

2026-04-22



'한한령'은 끝났습니다

이전으로 회귀 아닌 새로운 관계 정립의 시대

의류/화장품. 형권훈
엔터테인먼트. 박준형
미래산업/미드스물캡. 나승두

새로운 관계 정립의 시대

지난 10년간 세계 질서 근본적 재편
한중 관계 한한령 이전 시대로의 회귀 아닌
새로운 관계 정립 시대 맞이

2026년 1월, 우리나라 이재명 대통령은 중국 베이징 인민대회당에서 시진핑 주석과 악수하며 '2026년을 한중 관계 복원 원년으로 만들겠다'고 선언했다. 당초 60분으로 예정되었던 정상회담은 90분을 넘겼고, 서비스 및 투자, 공급망, 핵심 광물, 디지털 경제, 문화 콘텐츠 등 14건의 양해각서(MOU)를 체결하는 결과를 낳았다. 이는 같은 달 중국 춘절 해외 여행 예약 순위에서 일본이 사라지고 한국이 2위로 올라서는 결과로 이어졌다. 한한령(限韓令)이 시행된 지 벌써 10년, 20조원 이상의 피해가 발생했을 것으로 추정되는 그 장벽이 조금씩 허물어지기 시작한 것이다.

하지만 이러한 움직임을 단순히 정권이 바뀌었기 때문이라고만 생각하지 않는다. 실체는 없었지만 강력한 조치 중 하나였던 한한령이라는 것은 우리나라와 중국 두 나라만의 이야기가 아니기 때문이다. 우리나라 국토 내 THAAD 배치 이슈로 촉발되었지만 이후 미중 무역전쟁, 탈세계화, 자국 우선주의/보호주의 확대, 지정학적 갈등 확산, 페트로위안의 부상, 시진핑 주석의 장기 집권, 중일 갈등까지 지난 10년간 세계 질서가 근본적으로 재편되면서 이제는 중국이 우리나라는 외면하기 어려운 구조가 만들어졌다. 조금 더 정확히는 중국이 우리나라는 '필요로 하는' 구조라고 보는 것이 맞을 것이다. 새로운 시대로 접어들고 있는 오늘날, 한한령 이전 시대로의 회귀가 아니라 새로운 관계 정립에 대해 깊이 있는 고민이 필요한 시점이다.

2026년 1월 5일, 시진핑 주석과 셀카 촬영으로 화제가 되었던 이재명 대통령



자료: 이재명 대통령 소셜미디어 X 발췌, SK 증권

CONTENT

01	우리나라가 맞이한 구조적 기회	4
02	중국에서 다음 K 소비재는 패션이다	13
03	중국이 쉬운 시장은 아니다	14
04	K 패션은 중국 시장을 뚫어낼 충분한 경쟁력을 보유	17
05	위협을 피하고 경쟁력을 극대화하는 전략들	20
06	K 패션과 중국 소비자 간의 접점이 확대된다	23
07	엔터 산업의 한한령 해제 기대감	27
08	기업분석	30
	감성코퍼레이션(A036620) - 본격적인 중국 시장 침투 시작	
	에이유브랜즈(A481070) - 젊은 감성의 K 패션 대표주자	
	JYP Ent(A035900) - 고연차 아티스트의 캐리력	
	에스엠(A041510) - 우리도 미국 갈 수 있어	
	와이지엔터테인먼트(A122870) - 26년 실적 상저하고, IP 세대교체 구간	
	롯데관광개발(A032350) - 바람부는 제주로 감수광	
	서부 T&D(A006730) - 호텔은 만실, 숨어있던 디벨로퍼 본능 꿈틀	
	GS 피앤엘(A499790) - 최고의 입지, 최고의 효과	
	호텔신라(A008770) - 구조적 턴어라운드 보인다	
	이마트(A139480) - 숨어있던 호텔 수혜주	
	파라다이스(A034230) - 귀중한 CAPA 확장	
	하나투어(A039130) - 진화하는 플랫폼, 구조적 성장 초입	

COMPLIANCE NOTICE

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 04월 22일 기준)	매수	93.87%	중립	6.13%	매도	0.00%
---------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------

1. 우리나라가 맞이한 구조적 기회

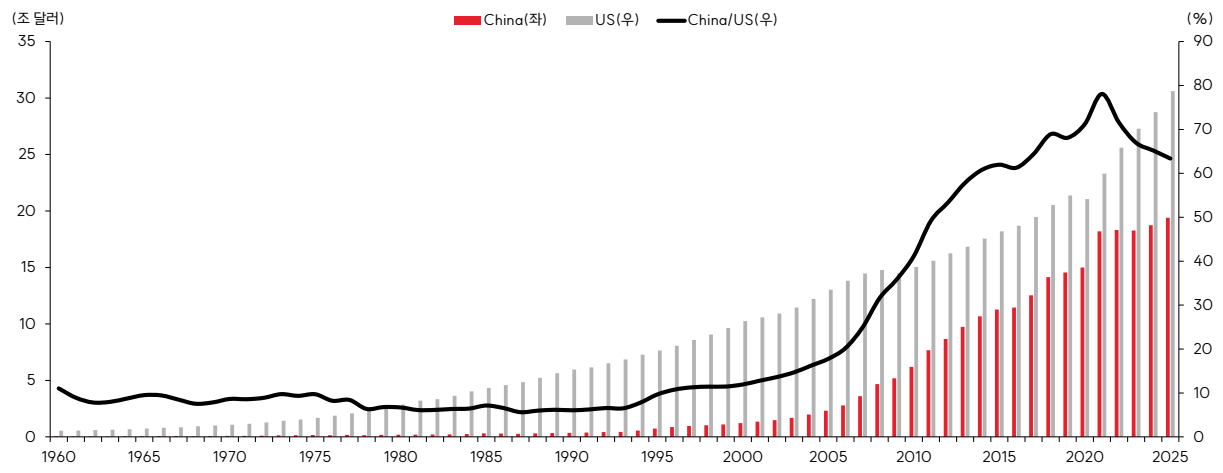
(1) 중국의 부상과 선두 추격

2022년 미국 GDP의 약 78% 수준까지 추격했던 중국의 힘 결국 G2 갈등 확대로 이어졌음

중국의 경제적 부상은 매우 빠른 속도로 진행되었다. 물론 그 이면에는 2 차 세계대전과 냉전 시대를 거친 이후 초 강대국으로 자리매김한 미국의 경제 성장을 위한 나름의 계획이 있었지만, 어쨌든 중국은 유례를 찾아보기 어려울 정도로 빠른 경제 성장에 성공했다. World Bank의 자료에 따르면 1987년 미국과 중국의 GDP 격차는 약 18 배 차이가 났다. 하지만 2000 년대에 접어들며 세계의 공장 역할을 수행함과 동시에 고속 성장을 이어간 중국은 2010년 일본을 제치고 세계 2위 경제 대국으로 등극했다. 2022년 기준 중국의 GDP는 미국의 약 78% 수준인 18 조 3천억 달러 까지 성장했다. 구매력 평가(PPP) 기준으로는 2014년 이미 중국이 미국을 추월한 것으로 나타났다.

오늘날 중국의 성장은 단순한 양적 팽창으로만 해석되지 않는다. 각종 첨단 산업의 굴기 전략, AI 및 반도체 분야에서의 기술적 자립 시도는 미국을 비롯한 주변 국가들의 위기 의식을 자극하기 충분했다. 심지어 미국 내에서는 중국의 성장을 견제하고 추격을 뿌리치기 위해 행정부와 의회, 공화당과 민주당을 가리지 않고 협력하는 분위기가 있다. 탈세계화와 지정학적 갈등이 심해지고 있는 오늘날, 미국의 대중국 기조는 쉽게 변하기 어려울 것으로 판단된다. 즉, 이는 향후 10년 이상 지속될 가능성이 높은 구조적 현상이라는 것이다.

미국과 중국 경제 규모(GDP) 및 차이(Gap) 추기



자료: World Bank, SK 증권 / 주: Current USD

(2) 미국의 반격, 무역 전쟁부터 기술 전쟁까지

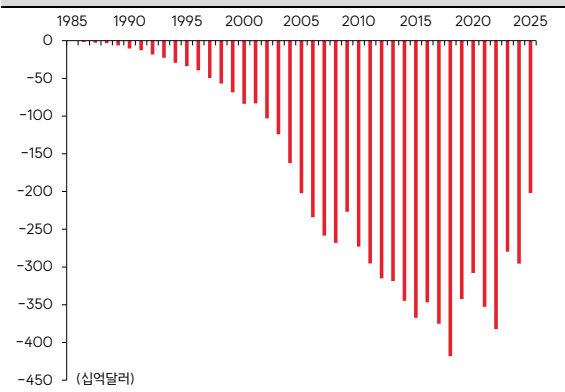
바이든 행정부 당시 미중 갈등 완화 예상,
하지만 관세 유지됐고 갈등은 확대
트럼프 2기, 무역전쟁 규모/강도 확대

트럼프 대통령 1기 시절이었던 2018년 7월, 미국은 800여종이 넘는 중국산 수입 품에 대하여 25%의 보복 관세를 부과함으로써 무역 전쟁을 시작했다. 중국이 동일한 규모로 맞서자 당시 트럼프 대통령은 추가적인 고율 관세를 부과하며 확전에 나섰다. 2020년 1월 무역 합의를 이끌어내는 듯했지만, 지적재산권 보호 및 기술이전 부문에서 갈등을 남긴 채 미봉책에 그쳤다.

트럼프 대통령 1기가 마무리되고 민주당의 바이든 행정부가 들어서면서 미중 갈등이 수면 아래로 잦아들 것이라는 예측도 있었지만, 미중 갈등은 지속되었다. 바이든 대통령은 관세를 유지하면서 오히려 첨단 기술 분야로 갈등을 확대시켰다. 화웨이 등 중국 IT 업체에 대한 제재가 지속되었고, CHIPS and Science Act 등을 통해 첨단 반도체의 중국 수출을 차단하기에 이르렀다. AI로 대표되는 4차 산업혁명 발전 속도를 최대한 늦추기 위한 전략으로 풀이된다.

2025년 재집권에 성공한 트럼프 대통령은 무역 전쟁의 규모와 강도를 더욱 확대했다. 2025년 4월 중국산 제품에 145% 관세를 부과했고, 중국은 12%의 보복관세와 더불어 희토류 수출 전면 중단이라는 카드를 꺼내 들었다. 이 때의 특징은 미국이 중국에만 높은 관세를 부과한 것이 아니라 사실상 전세계를 대상으로 상호관세를 발표했다는 점이다. 우리나라도 예외는 아니었다. 2025년 10월 미국과 중국은 우리나라에서 열린 APEC 정상회담 기간 동안 만나 1년여간 무역전쟁을 휴전하기로 합의하였으나, 사실상 이는 희토류 대체 수단이 뚜렷하게 없는 상황에서 미국이 먼저 휴전을 요청한 것이라는 해석이 지배적이다.

미국의 대중국 무역적자 규모 추이



자료: US Census bureau, SK 증권

미국이 2025년 4월 발표한 국가별 상호관세

국가	Tariffs Charged to the U.S.A. (including Currency Manipulation and Trade Barriers)	U.S.A. Discounted Reciprocal Tariffs
China	67%	34%
European Union	39%	20%
Vietnam	90%	46%
Taiwan	64%	32%
Japan	46%	24%
India	52%	26%
South Korea	50%	25%
Thailand	72%	36%
Switzerland	61%	31%
Indonesia	64%	32%

자료: White House, SK 증권

오바마 행정부 시절부터 추진되었던
아시아 재균형 정책,
중국을 견제하기 위한 포석

오바마 행정부 시절 추진했던 아시아 재균형 정책(Asia Rebalancing Policy)

Obama's trip seeks to salvage Asia "pivot"
President Obama's four-nation Asian tour aims to reassure skeptical leaders that the long-promised "rebalancing" of American policy towards Asia is on track, and that the U.S. is genuinely committed to countering an increasingly assertive China in the region.

Apr 23, Japan: Obama arrives for his first visit by U.S. president since Bill Clinton in 1992. Meets Prime Minister Shinzo Abe, allowed to break standoff in talks on Trans-Pacific Partnership trade pact, mutual over access to agricultural and auto markets.

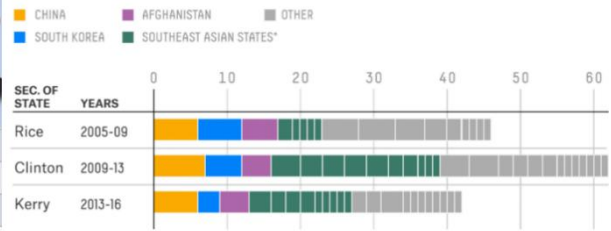
Apr 25, South Korea: Meets with President Park Geun-hye for talks on trade accord by South Korea's nuclear program and other issues.

Apr 26, Malaysia: Meets Prime Minister Najib Razak during first visit to Malaysia by sitting president in nearly 20 years.

Apr 28, Philippines: Expected to sign security pact that will allow for increased use of military bases by U.S. ships, aircraft and forces.

Clinton outpaced Rice in visits to Asia

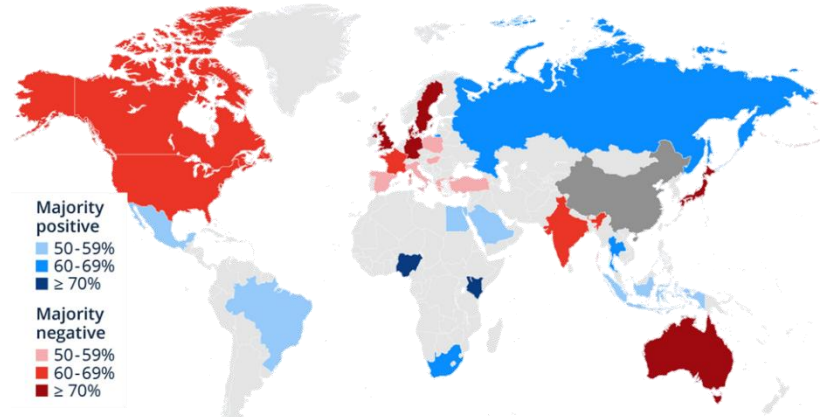
Number of visits to Asian/Pacific countries, by country, from Jan. 1, 2005, through March 31, 2016



자료: ABC News, USDoS, SK 증권

전세계적으로 중국의 영향 확대되면서
미국과 중국을 대표로 하는 진영 싸움 시작

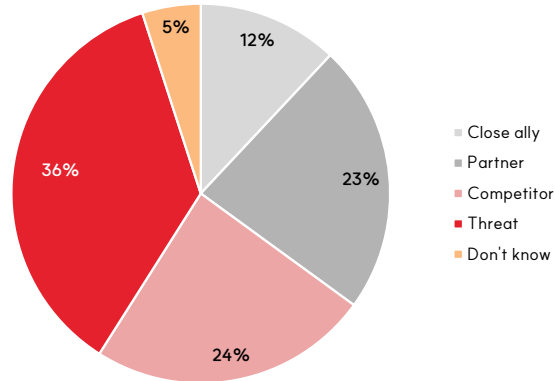
중국 긍정/부정적 영향(Influence)에 대한 평가



자료: Cambridge Globalism Project, SK 증권

2026년 중동 전쟁 이후
유럽도 미국의 행보에 불만 표시
중국과의 관계 다시 생각하는 국가 증가

미국을 경쟁자 또는 위협으로 보기 시작한 유럽



자료: Cluster 17, POLITICO, SK 증권 / 주: 6개 EU 국가 국민 6,698명 대상 설문조사 결과(2026년 3월)

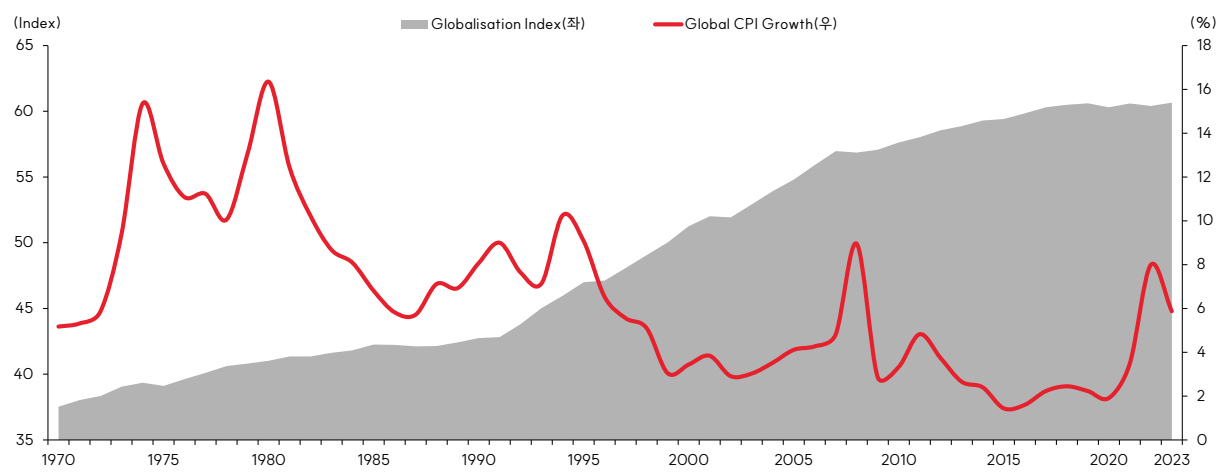
(3) 탈세계화, 그리고 새로운 세계 질서

1945년 이후 줄곧 세계화 시대 지속
2020년대 접어들며 탈세계화 국면 진입
Low Inflation, 더 이상 보기 힘들 수도

2018년 미국의 대중국 관세 부과를 시작으로 촉발된 무역분쟁, 그리고 2020년 코로나 19 팬데믹을 겪으며 탈세계화라는 새로운 국제 질서가 빠르게 안착하는 중이다. 특히 미국을 중심으로 리쇼어링(Reshoring)+프렌드쇼어링(Friend-shoring)이 가속화되었다. 1945년 2차 세계대전 이후 우리는 줄곧 세계화(Globalisation)의 시대를 살았지만, 2020년대에 접어들며 완전한 탈세계화(De-Globalisation)의 시대로 접어드는 중이다. 현 시대를 살고 있는 그 누구도 쉽게 경험해 보지 못한 시대적 흐름이다. 당연히 자주 국방력 강화, 에너지 및 식량 안보의 확립이 생존에 필요한 중요한 화두로 떠오를 수밖에 없다. 하지만 무엇보다도 우리는 더 이상 낮은 인플레이션(Inflation)을 기대하기 어려울 수 있다는 사실이 가장 중요할 것이다.

흥미로운 점은 탈세계화 추진의 최대 목적이었던 중국은 오히려 여러모로 선방하고 있다는 점이다. 미국의 관세 부과로 중국의 대미 수출 비중은 2018년 약 19%에서 2025년 약 11%까지 감소했지만, EU/아세안/아프리카/남미 등 여타 지역 수출이 증가하면서 전체 수출은 오히려 증가하는 모습을 보였다. 미국에 대한 의존도를 낮추며 RCEP, BRICS, 일대일로 등을 통해 새로운 경제권을 구축해가는 모습이다. 무역 갈등의 최종 승자는 중국이라는 평가가 등장하는 이유다. 이러한 행보는 우리나라에 크게 2가지의 질문을 던진다. **첫째, 중국은 어떻게 미국 중심의 탈세계화 기조를 극복했나? 둘째, 우리나라는 이러한 시대적 흐름을 어떻게 유리하게 이용할 수 있을 것인가?**

세계화 정도에 따른 인플레이션(CPI Growth) 움직임 추이



자료: KOF Swiss Economic Institute, World Bank, IMF, SK 증권

(4) '페트로위안'의 등장

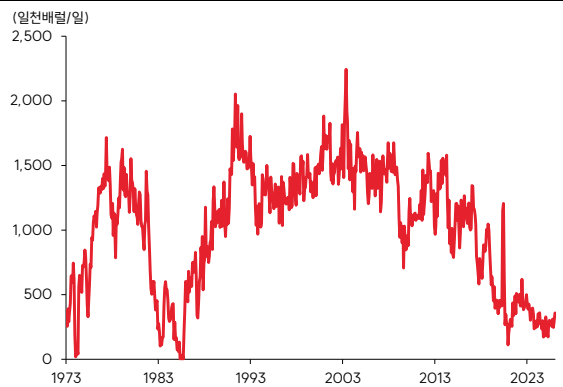
중동 안보 보장 대가로 시행된 '페트로달러'
 미국의 사우디 원유 수입 줄어드면서
 '페트로위안'이 강력한 경쟁자로 부상

1971년 금 본위제를 일방적으로 폐지했던 미국은 달러 가치 하락을 막고 기축 통화 지위를 공고히 하기 위해 중동 지역의 원유 안보를 보장하는 대신 원유 거래 대금을 오직 미국 달러화로만 결제하는데 합의를 성공했다. 하지만 이후 미국 자국 내 세일 혁명 등으로 인해 세계 최대 원유 생산국 중 하나로 등극하면서 사우디산 원유 수입을 크게 줄인다. 1990년대 초 하루 200만 배럴에 달했던 미국의 사우디산 원유 수입량은 2020년대에 접어들면서 하루 50만 배럴 이하로 줄어들었다. 이후 언론인 자밀 카슈끄지 사건 영향과 더불어 아프가니스탄 미군 철군 등 중동 지역 안보 보장에 대한 신뢰까지 흔들리며 중동의 맹주 사우디아라비아와 미국의 관계는 크게 흔들린다.

전쟁 중인 이란,
 호르무즈 해협 통행료 위안화로 받겠다 선언
 전쟁 = 위안화 영향력 확대 촉발

반면 중국과 중동 국가들과의 관계는 급격히 가까워진다. 중국은 세계 최대 원유 수입국 중 하나로 사우디아라비아에 다양한 혜택과 지원을 아끼지 않았다. 2022년 단 5개월 차이로 이뤄졌던 바이든 대통령과 시진핑 주석의 사우디아라비아 방문 모습에서 중동 국가들의 국제 정세 방향성에 대한 생각을 엿볼 수 있었다. 무엇보다 중국은 페트로달러의 권위에 도전하는 페트로위안 전략을 단계적으로 추진 중이다. 2018년 3월 상하이 국제에너지거래소(INE)에서는 위안화 표시 원유 선물 거래가 개시되었고, 2023년 3월에는 UAE 산 LNG를 위안화로 결제하는데 성공했다. 최근 미국과 이란의 전쟁 중에는 이란 혁명수비대가 호르무즈 해협을 통과하는 선박들에 위안화로 통행료를 부과한다고 발표하면서 위안화의 영향력이 더욱 격상되는 분위기가 있다.

미국의 사우디아라비아 원유 수입량 추이



자료: EIA, SK 증권

2022년 사우디아라비아 국빈 방문한 시진핑 주석



자료: 언론 발췌, SK 증권

(5) 4 연임 포석과 군 현대화

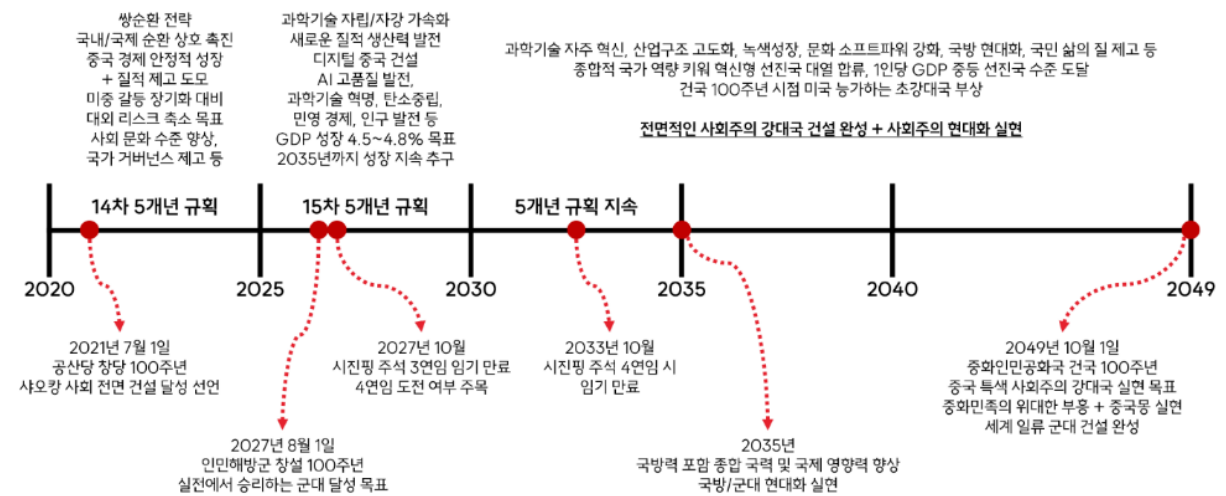
중국 내부 시진핑 주석 1인 체제 공고
 속단하기 어렵지만 4 연임 가능성 높음
 * 2027년 = 건국 100주년, 4 연임 시도
 * 2035년 = 군 현대화 완성 시점

중국이 대외적으로 경제/외교적 영향력을 확대하는 동안 대내적으로는 시진핑 주석 1인 체제가 더욱 공고해짐은 물론 미국과의 장기전을 준비하고 있다는 해석도 등장했다. 중국 내부의 정치적 분위기가 방향성을 밖에서 속단하기는 어렵지만, 시진핑 주석의 4 연임 가능성은 높은 것으로 평가된다.

2018년 공산당 헌장 개정을 통해 임기 제한을 폐지한 후 2022년 3 연임을 확정했던 시진핑 주석의 현재 임기는 2027년 종료될 예정이다. 만약 4 연임 없이 3 연임 후 임기를 마칠 예정이었다면 지난해 10월 열린 4 중전회에서 후계자 지목 또는 권력 승계에 대한 밑그림이 드러났어야 했다. 하지만 뚜렷한 후계 구도 언급 없이 2035년까지 국력 및 국제적 영향력을 대폭 향상시키겠다는 중장기 목표만 강조되었던 것을 감안하면 4 연임에 대한 도전은 기정 사실로 풀이된다.

군부 인사에서도 후계 구도에 대한 언급은 없었다. 오히려 반부패 척결을 기치로 군부 장악력을 높였고, 인민해방군 창설 100주년을 맞이하는 2027년까지 실전에서 승리하는 군대가 된다는 목표를 다시 한번 강조했다. 2035년까지 경제력/과학기술력/국방력 등 종합 국력을 강화하고 군대를 현대화한다는 계획도 발표한 만큼 시진핑 주석 1인 체제는 단기간에 마무리될 가능성은 낮아 보인다.

앞으로 20년, 중국의 성장 로드맵



자료: SK 증권 정리

(6) 샌드위치 대한민국, 안미경중 지속 가능할까?

샌드위치 대한민국, 안미경중 지속 가능할까
중국, THAAD 배치 이후 한한령 지속
미국, 중동 전쟁 계기로 동맹국 관계 재고

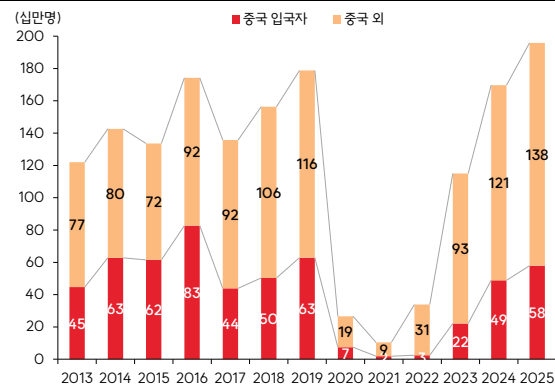
NATO 유럽 회원국 중심
미국과의 동맹 강화 못지않게
중국과의 관계 개선도 중요하다는 인식 확산

우리나라는 지금껏 안보는 미국과, 경제는 중국과 함께한다는 안미경중(安美經中) 노선을 유지해왔다. 하지만 이러한 노선을 지속적으로 유지하기에는 이해 관계가 너무 복잡해졌고, 미국과 중국 G2의 갈등 속 대한민국은 어느 한 쪽으로 확고한 위치를 확보하지 못한 채 흔들리고 있는 것이 사실이다. 2023년 캠프 데이비드 한미일 정상선언으로 3자 협력이 강화되는 듯했지만, 트럼프 2기 행정부는 예외 없이 관세를 부과했다. 방위비 분담금 상향에 대한 압박도 계속되고 중동 지역 지원 및 파병에 대한 요구도 계속되는 중이다.

한편 중국과도 불편한 관계가 지속되었던 것이 사실이다. 2016년 THAAD 배치를 계기로 한중 관계는 급격히 경색되었고, 보이지 않는 한한령(限韓令)은 한국 문화 콘텐츠 유통 차단 및 관광객 단절이라는 결과로 이어졌다. 실제로 2016년 연간 800만명에 달하던 방한 중국인 관광객은 이듬해 절반 수준으로 줄어들었고, 면세점/여행사/엔터테인먼트/레저/화장품 등 다양한 업계가 직격탄을 맞았다. 여기에 코로나19 팬데믹까지 더해지며 중국과의 관계 회복은 더 멀어지는 듯 보였다.

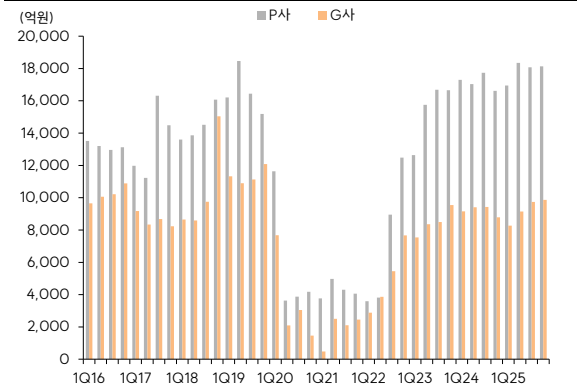
하지만 오늘날 MAGA로 대표되는 미국의 자국/우리편 우선주의, 지정학적 갈등 심화 등으로 인해 우리나라와 중국, 그리고 미국과의 관계가 조금씩 미묘하게 달라지고 있다. 미국, 특히 트럼프 대통령의 독단적인 행동이 미국 내에서도, 유럽 NATO 동맹국들 사이에서도 불만을 야기하는 것처럼 우리나라 내부에서의 인식도 한미일 동맹 강화와 한중 관계 개선은 그 중요도가 비슷하다는 인식이 확산되고 있는 것이다.

방한 외국인 추이



자료: 법무부, SK증권

국내 외국인 전용 카지노 기업 분기별 드랍액 추이



자료: 각사, SK증권

(7) 복합적인 변수가 동시에 작용하다

우리나라의 현주소
 이재명 정부 출범 + 미국 상호관세 부과
 + 한중 정상회담 등 복합적 변수 동시 작용
 균형 잡힌 실용 외교 전략 추구

2025년 6월 출범한 이재명 정부는 한미동맹 기반 위에서 한중관계 발전을 추진한다는 원칙을 줄곧 내세우고 있다. 즉, 균형 잡힌 실용 외교를 펼치겠다는 의미다. 실제로 취임 이후 7개월만에 미/중/일 3국 정상과 적극적인 상호 방문 외교 전략을 수행하기도 했다. 그러던 중 2025년 11월, 일본에서는 이시바 총리가 물러나고 다카이치 사나에 총리가 취임했다. 그리고 대만 유사시 집단적 자위권 행사 가능성을 언급하며 중일 관계가 급속도로 악화되었다. 중국은 일본에 대한 경제 제재 및 문화 교류 중단(限日令)을 선언했다. 이로 인해 중국의 춘절 연휴 해외 여행 순위 부동의 1위였던 일본은 순위에서 완전히 멀어지고, 우리나라가 태국에 이어 2위로 부상했다.

트럼프 대통령이 전세계 국가들을 대상으로 발표한 상호관세도 역설적으로 우리나라에게는 유리한 명분으로 작용 중이다. 동맹국도 예외 없이 부과한 관세로 인해 우리나라가 중국과의 협력을 강화하는 것이 동맹국에 대한 배신으로 해석되기보다 합리적인 자기 방어적 성격으로 해석될 가능성이 높기 때문이다. 이러한 변수들이 종합적으로 작용한 결과, 2025년 11월 APEC 정상회담을 계기로 시진핑 주석이 방한했고, 올해 1월에는 이재명 대통령이 방중했다. 그리고 문화/콘텐츠 교류의 단계적 확대 합의를 비롯한 14건의 MOU 체결에도 성공했다. 우리나라의 균형 잡힌 실용 외교 전략이 빛을 발할 수 있는 환경은 충분히 마련된 것이다.

한중 정상회담 계기로 성사된 MOU 체결

1. 아동 권리 보장 및 복지증진 협력
2. 글로벌 공동 도전 대응을 위한 과학기술혁신 협력
3. 환경 및 기후 협력 / 4. 디지털 기술 협력 / 5. 교통 분야 협력
6. 중소기업과 혁신 분야 협력
7. 상무 협력 대화 신설 / 8. 산업단지 협력 강화
9. 식품 안전 협력
10. 야생(자연산) 수산물 수출입 위생
11. 지식재산 분야 심화 협력
12. 국경에서의 지식재산권 보호를 위한 상호 협력
13. 국가공무원관리당국 간 협력
14. 수출입등식물 검역 분야 협력

자료: 언론 종합, SK 증권

2025 경주 APEC 에서 개최된 한중 정상회담



자료: 연합뉴스, SK 증권

(8) 우리나라가 맞이한 기회, 무엇이 수혜를 볼 것인가?

중국, 우리나라와 관계 개선 움직임 보이는 이유
= 선의라기 보다 구조적 필요성에 의한 것

잠시 중동이라는 지역에 모두의 관심이 집중되고 있지만, 이란 전쟁의 목적이 중국을 견제하기 위함이라고 단언하기에는 무리가 있는 것도 사실이지만, 현재진행형인 전쟁이 마무리되거나 소강상태에 접어들면 미국이 다시금 중국의 성장을 견제하기 위한 움직임을 보일 가능성은 매우 높다. 점점 더 우경화 되는 일본과 미국의 동맹 관계를 생각한다면 중국 입장에서 우리나라는 굳이 적으로 만들 필요 없는 존재다. 즉, 현재 중국이 우리나라와의 관계 개선에 적극적인 것처럼 보이는 이유는 선의(善意)라 판단하기보다 구조적인 필요성에 의한 것이라 보는 것이 옳을 것이다. 미국의 전방위 견제 속에서 동아시아 권역 내 우군이 필요하고, 중일 갈등으로 인해 일본이라는 협상 파트너가 사라진 상황에서 우리나라는 사실상 유일한 대안이기에 때문이다.

