
자료: YG, 하나증권

도표 13. 스트레이키즈 콘서트 관객 수 추이



자료: JYP, 하나증권

도표 14. JYP 기타 매출 추이 및 전망

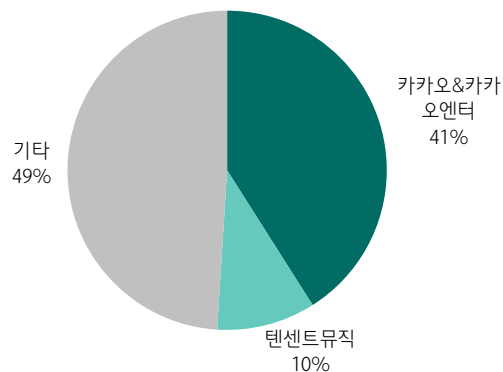


자료: JYP, 하나증권

3) 또 한 번 확대되는 한한령 완화 기대감

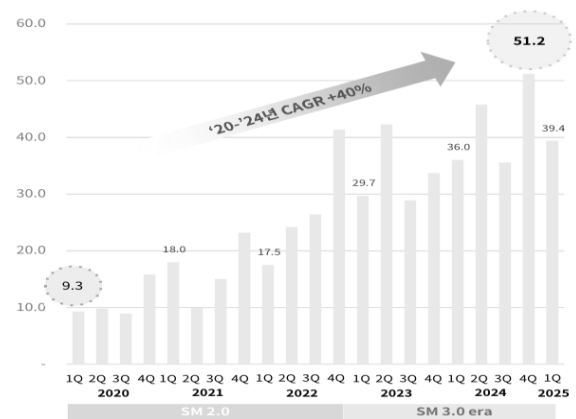
최근 하이브가 보유한 SM 지분 9.66%를 텐센트 뮤직에 전량 매각한 후 SM은 텐센트 뮤직의 현지 아이돌 그룹 공동 제작 등 전방위적 협력을 위한 MOU를 체결했다. 텐센트 뮤직은 이전 실적 컨퍼런스에서 케이팝의 음반/음원과 팝업스토어/전시회 등에 다양한 협업을 하고 있다고 밝혔기에 향후에도 높은 시너지를 기대할 수 밖에 없다. 동시에 2분기부터 연결로 반영되는 디어유의 중국 진출도 앞두고 있는데, 진출 직전 이런 협력이 발표됐다는 점에서 상당히 긍정적이다. SM은 디어유 연결효과와 라이즈/NCT wish/하츠투하츠 등 저연차 아티스트들의 연이은 흥행으로 2024년 대비 영업이익 2배 이상 상승할 것으로 예상된다. 하이브도 최근 중국 법인을 설립하면서 현지 사업에 대한 기대를 확대하고 있다.

도표 15. SM 주주 구성



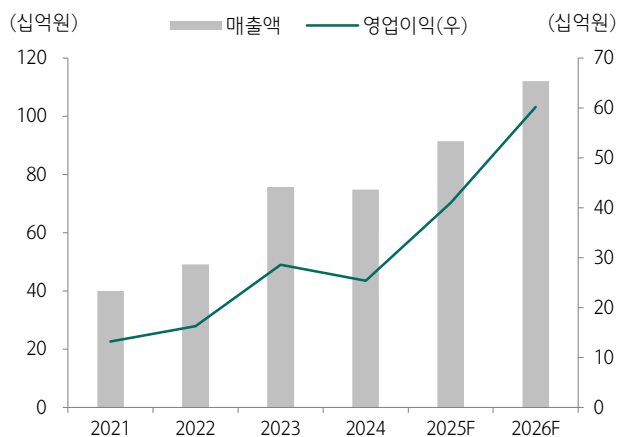
자료: SM, 하나증권

도표 16. SM MD/라이선싱 매출 추이



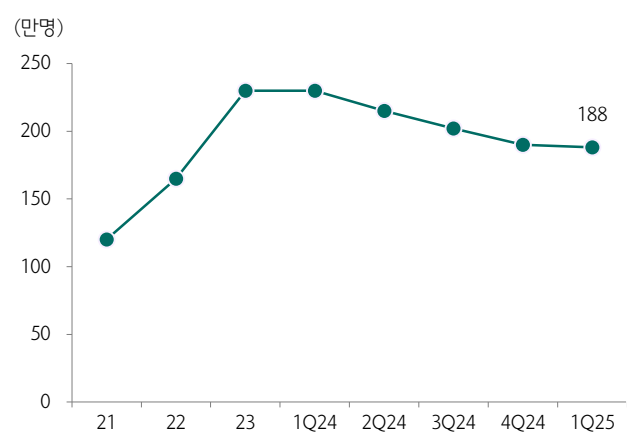
자료: SM, 하나증권

도표 17. 디어유 실적 추이 및 전망(컨센서스)



자료: Quantwise, 하나증권

도표 18. 디어유 가입자 수 추이



자료: SM, 하나증권

과거 한한령 완화 기대감이 반영되던 사례를 보면, 2017년 문재인 전 대통령의 정상회담 및 방중 등으로 기획사 합산 시가총액이 최대 약 40% 상승했다. 2021년 1월에는 시진핑 방한 논의가 보도되고 8월에 양제츠 방한이 추진되면서 당시에 약 40% 상승했다. 이번에도 마찬가지다. 실제로 완화된다면 가파른 이익 개선이 가능할 것이다. BTS/세븐틴/빅뱅/블랙핑크/스트레이키즈 등 회당 5만명 규모 이상의 투어가 가능한 아티스트가 많고, 과거 대비 MD 매출 비중이 상승할 수 밖에 없기 때문이다. 한한령 완화 가정 시 최소 15~35% 내외의 증익이 나타날 것으로 예상된다.

도표 19. 한한령 완화 가정 시 기획사별 2026년 영업이익 전망치 변화

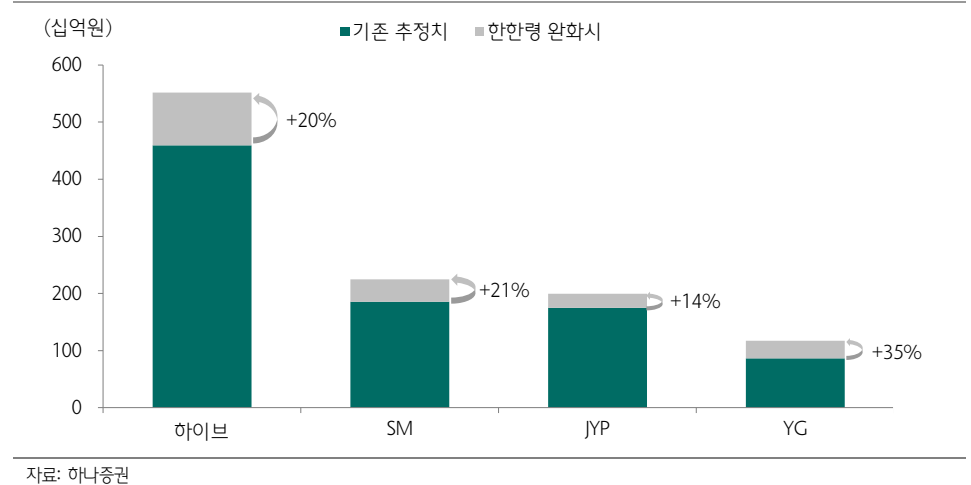


도표 20. '17년 문재인 대통령 방중 전후 기획사 합산 시가총액 추이



도표 21. '20년 양제츠 방한 전후 기획사 합산 시가총액 추이



4) 역대 최대 증익 사이클에 더해질 다양한 모멘텀으로 최선호 섹터로 제시

과거 한한령 완화 시 매번 주가가 상승했는데, 핵심 남자 IP 제대 전후로도 매번 상승했다. 올해는 이 2가지 모멘텀이 동시에 있는 가운데, BTS와 블랙핑크의 완전체로 2024년 대비 향후 2년간 140% 내외의 역대 최대 증익 사이클도 동반한다. 또한, 최근 2개 분기 연속 산업 내 MD 전략의 구조적 변화와 맞물린 실적 써프라이즈도 확인되고 있다. 케이팝에 대한 지속적인 비중확대를 추천하며, 하이브와 SM을 최선호주로 제시하나 YG 역시 매우 높은 상승 잠재력을 보유하고 있다.

도표 22. 하이브 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액	2,178	2,256	2,607	3,551	361	640	528	726	501	716	589	802
음반/음원	970	861	889	968	145	250	214	252	137	269	137	347
콘서트	359	451	626	1,151	44	144	74	189	155	166	155	150
기타 매니지먼트	233	235	278	322	50	54	60	71	61	65	75	76
MD/라이선스	326	420	517	784	61	109	99	151	106	128	134	150
콘텐츠	290	288	297	327	61	84	80	64	41	88	88	80
영업이익	296	184	273	459	14	51	54	65	22	85	59	107
OPM	14%	8%	10%	13%	4%	8%	10%	9%	4%	12%	10%	13%
지배주주순이익	187	9	129	368	17	15	6	(29)	60	56	29	(17)

자료: 하이브, 하나증권

도표 23. SM 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액	961	990	1,118	1,199	220	254	242	274	231	275	300	317
SME	619	663	730	785	136	174	172	180	165	181	196	187
SM Japan	104	93	123	119	33	19	22	20	21	29	27	46
SM C&C	127	110	119	123	24	28	25	33	18	30	31	40
DREAMMAKER	94	36	93	101	13	8	11	5	23	15	29	26
디어유	0	0	63	100	0	0	0	0	0	18	22	23
영업이익	113	87	154	186	16	25	13	34	33	45	46	38
OPM(%)	12%	9%	14%	15%	7%	10%	6%	12%	14%	16%	15%	12%
당기순이익	83	1	334	150	12	8	4	(24)	243	27	38	32

자료: SM, 하나증권

도표 24. JYP 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액	567	602	761	811	137	96	170	199	141	232	213	174
음반/음원	263	217	212	222	47	26	68	76	45	33	68	66
매니지먼트	106	165	279	292	42	31	36	56	40	112	76	52
콘서트	63	104	208	216	29	14	22	38	22	93	59	35
광고	28	34	36	39	8	9	8	9	9	10	9	9
출연료	14	27	34	37	5	8	5	9	9	9	8	8
기타	198	220	270	297	48	38	66	67	57	88	70	56
GPM(%)	47%	43%	40%	40%	44%	35%	49%	39%	37%	39%	43%	41%
영업이익	169	128	165	175	34	9	48	37	20	54	54	37
OPM(%)	30%	21%	22%	22%	25%	10%	28%	19%	14%	23%	25%	21%
당기순이익	105	98	185	137	31	1	39	26	69	39	41	35

자료: JYP, 하나증권

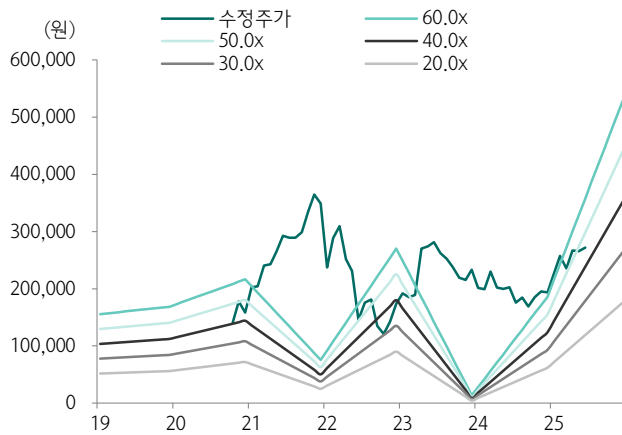
도표 25. YG 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액	569	365	587	641	87	90	84	104	100	101	187	198
음반/음원	197	152	239	269	35	39	31	47	48	39	62	90
앨범/DVD	44	15	50	79	3	5	3	5	6	3	2	39
디지털음원	76	67	69	70	16	18	15	19	16	16	18	19
MD 상품 외	78	70	120	120	16	16	14	23	26	20	42	32
광고	59	35	32	34	11	9	6	8	5	7	10	10
콘서트	111	17	126	121	2	7	3	5	7	9	65	45
로열티	46	25	40	63	11	(1)	11	5	4	11	12	13
출연료	17	17	19	19	3	3	4	7	3	3	5	8
기타	48	40	44	48	8	12	9	11	11	11	11	11
음악서비스	89	79	86	87	17	21	19	21	22	21	22	21
제작	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
GPM(%)	33%	27%	32%	33%	26%	25%	27%	30%	36%	32%	30%	31%
영업이익	87	(21)	72	87	(7)	(11)	(4)	1	10	1	29	32
OPM(%)	15%	-6%	12%	14%	-8%	-12%	-4%	1%	10%	1%	16%	16%
당기순이익	77	20	72	85	0	(0)	(1)	21	10	3	27	32

