



Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2026년 5월 19일

하이브(352820)

BUY | TP 400,000원 | CP 236,000원

롯데관광개발(032350)

BUY | TP 28,000원 | CP 19,290원



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

하나증권 리서치센터

2026년 5월 20일 | 산업분석_Industry In-depth

엔터/미디어/레저

모든 우려가 선 반영된 주가

엔터/미디어: 엔터는 3분기 반등 전망

기획사는 형 만한 아우의 부재로 기간 조정이 이어지고 있으나 주가가 이를 너무 많이 반영하면서 과거 한한령/노재팬/버닝썬 등의 이슈에서 저점으로 작용했던 역사적 저평가 구간에 와있다. 2분기부터 BTS의 역사적인 월드 투어가 반영되는데, 관련 실적이 확인되면 하반기 뉴진스 컴백과 캣츠아이의 높은 성과, 그리고 신인 한국/미국 걸그룹 데뷔 등으로 하이브의 반등이 우선적으로 확인될 것이다. 미디어/드라마는 TV광고가 4년째 가파르게 하락하고 있는데, 언제 멈출 지 알 수가 없다. TV광고의 반등 없이 드라마 편성도 확대되기 힘들다. 일본 미디어 기업들은 비슷한 TV광고 하락 흐름에도 적극적인 주주 환원 정책으로 최근 2년간 2~3배 이상의 주가 상승이 나타났는데, 한국은 쉽지 않아 보인다.

레저: 우려 대비 업황은 상당히 좋습니다

올해 1분기 외국인 관광객은 약 476만명(+23% YoY)으로 1분기 기준 역대 최고치이며, 3월에는 206만명으로 월별 기준으로도 최대 수준이다. 여기에 더해 한일령의 수혜도 확실하게 확인되고 있는데, 1분기 누적 한국/일본/태국의 중국인 인바운드는 각각 145만명(+29% YoY)/107만명(-55%)/149만명(+12%)으로 이미 한국과 일본 간 골든 크로스가 발생했다. 아쉽게도 3월부터 전쟁 여파로 고유가가 이어지며 노선 취소가 일부 확인되고 있고, 관련 우려로 주가도 외인 카지노는 2027년 예상 P/E 11배, 호텔은 2026년 15~17배 수준으로 부진하다. 고유가 장기화에 따른 추가적인 노선 취소 우려는 정당하지만, 많은 항공사들이 중장거리 노선을 일본/중국 등 단거리 노선으로 대체하는 동시에 수요 회복을 위해 위해 항공권 가격을 유가 급등 이전 수준으로 낮추고 있다. 우려 대비로는 오히려 긍정적인 업황이 이어지고 있는 이유다. 카지노는 드랍액의 70~90%가 일본/중국으로 해당 지역의 노선 확대는 오히려 긍정적으로 작용하고 있다. 호텔은 이미 사상 최대 인바운드로 인한 구조적 수요 상승에 더해 원화 약세도 이어지며 2분기부터 OCC 상승 및 ADR은 10% 내외 상승할 것으로 전망한다.

하이브와 롯데관광개발 최선호

기획사는 결국 하이브의 반등이 중요하다. BTS의 사상 최대 실적에 더해 3분기부터 집중된 모멘텀으로 현 주가 수준에서는 P/E 30배(주가 기준 약 30만원)까지는 반등 가능할 것이다. 하이브의 주가 상승은 곧 기획사 산업의 극단적 저평가 해소로도 이어질 것이다. 레저는 구조적 성장이 이어지고 있으며, 롤링 사업 확대로 성장 모멘텀이 가속화될 롯데관광개발을 최선호로 제시한다. 하얏트 리젠시의 인수 효과가 가시화 된 파라다이스와 가장 많은 호텔 객실 보유 및 개발 이익도 가시화되고 있는 서부T&D를 차선호주로 제시한다.

목차

1. 기획사: 형 만한 아우를 기다리며	5
1) 지난 10년 간 10배 성장한 케이팝	5
2) 저평가는 확실하나 반등한다면 결국 하이브	11
2. 미디어: 기약 없는 기다림	14
1) 국내 TV광고 반등 가능성은 제한적	14
2) 일본도 상황은 비슷하지만 주가는 상승하고 있다	15
3) 기다릴 건 티빙-웨이브의 합병 뿐	17
4) 드라마 제작사: TV광고가 먼저 회복해야	18
3. 레저: 우려는 정당하나 업황은 예상보다 훨씬 더 좋다	20
1) 한일령의 수혜는 훨씬 더 크고 빠르게 확인 중	20
2) 호텔: OCC는 걱정이 없고, ADR은 10% 내외 상승 중	23
3) 카지노: 2분기부터 사상 최대 매출 재개될 것	26
4) 여행: 고사라도 지내야 할 판	32
기업분석	34
하이브(352820)	35
롯데관광개발(032350)	37

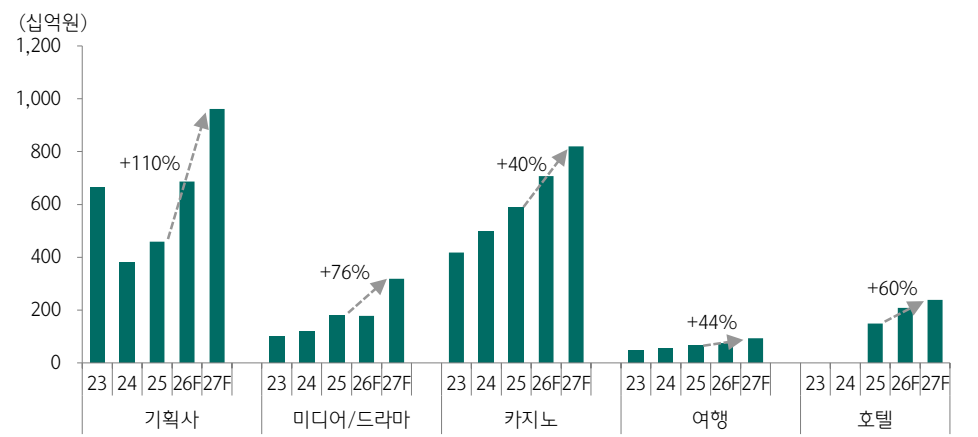
하이브와 롯데관광개발 최선호

하이브·롯데관광개발 최선호

기획사는 형 만한 아우의 부재로 기간 조정이 이어지고 있으나 주가가 이를 너무 많이 반영하면서 역사적 저평가 수준에 위치해 있다. 하반기 BTS의 역사적인 월드 투어 실적에 더해 뉴진스 컴백과 캣츠아이의 높은 성과, 그리고 신인 한국/미국 걸그룹 데뷔 등이 더해진다면 역사적 저평가 수준의 현 주가에서는 하이브의 반등이 예상된다. 미디어/드라마는 TV광고의 반등이 선제적인데, 이를 확인하기 전까지 주가 흐름은 쉽지 않을 것이다.

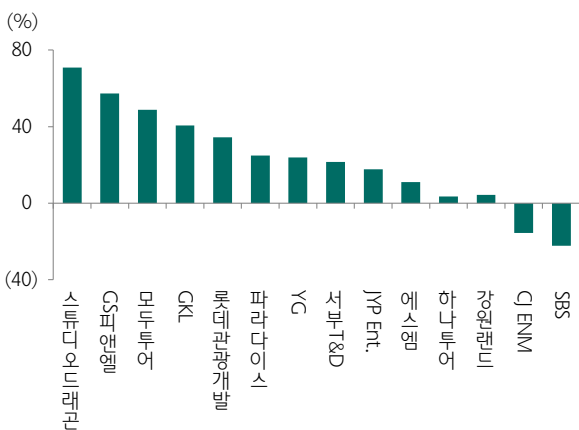
레저는 1분기 가파른 한일령의 수혜에도 3월부터 시작된 고유가로 노선 취소에 대한 우려가 많다. 이런 우려는 정당하나 많은 항공사들이 중장거리 노선을 일본/중국 등 단거리 노선으로 대체하는 동시에 수요 회복을 위해 위해 항공권 가격을 유가 급등 이전 수준으로 낮추고 있다. 즉, 한일령의 수혜에 더해 단거리 노선이 늘어나면서 2분기부터 상당한 고성장이 예상된다. 롤링 사업 확대를 통해 사상 최대 실적이 이어질 롯데관광개발을 최선호한다. 차선호주로는 하얏트 리젠시의 인수 효과가 가시화 된 파라다이스와 가장 많은 호텔 객실 보유에도 OCC가 낮아 실적 레버리지가 높으며 용산 부지 개발의 건축 허가로 개발 이익이 가시화 된 서부 T&D를 제시한다.

도표 1. 커버리지 섹터별 합산 영업이익 추이



자료: 하나증권

도표 2. 기업별 2026년 영업이익 증가율 (흑전/적지 미표기)



자료: 하나증권

도표 3. 커버리지 25F/26F 멀티플 테이블

종목	PER		PBR	
	26F	27F	26F	27F
하이브	60.0	23.4	3.1	2.8
에스엠	14.7	13.4	1.9	1.7
JYP Ent.	16.1	15.5	3.0	2.6
YG	15.5	18.2	1.7	1.6
CJ ENM	24.4	8.2	0.3	0.3
SBS	21.6	8.3	0.2	0.2
스튜디오드래곤	21.0	17.2	1.1	1.0
파라다이스	14.3	10.6	0.8	0.7
GKL	12.5	11.3	1.6	1.5
롯데관광개발	24.6	13.1	3.6	2.8
강원랜드	11.4	10.9	0.8	0.8
CS피앤엘	18.0	14.9	1.2	1.1
서부T&D	14.4	12.6	0.8	0.7
하나투어	10.2	8.4	2.9	2.3
모두투어	18.0	10.4	1.6	1.5

자료: 하나증권

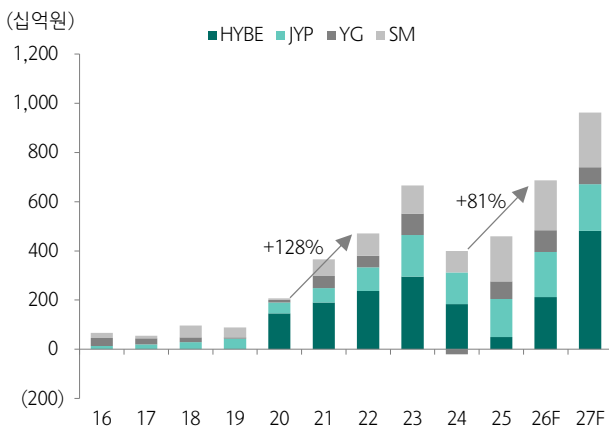
1. 기획사: 형 만한 아우를 기다리며

1) 지난 10년 간 10배 성장한 케이팝

2026~2027년 사상 최대 실적

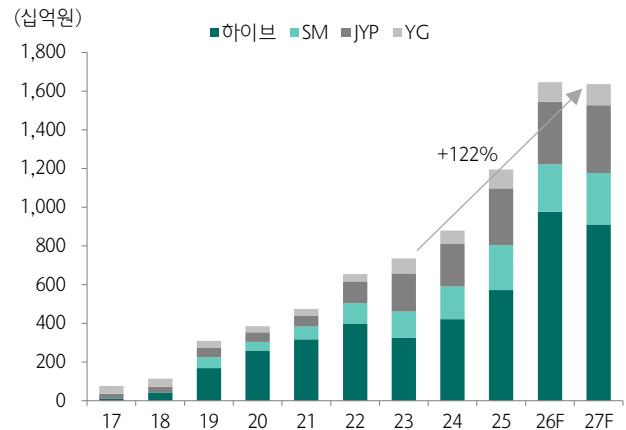
2026~2027년은 BTS와 빅뱅의 동반 컴백으로 4대 기획사 합산 영업이익이 1조원에 근접하는 역사적인 최대 실적이 예상된다. 지난 10년 간 4대 기획사 합산 영업이익은 약 10배 내외 상승했으며 1) 글로벌화 된 데뷔 시스템으로 기획사 별로 매년 1~2팀이 한국/일본/미국 등에서 데뷔하고 있으며, 2) 앨범/투어에 더해 MD/플랫폼 등 2차 판권 매출이 지속 확장되면서 매년 사상 최대 실적을 경신할 것이다. 특히, 앨범 중심의 성장에서 MD 등으로 확장되고 있는 것도 긍정적인데, 4대 기획사의 연간 MD 매출은 2023년 대비 2027년까지 약 121% 성장을 예상한다. 한국/일본 외에도 북미에서도 KPOP 관객의 1인당 MD 구매 금액은 약 \$23로 타 장르 평균 대비 2배 이상 높으며(원화약세까지 감안하면 3배 이상), 캐릭터 기반 MD와 스포츠웨어 협업 등 상품군도 빠르게 확대되고 있다. JYP도 1분기 MD를 포함한 기타 매출이 811억원(+43% YoY)을 기록했는데, 트와이스의 도시 연계 팝업스토어와 스트레이키즈의 캐릭터/라이선싱 사업이 확대되면서 MD가 구조적 성장 축으로 자리 잡고 있다.

도표 4. 4대 기획사 합산 영업이익 추이



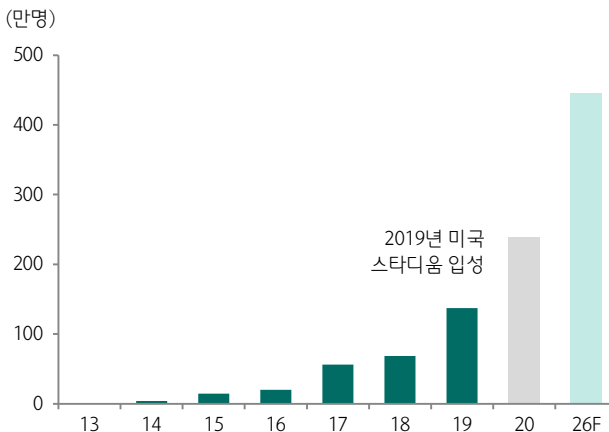
자료: 각 사, 하나증권

도표 5. 4대 기획사 합산 MD 매출 추이



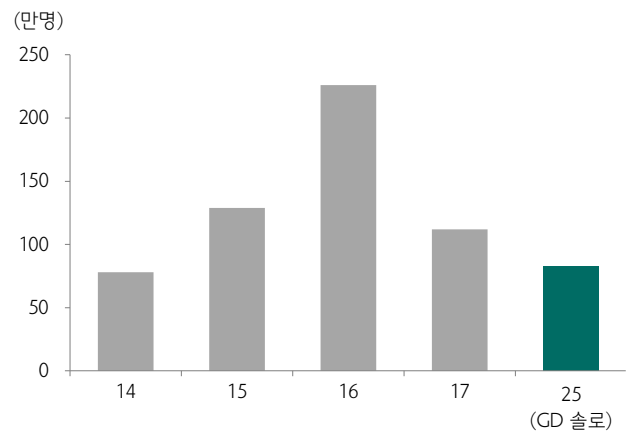
자료: 각 사, 하나증권

도표 6. BTS 콘서트 모객 수 전망



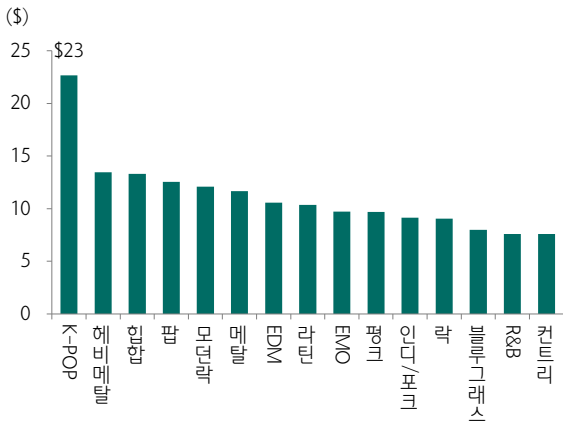
자료: 하이브, 하나증권

도표 7. 빅뱅 콘서트 모객 수



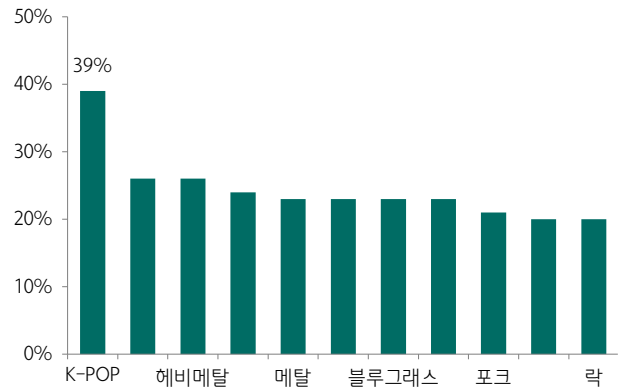
자료: 언론, 하나증권

도표 8. 미국 내 콘서트 관객 1인당 평균 MD 구매 금액



자료: atVenu, 하나증권

도표 9. 미국 내 콘서트 관객 1인당 장르별 MD 구매 비중



자료: atVenu, 하나증권

도표 10. 블랙핑크 2025 투어 미국 MD



자료: YG, 언론, 하나증권

도표 11. 트와이스 월드투어 도시 연계 팝업



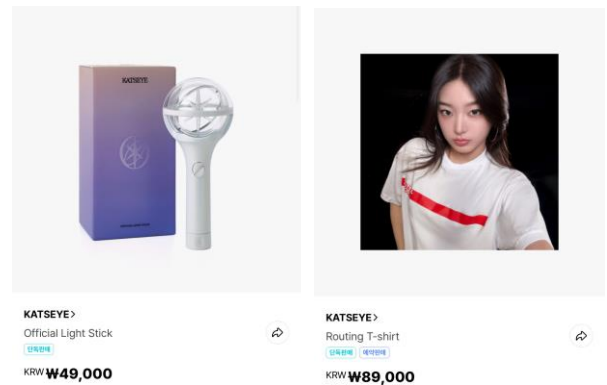
자료: JYP, 언론, 하나증권

도표 12. 에스파x배틀그라운드 콜라보레이션



자료: SM, 하나증권

도표 13. 캣츠아이 워버스 굿즈



자료: 하이브, 하나증권

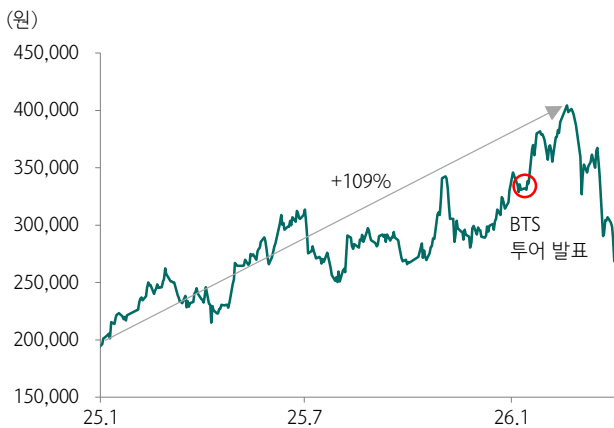
A) 3세대의 높은 존재감

BTS 등 주요 아티스트들의 투어가 장기화되면서 주가가 선 반영

케이팝 산업이 글로벌화되면서 주요 아티스트들의 월드 투어 규모는 과거 40~50만명에서 이제는 100~150만명, 특히 BTS는 500만명 수준까지 확대되었다. 40~50만명의 아시아 투어 수준이었을 때는 1년에 2번의 컴백이 가능했고, 각 앨범의 판매 속도에 따라 주가가 등락했다. 그러나, 지금은 투어 기간이 6개월에서 1년 이상으로 길어졌고 이에 따라 주요 아티스트들의 대규모 투어 일정이 단기 수주 형태로 주가에 선 반영되기 시작했다. 지난 2년간 스트레이키즈, 블랙핑크, BTS 순으로 이어진 초대형 투어는 일정 발표에 상승하고 실적 발표 전후로는 주가가 오히려 하락하는 흐름이 나타나고 있다.

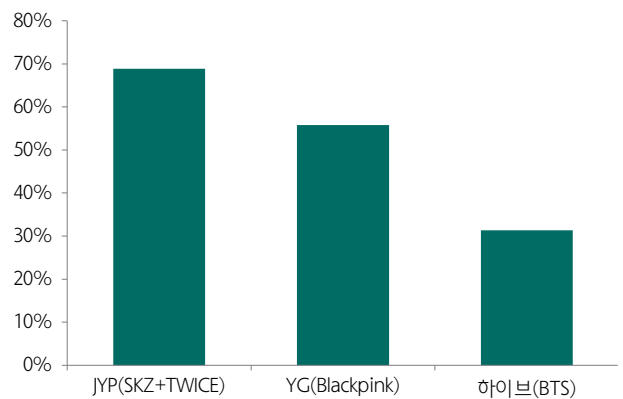
주요 아티스트들의 각 기획사 내 투어 관객 수 비중도 상당히 높다. 2025년 하반기~2026년 상반기 기준 하이브 투어 규모 중 BTS 비중은 약 31%, JYP의 2025년 중 트와이스/스트레이키즈 비중은 69%, YG의 2025년 중 블랙핑크 비중은 56%이다. 이들의 절대적인 비중이 높아 이제는 4세대가 빠르게 성장하면서 3세대의 의존도를 낮춰야 한다.