우리나라는 실익을 확보할 수 있는 적극
전략적 유연성으로 최대의 이익 얻어야

반대로 말하면 우리나라는 지금이야말로 실익을 확보할 수 있는 적기다. 한한령의 완전한 해제, 핵심 광물의 안정적 공급망 확보, 서비스/투자 시장의 개발, 한반도 평화 프로세스에서의 중국의 건설적 역할 유도 등 다양한 논의가 가능하다. 물론 위험 요인도 있다. 반도체 산업을 중심으로 한 미국의 세컨더리 제재 강화 가능성, 양안 갈등 심화 등 언제든 발생해도 이상하지 않은 돌발 변수들은 많다. 하지만 미중 갈등 구도를 더 이상 변수가 아닌 상수라고 판단한다면, 우리나라는 보다 전략적 유연성을 발휘하여 최대의 이익을 얻는 것이 중요할 것이다.

주목해야 할 분야

1. 여행/호텔/레저 = 외국인 관광객 2천만명 시대
2. K 패션 = 장기 성장 사이클 초기 국면
3. 엔터테인먼트/콘텐츠 = 살아있는 팬덤

가장 먼저 수혜를 볼 수 있는 분야로 여행/호텔/레저를 꼽을 수 있다. 한한령 이전 중국인 방한 관광객은 2016년 한 해 약 830만명에 달했다. 약 10여년이 지난 2025년은 600만명을 채 회복하지 못한 수준에 그쳤다. 2025년부터 촉발된 중일 갈등으로 일본이 중국인 여행 선택지에서 사라지면서 우리나라는 올해부터 본격적인 반사 수혜를 입을 것으로 예상된다. 'K 패션'의 약진도 기대된다. 특히 중국 내 어려운 소비 환경 속에서도 K 패션은 수요와 공급이 증가하는 환경이 조성되고 있다. 일시적인 유행이 아닌 구조적 변화에 따른 영향이라고 판단된다. 따라서 K 패션의 중국 시장 침투는 장기간 지속될 가능성이 높다. 장기 성장 사이클의 초기 국면에 진입 중인 것으로 보인다. 올해 초 한중 정상회담에서 문화/콘텐츠 교류의 점진적/단계적 확대에 대해 합의를 이끌어내면서 엔터테인먼트 및 콘텐츠 분야도 주목해야 한다. K-POP 드림콘서트 개최 및 상영 등 아직 넘어야 할 산이 남아있지만, 점진적으로 긍정적인 환경이 조성될 것이라는 기대감은 여전히 남아있다. 단, 강한 팬덤에 대한 규제와 콘텐츠 심의 강화 등 중국 내 엔터테인먼트/콘텐츠 산업의 구조적 변화에 대응하기 위한 전략은 미리 준비하고 대비해야 할 것이다.

2. 중국에서 다음 K 소비재는 패션이다

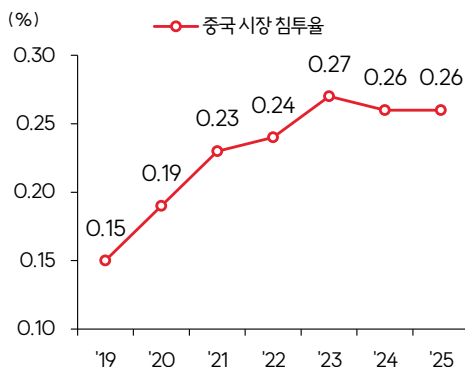
최근 한국 패션 기업들이 잇따라 중국 시장에 출사표를 던지고 있다. 중국 진출 사례가 다수 등장하는 흐름은 우연이 아니다. 후술하겠지만 중국 내 어려운 소비 환경 속에서도 K 패션의 수요와 공급이 증가함에 따라 시장이 성장하기 좋은 환경이 조성되고 있다. 이러한 환경이 단순히 일시적인 유행에 근거하지 않고, 국제정세와 중국인들의 소비 패턴, K 패션의 경쟁력과 전략, K 패션 공급의 구조적인 변화에 기인하기 때문에, 장기간 지속될 것이다. 현재 K 패션 산업은 중국 내 침투율이 장기적으로 상승하는 사이클의 초입 구간에 위치해 있다.

K 패션 브랜드의 최근 중국 진출 주요 사례

분류	브랜드	운영사	구분	진출 시기	진출 방식	주요 내용
인디 브랜드	마르디 메크리디	피스피스스튜디오	인디	2023.08~	라이선스 > 직영 전환	상하이 1호점 오픈 후 중국 내 9개 매장 운영. 티몰 입점 병행. 2025년 10월 직영 전환 (미스토올딩스·만토바 계약 종료 후 지사 설립)
	마리메 프랑소와 저버	레이어 / 미스토올딩스	라이선스	2024.03~	아시아 독점 판권 + 오프라인	2024년 3월 중국·홍콩·마카오 등 아시아 독점 판권 획득. 2025년 7월 상하이 신천지에 중화권 1호점. 항저우·베이징·상하이 iapm 추가 확보
	아모멘토	아모멘토	인디	2025년~	현지 법인 설립	도쿄 플래그십과 동시에 중국 법인 설립. 오프라인 매장 전개 준비 중
무신사 스토어 입점을 통한 진출	마행림	하고하우스	인디	2025년~	현지 파트너 총판 계약	미스토올딩스와 중화권 공식 총판 파트너십 계약 체결. 대만·홍콩·마카오에서 먼저 유통을 맡다가 2025년 중국 본토로 확대 론칭. 일본은 무신사가 총판.
	스컬프터	-	플랫폼	2025.12~	무신사 스토어 상하이 안푸루 입점	총 59개 입점 브랜드 중 44개 국내 브랜드 중 하나. 티몰 무신사 스토어 온라인 판매 병행
	워캔더스	-	플랫폼	2025.12~	무신사 스토어 상하이 안푸루 입점	
	파사드패턴	-	플랫폼	2025.12~	무신사 스토어 상하이 안푸루 입점	
락케이크 / 오소이 / 인사일런스 / 트리밍버드 / 페넥	-	플랫폼	2025.12~	무신사 스토어 팝업		
대형 브랜드 / 플랫폼	무신사 스탠다드	무신사	대형	2025.12~	직진출	2025년 12월 상하이 화이하이루 1호점(430평). 2026년 3월 난징동루 신세계 2호점. 티몰 연계 오프라인 통합 운영
	준지	삼성물산 패션부문	대형	2024.09~	직진출	상하이 릴(REEL) 백화점에 해외 첫 단독 매장 오픈. 베이징 SKP 백화점 추가 입점
	빈폴	삼성물산 패션부문	대형	2024~	직진출	상하이 릴 백화점에 준지와 함께 단독 매장 운영
	헤지스	LF	대형	2025~	직진출	상하이 신천지에 글로벌 1호 플래그십 '스페이스H 상하이' 오픈. 중국을 글로벌 거점으로 중동·인도 진출 연계

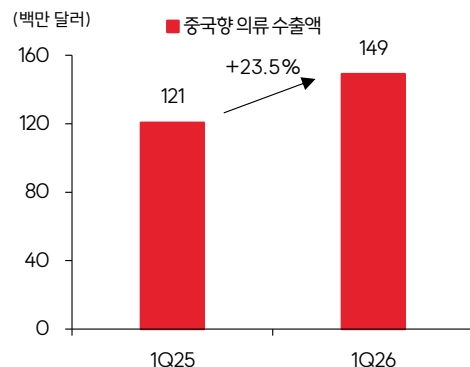
자료: 언론보도 종합, SK 증권

중국 의류 소매판매 대비 한국 의류 수출액



자료: 국가통계국, 관세청, SK 증권

1Q26 중국향 의류 수출액 +23.5% 고성장



자료: TRASS, SK 증권

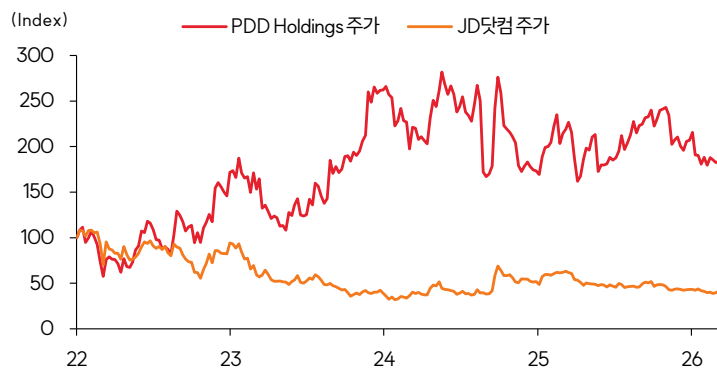
3. 중국이 쉬운 시장은 아니다

(1) 소비자들이 가격에 민감 해졌다

중국의 경제 환경은 소비 패턴을 변화시켰다.

전 세계적으로 가성비 소비가 트렌드가 되었는데, 중국 패션 시장도 예외는 아니다. 부동산 가격 하락과 디플레이션, 경기 둔화, 청년 실업 등 이유는 다르지만 중국 역시 자산과 소득 격차가 벌어짐에 따라 가성비 추구 소비가 트렌드로 자리잡았다. 주가도 이러한 변화를 반영하고 있는데, 중국 현지 초저가 플랫폼인 핀뉘티와 중고가의 JD 닷컴 주가의 스프레드는 좁혀지지 않고 있다.

초저가 플랫폼 핀뉘티 vs. 중고가 플랫폼 JD 닷컴 주가 추이

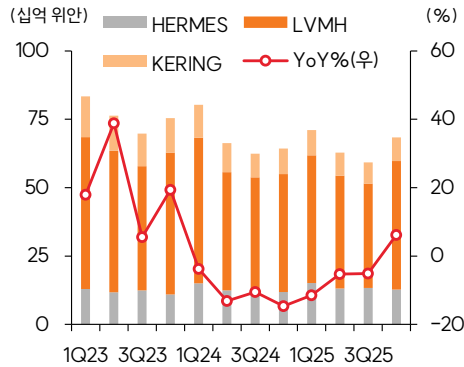


자료: Bloomberg, SK 증권

소비의 Trading down 이 진행. 더 낮은 가격, 혹은 같은 가격에 더 큰 만족감을 원한다.

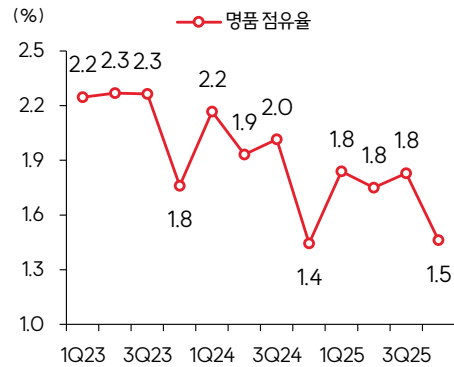
이러한 가성비 소비로 중국 패션 소비시장에 Trading down 현상이 나타났다. 대표적으로 중국 시장 의존도가 큰 LVMH, HERMES, KERING 의 '25년 중국 매출은 '24년 대비 4.4% 감소했다. 과소비 소비가 만연했던 과거 소비 트렌드에 대한 반작용도 있었겠지만 소비여력이 감소하자 '핑티 소비(고가의 유명 브랜드 제품과 유사한 외형과 기능을 제공하면서도 가격이 훨씬 싼 제품을 소비하려는 행태)'가 트렌드로 자리잡는 등 더 낮은 가격을 지불하면서도 비슷한 소비 만족감을 얻으려는 심리가 작용하고 있다.

럭셔리 패션 기업 3개사 아시아(일본 제외) 매출 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

중국 시장 대비 명품 3개사 합산 매출 점유율



자료: Bloomberg, 국가통계국, SK 증권

Trading down 시 일반적으로 중간가격대 브랜드 불리. But, K 패션 점유율 오히려 증가할 것.

소비의 Trading down 이 발생하면 일반적으로 중간 가격대의 브랜드들의 타격이 크다. 해외명품 브랜드에 비해 브랜드 파워가 떨어지는 한편 저가 브랜드에 비해서는 가격 메리트가 없어 가격과 소비 만족감 측면에서 위치가 애매하기 때문이다. 더군다나 중국인들의 소비심리가 가격에 민감해진 상황에서 중간 가격대 브랜드는 ① 가성비 브랜드에 비해 확실한 소비 만족도를 제공하거나, ② 해외 명품 브랜드에는 당연히 못 미치더라도 그에 준하는 소비 만족감을 제공해야 한다. 많은 중간 가격대 브랜드들이 중국 시장에서 고전을 겪고 있지만, K 패션은 이 중간 가격대를 공략하기 충분할 만큼 좋은 경쟁력과 전략을 가지고 있기 때문에, 역으로 현재 비어 있는 중간 가격대 시장에서 점유율을 효과적으로 늘릴 것이다. 이에 대한 근거는 K 패션의 경쟁력과 전략 부분에서 후술하겠다.

중국 패션 시장 내 K 패션의 포지셔닝

중국 로컬 · SPA Mass / Value	K- 패션 Contemporary	글로벌 럭셔리 Premium / Luxury
UR	mardi mercredi	LOUIS VUITTON
HLA	MATIN KIM	GUCCI
PEACEBIRD	MARITHÉ	PRADA
SEMIR	ROCKFISH	HERMÈS
METERSBONWE	ADER error	Dior

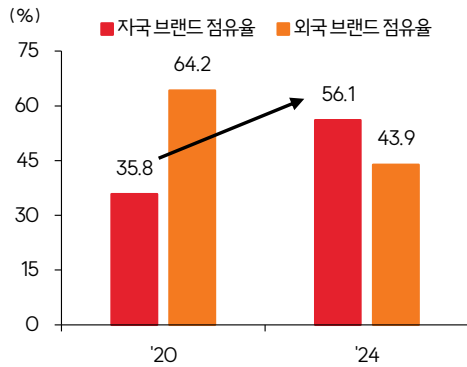
자료: SK 증권

(2) 애국 소비 심리가 강해졌다

애국 소비도 중국 시장이 쉽지 않은 이유 중 하나.

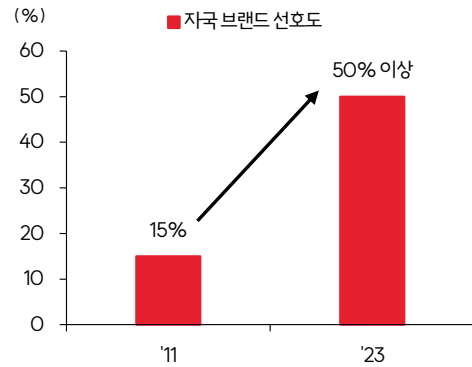
‘귀차오 소비(이하 애국 소비)’는 중국 소비 트렌드를 설명하는 데 빼 놓을 수 없으며, K 패션 같은 외국 브랜드에 위협적인 변수다. 시장 조사기관에 따르면 중국 의류 시장에서 자국 브랜드의 점유율은 ‘20 년 35.8%에서 ‘24 년 56.1%로 급등했다. 또한 맥킨지의 조사에 따르면 비럭셔리 패션 부문에서 자국 브랜드 선호도는 ‘11 년 15%에서 ‘23 년 50%이상으로 35%p 증가했다. 중국인들의 애국 소비로 인해 외국 패션 브랜드의 입지가 좁아지고 있음이 관찰되고 있다.

중국 의류 시장 자국 vs. 외국 브랜드 점유율



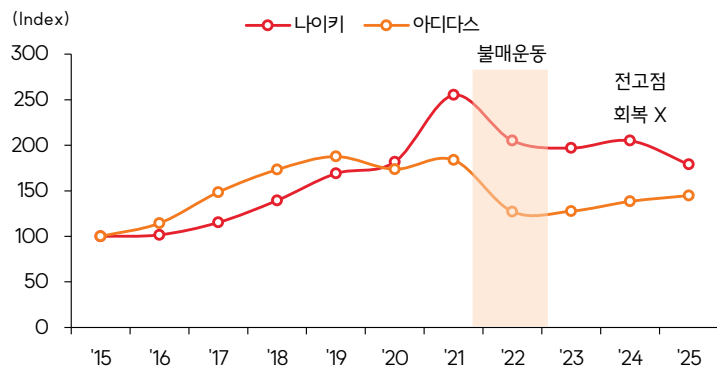
자료: Accio, SK 증권

중국 시장 대비 명품 3개사 합산 매출 점유율



자료: Mckinsey, SK 증권

애국 소비로 나이키, 아디다스 중국 매출 타격



자료: Bloomberg, SK 증권

중국 소비자들의 애국 소비 역시 마찬가지로 K 패션에 잠재적인 위협 요인인 건 맞지만, 후술할 K 패션의 경쟁력과 애국 소비 심리를 회피하는 전략을 고려했을 때 그다지 위협적이지는 않다고 판단한다.

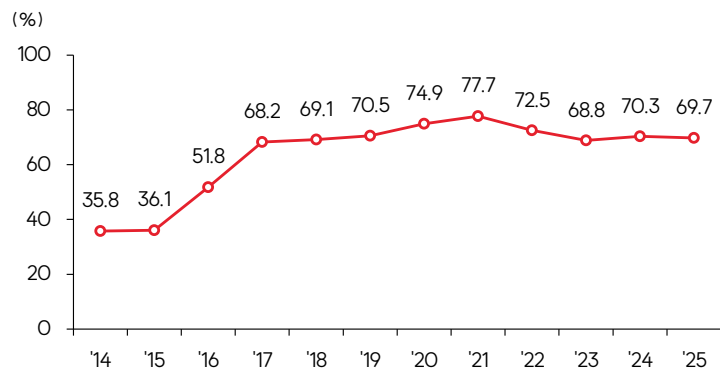
4. K 패션은 중국 시장을 뚫어낼 충분한 경쟁력을 보유

(1) Thank you, K-Culture!

K 패션은 역사적으로 문화의 힘이 가장 강력하게 서포트 하는 시기를 만났다.

한국 브랜드가 가진 강력한 차별성 중 하나는 문화의 힘이다. 한류가 진부한 얘기처럼 들릴 수도 있겠지만, 역사적으로 한국 문화의 글로벌 영향력이 이토록 높았던 적이 없었던 건 부정할 수 없는 사실이다. 한국의 문화는 영화, 드라마, 음악을 넘어 소비재와 서비스까지 과거 그 어느 때보다 전세계 시장에 깊숙이 침투하고 있다. 여러 연구들을 통해 특정 국가의 문화에 대한 호감도가 높을수록 그 국가의 재화를 더욱 많이 소비하려는 경향이 있음이 확인되었음을 고려해보자. K 패션 산업은 과거 어느 때보다 글로벌 시장에 진출하는 데 있어서 문화의 힘이 가장 서포트해주는 시기를 만났다.

한국 문화콘텐츠 전반에 대한 호감도 추이



자료: 한국국제문화교류진흥원, SK 증권

K 문화 콘텐츠 소비 증가 ->
K 소비재 소비 증가로 연결

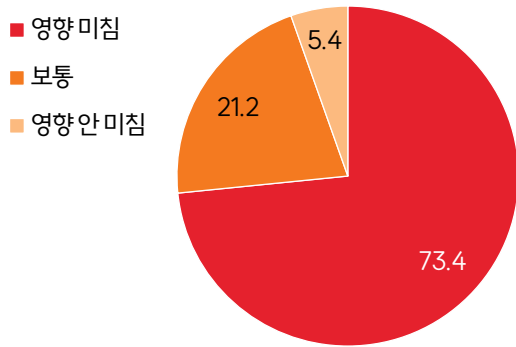
조사기관에 따르면 중국 소비자의 한국 문화 콘텐츠 소비가 한국 제품 구매로 연결되는 경향을 보인다. KDI 분석에 따르면, 중국 소비자가 한국 영상 시청 빈도를 두 배로 늘릴 경우 온라인에서 한국 제품을 구매할 확률이 4%포인트 상승했다. 대외경제정책연구원(KIEP)이 조사한 연구에서도, 한국 문화 소비는 한국 뷰티/패션 상품 구매와 유의미한 관계를 보였다.

한국국제문화교류진흥원의 '해외한류조사' 자료에서 "한국 문화콘텐츠 소비가 한국 제품/서비스 소비에 영향을 주는가"에 대해 응답자의 73.4%가 "영향을 미친다"라고 응답했다. 한국 문화콘텐츠와 제품/서비스 소비 간의 연결고리를 짐작해볼 수 있다.

최근 중국인의 한국 제품 구매율 증가. 특히 젊은 여성에서 증가세가 두드러짐.

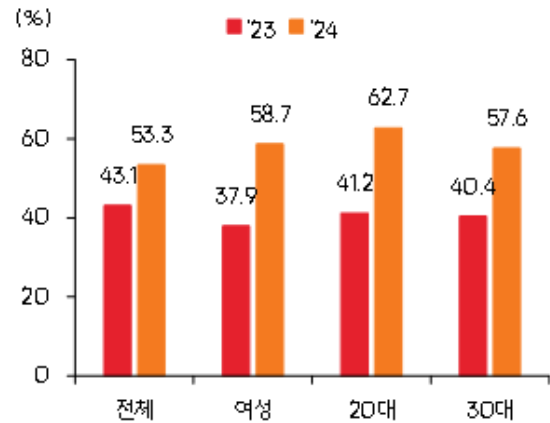
한국무역협회 상하이시부의 조사에서는 실제로 중국 소비자들 사이에서 최근 한국 상품 구매 경험률이 증가하고 있음을 확인할 수 있다. 최근 5년 내 한국 상품 구매 경험이 있다고 답한 중국 소비자는 53.3%였고, 2023년 조사 대비 10.2%포인트 상승했다. 특히 여성은 37.9%에서 58.7%, 20대는 41.2%에서 62.7%, 30대는 40.4%에서 57.6%로 크게 늘었다. 또 한국 상품에 대한 긍정 평가는 여성 55.6%, 남성 45.6%였고, 연령별로는 20대 57.6%, 30대 55.5%, 40대 49.3%, 50대 40.0%였다. 한국 제품 선호는 젊은 연령, 그 중에서도 여성에서 높으며, 최근 선호도가 크게 증가했음을 확인할 수 있다.

한국 문화컨텐츠 소비가 한국 제품/서비스 소비에 영향을 주는가?



자료: 한국국제문화교류진흥원(2026), SK 증권

중국 소비자별 최근 5년 내 한국 제품 구매율



자료: 한국무역협회, SK 증권

한한령이 사라진 지금, 문화의 힘이 K패션에 미칠 영향을 상상해보자

여기에 더해 한한령 해빙과 한일령, 그리고 중국인 관광객의 한국 유입 증가세는 한국 문화가 중국에서 더욱 적극적으로 소비되는 환경을 조성하고 있다. 지겹도록 들 어온 한류이지만, 여전히 한류가 K 패션 산업에 중요한 이유다.

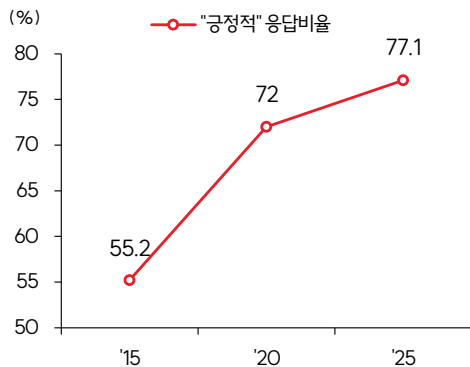
(2) K 패션 브랜드의 경쟁력은 충분

K 문화가 전부가 아니다. K 패션 그 자체로도 경쟁력이 있다.

다만 한국 문화에 대한 높은 관심도가 K 패션의 중국 침투를 보장해주는 것은 아니다. 어디까지나 K 패션에 대한 중국 소비자들의 관심을 환기하는 보조적인 역할에 그친다고 생각한다. 중국 시장에 안정적으로 자리잡고 반복적인 구매가 이루어지면 문화의 힘에 기대서만 될 것이 아니라, 산업 자체적인 경쟁력이 있어야 한다. 여러 조사와 보도자료를 종합해봤을 때 K 패션은 중국 내에서 제품 퀄리티와 브랜드력, 감성적인 어필 측면에서 충분한 경쟁력을 보유하고 있다.

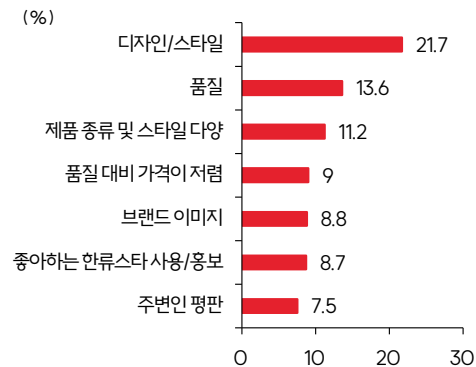
한국국제문화교류진흥원이 발표한 '2026 해외한류실태조사'에 따르면, '디자인과 스타일', '품질'이 한국 패션의 호감 요인 중 각각 1, 2 위를 차지했다. 한류와 관련된 호감 요인인 '좋아하는 한류스타가 직접 사용/홍보'는 6 위로 제품 자체의 경쟁력에 비해 훨씬 후순위를 기록했다. 문화적인 영향력이 K 패션의 호감도에 긍정적인 영향력을 주긴 하지만, 부수적일 뿐 제품과 브랜드 자체의 경쟁력이 핵심적인 요인이라는 점을 확인할 수 있다.

한국 패션에 대한 중국인 호감도 크게 상승



자료: 한국국제문화교류진흥원, SK 증권

한국 패션에 대한 호감 요인별 응답 비율



자료: 한국국제문화교류진흥원(2026), SK 증권

JD 닷컴 MD 도 인정한 K 패션의 경쟁력 -> 감성적인 어필 능력

또한 징둥글로벌의 MD 담당자들의 인터뷰를 통해서도 K 소비재 경쟁력을 엿볼 수 있다. 인터뷰에 따르면 한국 브랜드의 경쟁력 원천으로 좋은 품질, 신뢰감, 중국에 없는 새로운 제품을 꼽았고, 패션 분야에서는 창의적이고 신선한 아이디어, Z 세대 감성이라고 평가했다. 반대로 가성비비는 호감도·이미지·창의력·힙함과 같은 감성적인 요소에 비해 후순위였다. 중국 소비자들은 높은 K 패션의 가격을 부담스러워하면서도 제품의 퀄리티와 감성적인 만족감을 높게 평가하고 있다.

5. 위협을 피하고 경쟁력을 극대화하는 전략들

앞서 살펴본 것처럼 K 패션의 중국 진출에는 위협과 기회 요인이 공존한다. 따라서 위협을 피하고 기회를 극대화하는 전략이 중요하다. 후술할 ① 현지 파트너십, ② 1선 도시 MZ 세대 공략, ③ 소비자 접점 확대와 같이 K 패션이 사용할 수 있는 효과적인 전략들이 있으며, 이를 통해 K 패션이 중국 시장에 성공적으로 침투할 것이라 전망한다.

(1) 현지 파트너사를 통한 사업 전개

과거와 다르게 최근에는 중국 현지 파트너사와의 협업을 통해 중국 시장에 진출하는 사례가 대부분이다. 무신사는 안타스포츠와 JV 를 맺었고, 마리떼와 마뎡킴은 미스트홀딩스 상해법인에 라이선스를 부여했으며, 스노우피크 어패럴은 비인러펀과 파트너십을 맺었다.

파트너사	한국 파트너 브랜드	파트너십 구조	설립 연도	중국 내 오프라인 매장 수	매출 규모	주요 유통/보유 브랜드	포지셔닝 / 강점
우진 (Hangzhou Yeazone)	락피쉬웨어 (에이유브랜드)	JV "에이유브랜드 항저우 트레이딩" (에이유 51% / SHJS 컨소시엄 49%)	2008년	약 600개 이상	약 3,700억 원 (20억 위안)	뉴발란스, MLB, HOKA, 오니츠카타이거, 크룩스, 리바이스 등	항저우 기반 패션 유통 전문 (도매·리테일 네트워크 강자)
비인러펀 (比音勒芬, Biemlofen)	스노우피크 어패럴 (감성코퍼레이션)	유통 계약 (비인러펀이 스노우피크 어패럴 중국 유통 담당)	2003년	1,400개 이상 (백화점·고급 쇼핑몰 중심)	약 7,800억 원 (42억 위안)	자체 비인러펀(골프웨어), KENT & CURWEN, CERRUTI 1881, CARNAVAL DE VENISE	골프웨어 1위 + 프리미엄 라이프스타일 (백화점·쇼핑몰 중심 고급 유통망)
안타스포츠 (Anta Sports)	무신사 (무신사 차이나)	JV "무신사 차이나" (무신사 60% / 안타 40%)	1991년	총 12,000개 이상 (ANTA 7,135 / FILA 2,060 / DESCENTE 226 / KOLON 191 등)	약 13조 원 (708억 위안)	ANTA, FILA(총화권), DESCENTE, KOLON SPORT, JACK WOLFSKIN + Amer Sports 최대주주 (Arc'teryx, Salomon 등)	중국 최대 스포츠웨어 그룹 매스~프리미엄 멀티 브랜드 포트폴리오

자료: 언론보도 종합, SK 증권

파트너사의 존재는 애국 소비의 장벽을 낮춘다.

파트너사의 존재는 애국 소비의 진입장벽을 약화시키는 데 도움이 된다. 브랜드 IP 는 한국에 속해 있지만, 보통 현지 유통과 마케팅을 파트너사가 전담하는 경우가 많은데, 중국 소비자에게 "이 브랜드는 중국 회사가 운영한다"는 인식을 심어주기 때문이다.

뿐만 아니라 브랜드가 문화적 실책을 저지를 가능성도 상당히 낮아진다. 중국은 한국 문화를 선호하고 소비하지만, 동시에 자국 문화에 대한 자부심이 높아 자칫 지나치게 한국적인 것을 강조하거나, 중국 문화를 경시하는 것처럼 오해를 살 수 있는

실수를 경계해야 한다. 예를 들어 최근에는 이탈리아 명품 브랜드 FENDI 가 한국의 김은영 매듭장인이 제작한 '바게트 백'을 공개했다가 중국 내에서 반발을 산 사례가 있다. 또한 나이키, 유니클로가 신장 목화 미사용을 발표만 했음에도 불매 운동으로 이어진 사례도 있다. 무엇이 옳고 그른지를 떠나서, 중국에서 사업을 하는 데 중요한 리스크인 것은 분명하기 때문에 파트너십은 K 패션의 실패 리스크를 줄여주는 중요한 요소다.

파트너사의 존재는 현지 유통 고민을 해결해준다.

또한 아무리 K 패션의 경쟁력이 뛰어나다 한들, 실제로 매장에 입점해 판매되지 않으면 아무런 의미가 없다. 중국 주요 도시의 백화점이나 대형 쇼핑몰에 입점하기 위해서는 현지 네트워크(소위 인맥)이 필요한데, 파트너사는 K 패션의 부족한 현지 네트워크를 보완해준다.

(2) 1선 도시 MZ 세대를 집중 공략

최근 중국에 진출한 브랜드의 사례를 보면, 1선 도시를 집중 공략하는 경우가 많다. 대중 브랜드를 지향하지 않고 K 패션의 주요 소비층인 1선 도시 MZ 세대로 좁히는 전략이다. 중국의 경제 상황이 그나마 나은 곳이 1선 도시고, K 패션에 관심이 높은 연령층이 젊은 세대임을 감안하면 타당한 전략이다.

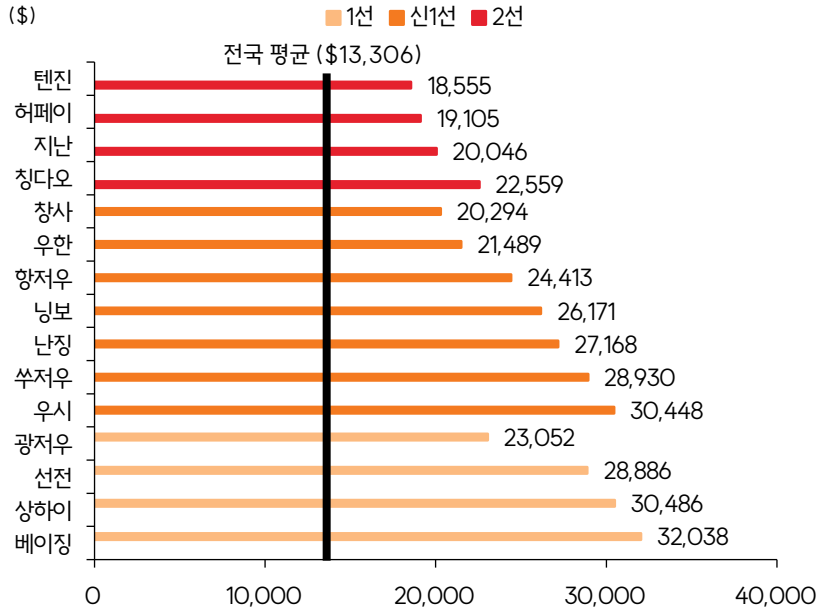
소비여력이 받춰주기에 높은 가격대의 K 패션이 플레이하기 좋은 시장.

우선 중국은 도시마다 경제력 차이가 크다. 1선 도시 4개(베이징, 상하이, 선전, 광저우)의 평균 1인당 GDP가 \$28,616로 전국 평균인 \$13,306의 두 배를 넘는다. 중국 도시 중에서 소비력이 가장 높은 도시이기 때문에 중국 경제 리스크를 최소화할 수 있고, K 패션의 상대적으로 높은 가격에 대한 심리적 거부감이 덜 하다.

중국에서도 MZ 세대들이 K 소비재에 가장 관심이 많다.

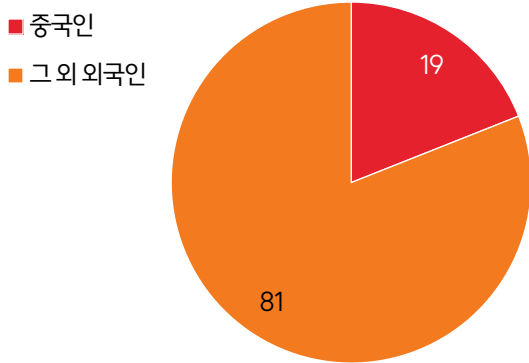
또한 최근 우리나라에 관광 목적으로 방문하는 중국인 중 단체가 아닌 개별 관광객의 비중이 높는데, 이 개별 관광객들 중 MZ 세대의 소비가 주요 상권에서의 소비의 큰 비중을 차지한다. 일례로 무신사 스탠다드 국내 매장의 140개국 외국인 매출 중 19%가 중국인 매출이며, 전체 외국인 중 MZ 세대 매출 비중이 전 지점을 통틀어 70% 이상이다. 개별 관광객의 경우 주로 한국에 대한 관심과 호감도가 높을 것으로 예상되는데, 이는 이전에 젊은 세대일수록 한국 소비재 구매율이 높다는 조사와 일맥상통한다.