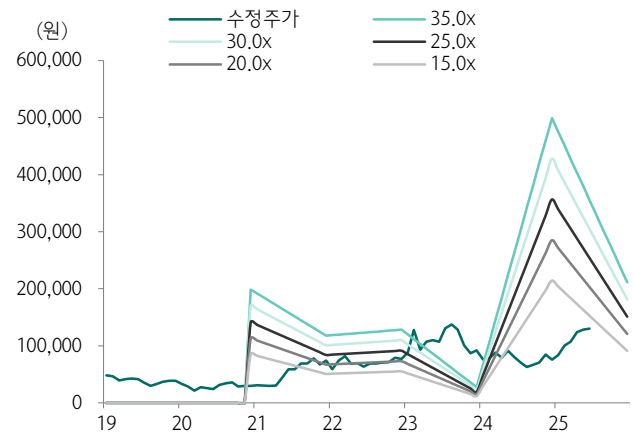
자료: YG, 하나증권

도표 26. 하이브 12MF P/E 밴드 차트



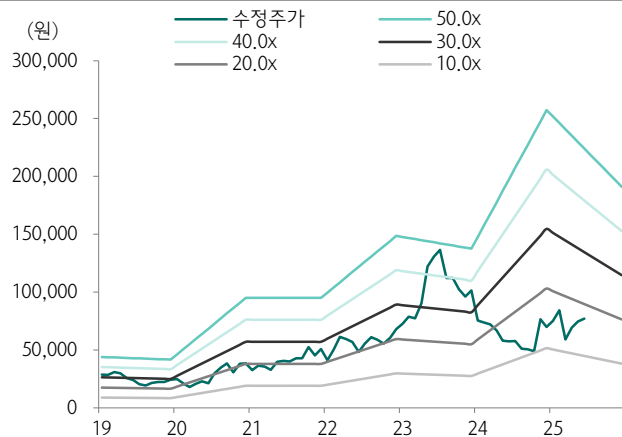
자료: 하나증권

도표 27. SM 12MF P/E 밴드 차트



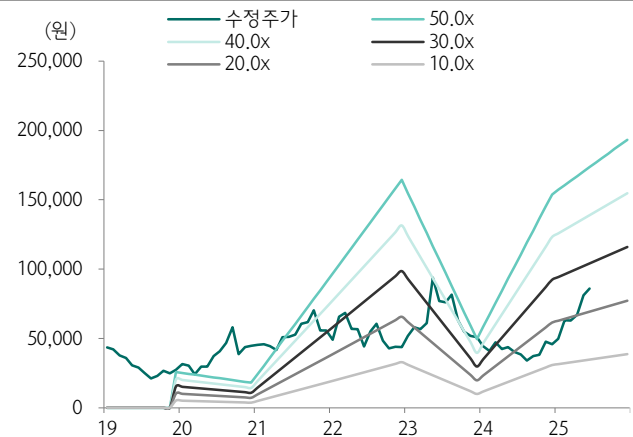
자료: 하나증권

도표 28. JYP 12MF P/E 밴드 차트



자료: 하나증권

도표 29. YG 12MF P/E 밴드 차트



자료: 하나증권

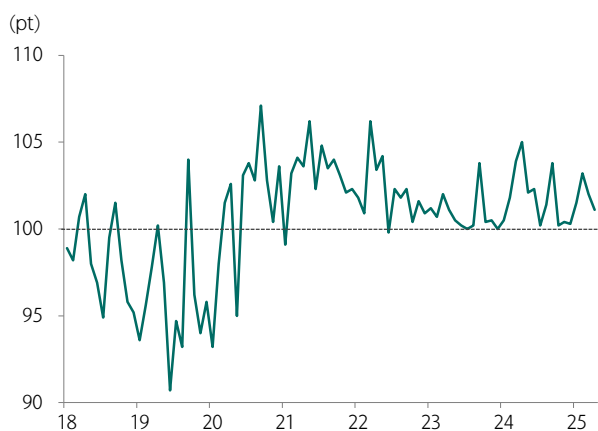
2. 미디어/드라마: 업황의 바닥에서 나오는 기회

1) 1분기 업황의 저점에서 하반기 합병 등 다양한 모멘텀 시작

1분기 광고 시장은 다양한 대내외 이슈로 급격히 위축되었고, 일부 뉴스 채널로 광고가 집중되면서 CJ ENM과 SBS의 TV광고 성장률은 각각 -19%/-13%을 기록했다. 2분기는 1분기 대비 가파르게 회복하고 있으며 하반기에는 새 정부 출범에 따른 내수 부양 기대로 재차 플러스 성장을 할 것으로 예상된다.

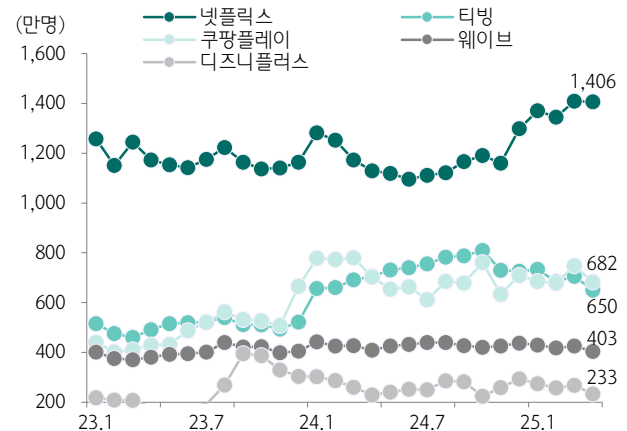
가파른 실적 회복 구간에서 산업 내 구조조정을 포함한 다양한 모멘텀이 하반기에 구체화될 것이다. 가장 중요한 티빙-웨이브 합병은 작년 11월 CJ ENM과 SK스퀘어가 웨이브에 각각 투자를 진행했으며, 최근 임원 겸임 기업결합심사를 신청했다. 합병이 성사될 경우 국내 가입자 수 기준 넷플릭스에 이어 2위를 차지할 것이다. 연내 웨이브 합병과 내년 해외 진출을 통해 2027년까지 가입자 1,500만명(2024년 말 대비 약 3배)을 목표하고 있으며, 하반기 계정 공유 제한도 시작된다. 또한, 한/중 합작 남자 아이돌 오디션 프로그램 <보이즈2플래닛>도 7월에 시작하는데, 워너원/엔하이픈/ZB1 등 동사 제작 남자 아이돌 그룹은 실패한 적이 없다. 이번 시리즈부터는 계약 기간이 기존 2년반에서 5년으로 확대되기에 지속성 있는 수익 기여까지도 가능하다.

도표 30. 지상파TV KAI 추이



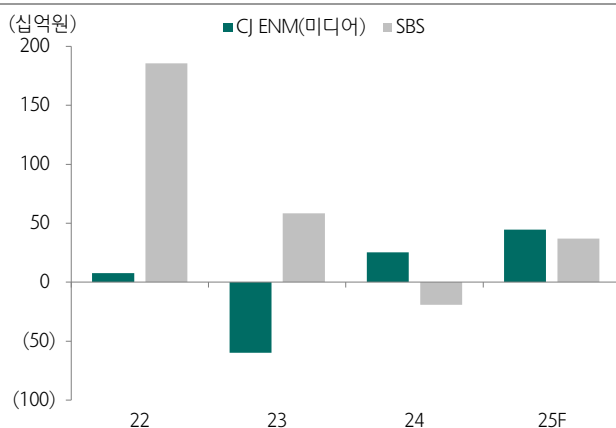
자료: KOBACO, 하나증권

도표 31. 국내 서비스 OTT MAU 추이



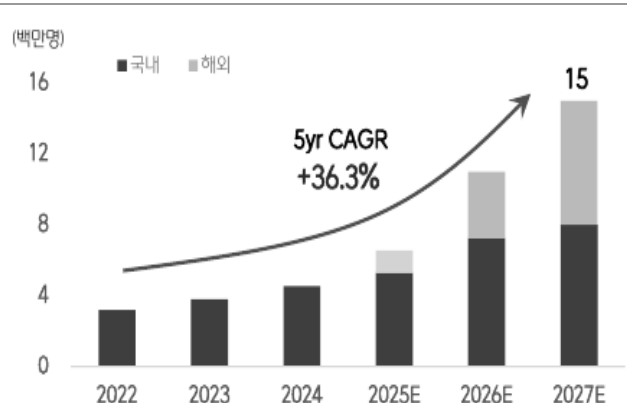
자료: KOBACO, 하나증권

도표 32. CJ ENM(미디어) & SBS 영업이익 추이



자료: 각 사, 하나증권

도표 33. 티빙 가입자 수 목표



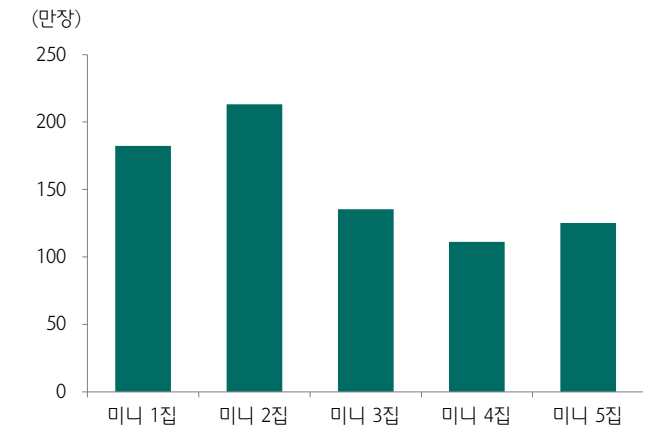
자료: CJ ENM, 하나증권

도표 34. 오디션 출신 아이돌 계약 기간

아티스트	데뷔 시기	활동 종료	계약기간	데뷔 프로그램
I.O.I	16.5	17.1	9개월	프로듀스 101
워너원	17.8	19.1	1년 5개월	프로듀스 101
아이즈원	18.8	21.4	2년 6개월	프로듀스 48
Kep1er*	22.1	24.7	2년 6개월	걸스플래닛999
ZB1	23.7	26.1	2년 6개월	보이즈플래닛
보이즈2플래닛	2025년	2030년	5년	보이즈2플래닛

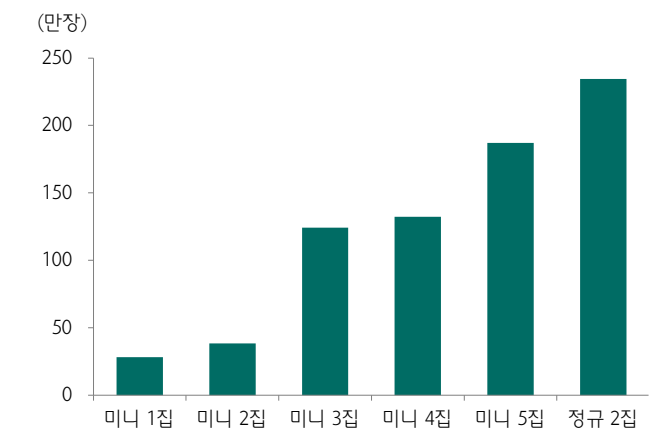
*9명 중 7명 재계약 및 7인조로 재편, 현재 활동 중
자료: 언론, 하나증권

도표 35. 제로베이스원 앨범 초동 판매량 추이



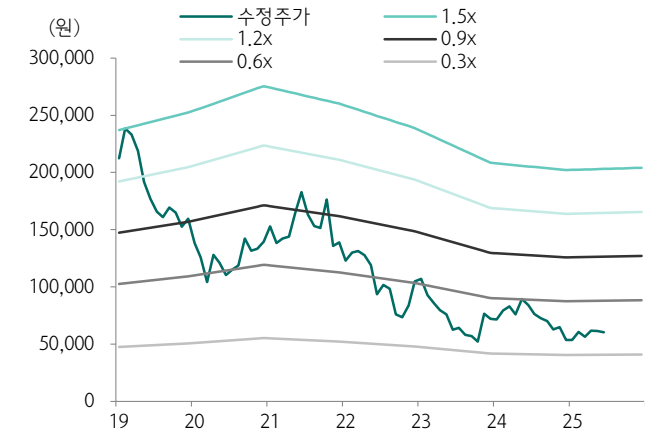
자료: 서울차트, 하나증권

도표 36. 엔하이픈 앨범 초동 판매량 추이



자료: 서울차트, 하나증권

도표 37. CJ ENM 12MF P/B 밴드 차트



자료: 하나증권

도표 38. CJ ENM 실적 추정

(단위: 십억원)

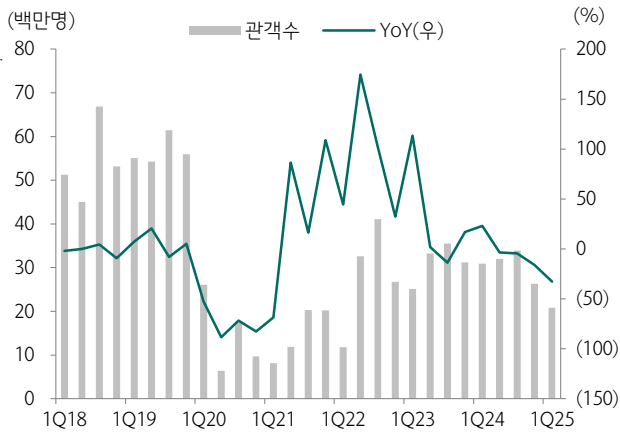
	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액	4,368	5,231	5,406	5,661	1,154	1,165	1,125	1,788	1,138	1,208	1,188	1,872
1. 미디어플랫폼	1,262	1,373	1,392	1,447	314	353	356	350	293	336	374	390
2. 커머스	1,338	1,451	1,510	1,538	348	372	334	398	362	387	345	415
3. 영화/드라마	1,092	1,705	1,720	1,831	366	288	252	799	316	321	271	812
4. 음악	676	702	783	845	126	152	183	241	167	164	198	254
영업이익	(15)	104	151	236	12	35	16	41	1	36	36	79
OPM	0%	2%	3%	4%	1%	3%	1%	2%	0%	3%	3%	4%
1. 미디어플랫폼	(60)	25	45	65	(3)	16	11	2	(6)	12	14	24
2. 커머스	69	83	88	92	26	27	9	20	26	28	10	24
3. 영화/드라마	(97)	(41)	(12)	27	(18)	(18)	(6)	1	(23)	(11)	8	14
4. 음악	71	31	35	55	5	5	2	19	3	8	4	20
당기순이익	(397)	(581)	(108)	34	(35)	10	(531)	(25)	(82)	4	(35)	6

주: 2023년 1분기부터 사업부문 재분류. 자료: 하나증권

2) 롯데컬처웍스-메가박스 합병 MOU 체결

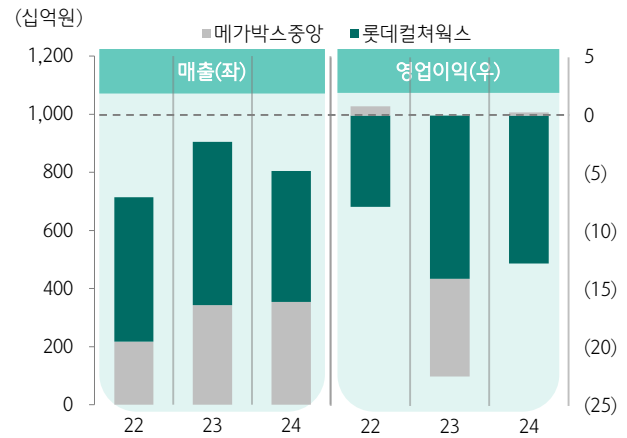
지난 5월 극장 2,3위 사업자인 롯데시네마와 메가박스의 합병 MOU가 체결되었다. 영화 관객 수는 코로나 이전 연간 약 2.2억명에서 코로나 이후 1.2억명까지 감소했으며, 1분기에는 2,000만명 수준까지 재차 하락하면서 국내에서만 운영하는 메가박스의 수익성 개선은 쉽지 않은 상황이다. 양사가 공동 출자 및 합작법인을 설립하는 방식으로 진행될 것으로 보이는데, 중복 투자 제거, 해외 진출 확대, 재무 건전성 제고 다양한 시너지가 예상된다. 합병 시 존속법인은 콘텐츠리중앙 보다는 외부 투자자 혹은 롯데쇼핑이 될 것으로 예상되며, 극장(및 플레이타임)이 연결에서 제외 시 순수 드라마 제작자로서의 가치가 부각될 것이다. 연간 드라마 제작 부문 영업이익은 150~200억원 내외로 예상된다. 합병이 마무리 된다면 현재 시가총액(약 2,000억원) 수준에서는 저평가 매력이 크게 부각될 것이다.