도표 14. 하이브 주가 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 15. 하이브/JYP/YG의 주요 아티스트 투어 비중



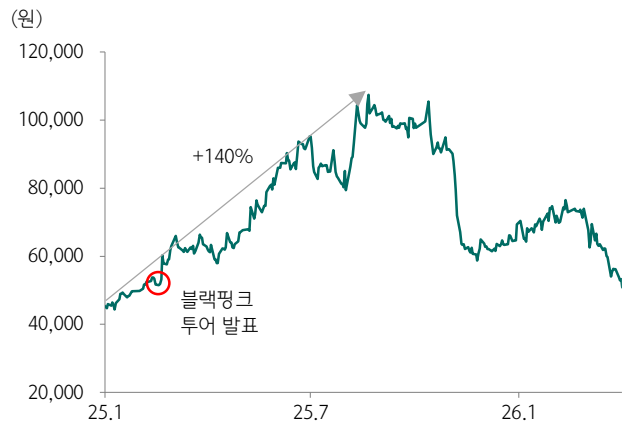
자료: 각 사, 하나증권

도표 16. JYP 주가 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 17. YG 주가 추이



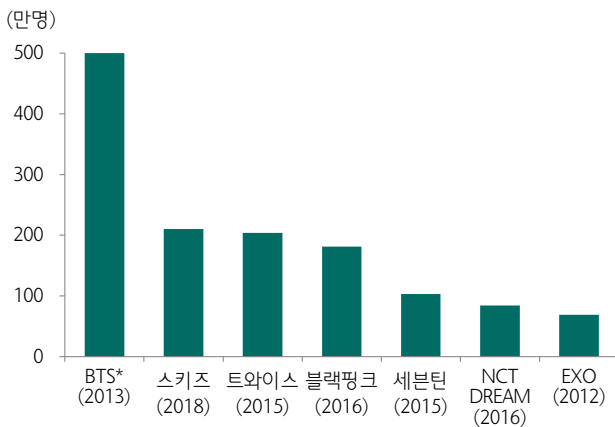
자료: Quantwise, 하나증권

B) 형 만한 아우의 부재

3세대와 4세대의 팬덤 규모 차이 로 기간 조정 구간

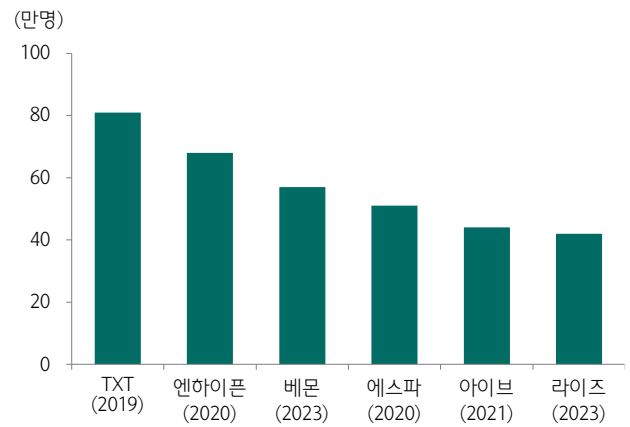
아쉬운 점은 BTS/세븐틴/스트레이키즈/블랙핑크 등의 3세대가 역대 급이었다는 점이며, 4세대에는 당장 ‘형 만한 아우’가 보이지 않는다. 3세대는 5개 그룹이 100만명 이상 투어가 가능할 정도로 확대되었지만, 4세대는 아직 대부분 50~80만명 수준이다. 결국 100만명 이상의 투어로 성장하기 위해서는 서구권에서만 최소 50만명 가까이 모객이 가능해야 하는데, 이는 아레나급으로는 쉽지 않고 트와이스처럼 360도 스타디움 공연 기준 회당 2.5만명 이상을 채워야 가능하다. 4세대의 핵심이었던 뉴진스가 2027~2028년에 가능한 수준으로 성장하고 있었기에 관련 이슈들이 상당히 아쉽다. 3세대의 확실한 글로벌 팬덤 확장을 확실하게 선 반영했던 주가 흐름이 이어졌다면, 이제는 4세대 아티스트들이 100만명 이상의 월드 투어 규모로 성장하기까지 약간의 기간 조정이 필요한 구간이기도 하다.

도표 18. 3세대 주요 그룹 투어 최대 규모 비교



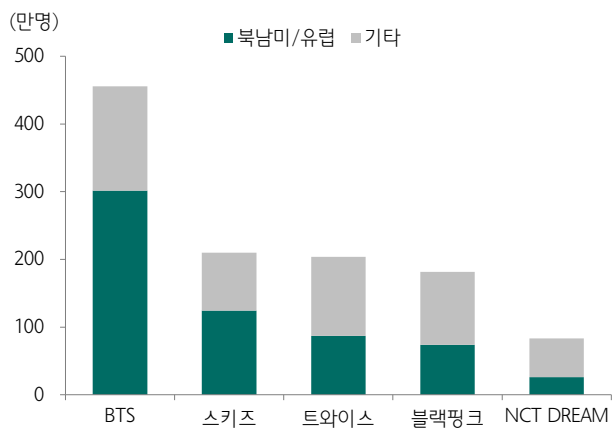
*당 사 추정치
자료: 각 사, 언론, 하나증권

도표 19. 4세대 주요 그룹 투어 최대 규모 비교



자료: 각 사, 언론, 하나증권

도표 20. 3세대 주요 그룹의 월드 투어 서구권 규모



자료: 각 사, 언론, 하나증권

도표 21. 트와이스 필라델피아 360도 공연장



자료: 언론, JP, 하나증권

C) 그래도 5세대는 확실히 다르다

5세대의 성장 속도는 역대급

2026년의 역사적인 실적을 2025년에 주가로 선 반영했다면 2026년의 주가 부진은 2027년 하반기, 즉 BTS와 빅뱅의 완전체 투어가 끝난 이후의 다음 주자가 없는 불확실성을 반영하고 있는 것이다. 그렇기에 4~5세대의 빠른 성장이 필요한데 고무적인 점은 5세대의 성과가 차원이 다르다는 점이다.

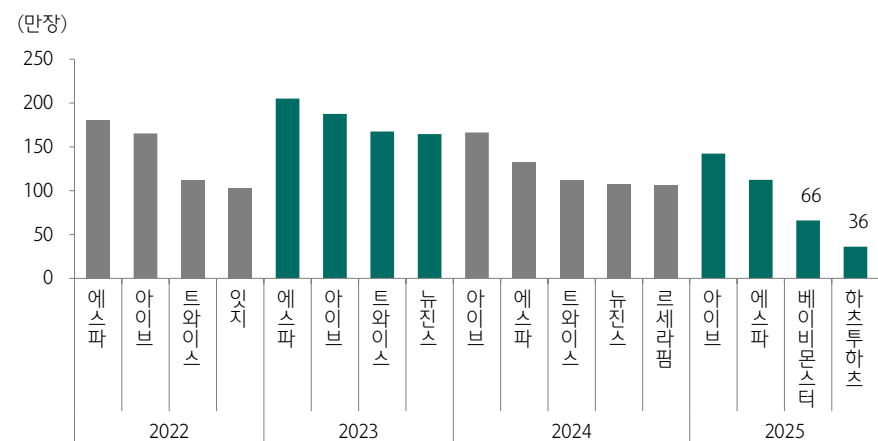
코르티스는 데뷔 해에 앨범 당 200만장을 상회한 유일한 그룹

코르티스는 데뷔 1년도 안 되어 누적 400만장의 앨범 판매를 기록했는데, 오디션 기반 제외 데뷔 그룹 중 역대 데뷔 해에 앨범 당 200만장을 상회한 유일한 그룹이다. 남자는 10년에 1팀 정도는 세대를 대표하는 아티스트로 성장하는데, 빅뱅과 BTS가 그러하며 현재 코르티스가 그 다음이 될 가능성이 매우 높다. 이는 매우 긍정적인 팬덤 경쟁으로 이어지는데, 최근 3년 내 데뷔한 라이즈/NCT WSH/보이넥스트도어/투어스 등이 5개 팀이 앨범 100만장 이상 판매 그룹이다. 코르티스를 포함해 3팀 정도가 200만장 내외에서 경쟁하게 된다면 더 가파른 성장으로 이어질 가능성이 높으며, 여기에 더해 9월 YG 신인 남자, 4분기 SMTR25 데뷔까지도 예정되어 있다.

캣츠아이는 발표 음원마다 빌보드 HOT100 20위권에 안착

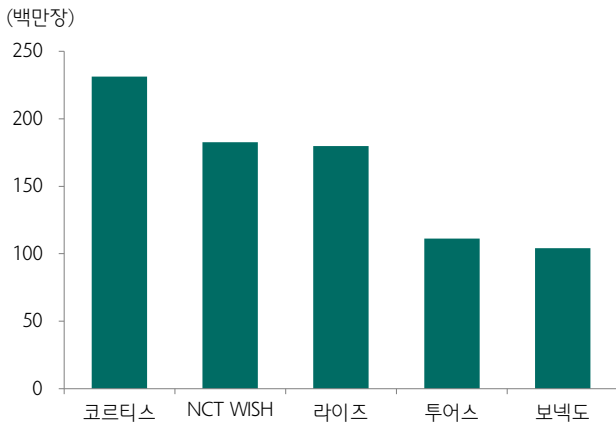
여자 그룹은 캣츠아이가 압도적이다. 데뷔 1년만에 빌보드 HOT100에 진입했고, 스포티파이 월간 청취자 수는 3,300만명을 넘어서 KPOP 기준 가장 높은 수준이다. 3분기 컴백 예정 앨범은 선주문만 100만장이 넘어가는 말도 안되는 수준이며, 최근 발매 음원 마다 빌보드 HOT100 20위권에 안착하고 있다. 올해 진행되는 2번째 투어는 미국에서만 50만명 내외가 진행된다. 이 속도라면 2027년에는 빠르면 100만명에 근접한 월드 투어도 가능할 것이다. 3분기에는 최근 확정된 일본인 멤버가 포함된 2번째 미국 걸그룹 세인트 새틴도 데뷔한다. 한국 여자 그룹은 베이비몬스터와 하츠투하츠 등도 잘하고 있지만, 아직은 뉴진스/아이브/에스파 시절 대비 경쟁 강도가 다소 약하다. 더 많은 흥행 그룹이 필요한데, 2026년 하반기에는 하이브, 2027년에는 JYP와 YG의 신인 걸그룹 데뷔가 계획되어 있다.

도표 22. 연도별 TOP 20 내 걸그룹 앨범 판매량



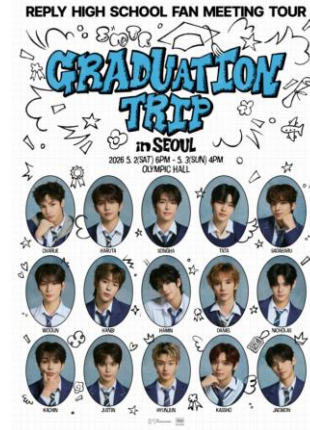
*4대 기획사, 100만장 이상, 최고 판매량 단일 앨범 한정
 자료: 서울차트, 하나증권

도표 23. 주요 신인 남자 그룹들의 최근 앨범 초동 판매량



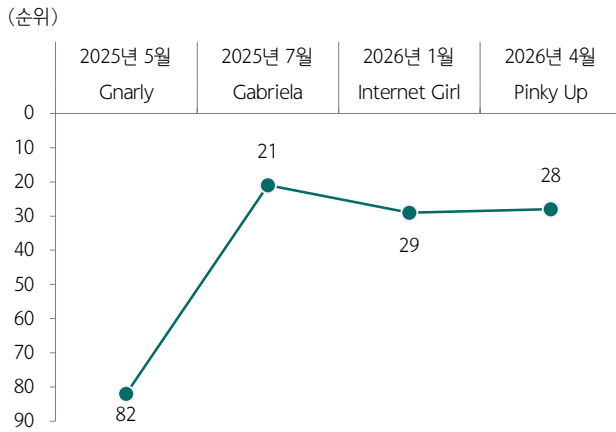
자료: 서클차트, 하나증권

도표 24. SMTR25 하반기 데뷔 예정



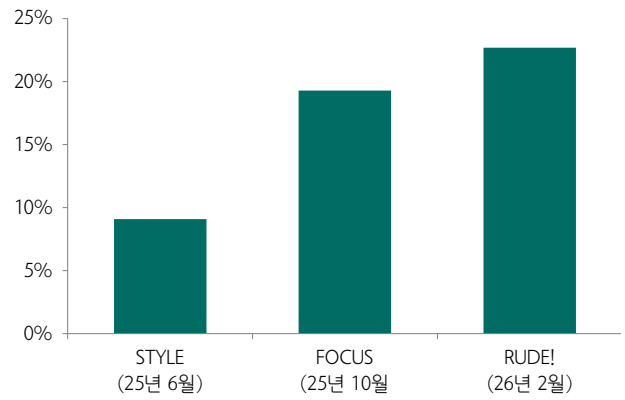
자료: SM, 언론, 하나증권

도표 25. 캣츠아이 빌보드 Hot100 순위 추이



자료: Billboard, 하나증권

도표 26. 하츠투하츠 스포티파이 북미 스트리밍 비중 추이



자료: SM, 하나증권

3) 저평가는 확실하나 반등한다면 결국 하이브

기획사 주가는 역사적 하단

하이브는 뉴진스 이슈 때 지지했던 P/E 30배도 하회하고 있고, 나머지 3대 기획사의 밸류에이션도 2026년 예상 P/E 15배 내외까지 하락했다. 이는 지난 10년간 한한령/노재팬 등의 정치적 이슈와 버닝썬/뉴진스 등의 인적 이슈, 그리고 앨범 싸이클 감소까지 대부분의 약재 구간에서도 지켜졌던 하단이며, 2020년 3월 코로나 급락을 제외하면 언제나 저점으로 작용했다. 이미 사상 최대 실적이기에 모멘텀만 있다면 바로 20% 이상의 반등이 나와도 이상하지 않을 확실한 저평가 구간이다.

BTS/세븐틴 뿐만 아니라 4세대에서도 TXT/엔하이픈이 가장 잘하고 있고, 뉴진스 역시 4인조로 활동 재개가 예상된다. 5세대에서도 코르티스와 캣츠아이가 역사적인 성장세를 보여주고 있다. 미국에서 가장 큰 투자와 손실을 감수했던 것도 하이브였지만, 결국 유일하게 성과를 내고 있는 곳도 하이브다. 밸류에이션 측면에서 접근해도 하이브가 25배 내외에서 지속 거래된다면 나머지 3사의 밸류에이션이 20배까지 재차 반등하는 것도 쉽지가 않다. 3세대~5세대, 그리고 미국까지 모두 앞서가고 있는 하이브를 최선호주로 제시하며, 하이브의 반등이 기획사들의 밸류에이션 회복으로 이어질 것이다.

3분기 반등 전망

단기적인 관점에서 고민해보면 조심스럽게 3분기에 반등을 기대하고 있다. 가장 중요한 건 BTS의 역사적인 투어에서 BTS의 분배 비율 혹은 하이브의 수익성이다. 관련 우려들이선 반영되며 주가가 부진했는데 투어 매출이 본격 인식되는 2분기에 방향성이 정해진다면, 뉴진스/캣츠아이/신인 한국 및 걸그룹이 동시에 데뷔하는 구간에서 반등 가능성이 상당히 높다. 9월이 YG 신인 남자 데뷔, 4분기는 SMTR25 데뷔가 예정되어 있다.

도표 27. 하이브 실적 추정

(단위: 십억원)

	24	25	26F	27F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	2,256	2,650	4,238	3,784	501	706	727	716	698	1,206	1,311	1,023
음반/음원	861	773	977	926	137	229	190	218	272	279	204	222
콘서트	451	764	1,655	1,238	155	189	245	175	89	498	630	436
기타 매니지먼트	235	284	319	335	61	65	77	80	95	79	80	66
MD/라이선스	420	571	976	911	106	153	168	143	137	294	326	221
콘텐츠	288	259	311	373	41	70	47	101	106	56	70	78
영업이익	184	49	212	481	22	66	(42)	4	(197)	135	159	115
OPM	8%	2%	5%	13%	4%	9%	-6%	1%	-28%	11%	12%	11%
지배주주순이익	9	(237)	175	449	60	18	(50)	(265)	(165)	127	116	97

자료: 하이브, 하나증권

도표 28. SM 실적 추정

(단위: 십억원)

	24	25	26F	27F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	990	1,175	1,289	1,359	231	303	322	319	279	357	289	364
SME	663	813	865	918	165	220	225	202	189	250	193	233
SM Japan	93	97	108	109	21	26	24	26	31	32	22	24
SM C&C	110	100	110	114	18	21	25	36	21	24	25	40
DREAMMAKER	36	63	78	88	23	15	9	17	7	23	21	27
디어유	0	66	98	110	0	20	22	24	23	24	25	25
영업이익	87	183	203	222	33	48	48	55	39	61	40	63
OPM	9%	16%	16%	16%	14%	16%	15%	17%	14%	17%	14%	18%
당기순이익	1	359	152	167	253	31	45	31	37	44	32	40

자료: SM, 하나증권

도표 29. JYP 실적 추정

(단위: 십억원)

	24	25	26F	27F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	602	822	894	945	141	216	233	233	186	199	225	284
음반/음원	217	258	281	299	45	39	80	94	45	45	92	100
매니지먼트	165	269	288	296	40	83	87	60	60	74	64	90
콘서트	104	189	205	208	22	62	63	42	41	54	40	71
광고	34	45	51	53	9	11	13	12	14	12	13	12
출연료	27	35	32	34	9	10	11	6	5	8	12	7
기타	220	295	324	350	57	94	65	79	81	80	68	95
GPM(%)	43%	37%	39%	38%	37%	42%	33%	36%	39%	41%	41%	35%
영업이익	128	155	183	190	20	53	41	42	33	43	52	54
OPM(%)	21%	19%	20%	20%	14%	25%	18%	18%	18%	22%	23%	19%
당기순이익	98	161	140	145	69	36	27	28	32	32	38	38

자료: JYP, 하나증권

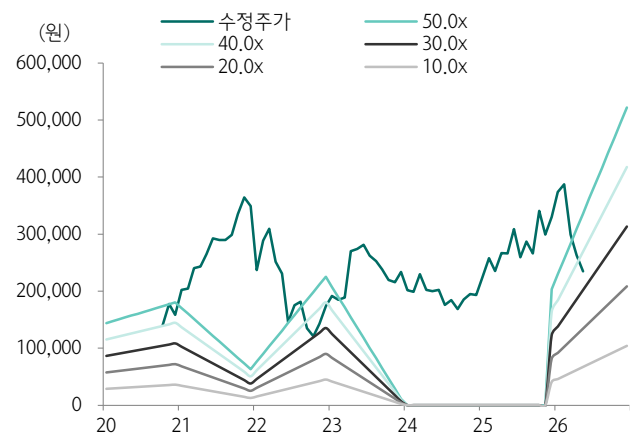
도표 30. YG 실적 추정

(단위: 십억원)

	24	25	26F	27F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	365	545	617	581	100	100	173	172	147	113	167	189
음반/음원	152	202	259	256	48	41	60	53	65	57	65	72
앨범/DVD	15	28	77	64	6	2	12	9	25	23	12	17
디지털음원	67	76	81	82	16	20	20	20	20	20	22	20
MD 상품 외	70	97	100	110	26	19	28	24	20	15	30	35
66 광고	35	28	34	36	5	5	9	9	7	8	9	11
콘서트	17	126	109	75	7	9	51	59	31	6	44	28
로열티	25	45	65	62	4	9	16	16	12	5	11	37
출연료	17	13	15	15	3	4	4	2	1	3	5	6
기타	40	44	48	49	11	10	11	12	11	11	12	13
음악서비스	79	87	88	89	22	22	21	22	21	22	22	23
GPM(%)	27%	34%	35%	35%	36%	36%	33%	34%	34%	36%	34%	38%
영업이익	(21)	71	88	69	10	8	31	22	19	11	23	35
OPM(%)	-6%	13%	14%	12%	10%	8%	18%	13%	13%	10%	14%	18%
당기순이익	20	54	71	61	10	11	24	8	10	13	23	26