중국 주요 도시별 1인당 GDP (2024)



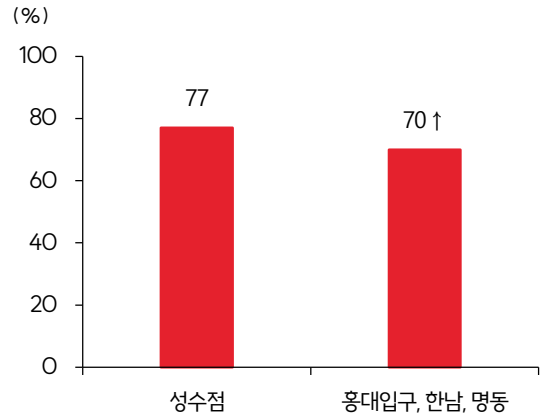
자료: 중국 국가통계국, SK 증권

국가별 무신사 스탠다드 오프라인 매장 매출 비중



자료: 언론 보도, SK 증권

외국인 MZ 세대 무신사 스탠다드 오프라인 매장 매출 비중



자료: 언론 보도, SK 증권

6. K 패션과 중국 소비자 간의 접점이 확대된다

(1) 인바운드 관광객 증가

알아서 찾아와주니, 브랜드
홍보가 자동으로 된다.

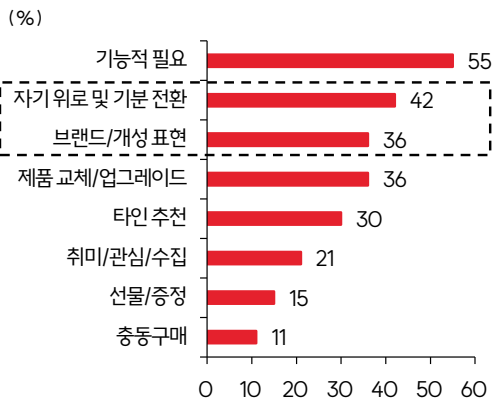
중국인 관광객은 K 패션 브랜드가 현지 인지도를 쌓는 통로의 역할을 하고 있다. 중국인들은 과거 면세점이나 백화점을 주요 쇼핑 채널로 이용해왔는데, 최근에는 성수동, 용산, 명동과 같은 주요 상권이 필수 관광 및 쇼핑 코스가 될 정도로 관광과 쇼핑의 중심이 로드샵으로 이동하고 있다. 이러한 변화는 경쟁력 있는 브랜드가 해외 소비자들에게 브랜드를 알리는 걸 훨씬 쉽게 만들었다.

인바운드 관광객이 중요한 이유는 브랜드 홍보 관점에서 긍정적인 피드백 루프가 형성되기 때문이다. 중국인 관광객이 경험한 쇼핑 과정과 구매한 제품을 샤오홍슈 같은 현지 SNS에 업로드하면 이는 더 많은 현지 SNS 사용자에게 노출되고, 이를 보고 한국을 관광하는 더 많은 중국인들이 매장을 방문해 더 많은 SNS 콘텐츠를 생산한다.

한일령에 조용히 웃고 있는 한국.
중국인 인바운드 트래픽 증가가
예상된다.

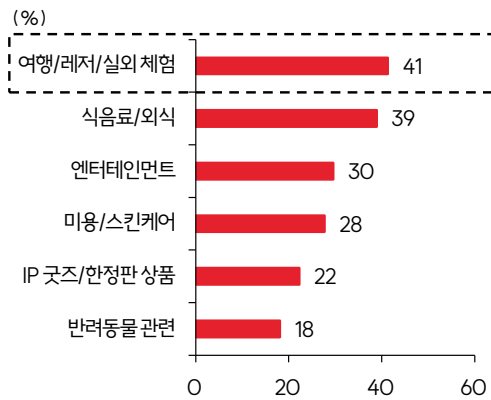
한국은 홍콩과 마카오를 제외하면 중국 관광객들이 가장 많이 방문하는 나라다. 원래는 일본을 가장 많이 방문했으나, 최근에 중국과 일본의 외교 관계가 악화되고 중국이 내린 한일령으로 인해 한국으로 더 많은 관광객들이 유입되고 있다. 이러한 추세가 앞으로 지속될 것으로 전망하기 때문에 "중국인 관광객 증가 → SNS 콘텐츠 생산 → 브랜드 인지도 상승"의 긍정적 피드백은 더욱 강화될 것이다.

중국인을 대상으로 한 '상품의 구매 이유' 조사 결과



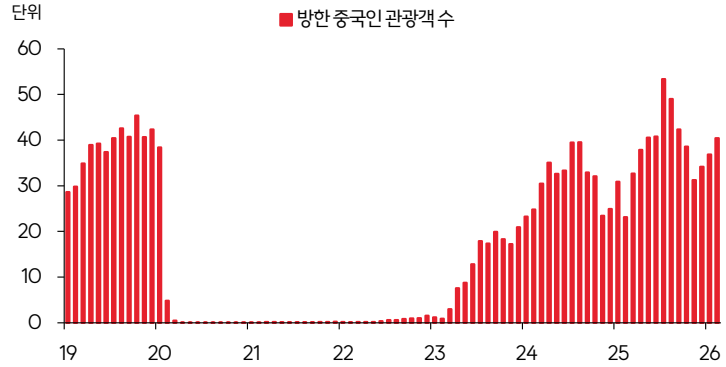
자료: 한국관광공사(2025), SK 증권

중국인들 대상으로 한 '즐거운' 소비 대상 순위



자료: 한국관광공사(2025), SK 증권

올해 초 방한 중국인 관광객 수 급증하는 중



자료: 한국관광데이터랩, SK 증권

(2) 무신사와 브랜드의 중국 진출

중국인 관광객이 중국 본토에서 K 패션 홍보채널 역할을 해주는 것도 충분히 의미가 있지만, 앞으로 K 패션이 중국 본토에 직접 진출하는 사례가 크게 증가할 것으로 전망하며, 이는 장기적인 중국 침투 사이클을 뒷받침하는 핵심 모멘텀이 될 것이다.

진출 극 초반임에도 무신사의 중국 사업 성과는 놀라울 정도.

우선 무신사의 중국 진출은 중국 내 K 패션의 무대를 크게 확장할 것이다. 무신사는 지난 '25년 9월 중국의 안타스포츠와 조인트 벤처를 설립했고, 작년말부터 '무신사 스탠다드(무신사 자체 브랜드)'와 '무신사 스토어(패션 유통 플랫폼)'의 중국 티몰 플래그십 스토어를 오픈하고, 오프라인 매장을 오픈했다. 이미 중국인 관광객 사이에서 한국 필수 관광 코스로 자리잡은 무신사였기에, 중국 진출 초기 성과는 매우 고무적이다. 무신사 스탠다드와 무신사 스토어 합산 기준 티몰 온라인 매출은 입점 2주 만에 순 방문자 수 120만 명을 기록하고, 5억 원의 거래액을 달성했으며, 12월에는 거래액 44억 원을 기록해 폭발적으로 성장하고 있다.

무신사 중국 사업 진출 타임라인과 성과

시점	주요 이벤트	성과 / 비고
2025.08	안타스포츠와 합작법인 "무신사 차이나" 설립 발표	무신사 60% / 안타 40% 지분 구조 중국 내 온·오프라인 사업 주도
2025.09	티몰 "무신사 스탠다드" 플래그십 스토어 오픈	280여 종 상품 론칭 입점 2주 만에 순방문자 120만 명, 거래액 5억 원
2025.10	티몰 "무신사 스토어" 플래그십 스토어 오픈	20여 개 K-패션 파트너 브랜드 입점 48시간 내 현지 배송 체계 구축
2025.12	오프라인 1호점 오픈 (상하이 화이하이루 백성쇼핑센터)	무신사 스탠다드 해외 첫 매장 (약 400평) + 무신사 스토어 상하이 안푸루점 동시 오픈
2025.12	진출 100일 만에 누적 거래액 100억 원 돌파	12월 티몰 거래액 44억 원 (9월 대비 9배 성장) 오프라인 26일간 방문객 10만 명, 거래액 10억 원+
2026~	매장 확대 계획	2026년 3월 난징동루 신세계 추가 출점 '26년 10개+ → '30년 100개 매장 / 매출 1조 원 목표

자료: 언론보도 종합, SK 증권

무신사의 스토어 사업은 ① 중국 내에서 K 패션 장르를 형성하고, ② 한국 브랜드가 중국에 진출할 때 만나는 장애물들을 제거하기 때문에 중국 내 K 패션의 침투율을 넓히는 데 중요한 역할을 할 것이다.

개별 브랜드로서는 성공했지만, 산업의 저변을 넓히지는 못했던 과거 사례들.

먼저 중국 내에서 K 패션이 하나의 장르로 자리잡을 것이다. 과거에도 코오롱스포츠, 엠엘비, 힐라 등 중국에서 성공한 한국 브랜드의 사례는 있었지만, 이러한 개별 브랜드의 성공을 K 패션 산업 전체의 성공으로 확대 해석하기는 어렵다. 개별 브랜드로서 사업이 매우 성공적이었지만, 브랜드의 성공이 다른 K 패션 브랜드의 무대를 넓혀주는 역할은 하지 못했다.

하지만 무신사가 과거 사례와 다른 것은 브랜드가 아니라 무신사 스토어라는 편집샵 사업모델을 운영한다는 점이다. '25년 12월에 상하이 안푸루에 오픈한 무신사 스토어 매장에는 올해 2월 기준 44개의 다양한 국내 브랜드가 입점해 있으며, 향후 무신사 스토어에 입점하는 브랜드 수는 계속 증가할 전망이다.

무신사 편집샵의 중국 진출은 한국 패션 산업에 의미하는 바가 크다.

멀티브랜드 사업 자체는 특별할 게 없지만, 무신사처럼 특정 국가의 인디 브랜드를 대거 입점시켜 중국에서 판매하는 사업 모델의 사례는 사실상 없다시피 하다. 이런 매우 니치한 사업 모델을 중국에서 전개한다는 건 그만큼 K 패션에 대한 중국인들의 수요가 충분하고, 앞으로 더 크게 성장할 여지가 많다는 무신사와 안타 스포츠의 판단이 있었을 것임을 역으로 짐작해볼 수 있다. 중국인들의 수요에 맞춰 무신사를 통해 K 패션 공급이 대거 이뤄지고 있는 만큼, 향후 K 패션이라는 큰 장르가 중국 내에서 형성되고, 결과적으로 K 패션의 중국 침투율이 지속적으로 상승하는 사이클이 전개될 것이다.

무신사는 인디 브랜드들이 중국에 진출하는 징검다리 역할도 할 것.

또한 무신사의 중국 사업은 K 패션의 중국시장 진입장벽이 크게 낮출 것이다. 중국은 언어, 정부 규제, 유통구조, 소비자 선호도, 마케팅채널, 가품 문제 등 많은 면에서 한국과 다르다. 그렇기 때문에 브랜드가 현지 유통사와 파트너십을 맺어 중국에 진출하는 경우가 일반적이었다. 문제는 파트너사를 선정하고 사업을 진행하는 과정에서 많은 시간과 비용이 들어가기 때문에 인디 브랜드가 쉽게 시도하기 어려운 방식이다. 반면 무신사와 안타스포츠가 제공하는 물류, 유통, 마케팅 등 여러 서비스 덕분에 인디 브랜드가 중국 진출에 진출하는 게 훨씬 용이해졌다. 결과적으로 K 패션의 중국 내 공급이 크게 증가할 것으로 전망한다. 소비자의 수요와 브랜드의 공급이 맞아떨어지는 상황이기엔 K 패션의 중국 내 침투율은 중장기적으로 증가할 수밖에 없다.

무신사 차이나가 제공하는 서비스는 인디 브랜드의 중국 진출 진입장벽을 크게 낮춤

지원 영역	무신사 차이나(JV)가 제공하는 서비스	인디 브랜드 관점의 효과
판매 채널	티몰 플래그십 스토어 + 오프라인 편집숍(무신사 스토어) 입점으로 온·오프라인 판매 채널 동시 확보	자체 법인·매장 설립 없이 중국 소비자 직접 확보 (현재 티몰 41개, 오프라인 44개 브랜드 입점)
물류·배송	중국 현지 물류센터 기반 48시간 내 배송 체계 구축 입고·재고·출고를 무신사 차이나가 일괄 운영	개별 물류 인프라 구축 불필요 가품·분실 리스크 해소, 소비자 배송 경험 개선
인증·규제	중국 GB(국가표준) 인증 전담 상담 창구 운영 시험 비용 절인 및 실무형 교육 프로그램 제공	복잡한 현지 규제·인증 절차를 자체 해결할 필요 없이 무신사 차이나를 통해 원스톱 처리
마케팅	안타스포츠의 현지 리테일·브랜딩 역량 활용 라이브커머스, 사오펙수 등 현지 채널 마케팅 지원	인디 브랜드 단독으로는 집행 어려운 현지 마케팅을 플랫폼 차원에서 지원 → 초기 인지도 확보 용이
데이터·VMD	온라인 판매 데이터를 오프라인 매장 VMD에 연동 수요 검증된 상품을 매장 전면에 배치	온→오프 / 오프→온 구매 선순환 구조 형성 구매자 85%가 MZ세대로 타겟 적용 확인
민관 협력	KOTRA와 MOU 체결, 파트너 브랜드 공동 해외진출 지원 프로그램 운영	정부 수출지원사업과 연계된 체계적 진출 경로 확보

자료: 언론보도 종합, SK 증권

무신사 뿐만 아니라 브랜드 직진출 사례도 늘어난다.

무신사를 통하지 않고, 직접 중국에 진출하는 브랜드의 사례들이 점차 증가할 것이다. 앞서 언급한 것처럼, K 패션은 중국 패션 시장에서 수요가 좋은 지점에 포지셔닝해 있고, 사업 기회를 확인한 브랜드사들의 중국 진출 사례가 증가하고 있다.

락피쉬 웨더웨어, 스노우피크 어패럴, 마뽕킴, 마리떼, 마르디 등 한국 브랜드들은 국내 주요 상권에 위치한 플래그십 매장을 향한 관광객이 브랜드를 체험하는 공간이자 방문한 관광객이 SNS 등을 통해 쇼핑 경험을 공유함에 따라 마케팅 공간으로도 활용하고 있다. 한국 매장은 중국인들 대상으로 브랜드 인지도와 약간의 매출을 얻는 역할을 하고, 본격적인 매출은 중국에 진출해 현지에서 벌어들이는 전략이다. 이들 브랜드 역시 중국의 1선 도시 주요 상권에 오프라인 매장을 입점시키고 있다.

7. 엔터 산업의 한한령 해제 기대감

2024년 연말부터 2025년까지 엔터테인먼트 산업 주가 상승의 주요 트리거는 한한령 해제에 대한 기대감이었다. 2016년 사드(THAAD) 배치 이후 중국 정부는 비공식적으로 한국 문화 콘텐츠에 대한 규제를 강화하며 한국 드라마, 영화, 음악, 공연 등 한류 콘텐츠의 중국 송출과 공연을 사실상 제한해왔다. 중국 내 공연 재개는 엔터테인먼트 산업 전반에서 실적 확대가 기대되는 핵심 변수다. 다만 현재까지도 대형 K-Pop 콘서트에 대한 제한은 여전히 유지하고 있는 상황이다. 그럼에도 불구하고 APEC 개최를 앞두고 일부 국내 아티스트들이 중국 내 공연 재개 가능성을 타진하며 시장 분위기의 변화를 확인하려는 움직임이 나타났었다.

현재까지 중국에서 대형 콘서트를 진행한 K-Pop 아티스트 사례는 제한적이며, 한한령 이전 마지막 대규모 투어 사례로는 2015년 BIGBANG의 월드투어 'MADE' 중국 공연이 대표적으로 언급된다. 이후 K-Pop 아티스트의 중국 내 대형 콘서트는 사실상 중단된 상태다.

중국 내 한국 공연 주요 제한 요소

구분	내용	비고
언어	한국어 곡 공연 금지	가사 심의 절차 통과(거의 불가)
비자	공연 비자(Z), 단기 공연 목적(L) 비자 승인(극히 드뭄)	공안, 문화 당국 이중 심사
공연장 대관	공연 허가증 없으면 대관 불가	출연자 국적, 곡 목록, 규모 심사
국적	한국 국적 가수 사실상 출연 금지	이중 국적자 제한

자료: 언론보도, SK 증권

2025년 취소된 K-Pop 아티스트 콘서트

아티스트명	날짜	지역명	활동	취소 사유
라인업 미공개	2025-09-26	하이난성	드림콘서트 2025	무기한 연기
케플러	2025-09-13	푸저우시	팬콘서트	불가항력적인 요인
EPEX	2025-05	푸저우시	단독 콘서트	현지 사정

자료: 언론보도, SK 증권

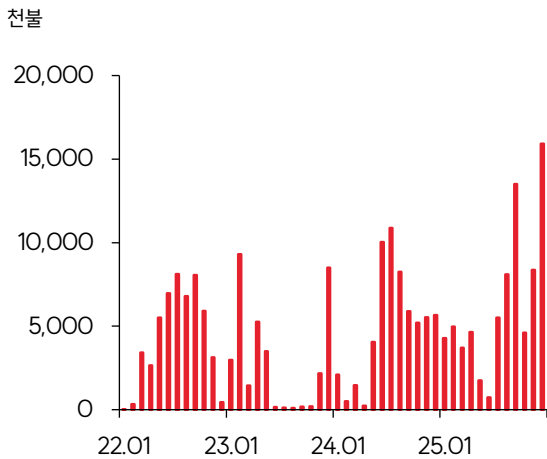
한한령 기대감 잔존

공연 외 활동을 통해 팬들과 접점 유지

APEC 을 계기로 기대됐던 한한령 완화에 대한 가시적인 결과는 아직 확인되지 않았으며, 이에 따른 실망감은 주가에 상당 부분 반영된 상황이다. 그럼에도 불구하고 한한령 해제 가능성 자체가 완전히 사라진 것은 아니다. 현재 중국은 미국과의 관세 갈등, 중일 관계 긴장 등 주변국과의 정치, 경제적 마찰이 지속되고 있다. 이러한 상황 속에서 한국 정부는 중국과의 관계 개선을 위해 무비자 입국 허용, 한중 정상회담 추진 등 비교적 우호적인 외교 스탠스를 유지하고 있다.

현재 중국 내 대형 K-Pop 공연은 사실상 불가능한 상황이지만 현지 기업과의 협업을 통해 국내 엔터테인먼트 기업들은 공연을 대체하는 형태로 중국 주요 도시에서 팝업스토어를 운영하며 현지 팬들과의 접점을 유지하고 있다. 공연은 여전히 제한적이지만 MD, 음반 판매, 플랫폼 협업 등 일부 영역에서 한류 소비가 지속되고 있다는 점은 중국 내 K-Pop 수요가 구조적으로 유지되고 있음을 보여준다. 이는 한한령이라는 보이지 않는 장벽이 완전히 해소되지는 않았지만 일부 영역에서 제한이 점진적으로 완화되고 있음을 보여주는 사례로 해석된다. 또한 중국 경기 둔화 국면에서 콘텐츠 소비 확대와 관광 활성화는 중국 정부 입장에서도 필요한 정책 방향이라는 점에서, 장기적으로 한류 콘텐츠 규제 완화 가능성 역시 여전히 유효하다는 판단이다.

중국 앨범 수출 추이



자료: Kita, SK 증권

NCT 마크 중국 팝업 현장



자료: SM, SK 증권

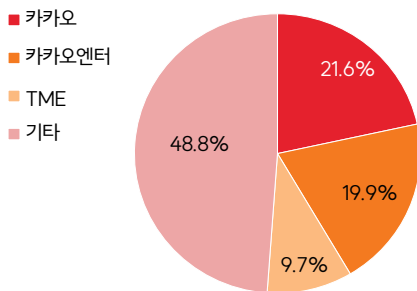
한한령 완화 시 가장 큰 수혜가 기대되는 기업은 에스엠이다. 에스엠의 2대 주주는 약 9.6%의 지분을 보유한 텐센트 뮤직(TME)으로, 중국 최대 음악 플랫폼을 보유한 기업과의 전략적 파트너십을 구축하고 있다. 현재 에스엠은 자회사 디어유의 Bubble 플랫폼을 활용해 텐센트 뮤직이 운영하는 QQ 뮤직과 전략적 제휴를 체결했으며, QQ 뮤직 어플리케이션 내에서 아티스트와 팬이 1대1로 소통할 수 있는 버블 서비스를 런칭한 상태다. 또한 SM 3.0 전략의 다음 단계인 SMNEXT 3.0을 공개하며 텐센트 뮤직과 협력해 메가 IP 급 중국 현지화 아티스트 제작을 준비하고 있다는 계획도 제시했다. 에스엠은 타 엔터사 대비 서구권 시장 확장 속도가 상대적으로 느리다는 점이 밸류에이션 디스카운트 요인으로 작용해 왔다. 하지만 점진적으로 중국과의 관계가 개선될 경우 중국 시장 재진입에 대한 준비도가 가장 높은 기업이라는 점에서 중국 공연 및 현지 사업 확대 가능성이 존재한다.

SMNEXT 3.0, 텐센트 뮤직과 현지 메가 IP 제작 목표



자료: SM, SK 증권

에스엠 지배구조



자료: SM, SK 증권

디어유, QQ 뮤직 내 버블 서비스 론칭



자료: QQ 뮤직, SK 증권

COMPANY ANALYSIS



감성코퍼레이션 (036620/KQ)

본격적인 중국 시장 침투 시작

의류: 형권훈 / kh.hyung@sk.com / 3773-9997

Signal: 1분기 국내 실적 고성장, 중국 매출 기여도 상승

Key: 올해 본격적인 중국 사업 확장 시작, 수출 실적 기여도 상승 전망

Step: 의류 섹터 내 Top-pick 의견, 매수 추천

매수(유지)

목표주가: 8,100 원(상향)

현재주가: 5,800 원

상승여력: 39.7%

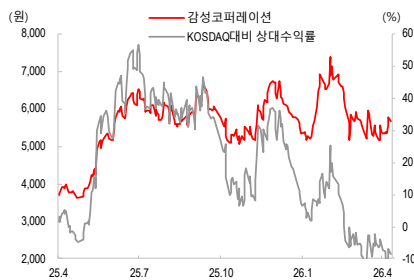
STOCK DATA

주가(26/04/21)	5,800 원
KOSDAQ	1,174.85 pt
52주 최고가	7,370 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	9,050 만주
시가총액	514 십억원
주요주주	
김호선(외 4)	29.74%
자사주	0.71%
외국인 지분율	16.42%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2026E	2027E	2028E
매출액	십억원	306	362	411
영업이익	십억원	58	73	78
순이익(자배주주)	십억원	46	57	60
EPS	원	503	631	665
PER	배	11.3	9.0	8.5
PBR	배	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	배	7.7	6.2	5.7
ROE	%	31.4	33.5	30.2
배당성향	%	50.7	50.7	50.7

1분기 실적 호조 예상

동사의 1분기 실적은 매출액 574 억 원(+23.1% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 92 억 원(+34.4%, OPM 16.0%) 기록한 것으로 보는데, 어패럴 매출이 +24.4% 성장해 실적을 견인했을 것이다. 1~2 월 누적 기준 국내 의류 소매판매 금액이 +12.1% 성장해 소비 업황이 좋았고, 2 월까지 한파가 이어지며 F/W 시즌 상품을 중심으로 판매 호조를 보였을 것이다. 영업이익률은 16.0% 예상하며, 전년 동기 대비 1.3%p 개선될 것이다. 어패럴 타라인 성장에 따른 영업 레버리지 효과와, 국내 대비 수익성이 높은 수출 매출 비중이 증가한 영향이다.

중국 실적 기여도가 높아진다

올해부터 중국향 수출 실적의 기여도가 크게 증가할 것으로 전망한다. 동사는 작년 수출 매출액 78 억 원 기록해 어패럴 사업 내 비중이 3%에 불과했다. 올해는 중국 오프라인 매장 출점이 본격화됨에 따라 수출 매출액 327 억 원 기록해 매출 비중이 11%까지 증가할 것으로 전망한다. 수출은 홀세일 방식으로 현지에서 필요로 하는 제품을 수출하면 즉시 매출로 인식한다. 현지 사업 운영과 관련 비용 지출이 파트너사인 비인러 편의 뒤편이기 때문에 감성코퍼레이션 입장에서는 현지 사업과 관련한 비용이 들지 않아 영업이익 기준 국내 사업 대비 수익성이 높다. 이에 따라 올해 연간 OPM 19.4%로 전년 대비 1.1%p 개선될 것으로 전망한다.

의류 업종 Top-pick 관점 유지

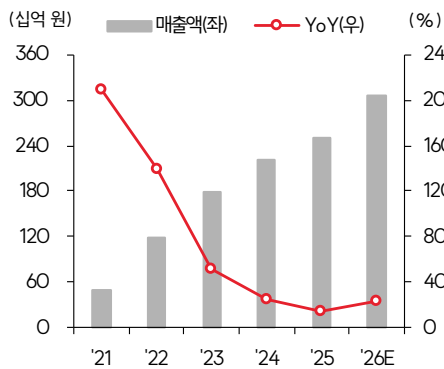
감성코퍼레이션에 대해 섹터 내 Top-pick 관점을 유지한다. 국내 사업의 안정적인 이익 체력에 올해 중국 사업 실적이 실적의 상방 요인으로 작용할 것이다. 실적 잠재력에 비해 동사의 주가는 당사의 추정치 기준 12MF PER 은 11 배의 부담 없는 멀티플에 거래되고 있다. 당사는 감성코퍼레이션의 적정 멀티플로 15 배를 부여했는데, 과거 F&F 와 미스토홀딩스의 해외 수출 사례를 근거로 15 배 멀티플을 적용하는 데 무리가 없다고 판단한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS 를 기준 대비 5.5% 상향 적용함에 따라 기존 7,700 원에서 8,100 원으로 상향한다.

1. 기업 개요

감성코퍼레이션은 일본의 럭셔리 캠핑장비 전문 브랜드인 'Snowpeak(이하 스노우 피크)'로부터 브랜드 사용권 및 의류 사업권을 라이선스해 '스노우피크 어패럴' 브랜드를 운영하고 있다. 기존 아웃도어 브랜드와 달리 캠핑이 주는 감성을 녹여낸 소재와 컬러감을 토대로 국내 캐주얼 아웃도어 시장 점유율을 빠르게 늘려가고 있다.

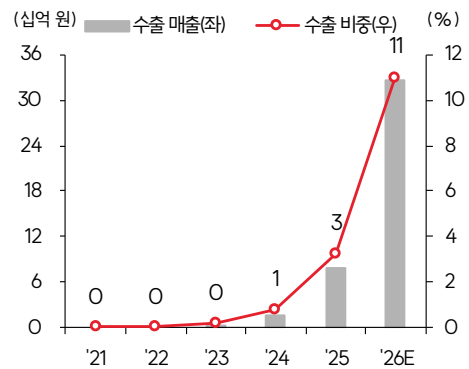
동사의 매출은 최근 5년 간 매우 빠르게 성장해 왔다. '21년 358억 원이었던 어패럴 매출이 '25년 2,415억 원까지 성장해 CAGR +61%를 기록했다. 스노우피크 어패럴은 지금껏 국내 사업을 중심으로 실적이 성장해왔으며, 작년 연간 기준으로 어패럴 매출의 97%가 국내에서 나왔다.

감성코퍼레이션 연도별 매출 추이



자료: 감성코퍼레이션, SK 증권

감성코퍼레이션 내수/수출 매출 비중 ('25)



자료: 감성코퍼레이션, SK 증권

동사는 국내뿐만 아니라 중국으로의 지역 확장을 시도 중이다. 이미 일본의 스노우 피크 본사로부터 중국 사업 라이선스를 취득했으며, '23년 말 상하이 타이구리 백화점에 1호점 플래그십 매장을 오픈했다. 중국 사업의 파트너사는 현지 프리미엄 골프웨어 브랜드를 운영하는 'BIEMFLDLKK(이하 비인러펀)'이다. 중국에서의 사업 확장 속도가 '23년 말 당시 예상했던 것보다 다소 늦어졌지만, 올해 추가 매장 입점을 통해 중국 사업에 다시 속도감이 붙고 있다.

비인러펀과의 지분 관계는 없으며, 동사는 물건의 홀세일 공급과 브랜드 마케팅을 담당하고, 비인러펀은 현지 물류, 유통, 마케팅을 담당한다. 따라서 동사는 중국에 수출한 제품에 대해 매출을 인식하게 된다.

2. 실적 추정 및 밸류에이션

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	'24	'25	'26E
매출액	46,677	53,624	45,909	104,184	57,444	63,118	65,400	120,228	220,397	250,394	306,190
의류	44,591	51,680	43,451	101,808	55,463	61,271	63,065	117,971	209,218	241,530	297,770
모바일	2,085	1,945	2,458	2,376	1,981	1,847	2,335	2,257	11,178	8,864	8,420
영업이익	6,847	8,742	6,201	22,839	9,202	12,463	11,761	24,747	36,053	44,629	58,173
/OPM	15	16	14	22	16	20	18	21	16	18	19
의류	6,837	8,679	5,913	22,680	9,118	12,404	11,610	24,610	35,573	44,110	57,742
모바일	9	63	287	159	84	59	151	137	481	519	431
YoY %											
매출액	26	7	7	16	23	18	42	15	24	14	22
영업이익	48	-13	23	40	34	43	90	8	11	24	30

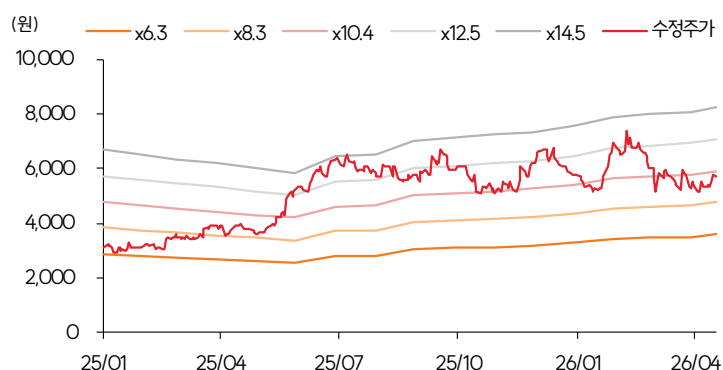
자료: 삼성코퍼레이션, SK 증권

삼성코퍼레이션 목표주가 산정 로직

항목	단위	구분	내용	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	49.4	
상장주식 수	주	(B)	90,503,771	
12MF EPS	원	(C)	545	(A)/(B)
Target PER	배	(D)	15	
목표주가	원	(E)	8,100	(C)*(D)
현재 주가	원	(F)	5,800	
주가 업사이드	%	(G)	39.7	(E)/(F)-1

자료: SK 증권

삼성코퍼레이션 수정주가 및 12MF PER 밴드차트



자료: Quantwise, SK 증권

3. 투자 포인트

동사의 투자포인트는 본격적인 중국 사업 확장에 따른 수출 매출 증가다. 동사는 제품을 도매가로 중국에 수출하면 곧바로 매출로 인식하며, 일반적으로 최종 소비자가 고객인 B2C 사업에 비해 GPM 은 낮은 반면, 판관비가 크게 절감되기 때문에 OPM 은 더 높다. 도매 사업이기 때문에 절대적인 매출 볼륨은 크지 않아도, 수익성이 좋아 이익 기여도는 높다.

최근까지 '23 년 말 상하이 타이구리 백화점에 입점한 1 개 매장만을 운영하고 있었지만, 올해 4 월부터 본격적으로 오프라인 매장을 늘려 나갈 계획이다. 4 월에 광저우 UC 점을 오픈했으며, 추후 광저우 타이구리 백화점과 충칭, 샤먼 등 1 선 도시 및 신 1 선 도시의 핵심 상권 위주로 매장을 추가할 계획이다. 동사는 매장 수를 공격적으로 늘리기보다는 매장 당 매출 규모를 크게 가져가는 전략을 택했다. 프리미엄 아웃도어 브랜드를 지향하는 바, 주요 도시와 상권 위주로 입점해 구매력이 높은 소비자 중심으로 접점을 만들고, 프리미엄 브랜드의 이미지를 가져가기 위함이다.

스노우피크 어패럴 상하이 타이구리점 전경



자료: 감성코퍼레이션, SK 증권

스노우피크 어패럴 광저우 UC 점 전경



자료: 감성코퍼레이션, SK 증권

현지 유통사의 역량은 우수하다고 평가한다. 비인러펀은 골프웨어 브랜드를 운영하고 있는데, 럭셔리 가격대에 포지셔닝 해 있다. 폴로 티셔츠를 14 만 원, 셔츠를 20 만 원에 판매할 정도로 중국 1인당 GDP 를 감안하면 상당히 고가의 브랜드다. 이미 럭셔리 세그먼트에서 20 년 넘게 브랜드를 운영해온 경험이 있기 때문에 럭셔리 아웃도어 브랜드를 지향하는 스노우피크 어패럴과 결이 잘 맞는다.

또한 비인러펀은 현지 주요 상권에 1,000 개가 넘는 오프라인 매장을 운영하고 있다. 스노우피크 어패럴의 지향점이 럭셔리 아웃도인 만큼, 경제력이 높은 주요 도시의 백화점이나 대형 복합쇼핑몰 같은 주요 상권에 매장을 운영하는 것이 필수적인데, 비이러펀의 유통 네트워크로 좋은 위치에 수월하게 입점할 수 있을 것이다.

에이유브랜즈 중국 파트너사 개요 및 JV 내 역할

구분	비인러펀 (Biemlofen)
개요	2003년 설립, 광저우 기반 중국 골프웨어 1위, 선전 증시 상장사
규모	연매출 7,800억 원, 순이익 1,520억 원, 중국 내 1,300+ 매장
포트폴리오	Biemlofen(자체), CERRUTI 1881, KENT & CURWEN, CARNAVAL DE VENISE
JV 내 역할	스노우피크 어패럴 중국 내 독점 유통 및 매장 운영
핵심 기여	프리미엄 유통 인프라 + 국가대표급 브랜드 신뢰: 상하이 첸탄 타이구리 1호점, 광저우 UC점 700㎡ 대형 플래그십 확보, 충칭·샤먼 등 1~선 도시 300㎡ 이상 대형 매장 순차 확대 예정. 중국 국가대표팀 12년 공식 파트너로 축적된 프리미엄·신뢰 브랜드 자산 이식 가능

자료: 에이유브랜즈, SK 증권

동사는 올해 연말 기준 중국 매장 목표치로 30 개 매장을 제시했는데, 입점 초기에는 우선 1선 대도시의 럭셔리 백화점이나 대형 쇼핑몰을 중심으로 매장을 오픈할 계획인데, 대형 플래그십 매장들을 오픈해 브랜드 인지도를 확보한 뒤 중형 매장들은 그 후에 본격적으로 오픈한다는 전략이다.