도표 39. 분기별 영화관 관객 수 추이



자료: KOBIS, 하나증권

도표 40. 메가박스&롯데컬처웍스 실적 추이



자료: 각 사, 하나증권

도표 41. 콘텐츠리중앙 실적 추정

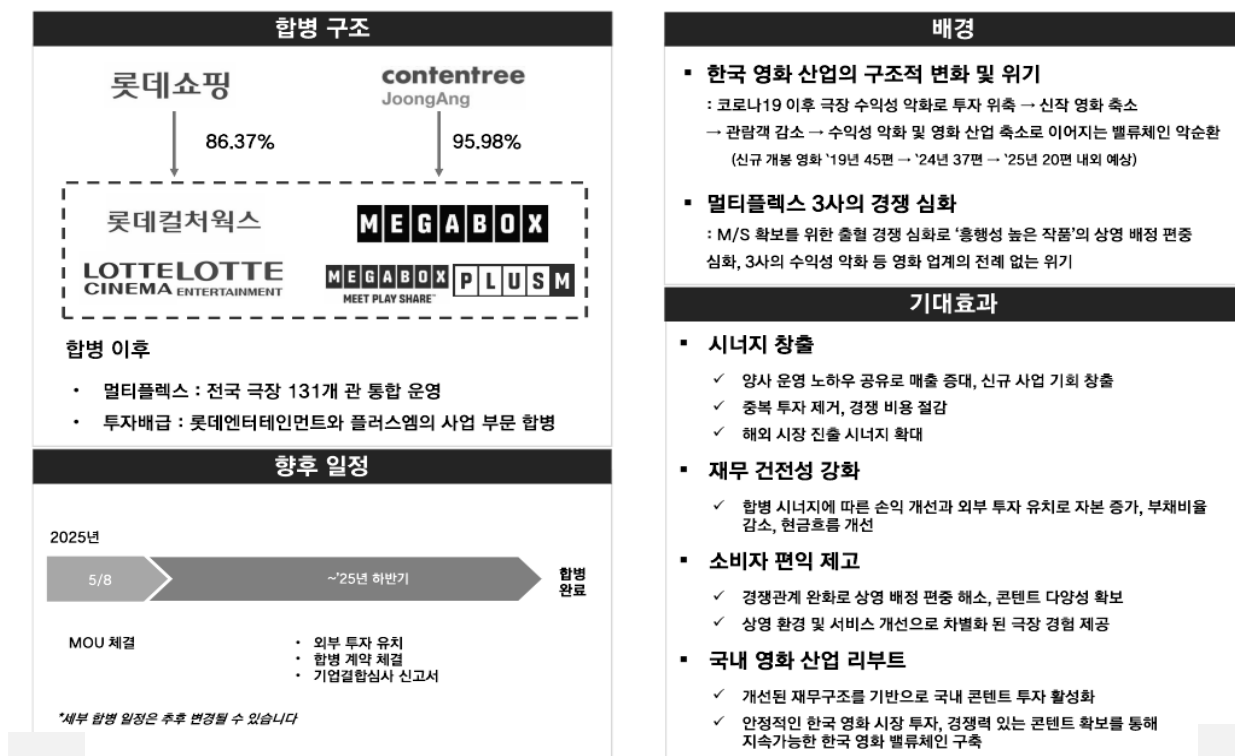
(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액	993	879	1,078	1,104	221	227	228	203	225	314	291	248
SLL	569	470	709	718	103	127	125	115	140	223	188	158
극장	310	292	253	266	85	71	75	60	45	67	76	64
플레이타임	64	64	63	65	19	14	17	14	16	14	17	16
영업이익	(68)	(47)	(8)	0	(10)	(7)	(13)	(18)	(12)	11	6	(13)
SLL	(52)	(31)	7	15	(10)	(5)	(14)	(2)	(4)	13	3	(4)
극장	(18)	(15)	(20)	(21)	(1)	0	1	(15)	(10)	(3)	2	(9)
플레이타임	7	3	5	6	2	(0)	2	(1)	1	1	1	1
OPM (%)	(7)	(5)	(1)	0	(5)	(3)	(6)	(9)	(5)	3	2	(5)
당기순이익	(167)	(92)	(43)	(34)	(30)	(26)	(34)	(2)	(37)	(1)	(8)	3

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

자료: 콘텐츠리중앙, 하나증권

도표 42. 메가박스 - 롯데컬처웍스 합병 MOU 체결 상세



자료: 콘텐트리중앙, 하나증권

3) 1분기부터 증명된 SBS의 넷플릭스향 가파른 매출 증가

2024년 넷플릭스와 향후 6년 간 전략적 파트너십이 시작된 SBS는 1분기 광고가 역대 최저였음에도 불구하고 넷플릭스와 웨이브향 매출이 반영되는 온라인 수익에서 100억원 내외의 증익이 나타나면서 이익은 오히려 상당히 개선되었다. 하반기부터는 넷플릭스향 글로벌 판권 매출도 시작될 것인데 연간으로 보면 디즈니 3편, 넷플릭스 2편 포함 6편 중 하반기에만 5편이 반영된다. 2026년에는 디즈니 3편, 넷플릭스 5~6편 정도 판매된다고 가정할 때 편성과 판매 모두 가파른 확대가 나타날 것이며, 편성 확대에 따른 광고 매출 상승 등 선순환이 시작될 것이다. 하반기 분기 200억원의 영업이익이 가능하다면 2026년 전망은 600억원 이상으로 상향될 가능성이 높다.

도표 43. SBS 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출	997	1,047	931	986	210	275	331	231	206	236	230	259
별도	867	768	703	733	161	192	247	168	147	171	178	206
광고	365	311	303	321	61	83	75	92	56	72	79	97
사업	501	457	399	412	100	108	172	76	91	99	100	110
기타	130	278	228	253	48	83	84	63	59	65	52	53
영업이익(손실)	58	(19)	37	54	(12)	10	(25)	9	(7)	4	18	21
별도	35	(26)	32	42	(15)	5	(25)	9	(4)	4	14	18
기타	24	7	5	12	3	4	0	(0)	(3)	1	4	4
지배주주손익	46	34	38	53	13	5	(22)	37	(7)	6	16	23

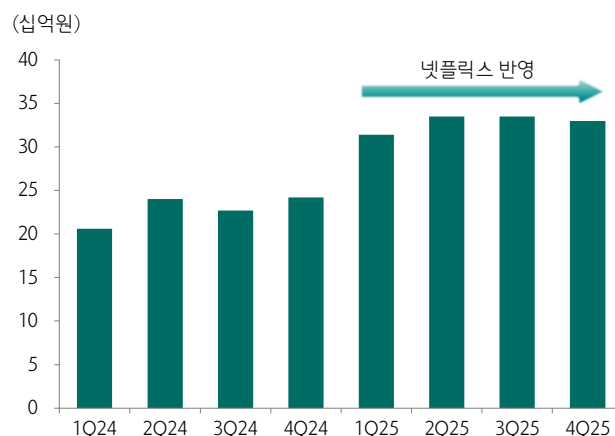
자료: SBS, 하나증권

도표 44. 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 45. SBS 분기별 온라인 수익 추이 및 전망



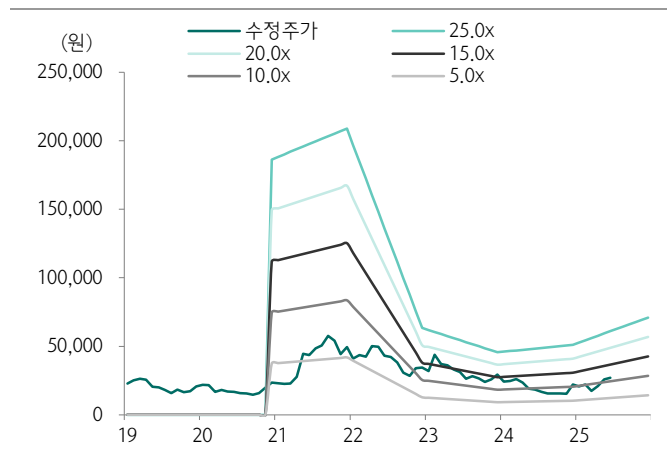
자료: SBS, 하나증권

도표 46. SBS 2025년 드라마 라인업

채널	방영	제목	출연진	회차
SBS	금토	1Q25	나의 완벽한 비서	14
			보물섬	17
		2Q25	귀공	16
			우리 영화	12
		3Q25	TRY: 우리는 기적이 된다	12
			사마귀	8
		4Q25	우주메리미	12
			모범택시3	14
	월화	3Q25	키스는 괜히 해서	14
OTT	넷플릭스	2025	당신이 죽었다	8

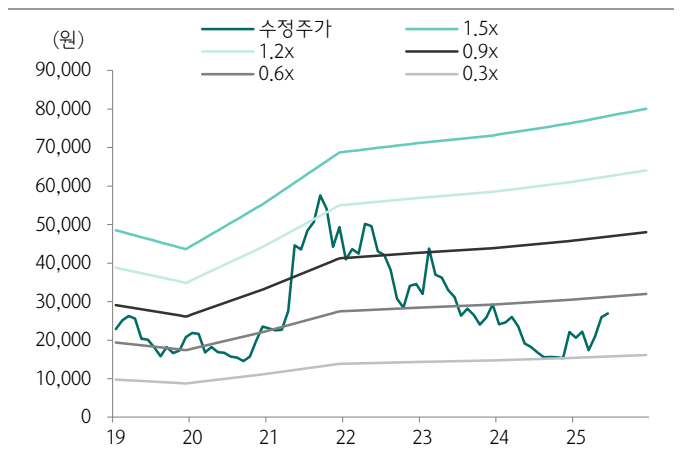
자료: SBS, 하나증권

도표 47. SBS 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나증권

도표 48. SBS 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나증권

4) 한한령 완화 시 가파른 중국향 매출 확대 기대

한한령 이후 2022년 <사임당>을 시작으로 약 1년간 18편의 한국 구작 드라마가 중국에서 방영되면서 한한령 완화에 대한 기대감이 높아졌지만, 2023년 3월 이후로는 재차 중단된 상황이다. 한한령 완화 시 구작 판매 및 동시 방영을 통한 리쿱을 상승을 기대할 수 있다. 구작의 경우 작품마다 다르지만 4~5편의 패키지 기준 약 20~30억원 수준으로 추정된다. 동시 방영의 경우 광전총국의 사전심의를 반드시 거쳐야 하는 만큼 제작과 심의까지 최소 1년 이상 의 시일이 소요된다. 대규모 자본이 선제작 형태로 들어가야 하기에 한류 스타의 출연이 전제되어야 하고 현 시점에서는 최소 제작비 400억원 이상이 투입될 것이다. 제작비 400억원에 50%의 중국향 리쿱을 가정하면 편당 약 200억원이고, 1년에 2편 정도 할 수 있다면 약 400억원 내외의 증익도 가능할 것이다. 1위 드라마 제작사인 스튜디오드래곤의 연간 영업이익 잠재력이 5~600억원 정도임을 감안할 때 연간 1,000억원까지 전망치가 상향될 수 있으며, 시가총액 기준으로는 약 2.5~3.0조원 수준까지 상승 가능하다.

한한령 완화 시 기획사가 상반기에 어느 정도의 저평가를 해소한 만큼 미디어/드라마 섹터에 대한 관심이 높아질 것이다. 섹터 내 최선호주는 SBS이며, 한한령 완화 시 스튜디오드래곤의 베타가 가장 높다. 하반기 합병이 기대대로 진행된다면 CJ ENM이나 콘텐츠리중앙의 주가 역시 긍정적으로 작용할 것이다.

도표 49. 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 의사'생활 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 의사'생활 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

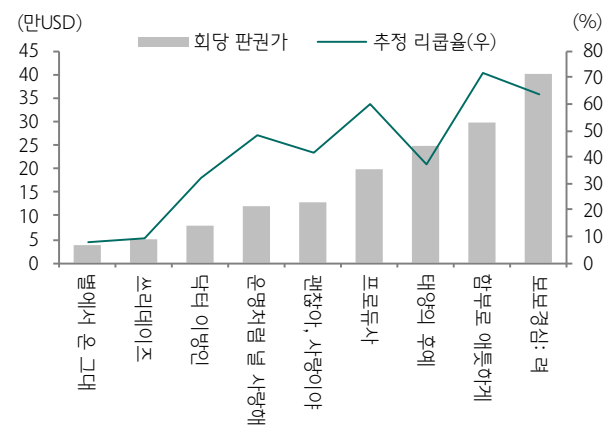
자료: 언론, 하나증권

도표 51. 스튜디오드래곤 주가 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 52. 중국향 수출 드라마 회당 판권가



자료: 언론, 하나증권

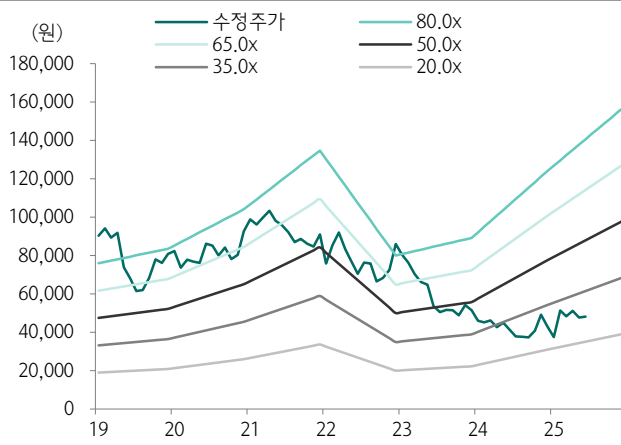
도표 50. 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액	753	550	590	650	192	137	90	131	134	132	176	149
편성	154	127	107	119	47	31	22	28	33	20	30	24
판매	589	406	467	514	141	102	64	98	98	108	142	120
기타	10	16	16	16	3	4	4	5	2	4	5	5
매출총이익	88	68	81	97	29	18	6	15	11	13	29	28
GPM	12%	12%	14%	15%	15%	13%	7%	12%	9%	10%	16%	19%
영업이익	56	36	48	62	22	10	(1)	5	4	5	21	18
OPM	7%	7%	8%	9%	11%	8%	-1%	4%	3%	4%	12%	12%
순이익	30	33	47	59	20	8	(6)	11	2	4	19	21