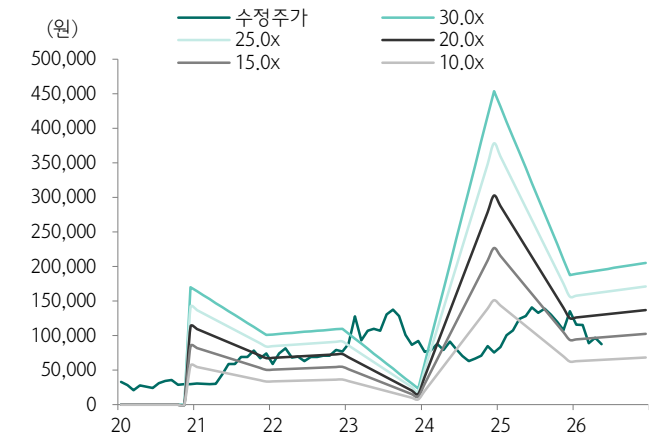
자료: YG, 하나증권

도표 31. 하이브 12MF P/E 차트



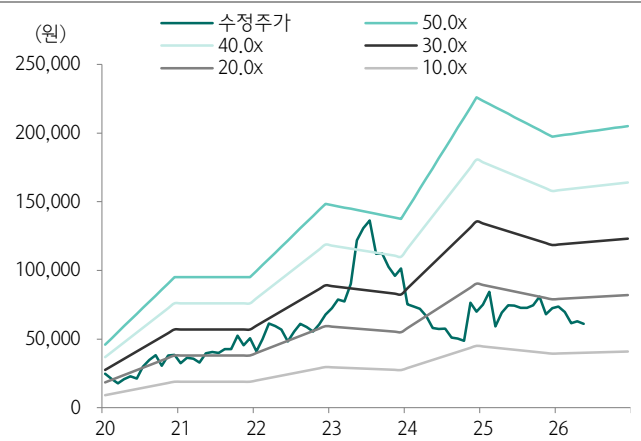
자료: HYBE, 하나증권

도표 32. SM 12MF P/E 밴드 차트



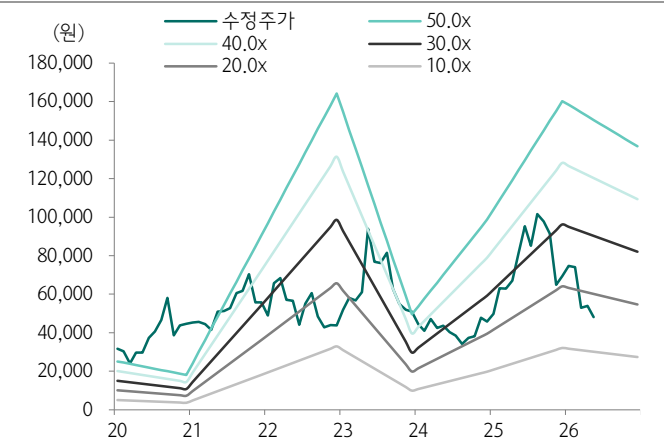
자료: SM, 하나증권

도표 33. JYP 12MF P/E 밴드 차트



자료: JYP, 하나증권

도표 34. YG 12MF P/E 밴드 차트



자료: YG, 하나증권

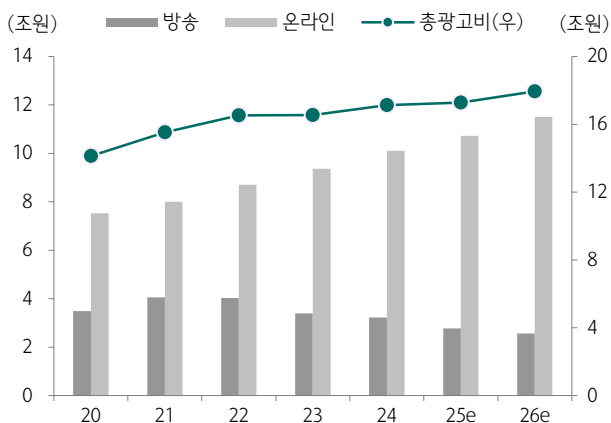
2. 미디어: 기약 없는 기다림

1) 국내 TV광고 반등 가능성은 제한적

TV 광고 부진 장기화

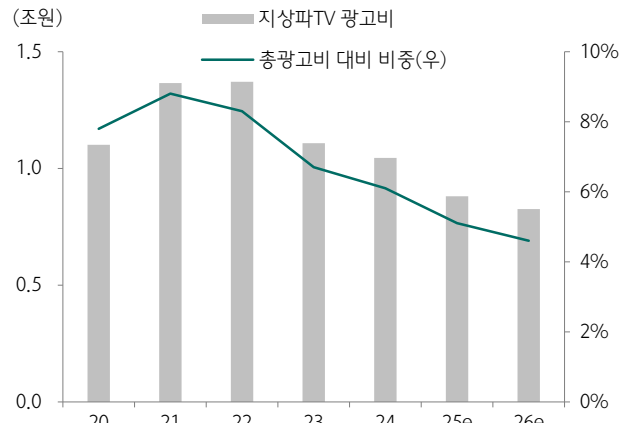
전통 매체에서 온라인 광고로 무게 중심이 이동하면서 방송 광고의 역성장은 지속되고 있다. kobaco에 따르면 2026년 방송 광고비는 약 2.6조원(YoY -8%)으로 전망되며, 2022년 4조원 대비로는 36% 감소한 수준이다. 지상파TV 광고는 4년 연속 역성장을 (YoY -7%) 전망하고 있으며, CJ ENM/SBS 등 개별 기업별로 접근하면 4년 간 약 50% 하락했다. 반면 온라인 광고비는 2026년 11.5조원(YoY +7%)까지 확대되며 총 광고비 내 비중이 64%까지 확대될 것으로 예상된다. 광고주의 예산 배분 기준이 단순 도달률에서 타킷팅, 성과 측정 등으로 계속 이동하고 있어 전통 TV광고의 반등 가능성은 장기적으로도 제한적이다. OTT 수요도 확대 중이다. 국내 전체 OTT 이용률은 2023년 77%에서 2025년 82%, 유료 OTT 이용률은 57%에서 66%까지 상승했다. 티빙과 넷플릭스 구독자의 광고형 요금제 이용률은 35%로 전년 (18%) 대비 두배 가까이 상승했다.

도표 35. 연도별 국내 광고비 추이



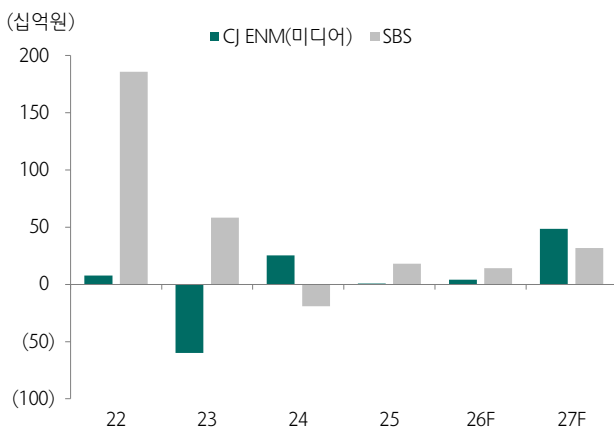
자료: kobaco, 하나증권

도표 36. 국내 지상파TV 광고비 추이



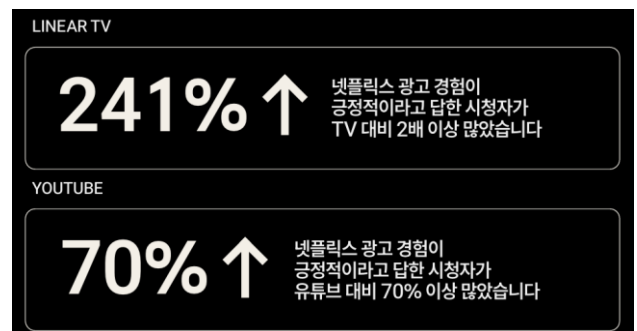
자료: kobaco, 하나증권

도표 37. CJ ENM(미디어) & SBS 영업이익 추이



자료: 각 사, 하나증권

도표 38. 넷플릭스 광고 경험 조사 결과



자료: 메조미디어, 하나증권

2) 일본도 상황은 비슷하지만 주가는 상승하고 있다

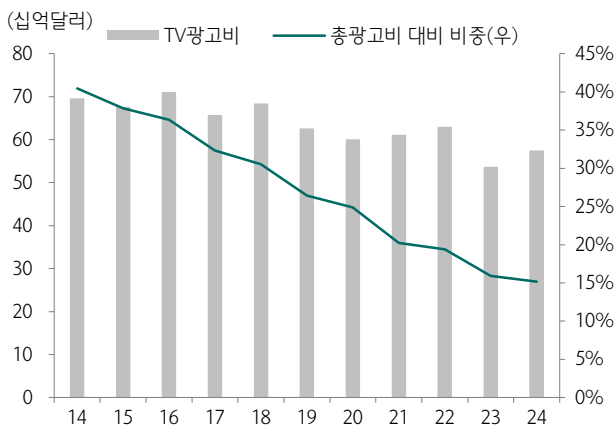
TV광고 부진은 글로벌 현상

방송 광고의 성장 둔화는 한국뿐 아니라 전 세계적으로 나타나는 현상이다. 미국 TV광고비는 2024년까지 2년간 10% 가까이 하락하며 광고 시장 내 비중도 약 4%p 감소했다. 워너 브라더스의 2025년 방송부문 매출은 YoY -12%, 그 중 광고 매출은 -13% 감소했다. 회사는 광고 매출 감소의 주요 원인으로 미국 TV 시청자 감소(-22%)를 제시했다.

일본 방송사는 디지털 성장과 자산 효율화로 실적과 주가 모두 견고

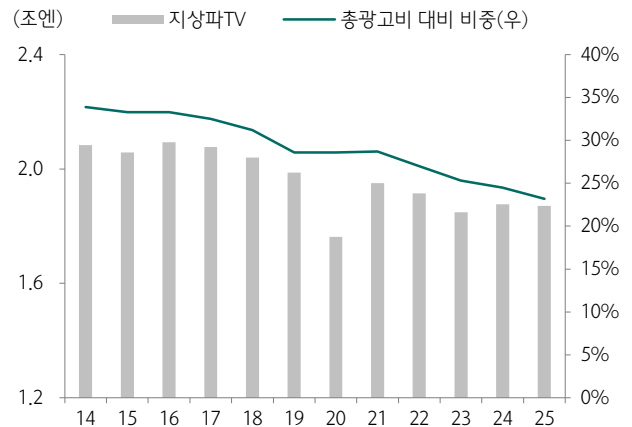
일본도 디지털 광고로의 전환이 진행 중이지만 TV 광고의 하락폭은 상대적으로 완만한 편이다. Dentsu에 따르면 2025년 TV광고비는 1.8조엔으로 전년 대비 99.7% 수준에 머물렀다. 니혼TV와 TV아사히의 TV광고 매출은 2023년부터 약 4~5% 수준의 하락을 지속하고 있었는데, 2025년에는 오히려 각각 1%/5% 수준의 회복을 보였다. 이와 함께 2023년부터 도쿄증권거래소의 주가 부양 정책이 작용하며 3년간 일본 방송사 주가는 최대 250%까지 상승했다. 일본 방송사들은 비영업 자산 비중이 커 2023년 기준 PBR은 0.3배 수준이었는데, 도쿄증권거래소가 PBR 1배 미만인 회사 중심으로 주가 부양 방안을 요구하기 시작했다. 이에 따라 TV아사히는 2026~2029년 중기계획에서 PBR 1배 회복을 목표로 연결 배당성장 40%, 자사주 매입 등 총 500~600억엔 규모의 주주환원을 계획했다. 니혼TV도 2025~2027년 중기계획에서 총환원성장 35% 이상을 목표로 제시했으며, 2025년 11월에는 330만주, 100억엔 상한의 자사주 취득과 취득분 전량 소각을 결의했다.

도표 39. 미국 TV광고비 추이



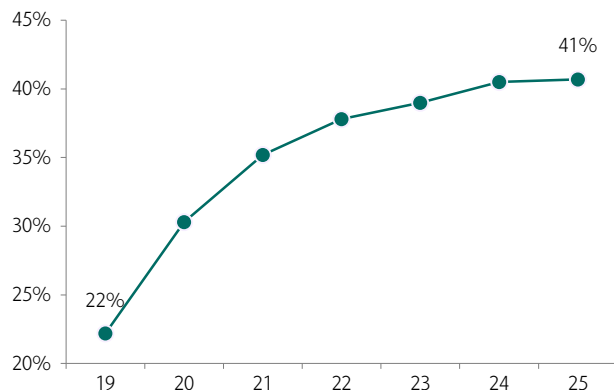
자료: eMarketer, 하나증권

도표 40. 일본 TV광고비 추이



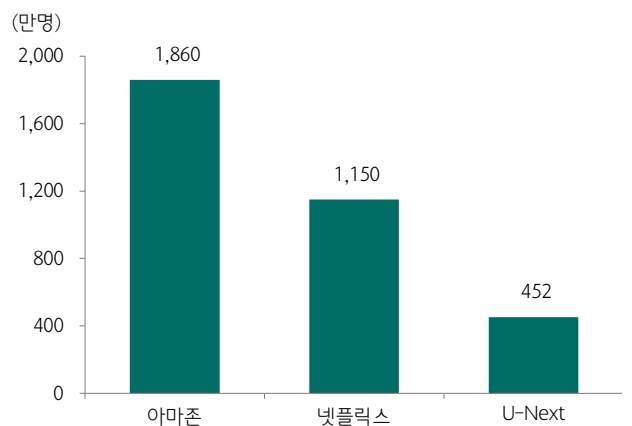
자료: Dentsu, 하나증권

도표 41. 일본 SVOD 이용률 추이



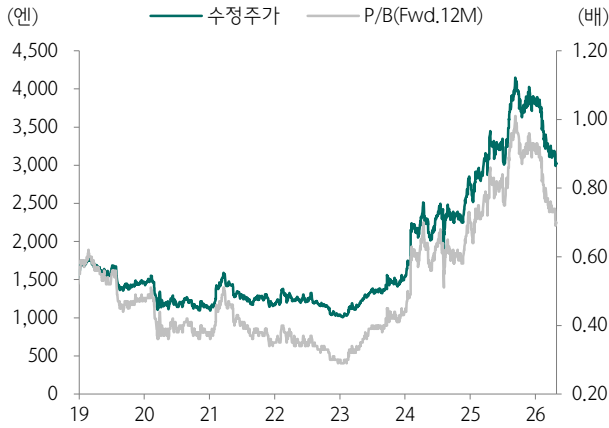
자료: GEM, 하나증권

도표 42. 일본 OTT 가입자 수 (2024)



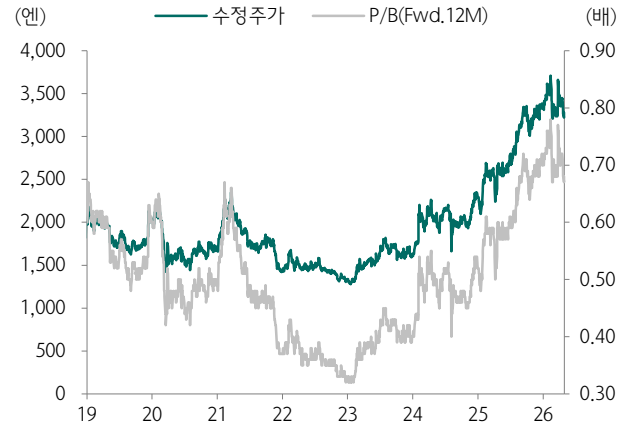
자료: MediaLab, 하나증권

도표 43. Nippon TV 주가 추이



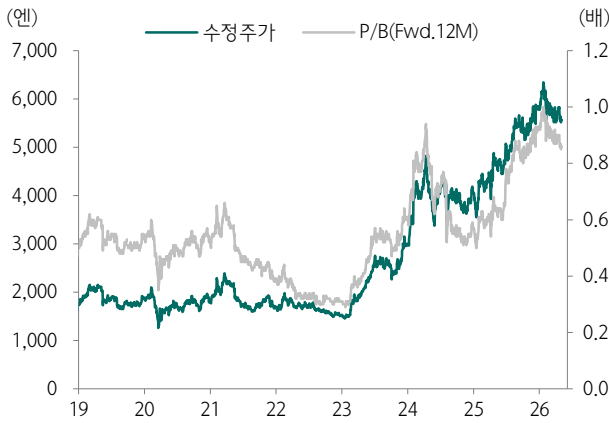
자료: Quantwise, 하나증권

도표 44. TV 아사히 주가 추이



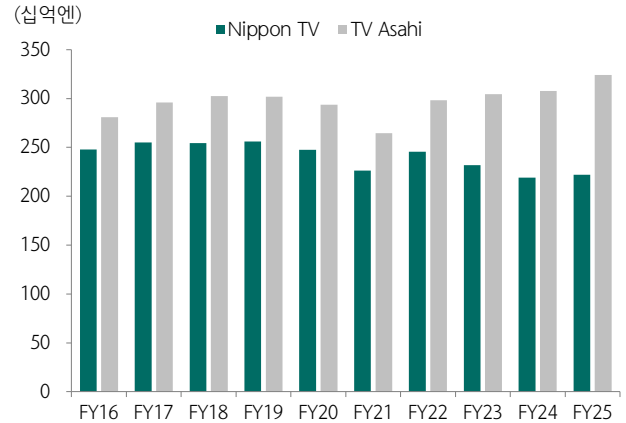
자료: Quantwise, 하나증권

도표 45. TBS Holdings 주가 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 46. 일본 주요 방송사 TV광고 매출 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 47. 일본 주요 방송사별 중장기 주주환원계획

회사명	상세 내용
Nippon TV	중기계획 2025-2027에서 총환원성향 35% 이상 목표. 2025년 11월 330만주, 100억엔 상한의 자사주 취득 및 취득분 전량 소각을 결의. 현재까지 약 260만주, 약 100억엔 취득 후 전량 소각 완료
TV Asahi	FY27/3부터 연결 배당성향 약 40%를 목표로 연간 최소 배당 60엔 설정. 중기계획 2026-2029에서는 주주환원 500억~600억엔, 자사주 매입은 유동적으로 실시
Fuji Media	2029년도까지 2,500억엔 규모의 자사주 취득 목표. 배당은 FY26 연간 125엔, FY27~FY28 각 200엔으로 설정. 2026년 2월 3일 기준 500억엔 자사주 취득 프로그램을 중단하고 7,100만주(2,350억엔) 상한의 신규 자사주 취득을 결의. 실제 취득은 6,121만주(약 2,350억엔)
TBS Holdings	연결 배당성향 40% 목표. 안정적, 지속적 배당 및 총환원성향을 고려한 유동적 자사주 취득. 중기계획 2026 기간 누적 주주환원 규모를 600억엔에서 800억엔으로 확대

자료: 각 사, 언론, 하나증권

3) 기다릴 건 티빙-웨이브의 합병 뿐

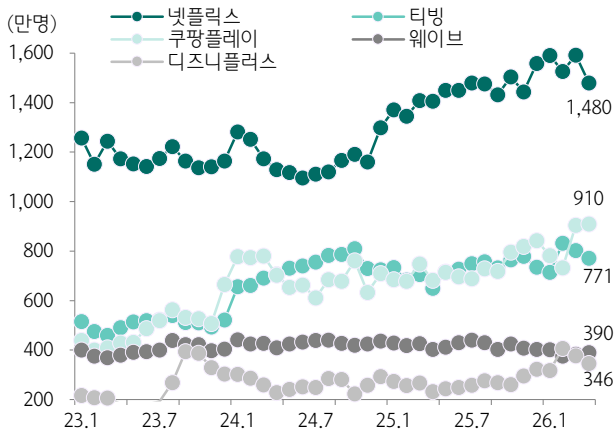
결국은 광고 회복을
기다릴 수밖에 없다

결국은 티빙-웨이브와의 합병을 통해 TV 광고 하락폭 이상의 성장을 보일 수 있어야 한다. 이미 양사의 합산 영업손실은 2023년 약 2,223억원에서 2025년 약 820억원으로 축소됐다. 특히 티빙은 2025년 4분기 영업손실 41억원으로 출범 이후 분기 기준 최소 손실을 기록했다. 다만, 피프스시즌이 2026년 1분기 이후 연내 드라마 딜리버리가 부재해 티빙의 가파른 반등에도 CJ ENM은 연간으로는 역성장할 가능성이 높다. 결국 2027년 티빙-웨이브의 합병을 통해 TV광고 역 성장보다 더 높은 디지털 광고의 시너지가 나타나기를 기다리는 수밖에 없다. 그 이전이라도 비영업 자산을 활용한 재무구조 개선이 나타나야 하는데, 이미 시가총액보다 높은 순차입금은 오히려 확대되었고, 넷마블의 지분 가치는 시가총액의 절반 수준이다. 영업현금흐름이 부진하면서 높은 금융비용도 부담으로 작용하고 있는데, 왜 넷마블의 지분을 활용하지 않는지 의문이다.