본격적인 마케팅 활동과 온라인 판매도 시작할 예정이다. 기존에 운영 중이던 상하이 타이구리 매장의 연 매출이 약 40 억 원 수준인 것으로 파악되는데, 별도의 현지 마케팅 없이 달성한 매출인 만큼, 매장 수가 많아지고 마케팅 활동이 본격화되면 그 이상의 점포당 매출도 충분히 달성 가능하다. 동사는 광저우에 오프라인 매장이 열리는 시점인 4 월에 맞춰 마케팅과 온라인 판매(티몰 입점 등)를 시작할 계획이다.

당사는 올해 감성코퍼레이션의 수출 매출을 279 억 원으로 추정하며, 영업이익에는 84 억 원 기여할 것으로 본다. 점포당 평균 연매출을 30 억 원으로 가정했는데 현재 운영 중인 상하이 타이구리 매장의 작년 매출이 약 40 억 원 수준 기록했고, 올해 출점하는 매장 역시 주요 도시의 주요 상권에 입점하는 점을 감안하면 무리가 없는 수치라고 판단한다. 오히려 상하이 매장의 작년 매출이 여타 마케팅이나 온라인 판매 없이 달성한 것임을 감안하면, 본격적인 출점과 마케팅이 시작되는 올해 점포당 매출의 추가적인 업사이드를 기대해볼 수 있다.

4. 중국에서의 브랜드 인지도 관련

스노우피크 어패럴이라는 브랜드가 중국 소비자들 사이에서 얼마나 인지도가 있는지, 그래서 결국 중국 패션 시장에 안정적으로 자리잡을 수 있을지에 대한 시장 참여자들의 질문을 많이 받고 있다. 아직 단서가 충분하지 않고, 패션업에 정해진 성공 공식이 없기 때문에 이러한 의문이 드는 게 자연스럽다.

하지만 최소한 이러한 의문을 덜어줄 만한 포인트가 존재한다. 우선 스노우피크 어패럴의 광고모델이 BTS 멤버인 '뷔'라는 점이다. 뷔는 BTS 멤버 중에서도 중국 내에서 가장 인기가 많다. 뷔의 중국 팬사이트에서 구매한 앨범 공동구매 매출은 '22년 자료 기준 역대 1~3위를 모두 석권했다. 마침 BTS가 군 전역 이후 올해 새로운 앨범 'ARIRANG'으로 활동 중이므로 뷔의 광고모델 효과는 더욱 커질 것으로 전망한다. 유명 스타를 광고모델로 사용하는 것이 브랜드의 성공을 결정하진 않지만, 현재 기준 스노우피크 어패럴의 다소 부족한 현지 브랜드 인지도를 빠르게 끌어올려줄 만한 요소인 것은 분명하다. 이미 상하이 매장을 통해 광고모델의 효과를 체감한 바 있다.

또한 기존 매장의 매출 규모에서도 힌트를 얻을 수 있다. 상하이 타이구리 매장의 작년 연간 매출은 약 40억 원 수준으로 파악된다. 과거 중국에 진출한 타 브랜드의 경우 플래그십 매장임에도 연 10억 원 미만의 매출을 기록한 사례가 있었고, 1,000개가 넘는 매장을 운영 중인 국내 F사의 M 브랜드의 경우 매장당 평균 연 12억 원의 매출을 기록하고 있음을 고려하면 스노우피크 어패럴의 매출 규모는 고무적이다. 타 브랜드의 사례와 달리 현지 마케팅이 전무한 상황에서 기록한 매출이라는 점도 고려해야 한다.

K팝 아이돌별 중국 팬사이트 앨범 공동 구매 매출 순위

순위	아티스트명	발매일	총 매출			판매량	앨범명	소속 그룹
			Total Sales (CNY)	Total Sales (USD)	Total Sales (KRW)			
1	V	2020.2.21	31,551,100	4,679,028	6,117,811,927	230,300	MAP OF THE SOUL:7	BTS
2	V	2022.6.10	26,386,753	3,913,155	5,116,436,293	167,865	PROOF	BTS
3	V	2019.4.12	21,470,400	3,184,060	4,163,147,060	170,400	MAP OF THE SOUL:PERSONA	BTS
4	JUNGKOOK	2019.4.12	20,941,200	3,105,580	4,060,534,280	166,200	MAP OF THE SOUL:PERSONA	BTS
5	KARINA	2022.7.8	20,873,228	3,095,500	4,047,354,452	335,000	Girls	aespa
6	HYUNJIN	2022.10.7	19,372,331	2,872,917	3,756,327,821	349,119	MAXIDENT	Stray Kids
7	WONYOUNG	2022.8.22	16,735,877	2,481,930	3,245,114,904	300,229	After LIKE	IVE
8	JUNGKOOK	2020.2.21	15,218,600	2,256,918	2,950,912,334	115,118	MAP OF THE SOUL:7	BTS
9	ROSÉ	2022.9.16	15,150,328	2,246,794	2,937,674,435	218,992	BORN PINK	BLACKPINK
10	LISA	2020.10.2	14,461,516	2,144,643	2,804,112,459	133,532	THE ALBUM	BLACKPINK

자료: KPOPCHARTS(2022), SK 증권

BTS 복귀 이후 중국에서도 4주 연속 'ARIRANG' 앨범 1위 기록



자료: 한타차트, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	127	134	153	183	214
현금및현금성자산	27	33	27	34	45
매출채권 및 기타채권	34	33	41	48	55
재고자산	60	63	78	92	104
비유동자산	27	50	57	64	69
장기금융자산	3	25	30	35	40
유형자산	9	9	11	12	12
무형자산	3	3	3	3	3
자산총계	154	185	210	246	283
유동부채	28	39	46	53	60
단기금융부채	3	13	16	19	22
매입채무 및 기타채무	11	11	13	15	17
단기충당부채	2	3	3	4	5
비유동부채	13	12	8	9	9
장기금융부채	6	4	4	4	4
장기매입채무 및 기타채무	5	5	5	5	5
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	42	51	54	62	69
지배주주지분	112	134	156	184	214
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	37	38	38	38	38
기타자본구성요소	-0	-2	-2	-2	-2
자기주식	0	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	48	70	93	121	150
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	112	134	156	184	214
부채외자본총계	154	185	210	246	283

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	6	39	35	47	53
당기순이익(손실)	29	35	46	57	60
비현금성항목등	14	17	22	26	28
유형자산감가상각비	6	6	7	8	8
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	9	11	15	18	19
운전자본감소(증가)	-30	-5	-18	-18	-15
매출채권및기타채권의감소(증가)	-12	1	-7	-7	-7
재고자산의감소(증가)	-21	-3	-14	-14	-12
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	-0	2	2	2
기타	-16	-17	-27	-34	-35
법인세납부	-8	-8	-12	-15	-16
투자활동현금흐름	-3	-26	-14	-14	-14
금융자산의감소(증가)	1	1	-0	-0	-0
유형자산의감소(증가)	-6	-2	-9	-9	-9
무형자산의감소(증가)	-0	-0	0	0	0
기타	2	-25	-5	-5	-5
재무활동현금흐름	-3	-7	-20	-26	-28
단기금융부채의증가(감소)	0	10	3	3	3
장기금융부채의증가(감소)	-3	-3	0	0	0
자본의증가(감소)	8	2	0	0	0
배당금지급	0	0	-23	-29	-31
기타	-8	-16	0	0	0
현금의 증가(감소)	-0	6	-6	7	11
기초현금	27	27	33	27	34
기말현금	27	33	27	34	45
FCF	-0	37	26	38	44

자료 : 삼성코퍼레이션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	220	250	306	362	411
매출원가	68	77	102	136	154
매출총이익	153	173	204	227	257
매출총이익률(%)	69.2	69.2	66.7	62.6	62.6
판매비와 관리비	117	128	146	153	179
영업이익	36	45	58	73	78
영업이익률(%)	16.4	17.8	19.0	20.3	19.1
비영업손익	1	-4	-1	-1	-2
순금융손익	-0	1	-3	-3	-3
외환관련손익	0	-1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	37	41	58	72	76
세전계속사업이익률(%)	16.7	16.4	18.8	19.9	18.5
계속사업법인세	8	8	12	15	16
계속사업이익	29	35	46	57	60
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	29	35	46	57	60
순이익률(%)	13.3	14.2	14.9	15.8	14.6
지배주주	29	35	46	57	60
지배주주귀속 순이익률(%)	13.3	14.2	14.9	15.8	14.6
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	28	35	46	57	60
지배주주	28	35	46	57	60
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	42	51	65	81	87

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	23.9	13.5	22.4	18.3	13.5
영업이익	11.8	23.8	30.3	26.2	6.8
세전계속사업이익	23.8	11.6	40.3	25.4	5.3
EBITDA	13.1	21.1	29.3	24.4	6.7
EPS	18.2	24.3	28.5	25.4	5.3
수익성 (%)					
ROA	21.8	20.9	23.0	25.0	22.7
ROE	30.7	28.7	31.4	33.5	30.2
EBITDA마진	19.0	20.2	21.4	22.5	21.1
안정성 (%)					
유동비율	447.5	345.9	331.7	342.3	358.5
부채비율	37.2	38.0	34.5	33.6	32.2
순차입금/자기자본	-18.8	-11.7	-4.5	-5.8	-9.1
EBITDA/이자비용(배)	39.6	98.4	16.0	17.2	16.3
배당성향	0.0	0.0	50.7	50.7	50.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	315	391	503	631	665
BPS	1,210	1,499	1,747	2,057	2,385
CFPS	377	458	584	719	758
주당 현금배당금	0	0	257	322	340
Valuation지표 (배)					
PER	9.8	14.7	11.3	9.0	8.5
PBR	2.5	3.8	3.3	2.8	2.4
PCR	8.2	12.6	9.7	7.9	7.5
EV/EBITDA	6.2	10.0	7.7	6.2	5.7
배당수익률	0.0	0.0	4.5	5.7	6.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.04.22	매수	7,900원	6개월		
2026.01.21	매수	7,700원	6개월	-22.87%	-4.29%
2025.11.14	매수	7,300원	6개월	-18.76%	-7.53%
2024.04.22	매수	5,600원	6개월	-24.76%	19.29%



COMPLIANCE NOTICE

작성자(증권사)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 04 월 22 일 기준)	매수	93.87%	중립	6.13%	매도	0.00%
--	----	--------	----	-------	----	-------

에이유브랜드 (481070/KQ)

젊은 감성의 K 패션 대표주자

의류: 영권훈 / kh.hyung@sk.co.kr / 3773-9997

Signal: 외국 관광객에게 검증받은 브랜드와 제품력

Key: 올해 중국 사업 확장에 따라 해외 매출 기여도 크게 증가할 것

Step: 중국 시장 침투 스토리에 근거한 중장기적 관점에서 매수 추천

Not Rated

목표주가: -

현재주가: 17,940 원

상승여력: -

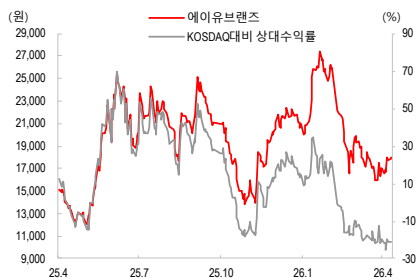
STOCK DATA

주가(26/04/21)	17,940 원
KOSDAQ	1,179.03 pt
52주 최고가	27,400 원
60일 평균 거래대금	10 억원

COMPANY DATA

발행주식수	1,426 만주
시가총액	2,558 억원
주요주주	
에이유커머스(외 1)	60.69%
무신사파트너스(외 2)	20.43%
외국인 지분율	0.94%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2023	2024	2025
매출액	억원	419	446	600
영업이익	억원	162	124	101
순이익(지배주주)	억원	129	101	85
EPS	원	10	8	6
PER	배	0.0	0.0	37.3
PBR	배	0.0	0.0	4.6
EV/EBITDA	배	-0.9	-0.2	21.8
ROE	%	92.9	38.5	16.8
배당성향	%	0.0	0.0	0.0

K 패션의 저력을 보여주는 브랜드

에이유브랜드의 현재 주력 브랜드인 '락피쉬 웨더웨어'는 트렌디한 디자인, 감성적인 매장 인테리어, 합리적인 가격으로 젊은 여성 고객에 어필하고 있다. 블랙핑크, 아이브, 뉴진스 등 유명 걸그룹 멤버들이 광고계약을 맺지 않았음에도 무대나 일상에서 착용했을 만큼 브랜드와 제품의 트렌디함이 검증되었다. 국내 매출 중 외국인 고객 매출 비중이 높은 것이 특징인데, 직영매장 매출 167 억 원 중 86%가 외국인 고객 매출이며, 매장 설계상의 최대치에 가까운 매출을 올리고 있어 해외 소비자에 대한 수요 검증을 마쳤다. 성수, 한남, 도산, 명동 등 주요 외국인 관광객 상권에 운영 중인 플래그십 매장은 매출에 기여할 뿐만 아니라 한국을 방문한 관광객을 통해 브랜드 홍보 채널의 역할을 하고 있다.

중국 사업의 실적 잠재력에 주목

작년 중국 매출 90 억 원으로 전사 매출의 15%를 차지했는데, 올해 중국 매출은 보수적으로 추정해도 450 억 원 기록해 매출 기여도가 크게 증가할 것이다. 동사는 작년 8월 중국 심천에 1호점을 오픈한 이후로 꾸준히 매장을 늘려가고 있다. 작년 말 9개였던 중국 매장 수를 올해 연말 기준 40 개까지 늘릴 계획이다. 매장 당 매출이 현재 월 2 억 원 페이스로 작지 않다. 1선 도시에 입점 가능한 매장 수를 100 개로 가정하고, 현재의 매장당 매출 페이스를 유지한다고 가정하면 궁극적으로 중국 오프라인 매출만 연에 2,400 억 달성이 가능하며, 지배주주 순이익에 약 245 억 원 기여할 수 있는 잠재력이 있다.

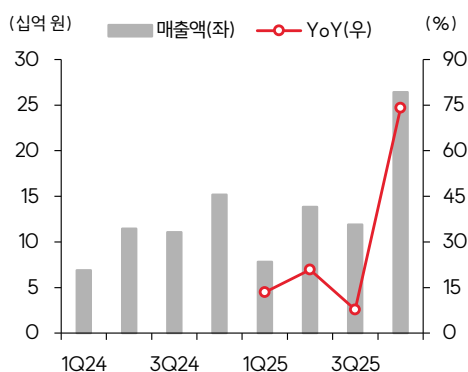
장기 성장성에 투자하자

사업이 빠르게 확장되는 구간이다 보니 최근 손익계산서상 인건비나 상각비와 같은 고정비 부담이 증가했지만, 이러한 비용은 중국 사업 확장에 꼭 필요한 CapEx 성격이 강하다. 앞서 언급했듯이 동사는 브랜드, 제품, 해외 수요 측면에서 이미 검증을 거쳤고, 이를 발판삼아 중국 사업이 한창 확장되는 구간이다. 따라서 단기 실적보다는 락피쉬 웨더웨어의 장기적인 중국 사업의 성장성을 보고 투자할 것을 추천한다.

1. 기업 소개

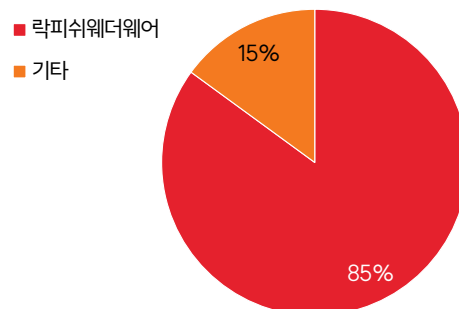
에이유브랜즈는 '24년 'Rockfish(이하 락피쉬)' 브랜드를 운영하던 영국기업 '젠나'의 지분 100%를 인수해 패션 브랜드 사업을 영위하고 있다. 기존의 'Rockfish'였던 브랜드명을 'Rockfish Weatherwear'로 리뉴얼했으며, 사계절 웨더웨어 브랜드로 포지셔닝 했다. 영국의 더플 코트 전문 브랜드였던 '몽고메리'도 인수했으나 아직은 인수 이후 브랜드 리빌딩 단계로, 현재 동사의 매출 대부분인 약 85%를 락피쉬가 차지한다.

에이유브랜즈 분기 매출 추이



자료: 에이유브랜즈, SK 증권

에이유브랜즈 브랜드별 매출 비중 ('25)

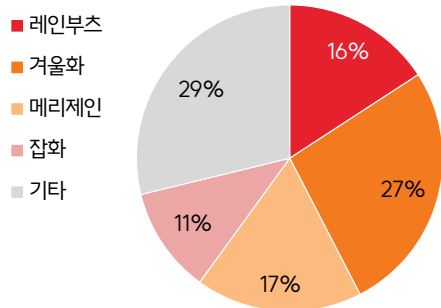


자료: 에이유브랜즈, SK 증권

락피쉬는 20대 여성을 주요 타겟 고객층으로 설정하고 있는데, 합리적인 가격(신발 기준 10만원 내외), 트렌디한 제품 디자인과 감성적인 매장 공간, 온라인 중심의 마케팅과 판매 등 동사가 제공하는 가치와 판매 방식은 타겟 고객층의 니즈와 쇼핑패턴을 잘 반영하고 있다. 매출의 80% 이상을 레인부츠, 겨울화, 메리제인, 스니커즈 등 신발 제품이 차지한다.

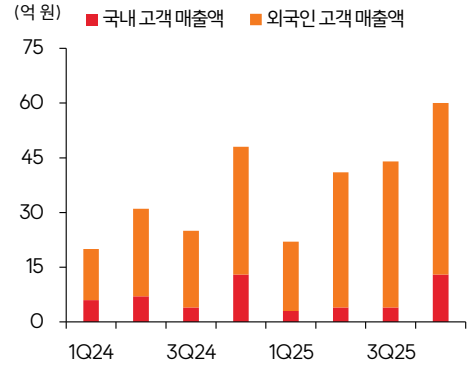
락피쉬는 국내에 총 7개 오프라인 매장을 운영하고 있으며, 이 중 한남, 성수, 도산, 명동 4개점이 플래그십 매장으로 운영된다. 플래그십 매장의 위치에서 알 수 있듯이 주요 외국인 상권에서 매장을 운영해 국내 직영매장 매출의 86%를 외국인 고객으로부터 나온다.

락피쉬 웨더웨어 제품별 매출 비중 ('25)



자료: 에이유브랜즈, SK 증권

직영매장 분기 매출 추이



자료: 에이유브랜즈, SK 증권

락피쉬는 작년 8월 중국 심천에 1호점 출시를 시작으로 중국 사업을 확대하고 있다. 중국 사업은 자회사인 'AU BRANDZ Hangzhou Trading'에서 담당하는데, 현지 스포츠웨어 유통사인 '우진'과 디자이너 브랜드사인 'CLOT'과 공동출자해 설립한 합작법인이다. 에이유브랜즈의 지분율이 51%로 과반이기 때문에, 해당 법인의 매출액을 비롯한 실적은 연결 손익계산서에 반영된다.

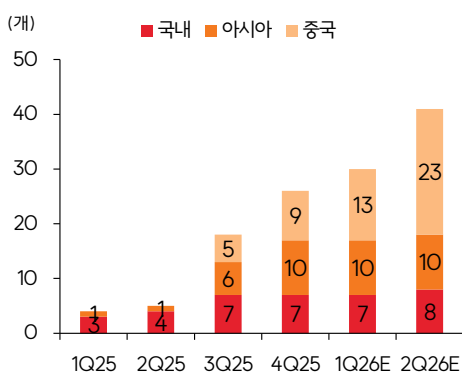
2. 투자 포인트

동사의 핵심 투자포인트는 락피쉬의 해외사업(특히 중국) 확장에 따른 실적 성장성이다. 아직 국내 매출이 대부분이지만 올해부터 중국 매출 비중이 크게 증가할 것으로 전망한다.

락피쉬는 25년 8월 심천 1호점을 시작으로 중국 오프라인 매장을 출점하기 시작했는데, 매장 수는 올해 1분기말 기준 13 개까지 증가했으며, 올해 상반기 안에 23 개, 연말까지 40 개 매장을 운영하는 것을 목표로 하고 있다. 국내 F 사가 운영하는 M 브랜드의 과거 중국 진출 사례와 비교하면 출점 속도가 더딘 것처럼 보일 수 있겠지만, 락피쉬의 지향점이 해당 브랜드와는 완전히 다르기 때문에 두 브랜드를 단순히 비교하는 것은 적절하지 않다.

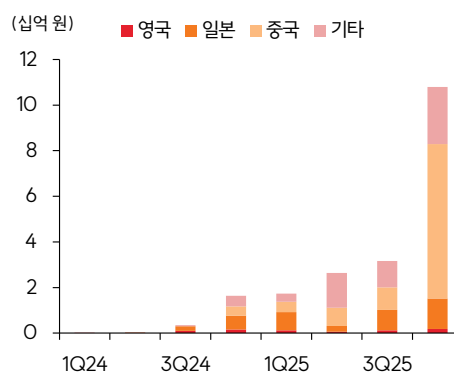
M 브랜드가 대중 브랜드를 지향한 반면, 락피쉬는 1선 도시에 거주하는 20 대 여성을 주요 고객층을 타겟하고 있다. 중국 1선 도시 내에서 대형 몰이나 백화점 등 입점 가능한 매장 수가 약 100 개 정도로 파악되는데, 이 점을 고려하면 올해 목표치로 제시한 출점 속도는 충분히 빠르다고 판단한다. 한편 2선, 3선 도시는 티몰 같은 온라인 채널로 커버할 계획이다.

글로벌 지역별 매장 수 추이 및 목표치



자료: 에이유브랜즈, SK 증권

지역별 분기 매출 추이



자료: 에이유브랜즈, SK 증권

중국 현지 매장만큼이나 락피쉬 국내 플래그십 매장들은 브랜드 홍보에 중요한 역할을 하고 있다. 락피쉬는 현재 한남, 성수, 도산, 명동에 플래그십 매장을 운영하고 있으며, 신세계 백화점 센텀시티, 더 현대 서울, 신세계 백화점 강남 등 외국인 관광객의 방문 트래픽이 높은 위치에 전략적으로 입점해 있다. '25년 기준 동사의 국내 직영 매장 매출 중에서 외국인 고객 매출이 차지하는 비중은 85.6%로 매우 높았다.

직접 성수 매장에 방문해본 결과 중국과 일본인 방문객의 비중이 높았다.

국내 매장이 브랜드 홍보 채널 역할을 한 덕에 중국 오프라인 매장당 매출이 진출 초기임에도 높게 유지되고 있다. 매장을 방문한 경험과 제품을 SNS 에 업로드하면 이를 본 더 많은 중국인들이 한국 매장을 찾는 긍정적 피드백 루프가 형성된다. 선순환으로 형성된 브랜드 인지도는 락피쉬가 중국에 매장을 오픈하고 짧은 시간 내에 매출로 성과를 내는 데 기여하고 있다. 락피쉬의 중국 매장들은 평균적으로 월 2 억 원의 매출을 내고 있다. 타 브랜드와 달리 제품 카테고리가 신발에 집중되어 있고, 20대 여성이라는 좁은 고객 범위를 감안하면 매출 볼륨이 작지 않다.

당사는 락피쉬가 ① 파트너사의 역량, ② 브랜드 경쟁력, ③ K 팝 아이돌 레버리징을 활용해 중국 패션 시장에 성공적으로 안착할 수 있다고 본다.

첫째, 파트너사 역량이 충분하다. 우진은 뉴발란스, HOKA, 오니츠키타이거 등 유명 글로벌 스포츠웨어 브랜드의 중국 내 유통과 매장 운영을 하고 있으며, 업력도 17년으로 유통 경험이 풍부하다. 현지에 운영 중인 매장은 총 600 여개로 규모가 아주 크진 않아도 락피쉬의 매장을 1선 도시의 핵심 상권에 속도감 있게 입점시켜줄 만큼 현지 유통 네트워크 역량이 높은 것으로 판단한다. 우진만큼 JV 법인에 대한 기여도가 높진 않지만, 현지 패션 브랜드 회사인 CLOT 은 락피쉬의 현지 브랜딩에 도움을 주고 있다. 보통 한국 브랜드가 중국에 진출할 때 가장 큰 진입장벽이 유통과 마케팅인데, 에이유브랜즈는 이 두 영역에서 도움을 줄 전문가들을 파트너사로 두고 있다.

에이유브랜즈 중국 파트너사 개요 및 JV 내 역할

구분	우진 (Hangzhou Yeazone)	CLOT
개요	2008년 설립, 항저우 기반 유통사	2003년 설립, 홍콩 배우 에디슨 찬 창업
규모	연매출 약 3,700억 원, 중국 내 600+ 매장	Juice Store 등 프리미엄 리테일 채널 운영
포트폴리오	뉴발란스, MLB, HOKA, 오니츠키타이거, 크로스, 리바이스	아디다스, 슈프림, 리바이스 등 글로벌 협업
JV 내 역할	판매망 확보·매장 운영	브랜딩·마케팅
핵심 기여	구조적 인프라: 프리미엄 몰 즉시 입점, 성 단위 전국 네트워크, 규제·물류 해결, MD 협상력	감성적 내러티브: Z세대 스트리트 감도, 귀차요 회피 '아시아 감성 브릿지', 협업·캠페인 크리에이티브

자료: 에이유브랜즈, SK 증권

둘째, 제품 디자인이랑 매장 인테리어를 통해 중국 소비자들에게 감성적으로 충분히 어필하고 있다. 앞서 산업 파트에서 언급했지만 중국의 젊은 소비자들은 정서적 소비를 추구하는 경향이 있으며 그러한 소비의 기준에는 제품의 퀄리티, 브랜드, 경험과 감정적 가치가 포함된다. 그런 점에서 에이유브랜즈는 저가의 현지 브랜드와 명확히 차별화하려는 노력들을 하고 있다.

매장 인테리어 측면에서 영국 브랜드임을 강조하듯 클래식한 유럽풍 디자인을 사용해 단순히 물건을 사는 공간이 아닌 브랜드를 체험하는 공간으로 꾸며 놓았다. 제품 측면에서는 메리제인과 스니커즈 등 감도 높은 디자인의 신발을 판매한다. 작년 하반기에는 중국계 디자이너 수잔 팡과 콜라보를 통해 한정판 제품을 출시하는 등 브랜드 가치를 끌어올리는 노력도 겸하고 있다. 후술할 유명 케이팝 걸그룹 멤버들이 따로 광고 계약을 맺지 않았음에도 락피쉬의 제품을 무대나 일상에서 신는 것도, 락피쉬의 제품력을 방증하는 사례다.

락피쉬 웨더웨어 한남 플래그십 매장 전경



자료: 락피쉬 웨더웨어, SK 증권

락피쉬 웨더웨어 도산 플래그십 매장 내부



자료: 락피쉬 웨더웨어, SK 증권

락피쉬 웨더웨어 수잔 팡 콜라보 제품



자료: 락피쉬 웨더웨어, SK 증권

락피쉬 웨더웨어 발레 플랫폼즈 제품



자료: 락피쉬 웨더웨어, SK 증권

셋째, 중국 내 케이팝 아이돌의 인기를 레버리지 삼아 브랜드 인지도와 선호도를 향상시킬 수 있다. 락피쉬의 신발 제품은 정식 광고 모델이 아님에도 불구하고 K팝 아이돌이 신은 사례가 많다. 예를 들어 블랙핑크의 제니와 리사, IVE의 장원영, 뉴진스 등의 걸그룹 멤버들이 무대나 일상에서 락피쉬의 신발을 착용했다. 동사가 따로 광고비를 지불하지 않았음에도 대중들에게 제품이 노출되어 광고 효과를 얻었다. 블랙핑크의 경우 중국 내 탑 걸그룹인 만큼 멤버들의 착용이 브랜드 인지도에 미치는 영향이 매우 크다.

재무상태표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	N/A	98	244	222	595
현금및현금성자산	N/A	3	148	98	314
매출채권 및 기타채권	N/A	63	37	57	90
재고자산	N/A	23	44	62	132
비유동자산	N/A	12	16	226	419
장기금융자산	N/A	2	3	16	56
유형자산	N/A	9	7	53	69
무형자산	N/A	0	2	94	103
자산총계	N/A	110	260	448	1,014
유동부채	N/A	32	50	59	138
단기금융부채	N/A	4	3	14	44
매입채무 및 기타채무	N/A	10	18	22	65
단기충당부채	N/A	1	1	1	1
비유동부채	N/A	2	1	63	158
장기금융부채	N/A	2	1	49	144
장기매입채무 및 기타채무	N/A	0	0	0	0
장기충당부채	N/A	0	0	0	0
부채총계	N/A	34	51	122	297
지배주주지분	N/A	74	204	321	685
자본금	N/A	1	1	13	14
자본잉여금	N/A	26	26	14	271
기타자본구성요소	N/A	0	-0	9	26
자기주식	N/A	0	0	0	0
이익잉여금	N/A	48	177	278	363
비지배주주지분	N/A	2	5	5	32
자본총계	N/A	76	209	326	717
부채외자본총계	N/A	110	260	448	1,014

현금흐름표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동현금흐름	N/A	7	159	82	74
당기순이익(손실)	N/A	48	132	101	88
비현금성항목등	N/A	21	41	44	70
유형자산감가상각비	N/A	3	6	9	34
무형자산상각비	N/A	0	0	4	4
기타	#VALUE!	18	35	31	32
운전자본감소(증가)	N/A	-59	1	-25	-66
매출채권및기타채권의감소(증가)	N/A	-59	27	-26	-48
재고자산의감소(증가)	N/A	-11	-23	-14	-69
매입채무및기타채무의증가(감소)	N/A	8	8	2	72
기타	#VALUE!	-5	-31	-75	-35
법인세납부	N/A	-2	-16	-37	-17
투자활동현금흐름	N/A	-11	-10	-129	-116
금융자산의감소(증가)	N/A	-5	-2	-9	-45
유형자산의감소(증가)	N/A	-3	-6	-50	-24
무형자산의감소(증가)	N/A	-0	0	-0	-9
기타	#VALUE!	-3	-2	-70	-38
재무활동현금흐름	N/A	7	-4	-3	256
단기금융부채의증가(감소)	N/A	-0	0	3	-3
장기금융부채의증가(감소)	N/A	-19	-4	-9	-22
자본의증가(감소)	N/A	27	0	-0	258
배당금지급	N/A	0	0	0	0
기타	#VALUE!	-1	0	3	23
현금의 증가(감소)	N/A	3	145	-50	216
기초현금	N/A	0	3	148	98
기말현금	N/A	3	148	98	314
FCF	N/A	5	153	32	49

자료 : 에이유브랜즈, SK증권 추정

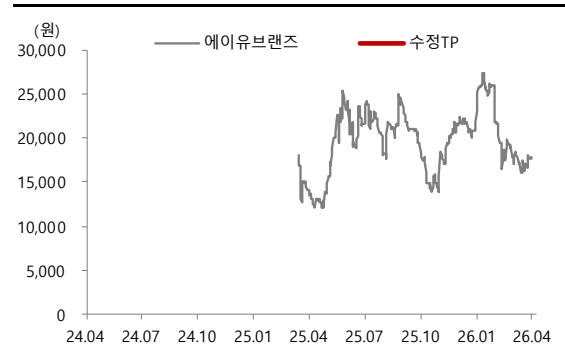
포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	N/A	189	419	446	600
매출원가	N/A	59	136	141	201
매출총이익	N/A	130	283	305	399
매출총이익률(%)	N/A	68.9	67.5	68.4	66.5
판매비와 관리비	N/A	67	121	181	298
영업이익	N/A	64	162	124	101
영업이익률(%)	N/A	33.7	38.7	27.9	16.8
비영업손익	N/A	-4	0	-1	2
순금융손익	N/A	-1	1	-1	2
외환관련손익	N/A	0	-0	0	-1
관계기업등 투자손익	N/A	0	-0	0	0
세전계속사업이익	N/A	60	163	123	103
세전계속사업이익률(%)	N/A	31.9	38.8	27.6	17.1
계속사업법인세	N/A	12	30	22	15
계속사업이익	N/A	48	132	101	88
중단사업이익	N/A	0	0	0	0
*법인세효과	N/A	0	0	0	0
당기순이익	N/A	48	132	101	88
순이익률(%)	N/A	25.5	31.5	22.7	14.6
지배주주	N/A	48	129	101	85
지배주주귀속 순이익률(%)	N/A	25.1	30.9	22.6	14.1
비지배주주	N/A	1	3	0	3
총포괄이익	N/A	48	132	108	94
지배주주	N/A	48	129	108	90
비지배주주	N/A	1	3	0	5
EBITDA	N/A	66	168	137	139

주요투자지표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023	2024	2025
성장성 (%)					
매출액	N/A	N/A	121.3	6.5	34.5
영업이익	N/A	N/A	153.9	-23.4	-18.9
세전계속사업이익	N/A	N/A	169.3	-24.2	-16.5
EBITDA	N/A	N/A	153.0	-18.4	1.5
EPS	N/A	N/A	171.9	-22.0	-25.9
수익성 (%)					
ROA	N/A	43.8	71.5	28.6	12.0
ROE	N/A	64.0	92.9	38.5	16.8
EBITDA마진	N/A	35.1	40.1	30.8	23.2
안정성 (%)					
유동비율	N/A	307.5	484.6	377.3	430.1
부채비율	N/A	45.1	24.4	37.3	41.3
순차입금/자기자본	N/A	-2.0	-71.2	-10.9	-21.7
EBITDA/이자비용(배)	N/A	72.6	373.7	82.2	27.0
배당성향	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	N/A	380	1,034	807	598
BPS	N/A	595	1,632	2,565	4,838
CFPS	N/A	401	1,082	910	869
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	N/A	0.0	0.0	0.0	37.3
PBR	N/A	0.0	0.0	0.0	4.6
PCR	N/A	0.0	0.0	0.0	25.7
EV/EBITDA	N/A	0.0	-0.9	-0.2	21.8
배당수익률	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.08.27	Not Rated				



COMPLIANCE NOTICE

작성자(증권사)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다. 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다. 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다. 종목별 투자의견은 다음과 같습니다. 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 04월 22일 기준)	매수	93.87%	중립	6.13%	매도	0.00%
---------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------

JYP Ent. (035900/KQ)

고연차 아티스트의 캐리력

엔터테인먼트, 박준형 / jh.park@sks.co.kr / 3773-8589

Signal: 1Q26 실적, 시장 컨센서스 대비 소폭 상회 전망
Key: 트와이스 북미 투어 반영 + 이연 MD 매출 일시 반영 효과
Step: 투자 의견 매수, 목표주가 92,000 원 유지

매수(유지)

목표주가: 92,000 원(유지)
 현재주가: 61,700 원
 상승여력: 49.1%

STOCK DATA

주가(26/04/21)	61,700 원
KOSDAQ	1,179.03 pt
52주 최고가	85,000 원
60일 평균 거래대금	20 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	3,553 만주
시가총액	2,192 십억원
주요주주	
박진영(외 3)	15.95%
자사주	6.75%
외국인 지분율	16.08%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2026E	2027E	2028E
매출액	십억원	891	888	915
영업이익	십억원	187	141	168
순이익(지배주주)	십억원	135	98	122
EPS	원	3,790	2,763	3,433
PER	배	16.4	22.5	18.1
PBR	배	2.9	2.6	2.2
EV/EBITDA	배	10.1	12.6	10.2
ROE	%	19.6	12.2	13.3
배당성향	%	0.0	0.0	0.0

1Q26 Preview: 1분기는 아티스트 비수기

1Q26 매출액 1,579 억원(+12.2%YoY, -32.1%QoQ, 이하 YoY, QoQ), 영업이익 285 억원(+45.3%, -32.0%), OPM 18.1%으로 시장 컨센서스(278 억원)을 소폭 상회하는 실적이 전망된다. 총매출로 반영되는 국내 중심의 활동이 포함된 만큼 비용 부담은 불가피하지만, 미반영 되었던 메가 IP 의 온라인 MD 판매가 이번 분기에 집중 반영되면서 전반적인 비용 부담은 일부 완화할 것으로 판단한다.