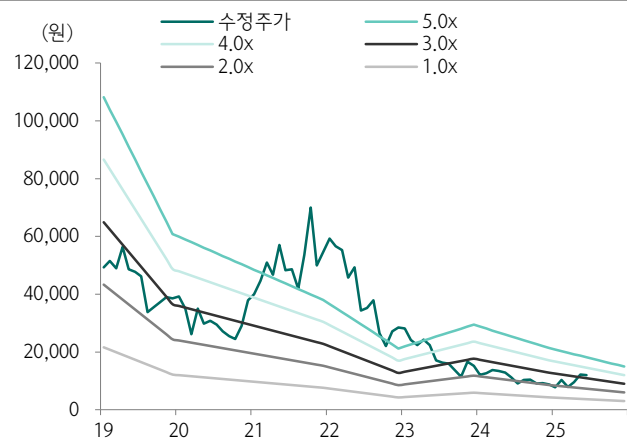
자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 53. 스튜디오드래곤 12MF P/E 밴드차트



자료: 하나증권

도표 54. 콘텐츠리중앙 12MF P/B 밴드차트



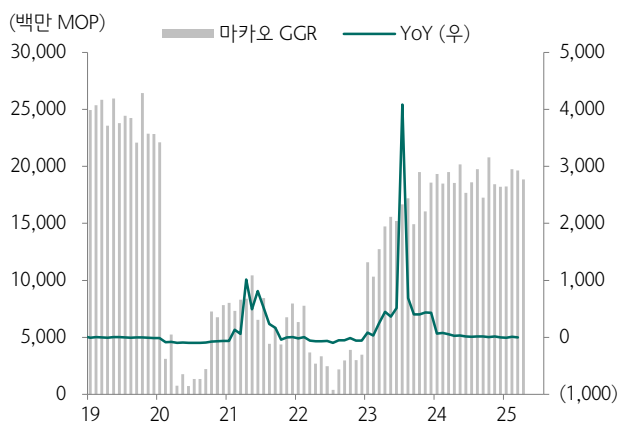
자료: 하나증권

3. 카지노: 실적과 밸류에이션의 동반 상승 구간

1) 마카오와 차별화 될 외국인 카지노

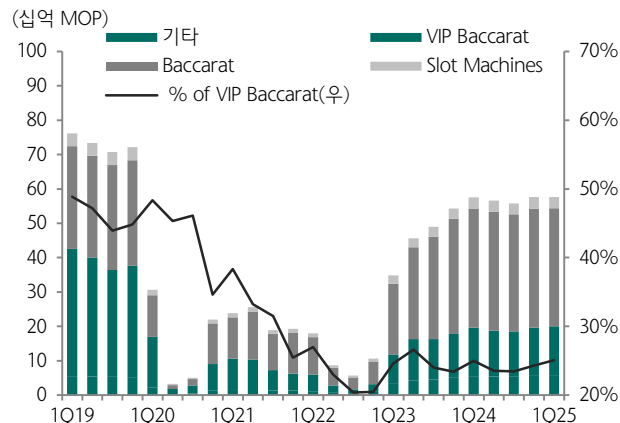
마카오 카지노 주가는 작년 하반기 중국 경기 부양 의지 표명으로 잠시 반등하였으나, 중국 정부의 비-카지노 매출 비중 확대 의지가 재확인되면서 부진한 흐름이 이어지면서 연초 대비 약 5% 하락했다. 2028년에는 게임보다 비 카지노 매출액 비중이 더 높아지는 상당히 공격적인 목표치를 가지고 있다. 매출 중 VIP 비중 역시 25% 내외로 하락 안정화 되면서 마카오 카지노 업체들의 P/E 밸류에이션은 10x 초반에 고착화되고 있다.

도표 55. 마카오 월별 GGR 추이: 5월 약 3.6조원 (YoY +5%)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 56. 마카오 부문별 GGR 추이: 1Q25 VIP 비중 25%



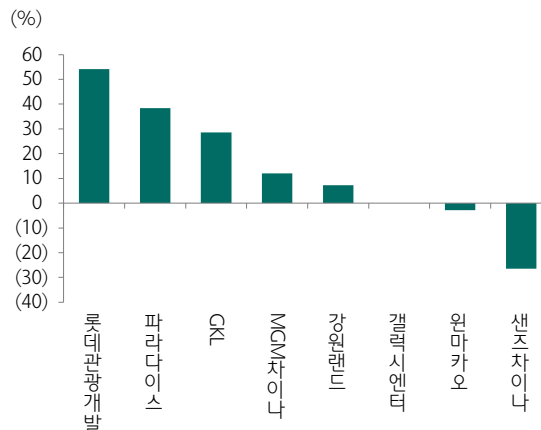
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 57. 마카오 인덱스 주가 추이 (YTD -5%)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 58. 주요 카지노 업체 YTD 주가 수익률: 평균 +14%

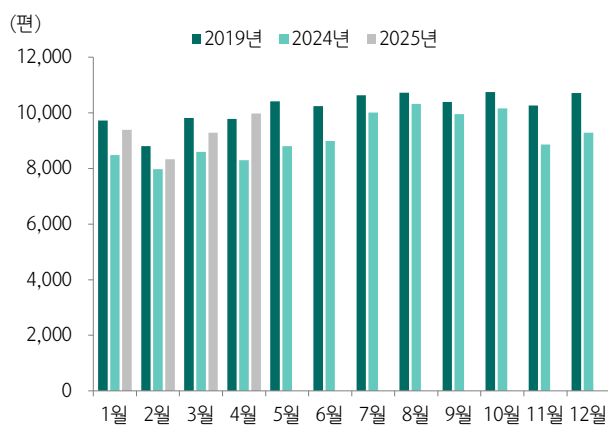


자료: Bloomberg, 하나증권

국내 외인 카지노 3사는 1분기 동반 실적 서프라이즈를 달성했다. 파라다이스는 파라다이스 시티의 원더박스 관련 감가상각비 약 80억원이 감소하면서 구조적으로 증가했는데, 최근 호텔 업황의 호황으로 동사의 장충동 호텔 부지 개발에 대해センチ먼트도 긍정적으로 바뀌고 있으며, 금리 하락으로 이자 비용 상승도 억제되고 있다. 롯데관광개발은 1분기 비수기부터 방문객 수가 월 4만명을 넘어서는 등 방문객 수 및 드랍액 모두 사상 최대가 이어지면서 연간 이익 전망을 약 810억원으로 15% 상향했는데, 5월에는 카지노 매출액 첫 400억원도 돌파했다.

1분기 실적이 가파르게 반등하는 가운데, 하반기 중국인 단체 관광 무비자 정책을 앞두고 있다. 실적과 밸류에이션이 동반 상승하는 구간이 될 수 있다. 이미 한중 운항편수는 2019년 4월 대비 +102%로 회복된 상황에서, 6개 분기 연속 정체되어 있는 파라다이스의 중국인 VIP 드랍액이 박스권 돌파한다면 P/E 20배 내외까지 가파르게 상승할 수 있을 것이다. 외국인 카지노 3사 중 최소 1개에 대한 투자를 추천한다.

도표 59. 한중 운항 편수 - 2019년 4월 대비 +102%



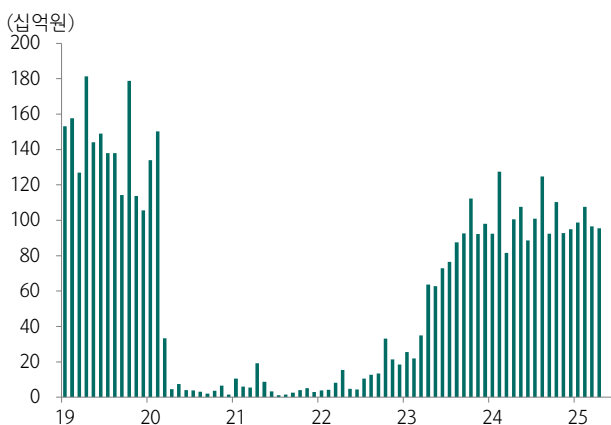
자료: 항공포탈, 하나증권

도표 60. 중국인 입국 수 추이



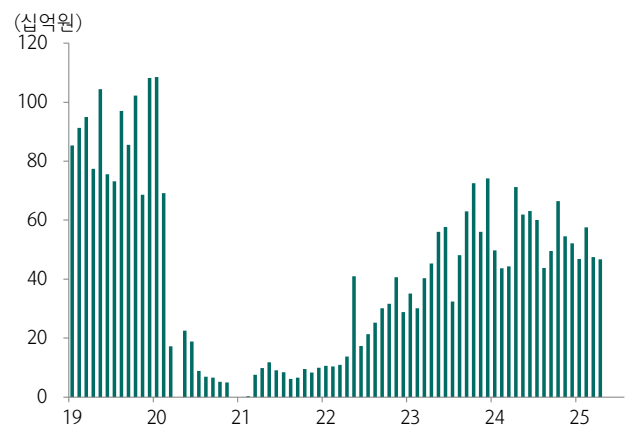
자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 61. 파라다이스 중국인 VIP 드랍액: 19년 4월 대비 53% 회복



자료: 파라다이스, 하나증권

도표 62. GKL 중국인 VIP 드랍액: 19년 4월 대비 60% 회복



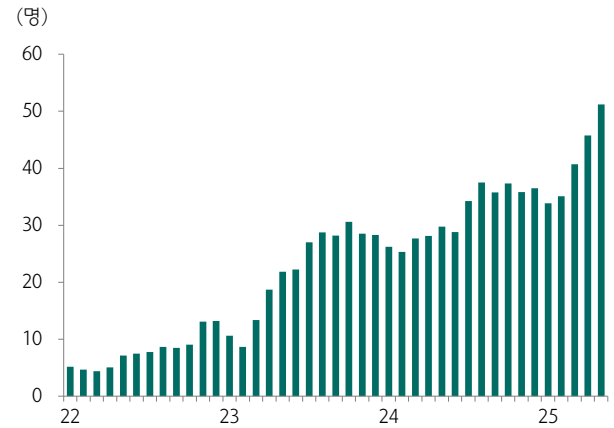
자료: GKL, 하나증권

도표 63. 제주도 국제선 월별 운항 편수 추이



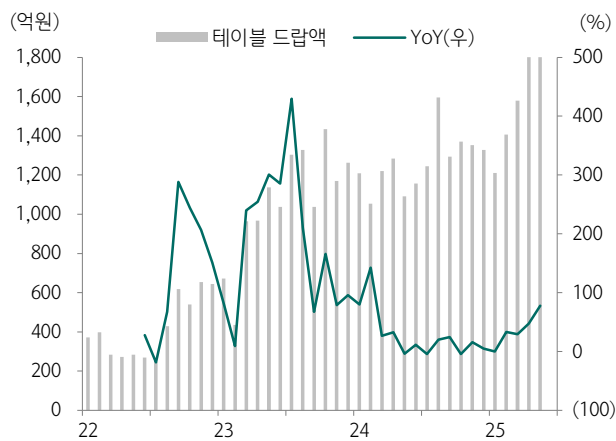
자료: 한국공항공사, 하나증권

도표 64. 롯데관광개발 카지노 방문객 수 추이



자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 65. 제주드림타워 카지노 월별 드랍액 추이



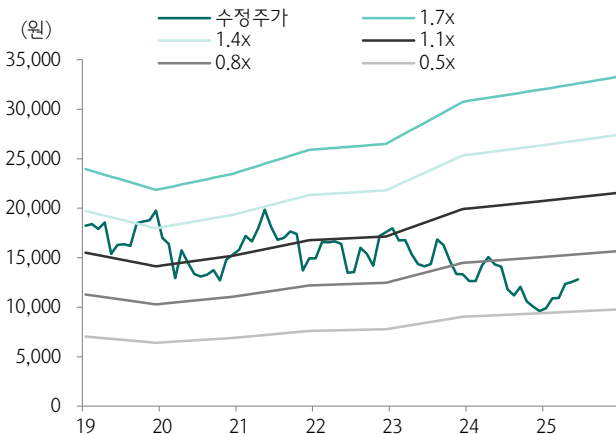
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 66. 주요 마카오 카지노 업체 밸류에이션 및 실적 (단위: 백만HKD)

종목	PER		PBR	
	25F	26F	25F	26F
강원랜드	10.6	10.5	0.9	0.9
파라다이스	15.1	14.4	0.7	0.6
CKL	21.8	20.9	2.0	1.9
갤럭시엔터	14.5	13.4	1.8	1.7
MGM차이나	9.7	9.0	14.0	7.7
샌즈차이나	15.0	12.3	8.9	6.7
원마카오	10.9	9.2	N/A	N/A
	매출액		영업이익	
	25F	26F	25F	26F
갤럭시엔터	45,847	49,016	9,484	10,242
MGM차이나	31,307	32,553	5,898	6,093
샌즈차이나	7,300	7,819	1,408	1,615
원마카오	28,150	29,321	4,800	5,203

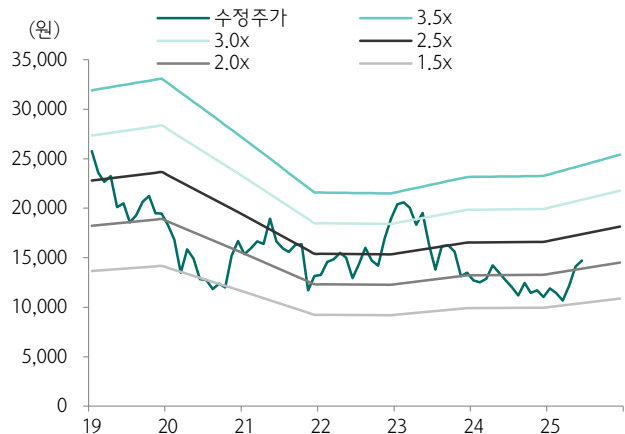
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 67. 파라다이스 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나증권