넷플릭스 말고도
편성과 광고 회복이 필요

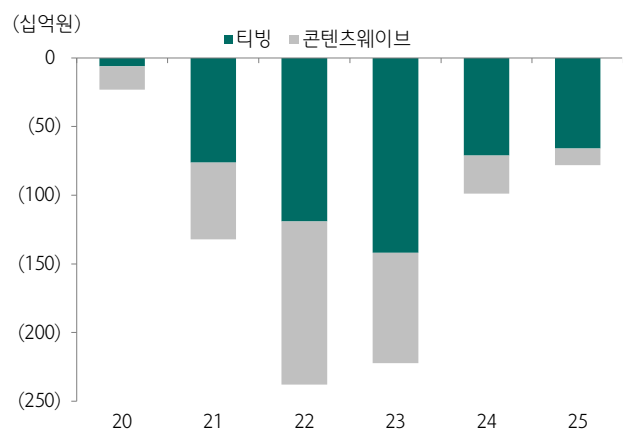
SBS는 Netflix향 판매 효과가 실적에 긍정적으로 반영되기 시작했지만, TV광고 역성장이 이를 상쇄하면서 1분기 어닝 쇼크를 기록했다. TV광고가 아주 조금만이라도 회복한다면 높아질 이익을 바탕으로 드라마 편성을 재차 확대해 Netflix에 재판매하는 선순환을 보게 될 것인데 기약이 없다.

도표 48. 국내 주요 OTT MAU 추이



자료: 모바일인덱스, 하나증권

도표 49. 티빙&웨이브 연도별 합산 영업이익 추이



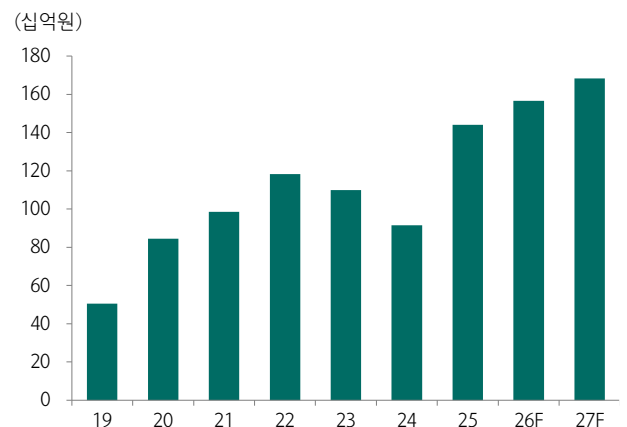
자료: 각 사, 하나증권

도표 50. 넷마블 주가 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 51. SBS 온라인 유통수익 추이



자료: SBS, 하나증권

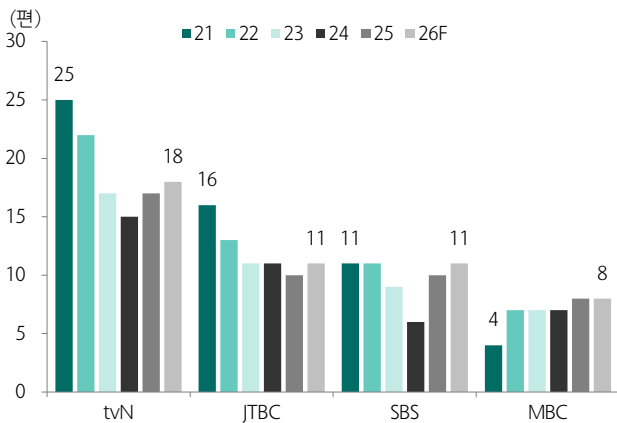
4) 드라마 제작사: TV광고가 먼저 회복해야

TV광고 부진으로 편성 확대도 제한적

드라마 제작사의 가치는 편성의 가치이고, 이는 TV광고 회복에 달려 있다. TV광고 업황이 부진해 편성도 줄어들면서 악순환이 이어졌고, 이를 방어하기 위해 국내 방송사들은 2025년 하반기부터 평일 드라마를 재개했으나 대부분 시청률이 1~3%대에 머무르고 있다. JTBC 금요시리즈 <마이 유스>는 2.1%, <러브 미>는 1.6%로 종영했고, tvN 수목 드라마 <우주를 줄게>도 최종회 2.0%에 그쳤다. SBS도 넷플릭스와의 콘텐츠 공급 계약으로 연간 10~11편보다는 더 많은 드라마를 제작할 것으로 예상했지만, 올해도 전년 수준과 비슷해 단기로는 드라마 편성 확대 가능성이 사라졌다.

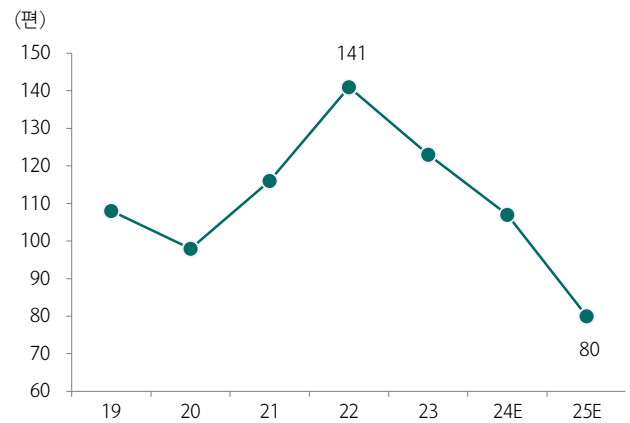
CJ ENM의 어려움 속에도 스튜디오드래곤은 지상파 3사 등 논 캡티브 판매 확대 등으로 방어하고 있지만, 결국 TV광고 업황이 개선되거나 몇 년째 기다려온 미국향 시리즈 오더와 같은 신규 수주가 확인되어야 한다. 콘텐츠리종양은 드라마 외에도 영화에서 좋은 성과가 나타났지만, 월드컵 중계권료 손실과 그룹 전체의 재무 구조 우려를 해소하기가 어려운 상황이다. 미디어 및 드라마 제작사에 대해서는 투자를 관망할 필요가 있다.

도표 52. 주요 채널별 드라마 편성 수 추이 및 전망



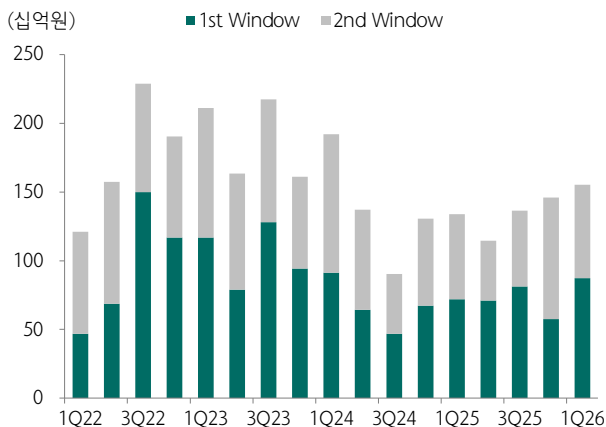
자료: 언론, 하나증권

도표 53. 국내 드라마 제작 편수 추이



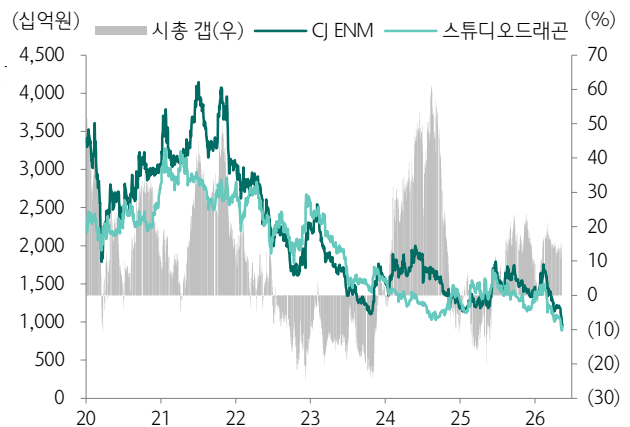
자료: 한국드라마제작사협회, 하나증권

도표 54. Window별 매출액 추이



주: 1st Window는 TV 편성, OTT 오리지널, 협찬 등 / 2nd Window는 VOD, Licensing 등
자료: 스튜디오드래곤, 하나증권

도표 55. CJ ENM&스튜디오드래곤 시가총액 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 56. CJ ENM 실적 추정

(단위: 십억원)

	24	25	26F	27F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	5,231	5,134	5,285	5,539	1,138	1,313	1,246	1,438	1,330	1,333	1,324	1,298
1. 미디어플랫폼	1,373	1,342	1,405	1,471	293	319	320	410	327	347	356	375
2. 커머스	1,451	1,518	1,544	1,577	362	386	356	414	379	392	365	409
3. 영화/드라마	1,705	1,457	1,463	1,557	316	411	373	358	457	383	390	233
4. 음악	702	818	874	934	167	197	197	256	167	212	214	281
영업이익	104	133	112	225	1	29	18	86	1	27	17	67
OPM	2%	3%	2%	4%	0%	2%	1%	6%	0%	2%	1%	5%
1. 미디어플랫폼	25	1	4	49	(6)	(8)	(3)	18	(21)	(3)	11	18
2. 커머스	83	96	96	98	26	21	13	36	24	21	13	37
3. 영화/드라마	(41)	(1)	(22)	25	(23)	(1)	7	16	8	(10)	(14)	(7)
4. 음악	31	41	39	56	3	17	2	19	(6)	19	6	20
당기순이익	(581)	17	46	138	(82)	115	80	(95)	(6)	81	44	(72)

자료: 하나증권

도표 57. SBS 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	24	25	26F	27F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출	1,047	1,008	966	1,005	206	268	239	295	190	248	246	280
별도	768	677	698	726	147	172	168	189	141	175	177	205
광고	311	268	264	273	56	73	63	75	50	69	67	79
사업	457	409	434	453	91	99	104	114	91	107	111	126
기타	278	332	268	278	59	96	71	105	50	73	69	76
영업이익(손실)	(19)	18	14	32	(7)	7	13	5	(18)	6	14	13
별도	(26)	13	8	18	(4)	9	9	(1)	(13)	5	9	6
기타	7	5	6	13	(3)	(2)	4	6	(5)	0	5	6
지배주주손익	34	8	13	32	(7)	6	10	(1)	(14)	5	11	10

자료: 하나증권

도표 58. 스튜디오드래곤 실적 추정

(단위: 십억원)

	24	25	26F	27F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	550	531	625	703	134	114	137	146	155	142	150	178
편성	127	115	169	181	33	17	28	37	48	40	35	45
판매	406	400	440	506	98	92	106	103	105	97	111	127
기타	16	16	17	17	2	5	3	6	2	5	3	6
매출총이익	68	57	80	92	11	4	17	25	13	20	26	21
GPM	12%	11%	13%	13%	9%	3%	13%	17%	8%	14%	18%	12%
영업이익	36	30	52	62	4	(3)	10	19	6	13	19	13
OPM	7%	6%	8%	9%	3%	-3%	8%	13%	4%	9%	13%	7%
순이익	33	10	44	53	2	(4)	9	3	7	9	16	12

자료: 하나증권

3. 레저: 우려는 정당하나 업황은 예상보다 훨씬 더 좋다

1) 한일령의 수혜는 훨씬 더 크고 빠르게 확인 중

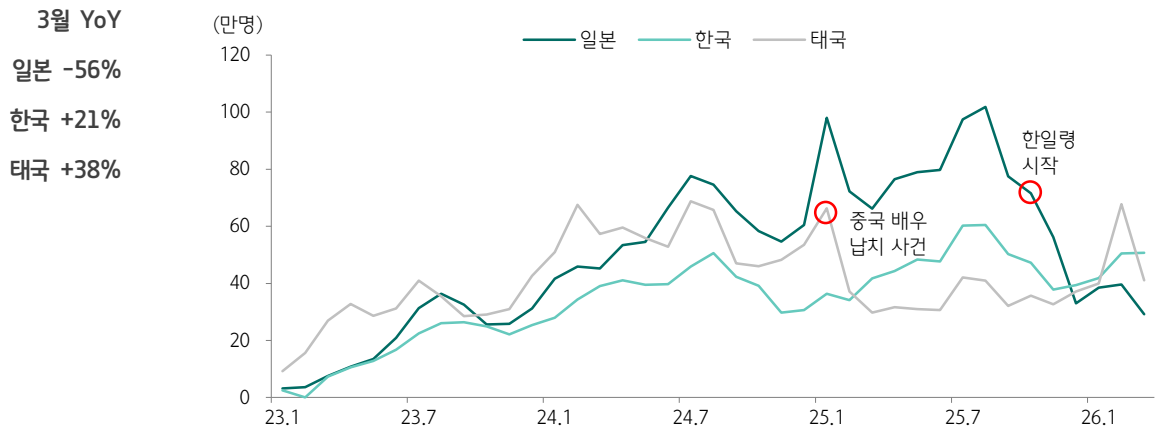
올해 1분기 인바운드는 역대 최고.
중국 인바운드도 한일령 수혜로
일본 상회

올해 1분기 외국인 관광객은 약 476만명(+23% YoY)으로 1분기 기준 역대 최고치이며, 3월에는 206만명으로 월별 기준으로도 최대 수준이다. 여기에 더해 한일령의 수혜도 확실하게 확인되고 있는데, 1분기 누적 한국/일본/태국의 중국인 인바운드는 각각 145만명(+29% YoY)/107만명(-55%)/149만명(+12%)으로 이미 한국과 일본 간 골든 크로스가 발생했다. 5월 일본 골든위크와 중국 노동절 기간에만 일본/중국 관광객 약 22만명이 방한했으며, 중국인은 11만명(+30%)으로 증가했다. 연간 중국 인바운드 전망은 690만명(+25%)인데, 이보다 상향될 가능성이 매우 높다.

한일령은 현재 진행형

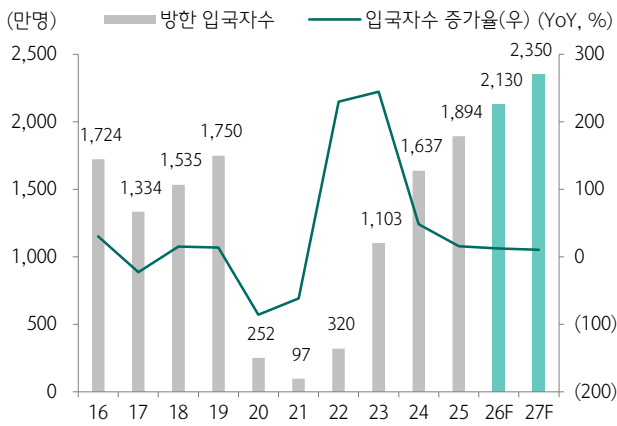
한일령 수혜는 이제 시작이다. 중국이 일본행 항공편을 계속 45~50% 수준에서 취소하면서, 중국과 일본 간 항공편 급감으로 일본 공항 10곳은 중국 노선이 아예 없어졌다. 특히, 간사이공항은 중국 항공편이 지난해 11월 2,355편에서 올해 1월 888편으로 감소해 감소율이 62%에 달했다. 같은 기간 한중 왕복 항공편은 전년 대비 11% 증가했다는 점에서 한국이 일본 여행 수요를 대체하고 있는 흐름은 이어질 것이다.

도표 59. 중국인 입국자 수 월별 추이



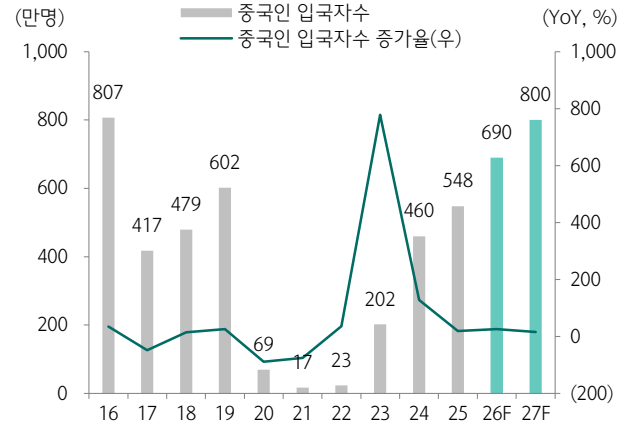
자료: 한국관광공사, Bloomberg, 하나증권

도표 60. 외국인 인바운드 전망치- 정부 목표치 2027년 3,000만명



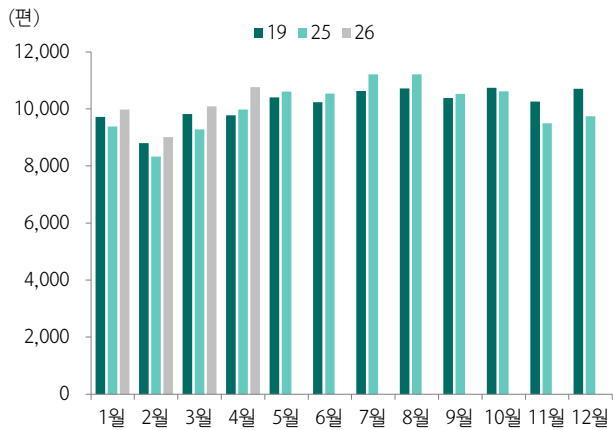
자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 61. 중국 인바운드 추이와 전망



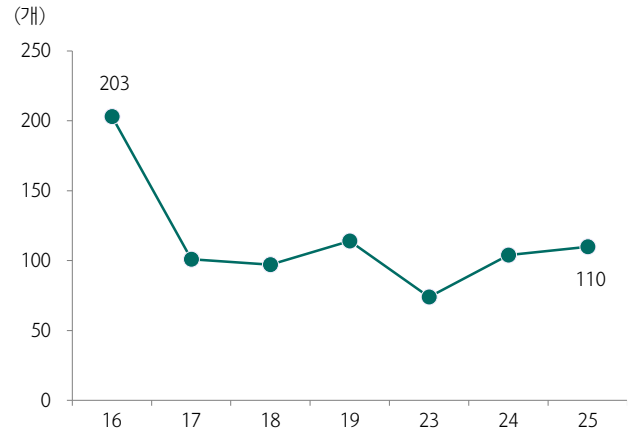
자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 62. 월별 한중 운항편수 추이 (4월 +8% YoY)



자료: 한국공항공사, 인천국제공항, 하나증권

도표 63. 연도별 한중 노선 수



자료: 한국공항공사, 인천국제공항, 하나증권

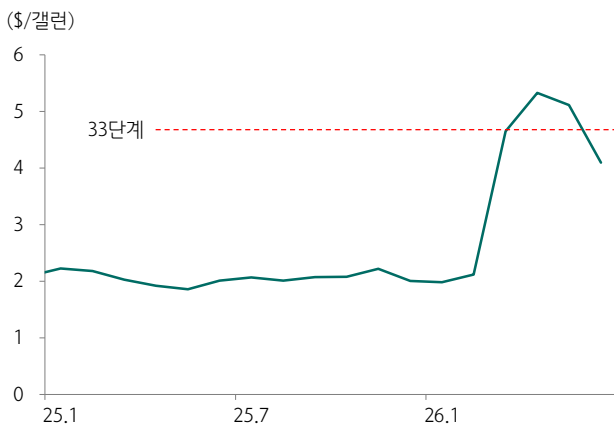
**전쟁에 따른 고유가로
노선 취소**

다만, 너무 아쉽게도 이란 전쟁 이후 항공유 가격이 급등하면서 항공편 취소와 노선 축소가 일부 나타나고 있다. 전쟁 발발 이후 글로벌로는 5월 한 달간 약 1.3만편의 항공편(약 200만석)이 취소되었고, 글로벌 20대 항공사 중 19곳이 감편에 나섰다. 국내외 항공사도 동남아 노선을 중심으로 감편을 시작했다. 언론에서 확인된 국내 항공사 감편은 약 800편 수준이다. 에어로케이 285편, 이스타항공 122편, 에어부산 85편, 에어프레미아 80편, 에어서울 46편에 더해 제주항공/진에어/티웨이도 200편 이상의 운항 취소를 결정했으며, 아시아항공도 상대적으로 수익성이 낮은 6개 노선에서 운항 횟수를 축소하고 있다. 전쟁 장기화에 따른 노선 취소에 대한 우려는 어쩔 수 없다.

**다만, 단거리로 대체되며 업황은
오히려 좋은 상황**

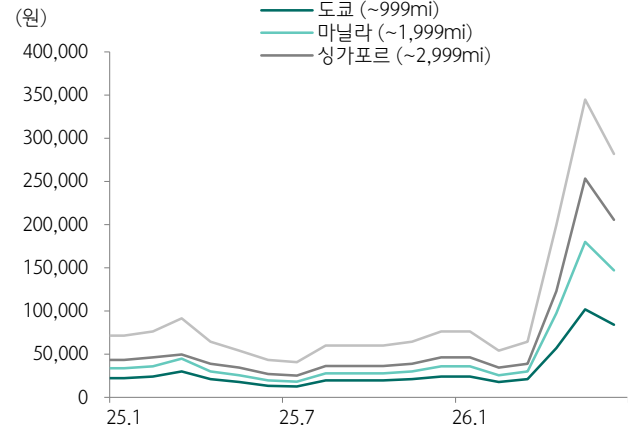
다만, 인바운드 업황 자체는 역설적으로 좋아지고 있다. 5월 유류할증료가 33단계까지 올라간 것은 부담이나, LCC 경쟁이 이어지는 가운데 중장거리 노선들이 일본/중국 등 단거리 노선으로 대체되면서 일본 항공권 가격은 주말 기준 왕복 35만원 내외로 유가 급등 이전 수준으로 다시 낮아졌다. 고유가가 전반적인 여행 수요에는 부담이지만, 단거리 인바운드 수요에는 공급 재배치 효과가 더 크게 나타날 것으로 예상하고 있다. 또한, 2분기만 보면 원래 방문하는 수요에 더해 4월 유류할증료 인상을 앞두고 3월에 급하게 선 반영된 수요가 있을 것이기에 역대급 성장을 전망하고 있다.