음반: 미사모 유닛, ITZY 유나 솔로, 데이식스 원필 솔로 앨범을 포함해 총 63.5 만장 반영됐다. 유닛 및 솔로 활동 중심인 만큼 앨범 판매량은 전년 대비 및 전분기 대비 감소할 것으로 예상된다.

콘서트/MD: 트와이스 북미 투어(29 회), 엔믹스 월드투어(7 회), 데이식스 10 주년 투어(12 회) 등 반영했다. 전년 대비 투어 횟수는 증가했으나, 엔믹스, 키플립 등 저연차 아티스트 중심의 활동으로 규모는 축소되는 모습이다. 다만 트와이스 북미 투어가 반영되면서 공연 매출 성장은 이어질 것으로 전망하며, MD 매출 역시 동반 성장할 것으로 보인다. 또한 지난 4 분기 판매됐던 스트레이키즈 앵클 콘서트 및 트와이스 온라인 MD 가 이번 분기에 반영되면서 실적 기대감 유효하다.

투자의견 매수, 목표주가 92,000 원 유지

2분기부터 NMIXX, ITZY, 키플립 등 소속 아티스트의 컴백이 예정되어 있으며, 본격적인 실적 모멘텀 구간이 시작될 전망이다. 트와이스의 월드투어는 지속되고 있으며, 스트레이키즈 역시 팬미팅 2 회 남겨두고 있다. 특히 스트레이키즈 캐릭터 MD 인 스키쥬(SKZOO)를 활용한 글로벌 팝업 스토어가 4 월부터 진행될 예정으로, 관련 MD 매출 확대가 기대된다. 아티스트 IP 를 활용한 MD 전략은 군입대나 활동 공백기에도 안정적인 Cash Cow 역할을 수행할 수 있다는 점에서 긍정적이다. 다만, 스트레이키즈 군입대 예상 시기인 2027년 말~2028년 초 이전까지 저연차 아티스트의 성장 속도가 기대에 미치지 못할 경우, 밸류에이션 조정 가능성은 존재한다.

JYP, CJENM, TME 합작 법인 원시드(ONECEAD) 설립

- '플래닛 C: 홈레이스'로 결성된 중국 현지그룹 '모디세이' 매니지먼트 목적으로 설립
- JYP: 아티스트 Management
- CJENM: 콘텐츠 기획
- TME: 중국 내 현지 대응

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024	2025	2026
매출액	1,408	2,158	2,326	2,326	1,579	2,010	2,777	2,546	6,018	8,219	8,912
YoY	3.1%	125.5%	36.5%	16.8%	12.2%	-6.9%	19.4%	9.4%	6.2%	36.6%	8.4%
QoQ	-29.3%	53.3%	7.8%	0.0%	-32.1%	27.3%	38.2%	-8.3%			
음반	297	271	670	828	102	432	617	796	1,526	2,066	1,946
음원	150	115	134	115	119	118	138	119	646	513	493
광고	90	113	128	119	93	116	132	123	343	450	464
콘서트	217	620	633	418	562	530	850	585	1,036	1,889	2,527
출연료	88	97	111	58	90	100	114	60	271	354	364
MD	327	669	400	489	363	426	664	550	1,326	1,885	2,003
기타	239	274	251	299	251	287	264	313	869	1,062	1,115
매출총이익	517	902	773	842	648	796	1,080	966	2,564	3,034	3,490
GPM	36.7%	41.8%	33.2%	36.2%	41.0%	39.6%	38.9%	37.9%	42.6%	36.9%	39.2%
판권비	321	373	365	423	362	391	420	444	1,281	1,482	1,618
영업이익	196	529	408	419	285	405	660	522	1,283	1,552	1,871
YoY	-41.6%	466.3%	-15.7%	13.6%	45.3%	-23.5%	61.7%	24.4%	-24.3%	21.0%	20.5%
OPM	13.9%	24.5%	17.5%	18.0%	18.1%	20.1%	23.8%	20.5%	21.3%	18.9%	21.0%
당기순이익(지배)	694	364	271	271	208	310	470	359	978	1,600	1,347
NPM	49.3%	16.9%	11.7%	11.6%	13.2%	15.4%	16.9%	14.1%	16.2%	19.5%	15.1%

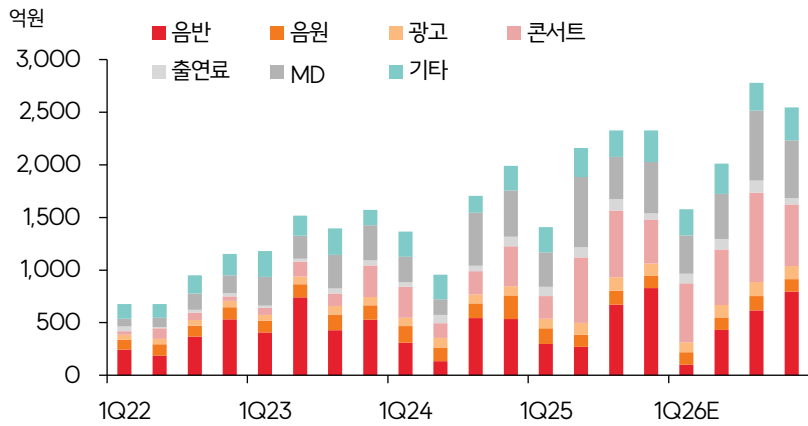
자료: JYP Ent., SK 증권

아티스트	데뷔연도	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
2PM	2008	CR			CR						CR		
DAY6	2015	Debut							CR				
TWICE	2015	Debut							CR				
Stray kids	2018				Debut							CR	
ITZY	2019					Debut							CR
NiziU(JP)	2020						Debut						
Xdinary Heroes	2021							Debut					
NMIXX	2022								Debut				
Girlset(USA)	2024										Debut		
NEXZ(JP)	2024										Debut		
KickFlip	2025											Debut	
Boy Story(CHINA)	2018				Debut								
뽀빠소년 CIIU(CHINA)	2025											Debut	

자료: JYP Ent., SK 증권

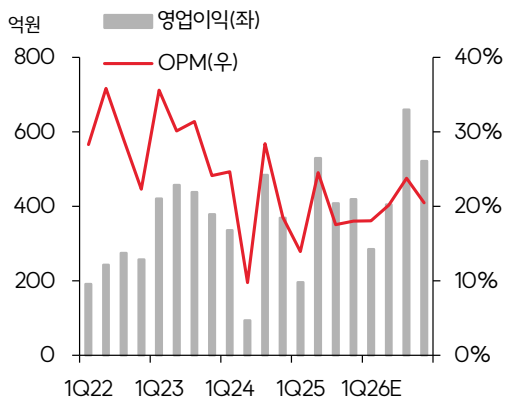
CR - Contract Renewed

JYPEnt. 사업부문별 매출액 추이 및 전망



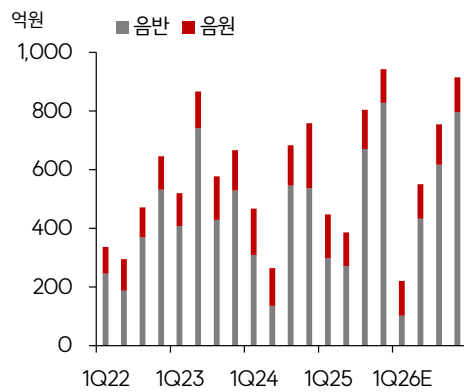
자료: JYPEnt., SK 증권

JYPEnt. 영업이익 추이 및 전망



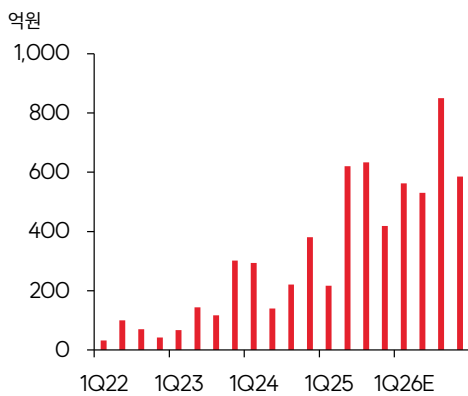
자료: JYPEnt., SK 증권

음반/원 매출 추이 및 전망



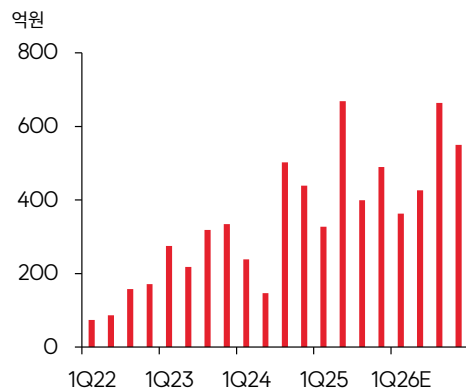
자료: JYPEnt., SK 증권

콘서트 매출 추이 및 전망



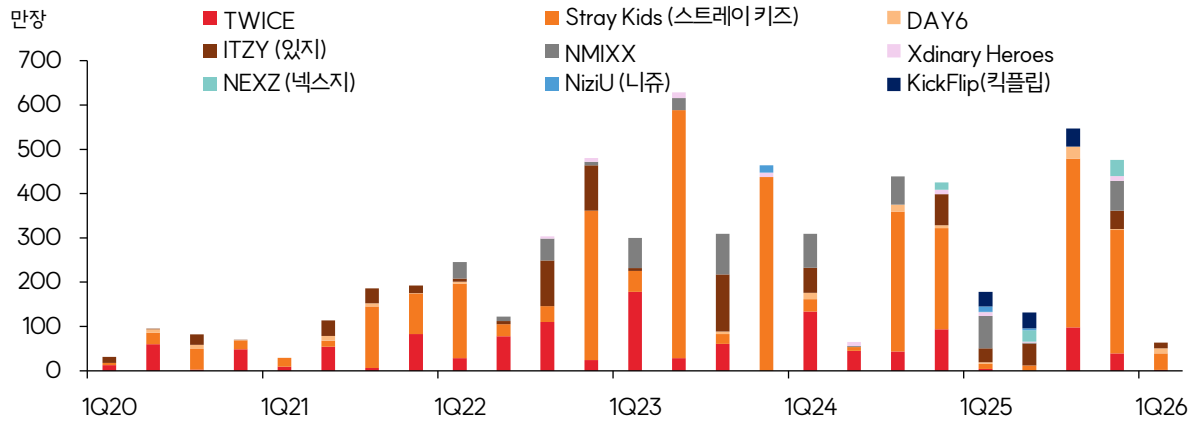
자료: JYPEnt., SK 증권

MD 매출 추이 및 전망



자료: JYPEnt., SK 증권

JYP Ent. 아티스트별 음반 판매량 추이



자료: 씨클차트, SK 증권

JYP Ent. 아티스트 컴백 일정(확정 및 예정)

발매일	아티스트	음반 분류
2H26	Stray Kids	미공개
04.06	KickFlip	미니 4 집
04.27	NEXZ	싱글 2 집
05.11	NMIXX	미니 5 집
5월 예정	ITZY	미정

자료: JYP Ent., SK 증권

Stray Kids 2026년 활동 예고



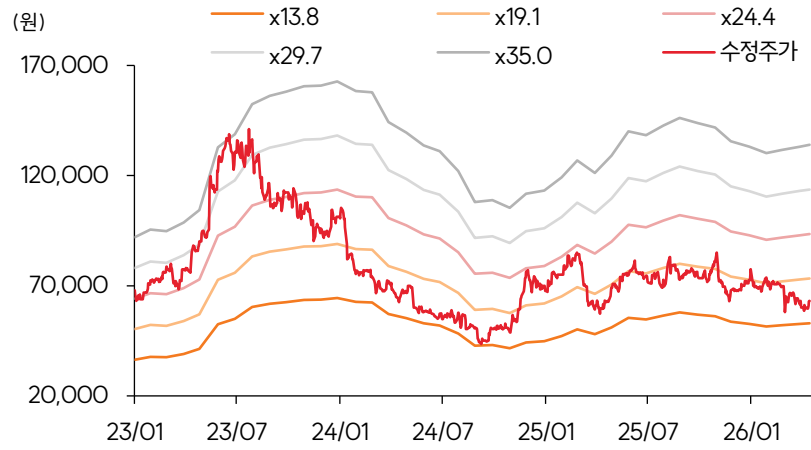
자료: JYP Ent., Youtube, SK 증권

SKZ 군입대 예상 시기

이름	생년월일	예상 입대 시기
방찬	1997-10-03	호주 국적으로 면제
리노	1998-10-25	2027년 예상
창빈	1999-08-11	2028년 예상
현진	2000-03-20	2029년 예상
한	2000-09-14	2029년 예상
필릭스	2000-09-15	호주 국적으로 면제
승민	2000-09-22	2029년 예상
아이엔	2001-02-08	2030년 예상

자료: JYP Ent., SK 증권

JYP Ent. PER Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	362	496	647	757	891
현금및현금성자산	191	294	420	532	658
매출채권 및 기타채권	52	43	47	47	48
재고자산	14	20	22	22	22
비유동자산	317	355	347	334	327
장기금융자산	48	97	103	103	105
유형자산	140	142	133	126	121
무형자산	60	67	59	53	48
자산총계	679	851	994	1,091	1,218
유동부채	175	206	216	216	220
단기금융부채	5	5	5	5	5
매입채무 및 기타채무	94	72	78	78	80
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	21	20	19	19	19
장기금융부채	5	5	5	5	5
장기매입채무 및 기타채무	1	2	2	2	2
장기충당부채	2	2	2	2	2
부채총계	196	226	235	234	239
지배주주지분	479	621	755	853	975
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	79	79	79	79	79
기타자본구성요소	-12	-12	-12	-12	-12
자기주식	-12	-12	-12	-12	-12
이익잉여금	390	533	667	765	887
비지배주주지분	4	4	3	3	3
자본총계	483	625	759	856	978
부채외자본총계	679	851	994	1,091	1,218

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	89	124	146	111	131
당기순이익(손실)	98	161	134	98	122
비현금성항목등	52	15	70	50	57
유형자산감가상각비	9	11	9	7	5
무형자산상각비	6	10	8	6	5
기타	38	-6	54	37	47
운전자본감소(증가)	-7	-8	-4	0	-0
매출채권및기타채권의감소(증가)	-39	-6	-4	0	-1
재고자산의감소(증가)	3	-9	-2	0	-1
매입채무및기타채무의증가(감소)	36	-22	6	-0	2
기타	-109	-90	-111	-79	-99
법인세납부	-55	-47	-57	-42	-52
투자활동현금흐름	-100	3	-12	1	-5
금융자산의감소(증가)	25	-12	-4	0	-1
유형자산의감소(증가)	-87	-6	0	0	0
무형자산의감소(증가)	-24	-16	0	0	0
기타	-14	37	-9	0	-3
재무활동현금흐름	-22	-22	0	-0	0
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	-0	0
장기금융부채의증가(감소)	-4	-5	0	0	0
자본의증가(감소)	1	0	0	0	0
배당금지급	-19	-18	0	0	0
기타	0	-0	0	0	0
현금의 증가(감소)	-27	104	126	111	127
기초현금	217	191	294	420	532
기말현금	191	294	420	532	658
FCF	2	118	146	111	131

자료 : JYP Ent, SK증권 추정

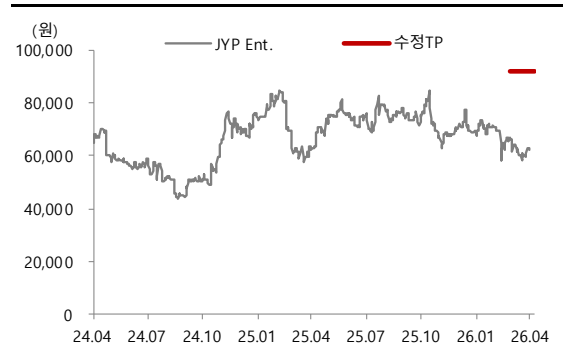
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	602	822	891	888	915
매출원가	345	518	542	569	569
매출중이익	256	303	349	319	346
매출총이익률(%)	42.6	36.9	39.2	35.9	37.8
판매비와 관리비	128	148	162	178	178
영업이익	128	155	187	141	168
영업이익률(%)	21.3	18.9	21.0	15.9	18.4
비영업손익	8	68	4	-1	6
순금융손익	3	5	3	4	4
외환관련손익	6	-4	0	0	0
관계기업등 투자손익	3	75	0	0	0
세전계속사업이익	136	223	191	140	174
세전계속사업이익률(%)	22.6	27.2	21.4	15.8	19.0
계속사업법인세	38	63	57	42	52
계속사업이익	98	161	134	98	122
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	98	161	134	98	122
순이익률(%)	16.2	19.5	15.0	11.0	13.3
지배주주	98	161	135	98	122
지배주주귀속 순이익률(%)	16.2	19.5	15.1	11.1	13.3
비지배주주	-0	0	-1	-0	-0
총포괄이익	103	160	134	98	122
지배주주	103	160	134	98	122
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	143	176	204	154	178

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	6.2	36.6	8.4	-0.3	3.0
영업이익	-24.3	21.0	20.5	-24.5	18.9
세전계속사업이익	-12.5	64.0	-14.6	-26.7	24.2
EBITDA	-20.8	23.5	15.4	-24.3	15.4
EPS	-7.3	64.2	-16.1	-27.1	24.2
수익성 (%)					
ROA	15.6	21.0	14.5	9.4	10.5
ROE	22.4	29.2	19.6	12.2	13.3
EBITDA마진	23.8	21.5	22.9	17.4	19.5
안정성 (%)					
유동비율	207.2	240.7	299.2	351.3	404.5
부채비율	40.6	36.2	31.0	27.4	24.5
순차입금/자기자본	-42.9	-52.4	-60.2	-66.3	-71.1
EBITDA/이자비용(배)	707.8	1,030.9	1,957.2	1,453.1	1,666.0
배당성향	18.1	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,751	4,519	3,790	2,763	3,433
BPS	13,811	17,807	21,597	24,360	27,794
CFPS	3,164	5,117	4,256	3,127	3,716
주당 현금배당금	534	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	25.4	16.1	16.4	22.5	18.1
PBR	5.1	4.1	2.9	2.6	2.2
PCR	22.1	14.2	14.6	19.9	16.8
EV/EBITDA	16.0	12.8	10.1	12.6	10.2
배당수익률	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.03.18	매수	92,000원	6개월		



COMPLIANCE NOTICE

작성자(백준형)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 04월 22일 기준)	매수	93.87%	중립	6.13%	매도	0.00%
---------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------

에스엠 (041510/KQ)

우리도 미국 갈 수 있어

엔터테인먼트, 박준형 / jh.park@sks.co.kr / 3773-8589

Signal: 1Q26 시장 컨센서스 소폭 상회 전망
Key: 전년대비 공연 규모 확대에 따른 공연과 MD 매출의 성장
Step: 투자의견 매수, 목표주가 134,000 원 유지

매수(유지)

목표주가: 134,000 원(유지)
 현재주가: 93,000 원
 상승여력: 44.1%

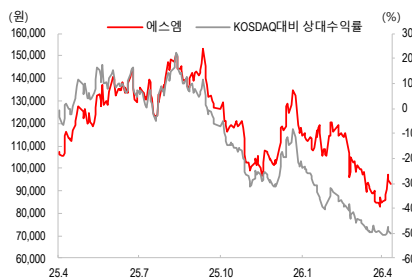
STOCK DATA

주가(26/04/20)	93,000 원
KOSDAQ	1,174.85 pt
52주 최고가	153,000 원
60일 평균 거래대금	16 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	2,289 만주
시가총액	2,129 십억원
주요주주	
카카오(외 8)	41.67%
TencentMusicEntertainment	9.66%
외국인 지분율	30.14%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2026E	2027E	2028E
매출액	십억원	1,272	1,433	1,476
영업이익	십억원	192	255	272
순이익(지배주주)	십억원	132	190	185
EPS	원	5,744	8,282	8,090
PER	배	16.2	11.2	11.5
PBR	배	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	배	10.2	8.0	7.1
ROE	%	12.5	16.2	14.0
배당성향	%	28.2	19.6	20.0

1Q26 Preview: 시장 컨센서스 소폭 상회

1Q26 매출액 2,592 억원(+12.0%YoY, -18.8%QoQ, 이하 YoY, QoQ), 영업이익 390 억원(+19.7%, -28.6%), OPM 15.0%로 컨센서스를 소폭 상회할 전망이다.

앨범: EXO 정규 8집 100 만장, NCT 신규 유닛 'NCT JNJM' 미니 1집 50 만장, 아 이린 솔로 정규 1집 20 만장을 포함해 총 184.7 만장 반영했다. **공연/MD:** 슈퍼주니어 돔 투어 12 회, RIIZE 일본 돔 투어 11 회, NCT DREAM 월드투어 11 회 등을 반영했다. 전년대비 공연 횟수는 감소했으나 공연 규모는 확대되었으며, 약 100 만명 수준의 모객 이 추정된다. 투어 규모 확대에 따라 MD 매출 성장도 예상되지만, NCT WISH 기획 MD(팝업스토어) 중 온라인 예약 판매분은 다음 분기로 이연 인식될 예정이다.

2분기에는 4월 20일 NCT WISH 정규 1집, 5월 29일 aespa 정규 2집 발매가 예정되어 있으며, EXO의 본격적인 월드 투어 일정이 시작되면서 실적 성장 모멘텀이 기대된다. aespa는 앨범 발매 이후 하반기부터 월드투어를 진행될 예정이다. 다만 이전 투어 대비 아시아 비중은 축소하고 북미 확장이 본격화되면서, 상대적으로 소규모 공연 비중이 확대될 것으로 보인다. SMTR25는 팬미팅과 팝업스토어가 예정되어 있으며, 4분기가 데뷔가 예상된다. 초기 팬덤 형성과 가파른 성장세가 기대되며, 신인 IP의 수익화 시점 역시 단축될 가능성이 높다.

투자의견 매수, 목표주가 134,000 원 유지

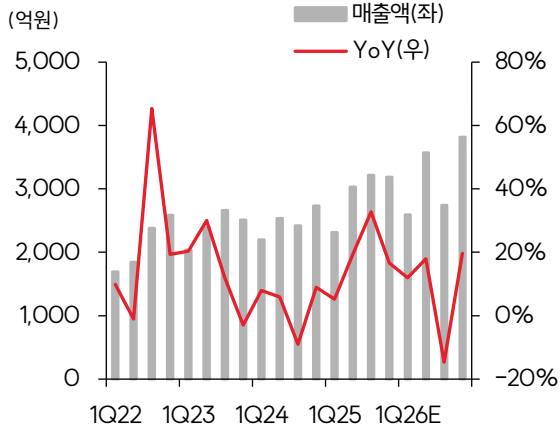
동사는 기존 아시아 중심 성과를 넘어 서구권에서의 실질적인 확장이 확인될 필요가 있다. 특히 aespa의 글로벌 시장 내 성과가 핵심 변수로 작용할 전망이다. NCT WISH, RIIZE, 그리고 하반기 데뷔 예정인 SMTR25 등 저연차 아티스트의 팬덤 확대 속도와 조기 수익화 여부 역시 중장기 기업가치에 중요한 영향을 미칠 것으로 판단한다.

한편 동사는 한한령 완화 기대감에 대한 주가 민감도가 높은 종목으로, 중국 내 높은 인 지도를 보유한 기존 IP와 Tencent Music Entertainment과의 협업, 자회사 디어유의 QQ Music 제휴를 통한 'Bubble' 서비스 확장 등을 감안할 때 규제 완화 시 실적 개선 여지가 크다. 서구권 성과 가시화와 한한령 해제 기대감이 중장기 실적 성장 모멘텀으로 유효한 점을 반영해 투자의견 매수, 목표주가 134,000 원 유지한다.

에스엠 실적 추이 및 전망											(단위: 억원, %)
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024	2025	2026
매출액	2,314	3,029	3,216	3,190	2,592	3,572	2,743	3,818	9,897	11,749	12,724
YoY(%)	5.2%	19.3%	32.8%	16.6%	12.0%	17.9%	-14.7%	19.7%	3.0%	18.7%	8.3%
SME(별도)	1,655	2,203	2,245	2,022	1,577	2,538	1,703	2,546	6,641	8,125	8,365
1) 음반	166	723	707	347	277	848	226	960	1,884	1,943	2,311
2) 음원	512	267	260	301	256	275	273	316	973	1,340	1,120
3) 출연	188	232	241	241	194	267	362	265	845	902	1,087
4) 콘서트	390	336	525	345	403	581	375	473	1,225	1,596	1,832
5) MD/라이선싱	394	639	503	781	442	561	456	524	1,689	2,317	1,984
6) 기타	5	6	11	7	6	6	12	8	26	29	32
연결 자회사	659	826	971	1,168	1,014	1,034	1,039	1,271	3,256	3,624	4,359
매출총이익	834	1,145	1,190	1,156	971	1,340	1,014	1,411	3,072	4,325	4,736
YoY(%)	17.2%	47.3%	62.2%	36.0%	16.4%	17.0%	-14.8%	22.1%	-9.9%	40.8%	9.5%
GPM(%)	36.0%	37.8%	37.0%	36.2%	37.5%	37.5%	37.0%	37.0%	31.0%	36.8%	37.2%
판관비	508	669	708	610	581	767	706	759	2,199	2,495	2,814
영업이익	326	476	482	546	390	572	308	652	873	1,830	1,922
YoY(%)	109.6%	92.3%	261.7%	62.2%	19.7%	20.2%	-36.1%	19.4%	-23.1%	109.6%	5.0%
OPM(%)	14.1%	15.7%	15.0%	17.1%	15.0%	16.0%	11.2%	17.1%	8.8%	15.6%	15.1%
당기순이익(지배)	2,482	293	398	152	324	355	285	352	183	3,325	1,315
NPM(%)	107.3%	9.7%	12.4%	4.8%	12.5%	9.9%	10.4%	9.2%	1.9%	28.3%	10.3%

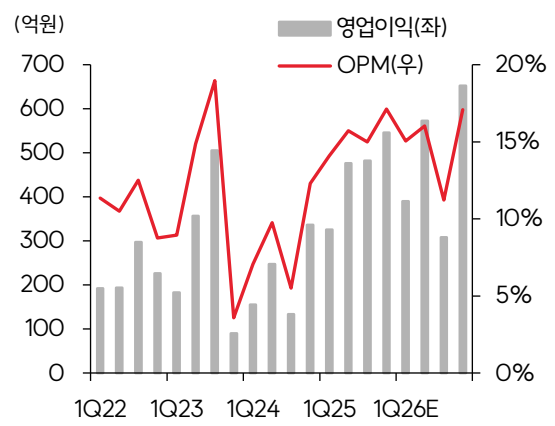
자료: 에스엠, SK 증권

매출액 추이 및 전망



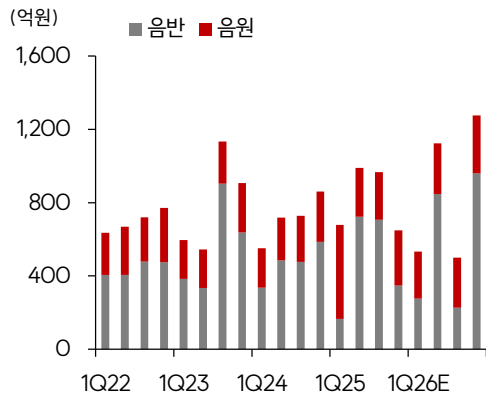
자료: 에스엠, SK 증권

영업이익 추이 및 전망



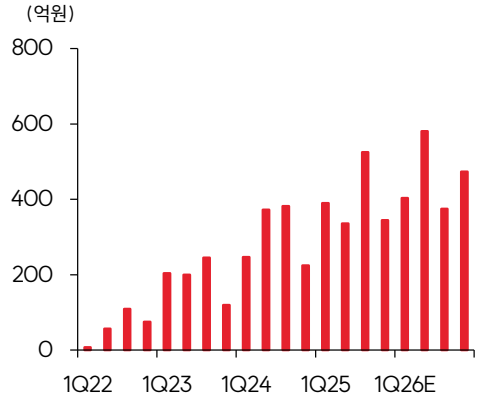
자료: 에스엠, SK 증권

음반/원 매출 추이 및 전망



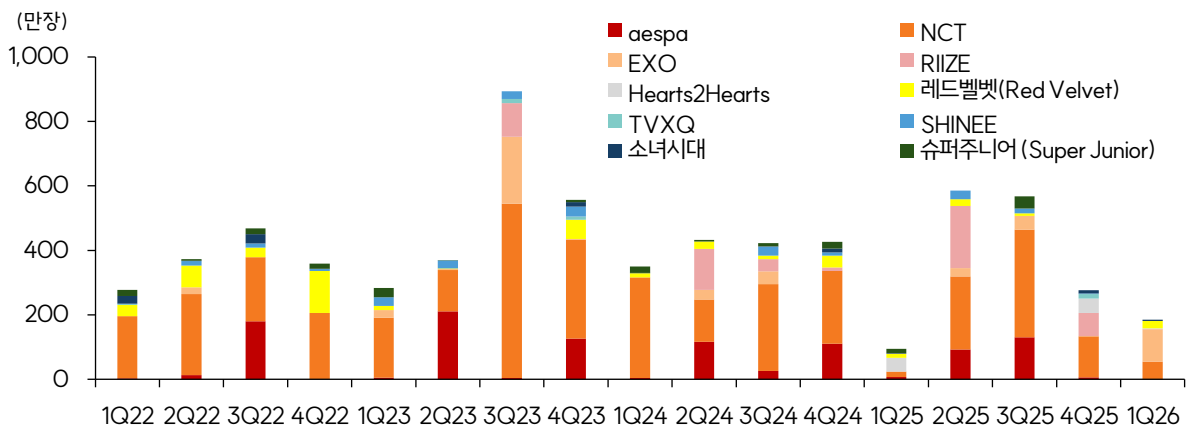
자료: 에스엠, SK 증권

공연 매출 추이 및 전망



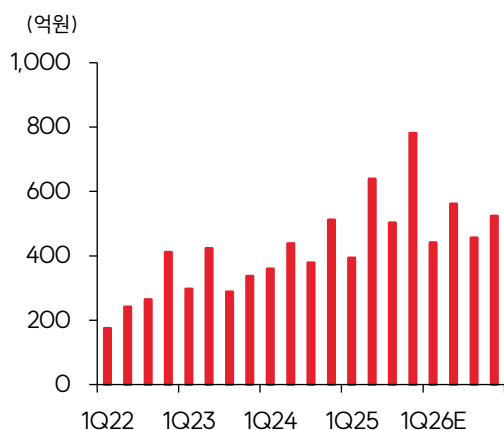
자료: 에스엠, SK 증권

에스엠 아티스트 음반 판매량 추이



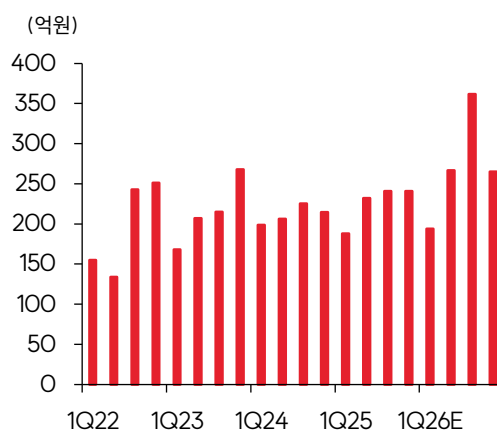
자료: 씨클처트, SK 증권

MD/라이선싱 매출 추이 및 전망



자료: 에스엠, SK 증권

출연 매출 추이 및 전망



자료: 에스엠, SK 증권

2026년 아티스트 상반기 컴백 일정

발매일	아티스트	음반 분류
1/14	NCT WISH	미니(JPN)
1/19	EXO	정규
2/18	RIIZE	싱글 CD(JPN)
2/20	TVXQ!	싱글(JPN)
2/20	Hearts2Hearts	싱글
2/23	NCT JNJM	미니
2/25	MINHO	싱글(JPN)
1Q26	IRENE	정규
	HYO	싱글
2Q26	YESUNG	정규(JPN)
	TAEYONG	정규
	Aespa	정규
	NCT WISH	정규
	WayV	미니
	RIIZE	미니
	XngHan&Xoul	미니
	Hearts2Hearts	미니
	RYEOWOOK	싱글