도표 68. GKL 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나증권

도표 69. 파라다이스 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
드랍액	6,173	6,868	7,306	7,756	1,730	1,704	1,773	1,662	1,694	1,824	1,899	1,888
홀드율	11.3%	11.2%	11.4%	11.4%	11.1%	11.9%	10.2%	11.6%	12.4%	11.1%	11.1%	11.1%
매출액	994	1,072	1,156	1,227	265	273	268	266	283	282	300	290
카지노	415	403	434	455	102	112	84	104	116	103	106	109
호텔	114	112	111	112	26	28	30	29	24	28	30	29
기타	16	18	19	20	4	2	8	4	4	2	8	4
복합리조트	449	539	591	639	132	131	147	129	139	149	155	148
영업이익	146	136	171	182	48	32	36	19	57	33	56	25
OPM	15%	13%	15%	15%	18%	12%	13%	7%	20%	12%	19%	9%
당기순이익	80	111	115	121	37	18	20	36	43	20	36	16
지배주주순이익	66	76	92	97	26	15	10	25	31	16	29	16

자료: 파라다이스, 하나증권

도표 70. GKL 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
드랍액	3,394	3,648	3,709	3,967	916	941	912	879	827	920	977	986
홀드율	11.6%	10.7%	12.0%	11.9%	10.2%	10.5%	10.4%	12.1%	13.1%	12.0%	11.6%	11.7%
매출액	397	396	452	476	98	99	94	106	110	111	114	117
영업이익	51	38	71	77	14	13	6	5	20	21	19	11
OPM	13%	10%	16%	16%	14%	13%	6%	5%	18%	19%	17%	9%
당기순이익	44	33	60	66	10	11	6	5	16	17	16	10

자료: GKL, 하나증권

도표 71. 롯데관광개발 실적 테이블

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
드랍액	1,445	1,726	2,171	2,465	385	410	476	456	482	559	530	600
홀드율	10.6%	17.1%	16.7%	16.5%	18.2%	16.2%	17.7%	16.2%	17.5%	16.0%	16.8%	16.6%
매출액	314	471	546	597	106	116	139	110	122	140	146	138
여행	61	84	91	94	18	25	27	15	22	25	28	16
호텔	93	86	86	90	17	23	26	19	14	23	27	22
카지노	152	295	363	407	70	66	84	74	85	90	89	99
기타	7	7	7	7	1	2	2	2	1	2	2	2
영업이익	(61)	39	81	102	9	6	22	2	13	21	24	24
OPM(%)	(19)	8	15	17	8	5	16	2	11	15	16	17
당기순이익	(202)	(117)			(38)	(3)	(29)	(47)	(24)			

자료: 롯데관광개발, 하나증권

2) 강원랜드의 중장기적 경쟁력은 강화되는 중

강원랜드는 2030년 오사카 복합리조트 완공에 대해 글로벌 복합리조트의 도약을 목표로 하고 있다. 최근 발표된 'K-HIT 프로젝트'의 중간 보고에는 세계적 랜드마크 시설 도입, 경쟁력 갖춘 웰니스 리조트 조성, 그리고 종합 레저/스포츠파크 조성 등 3가지 전략을 발표했으며, 중심 공간에는 100m가 넘는 그랜드 돔 건설 계획도 밝혔다. 비 카지노 매출 비중을 2024년 13%에서 2032년까지 30%까지 확대하는 것을 목표로 하고 있으며, 서울에서의 접근성을 개선하기 위한 제천-영월-삼척 고속도로 건설도 예비타당성 조사를 통과했는데 2035년 개통 목표이다.

오릭스와 MGM 리조트가 공동으로 추진하는 오사카 복합리조트는 일본 최초의 대규모 엔터테인먼트 및 카지노 복합단지다. 총 투자 규모는 1조 3천억엔(약 13조원)이며 470대의 테이블 게임과 6,400대 슬롯머신을 보유한 카지노가 될 것이다. 연간 5천억엔 이상의 매출(중 카지노 약 80%)을 내부적으로 기대하고 있다.

도표 72. 강원랜드 카지노 규제 완화 주요 내용 (업데이트)

	기존	향후
카지노 일반영업장 면적 변경	1만4512.68㎡	2만260.68㎡ (5748㎡ 증가)
카지노 게임기구 대수 변경	총 게임기구 대수 1,560대 - 테이블 200대 - 머신 1,360대	총 게임기구 대수 1,860대 - 테이블 250대 (50대 증가) - 머신 1,610대 (250대 증가)
외국인 전용존 이용대상 변경	외국인(시민권자)	외국인(시민권자) 및 영주권자
외국인 전용존 베팅한도 변경	최대 30만원	최대 3억원

자료: DART, 하나증권

도표 73. 강원랜드-오사카 IR 비교

	강원랜드	오사카 IR
총 투자 금액	2.5조원	1.3조엔(약 13조원)
영업장 면적	기존 약 1.5만㎡ (확장 시 ≈2만㎡)	부지 약 49만㎡, 연면적 약 77만㎡ (카지노 면적은 전체 IR의 3% 이하)
게임 기구 수	테이블 약 250대/슬롯머신 1,610대	테이블 470대/슬롯머신 6,400대
연간 방문객 목표	약 50만명(현재 대비 2배)	약 2,000만명
주요 규제사항	내국인 입장세 9,000원 출입 횟수 월 최대 15회	내국인 입장료 6,000엔 출입 횟수 주3회/월 10회

자료: 언론, 하나증권

도표 74. 강원랜드 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
드랍액	5,722	5,595	5,890	6,038	1,380	1,347	1,499	1,370	1,455	1,414	1,544	1,476
홀드올	23.1%	24.2%	24.2%	24.2%	25.1%	24.6%	23.6%	24.3%	23.7%	24.3%	24.3%	24.5%
매출액	1,389	1,427	1,465	1,496	368	338	376	345	366	343	393	363
Casino	1,206	1,245	1,290	1,322	316	305	320	303	317	311	340	322
Non-Casino	183	182	176	174	52	33	56	42	49	32	53	40
영업이익	282	286	302	310	76	74	93	43	74	72	96	59
OPM	20%	20%	21%	21%	21%	22%	25%	12%	20%	21%	24%	16%
당기순이익	341	457	334	348	93	160	91	113	75	84	104	72

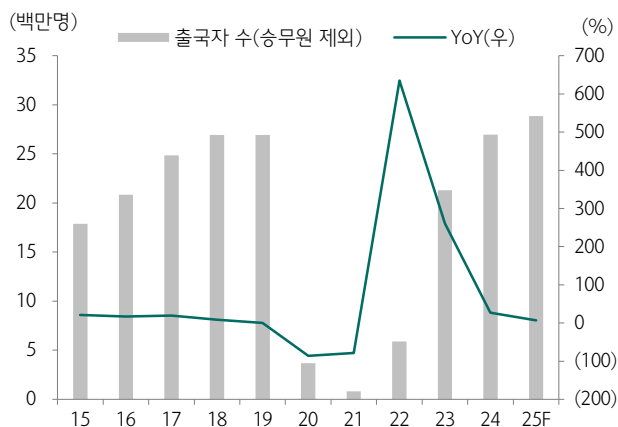
자료: 강원랜드, 하나증권

4. 여행: 하반기 내수 회복과 황금연휴 기대

연말 항공 사고를 포함한 대내외 변수로 패키지 여행 수요가 가파르게 위축되면서 2월부터 10~20% 수준의 역성장이 이어지고 있다. 하나투어는 낮은 컨센서스 수준에 부합했는데, 1분기 해외 패키지 송출객 수는 전년 및 전분기 대비 4% 감소했다. 다만, 중국은 무비자 효과로 1분기 송출객 수가 61% (YoY) 증가하는 등 고성장이 시작되고 있다. 모두투어는 패키지 수가 24% 감소했음에도 불구하고 하드블럭을 보수적으로 집행하면서 1회성 재고자산평가 손실까지 감소해 79억원(+38%)의 깜짝 실적을 기록했다.

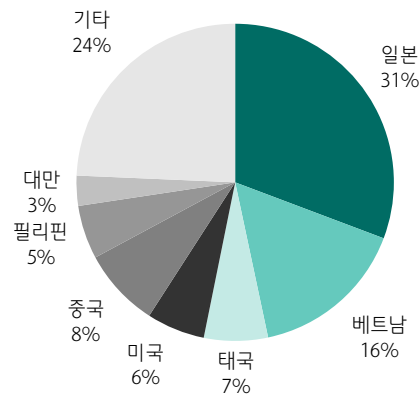
하반기에는 새 정부 출범에 따른 인센티브 수요가 회복할 것이고, 10월 역대급 황금연휴에 따른 가파른 실적 개선이 예상된다. 하나투어는 부진한 상반기 실적에도 하반기 가파른 회복을 통해 역대 최고 수준의 영업이익(657억원, +29%)이 예상되며, 모두투어는 1분기 깜짝 실적을 기반으로 역대 2번째로 높은 영업이익(203억원, +336%)이 예상된다.

도표 75. 해외 출국자 전망



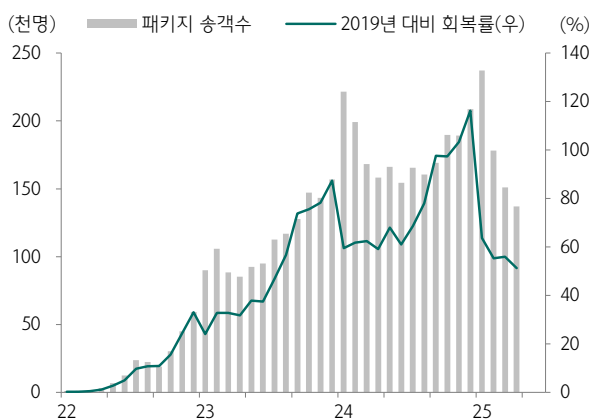
자료: 한국관광통계, 하나증권

도표 76. 2024년 지역별 출국 비중



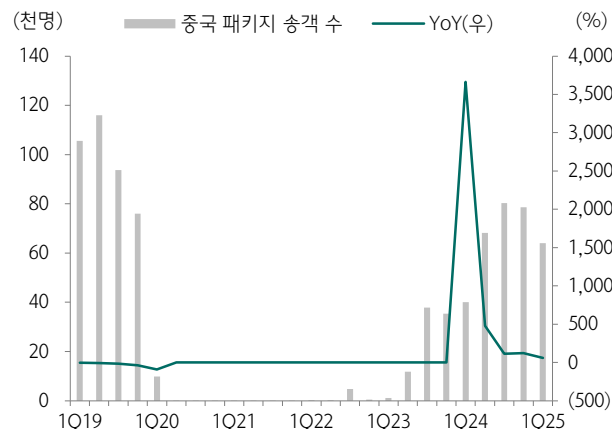
자료: 한국관광통계, 하나증권

도표 77. 하나투어 월별 패키지 송객 수 추이



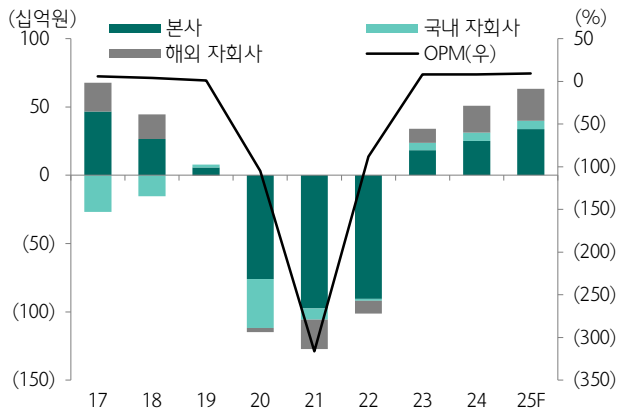
자료: 하나투어, 하나증권

도표 78. 하나투어 중국 분기별 패키지 송객 수 추이



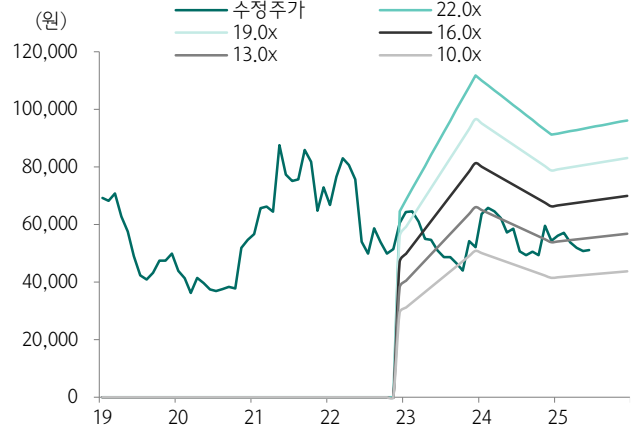
자료: 하나투어, 하나증권

도표 79. 하나투어 부문별 영업이익



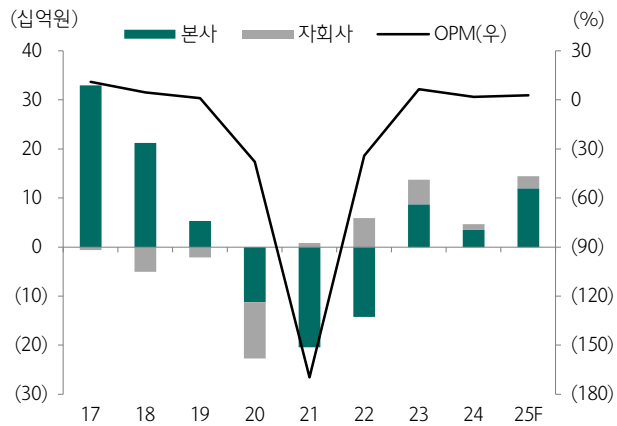
자료: 하나투어, 하나증권

도표 80. 하나투어 12MF P/E 밴드차트



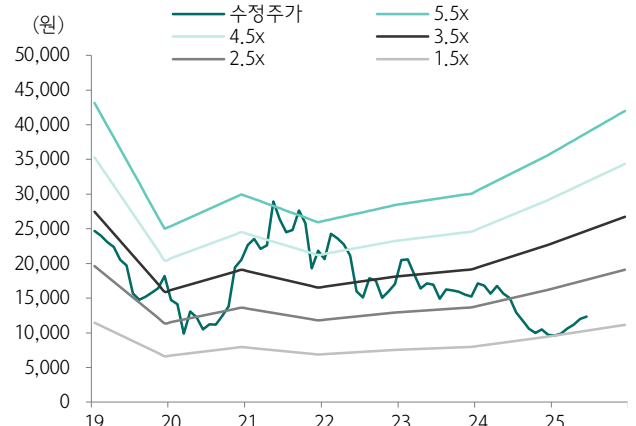
자료: 하나증권

도표 81. 모두투어 부문별 영업이익



자료: 모두투어, 하나증권

도표 82. 모두투어 12MF P/B 밴드차트



자료: 하나증권

도표 83. 하나투어 주요 가정

(단위: 천명, 천원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
출국자수	21,293	26,959	28,846	30,865	7,003	6,185	6,730	7,040	7,350	6,618	7,201	7,677
하나투어 송객 수	2,591	3,561	4,022	4,281	920	786	884	971	1,023	899	980	1,119
패키지	1,362	2,151	2,301	2,439	589	479	495	588	566	469	564	701
항공권(FIT)	1,229	1,411	1,721	1,842	331	307	389	384	457	430	416	418
YoY												
출국자수	261%	27%	7%	7%	50%	34%	14%	15%	5%	7%	7%	9%
하나투어 송객 수	385%	37%	13%	6%	62%	42%	21%	31%	11%	14%	11%	15%
패키지	502%	58%	7%	6%	107%	76%	38%	31%	-4%	-2%	14%	19%
항공권(FIT)	299%	15%	22%	7%	17%	9%	5%	31%	38%	40%	7%	9%
ASP												
패키지	1,147	1,037	1,053	1,042	1,041	1,093	1,089	944	1,025	1,104	1,001	1,082
YoY												
패키지	-13%	-10%	2%	-1%	-5%	-8%	-12%	-13%	-2%	1%	-8%	15%