도표 64. 싱가포르 항공유 월별 추이



자료: 대한항공, 하나증권

도표 65. 월별 유류할증료 추이



자료: 대한항공, 하나증권

도표 66. 원/달러 환율 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 67. 6월 첫째주 기준 인천-도쿄 항공권 가격 추이



자료: 네이버, 하나증권

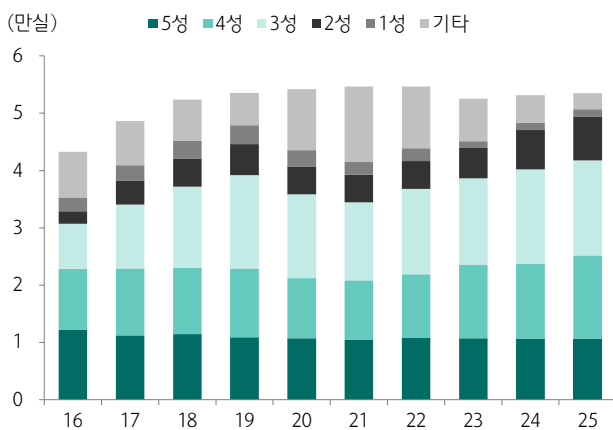
2) 호텔: OCC는 걱정이 없고, ADR은 10% 내외 상승 중

공급 부족과 인바운드가 ADR 상승 견인

1분기 호텔 산업은 이미 실적 서프라이즈가 나타나고 있다. 공급은 여전히 제한적이고, 인바운드는 사상 최대다. 서울 호텔은 약 5.6만실, 이 중 5성급은 약 1.2만실이며 90%가 중구/강남 권역에 위치해 추가 공급이 쉽지 않다. 2025년 서울 호텔 OCC는 82% 내외였고, 주요 지역은 이미 85~90% 수준에 근접했다. OCC가 이미 높은 상황에서도 방문 수요는 더욱 증가하고 있으며, 구조적 공급 부족과 원화 약세가 더해지며 ADR은 10% 내외의 상승을 보여주고 있다.

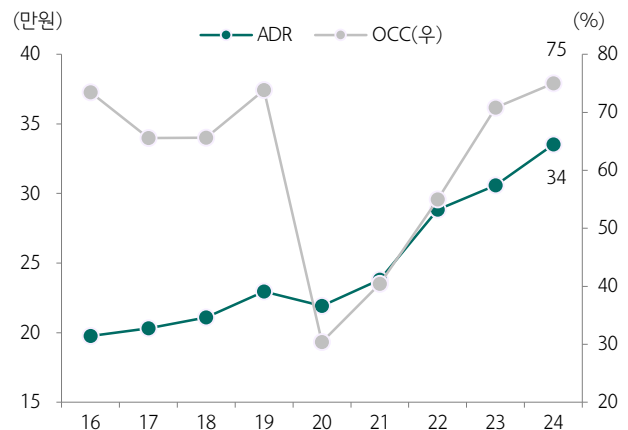
GS피앤엘은 그랜드의 일부 연회장 리뉴얼 및 제주 파르나스 서관의 3월 공사에도 불구하고 20% 내외의 실적 서프라이즈를 기록했는데, 제주/나인트리 등에서 10% 내외의 ADR이 상승했다. 파라다이스의 호텔도 마찬가지다. 호텔 부산은 1분기 역대 최대인 OCC 76%, ADR 30만원을 기록하며 영업이익 27억원(+164%)을 달성했다. 콤프 비용도 약 45억원 증가했는데, 서울 워커히의 숙박비 상승 영향으로 추정된다.

도표 68. 서울 호텔 객실 수 추이



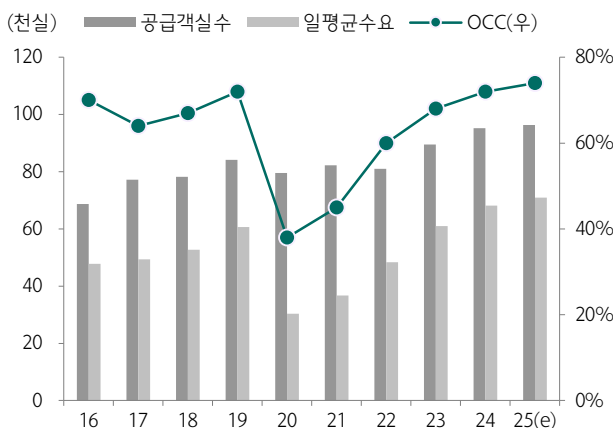
자료: 문화체육관광부, 하나증권

도표 69. 서울 5성급 호텔 OCC/ADR 추이



자료: 한국호텔업협회, 하나증권

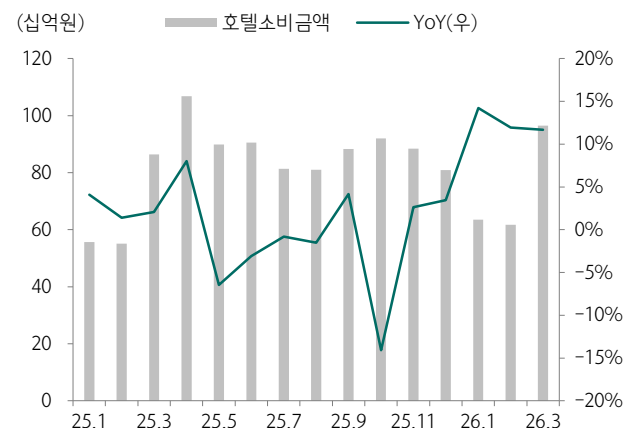
도표 70. 주요 지역* 객실 수급 현황



*수도권, 제주, 부산

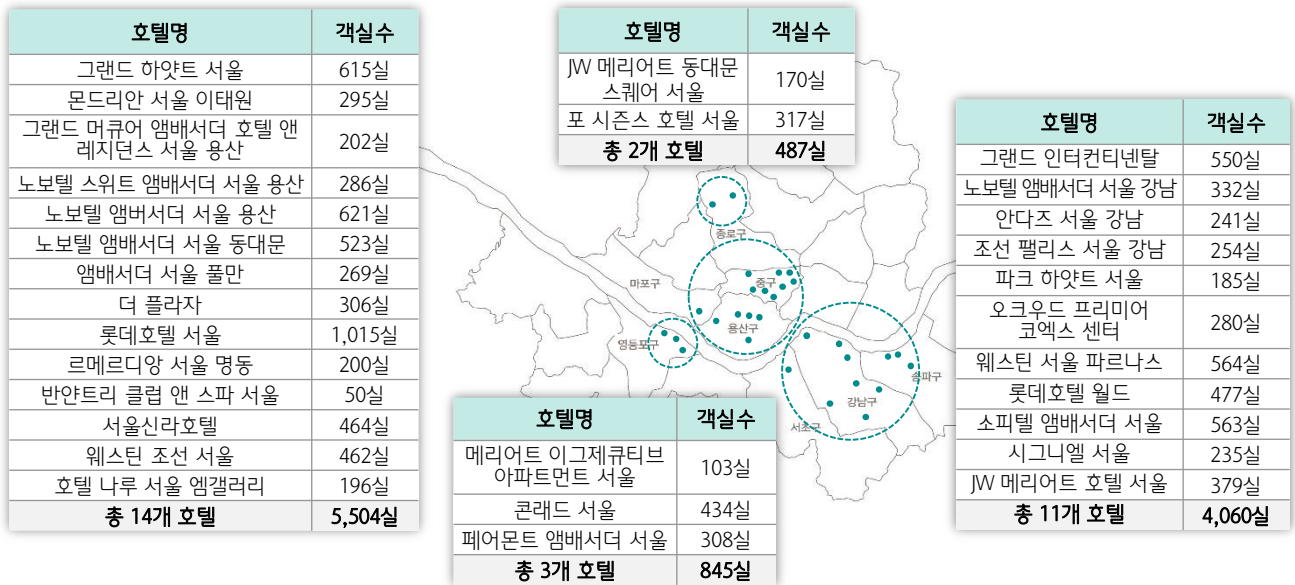
자료: STYLELOFT, 하나증권

도표 71. 서울 외래관광객 호텔소비금액 추이



자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 72. 국내 주요 5성급 호텔 목록



자료: 언론, 하나증권

2분기 호텔 고성장과 개발 모멘텀 가시화

2분기는 더 좋을 것이다. 전술했듯이 4~5월 수요는 1~2월에 미리 예약한 수요와 3월 유류할증료 상승 전 급하게 예약된 수요가 겹치면서 더 강하게 나타날 수 있다. 단거리 노선의 항공권 가격이 유가 급등 이전 수준으로 정상화되고 있는 것도 긍정적이다. GS피앤엘은 4월 그랜드의 2층 연회장 공사가 마무리되고, 서부T&D 역시 개발 예정인 용산 오피스텔 모델하우스 공사 일정으로 2월까지 부재했던 MICE 매출이 정상화되면서 고성장이 이어질 것이다. 서부T&D는 5월 15일 용산 나진상가 건축 허가도 받았는데, 12-13동 개발사업은 10월 착공, 11~12월 분양 일정으로 진행될 예정이어서 호텔 본업 외 개발 모멘텀도 빠르게 가시화되고 있다. 한일령의 수혜와 상반기 호실적을 감안할 때 2026년 예상 P/E 14~17 배 수준은 상당한 저평가로 판단한다. 최소 1개 이상의 기업에 대한 비중확대를 추천한다.

도표 73. 개발 진행 부지 현황

사업명	도시첨단물류복합단지	나진상가 12,13동 부지
소재지	서울시 양천구 신정동 1315	서울시 용산구 한강로3가 2-8외3필지
소유면적	101,169.28㎡(30,603 평)	6,026.60㎡(1,823평)
연면적	791,902.60㎡(239,550.54 평) 예정	73,161.33㎡(22,131.30평) 예정
주용도	공동주택(아파트)/복합쇼핑몰/문화집회 유흥창고/오피스텔 등	하이엔드 오피스텔/오피스 판매시설/운동시설
Grand Open	2031년 예정	2030년 예정
토지장부가 ('25년말 기준)	투자부동산 639,668백만원	투자부동산 147,651백만원

자료: 서부T&D, 하나증권

도표 74. 나진상가 일대 개발 현황



자료: 서울특별시, 하나증권

도표 75. GS피앤엘 실적 추정

(단위: 십억원)

	24	25	26F	27F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출	455	482	608	673	94	112	122	153	130	150	163	164
호텔	388	404	526	588	76	93	102	133	110	130	143	143
그랜드	186	211	221	251	45	53	54	58	47	55	58	62
웨스틴	63	44	151	166	1	1	8	33	32	37	40	42
제주	47	50	48	54	9	13	15	13	9	12	16	11
나인트리	92	99	106	117	20	26	26	28	22	27	28	29
파르나스타워	63	67	69	73	16	16	17	17	17	17	18	17
영업이익	85	78	123	143	15	12	20	31	24	21	39	39
OPM(%)	19	16	20	21	16	10	16	20	19	14	24	24
당기순이익	40	30	86	104	8	6	13	3	14	13	28	30

자료: GS피앤엘, 하나증권

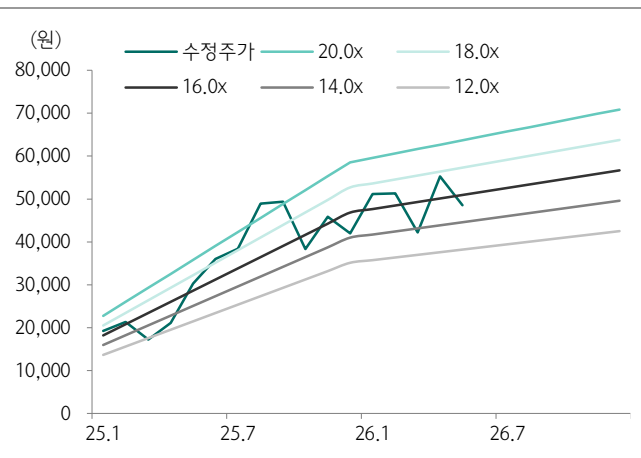
도표 76. 서부T&D 실적 추정

(단위: 십억원)

	24	25	26F	27F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출	187	248	298	323	46	55	70	78	66	75	75	82
호텔	139	171	189	211	34	43	45	49	39	48	49	53
쇼핑	36	37	38	39	9	9	9	10	9	9	9	10
임대 및 기타	12	40	71	73	3	3	16	18	18	17	17	19
영업이익	48	70	86	95	13	11	21	25	18	19	23	25
호텔	33	58	72	82	9	12	17	20	14	17	19	21
기타	15	12	14	13	4	(1)	4	5	4	2	4	5
OPM(%)	26	28	29	29	28	21	30	32	27	25	31	31
당기순이익	65	116	71	80	(1)	(4)	34	87	6	9	13	43

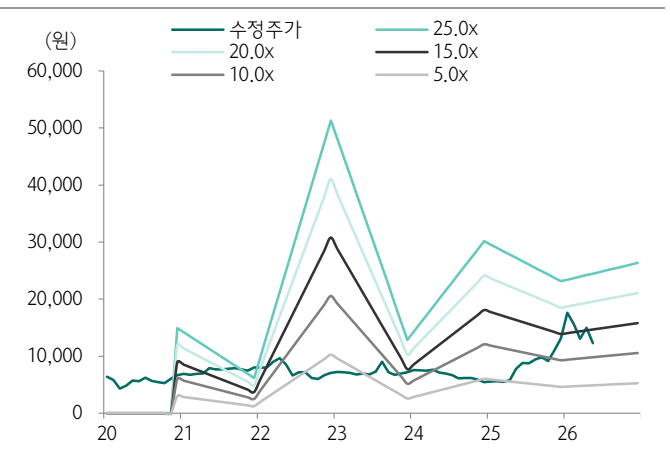
자료: 서부T&D, 하나증권

도표 77. GS피앤엘 12MF P/E 밴드 차트



자료: GS피앤엘, 하나증권

도표 78. 서부T&D 12MF P/E 밴드 차트



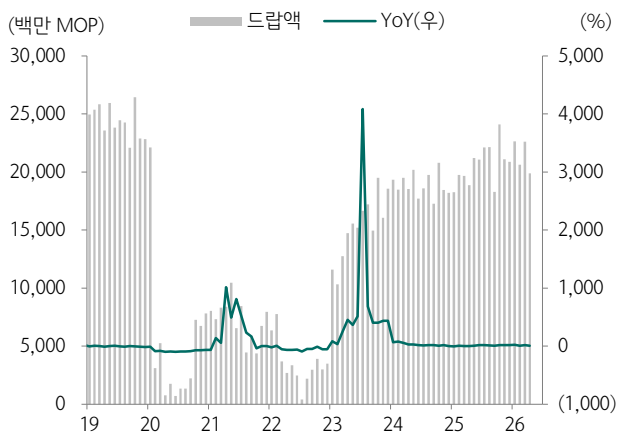
자료: 서부T&D, 하나증권

3) 카지노: 2분기부터 사상 최대 매출 재개될 것

마카오 디레이팅에도 국내 외인 카지노 반등 전망

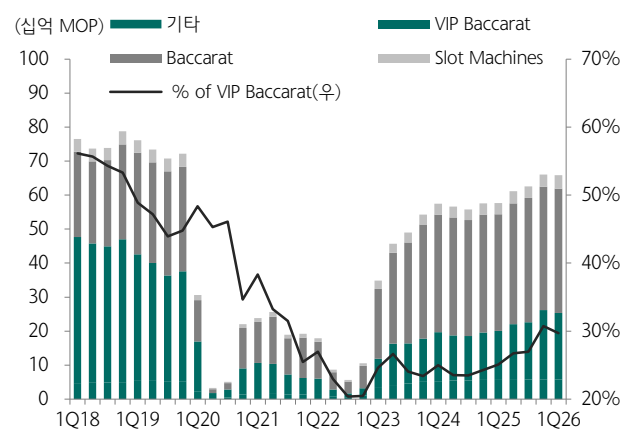
마카오 카지노는 4월 누적 GGR이 +12%로 두 자릿수 성장을 유지 중이다. 그러나 주가는 하락하며 2026년 예상 P/E는 평균 11~12배 수준까지 낮아졌는데, 이는 GGR의 부진보다 프리미엄 Mass 경쟁 심화, 프로모션/커미션 증가, 논게이밍 투자 확대, 인건비 부담에 따른 마진 우려 등이 반영된 것으로 보인다. 이러한 마카오 디레이팅의 이슈에도 불구하고 국내 외인 카지노의 실적은 롯데관광개발의 롤링 확대 및 파라다이스의 신규 호텔 램프업 효과로 2분기부터 강한 반등을 전망하고 있다. 롯데관광개발 최선호 하나, 파라다이스의 월 카지노 매출액이 1,000억원에 근접한다면 파라다이스의 상승 여력도 높을 것이다. 2027년 예상 P/E 11~12배 수준의 현 주가에서는 최소 1개 기업에 대한 비중확대를 추천한다.

도표 79. 마카오 월별 GGR 추이: 4월 약 3.6조원 (YoY +5%)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 80. 마카오 부문별 GGR 추이: 1Q26 VIP 비중 30%



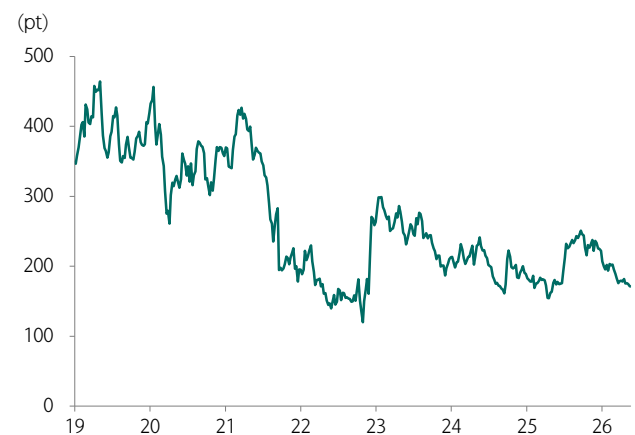
자료: DIC, 하나증권

도표 81. 주요 마카오 카지노 업체 밸류에이션 및 실적 테이블

종목	PER		PBR	
	26F	27F	26F	27F
강원랜드	10.7	10.1	0.8	0.8
파라다이스	13.4	11.0	0.7	0.7
GKL	14.6	13.7	1.6	1.5
롯데관광개발	19.5	12.2	3.4	2.7
갤럭시엔터	12.8	11.9	1.7	1.6
MGM차이나	8.5	7.6	6.3	4.3
샌즈차이나	13.9	12.4	9.6	8.8
윈마카오	11.1	9.9	N/A	N/A
(단위: 백만HKD)	매출액		영업이익	
	26F	27F	26F	27F
갤럭시엔터	52,330	56,669	10,789	11,782
MGM차이나	36,142	37,726	6,398	6,776
샌즈차이나	8,272	8,670	1,490	1,607
윈마카오	31,243	32,716	5,142	5,304

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 82. 마카오 인덱스 주가 추이 (YTD -23%)



자료: Bloomberg, 하나증권

**롤링 확대와 홀드올 개선으로
사상 최대 매출 재개**

롯데관광개발은 작년 월 카지노 매출 500억원 이상을 기록한 이후 올해 2월 300억원대까지 하락하면서 주가가 부진했는데, 제주도는 1분기가 비수기임을 감안해야 한다. 4월 말부터 노선이 재차 확대되고 있으며, 이를 확인하듯 4월 매출은 이미 488억원(+49%)까지 회복했다. 홀드올도 조금씩 상승하고 있는데, 5~10만원 테이블을 대부분 20~30만원 테이블로 상향하고 있는 것이 긍정적으로 작용하고 있다. 여기에 더해 롤링 사업을 본격적으로 확대하고 있어 사상 최대 매출 흐름이 재개될 것으로 예상하는데, 월 카지노 매출액은 빠르면 3개월 내 6~700억원에 근접할 수 있을 것이며, 2027년 온기로는 연간 카지노 매출액이 7,000억원 내외까지 상승할 수 있을 것이다. 좀 더 지켜봐야하겠지만 롤링 사업은 연간 카지노 매출 1,000억원 이상의 추가 성장 모멘텀이 될 수 있을 것으로 기대한다.