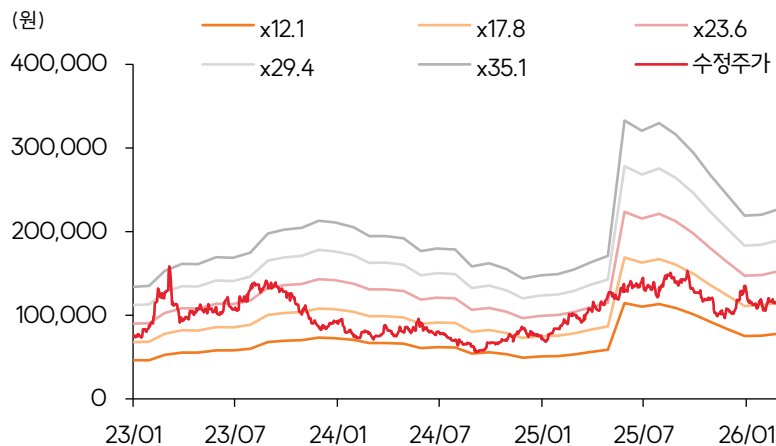
자료: 에스엠, SK 증권

에스엠 멀티 프로덕션 시스템 (보유 IP 및 아티스트)			
프로덕션명	Director	그룹	아티스트
ONE 프로덕션	조우철, 최성우	소녀시대	태연, 효연, 유리, 윤아, *써니, *티파니, *수영, *서현
		aespa	카리나, 지젤, 윈터, 닝닝
PRISM 프로덕션	김욱, 최진	SHINee	KEY, 민호, *온유, *태민
		WayV	쿤, 텐, 윈윈, 샤오쥘, 헨드리, 양양
		LUCAS	
		Hearts2Hearts	지우, 카르멘, 유하, 스텔라, 주은, 에이나, 이안, 예은
RED 프로덕션	권윤정, 김주영	TVXQ	유노윤호, 최강창민
		Red Velvet	아이린, 슬기, 조이, *웬디, *예리
NEO 프로덕션	채정희, 강병준	NCT	태용, 자니, 유타, 도영, 재현, 정우, 마크, 런쥘, 제노, 해찬, 재민, 천러, 지성, 시온, 리쿠, 유우시, 재희, 료, 사쿠야, 쿤, 텐, 윈윈, 샤오쥘, 헨드리, 양양
		강타	
		Super Junior	이특, 희철, 예성, 신동, 시원, 려욱, *은혁, *동해, *규현
		EXO	수호, 찬열, 카이, 세훈, *레이, *디오
WIZARD 프로덕션	이상민, 김형국	RIIZE	쇼타로, 은석, 성찬, 원빈, 소희, 안톤
		XngHan&Xoul	
		Virtual IP 프로덕션	박준영

자료: 에스엠, SK 증권

주: *표시는 타사에서 활동 중인 아티스트지만, 그룹 활동은 SM 소속으로 진행

SMPER Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	814	980	1,143	1,377	1,587
현금및현금성자산	358	365	395	536	721
매출채권 및 기타채권	247	255	277	312	321
재고자산	28	24	26	29	30
비유동자산	605	1,027	986	960	934
장기금융자산	86	109	112	118	119
유형자산	76	74	55	44	38
무형자산	140	601	572	546	523
자산총계	1,419	2,008	2,129	2,337	2,521
유동부채	485	497	516	541	556
단기금융부채	41	41	44	50	51
매입채무 및 기타채무	290	274	285	300	309
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	105	152	158	170	173
장기금융부채	69	63	63	63	63
장기매입채무 및 기타채무	3	1	1	1	1
장기충당부채	13	13	14	16	17
부채총계	590	649	674	710	728
지배주주지분	665	1,003	1,097	1,250	1,398
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	353	353	353	353	353
기타자본구성요소	-12	27	27	27	27
자기주식	-39	0	0	0	0
이익잉여금	320	618	713	865	1,014
비지배주주지분	164	356	358	377	395
자본총계	829	1,359	1,455	1,626	1,793
부채외자본총계	1,419	2,008	2,129	2,337	2,521

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	136	195	175	227	235
당기순이익(손실)	1	359	134	208	203
비현금성항목등	157	-80	94	106	96
유형자산감가상각비	33	34	19	11	6
무형자산상각비	29	34	30	26	23
기타	95	-148	45	69	67
운전자본감소(증가)	1	-38	-7	-18	3
매출채권및기타채권의감소(증가)	4	-20	-21	-35	-9
재고자산의감소(증가)	-9	-10	-2	-3	-1
매입채무및기타채무의증가(감소)	-18	-26	12	15	9
기타	-53	-99	-90	-139	-134
법인세납부	-30	-53	-45	-69	-68
투자활동현금흐름	56	-150	-28	-45	-12
금융자산의감소(증가)	88	-68	-21	-34	-9
유형자산의감소(증가)	-22	-6	0	0	0
무형자산의감소(증가)	-26	-32	0	0	0
기타	16	-44	-7	-11	-3
재무활동현금흐름	-144	-33	-34	-31	-36
단기금융부채의증가(감소)	-37	-0	3	6	1
장기금융부채의증가(감소)	-15	-20	0	0	0
자본의증가(감소)	-9	-0	0	0	0
배당금지급	-28	-13	-37	-37	-37
기타	-56	-1	0	0	-0
현금의 증가(감소)	55	6	31	140	185
기초현금	303	358	365	395	536
기말현금	358	365	395	536	721
FCF	113	188	175	227	235

자료 : 에스엠 SK증권 추정

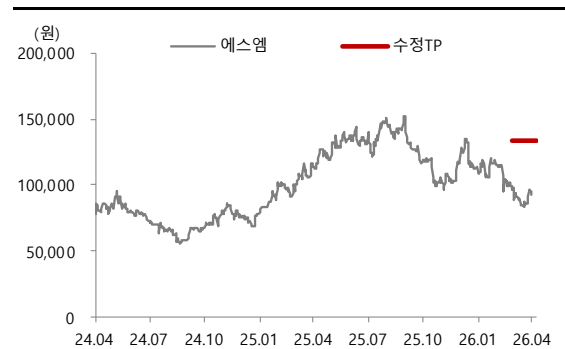
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	990	1,175	1,272	1,433	1,476
매출원가	682	742	799	858	883
매출총이익	307	433	474	575	593
매출총이익률(%)	31.0	36.8	37.2	40.2	40.1
판매비와 관리비	220	250	281	321	321
영업이익	87	183	192	255	272
영업이익률(%)	8.8	15.6	15.1	17.8	18.4
비영업손익	-61	185	-14	23	-1
순금융손익	7	8	-1	-0	1
외환관련손익	10	-1	0	0	0
관계기업등 투자손익	-2	214	0	0	0
세전계속사업이익	26	368	178	277	271
세전계속사업이익률(%)	2.6	31.3	14.0	19.4	18.4
계속사업법인세	25	8	45	69	68
계속사업이익	1	359	134	208	203
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1	359	134	208	203
순이익률(%)	0.1	30.6	10.5	14.5	13.8
지배주주	18	347	132	190	185
지배주주귀속 순이익률(%)	1.9	29.6	10.3	13.2	12.5
비지배주주	-17	12	2	19	18
총포괄이익	6	358	134	208	203
지배주주	23	347	129	201	197
비지배주주	-17	11	4	7	7
EBITDA	149	250	241	291	301

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	3.0	18.7	8.3	12.6	3.0
영업이익	-23.1	109.7	5.0	32.5	6.8
세전계속사업이익	-78.1	1,310.0	-51.5	55.7	-2.3
EBITDA	-13.0	67.7	-3.8	21.0	3.2
EPS	-78.6	1,834.3	-62.1	44.2	-2.3
수익성 (%)					
ROA	0.1	21.0	6.5	9.3	8.4
ROE	2.6	41.6	12.5	16.2	14.0
EBITDA마진	15.1	21.3	18.9	20.3	20.4
안정성 (%)					
유동비율	168.0	197.2	221.5	254.6	285.7
부채비율	71.2	47.8	46.3	43.7	40.6
순차입금/자기자본	-44.8	-37.7	-38.5	-44.9	-51.5
EBITDA/이자비용(배)	27.4	45.8	49.1	57.0	57.0
배당성향	50.0	10.7	28.2	19.6	20.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	784	15,166	5,744	8,282	8,090
BPS	30,150	43,793	47,917	54,579	61,049
CFPS	3,436	18,104	7,866	9,887	9,355
주당 현금배당금	400	1,620	1,620	1,620	1,620
Valuation지표 (배)					
PER	96.4	8.9	16.2	11.2	11.5
PBR	2.5	3.1	1.9	1.7	1.5
PCR	22.0	7.5	11.8	9.4	9.9
EV/EBITDA	10.4	11.7	10.2	8.0	7.1
배당수익률	0.5	1.2	1.4	1.4	1.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.03.18	매수	134,000원	6개월		



COMPLIANCE NOTICE

작성자(백준형)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 04 월 22 일 기준)	매수	93.87%	중립	6.13%	매도	0.00%
--	----	--------	----	-------	----	-------

와이지엔터테인먼트 (122870/KQ)

26년 실적 상저하고, IP 세대교체 구간

엔터테인먼트. 박준형 / jh.park@sks.co.kr / 3773-8589

Signal: 2026년 상저하고 흐름 예상, 1분기 실적 컨센 부합
Key: 베몬 2번째 월드투어, 지역 확장+모객 증가는 명백한 세대교체의 증거
Step: 투자의견 매수 유지, 목표주가 82,000원 하향

매수(유지)

목표주가: 82,000원(하향)
 현재주가: 53,800원
 상승여력: 52.4%

STOCK DATA

주가(26/04/21)	53,800 원
KOSDAQ	1,179.03 pt
52주 최고가	107,400 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	1,869 만주
시가총액	1,006 십억원
주요주주	
양현석(외 5)	22.95%
네이버	8.89%
외국인 지분율	11.66%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2026E	2027E	2028E
매출액	십억원	610	577	606
영업이익	십억원	88	83	90
순이익(지배주주)	십억원	74	64	63
EPS	원	3,963	3,444	3,394
PER	배	13.7	15.8	16.0
PBR	배	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	배	8.4	7.4	6.6
ROE	%	13.5	10.5	9.5
배당성향	%	7.5	8.6	8.8

시장 컨센서스 부합한 실적

1Q26 매출액 1,386 억원(+38.4%YoY, -19.3%QoQ, 이하 YoY, QoQ), 영업이익 205 억원(+115.3%, -8.2%), OPM 14.8%로 시장 컨센서스(203 억원)에 부합하는 실적 전망이다. 올해 1분기는 전년 동기 베이비몬스터 단독 활동 구간에 따른 기저효과로 전년대비 높은 실적이 기대된다. **앨범:** 블랙핑크 미니 3집 'DEADLINE' 신보(2/27) 초동 물량 177만장을 포함해 총 208만장 판매된 것으로 반영했다. **콘서트:** 블랙핑크 DEADLINE 돔 투어 6회, 베이비몬스터 아시아 팬 콘서트 2회 그리고 트레저 아시아 투어 6회로 총 14회 반영했다. 전 분기 총 36회 대비 공연 횟수가 크게 감소하면서 공연 매출은 둔화될 것으로 판단한다.

상저하고 흐름, 그리고 IP 세대교체 구간

2026년 하반기는 본격적인 실적과 모멘텀 구간이 될 전망이다. 5월 베이비몬스터, 6월 트레저 신보 발매가 예정되어 있으며, 이후 트레저는 국내와 일본 중심의 팬 콘서트, 베이비몬스터는 두 번째 월드투어를 진행할 예정이다. 베이비몬스터는 지난 투어에서 약 40만명을 모객했으며, 이번 투어는 지역 확대와 아티스트 인지도 상승에 따라 공연 규모 확대가 기대된다. 또한 올해는 데뷔 20주년을 맞아 빅뱅의 컴백이 3분기부터 예정되어 있다. 코첼라 페스티벌에서 현지 기준 4월 12일과 4월 19일 무대에 오르며, 1주차에는 공연 조회수 5위(1,750만부)를 기록해 여전히 높은 글로벌 관심을 확인했다.

- ① 베이비몬스터: 5월 신보 발매, 6월 말 국내를 시작으로 두 번째 월드투어 개시
- ② 빅뱅: 데뷔 20주년 컴백, 3분기부터 투어 및 신보 예정
- ③ 트레저: 2분기 말 신보 발매, 하반기 유닛 활동 중심, 2027년 월드투어 예정
- ④ 신인 아티스트(남): 4분기 데뷔 예상

투자의견 매수 목표주가 82,000원 하향

블랙핑크 앵콜 콘서트 추정치 제외에 따른 EPS 하향 조정과 업종 밸류에이션 하락을 반영해 투자의견 매수 유지, 목표주가는 기존 100,000원에서 82,000원으로 하향 조정한다. 다만 하반기에는 베이비몬스터의 두 번째 월드투어와 빅뱅 20주년 컴백 등 주가 상승을 견인할 이벤트가 예정되어 있어 상저하고 흐름이 나타날 전망이다.

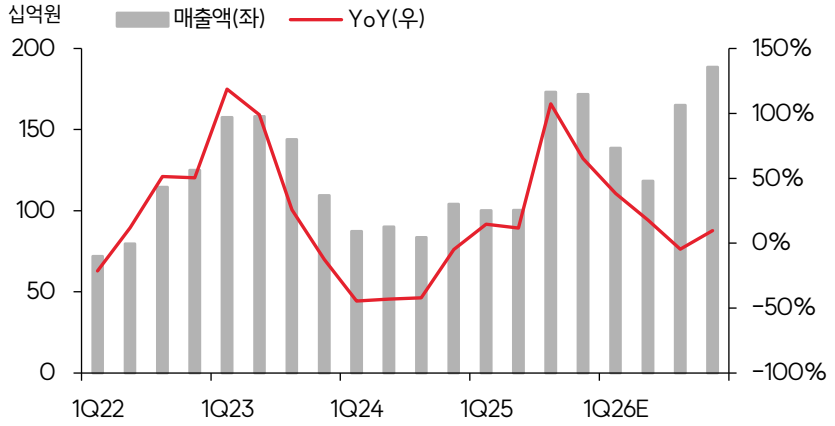
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024	2025	2026
매출액	1,002	1,004	1,731	1,718	1,386	1,183	1,650	1,885	3,650	5,454	6,104
YoY	15%	12%	107%	65%	38%	18%	-5%	10%	-36%	49%	12%
QoQ	-4%	0%	72%	-1%	-19%	-15%	40%	14%			
상/제품(음반/원, MD)	478	409	601	529	648	586	617	877	1,522	2,018	2,729
음반	59	20	118	88	272	213	62	311	153	285	858
음원	158	198	202	200	206	212	219	225	673	758	862
MD	260	192	281	241	170	161	336	341	696	975	1,008
콘서트	75	88	508	593	149	139	371	481	170	1,264	1,140
광고	51	53	92	86	53	55	94	89	349	282	291
로열티	37	93	163	157	176	20	184	92	254	450	472
출연료	26	41	45	18	27	43	47	19	165	130	136
음악서비스	224	221	212	216	230	227	219	222	786	872	899
기타	111	99	110	118	102	113	118	105	403	437	437
매출총이익	359	358	571	578	520	410	614	625	995	1,866	2,169
GPM	36%	36%	33%	34%	38%	35%	37%	33%	27%	34%	36%
판매비	306	284	336	418	315	293	346	335	1,181	1,345	1,289
영업이익	95	84	312	223	205	117	268	290	-206	714	881
YoY	흑전	흑전	흑전	2145%	115%	40%	-14%	30%	적전	흑전	23%
OPM	10%	8%	18%	13%	15%	10%	16%	15%	-6%	13%	14%
당기순이익(지배)	52	80	170	67	186	120	236	198	185	369	741
NPM	5%	8%	10%	4%	13%	10%	14%	11%	5%	7%	12%

자료: YG, SK 증권

구분	비고	
26년 EPS	3,943원	
적용 PER	20.6배	2023년 연간 평균 PER 20.6배
TP	82,000원	6개월 목표주가
현재주가	53,800원	4/21 주가
Upside	52%	

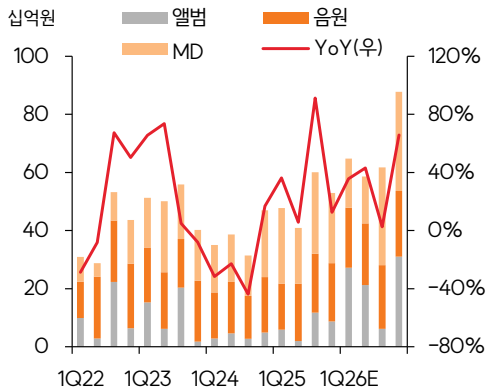
자료: YG, SK 증권

와이지엔터테인먼트 매출액 추이 및 전망



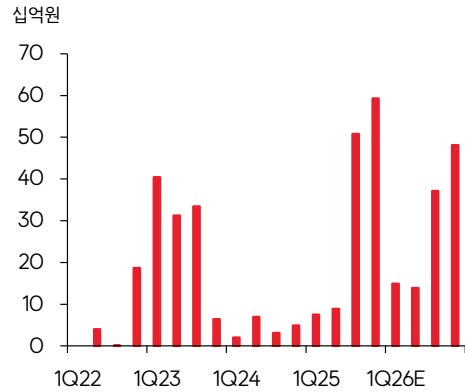
자료: YG, SK 증권

상/제품 매출 추이 및 전망



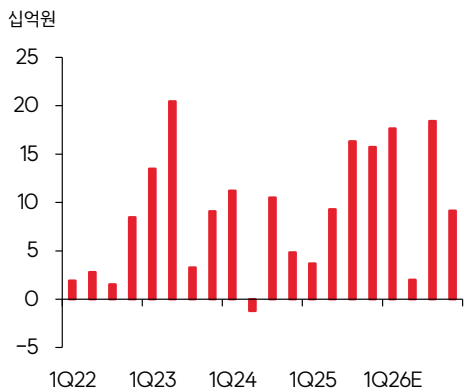
자료: YG, SK 증권

공연 매출 추이 및 전망



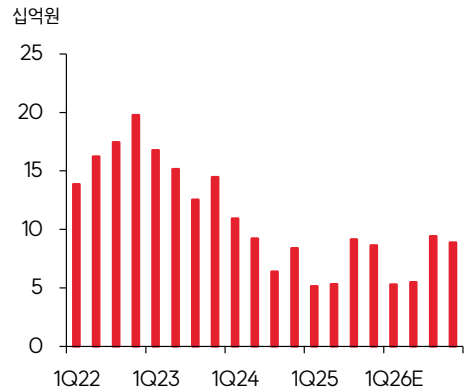
자료: YG, SK 증권

로열티 매출 추이 및 전망



자료: YG, SK 증권

광고 매출 추이 및 전망

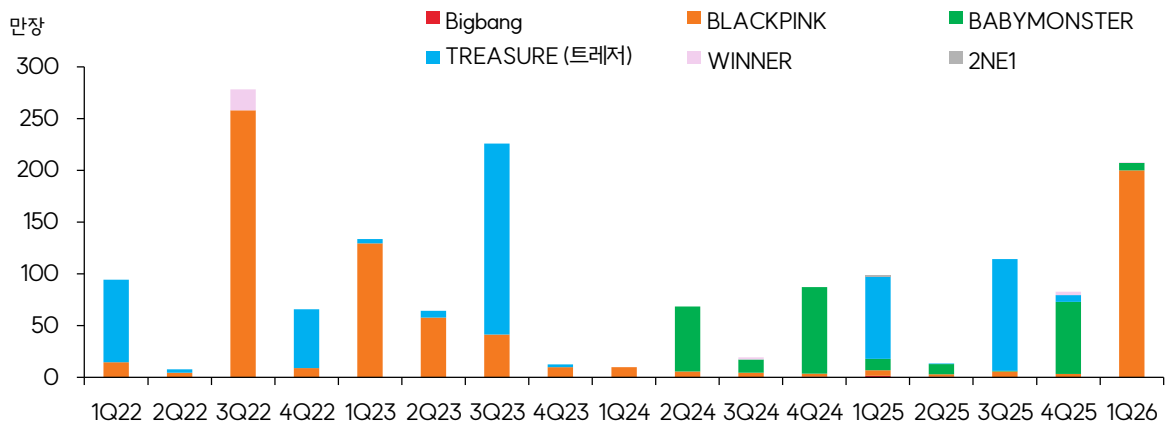


자료: YG, SK 증권

와이지엔터테인먼트 아티스트 컴백 일정(확정 및 예정)		
발매일	아티스트	음반 분류
5월 4일	BabyMonster	미니 3집
6월 예정	Treasure	미정
3분기 예정	BigBang	미정

자료: YG, SK 증권

와이지엔터테인먼트 아티스트별 음반 판매량 추이



자료: 씨클차트, SK 증권

와이지엔터테인먼트 아티스트 타임라인

아티스트	데뷔연도	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
WINNER	2014							CR					
BLACKPINK	2016		Debut							CR		컴백	
TREASURE	2020						Debut					CR	
BABYMONSTER	2024										Debut		
신인 남자그룹	2026												Debut

자료: YG, SK 증권

주: BLACKPINK 는 그룹 활동만 재계약 : CR - Contract Renewed

와이지엔터테인먼트 PER Band Chart



자료: Quantwise, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	303	446	526	612	704
현금및현금성자산	87	168	198	296	378
매출채권 및 기타채권	89	119	133	126	132
재고자산	10	21	24	22	23
비유동자산	431	393	393	369	355
장기금융자산	133	120	120	120	120
유형자산	188	175	175	163	152
무형자산	47	35	31	21	16
자산총계	734	839	919	981	1,059
유동부채	110	171	177	168	176
단기금융부채	6	6	6	6	6
매입채무 및 기타채무	84	109	113	106	112
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	21	17	17	16	17
장기금융부채	17	12	12	12	12
장기매입채무 및 기타채무	0	1	1	1	1
장기충당부채	1	1	1	1	1
부채총계	131	188	194	185	193
지배주주지분	483	514	582	641	699
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	227	227	227	227	227
기타자본구성요소	17	18	18	18	18
자기주식	-5	-5	-5	-5	-5
이익잉여금	229	258	327	386	444
비지배주주지분	120	137	143	156	168
자본총계	603	651	725	797	867
부채와자본총계	734	839	919	981	1,059

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	0	91	85	100	92
당기순이익(손실)	20	54	80	77	76
비현금성항목등	10	37	41	43	36
유형자산감가상각비	15	14	0	12	11
무형자산상각비	15	16	14	9	6
기타	-20	7	26	22	20
운전자본감소(증가)	-20	11	-13	1	-1
매출채권및기타채권의감소(증가)	-12	-26	-14	7	-6
재고자산의감소(증가)	4	-8	-3	1	-1
매입채무및기타채무의증가(감소)	1	27	3	-6	5
기타	-26	-29	-50	-47	-45
법인세납부	-16	-18	-27	-26	-25
투자활동현금흐름	1	3	-19	2	-3
금융자산의감소(증가)	3	3	-0	0	-0
유형자산의감소(증가)	-5	-5	0	0	0
무형자산의감소(증가)	-15	0	-10	0	0
기타	18	5	-9	2	-3
재무활동현금흐름	-12	-12	-5	-6	-5
단기금융부채의증가(감소)	-0	-1	1	-0	0
장기금융부채의증가(감소)	-6	-6	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-6	-5	-6	-6	-6
기타	-0	-1	0	-0	-0
현금의 증가(감소)	-10	82	30	98	82
기초현금	97	87	168	198	296
기말현금	87	168	198	296	378
FCF	-5	86	85	100	92

자료 : 와이저엔터테인먼트, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	365	545	610	577	606
매출원가	265	359	393	362	387
매출중이익	99	187	217	216	219
매출총이익률(%)	27.3	34.2	35.5	37.4	36.2
판매비와 관리비	118	134	129	133	129
영업이익	-21	71	88	83	90
영업이익률(%)	-5.6	13.1	14.4	14.4	14.9
비영업손익	49	4	19	19	11
순금융손익	5	5	3	4	5
외환관련손익	2	2	-3	-1	0
관계기업등 투자손익	23	0	0	0	0
세전계속사업이익	29	75	107	102	101
세전계속사업이익률(%)	7.9	13.8	17.5	17.7	16.6
계속사업법인세	9	21	27	26	25
계속사업이익	20	54	80	77	76
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	20	54	80	77	76
순이익률(%)	5.5	9.9	13.1	13.3	12.5
지배주주	19	37	74	64	63
지배주주귀속 순이익률(%)	5.1	6.8	12.1	11.2	10.5
비지배주주	2	17	6	12	12
총포괄이익	23	50	80	77	76
지배주주	22	34	54	52	51
비지배주주	2	17	26	25	25
EBITDA	11	82	102	104	107

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	-35.9	49.4	11.9	-5.4	5.0
영업이익	적전	흑전	23.4	-5.8	8.9
세전계속사업이익	-69.1	161.0	42.1	-4.2	-1.4
EBITDA	-88.5	625.9	24.3	1.9	2.6
EPS	-70.2	99.3	100.8	-13.1	-1.4
수익성 (%)					
ROA	2.7	6.8	9.1	8.1	7.4
ROE	3.9	7.4	13.5	10.5	9.5
EBITDA마진	3.1	15.1	16.8	18.1	17.7
안정성 (%)					
유동비율	274.2	261.1	296.8	364.2	400.2
부채비율	21.7	28.9	26.7	23.2	22.2
순차입금/자기자본	-28.0	-41.3	-41.1	-49.7	-55.2
EBITDA/이자비용(배)	15.0	144.8	482.4	487.0	500.4
배당성향	25.0	15.1	7.5	8.6	8.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	991	1,974	3,963	3,444	3,394
BPS	26,138	27,765	31,430	34,577	37,673
CFPS	2,595	3,591	4,727	4,584	4,284
주당 현금배당금	250	300	300	300	300
Valuation지표 (배)					
PER	46.2	35.2	13.7	15.8	16.0
PBR	1.8	2.5	1.7	1.6	1.4
PCR	17.7	19.3	11.5	11.9	12.7
EV/EBITDA	71.2	14.2	8.4	7.4	6.6
배당수익률	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.04.22	매수	82,000원	6개월		
2026.03.18	매수	100,000원	6개월	-46.33%	-39.90%



COMPLIANCE NOTICE

작성자(백준형)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 04월 22일 기준)	매수	93.87%	중립	6.13%	매도	0.00%
---------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------

롯데관광개발 (032350/KS)

바람부는 제주로 감수광

미래산업/미드스몰캡. 나승두 / nsdoo@sks.co.kr / 3773-8891

Signal: 외국인 입도객, 카지노 드롭액/매출액 모두 YoY 증가 추세
Key: 제주 직항 노선 매력 증가, 연간 외국인 입도객 꾸준히 증가 예상
Step: 실적 자신감 공격적 마케팅으로 이어질 것, 여전히 매력적 주가

매수(유지)

목표주가: 31,000 원(상향)
 현재주가: 19,740 원
 상승여력: 57.0%

STOCK DATA

주가(26/04/21)	19,740 원
KOSPI	6,388.47 pt
52주 최고가	26,550 원
60일 평균 거래대금	191 억원

COMPANY DATA

발행주식수	7,960 만주
시가총액	15,538 억원
주요주주	
김기병(외 4)	38.49%
국민연금공단	10.02%
외국인 지분율	21.92%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2026E	2027E	2028E
매출액	억원	7,892	8,651	9,050
영업이익	억원	1,914	2,355	2,419
순이익(지배주주)	억원	976	1,446	1,510
EPS	원	1,226	1,817	1,897
PER	배	15.9	10.7	10.3
PBR	배	3.3	2.5	2.0
EV/EBITDA	배	9.4	7.5	7.1
ROE	%	23.2	26.7	21.9
배당성향	%	0.0	0.0	0.0

완연한 성장 국면에 접어들었습니다

그야말로 완연한 실적 성장이다. 코로나19 팬데믹 기간 개장했던 제주 드림타워 호텔과 카지노가 자리를 잡으면서 투자자들의 우려를 말끔히 씻어냈다. 2025년 연간 순이익 전환에 성공했다는 점도 중요하지만, 무엇보다도 올해 발표된 월별 실적 추이가 매우 고무적이다. 올해 1월부터 3월까지 제주도를 찾은 외국인 입도객은 YoY +29.1% 증가하면서 제주 드림타워 호텔 매출액도 YoY +27.9% 증가한 반면, 카지노 매출액은 YoY +40.3% 크게 증가했다. 홀드올에 따른 일시적 효과라고 해석할 수도 있지만, 같은 기간 드롭액도 YoY +36.7% 증가했음을 감안하면 제주 드림타워 카지노가 이제 완전히 자리잡고 완연한 성장 국면에 접어들었다고 판단하는 것이 더 옳을 것이다. 실적에 대한 자신감을 바탕으로 보다 공격적인 마케팅을 할 수 있게 되었다는 점도 긍정적이다.

외국인 단거리 여행에 적합한 제주도

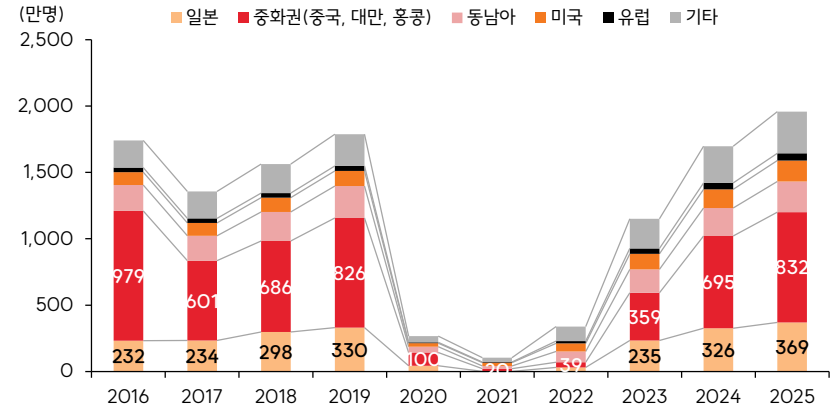
제주도의 국제항공노선 확충 움직임이 활발해지고 있다는 점은 매우 긍정적이다. 올해 초 제주도는 관광객 유치 및 지역경제 활성화를 위해 국제선 신규 취항 및 증편 노선에 대해 운임수입 부족액을 일부 보존한다고 밝혔다. 우리나라 국적 항공사뿐만 아니라 외국 항공사도 신청할 수 있게 됨에 따라 제주도 직항 노선의 매력도 커졌다. 기본적으로 우리나라와 중국의 무비자 정책 등 교류 확대로 인한 중국인 관광객 유입 증가가 도드라질 것으로 예상되지만, 일본 및 동남아시아 여행객들의 발길도 꾸준히 이어질 전망이다. 특히 중동 전쟁으로 인한 장거리 여행 불가(중동 허브 공항 운영 축소, 유류할증료 증가 등), 안전한 여행지 선호, K-컬처 확대 등의 영향으로 우리나라와 제주도에 대한 관심이 높아지면서 제주도 외국인 입도객 및 카지노 방문객 수 증가가 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 31,000 원으로 상향

투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 기존 25,000 원에서 31,000 원으로 +24% 상향 조정한다. 기존 목표주가 산출 과정에서 활용한 2025년 기준 EBITDA를 2026년 예상 EBITDA로 변경하였고, EV/EBITDA Multiple은 2023년 이후 Historical 평균 EV/EBITDA를 35% 할인한 9배를 적용하였다. 이는 드림타워 개장 이후 가장 높은 평가를 받았던 시점 대비 현재 주가는 저평가 구간임을 의미한다. 또, 마카오/싱가폴/홍콩 등을 주요 거점으로 하는 글로벌 카지노 업체들의 평균 EV/EBITDA가 10배 중후반 수준임을 감안한다면 롯데관광개발의 주가는 여전히 매력적인 구간이다.