자료: 하나투어, 하나증권

도표 84. 하나투어 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
수탁금	2,396	3,073	3,439	3,619	806	712	772	763	844	780	812	1,004
영업수익	412	617	686	719	183	132	159	142	168	140	155	222
본사	325	514	575	603	158	107	135	115	142	112	129	193
국내 자회사	52	60	62	67	15	15	15	15	13	16	16	17
해외자회사	60	77	87	91	19	19	18	21	22	23	20	22
영업이익	34	51	66	69	22	4	12	14	12	11	13	29
별도	18	25	38	40	15	(1)	6	6	6	7	7	18
OPM	8%	8%	10%	10%	12%	3%	8%	10%	7%	8%	9%	13%
당기순이익	59	99	80	84	24	13	14	49	14	19	15	31

자료: 하나투어, 하나증권

도표 85. 모두투어 주요 가정

(단위: 천명, 천원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
출국자수	21,293	26,959	28,846	30,865	7,003	6,185	6,730	7,040	7,350	6,618	7,201	7,677
모두투어 송객 수	1,314	1,843	1,557	1,665	531	456	418	438	374	318	380	485
패키지	844	1,046	983	1,062	330	245	218	252	252	191	240	299
항공권(FIT)	470	797	574	603	201	211	200	185	122	127	140	186
YoY												
출국자수	261%	27%	7%	7%	50%	34%	14%	15%	5%	7%	7%	9%
모두투어 송객 수	356%	40%	-16%	7%	80%	56%	24%	12%	-30%	-30%	-9%	11%
패키지	462%	24%	-6%	8%	67%	33%	7%	-2%	-24%	-22%	10%	19%
항공권(FIT)	240%	70%	-28%	5%	105%	96%	49%	42%	-39%	-40%	-30%	0%
ASP												
패키지	1,098	1,092	1,092	1,087	1,059	1,091	1,166	1,073	1,155	1,059	1,026	1,114
항공권(FIT)	1,187	715	547	536	582	550	510	545	612	522	505	518
YoY												
패키지	8%	-1%	0%	-1%	3%	-3%	-3%	2%	9%	-3%	-12%	4%
항공권(FIT)	-40%	-24%	-2%	-1%	-28%	-30%	-21%	-17%	5%	-5%	-1%	-5%

자료: 모두투어, 하나증권

도표 86. 모두투어 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
수탁금	1,263	1,579	1,382	1,474	466	384	356	372	366	269	317	430
여행알선	927	1,143	1,074	1,154	349	268	255	271	291	203	247	334
항공권대매	336	436	308	320	117	116	102	101	75	66	71	96
영업수익	179	252	251	264	79	52	65	55	66	46	63	77
본사	169	243	241	254	77	50	63	53	63	43	61	74
자회사	10	9	10	10	3	2	2	2	3	2	2	3
영업이익	12	5	20	23	6	(5)	2	2	8	1	3	8
OPM	6%	2%	8%	9%	7%	-9%	2%	4%	12%	3%	5%	10%
당기순이익	13	11	23	27	9	(4)	1	4	7	1	3	13

자료: 모두투어, 하나증권

기업분석

하이브(352820)	28
에스엠(041510)	32

2025년 6월 5일 | 기업분석_Report

BUY (유지)

목표주가(12M) 350,000원(상향)

현재주가(6.02) 272,000원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,698.97
52주최고/최저(원)	289,500/158,000
시가총액(십억원)	11,329.4
시가총액비중(%)	0.51
발행주식수(천주)	41,652.1
60일 평균거래량(천주)	192.1
60일 평균거래대금(십억원)	47.7
외국인 지분율(%)	18.20
주요주주 지분율(%)	
방시역 외 22 인	32.48
넷마블	9.44

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	2,719.3	3,580.9
영업이익(십억원)	306.0	461.5
순이익(십억원)	235.2	361.3
EPS(원)	5,880	8,986
BPS(원)	84,573	95,695

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	566.5	601.8	2,607.2	3,550.7
영업이익	169.4	128.3	272.6	459.4
세전이익	155.7	136.2	202.5	513.8
순이익	105.5	97.8	129.0	367.6
EPS	2,971	2,751	3,631	10,346
증감률	56.29	(7.40)	31.99	184.94
PER	78.59	70.30	74.91	26.29
PBR	20.42	14.00	15.98	10.03
EV/EBITDA	18.56	15.96	8.48	4.48
ROE	30.37	22.41	24.09	47.62
BPS	11,435	13,811	17,019	27,115
DPS	574	534	500	1,500

하이프(352820)

역대급 증익 사이클을 앞두고 있다

목표주가 상향. 100%의 상승 확률에 도전

BTS의 완전체를 앞두고 2026년 예상 P/E 40배를 적용하여 목표주가를 350,000원(+6%)으로 상향한다. 지난 10년 간 한한령 완화 기대감이 있었던 구간에서 주가는 매번 상승했으며, 동방신기/빅뱅 등 핵심 남자 IP의 제대 전후로도 매번 상승했다. 올해는 이 2가지 모멘텀이 겹치는 해로 매우 높은 확률로 하반기까지 지속적인 우상향 흐름을 전망한다. 또한, 과거 기획사 산업 내 2년 간 100% 이상 증익한 구간에서 증익 폭과 비슷한 수준의 주가 상승이 있었는데, 2026년까지 향후 2년간 BTS와 블랙핑크가 동반 컴백하면서 140% 내외의 역대 최고 수준의 증익 사이클도 앞두고 있다. 즉, 밸류에이션 상승 구간에서 이를 정당화하는 증익 사이클도 함께하기에 기획사 산업에 대한 비중확대를 지속 추천하며, 하이브를 최선호주 제시한다.

BTS 완전체로 향후 2년간 150% 이상 증익

BTS의 군 입대 구간에서 첫 역석장을 기록했지만, BTS의 완전체가 재개되면서 2026년까지 향후 2년 간 150% 내외의 증익이 가능할 것이다. 300만명 내외의 연간 투어를 가정하고 있지만 1) ASP 가정이 24만원으로 이보다 상향될 가능성이 매우 높고, 2) 2020년 첫 빌보드 HOT 100 1위를 기록한 후 첫 대규모 월드 투어라는 점에서 모객 수의 추가 상승 가능성도 충분하다. BTS의 2026년 연간 매출 규모를 약 1.3~1.5조원 수준으로 예상하는데, 이는 JYP와 YG의 2025년 합산 매출액과 비슷한 수준이다. 하반기부터 위버스의 디지털 멤버십 등 수익화 역시 가팔라 질 것으로 예상하는데, MAU는 약 1,000만명이지만 BTS 채널 가입자만 2,800만명을 상회한다. 여기에 더해 6월부터 향후 1년 간 일본(6월)/한국(3Q)/라틴/미국 남자 그룹이 1팀씩 데뷔해 남자 그룹만 10팀 이상이 될 것이다.

주요 자회사들의 실적도 개선될 것

BTS의 공백 속에서 미국/위버스 등 주요 자회사들의 실적도 부진했다. 그러나, 미국의 경우 최근 캣츠아이가 <Gnarly>로 빌보드 HOT100에 진입했다. 캣츠아이의 수익화 속도도 예상보다 빨라졌지만, CJ ENM의 시즌제 오디션 프로그램 사례를 참고해보더라도 걸그룹의 흥행이 차기 시즌 보이그룹의 더 높은 흥행으로 이어지는 경우가 많았기 때문에 2026년으로 예상되는 미국 남자 그룹에 대한 기대감이 높아질 것이다. 위버스는 BTS의 완전체와 디지털 멤버십 유료화로 하반기부터 가파른 수익화가 예상되는데, MAU 기준 10%의 유료화를 가정할 때 광고 포함 2026년 기준 약 4~500억원 수준의 이익 기여를 예상된다.



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

도표 1. 하이브 목표주가 상향

지배주주순이익('26년)	368	십억원
주식 수	42,556	천주
EPS	8,638	원
목표 P/E	40	배
목표 주가	350,000	원
현재 주가	272,000	원
상승 여력	29	%

자료: 하나증권

도표 2. BTS의 2025년 완전체 활동을 가정한 실적 및 기업가치 전망

(단위: 십억원)

	24	25F	26F
매출	2,256	2,607	3,551
OP	184	273	459
OPM	8%	10%	13%
목표 P/E			40배
연말 기준 예상 시가총액(조원)			15

자료: 하나증권

도표 3. 하이브 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액	2,178	2,256	2,607	3,551	361	640	528	726	501	716	589	802
음반/음원	970	861	889	968	145	250	214	252	137	269	137	347
콘서트	359	451	626	1,151	44	144	74	189	155	166	155	150
기타 매니지먼트	233	235	278	322	50	54	60	71	61	65	75	76
MD/라이선스	326	420	517	784	61	109	99	151	106	128	134	150
콘텐츠	290	288	297	327	61	84	80	64	41	88	88	80
영업이익	296	184	273	459	14	51	54	65	22	85	59	107
OPM	14%	8%	10%	13%	4%	8%	10%	9%	4%	12%	10%	13%
지배주주순이익	187	9	129	368	17	15	6	(29)	60	56	29	(17)

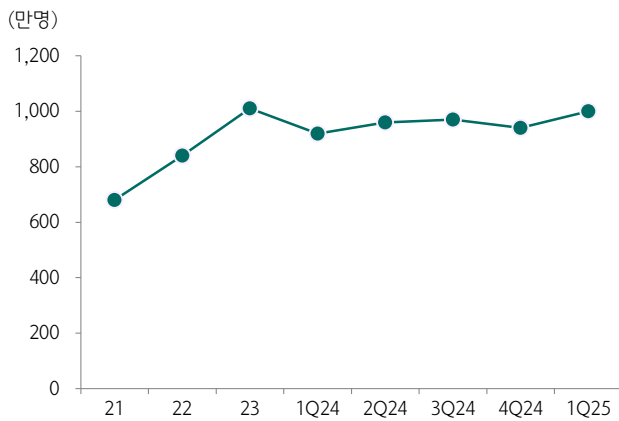
자료: 하이브, 하나증권

도표 4. 하이브 아티스트 활동 라인업 - 초록색은 재계약 이후

	18	19	20	21	22	23	24	25F	26F
BTS			재계약			입대			
TXT		데뷔							
세븐틴				재계약			입대		
르세라핌					데뷔				
뉴진스					데뷔				
&Team(일본)					데뷔				
BOYNEXTDOOR						데뷔			
엔하이픈			데뷔						
투어스							데뷔		
아일릿							데뷔		
KATSEYE(미국)							데뷔		
aoen(일본)								데뷔	
한국 남자								데뷔	
라틴 남자								데뷔	
미국 남자									데뷔

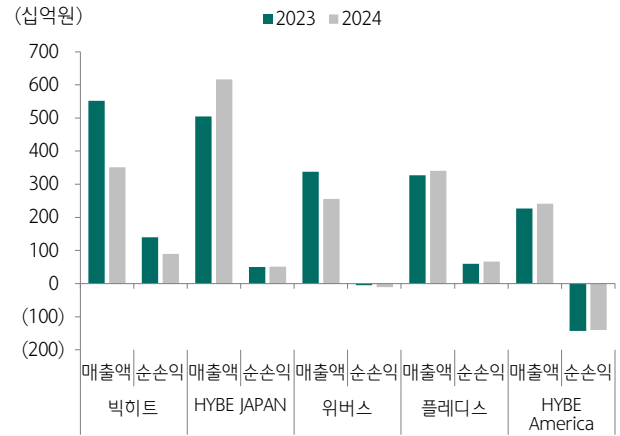
자료: 하이브, 하나증권

도표 5. 위버스의 MAU 추이: 1Q25 1,000만명 (+6% QoQ)