재무구조도 급격하게 개선될 것이다. 연간 EBITDA는 2,500억원을 넘는 수준으로 일부 Capex를 제외하면 대부분 장기차입금 상환에 활용될 것이고, 2028~2029년이면 전액 상환이 가능한 흐름이다. 하반기부터는 수수료 없는 중도 상환 및 리파이내싱도 가능하다. 또한, 이익준비금 포함 약 5,900억원의 결손금 보전을 결정하면서 5,000억원대까지 결손금이 감소했으며 정관변경을 통해 중간배당 조항도 신설했다.

도표 83. 롯데관광개발 실적 추정

(단위: 십억원)

	24	25	26F	27F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F
드랍액	1,726	2,768	3,239	3,653	482	669	849	769	651	799	944	845
홀드올	17.1%	17.2%	17.6%	17.3%	17.5%	16.5%	16.4%	18.6%	18.2%	17.9%	17.3%	17.2%
매출액	471	653	748	818	122	158	187	187	156	191	211	189
여행	84	89	85	87	22	24	22	21	18	25	23	19
호텔	86	82	87	91	14	22	24	21	18	23	23	23
카지노	295	477	571	634	85	110	139	143	119	143	164	146
기타	7	6	6	6	1	1	2	2	1	1	2	2
영업이익	39	143	193	221	13	33	53	44	29	52	68	44
OPM(%)	8	22	26	27	11	21	28	24	18	27	32	23
당기순이익	(117)	28	63	119	(24)	6	6	39	(7)	19	34	17

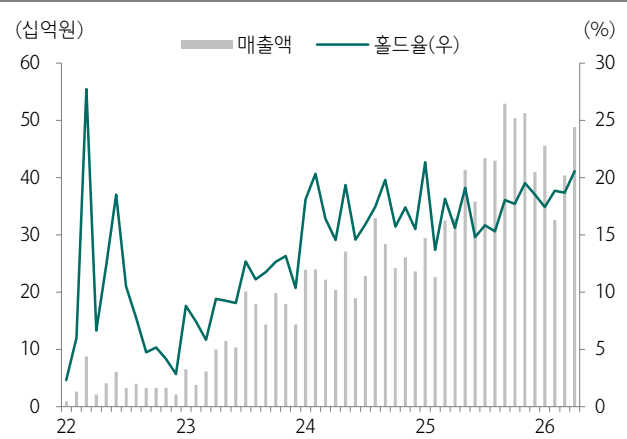
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 84. 제주드림타워 카지노 월별 드랍액: 4월 2,377억원 (YoY +13%)



자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 85. 제주드림타워 카지노 월별 매출액: 4월 488억원 (YoY +49%)



자료: 롯데관광개발, 하나증권

**하얏트 리젠시 인수 효과로
프리미엄 Mass 확대**

파라다이스는 오랫동안 기다려온 하얏트 리젠시의 인수 효과가 확인될 것이다. 인수 이전 파라다이스는 월간 드랍액 6,000억원 내외에서 정체되고 있었다. 인수 후에는 기존에 부재했던 프리미엄 Mass 고객 위주의 영업이 강화할 것으로 예상되며, 일 평균 콤프 비중이 30%까지 확대된다면 연간 카지노 매출 증분은 약 1,600억원으로 공헌영업이익률 50%를 가정하면 약 800억원의 이익 증가가 예상된다. 이미 올해 1~4월 중 3월을 제외하고는 매월 850억원 이상의 사상 최대 카지노 매출이 나왔는데, 인수 효과가 본격화되면 월 950~1,000억원 내외의 사상 최대 매출이 시작될 것으로 기대하고 있다

도표 86. 하얏트 리젠시 파라다이스의 콤프 활용에 따른 카지노 매출 성장 시나리오

전체 객실 수	인당 드랍액 (Premium Mass)	홀드율	콤프 비중	활용되는 객실 수	연간 카지노 매출 증분
500실	2,000만원	15%	20%	100	약 1,100억원
			30%	150	약 1,600억원
			40%	200	약 2,200억원

자료: 파라다이스, 하나증권

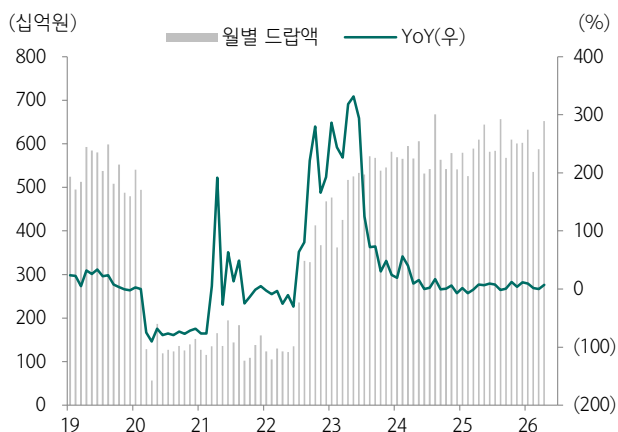
도표 87. 파라다이스 실적 추정

(단위: 십억원)

	24	25	26F	27F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F
드랍액	6,868	7,150	7,541	8,579	1,694	1,835	1,808	1,813	1,756	1,896	1,930	1,959
홀드율	11.2%	11.8%	11.9%	12.1%	12.6%	11.8%	11.3%	11.7%	12.2%	12.0%	11.7%	11.7%
매출액	1,072	1,150	1,235	1,391	283	284	288	294	294	310	317	313
카지노	403	419	437	452	116	101	100	103	116	108	101	112
호텔	112	115	116	117	24	28	32	32	27	28	32	30
기타	18	18	19	20	4	4	6	3	5	4	7	4
복합리조트	539	597	663	802	139	152	150	156	146	171	178	168
영업이익	136	156	195	261	57	43	40	16	37	50	61	47
OPM	13%	14%	16%	19%	20%	15%	14%	6%	13%	16%	19%	15%
당기순이익	111	145	148	206	43	32	33	36	19	38	53	37
지배주주순이익	76	94	99	134	31	21	23	19	17	25	35	23

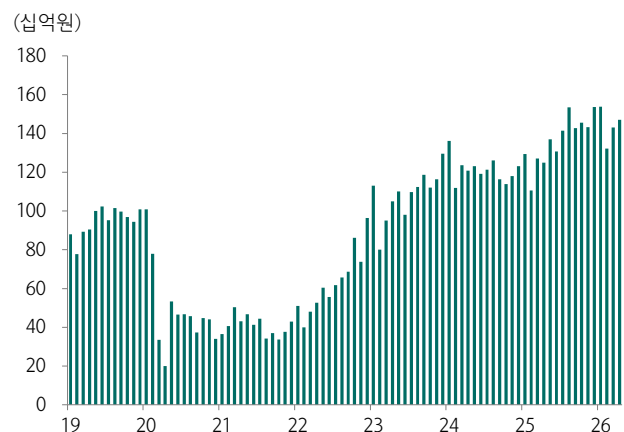
자료: 파라다이스, 하나증권

도표 88. 파라다이스 월별 드랍액: 4월 6,521억원 (YoY +7%)



자료: 파라다이스, 하나증권

도표 89. 파라다이스 Mass 드랍액 추이



자료: 파라다이스, 하나증권

**대규모 리노베이션은
중장기 모멘텀**

강원랜드는 2030년 오사카 복합리조트 완공을 앞두고 대규모 리노베이션이 진행되고 있다. 3월부터 객실 리노베이션이 시작되었는데 총 1,827실 중 약 41%인 카지노 호텔 477실, 마운틴 콘도 280실이 대상이다. 이 외에도 회원 영업장 리노베이션, 제2카지노 영업장, 주차장/케이볼카, 인피니티풀 조성 등 2028년 완공을 목표로 합산 7,000억원 이상의 Capex가 집행될 예정이다. 중장기적으로는 상당히 좋은 성장 모멘텀이 될 것이나, 향후 1년 정도는 추가적인 실적 상향 모멘텀이 부재한 것도 사실이다. 다만, 주주 환원 관점에서 보면 상법 개정으로 보유 자사주 7.4%를 의무 소각해야 하는데, 연간 주당 예상 배당금 950~1,000원까지 더하면 총 주주환원율은 13%를 상회하기에 참고할 필요가 있다.

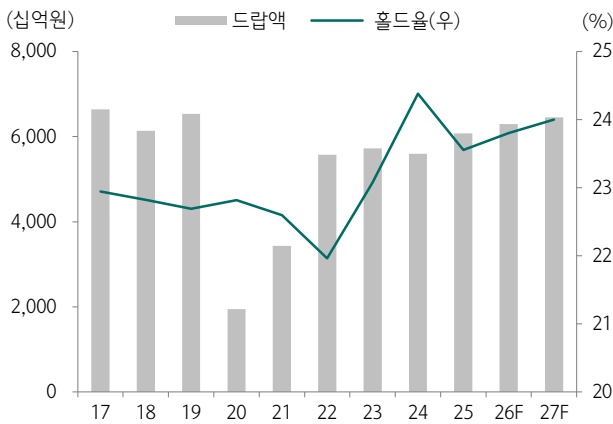
도표 90. 강원랜드 실적 추정

(단위: 십억원)

	24	25	26F	27F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F
드랍액	5,595	6,078	6,293	6,451	1,455	1,473	1,603	1,548	1,501	1,533	1,667	1,592
홀드올	24.4%	23.6%	23.8%	24.0%	23.7%	24.5%	23.0%	23.1%	24.0%	23.8%	23.8%	23.7%
매출액	1,427	1,477	1,494	1,528	366	361	384	365	379	352	397	366
Casino	1,245	1,308	1,355	1,401	317	332	334	326	330	329	359	336
Non-Casino	182	169	139	127	49	29	50	40	49	23	38	29
영업이익	286	235	246	256	74	59	73	30	69	56	80	41
OPM	20%	16%	16%	17%	20%	16%	19%	8%	18%	16%	20%	11%
당기순이익	457	318	305	319	75	63	113	68	40	58	106	63

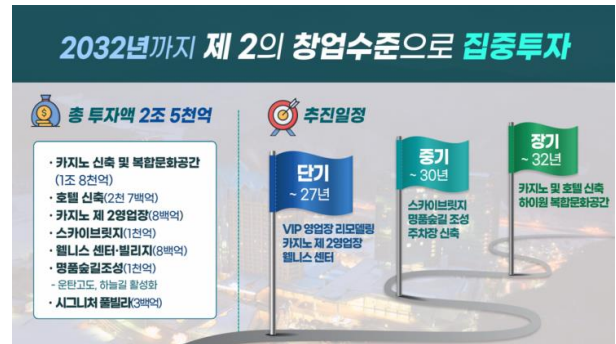
자료: 강원랜드, 하나증권

도표 91. 강원랜드 카지노 드랍액 및 홀드올 추이



자료: 강원랜드, 하나증권

도표 92. 강원랜드 중장기 투자계획



자료: 강원랜드, 하나증권

**부산 인바운드 회복으로
드랍액 구조적 성장**

GKL은 4월 누적 드랍액이 15% 성장하면서 반등 흐름을 보이고 있는데, 특히 부산을 주목할 필요가 있다. 4월 GKL 부산 드랍액은 622억원(+31%)을 기록했는데, 같은 기간 파라다이스 부산 카지노 드랍액도 76% 증가했다. 이는 일시적인 현상이 아닌, 부산 인바운드 회복에 따른 구조적 성장으로 보인다. 부산은 2025년 외래 관광객 364만명(+24%)으로 역대 최대를 기록한 데 이어, 2026년 1분기에도 외국인 관광객 102만명으로 2014년 이후 최단 기간 100만명을 돌파했다. 김해공항 국제선 이용객도 1분기 321만명(+27%)으로 증가했고, 일본/중국 등 단거리 노선 비중이 높은 점도 긍정적이다. 4월 외래 방문자 수와 관광소비액도 각각 33%/28% 성장했다. 부산 인바운드 회복이 여러 지표에서 동시에 확인되고 있는 만큼 드랍액의 장기적 개선 흐름도 기대할 수 있다.

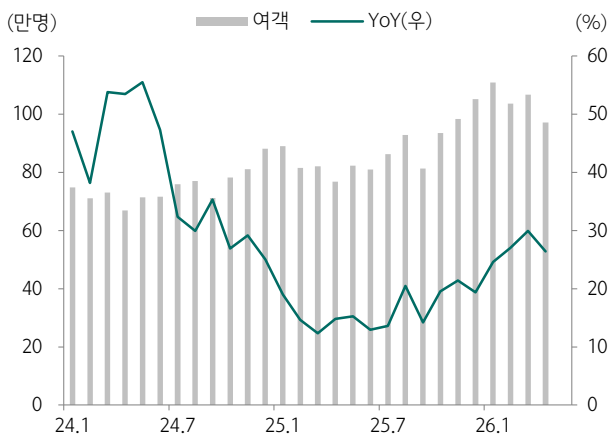
도표 93. GKL 실적 추정

(단위: 십억원)

	24	25	26F	27F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F
드랍액	3,648	3,703	3,985	4,217	827	915	974	988	931	991	1,035	1,028
홀드올	10.7%	11.3%	11.5%	11.5%	13.1%	11.1%	11.2%	10.8%	11.5%	11.8%	11.4%	11.2%
매출액	396	423	464	489	110	101	109	103	111	118	119	116
영업이익	38	53	74	82	20	16	17	(1)	18	27	21	8
OPM	10%	12%	16%	17%	18%	16%	16%	-1%	16%	22%	18%	7%
당기순이익	33	47	62	69	16	17	15	(1)	15	21	18	8

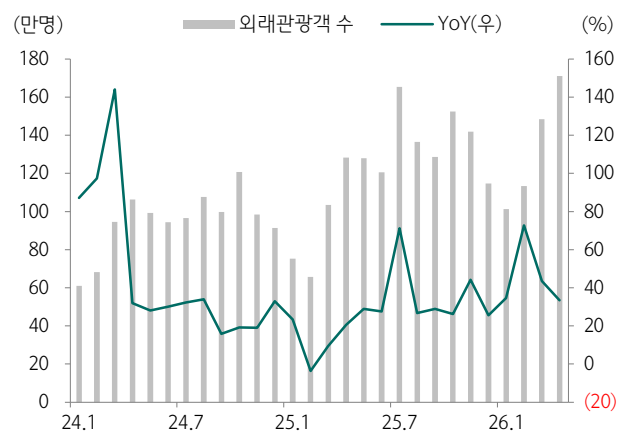
자료: GKL, 하나증권

도표 94. 김해공항 국제선 여객 수 추이



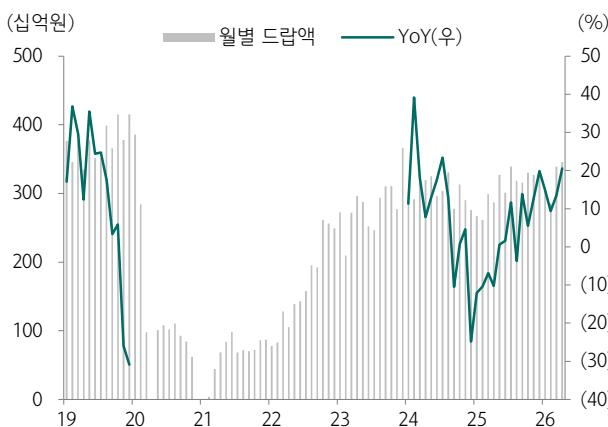
자료: 항공포탈, 하나증권

도표 95. 부산 외래관광객 추이



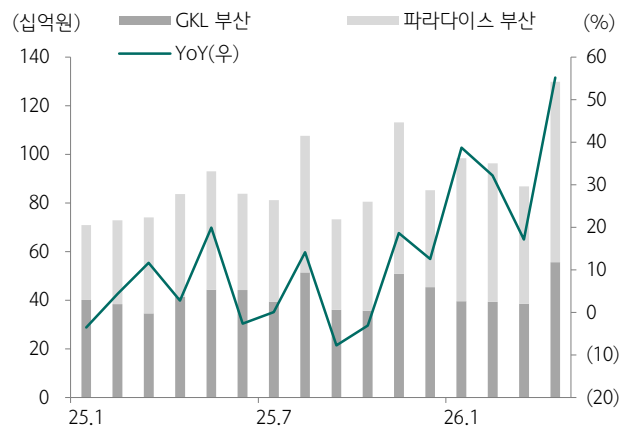
자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 96. GKL 드랍액



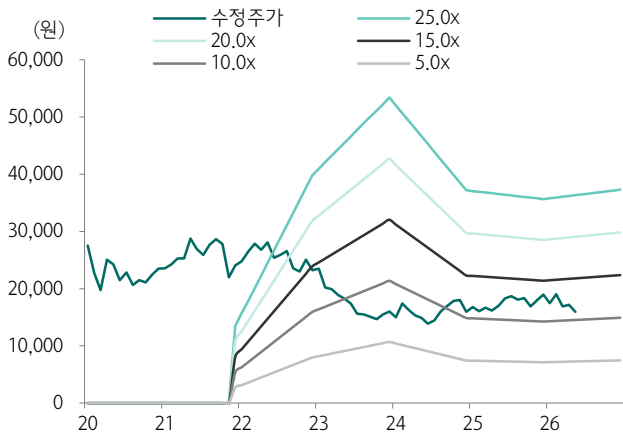
자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 97. GKL/파라다이스 부산 드랍액



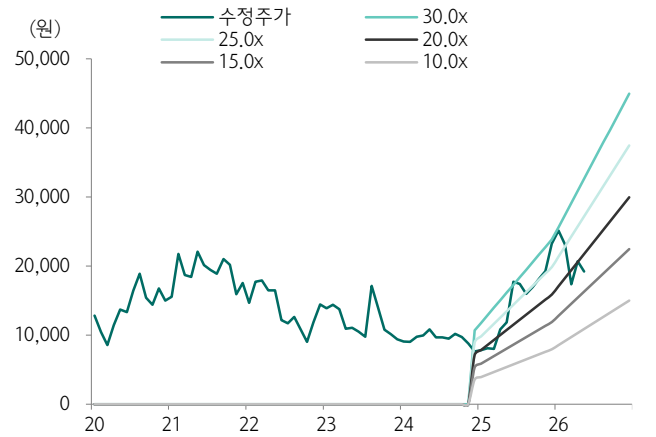
자료: 각 사, 하나증권

도표 98. 강원랜드 12MF P/E 밴드 차트



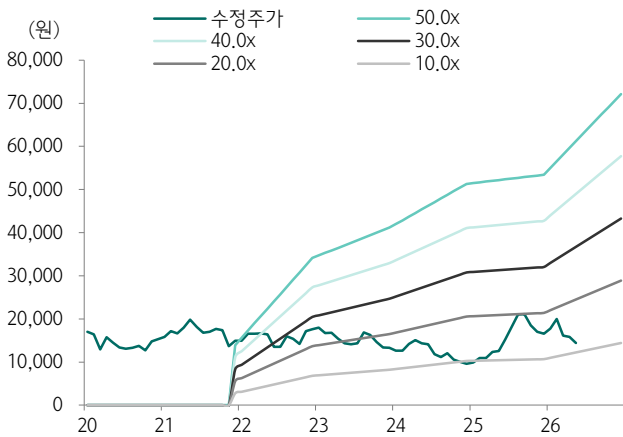
자료: 강원랜드, 하나증권

도표 99. 롯데관광개발 P/E 밴드 차트



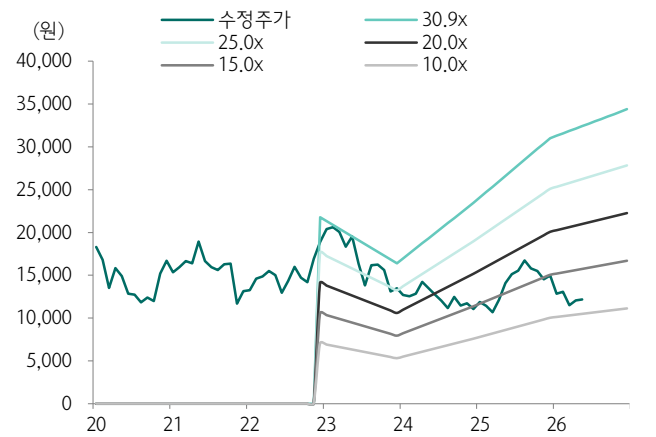
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 100. 파라다이스 12MF P/E 밴드 차트



자료: 파라다이스, 하나증권

도표 101. GKL 12MF P/E 밴드 차트



자료: GKL, 하나증권

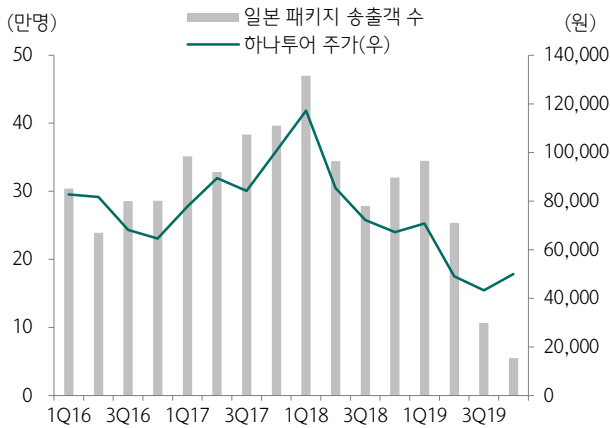
4) 여행: 2년째 이어지는 불운

고유가와 유류할증료 인상으로
여행 수요 회복 지연

2024년 12월 계엄과 항공 참사로 상당히 부진했던 2025년의 높은 기저 효과, 즉 이연 수요가 2026년에는 당연히 발현될 것으로 예상했다. 그러나, 3월 이란 전쟁 이후 유가가 \$100 내외까지 상승해 수요 회복이 쉽지 않다. 역대 최고 수준인 유류할증료로 수요 뿐만 아니라 노선 취소 우려가 많아 하드블럭도 감소할 수 밖에 없다.