2025년 외국인 입국자 수
연간 2,971만명 사상 최고치
THAAD 이후 중화권 회복 뚜렷

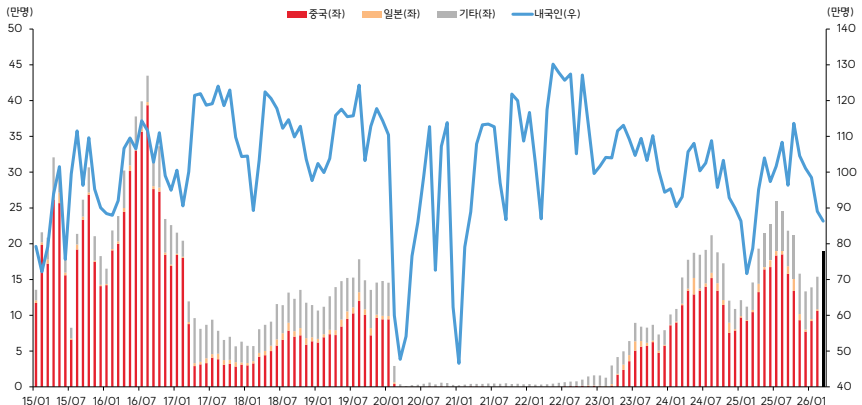
국적별 연간 외국인 입국자 수 추이



자료: 법무부, SK 증권

2026년 제주도 외국인 입도객
1분기 누적 YoY +29.1% 증가

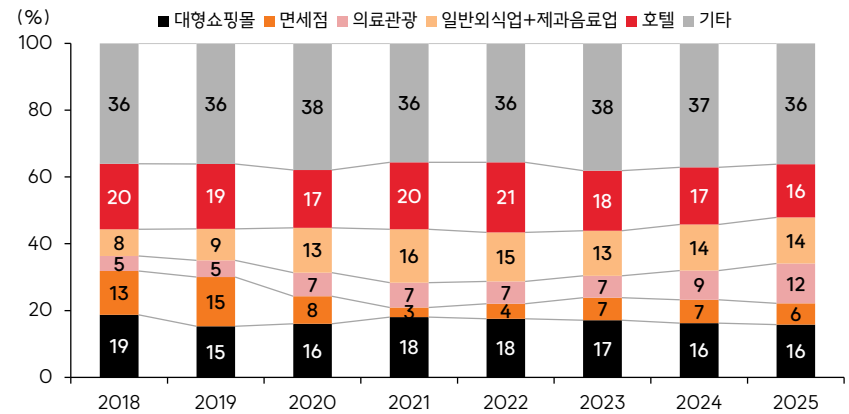
제주도 외국인 입도객 추이



자료: 제주관광협회, SK 증권

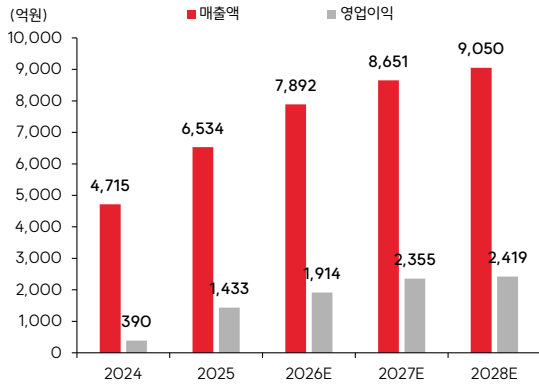
외국인 분야별 지출액
해마다 절대적 금액은 늘지만
비중은 뚜렷한 차이 발생

외국인 분야별 지출액 비중 추이



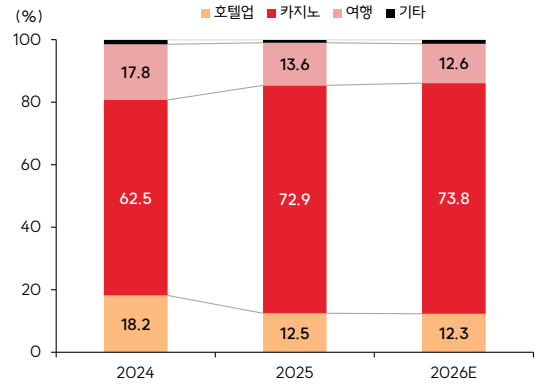
자료: 한국관광공사, SK 증권 / 주: 신용카드 지출액 기준

롯데관광개발 실적 추이 및 전망



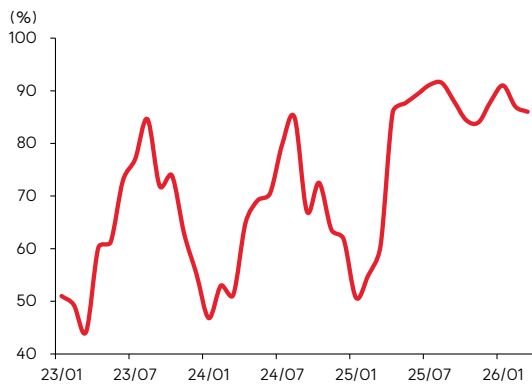
자료: 롯데관광개발, SK 증권 추정

주요 사업 부문별 매출 비중 추이 및 전망



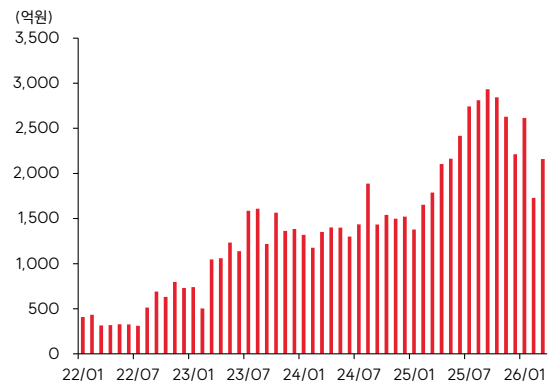
자료: 롯데관광개발, SK 증권 추정

제주 그랜드 하얏트 객실 예약률 추이



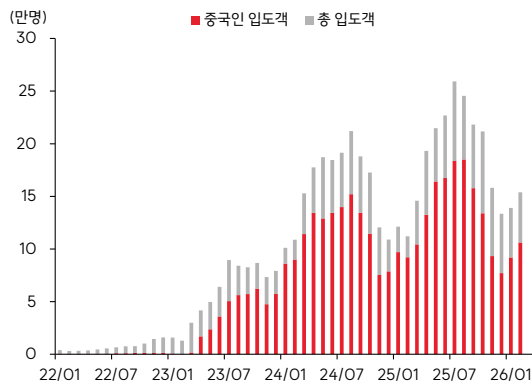
자료: 롯데관광개발, SK 증권

제주 드림타워 카지노 월별 드롭액 추이



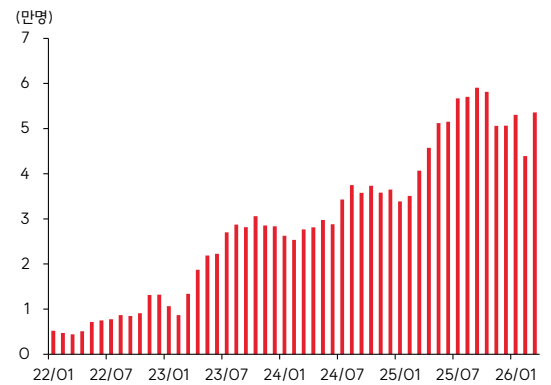
자료: 롯데관광개발, SK 증권

제주도 외국인 입도객 추이



자료: 제주관광협회, SK 증권

제주 드림타워 카지노 월별 방문객 추이



자료: 롯데관광개발, SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,144	1,331	2,390	5,452	15,032
현금및현금성자산	443	621	1,425	4,396	13,927
매출채권 및 기타채권	99	144	171	187	196
재고자산	63	63	75	83	86
비유동자산	20,523	20,345	19,710	19,216	18,740
장기금융자산	144	566	568	636	673
유형자산	16,903	16,345	15,687	15,111	14,602
무형자산	464	463	471	478	472
자산총계	21,666	21,676	22,099	24,668	33,773
유동부채	6,097	4,127	5,776	6,974	7,476
단기금융부채	3,180	1,669	2,860	3,780	3,954
매입채무 및 기타채무	722	711	845	926	1,017
단기충당부채	379	12	14	15	16
비유동부채	12,439	13,868	11,671	11,604	12,323
장기금융부채	10,245	11,739	9,145	8,836	9,290
장기매입채무 및 기타채무	3	1	1	1	1
장기충당부채	2	0	0	0	0
부채총계	18,536	17,994	17,447	18,578	19,799
지배주주지분	3,167	3,720	4,696	6,142	7,652
자본금	381	398	398	398	398
자본잉여금	6,477	6,810	6,810	6,810	6,810
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-10,911	-10,653	-9,677	-8,231	-6,721
비지배주주지분	-36	-38	-44	-53	-62
자본총계	3,131	3,682	4,652	6,090	7,591
부채외자본총계	21,666	21,676	22,099	24,668	27,390

현금흐름표

12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	1,217	1,001	2,591	2,685	2,764
당기순이익(손실)	-1,166	276	970	1,438	1,501
비현금성항목등	2,495	2,167	1,746	1,675	1,634
유형자산감가상각비	829	866	809	759	715
무형자산상각비	21	19	13	8	6
기타	1,645	1,282	924	908	914
운전자본감소(증가)	876	-485	804	487	575
매출채권및기타채권의감소(증가)	45	-259	-27	-16	-9
재고자산의감소(증가)	-22	0	-12	-7	-4
매입채무및기타채무의증가(감소)	109	-5	134	81	91
기타	-990	-989	-1,078	-1,140	-1,181
법인세납부	-2	-31	-150	-224	-234
투자활동현금흐름	-281	-398	-217	-356	-263
금융자산의감소(증가)	-194	-281	-40	-91	-53
유형자산의감소(증가)	-73	-98	-151	-183	-205
무형자산의감소(증가)	-14	-16	-21	-15	0
기타	0	-3	-5	-66	-5
재무활동현금흐름	-832	-426	-1,403	611	628
단기금융부채의증가(감소)	-7,865	-19	1,191	920	174
장기금융부채의증가(감소)	7,033	-407	-2,594	-309	454
자본의증가(감소)	42	349	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-42	-349	0	0	0
현금의 증가(감소)	107	178	804	2,970	3,129
기초현금	336	443	621	1,425	4,396
기말현금	443	621	1,425	4,396	7,525
FCF	1,144	903	2,440	2,502	2,559

자료 : 롯데관광개발, SK증권 추정

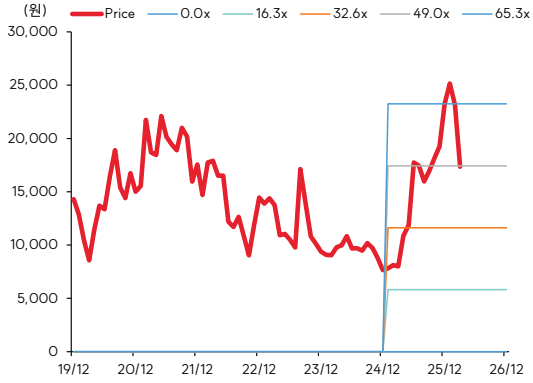
포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	4,715	6,534	7,892	8,651	9,050
매출원가	0	0	0	0	0
매출중이익	4,715	6,534	7,892	8,651	9,050
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	4,325	5,101	5,978	6,296	6,631
영업이익	390	1,433	1,914	2,355	2,419
영업이익률(%)	8.3	21.9	24.3	27.2	26.7
비영업손익	-1,615	-1,478	-794	-693	-684
순금융손익	-1,506	-1,459	-781	-694	-716
외환관련손익	-130	62	9	9	35
관계기업등 투자손익	16	1	2	1	2
세전계속사업이익	-1,225	-45	1,120	1,662	1,735
세전계속사업이익률(%)	-26.0	-0.7	14.2	19.2	19.2
계속사업법인세	-59	-321	150	224	234
계속사업이익	-1,166	276	970	1,438	1,501
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,166	276	970	1,438	1,501
순이익률(%)	-24.7	4.2	12.3	16.6	16.6
지배주주	-1,166	278	976	1,446	1,510
지배주주귀속 순이익률(%)	-24.7	4.2	12.4	16.7	16.7
비지배주주	0	-2	-6	-9	-9
총포괄이익	2,433	204	970	1,438	1,501
지배주주	2,433	205	978	1,450	1,513
비지배주주	0	-2	-8	-12	-12
EBITDA	1,240	2,318	2,735	3,122	3,139

주요투자지표

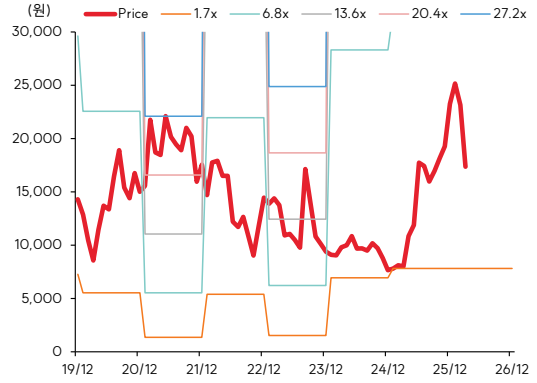
12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	50.4	38.6	20.8	9.6	4.6
영업이익	흑전	267.4	33.5	23.0	2.7
세전계속사업이익	적지	적지	흑전	48.4	4.4
EBITDA	374.8	86.9	18.0	14.1	0.5
EPS	적지	흑전	251.1	48.2	4.4
수익성 (%)					
ROA	-5.9	1.3	4.4	6.1	5.1
ROE	-60.4	8.1	23.2	26.7	21.9
EBITDA마진	26.3	35.5	34.7	36.1	34.7
안정성 (%)					
유동비율	18.8	32.3	41.4	78.2	201.1
부채비율	592.1	488.7	375.0	305.1	260.8
순차입금/자기자본	400.4	336.0	216.6	126.0	87.0
EBITDA/이자비용(배)	0.8	1.6	3.5	4.4	4.2
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-1,530	349	1,226	1,817	1,897
BPS	4,156	4,677	5,899	7,716	9,613
CFPS	-414	1,462	2,258	2,781	2,802
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-5.0	66.6	15.9	10.7	10.3
PBR	1.8	5.0	3.3	2.5	2.0
PCR	-18.5	15.9	8.6	7.0	7.0
EV/EBITDA	14.8	13.3	9.4	7.5	7.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

롯데관광개발 PER 밴드 차트



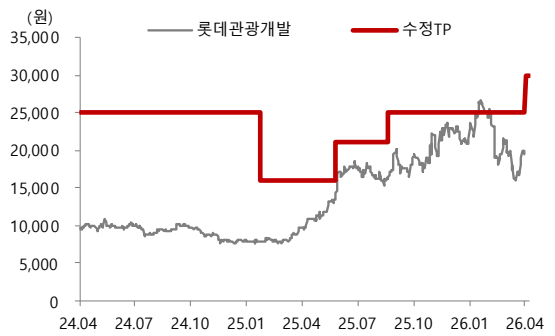
자료: Quantwise, SK 증권

롯데관광개발 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.04.22	매수	30,000원	6개월		
2025.09.10	매수	25,000원	6개월	-18.00%	6.20%
2025.06.16	매수	21,000원	6개월	-19.17%	-12.19%
2025.02.12	매수	16,000원	6개월	-39.95%	-15.75%
2024.06.05	매수	25,000원	6개월	-63.73%	-58.80%



COMPLIANCE NOTICE

작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 04월 22일 기준)	매수	93.87%	중립	6.13%	매도	0.00%
---------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------

서부 T&D (006730/KQ)

호텔은 만실, 숨어있던 디벨로퍼 본능 꿈틀

미래산업/미드스몰캡. 나승두 / nsdoo@sks.co.kr / 3773-8891

Signal: 호텔 만실에 가까운 OCC, ADR 상승 여력 상대적으로 높아
Key: 올해부터 본격화되는 부지 개발, 분양 이익 기대감 높아지는 시점
Step: 현재 기업가치 호텔만으로 설명 가능, 밸류에이션 매력 더 높아질 것

매수(유지)

목표주가: 20,000 원(상향)
 현재주가: 13,830 원
 상승여력: 44.6%

STOCK DATA

주가(26/04/21)	13,830 원
KOSDAQ	1,179.03 pt
52 주 최고가	18,580 원
60 일 평균 거래대금	163 억원

COMPANY DATA

발행주식수	6,493 만주
시가총액	9,018 억원
주요주주	
엠와이에이치(외 14)	49.75%
자사주	1.93%
외국인 지분율	20.88%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2026E	2027E	2028E
매출액	억원	2,850	3,220	3,677
영업이익	억원	816	1,154	1,331
순이익(지배주주)	억원	347	455	464
EPS	원	534	700	714
PER	배	26.0	19.8	19.5
PBR	배	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	24.7	18.1	20.8
ROE	%	3.2	4.1	4.0
배당성향	%	18.4	14.0	13.7

OCC와 ADR 동반 성장

호텔 사업 부문의 업황 회복과 함께 실적 성장세가 도드라지게 나타나는 중이다. 코로나19 엔데믹으로 접어들면서 방한 외국인이 점진적으로 늘어났고, 이에 맞춰 용산 드래곤시티 객실 OCC와 ADR도 점진적으로 회복하였다. 현재는 평일 및 주말의 편차가 살짝 있지만, 사실상 만실(滿室)에 가까운 객실 예약률을 기록 중이다. 호텔이라는 산업이 갖고 있는 특성상 단기간 빠르게 객실 수를 늘리기는 어렵기 때문에 OCC와 ADR이 함께 성장하는 구간은 지나갔다고 볼 수도 있지만, ADR의 상승은 이익 레버리지 효과를 극대화한다는 점에서 긍정적이다. 특히 용산 드래곤시티는 지리적 이점, 호텔 성급, 시설 품질 등을 감안 시 상대적으로 가성비 높은 숙박 시설로 알려져 있다. 다시 말해 ADR의 상승폭이 상대적으로 크게 나타날 수 있다는 점에서 여전히 투자 매력도는 높다. 외국인들의 높아진 대한민국 방문 선호도만큼 꾸준한 수요가 뒷받침될 것으로 판단된다.

부동산 디벨로퍼, 분양 이익 가시권 진입

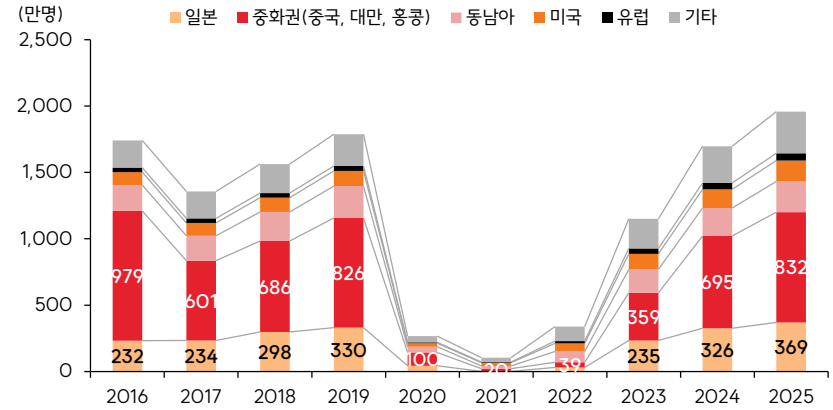
앞으로는 서부T&D의 부동산 디벨로퍼로서 진면목이 들어날 것으로 예상된다. 용산 나진상가 부지 개발 프로젝트 및 양천구 신정동 서부트러터미널 부지 첨단 물류복합단지 개발이 본격화됨에 따라 자산가치 및 분양이익이 크게 부각될 전망이다. 오는 10월 착공을 목표로 하는 용산 나진상가 부지는 업무 시설 및 하이엔드 오피스텔이 들어설 예정이며, 연말부터 일부 분양이 시작될 것으로 보인다. 서부트러터미널 부지는 도심형 풀필먼트와 상업/업무 시설, 주거시설 등으로 구성될 전망이다. 주목해야 할 점은 개발 프로젝트별 발생하는 분양 이익이다. 과거 상업 시설 및 주거 시설 분양을 했던 기업들은 분양 이익이 본격화되는 시점에 맞춰 주가가 반응하는 모습을 보였다. 서부T&D의 현재 기업 가치는 호텔업 성장만으로도 충분히 설명 가능한 수준이다.

투자의견 매수, 목표주가 20,000 원으로 상향

투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 기존 13,000 원에서 20,000 원으로 +54% 상향 조정한다. 기존 목표주가 산출에 활용하였던 BPS를 2026년 기준으로 변경하였고, 1.2배의 PBR Multiple을 적용했다. 2016년 이후 Historical PBR의 평균은 0.9배 수준이지만, 최고는 2.0배였다. 추가 상승 여력은 매우 충분하다. 내년부터 본격화될 분양 이익은 아직 추정 실적에 반영되지 않았다. 구체화되는 시기에 맞춰 분양 이익이 반영되기 시작하면 밸류에이션 매력은 2배 이상 커질 것으로 추정된다.

2025년 외국인 입국자 수
연간 2,971만명 사상 최고치
THAAD 이후 중화권 회복 뚜렷

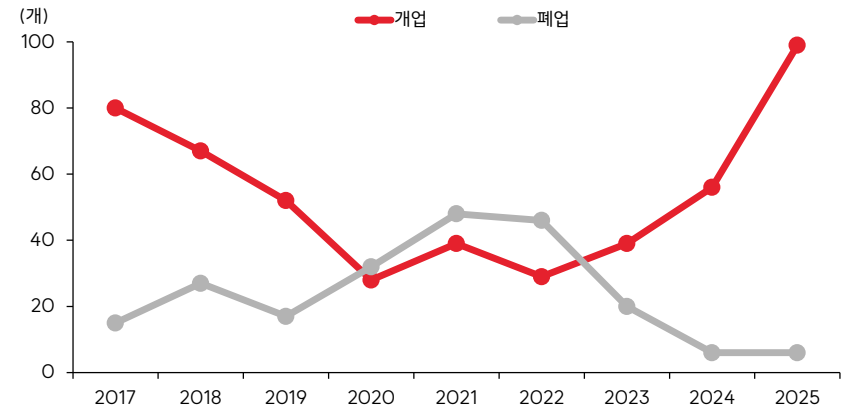
국적별 연간 외국인 입국자 수 추이



자료: 법무부, SK 증권

코로나 19 팬데믹 당시
호텔 개업 줄고 폐업 늘면서
숙박시설 여전히 부족한 상황

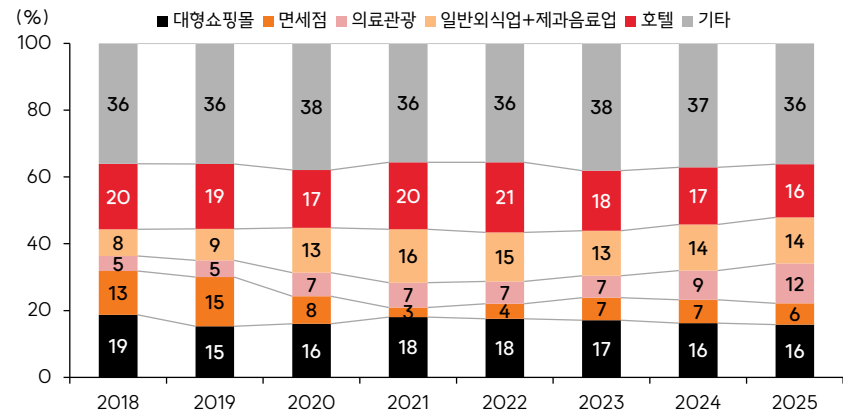
서울시 호텔 개/폐업 현황 추이



자료: 한국관광공사, 한국호텔업협회, SK 증권 / 주: 관광+일반호텔, 숙박업 등록 기준

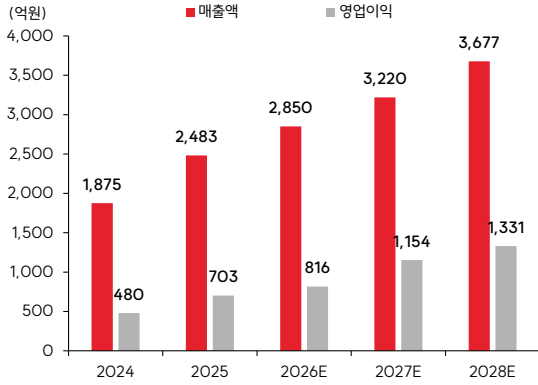
외국인 분야별 지출액
해마다 절대적 금액은 늘지만
비중은 뚜렷한 차이 발생

외국인 분야별 지출액 비중 추이



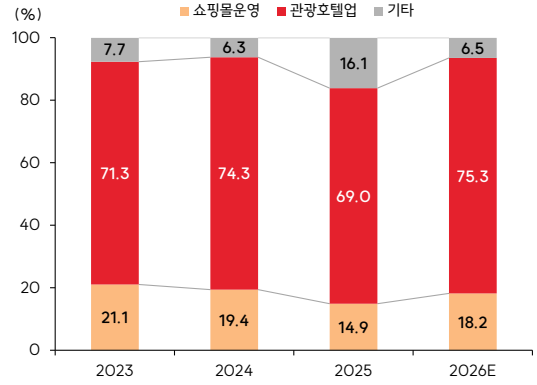
자료: 한국관광공사, SK 증권 / 주: 신용카드 지출액 기준

서부 T&D 실적 추이 및 전망



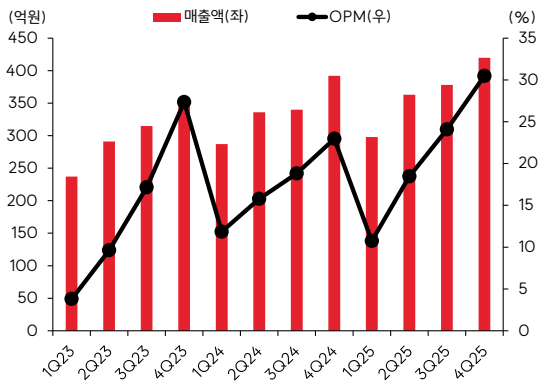
자료: 서부 T&D, SK 증권 추정

주요 사업 부문별 매출 비중 추이 및 전망



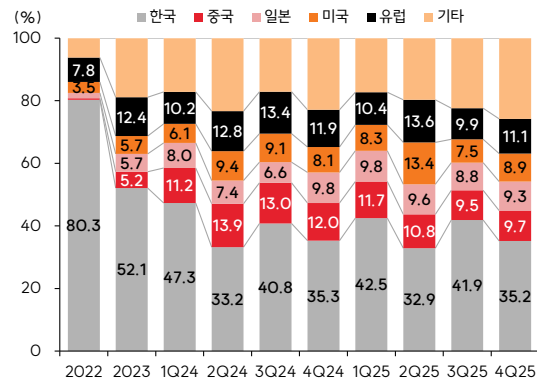
자료: 서부 T&D, SK 증권 추정

드래곤시티 분기별 실적 추이



자료: 서부 T&D, SK 증권

드래곤시티 국가별 객실 예약 비중 추이



자료: 서부 T&D, SK 증권

신정동 도시첨단물류복합단지 개발 - 2031년



자료: 서울시, SK 증권

나진상가 12동+13동 부지 개발 - 2030년



자료: 서울시, 용산구, SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,481	5,878	9,317	12,597	9,541
현금및현금성자산	971	1,019	3,703	6,380	2,560
매출채권 및 기타채권	114	167	188	210	240
재고자산	13	3,103	3,506	3,911	4,466
비유동자산	27,464	26,674	26,659	26,655	26,646
장기금융자산	509	146	175	233	263
유형자산	9,585	9,152	9,094	9,029	8,988
무형자산	2	157	158	161	162
자산총계	28,945	32,551	35,976	39,252	36,187
유동부채	4,936	12,623	14,074	15,223	17,381
단기금융부채	2,596	11,117	12,395	13,436	15,343
매입채무 및 기타채무	1,631	584	652	695	793
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	11,600	6,059	7,588	9,111	10,965
장기금융부채	8,791	2,629	4,430	5,543	6,891
장기매입채무 및 기타채무	156	470	734	770	814
장기충당부채	14	11	13	15	17
부채총계	16,536	18,682	21,661	24,334	28,346
지배주주지분	9,984	10,611	10,894	11,285	11,685
자본금	337	337	337	337	337
자본잉여금	705	705	705	705	705
기타자본구성요소	-126	-139	-139	-139	-139
자기주식	-113	-88	-88	-88	-88
이익잉여금	6,559	7,238	7,521	7,912	8,312
비지배주주지분	2,424	3,258	3,420	3,633	3,851
자본총계	12,409	13,869	14,315	14,919	15,536
부채외자본총계	28,945	32,551	35,976	39,252	43,882

현금흐름표

12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	629	1,061	874	1,322	1,538
당기순이익(손실)	647	1,162	509	667	681
비현금성항목등	24	-251	494	665	810
유형자산감가상각비	164	179	173	167	162
무형자산상각비	1	1	2	3	3
기타	-141	-431	319	496	645
운전자본감소(증가)	-41	155	-63	85	163
매출채권및기타채권의감소(증가)	-7	107	-22	-22	-30
재고자산의감소(증가)	-2	72	-403	-404	-555
매입채무및기타채무의증가(감소)	19	67	68	42	99
기타	-1	-8	-131	-191	-231
법인세납부	-0	-4	-65	-95	-115
투자활동현금흐름	32	-2,798	-169	-105	-129
금융자산의감소(증가)	522	113	-291	-165	-164
유형자산의감소(증가)	-31	118	-116	-102	-120
무형자산의감소(증가)	-0	-5	-3	-5	-5
기타	-459	-3,024	241	168	160
재무활동현금흐름	-114	1,773	2,480	1,464	2,470
단기금융부채의증가(감소)	-805	-31	1,278	1,041	1,907
장기금융부채의증가(감소)	1,267	2,066	1,801	1,113	1,348
자본의증가(감소)	-653	0	0	0	0
배당금지급	-102	-189	-64	-64	-64
기타	179	-73	-535	-627	-721
현금의 증가(감소)	549	49	2,683	2,678	3,880
기초현금	422	971	1,019	3,703	6,380
기말현금	971	1,019	3,703	6,380	10,260
FCF	598	1,180	758	1,220	1,418

자료 : 서부T&D SK증권 추정

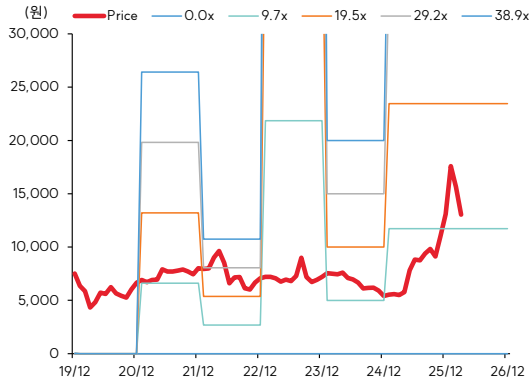
포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,809	2,483	2,850	3,220	3,677
매출원가	912	1,201	1,298	1,396	1,594
매출총이익	898	1,282	1,552	1,824	2,083
매출총이익률(%)	49.6	51.6	54.4	56.6	56.6
판매비와 관리비	417	579	736	670	752
영업이익	481	703	816	1,154	1,331
영업이익률(%)	26.6	28.3	28.6	35.8	36.2
비영업손익	91	780	-242	-391	-535
순금융손익	-494	-555	-497	-553	-653
외환관련손익	1	-6	-5	-6	-7
관계기업등 투자손익	-21	0	0	0	0
세전계속사업이익	571	1,484	574	763	796
세전계속사업이익률(%)	31.6	59.7	20.2	23.7	21.7
계속사업법인세	-75	321	65	95	115
계속사업이익	647	1,163	509	667	681
중단사업이익	-0	-1	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	647	1,162	509	667	681
순이익률(%)	35.7	46.8	17.9	20.7	18.5
지배주주	344	791	347	455	464
지배주주귀속 순이익률(%)	19.0	31.9	12.2	14.1	12.6
비지배주주	303	371	162	213	217
총포괄이익	1,823	1,159	509	667	681
지배주주	1,413	774	340	446	454
비지배주주	409	385	169	222	226
EBITDA	645	883	991	1,324	1,496

주요투자지표

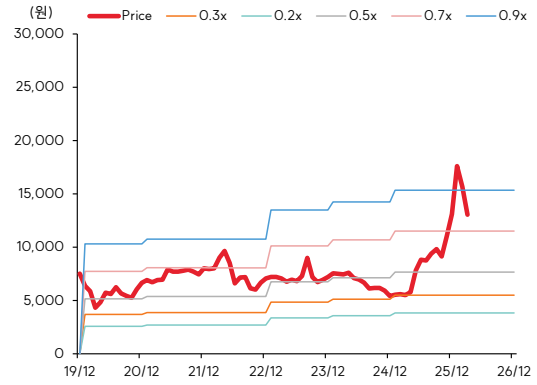
12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	7.0	37.2	14.8	13.0	14.2
영업이익	29.1	46.4	16.0	41.4	15.3
세전계속사업이익	-67.7	159.7	-61.3	32.8	4.4
EBITDA	20.1	37.0	12.2	33.6	13.0
EPS	-74.6	134.0	-56.2	31.1	2.0
수익성 (%)					
ROA	2.5	3.8	1.5	1.8	1.8
ROE	3.7	7.7	3.2	4.1	4.0
EBITDA마진	35.6	35.6	34.8	41.1	40.7
안정성 (%)					
유동비율	300	46.6	66.2	82.8	54.9
부채비율	133.3	134.7	151.3	163.1	182.5
순차입금/자기자본	81.0	86.7	84.7	76.7	118.1
EBITDA/이자비용(배)	1.2	1.5	1.9	2.1	2.1
배당성향	18.8	8.0	18.4	14.0	13.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	521	1,220	534	700	714
BPS	15,316	16,479	16,915	17,517	18,133
CFPS	771	1,496	803	961	968
주당 현금배당금	100	100	100	100	100
Valuation지표 (배)					
PER	10.4	10.7	26.0	19.8	19.5
PBR	0.4	0.8	0.8	0.8	0.8
PCR	7.0	8.8	17.3	14.4	14.3
EV/EBITDA	24.9	27.0	24.7	18.1	20.8
배당수익률	1.8	0.8	0.7	0.7	0.7

서부 T&D PER 밴드 차트



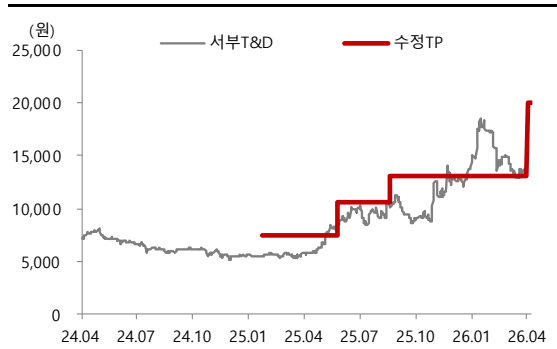
자료: Quantwise, SK 증권

서부 T&D PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.04.22	매수	20,000원	6개월		
2025.09.10	매수	13,000원	6개월	-2.43%	42.92%
2025.06.16	매수	10,600원	6개월	-10.97%	0.47%
2025.02.12	매수	7,500원	6개월	-18.80%	11.33%



COMPLIANCE NOTICE

작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 04월 22일 기준)	매수	93.87%	중립	6.13%	매도	0.00%
---------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------

GS 피앤엘 (499790/KS)

최고의 입지, 최고의 효과

미래산업/미드스몰캡. 나승두 / nsdoo@sks.co.kr / 3773-8891

Signal: 분할 이후 인바운드 관광객 증가 맞물리며 기업가치 상승
Key: 올해 외국인 입국자 2천만명 넘어서며 신기록 경신 예상
Step: OCC도 ADR도 점진적 상승, 여전히 매력적인 구간

Not Rated

목표주가: -
 현재주가: 48,000 원
 상승여력: -

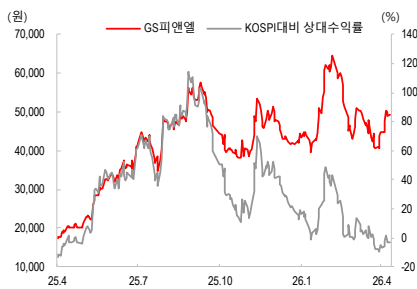
STOCK DATA

주가(26/04/21)	48,000 원
KOSPI	6,388.47 pt
52주 최고가	64,600 원
60일 평균 거래대금	97 억원

COMPANY DATA

발행주식수	1,983 만주
시가총액	9,796 억원
주요주주	
GS(외1)	58.62%
국민연금공단	6.06%
외국인 지분율	11.43%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2024	2025
매출액	억원	383	4,817
영업이익	억원	-0	780
순이익(지배주주)	억원	-9	194
EPS	원	-49	977
PER	배	N/A	43.0
PBR	배	0.4	0.7
EV/EBITDA	배	108.7	4.8
ROE	%	-0.2	2.3
배당성향	%	0.0	35.7

파르나스 브랜드 호텔 운영

GS 피앤엘은 2024년 12월 GS 리테일에서 인적 분할되어 재상장한 호텔 전문 기업이다. 서울 강남의 5성급 호텔 두 곳을 직접 소유/운영 중이며, 명동/용산/제주 등 외국인 관광객의 발길이 가장 많이 닿는 곳을 중심으로 파르나스 브랜드 호텔을 운영 중이다. 분할 전 다양한 사업 구조로 인해 저평가되었던 호텔 사업 부문이 분할을 기점으로 인바운드 관광객 증가까지 맞물리며 2025년 기업 가치의 폭발적인 성장세가 나타났다.