자료: 위버스, 하나증권

도표 6. 주요 자회사 실적 추이



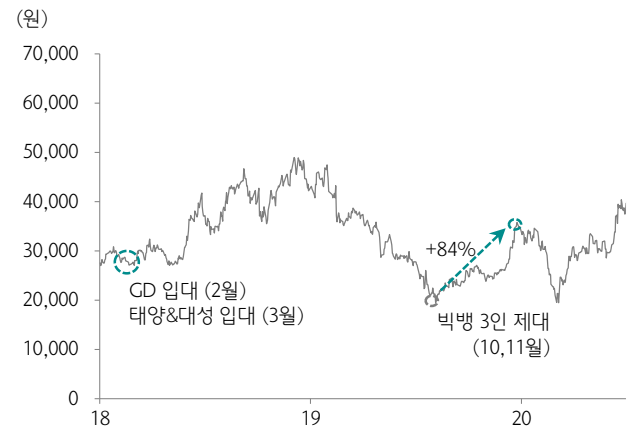
자료: Dart, 하나증권

도표 7. 동방신기 제대 후 SM 주가 추이



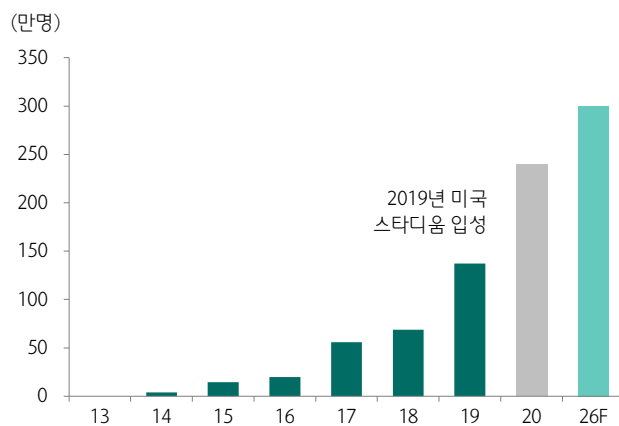
자료: Quantwise, 하나증권

도표 8. 빅뱅 제대 후 YG 주가 추이



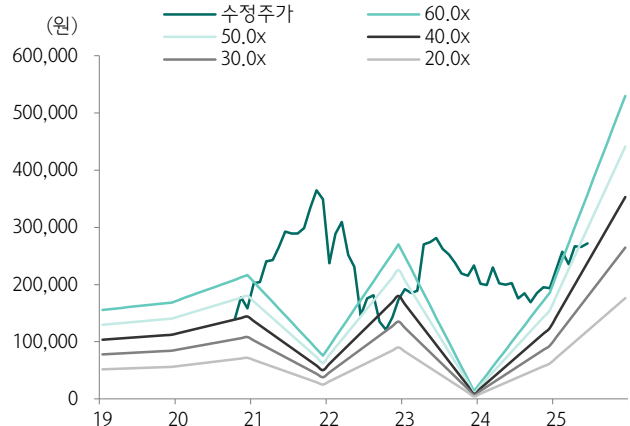
자료: Quantwise, 하나증권

도표 9. BTS 콘서트 관객 수



자료: 하이브, 하나증권

도표 10. 하이브 12MF P/E 차트



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	566.5	601.8	2,607.2	3,550.7	3,619.1
매출원가	298.2	345.4	1,465.3	2,105.5	2,117.2
매출총이익	268.3	256.4	1,141.9	1,445.2	1,501.9
판매비	98.8	128.1	869.4	985.7	1,029.3
영업이익	169.4	128.3	272.6	459.4	472.6
금융손익	(11.7)	8.9	39.1	73.6	81.2
종속/관계기업손익	3.8	2.5	4.0	4.0	4.0
기타영업외손익	(5.9)	(3.5)	(113.1)	(23.1)	(23.1)
세전이익	155.7	136.2	202.5	513.8	534.7
법인세	50.7	38.4	70.9	138.7	144.4
계속사업이익	105.0	97.7	131.7	375.1	390.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	105.0	97.7	131.7	375.1	390.3
비지배주주지분 손이익	(0.5)	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
지배주주순이익	105.5	97.8	129.0	367.6	382.5
지배주주지분포괄이익	105.4	103.0	131.3	374.2	389.3
NOPAT	114.3	92.0	177.2	335.4	345.0
EBITDA	180.5	142.9	284.7	469.5	480.9
성장성(%)					
매출액증가율	63.78	6.23	333.23	36.19	1.93
NOPAT증가율	64.94	(19.51)	92.61	89.28	2.86
EBITDA증가율	75.75	(20.83)	99.23	64.91	2.43
영업이익증가율	75.36	(24.26)	112.47	68.53	2.87
(지배주주)순이익증가율	56.30	(7.30)	31.90	184.96	4.05
EPS증가율	56.29	(7.40)	31.99	184.94	4.05
수익성(%)					
매출총이익률	47.36	42.61	43.80	40.70	41.50
EBITDA이익률	31.86	23.75	10.92	13.22	13.29
영업이익률	29.90	21.32	10.46	12.94	13.06
계속사업이익률	18.53	16.23	5.05	10.56	10.78

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,971	2,751	3,631	10,346	10,765
BPS	11,435	13,811	17,019	27,115	36,706
CFPS	5,030	4,223	5,963	14,606	15,034
EBITDAPS	5,084	4,022	8,013	13,212	13,534
SPS	15,957	16,937	73,375	99,927	101,854
DPS	574	534	500	1,500	1,700
주가지표(배)					
PER	78.59	70.30	74.91	26.29	25.27
PBR	20.42	14.00	15.98	10.03	7.41
PCFR	46.42	45.80	45.61	18.62	18.09
EV/EBITDA	18.56	15.96	8.48	4.48	3.65
PSR	14.63	11.42	3.71	2.72	2.67
재무비율(%)					
ROE	30.37	22.41	24.09	47.62	34.10
ROA	21.47	15.64	15.11	28.87	22.58
ROIC	102.57	52.82	47.54	55.95	51.11
부채비율	43.59	40.57	72.41	58.89	44.35
순부채비율	(63.33)	(42.90)	(40.72)	(58.30)	(69.74)
이자보상배율(배)	640.84	635.19	1,809.27	4,325.66	4,449.68

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	368.8	362.3	717.1	1,186.4	1,545.3
금융자산	262.7	217.1	248.5	562.4	909.3
현금성자산	217.2	190.6	220.6	533.2	879.5
매출채권	15.2	49.2	54.1	59.6	60.7
재고자산	24.4	14.3	62.0	84.4	86.1
기타유동자산	66.5	81.7	352.5	480.0	489.2
비유동자산	202.8	316.5	311.9	331.6	325.4
투자자산	97.3	104.5	112.0	141.8	143.9
금융자산	44.5	48.0	49.8	57.0	57.6
유형자산	56.3	140.2	132.9	126.9	121.9
무형자산	40.6	60.2	55.4	51.4	48.0
기타비유동자산	8.6	11.6	11.6	11.5	11.6
자산총계	571.5	678.8	1,029.0	1,518.0	1,870.8
유동부채	154.3	174.8	359.0	355.9	356.5
금융부채	4.1	4.5	0.0	0.0	0.0
매입채무	37.5	57.4	248.5	250.0	254.8
기타유동부채	112.7	112.9	110.5	105.9	101.7
비유동부채	19.1	21.1	73.2	206.7	218.3
금융부채	6.5	5.4	5.4	5.4	5.4
기타비유동부채	12.6	15.7	67.8	201.3	212.9
부채총계	173.5	195.9	432.2	562.6	574.8
지배주주지분	394.0	478.6	592.6	951.3	1,292.1
자본금	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0
자본잉여금	78.2	79.1	79.1	79.1	79.1
자본조정	(12.0)	(12.3)	(12.3)	(12.3)	(12.3)
기타포괄이익누계액	(0.9)	4.3	4.3	4.3	4.3
이익잉여금	310.8	389.5	503.5	862.3	1,203.1
비지배주주지분	4.0	4.3	4.2	4.1	3.9
자본총계	398.0	482.9	596.8	955.4	1,296.0
순금융부채	(252.1)	(207.1)	(243.0)	(557.0)	(903.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	151.2	89.3	(125.2)	364.2	395.1
당기순이익	105.0	97.7	131.7	375.1	390.3
조정	30.7	(1.0)	12.1	10.0	8.3
감가상각비	11.1	14.7	12.1	10.0	8.3
외환거래손익	0.2	(3.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(3.8)	(2.5)	0.0	0.0	0.0
기타	23.2	(9.7)	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	15.5	(7.4)	(269.0)	(20.9)	(3.5)
투자활동 현금흐름	(60.7)	(99.8)	(8.8)	(31.2)	(2.7)
투자자산감소(증가)	0.6	(2.9)	(7.5)	(29.8)	(2.2)
자본증가(감소)	(12.3)	(87.3)	0.0	0.0	0.0
기타	(49.0)	(9.6)	(1.3)	(1.4)	(0.5)
재무활동 현금흐름	(5.2)	(19.1)	(22.3)	(16.6)	(49.7)
금융부채증가(감소)	6.3	(0.7)	(4.5)	0.0	0.0
자본증가(감소)	1.2	0.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.5)	(0.3)	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(12.2)	(19.0)	(17.7)	(16.6)	(49.7)
현금의 증감	85.4	(29.6)	24.2	312.5	346.4
Unlevered CFO	178.6	150.1	211.9	519.0	534.2
Free Cash Flow	138.9	2.0	(125.2)	364.2	395.1

2025년 6월 5일 | 기업분석_Report

에스엠(352820)

좋은 일이 많아지고 있다

BUY (유지)

목표주가(12M) 170,000원

현재주가(06.02) 129,900원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	740.29
52주최고/최저(원)	137,400/56,000
시가총액(십억원)	2,974.0
시가총액비중(%)	0.78
발행주식수(천주)	22,894.7
60일 평균거래량(천주)	243.7
60일 평균거래대금(십억원)	27.7
외국인 지분율(%)	24.57
주요주주 지분율(%)	
카카오 외 7인	41.74
하이브	9.66

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	1,151.0	1,273.8
영업이익(십억원)	158.2	187.2
순이익(십억원)	285.1	149.8
EPS(원)	11,943	6,023
BPS(원)	38,677	43,728

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	961.1	989.7	1,117.9	1,198.6
영업이익	113.5	87.3	154.5	185.8
세전이익	118.9	26.1	397.7	209.0
순이익	87.3	18.3	327.4	138.4
EPS	3,664	778	14,261	6,046
증감률	8.95	(78.77)	1,733.03	(57.60)
PER	25.14	97.17	9.11	21.49
PBR	2.91	2.51	0.36	0.26
EV/EBITDA	11.81	10.44	(22.78)	(36.96)
ROE	12.30	2.64	7.45	1.41
BPS	31,631	30,150	356,619	502,177
DPS	1,200	400	1,400	1,500



Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com

RA 김현수 hyunsookim@hanafn.com

실적도 좋은데 모멘텀도 계속 좋다

강력한 저연차 아티스트들의 라인업으로 구조적 성장이 재차 시작되는 가운데 1) 2분기부터 자회사 디어유의 연결 반영 시작 2) 텐센트 뮤직 2대 주주 및 하이브향 오버행 우려 해소가 나타나고 있으며, 비핵심 자회사인 키이스트 매각도 진행 중이다. 실적과 모멘텀이 모두 좋아지는 구간에서 여전히 2026년 예상 P/E 기준 21배 수준으로 저평가 매력도 충분하다. 커버리지 내 최선호주로 지속 제시한다.

가장 강력한 저연차 아티스트 라인업

불과 2년 전만 하더라도 7년차 이하 아티스트 그룹이 에스파 뿐이었지만, 그 사이 라이즈 /NCT wish/하트투하트가 데뷔하면서 매우 강력한 저연차 아티스트 라인업을 보유하고 있다. 특히, 라이즈와 NCT wish는 최근 데뷔한 신인 남자 그룹 중에서도 보이넥스트도어와 함께 가장 빠르게 성장하고 있으며, 라이즈는 이미 앨범 당 200만장에 근접하고 있다. 이들의 성장은 자연스럽게 MD 등 2차 판권 상승으로 이어지고 있는데, 작년 4분기에는 첫 MD 매출 500억원을 돌파했다. 저연차 아티스트들의 투어가 본격화되면 더욱 상승할 것이고, 하트투하트의 SAMG엔터와의 협업 등에서 보듯이 달라진 MD 전략도 확인되고 있다.

텐센트 뮤직의 2대 주주 등극으로 높은 중국향 시너지 기대

최근 2대주주인 하이브가 보유한 9.66%의 지분 전량을 텐센트 뮤직으로 매각했다. 동사에 있어 대규모 오버행 이슈가 사라진 것만 해도 큰 모멘텀인데, 향후 2년 내 데뷔를 목표로 한 중국 현지 아이돌 그룹 제작도 발표했다. 텐센트 뮤직은 이미 최근 실적 발표에서 음원/앨범 유통 및 팝업스토어/전시회 개최 등 이미 케이팝과 다양한 부문에서 협업하고 있다고 언급했기 때문에 SM 역시 이와 관련한 높은 수혜가 예상된다. 또한, 디어유의 중국 진출도 매우 가시화되어 있는 만큼 중국 내 협업 시너지를 바로 확인할 수 있다는 점에서 많은 관심을 가질 필요가 있다.

도표 1. SM 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F
매출액	961	990	1,118	1,199	220	254	242	274	231	275	300	317
SME	619	663	730	785	136	174	172	180	165	181	196	187
SM Japan	104	93	123	119	33	19	22	20	21	29	27	46
SM C&C	127	110	119	123	24	28	25	33	18	30	31	40
DREAMMAKER	94	36	93	101	13	8	11	5	23	15	29	26
키이스트	0	0	63	100	0	0	0	0	0	18	22	23
영업이익	113	87	154	186	16	25	13	34	33	45	46	38
OPM(%)	12%	9%	14%	15%	7%	10%	6%	12%	14%	16%	15%	12%
당기순이익	83	1	334	150	12	8	4	(24)	243	27	38	32

자료: SM, 하나증권

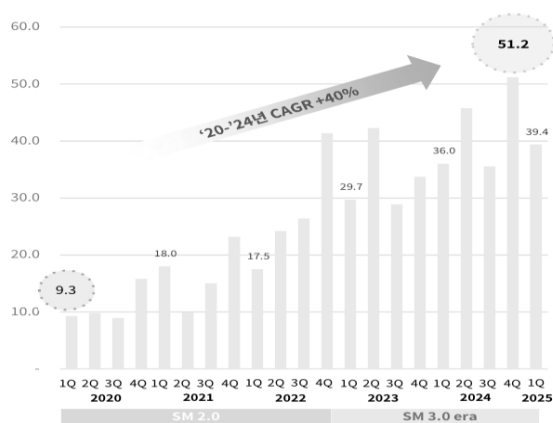
도표 2. SM 아티스트 활동 라인업 - 초록은 8년차 이상

	18	19	20	21	22	23	24	25F	26F
동방신기									
슈퍼주니어									
소녀시대									
샤이니	입대	입대							
EXO		입대	입대						
레드벨벳									
NCT									
웨이션V(중국)		데뷔							
에스파			데뷔						
라이즈						데뷔			
NCT WISH(일본)							데뷔		
디어 앨리스(영국)							데뷔		
하츠투하츠								데뷔	
남자 그룹(한국)									데뷔