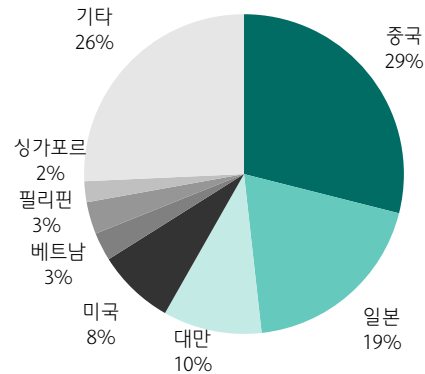
모두투어의 4월 패키지 송객 수는 6.9만명(+4%)으로 그나마 유류할증료 영향이 제한적인 달이었다. 지역별로는 중국과 일본이 각각 +31%/+47%를 기록했으며, 동남아/유럽이 각각 -19%/-16%를 기록했다. 동남아 등의 중장거리 노선이 일본/중국 등 단거리 노선으로 수요가 일부 대체되었지만, 5월 이후에는 하나/모두투어 모두 역성장 할 가능성도 있는 상황이다. 2년 연속 말도 안되는 불운이 이어지고 있는 만큼 이슈 마무리 국면에서는 높은 성장이 재개될 가능성이 높지만, 유가 하락을 확인한 후에 고민해도 늦지 않다.

도표 102. 하나투어의 과거 일본 패키지 송출객 수 및 주가 추이



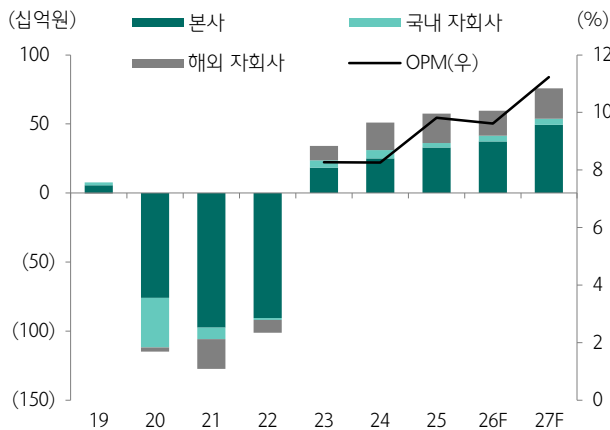
자료: 하나투어, 하나증권

도표 103. 2025년 지역별 출국 비중



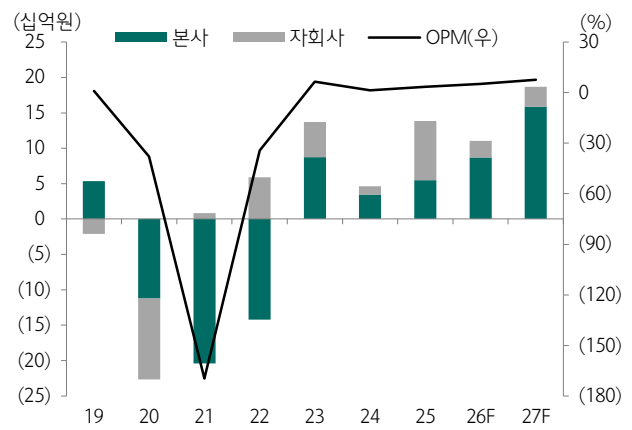
자료: 한국관광통계, 하나증권

도표 104. 하나투어 부문별 영업이익



자료: 하나투어, 하나증권

도표 105. 모두투어 부문별 영업이익



자료: 모두투어, 하나증권

도표 106. 하나투어 주요 가정

(단위: 천명, 천원)

	24	25	26F	27F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F
출국자수	26,959	27,741	29,128	30,585	7,350	6,332	6,631	7,428	7,866	6,648	6,963	7,651
하나투어 송객 수	3,561	3,988	4,400	4,686	1,023	858	930	1,177	1,268	903	1,033	1,197
패키지	2,151	2,069	2,193	2,324	566	447	451	605	651	452	505	585
항공권(FIT)	1,411	1,920	2,208	2,362	457	410	480	572	617	451	528	611
YoY												
출국자수	27%	3%	5%	5%	5%	2%	-1%	6%	7%	5%	5%	3%
하나투어 송객 수	37%	12%	10%	7%	11%	9%	5%	21%	24%	5%	11%	2%
패키지	58%	-4%	6%	6%	-4%	-7%	-9%	3%	15%	1%	12%	-3%
항공권(FIT)	15%	36%	15%	7%	38%	34%	23%	49%	35%	10%	10%	7%
ASP												
패키지	1,037	1,063	1,047	1,050	1,025	1,097	1,034	1,095	996	1,021	1,106	1,074
YoY												
패키지	-10%	3%	-2%	0%	-2%	0%	-5%	16%	-2%	-7%	7%	-2%

자료: 하나투어, 하나증권

도표 107. 하나투어 실적 추정

(단위: 십억원)

	24	25	26F	27F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F
수탁금	3,073	3,334	3,588	3,810	844	741	751	973	1,000	733	868	987
영업수익	617	587	621	676	168	120	123	175	175	118	158	170
본사	514	481	507	556	142	94	100	145	148	91	130	138
국내 자회사	60	53	57	61	13	13	12	14	14	14	14	15
해외자회사	77	87	93	98	22	21	19	25	23	22	23	25
영업이익	51	58	60	76	12	10	8	27	17	8	20	15
별도	25	33	37	49	6	4	5	17	11	4	13	9
OPM	8%	10%	10%	11%	7%	8%	7%	16%	10%	7%	12%	9%
당기순이익	99	48	71	87	14	11	9	13	25	12	20	13

자료: 하나투어, 하나증권

도표 108. 모두투어 실적 추정

(단위: 십억원)

	24	25	26F	27F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F
수탁금	1,579	1,306	1,323	1,394	366	296	273	371	372	287	319	344
여행알선	1,143	1,039	1,058	1,116	291	236	206	305	315	221	245	276
항공권대매	436	268	265	278	75	61	67	65	57	66	74	68
영업수익	251	210	214	244	65	40	38	68	61	41	52	60
본사	243	202	204	233	63	37	36	65	58	38	50	58
자회사	8	9	9	10	2	2	2	3	3	3	2	2
영업이익	4	7	11	19	8	3	(3)	1	3	1	3	3
OPM	1%	4%	5%	8%	12%	7%	-9%	1%	5%	4%	7%	6%
당기순이익	10	9	11	18	7	1	(2)	3	5	2	3	1

자료: 모두투어, 하나증권

기업분석

하이브(352820)	35
롯데관광개발(032350)	37

2026년 5월 20일 | 기업분석_Update

BUY (유지)

목표주가(12M) 400,000원
현재주가(5.19) 236,000원

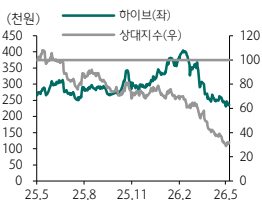
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,271.66
52주 최고/최저(원)	404,500/230,500
시가총액(십억원)	10,172.1
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	43,102.2
60일 평균 거래량(천주)	315.9
60일 평균 거래대금(십억원)	92.5
외국인지분율(%)	17.60
주요주주 지분율(%)	
방시혁 외 7인	28.96
넷마블	9.12

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	4,355.7	4,023.0
영업이익(십억원)	289.9	507.4
순이익(십억원)	211.4	413.7
EPS(원)	4,957	9,620
BPS(원)	81,447	90,541

Stock Price



Financial Data

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,255.6	2,649.9	4,238.3	3,783.5
영업이익	184.0	49.3	212.4	480.9
세전이익	19.4	(177.4)	321.4	619.7
순이익	9.4	(237.3)	175.0	449.4
EPS	225	(5,673)	4,066	10,434
증감률	(95.00)	적전	혹전	156.62
PER	859.56	(58.17)	57.80	22.52
PBR	2.49	4.29	2.96	2.66
EV/EBITDA	24.92	69.86	40.62	22.09
ROE	0.31	(7.33)	5.26	12.50
BPS	77,737	76,912	79,423	88,507
DPS	200	500	850	2,100



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

하이브 (16pt0000)

그래도 너 밖에 없다

엔터/미디어 최선후주

대형 3세대 아티스트들의 역대급 월드투어를 선 반영하는 흐름과 4세대의 아쉬운 성장 속도가 겹치며 기획사 산업의 주가가 역사적인 저평가를 받고 있다. 하이브는 뉴진스 이슈에도 저점으로 작용했던 예상 P/E 30배도 하회한 23배(2027년 기준)까지 하락했기에 모든 우려를 반영했다고 판단한다. 하반기 BTS의 역사적인 월드 투어 실적에 더해 뉴진스 컴백과 캣츠아이의 높은 성과, 그리고 신인 한국/미국 걸그룹 데뷔 등이 더해진다면 역사적 저평가 수준의 현 주가에서는 2027년 기준 30배까지 언제든 반등해도 이상하지 않다.

현재와 미래 모두가 있는 아티스트 라인업

2분기부터 BTS의 역사적인 월드투어 매출이 반영되면서 사상 최대 실적이 예상된다. 1분기 위버스 MAU(1,340만명, +220만명 QoQ)와 높은 팬클럽 매출(513억원, +40% QoQ) 등을 감안할 때 투어에 연동한 간접 매출의 폭발적인 성장이 예상된다. 여기에 더해 5세대의 라인업도 상당히 좋다. 코르티스는 전주문만 240만장을 판매했는데, 연간으로는 작년 스트레이키즈에 이어 2위도 가능한 수준이다. 아직 데뷔 1년도 채 되지 않았지만, 올해에도 BTS, 스트레이키즈에 이어 3번째로 앨범을 많이 파는 그룹이 될 것이다. 또한, 언론에 따르면 연내 뉴진스의 4인조 컴백이 예상되고, 신인 걸그룹도 신규 레이블에서 데뷔를 준비중이다. 3세대부터 5세대까지 모두 앞서 나가고 있는 하이브의 흥행 변수가 그래도 가장 높다.

북미에서도 가장 잘 하고 있다

지난 10년간 케이팝의 산업 영업이익은 10배가 상승하면서 2027년에는 연간 합산 1조원의 영업이익이 가능할 것으로 예상된다. 다만, 고민은 여기에서 재차 영업이익 2조원까지 레벨업 하기 위해서는 최소 BTS 수준의 1팀이 더 필요하며, 하이브의 가능성이 가장 높다고 판단한다. 그러나, 이를 확인하기 전까지는 아시아를 벗어나 북미 등 서구권에서의 성장이 필요한데, 현지화 그룹에서는 캣츠아이가 독보적이다. 캣츠아이는 스포티파이 월간 리스너 3,300만명으로 전세계 걸그룹 1위이며, 최근 발표곡 마다 빌보드 HOT100 20위권에 안착하고 있다. 8월 발매 예정 앨범은 100만장도 넘어설 것으로 예상되며, 최근 발표된 2번째 투어의 규모는 50만명 수준이다. 겨우 2년차에 달성한 것으로 향후 2~3년 내 월드 투어 100만명 규모의 아티스트로 성장할 것이다. 또한, 일본인 멤버 1명이 추가된 북미 2번째 걸그룹 세인트 새틴도 조만간 데뷔 할 것이다. (손실이 너무 많았지만) 북미에서의 높은 성과가 기대되는 것도 결국 하이브다.

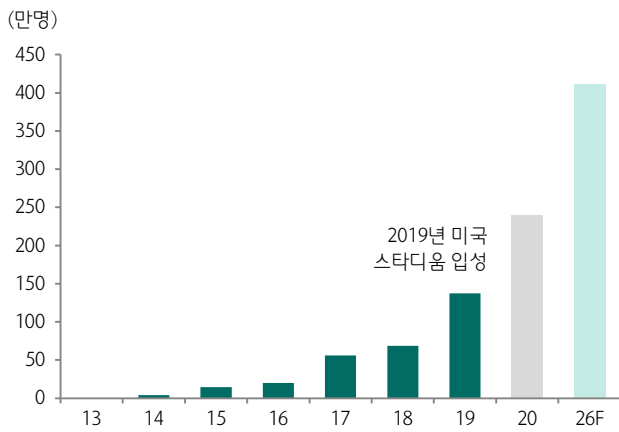
도표 1. 하이브 실적 추정

(단위: 십억원)

	24	25	26F	27F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	2,256	2,650	4,238	3,784	501	706	727	716	698	1,206	1,311	1,023
음반/음원	861	773	977	926	137	229	190	218	272	279	204	222
콘서트	451	764	1,655	1,238	155	189	245	175	89	498	630	436
기타 매니지먼트	235	284	319	335	61	65	77	80	95	79	80	66
MD/라이선스	420	571	976	911	106	153	168	143	137	294	326	221
콘텐츠	288	259	311	373	41	70	47	101	106	56	70	78
영업이익	184	49	212	481	22	66	(42)	4	(197)	135	159	115
OPM	8%	2%	5%	13%	4%	9%	-6%	1%	-28%	11%	12%	11%
지배주주순이익	9	(237)	175	449	60	18	(50)	(265)	(165)	127	116	97

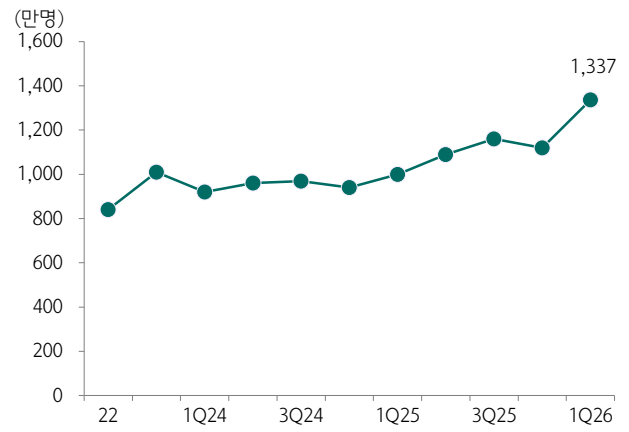
자료: 하이브, 하나증권

도표 2. BTS 콘서트 관객 수 전망



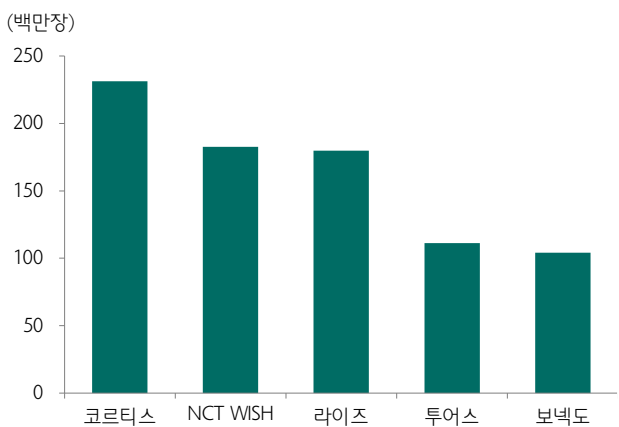
자료: 하이브, 하나증권

도표 3. 위버스의 MAU 추이: 1Q26 1,337만명 (+19% QoQ)



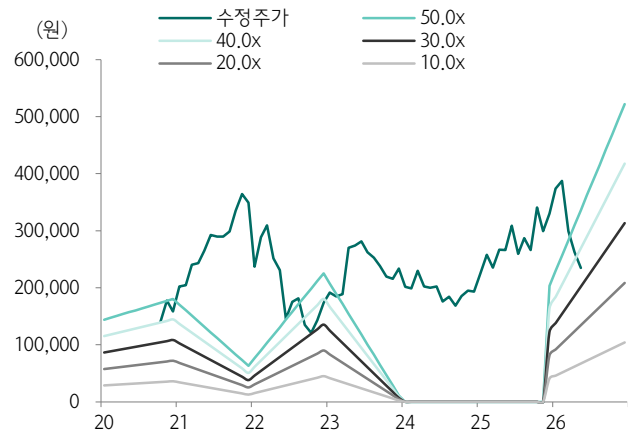
자료: 하이브, 하나증권

도표 4. 주요 신인 남자 그룹들의 최근 앨범 초동 판매량



자료: 서울차트, 하나증권

도표 5. 하이브 12MF P/E 차트



자료: 하이브, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,255.6	2,649.9	4,238.3	3,783.5	3,904.2
매출원가	1,295.8	1,714.0	2,733.7	2,247.4	2,303.5
매출총이익	959.8	935.9	1,504.6	1,536.1	1,600.7
판매비	775.8	886.5	1,292.2	1,055.2	1,110.6
영업이익	184.0	49.3	212.4	480.9	490.1
금융손익	(22.0)	70.4	105.0	134.8	145.0
종속/관계기업손익	(18.4)	(11.7)	4.0	4.0	4.0
기타영업외손익	(124.3)	(285.3)	0.0	0.0	0.0
세전이익	19.4	(177.4)	321.4	619.7	639.1
법인세	22.9	77.0	144.6	161.1	166.2
계속사업이익	(3.4)	(254.4)	176.8	458.6	472.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(3.4)	(254.4)	176.8	458.6	472.9
비지배주주지분 손이익	(12.8)	(17.1)	11.9	30.8	31.8
지배주주순이익	9.4	(237.3)	175.0	449.4	463.5
지배주주지분포괄이익	287.9	(217.7)	163.6	424.4	437.7
NOPAT	(32.5)	70.7	116.8	355.9	362.7
EBITDA	330.2	195.9	312.9	551.7	541.1
성장성(%)					
매출액증가율	3.56	17.48	59.94	(10.73)	3.19
NOPAT증가율	적전	흑전	65.21	204.71	1.91
EBITDA증가율	(21.94)	(40.67)	59.72	76.32	(1.92)
영업이익증가율	(37.75)	(73.21)	330.83	126.41	1.91
(지배주주)순이익증가율	(94.98)	적전	흑전	156.80	3.14
EPS증가율	(95.00)	적전	흑전	156.62	3.13
수익성(%)					
매출총이익률	42.55	35.32	35.50	40.60	41.00
EBITDA이익률	14.64	7.39	7.38	14.58	13.86
영업이익률	8.16	1.86	5.01	12.71	12.55
계속사업이익률	(0.15)	(9.60)	4.17	12.12	12.11

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	225	(5,673)	4,066	10,434	10,761
BPS	77,737	76,912	79,423	88,507	96,654
CFPS	8,852	4,171	9,554	15,473	15,073
EBITDAPS	7,927	4,683	7,269	12,809	12,564
SPS	54,155	63,360	98,467	87,850	90,651
DPS	200	500	850	2,100	2,200
주가지표(배)					
PER	859.56	(58.17)	57.80	22.52	21.84
PBR	2.49	4.29	2.96	2.66	2.43
PCFR	21.85	79.12	24.60	15.19	15.59
EV/EBITDA	24.92	69.86	40.62	22.09	21.78
PSR	3.57	5.21	2.39	2.68	2.59
재무비율(%)					
ROE	0.31	(7.33)	5.26	12.50	11.68
ROA	0.17	(4.33)	3.10	7.74	7.70
ROIC	(1.50)	3.22	5.51	16.68	17.62
부채비율	55.93	54.46	56.27	40.82	38.03
순부채비율	(3.55)	(18.57)	(22.04)	(33.25)	(40.05)
이자보상배율(배)	3.73	1.00	4.39	12.14	15.47

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,787.7	2,364.0	2,707.8	2,824.1	3,281.8
금융자산	1,216.0	1,745.4	1,865.8	2,071.4	2,505.5
현금성자산	412.0	534.9	594.8	736.8	1,128.3
매출채권	262.3	283.6	311.9	278.4	287.3
재고자산	163.2	184.4	294.9	263.3	271.7
기타유동자산	146.2	150.6	235.2	211.0	217.3
비유동자산	3,691.5	3,121.5	3,084.9	2,990.1	2,945.5
투자자산	762.9	520.3	584.3	560.2	566.6
금융자산	546.8	418.6	421.5	414.9	416.7
유형자산	97.0	87.0	54.7	36.9	27.2
무형자산	2,244.3	1,986.7	1,918.6	1,865.6	1,824.3
기타비유동자산	587.3	527.5	527.3	527.4	527.4
자산총계	5,479.2	5,485.5	5,792.7	5,814.2	6,227.3
유동부채	830.9	734.4	861.3	806.7	831.4
금융부채	135.9	37.3	0.0	0.0	0.0
매입채무	33.0	56.1	250.0	223.2	230.3
기타유동부채	662.0	641.0	611.3	583.5	601.1
비유동부채	1,134.5	1,199.7	1,224.6	878.7	884.4
금융부채	955.3	1,048.8	1,048.8	698.8	698.8
기타비유동부채	179.2	150.9	175.8	179.9	185.6
부채총계	1,965.4	1,934.0	2,086.0	1,685.4	1,715.8
지배주주지분	3,214.7	3,257.1	3,400.5	3,791.7	4,142.6
자본금	20.8	21.3	21.3	21.3	21.3
자본잉여금	1,635.9	1,888.0	1,888.0	1,888.0	1,888.0
자본조정	15.2	31.0	31.0	31.0	31.0
기타포괄이익누계액	142.1	162.0	162.0	162.0	162.0
이익잉여금	1,400.6	1,154.7	1,298.1	1,689.3	2,040.2
비지배주주지분	299.1	294.4	306.3	337.1	368.9
자본총계	3,513.8	3,551.5	3,706.8	4,128.8	4,511.5
순금융부채	(124.7)	(659.4)	(817.1)	(1,372.6)	(1,806.7)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	151.6	107.5	77.5	561.4	532.4
당기순이익	(3.4)	(254.4)	176.8	458.6	472.9
조정	303.1	395.5	100.4	70.7	51.0
감가상각비	146.1	146.5	100.5	70.8	51.0
외환거래손익	(6.6)	(5.8)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	32.2	89.3	0.0	0.0	0.0
기타	131.4	165.5	(0.1)	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채변동	(148.1)	(33.6)	(199.7)	32.1	8.5
투자활동 현금흐름	(10.4)	(169.0)	(124.4)	(39.5)	(48.9)
투자자산감소(증가)	289.8	574.6	(63.9)	24.1	(6.4)
자본증가(감소)	(32.9)	(31.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(267.3)	(712.2)	(60.5)	(63.6)	(42.5)
재무활동 현금흐름	(64.8)	254.8	(58.8)	(386.5)	(90.2)
금융부채증가(감소)	(72.2)	(5.2)	(37.3)	(350.0)	0.0
자본증가(감소)	66.4	252.6	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(29.8)	15.7	0.0	0.0	0.0
배당지급	(29.2)	(8.3)	(21.5)	(36.5)	(90.2)
현금의 증감	76.4	193.3	984.8	142.0	391.6
Unlevered CFO	368.7	174.4	411.2	666.4	649.2
Free Cash Flow	118.7	76.1	77.5	561.4	532.4

2026년 5월 20일 | 기업분석_Update

BUY (유지)

목표주가(12M) 28,000원
 현재주가(5.19) 19,290원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,271.66
52주 최고/최저(원)	26,550/10,960
시가총액(십억원)	1,535.5
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	79,601.5
60일 평균 거래량(천주)	793.5
60일 평균 거래대금(십억원)	15.6
외국인지분율(%)	20.19
주요주주 지분율(%)	
김기병 외 4인	40.56
국민연금공단	9.96

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	782.2	870.7
영업이익(십억원)	200.1	239.7
순이익(십억원)	78.3	130.1
EPS(원)	993	1,654
BPS(원)	5,560	7,004

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	471.5	653.4	747.9	817.8
영업이익	39.0	143.3	192.6	221.2
세전이익	(122.5)	(4.5)	62.9	118.6
순이익	(116.6)	27.8	63.3	119.3
EPS	(1,531)	356	795	1,498
증감률	적지	폭전	123.31	88.43
PER	(5.00)	65.31	24.18	12.83
PBR	1.84	4.97	3.51	2.76
EV/EBITDA	14.78	13.30	9.72	8.29
ROE	(60.42)	8.06	15.67	24.10
BPS	4,156	4,677	5,468	6,967
DPS	0	0	0	0

롯데관광개발 (16pt0000)

다시 기대하셔도 좋습니다

레저 최선호주

2개 분기 연속 실적이 부진하면서 주가 역시 부진했다. 다만, 올해도 사상 최대 실적이 예상되는데 1) 테이블 증가와 홀드올 상승, 그리고 여전히 충분한 콤프 여력과 2) 롤링 사업 확대로 또 한 번의 레벨업이 예상된다. 하반기부터는 리파이낸싱이 가능해 이자비용 역시 구조적으로 감소할 가능성이 높다. 레저 업종 내 최선호주를 유지한다.

구조적 성장은 현재 진행형

영업이익은 2024년 약 400억원에서 2026년 약 2,000억원 내외까지 성장이 이어질 것이다. 드랍액은 여전히 구조적 성장 국면에 있는 것으로 판단하는데, 1) 테이블 수로 보면 2024년 149대에서 1분기 169대까지 증가했으며, 포커 테이블 3대를 추가해 172대까지 확대할 예정이다. 슬롯 머신도 2025년 287대에서 올해 371대까지 증가할 계획이다. 복합리조트의 캐파는 테이블 수 뿐만 아니라 고객에게 프로모션으로 제공하는 호텔 룸(콤프)도 중요한데, 1,600객실 중 콤프 비중은 작년 1분기 약 30%에서 45~50%까지 확대되었고 이에 연동한 매출 상승이 이어졌다. 여전히 콤프 확대의 룬이 남아 있는데, 60%까지 확대된다면 월 카지노 매출액 600억원 달성은 시간 문제이다. 마지막으로 홀드올이 조금씩 상승하고 있는 것도 유의미한 데, 인당 드랍액은 4~500만원 수준인데 최소 베팅 금액 5~10만원 테이블을 축소하고 마카오 평균인 20~30만원 테이블을 확대하면서, 전체 바카라 테이블 중 약 66%가 20~30만원 테이블이다.

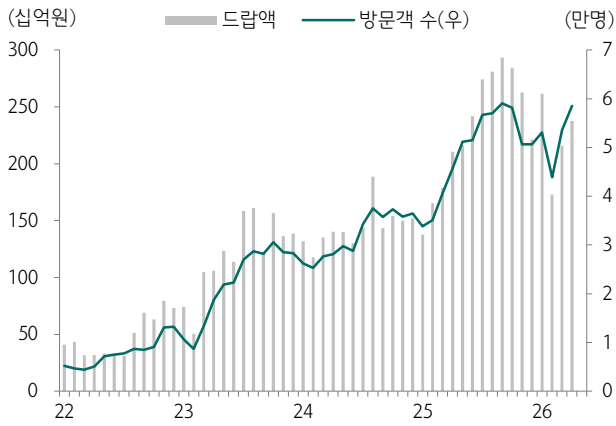
롤링 사업 확대는 또 다른 레벨업의 기회

5월부터 롤링 사업을 본격 확대할 예정이다. 롤링은 리베이트(고객이 손실을 볼 경우에 한해 일부를 돌려주는 것)와 달리 고객이 플레이 하는 만큼 수수료를 제공하는 것이다. 카지노의 경우 고객이 이기더라도 베팅에 따라 수수료를 줘야 하는 만큼 하방 리스크도 분명히 있지만, 마카오가 대부분 이런 형태의 프로모션을 제공하고 있다. 제주도의 중국인 방문 비중이 높은 만큼 롤링 사업 강화는 긍정적으로 판단하는데, 마카오와 한국의 높은 세율 차이(37% vs. 15%)로 고객들에게 마카오보다 더 높은 롤링 커미션 제공이 가능하다. 관련 성과를 지켜봐야 하겠지만 연간 카지노 매출 1,000억원 이상의 추가 성장 모멘텀이 될 수 있을 것으로 기대한다.



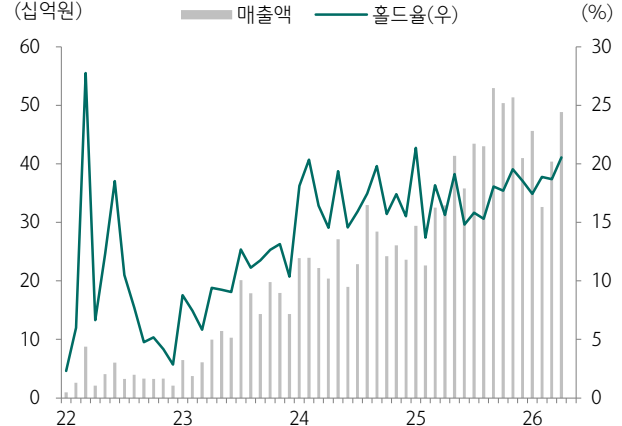
Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com
 RA 김현수 hyunsookim@hanafn.com

도표 1. 롯데관광개발 월별 카지노 드랍액 및 방문객 수 추이



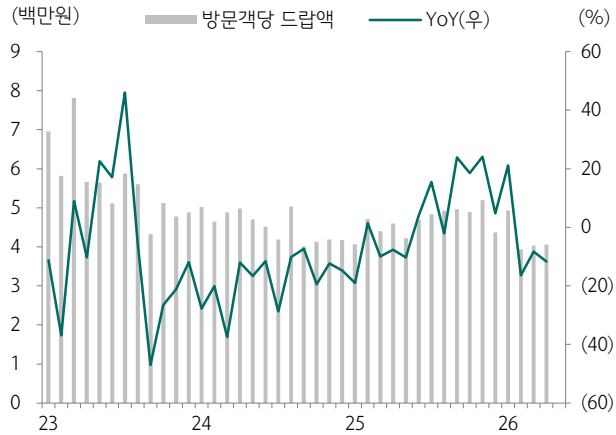
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 2. 롯데관광개발 월별 카지노 매출액 및 홀드율 추이



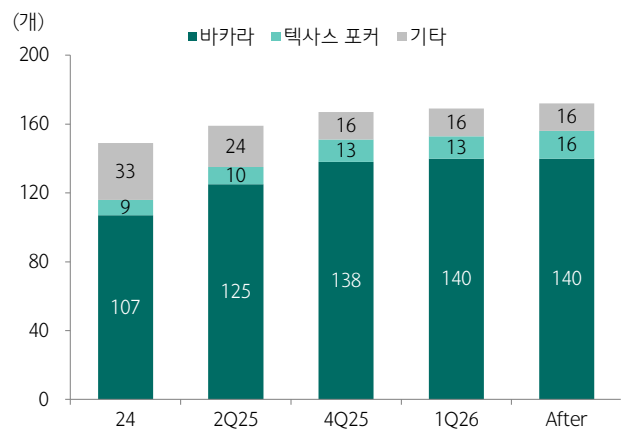
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 3. 제주드림타워 인당 드랍액 추이



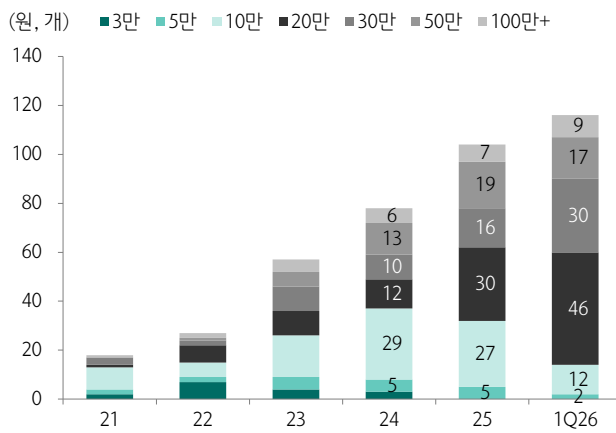
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 4. 제주드림타워 카지노 테이블 수 추이 및 전망



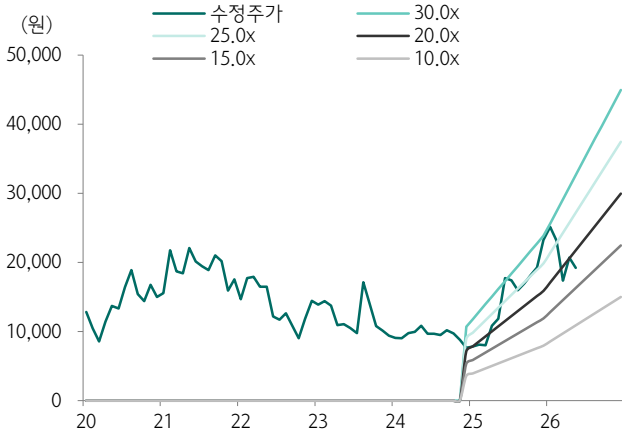
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 5. 미니멈 베팅 금액 별 바카라 오픈 테이블 개수



자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 6. 롯데관광개발 P/E 차트



자료: 롯데관광개발, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	471.5	653.4	747.9	817.8	872.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	471.5	653.4	747.9	817.8	872.0
판매비	432.5	510.1	555.3	596.6	639.5
영업이익	39.0	143.3	192.6	221.2	232.5
금융손익	(158.9)	(141.9)	(125.8)	(99.8)	(74.8)
종속/관계기업손익	1.6	0.1	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	(4.2)	(6.0)	(4.0)	(3.0)	(3.0)
세전이익	(122.5)	(4.5)	62.9	118.6	154.8
법인세	(5.9)	(32.1)	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	(116.6)	27.6	62.9	118.6	154.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(116.6)	27.6	62.9	118.6	154.8
비배주주지분 손익	0.0	(0.2)	(0.4)	(0.7)	(0.9)
지배주주순이익	(116.6)	27.8	63.3	119.3	155.8
지배주주지분포괄이익	243.3	20.5	62.9	118.6	154.8
NOPAT	37.1	(885.1)	192.6	221.2	232.5
EBITDA	124.0	231.8	275.1	298.5	303.4
성장성(%)					
매출액증가율	50.40	38.58	14.46	9.35	6.63
NOPAT증가율	흑전	적전	흑전	14.85	5.11
EBITDA증가율	375.10	86.94	18.68	8.51	1.64
영업이익증가율	흑전	267.44	34.40	14.85	5.11
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	127.70	88.47	30.60
EPS증가율	적지	흑전	123.31	88.43	30.64
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	26.30	35.48	36.78	36.50	34.79
영업이익률	8.27	21.93	25.75	27.05	26.66
계속사업이익률	(24.73)	4.22	8.41	14.50	17.75

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	114.4	133.1	96.3	127.6	186.2
금융자산	88.9	104.6	63.7	91.9	148.1
현금성자산	44.3	62.1	17.0	40.8	93.6
매출채권	2.8	4.9	5.6	6.2	6.6
재고자산	6.3	6.3	7.3	7.9	8.5
기타유동자산	16.4	17.3	19.7	21.6	23.0
비유동자산	2,052.3	2,034.5	1,977.5	1,924.3	1,856.6
투자자산	20.4	62.8	68.3	72.4	75.5
금융자산	14.4	56.6	61.2	64.6	67.2
유형자산	1,690.3	1,634.5	1,573.2	1,516.8	1,446.6
무형자산	46.4	46.3	45.0	44.2	43.6
기타비유동자산	295.2	290.9	291.0	290.9	290.9
자산총계	2,166.6	2,167.6	2,073.8	2,051.9	2,042.8
유동부채	609.7	412.7	428.2	444.8	465.4
금융부채	318.0	167.0	167.0	167.0	172.4
매입채무	8.7	9.1	10.5	11.4	12.2
기타유동부채	283.0	236.6	250.7	266.4	280.8
비유동부채	1,243.9	1,386.8	1,214.5	1,057.5	872.9
금융부채	1,024.5	1,175.0	995.0	825.0	625.0
기타비유동부채	219.4	211.8	219.5	232.5	247.9
부채총계	1,853.6	1,799.4	1,642.7	1,502.3	1,338.3
지배주주지분	316.7	372.0	435.3	554.6	710.3
자본금	38.1	39.8	39.8	39.8	39.8
자본잉여금	647.7	681.0	681.0	681.0	681.0
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	721.9	716.6	716.6	716.6	716.6
이익잉여금	(1,091.1)	(1,065.3)	(1,002.0)	(882.8)	(727.0)
비지배주주지분	(3.6)	(3.8)	(4.2)	(4.9)	(5.8)
자본총계	313.1	368.2	431.1	549.7	704.5
순금융부채	1,253.5	1,237.4	1,098.3	900.1	649.3

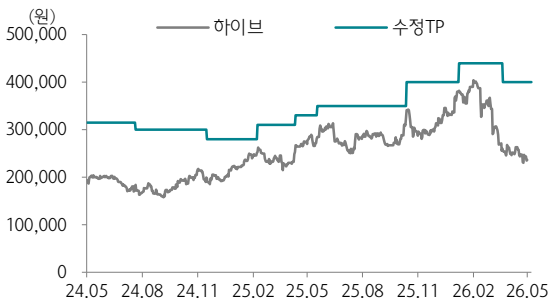
투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(1,531)	356	795	1,498	1,957
BPS	4,156	4,677	5,468	6,967	8,923
CFPS	1,746	3,133	3,404	3,710	4,038
EBITDAPS	1,629	2,973	3,456	3,749	3,811
SPS	6,193	8,381	9,396	10,274	10,955
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(5.00)	65.31	24.18	12.83	9.82
PBR	1.84	4.97	3.51	2.76	2.15
PCFR	4.38	7.42	5.65	5.18	4.76
EV/EBITDA	14.78	13.30	9.72	8.29	7.33
PSR	1.24	2.77	2.05	1.87	1.75
재무비율(%)					
ROE	(60.42)	8.06	15.67	24.10	24.63
ROA	(5.93)	1.28	2.98	5.78	7.61
ROIC	2.24	(49.69)	11.21	13.44	14.81
부채비율	592.08	488.67	381.04	273.31	189.97
순부채비율	400.41	336.05	254.77	163.75	92.17
이자보상배율(배)	0.26	0.97	1.48	2.11	2.36

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	121.7	100.1	164.0	221.9	253.6
당기순이익	(116.6)	27.6	62.9	118.6	154.8
조정	150.7	121.0	82.5	77.2	70.9
감가상각비	85.0	88.5	82.5	77.2	70.8
외환거래손익	13.4	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.6)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타	53.9	32.7	0.0	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	87.6	(48.5)	18.6	26.1	27.9
투자활동 현금흐름	(28.1)	(39.8)	(29.7)	(28.4)	(6.5)
투자자산감소(증가)	(3.2)	(45.4)	(5.5)	(4.1)	(3.1)
자본증가(감소)	(7.3)	(9.9)	(20.0)	(20.0)	0.0
기타	(17.6)	15.5	(4.2)	(4.3)	(3.4)
재무활동 현금흐름	(1.5)	33.2	(180.0)	(170.0)	(194.6)
금융부채증가(감소)	(5.6)	(1.7)	(180.0)	(170.0)	(194.6)
자본증가(감소)	4.2	34.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	92.1	93.5	(250.4)	23.8	52.8
Unlevered CFO	132.9	244.3	270.9	295.3	321.4
Free Cash Flow	114.3	90.2	144.0	201.9	253.6

자료: 하나증권

투자이건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

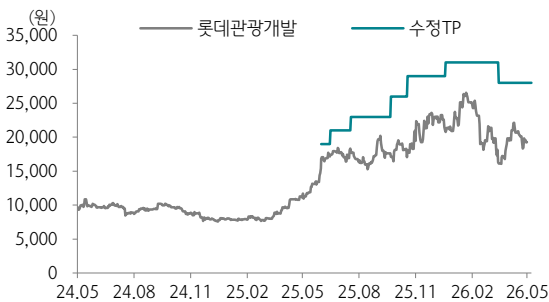
하이브



날짜	투자이건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.4.9	BUY	400,000	-	-
26.1.26	BUY	440,000	-21.13%	-8.07%
25.10.31	BUY	400,000	-21.24%	-5.00%
25.6.5	BUY	350,000	-18.79%	-7.29%
25.4.30	BUY	330,000	-16.91%	-12.27%
25.2.26	BUY	310,000	-23.77%	-15.32%
24.12.4	BUY	280,000	-22.30%	-10.36%
24.8.8	BUY	300,000	-38.45%	-27.50%
24.2.27	BUY	315,000	-36.81%	-26.83%

투자이건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

롯데관광개발



날짜	투자이건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.4.3	BUY	28,000	-	-
26.1.7	BUY	31,000	-29.33%	-14.35%
25.11.6	BUY	29,000	-26.25%	-18.62%
25.10.10	BUY	26,000	-29.56%	-24.88%
25.8.6	BUY	23,000	-25.30%	-12.17%
25.7.4	BUY	21,000	-16.28%	-12.19%
25.6.19	BUY	19,000	-10.35%	-6.63%
24.8.16	1년 경과	-	-	-
23.8.16	Not Rated	-	-	-

Compliance Notice

- 당사는 2026년 5월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2026년 5월 20일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

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

투자등급 관련사항 및 투자이건 비율공시

- 투자이건의 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	97.26%	2.74%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 05월 19일