자료: SM, 하나증권

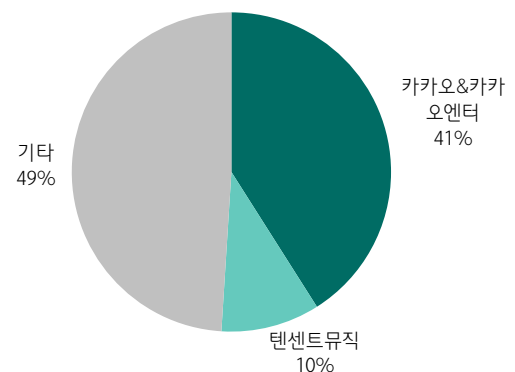
도표 3. MD/라이선싱 매출 추이

(단위: 십억원)



자료: SM, 하나증권

도표 4. SM 주요주주 지분을 현황



자료: SM, 하나증권

도표 5. 주요 신인 보이그룹 최근 앨범 초동 판매량 추이

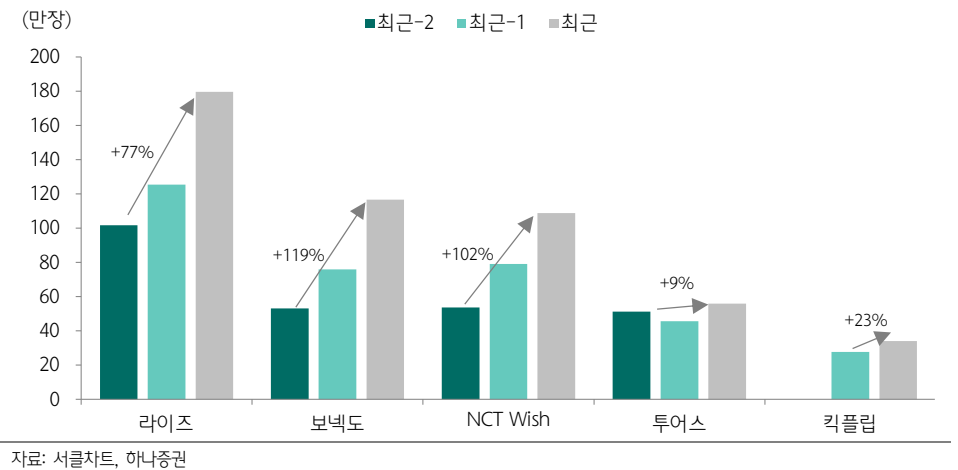


도표 6. SM 아티스트 2-3분기 앨범 발매 계획

발매일	아티스트	음반 분류	발매일	아티스트	음반 분류
4/7	MARK	정규	3Q25	BoA	정규
4/14	NCT WISH	미니		SUPER JUNIOR	정규
4/18	SUPER JUNIOR-L.S.S.	싱글 (JPN)		KEY	정규
4/21	KAI	미니		NCT DREAM	정규
2Q25	DOYOUNG	정규		HAECHAN	정규
	RIIZE	정규		BoA	미니 (JPN)
	IRENE & SEULGI	미니		SUHO	미니
	TEN	미니 (JPN)		CHANYEOL	미니
	BoA	싱글 (JPN)		JOY	미니
	SHINee	싱글 CD		WayV	미니
	aespa	싱글 CD		aespa	미니
	Hearts2Hearts	싱글		NCT WISH	미니
				Hearts2Hearts	미니
				HYO	싱글

자료: SM, 하나증권

도표 7. SM 아티스트 2-3분기 콘서트 개최 일정

개최일	국가 및 지역	아티스트	공연명	횟수
4/4 ~ 6/7	마카오, 필리핀, 홍콩, 싱가포르, 대만, 인도네시아, 태국	NCT WISH	2024 NCT WISH ASIA TOUR LOG in 도시명	10
4/5 ~ 5/22	일본, 마카오	NCT 127	NCT 127 4TH TOUR 'NEO CITY - THE MOMENTUM'	6
4/4 ~ 4/20	일본, 말레이시아, 대한민국	YESUNG	2025 YESUNG CONCERT [It's Complicated]	6
4/12 ~ 5/31	대한민국, 태국, 중국, 일본	TEN	2025 TEN CONCERT 1001 MOVEMENT 'STUNNER' IN 도시명	15
4/12 ~ 6/7	인도네시아, 마카오, 싱가포르, 태국, 홍콩	TAEYEON	TAEYEON CONCERT - The TENSE	8
4/25 ~ 4/27	일본	TVXQ!	TOHOSHINKI 20th Anniversary LIVE TOUR~ZONE~	3
5/9 ~ 6/28	멕시코, 미국, 영국	SMTOWN	SMTOWN LIVE 2025 [THE CULTURE, THE FUTURE]	3
5/17 ~ 6/21	대한민국, 말레이시아, 마카오, 인도네시아, 싱가포르	KAI	2025 KAI SOLO CONCERT TOUR <KAION>	6
5/17 ~ 6/22	일본	YUTA	YUTA TALK SHOW 2025	8
5/23 ~ 5/25	대한민국	SHINee	SHINee WORLD VII [E.S.S.A.Y]	3
5/24 ~ 5/25	대한민국	NCT DREAM	2025 NCT DREAM FANMEETING <DREAM QUEST>	2
5/24 ~ 5/25	일본	aespa	MY-J presents aespa JAPAN FANMEETING 2025 To MY WORLD	2
6/13 ~ 6/15	대한민국	DOYOUNG	2025 DOYOUNG CONCERT [Doors]	3
6/14 ~ 6/15	대한민국	IRENE & SEULGI	2025 IRENE & SEULGI Concert Tour [BALANCE]	2
3Q25	싱가포르, 마카오, 태국, 대만, 말레이시아, 일본	IRENE & SEULGI	2025 IRENE & SEULGI Concert Tour [BALANCE]	7
	대한민국, 일본, 홍콩, 말레이시아, 대만, 태국	RIIZE	2025 RIIZE CONCERT TOUR [RIIZING LOUD]	19
	일본	YUTA	YUTA TALK SHOW 2025	1
	대만, 필리핀, 태국, 일본, 홍콩	KAI	2025 KAI SOLO CONCERT TOUR <KAION>	6
	일본	SMTOWN	SMTOWN LIVE 2025 [THE CULTURE, THE FUTURE]	2

자료: SM, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	961.1	989.7	1,117.9	1,198.6	1,259.6
매출원가	620.0	682.5	704.6	725.0	758.4
매출총이익	341.1	307.2	413.3	473.6	501.2
판매비	227.6	219.9	258.8	287.8	299.9
영업이익	113.5	87.3	154.5	185.8	201.3
금융손익	13.1	14.2	18.2	19.2	20.2
종속/관계기업손익	47.4	(2.4)	235.0	4.0	4.0
기타영업외손익	(55.1)	(73.1)	(10.0)	0.0	0.0
세전이익	118.9	26.1	397.7	209.0	225.5
법인세	36.2	25.3	63.6	58.5	63.1
계속사업이익	82.7	0.8	334.1	150.5	162.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	82.7	0.8	334.1	150.5	162.4
비배주주지분 손이익	(4.6)	(17.5)	(7,135.7)	(3,214.1)	(3,468.7)
지배주주순이익	87.3	18.3	327.4	138.4	147.8
지배주주지분포괄이익	86.0	22.6	1,316.9	593.2	640.2
NOPAT	78.9	2.7	129.8	133.8	144.9
EBITDA	171.5	149.2	205.1	216.8	220.4
성장성(%)					
매출액증가율	12.96	2.98	12.95	7.22	5.09
NOPAT증가율	23.47	(96.58)	4,707.41	3.08	8.30
EBITDA증가율	12.98	(13.00)	37.47	5.70	1.66
영업이익증가율	24.73	(23.08)	76.98	20.26	8.34
(지배주주)순이익증가율	9.13	(79.04)	1,689.07	(57.73)	6.79
EPS증가율	8.95	(78.77)	1,733.03	(57.60)	6.75
수익성(%)					
매출총이익률	35.49	31.04	36.97	39.51	39.79
EBITDA이익률	17.84	15.08	18.35	18.09	17.50
영업이익률	11.81	8.82	13.82	15.50	15.98
계속사업이익률	8.60	0.08	29.89	12.56	12.89

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	3,664	778	14,261	6,046	6,454
BPS	31,631	30,150	356,619	502,177	659,274
CFPS	7,427	6,487	19,018	9,727	9,784
EBITDAPS	7,197	6,342	8,936	9,469	9,625
SPS	40,336	42,062	48,699	52,353	55,017
DPS	1,200	400	1,400	1,500	1,600
주가지표(배)					
PER	25.14	97.17	9.11	21.49	20.13
PBR	2.91	2.51	0.36	0.26	0.20
PCFR	12.40	11.65	6.83	13.35	13.28
EV/EBITDA	11.81	10.44	(22.78)	(36.96)	(52.70)
PSR	2.28	1.80	2.67	2.48	2.36
재무비율(%)					
ROE	12.30	2.64	7.45	1.41	1.11
ROA	5.81	1.24	20.56	7.54	7.47
ROIC	23.98	0.84	47.15	52.38	62.18
부채비율	69.45	71.17	52.94	49.74	46.57
순부채비율	(39.26)	(44.84)	(58.47)	(62.98)	(66.69)
이자보상배율(배)	19.94	16.04	33.63	40.79	43.40

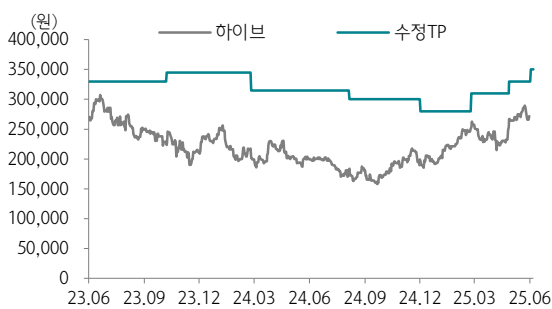
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	858.3	814.0	1,155.6	1,311.4	1,466.0
금융자산	503.2	482.0	780.9	909.8	1,044.1
현금성자산	303.1	358.4	641.5	760.4	887.2
매출채권	153.4	157.7	178.1	191.0	200.7
재고자산	25.6	28.1	31.7	34.0	35.7
기타유동자산	176.1	146.2	164.9	176.6	185.5
비유동자산	682.7	605.1	609.3	593.9	586.7
투자자산	252.6	241.8	266.6	282.3	294.1
금융자산	84.6	85.3	90.0	92.9	95.1
유형자산	70.7	76.1	74.3	55.6	44.6
무형자산	203.9	140.2	121.3	109.0	101.0
기타비유동자산	155.5	147.0	147.1	147.0	147.0
자산총계	1,541.0	1,419.1	1,764.9	1,905.3	2,052.7
유동부채	519.3	484.6	500.8	519.8	537.0
금융부채	70.0	40.8	36.7	38.9	40.7
매입채무	211.4	210.2	216.6	223.1	229.7
기타유동부채	237.9	233.6	247.5	257.8	266.6
비유동부채	112.3	105.5	110.1	113.0	115.3
금융부채	76.2	69.5	69.5	69.5	69.5
기타비유동부채	36.1	36.0	40.6	43.5	45.8
부채총계	631.6	590.0	610.9	632.9	652.2
지배주주지분	722.5	664.8	8,125.4	11,457.9	15,054.5
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	361.8	353.3	353.3	353.3	353.3
자본조정	(4.2)	(12.2)	(12.2)	(12.2)	(12.2)
기타포괄이익누계액	(12.4)	(8.1)	(8.1)	(8.1)	(8.1)
이익잉여금	365.4	319.9	7,780.4	11,112.9	14,709.6
비지배주주지분	186.9	164.3	(6,971.4)	(10,185.5)	(13,654.1)
자본총계	909.4	829.1	1,154.0	1,272.4	1,400.4
순금융부채	(357.0)	(371.7)	(674.8)	(801.3)	(934.0)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	113.0	135.7	381.2	180.7	181.8
당기순이익	82.7	0.8	334.1	150.5	162.4
조정	64.6	128.8	50.7	31.0	19.0
감가상각비	58.0	61.9	50.7	31.0	19.1
외환거래손익	(0.8)	(8.3)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(47.4)	2.4	0.0	0.0	0.0
기타	54.8	72.8	0.0	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채변동	(34.3)	6.1	(3.6)	(0.8)	0.4
투자활동 현금흐름	(83.1)	55.7	(70.6)	(25.6)	(19.3)
투자자산감소(증가)	206.9	196.4	(24.9)	(15.7)	(11.8)
자본증가(감소)	(19.1)	(24.2)	(30.0)	0.0	0.0
기타	(270.9)	(116.5)	(15.7)	(9.9)	(7.5)
재무활동 현금흐름	(27.4)	(80.6)	(13.2)	(29.8)	(32.6)
금융부채증가(감소)	32.8	(35.9)	(4.1)	2.3	1.7
자본증가(감소)	(4.8)	(8.5)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(27.0)	(8.1)	0.1	0.0	(0.0)
배당지급	(28.4)	(28.1)	(9.2)	(32.1)	(34.3)
현금의 증감	2.5	110.8	198.5	119.0	126.8
Unlevered CFO	177.0	152.6	436.6	222.7	224.0
Free Cash Flow	93.8	111.5	351.2	180.7	181.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

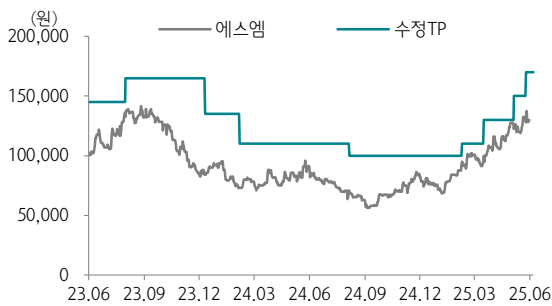
하이브



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.6.5	BUY	350,000		
25.4.30	BUY	330,000	-17.02%	-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%
23.5.3	BUY	330,000	-19.98%	-6.97%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에스엠



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.28	BUY	170,000		
25.5.8	BUY	150,000	-17.08%	-11.53%
25.3.19	BUY	130,000	-14.90%	-1.92%
25.2.11	BUY	110,000	-12.48%	-7.27%
24.8.8	BUY	100,000	-27.85%	-7.70%
24.2.8	BUY	110,000	-28.05%	-12.91%
23.12.13	BUY	135,000	-37.10%	-29.41%
23.8.3	BUY	165,000	-29.48%	-14.30%
23.3.14	BUY	145,000	-24.93%	-6.14%

Compliance Notice

- 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
- 당사는 2025년 6월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2025년 6월 5일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 하시기 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	95.45%	4.55%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 06월 02일