2026년 3월 외국인 입국 신기록 경신

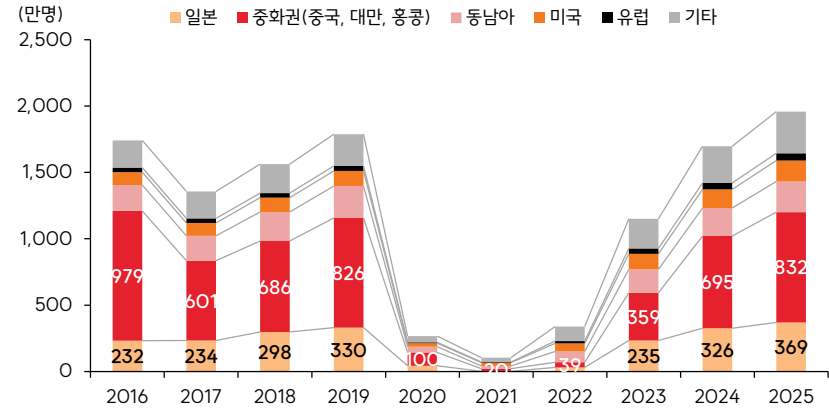
여전히 GS 피앤엘을 둘러싼 주변 환경은 매우 긍정적이다. 지난해 연간 우리나라를 찾은 외국인 관광객은 1,958만명이다. 올해는 2,000만명을 훌쩍 뛰어넘어 외국인 입국자 수 신기록을 경신할 것으로 예상된다. 이미 올해 3월 한 달에만 211만명의 외국인이 우리나라를 찾으면서 월간 외국인 입국자 기록을 경신한 바 있다. 하지만 외국인 관광객들이 묵을 호텔 객실의 공급은 상대적으로 제한적인 것이 사실이다. 코로나19 안데믹으로 접어들면서 2022년을 기점으로 서울시 내 개업 호텔 수는 다시금 증가하기 시작했지만, 인바운드 관광객 증가 속도를 충분히 따라가고 있다고 보기는 어렵다. 이는 우리나라 주요 거점 도시들을 중심으로 호텔 객실 예약률(OCC)과 객실 단가(ADR) 상승으로 이어지는 중이며, 이와 같은 추세는 당분간 지속될 것으로 예상된다. GS 피앤엘의 파르나스 호텔은 럭셔리부터 프리미엄 비즈니스, 휴양지 모델까지 다양한 포트폴리오를 갖고 있다는 점이 경쟁력이다. 즉, 외국인 입국자들의 성향에 따른 다양한 서비스 제공이 가능하다는 점이다. 특히 올해 주목할 점은 지난해 9월 웨스틴 서울 파르나스가 리모델링을 마치고 본격적으로 재운영되기 시작했다는 점이다. 리뉴얼 기간 발생한 비용과 운영 손실 등을 감안했을 때 올해는 큰 폭으로 수익성 회복을 기대할 수 있다.

리모델링 완료, OCC+ADR 긍정적 흐름 지속

무엇보다 길어지는 중동 전쟁과 한일령 등은 우리나라 호텔/관광 산업에 큰 기회가 될 전망이다. 글로벌 허브 공항이 밀집되어 있는 중동에서의 전쟁이 길어지면서 장거리 여행 노선이 줄어들었고, 상승한 유가는 유류 할증료 부담으로 작용 중이다. 즉, 우리나라를 찾는 비중이 높았던 중국/일본/동남아 등 관광객들은 다른 관광지보다 우리나라를 선택할 가능성이 더욱 커진 것이다. 실제로 올해 1분기 OCC도, ADR도 점진적으로 향상되는 움직임이 나타나는 것으로 파악된다. 작년보다 더 나은 올해가 기대된다.

2025년 외국인 입국자 수
연간 2,971만명 사상 최고치
THAAD 이후 중화권 회복 뚜렷

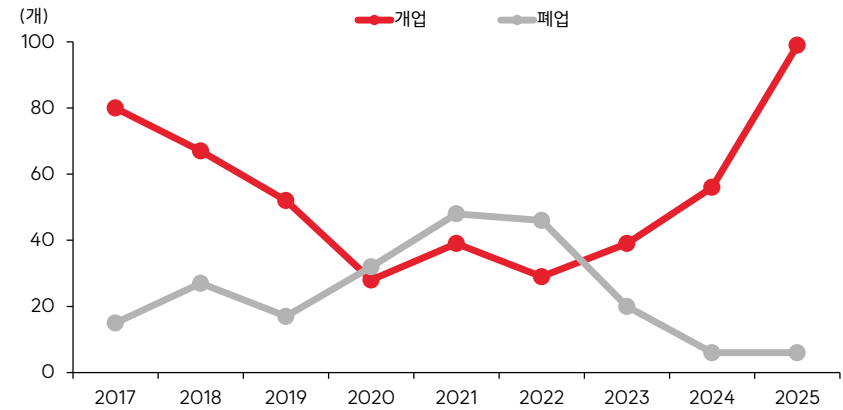
국적별 연간 외국인 입국자 수 추이



자료: 법무부, SK 증권

코로나 19 팬데믹 당시
호텔 개업 줄고 폐업 늘면서
숙박시설 여전히 부족한 상황

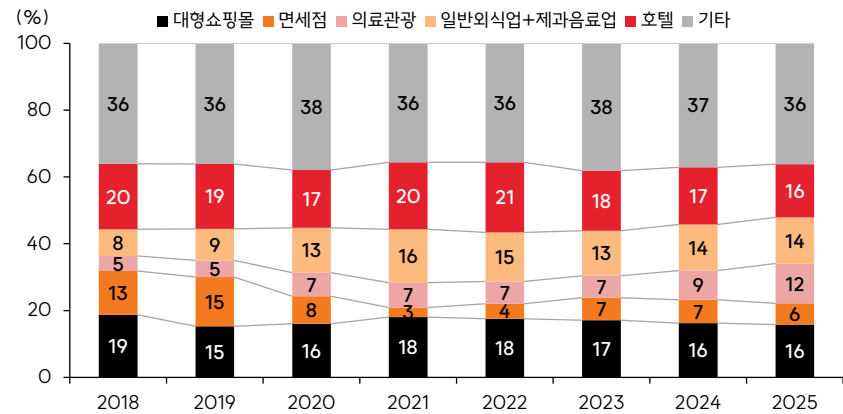
서울시 호텔 개/폐업 현황 추이



자료: 한국관광공사, 한국호텔업협회, SK 증권 / 주: 관광+일반호텔, 숙박업 등록 기준

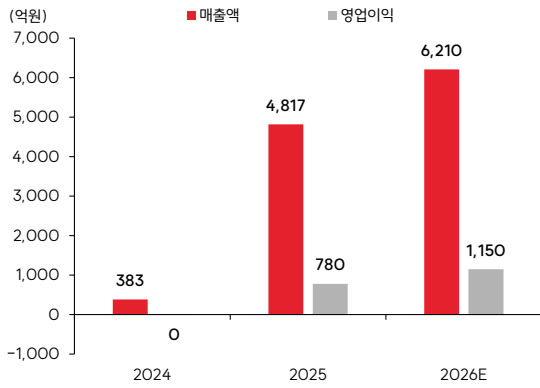
외국인 분야별 지출액
해마다 절대적 금액은 늘지만
비중은 뚜렷한 차이 발생

외국인 분야별 지출액 비중 추이



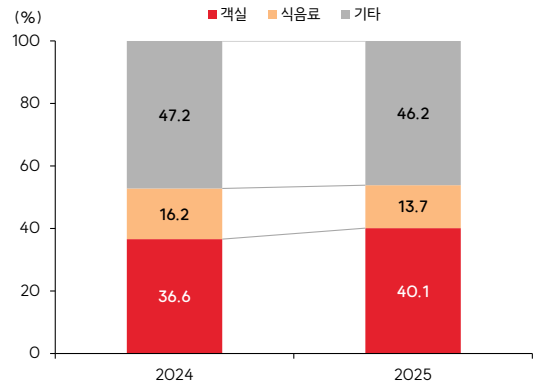
자료: 한국관광공사, SK 증권 / 주: 신용카드 지출액 기준

GS 피앤엘 실적 추이 및 전망



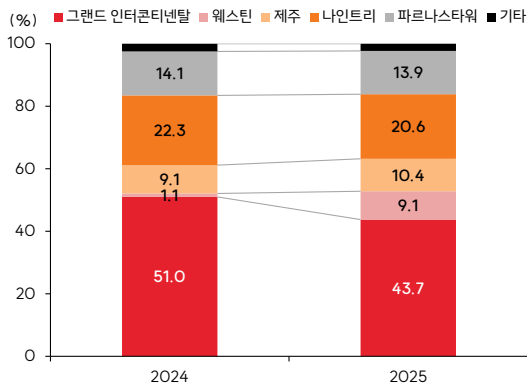
자료:GS 피앤엘, SK 증권 추정 / 주: 2024 년은 12 월 한달 실적

주요 사업 부문별 매출 비중



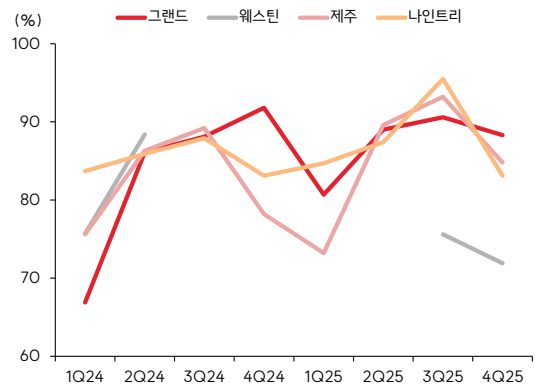
자료:GS 피앤엘, SK 증권 / 주: 2024 년은 12 월 한달 실적 기준

주요 사업장별 매출 비중



자료:GS 피앤엘, SK 증권 / 주: 2024 년은 12 월 한달 실적 기준

주요 사업장별 투숙률 추이



자료:GS 피앤엘, SK 증권

주요 사업장 현황

구분	지역	객실 수	개관
5성급	그랜드 인터컨티넨탈 서울 파르나스 (건물/토지 소유, 5성급)	서울 강남구 삼성동	1988년 08월
	웨스틴 서울 파르나스 (건물소유/토지 임차, 5성급)	서울 강남구 삼성동	2025년 09월
	파르나스 호텔 제주 (임차, 5성급)	제주 서귀포시 색달동	2022년 07월
비즈니스 호텔	나인트리 바이 파르나스 서울 명동 I (임차, 3성급)	서울 중구 명동	2012년 12월
	나인트리 바이 파르나스 서울 명동 II (임차, 4성급)	서울 중구 초동	2017년 03월
	나인트리 바이 파르나스 서울 인사동 (임차, 4성급)	서울 종로구 관훈동	2019년 10월
	나인트리 바이 파르나스 서울 동대문 (임차, 3성급)	서울 중구 을지로	2020년 01월
	나인트리 바이 파르나스 서울 판교 (임차, 4성급)	성남시 수정구 시흥동	2021년 06월
	나인트리 프리미어 로카우스 호텔 서울 용산 (위탁운영, 4성급)	서울 용산구 한강로3가	2023년 04월
임대 오피스	파르나스 타워 (소유)	서울 강남구 삼성동	2016년 07월

자료:GS 피앤엘, SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2024	2025
유동자산	337	457
현금및현금성자산	83	59
매출채권 및 기타채권	224	224
재고자산	20	33
비유동자산	22,358	24,128
장기금융자산	18	98
유형자산	12,691	14,549
무형자산	126	177
자산총계	22,696	24,585
유동부채	2,272	2,286
단기금융부채	654	410
매입채무 및 기타채무	354	342
단기충당부채	0	0
비유동부채	8,056	9,713
장기금융부채	4,438	6,004
장기매입채무 및 기타채무	488	452
장기충당부채	6	0
부채총계	10,328	11,999
지배주주지분	12,374	12,407
자본금	198	198
자본잉여금	8,184	8,184
기타자본구성요소	-12	-12
자기주식	-12	565
이익잉여금	-7	179
비지배주주지분	4,002	4,037
자본총계	12,367	12,586
부채와자본총계	22,696	24,585

현금흐름표

12월 결산(억원)	2024	2025
영업활동현금흐름	-46	1,196
당기순이익(손실)	-11	299
비현금성항목등	67	1,189
유형자산감가상각비	50	646
무형자산상각비	1	13
기타	16	530
운전자본감소(증가)	-90	3
매출채권및기타채권의감소(증가)	-26	-0
재고자산의감소(증가)	1	-13
매입채무및기타채무의증가(감소)	-11	77
기타	-12	-446
법인세납부	-0	-152
투자활동현금흐름	-132	-2,416
금융자산의감소(증가)	0	-132
유형자산의감소(증가)	-137	-2,273
무형자산의감소(증가)	-2	-7
기타	7	-5
재무활동현금흐름	148	1,195
단기금융부채의증가(감소)	0	0
장기금융부채의증가(감소)	128	1,212
자본의증가(감소)	8,382	0
배당금지급	0	-66
기타	-8,362	49
현금의 증가(감소)	-30	-25
기초현금	114	83
기말현금	83	59
FCF	-183	-1,077

자료 : GS피앤엘, SK증권 추정

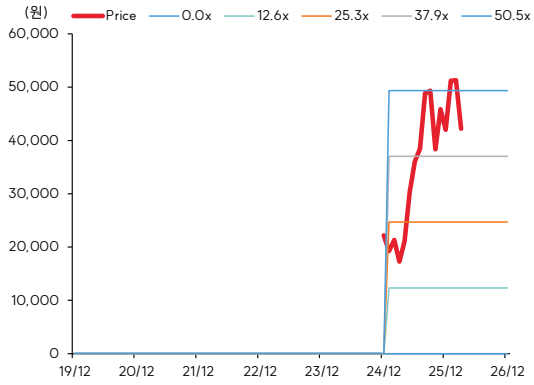
포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2024	2025
매출액	383	4,817
매출원가	329	3,678
매출중이익	54	1,139
매출중이익률(%)	14.1	23.6
판매비와 관리비	54	358
영업이익	-0	780
영업이익률(%)	-0.1	16.2
비영업손익	-13	-205
순금융손익	-14	-159
외환관련손익	0	-0
관계기업등 투자손익	0	0
세전계속사업이익	-13	575
세전계속사업이익률(%)	0.0	0.0
계속사업법인세	-2	276
계속사업이익	-11	299
중단사업이익	0	0
*법인세효과	0	0
당기순이익	-11	299
순이익률(%)	-3.0	6.2
지배주주	-9	194
지배주주귀속 순이익률(%)	-2.4	4.0
비지배주주	-2	106
총포괄이익	-5	284
지배주주	-5	183
비지배주주	0	101
EBITDA	51	1,439

주요투자지표

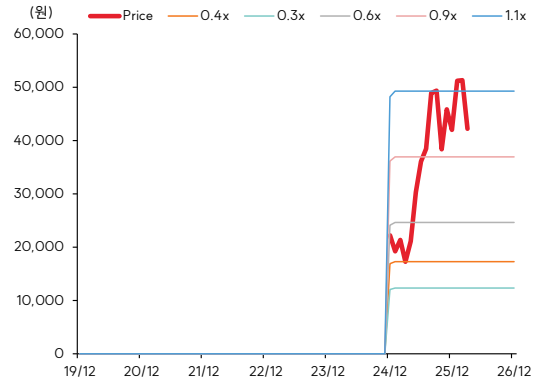
12월 결산(억원)	2024	2025
성장성 (%)		
매출액	N/A	1,156.9
영업이익	N/A	흑전
세전계속사업이익	N/A	흑전
EBITDA	N/A	2,748.6
EPS	N/A	흑전
수익성 (%)		
ROA	-0.1	1.3
ROE	-0.2	2.3
EBITDA마진	13.2	29.9
안정성 (%)		
유동비율	14.8	20.0
부채비율	83.5	95.3
순차입금/자기자본	40.5	49.5
EBITDA/이자비용(배)	3.6	8.7
배당성향	0.0	35.7
주당지표(원)		
EPS(계속사업)	-49	977
BPS	62,457	62,624
CFPS	217	4,299
주당 현금배당금	0	350
Valuation지표(배)		
PER	N/A	43.0
PBR	0.4	0.7
PCR	102.5	9.8
EV/EBITDA	108.7	4.8
배당수익률	0.0	0.8

GS 피앤엘 PER 밴드 차트



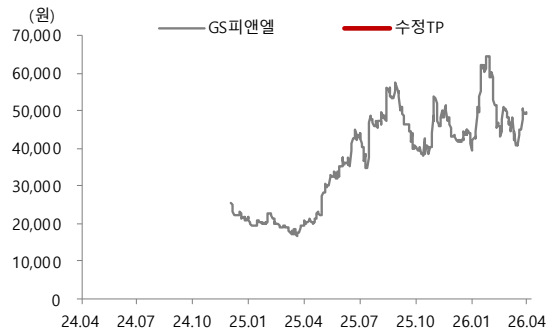
자료: Quantwise, SK 증권

GS 피앤엘 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.04.22	Not Rated				



COMPLIANCE NOTICE

작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 04월 22일 기준)	매수	93.87%	중립	6.13%	매도	0.00%
---------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------

호텔신라 (008770/KS)

구조적 턴어라운드 보인다

미래산업/미드스몰캡. 나승두 / nsdoo@sks.co.kr / 3773-8891

Signal: 25년 흑자전환 성공, 26년 뚜렷한 수익성 회복 확인 예상
Key: 면세점 고정비 절감 효과 + 호텔 브랜드 세분화하며 소비자 공략
Step: 체질개선 성공, 구조적 성장기 진입, 견조한 성장 예상

Not Rated

목표주가: -
 현재주가: 53,900 원
 상승여력: -

STOCK DATA

주가(26/04/21)	53,900 원
KOSPI	6,388.47 pt
52주 최고가	56,400 원
60일 평균 거래대금	166 억원

COMPANY DATA

발행주식수	3,925 만주
시가총액	20,919 억원
주요주주	
삼성생명보험(외 6)	17.35%
국민연금공단	6.75%
외국인 지분율	17.66%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2023	2024	2025
매출액	억원	35,685	39,476	40,683
영업이익	억원	912	-52	135
순이익(지배주주)	억원	860	-615	-1,728
EPS	원	2,149	-1,538	-4,321
PER	배	30.4	N/A	N/A
PBR	배	6.4	1.3	1.5
EV/EBITDA	배	6.7	11.7	7.3
ROE	%	15.0	-6.5	-14.5
배당성향	%	8.8	0.0	0.0

실적 턴어라운드 사이클 진입

호텔신라는 2025년을 기점으로 체질 개선에 성공함으로써 실적 턴어라운드 사이클에 진입했다는 판단이다. 2025년 매출액 4조 683억원(YoY +3.1%), 영업이익 135억원(흑자전환)을 기록하며 이익 전환에 성공한데 이어 올해는 뚜렷한 수익성 회복을 확인할 수 있을 것으로 전망된다. TR 사업 부문의 체질 개선과 호텔/레저 산업의 견조한 성장세가 예상되기 때문이다.

과도한 고정비 줄이고 효율성은 높이고

우리나라 면세점 사업은 구조적으로 어려운 환경에 놓여있는 것이 사실이다. 과거 중국인 단체 관광객 및 보타리상(다이쿱) 중심에서 개별여행 및 가성비 소비, 체험형 관광 등으로 소비행태가 크게 달라졌기 때문이다. 외국인 관광객의 국내 면세점 이용률과 객단가가 함께 하락했고, 원화 약세는 면세점의 가격 경쟁력을 약화시키는 요인으로 작용했다. 호텔신라는 이러한 면세업 흐름에 발맞춰 임차료 부담이 상대적으로 높았던 인천 공항 DF1 권역(2026년 4월)과 마카오 국제공항 면세점(2025년 11월) 영업 종료로 결정했다. 과도한 고정비는 줄이고 수익성 효율화를 위한 선택을 함으로써 올해는 연간 700~800억원 수준의 영업이익 증가 효과가 나타날 것으로 기대된다.

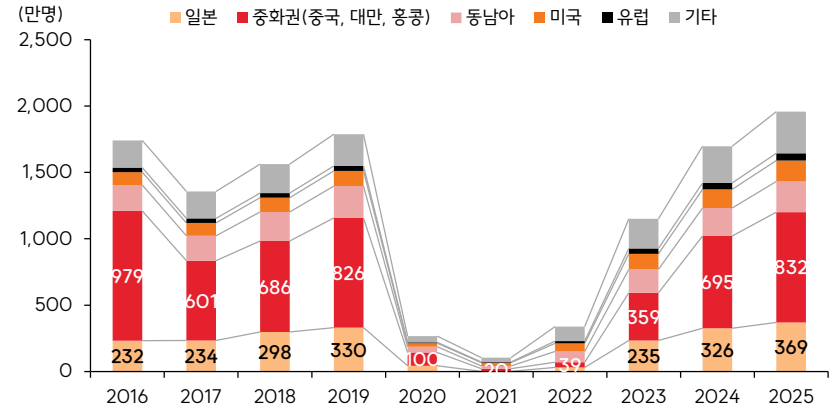
호텔은 여전히 긍정적, 소비자 공략 확대

호텔/레저 사업 부문의 전망은 긍정적이다. 2025년 연간 1,958만명의 외국인이 우리나라를 찾았고, 올해는 2,000만명을 넘어서며 신기록을 세울 것으로 예상된다. 이미 올해 3월 한 달에만 211만명의 외국인이 우리나라에 입국하며 월 입국자 수 신기록을 경신한 바 있다. 이러한 인바운드 관광객 증가는 국내 호텔 객실 예약률(OCC)과 평균 객실 단가(ADR) 상승에 긍정적인 영향을 미쳤으며, 호텔신라의 주요 호텔 투숙률도 해를 거듭할수록 상승하는 추세다. 호텔신라는 호텔 투숙객들의 소비 성향 변화에도 대응하기 위해 브랜드를 세분화(더 신라, 신라모노그램, 신라스테이)하여 소비자 공략을 더욱 확대하는 중이다.

2026년 호텔신라는 면세점 철수 결정 등을 통한 TR 사업부문의 수익성 개선, 호텔/레저 사업부문의 지속 성장 및 외형 확장을 통해 뚜렷한 체질 개선 움직임이 나타날 것으로 보인다. 확실한 체질 개선 이후에는 배당 재개를 비롯한 적극적인 주주 환원 정책 시행도 가능하다는 점에서 올해는 매우 중요한 해가 될 것으로 판단된다. 일단 올해 시작은 긍정적이다. 기업 가치 극대화를 위한 선택과 집중 전략은 여전히 유효하다.

2025년 외국인 입국자 수
연간 2,971만명 사상 최고치
THAAD 이후 중화권 회복 뚜렷

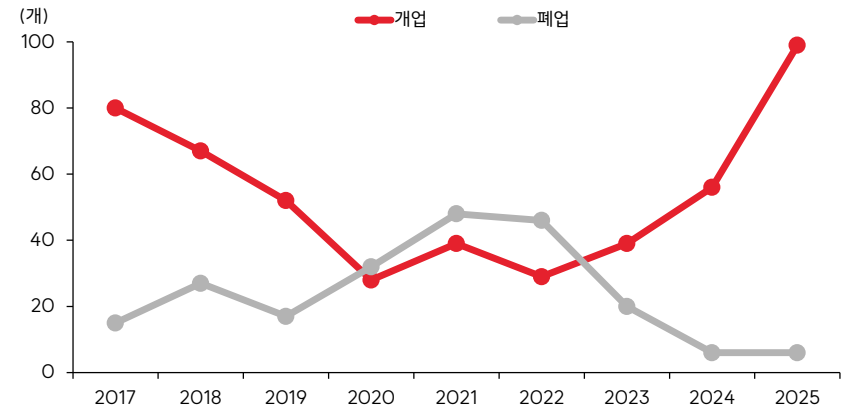
국적별 연간 외국인 입국자 수 추이



자료: 법무부, SK 증권

코로나 19 팬데믹 당시
호텔 개업 줄고 폐업 늘면서
숙박시설 여전히 부족한 상황

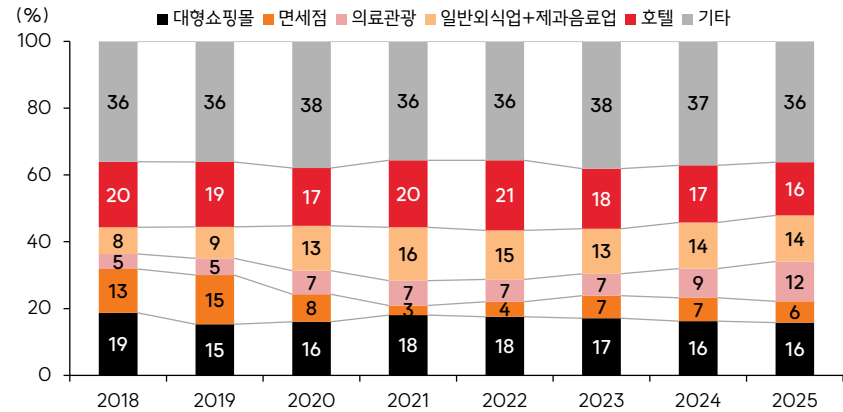
서울시 호텔 개/폐업 현황 추이



자료: 한국관광공사, 한국호텔업협회, SK 증권 / 주: 관광+일반호텔, 숙박업 등록 기준

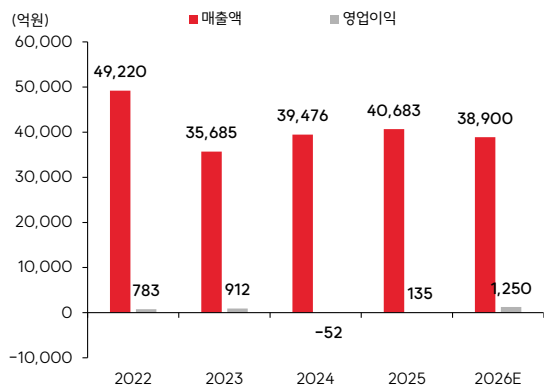
외국인 분야별 지출액
해마다 절대적 금액은 늘지만
비중은 뚜렷한 차이 발생

외국인 분야별 지출액 비중 추이



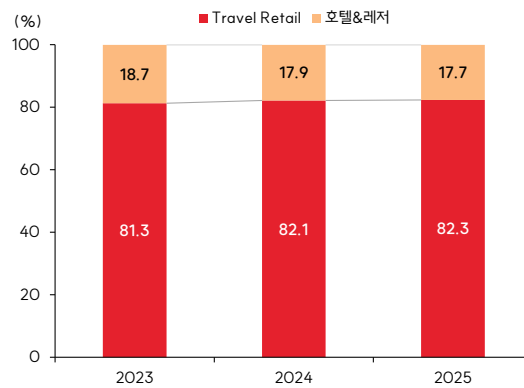
자료: 한국관광공사, SK 증권 / 주: 신용카드 지출액 기준

호텔신라 실적 추이 및 전망



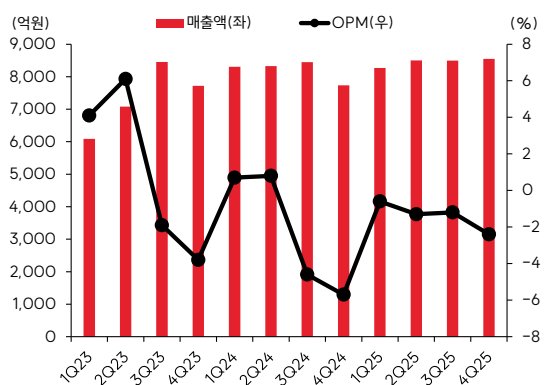
자료: 호텔신라, SK 증권 추정

주요 사업 부문별 매출 비중 추이



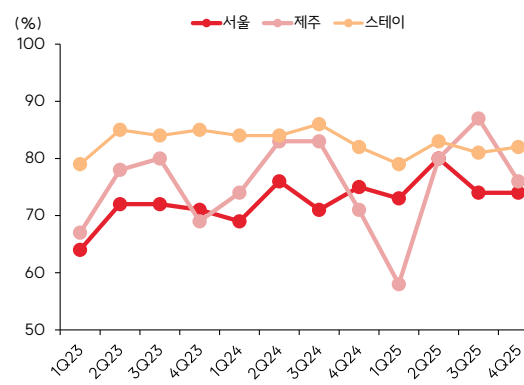
자료: 호텔신라, SK 증권

TR 사업부문 분기별 실적 추이



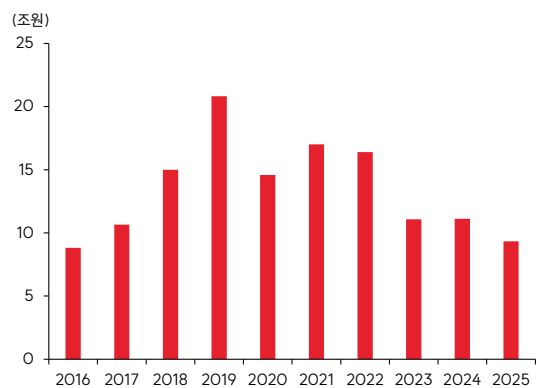
자료: 호텔신라, SK 증권

주요 호텔 분기별 투숙률 추이



자료: 호텔신라, SK 증권

우리나라 면세점 외국인 매출액 추이



자료: 한국면세점협회, SK 증권

인천국제공항 면세점 사업권 현황

사업권	품목	운영사	터미널 분포
DF1	향수/화장품	롯데(26.04.17.)	T1+T2
DF2	주류/담배	현대(26.04.28)	T1+T2
DF3	패션/액세서리/부티크	신라	T1+T2
DF4	패션/액세서리/부티크	신세계	T1+T2
DF5	부티크(명품)	현대백화점	T1+T2
DF8	전 품목(중소/중견)	경북궁(엔타스)	T1+T2
DF9	전 품목(중소/중견)	시티플러스	T1+T2
DF7(舊)	패션 잡화	현대백화점	T1 전용
DF10(舊)	전 품목(중소/중견)	경북궁	T1 전용

자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	10,872	14,788	13,802	14,109	14,011
현금및현금성자산	2,429	5,341	4,117	3,704	3,383
매출채권 및 기타채권	1,783	2,495	2,334	3,356	2,147
재고자산	6,258	5,555	6,299	6,228	5,262
비유동자산	15,692	14,597	16,263	24,030	21,403
장기금융자산	2,417	1,884	3,224	2,964	2,023
유형자산	5,899	5,922	5,733	15,357	15,188
무형자산	422	353	288	234	221
자산총계	26,564	29,385	30,065	38,139	35,414
유동부채	10,118	13,060	11,885	11,500	12,980
단기금융부채	4,626	5,504	4,170	4,116	6,244
매입채무 및 기타채무	2,272	2,986	4,120	2,960	2,651
단기충당부채	58	73	38	32	67
비유동부채	10,678	10,928	12,096	13,796	11,373
장기금융부채	10,403	10,678	11,831	12,466	10,593
장기매입채무 및 기타채무	209	203	155	227	264
장기충당부채	58	47	110	125	95
부채총계	20,795	23,988	23,980	25,295	24,352
지배주주지분	2,883	2,975	3,041	10,610	10,512
자본금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
자본잉여금	1,966	1,966	1,966	2,063	2,063
기타자본구성요소	-1,045	-1,045	-1,045	-1,045	-1,045
자기주식	-1,045	-1,045	-1,045	-1,045	2,075
이익잉여금	2,886	2,423	3,044	2,234	550
비지배주주지분	5	0	0	0	0
자본총계	5,769	5,398	6,085	12,843	11,062
부채외자본총계	26,564	29,385	30,065	38,139	35,414

현금흐름표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동현금흐름	423	2,205	2,425	687	1,036
당기순이익(손실)	271	-502	860	-615	-1,728
비현금성항목등	2,211	2,560	1,269	2,180	1,655
유형자산감가상각비	1,114	1,125	1,146	1,218	1,335
무형자산감각비	163	139	131	105	73
기타	935	1,296	-7	857	247
운전자본감소(증가)	-2,069	129	117	-983	1,057
매출채권및기타채권의감소(증가)	-148	-54	350	-375	919
재고자산의감소(증가)	-22	709	-674	292	975
매입채무및기타채무의증가(감소)	292	-59	782	-927	-389
기타	-3	-36	142	10	-36
법인세납부	-14	-53	-37	-96	-89
투자활동현금흐름	1,343	-807	-2,314	-953	-1,036
금융자산의감소(증가)	-55	-78	-17	40	149
유형자산의감소(증가)	55	-539	-535	-739	-534
무형자산의감소(증가)	0	0	0	8	8
기타	1,343	-191	-1,762	-262	-658
재무활동현금흐름	-1,802	1,460	-1,379	-298	-301
단기금융부채의증가(감소)	-868	-1,047	-3,100	-3,298	-3,072
장기금융부채의증가(감소)	-639	2,834	2,171	3,507	3,154
자본의증가(감소)	0	0	-0	98	0
배당금지급	-76	-76	-76	-76	-0
기타	-219	-251	-374	-529	-382
현금의 증가(감소)	27	2,912	-1,224	-413	-321
기초현금	2,402	2,429	5,341	4,117	3,704
기말현금	2,429	5,341	4,117	3,704	3,383
FCF	479	1,666	1,890	-51	502

자료 : 호텔신라, SK증권 추정

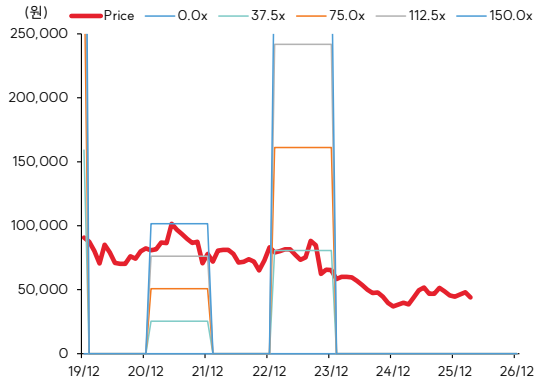
포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	37,791	49,220	35,685	39,476	40,683
매출원가	20,564	21,611	0	22,603	22,484
매출총이익	17,227	27,609	35,685	16,873	18,200
매출총이익률(%)	45.6	56.1	100.0	42.7	44.7
판매비와 관리비	16,039	26,826	34,772	16,925	18,064
영업이익	1,188	783	912	-52	135
영업이익률(%)	3.1	1.6	2.6	-0.1	0.3
비영업손익	-709	-1,380	161	-418	-2,437
순금융손익	-332	-295	-228	-330	74
외환관련손익	-57	-90	-17	-18	-36
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	479	-596	1,074	-470	-2,302
세전계속사업이익률(%)	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업법인세	209	-95	214	145	-573
계속사업이익	271	-502	860	-615	-1,728
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	271	-502	860	-615	-1,728
순이익률(%)	0.7	-1.0	2.4	-1.6	-4.2
지배주주	271	-502	860	-615	-1,728
지배주주귀속 순이익률(%)	0.7	-1.0	2.4	-1.6	-4.2
비지배주주	-0	-0	-0	0	-0
총포괄이익	282	-290	763	6,737	-1,781
지배주주	282	-291	763	6,737	-1,781
비지배주주	0	0	-0	0	-0
EBITDA	2,465	2,047	2,189	1,271	1,543

주요투자지표

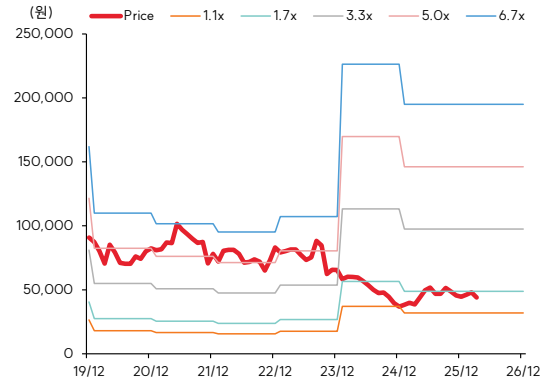
12월 결산(억원)	2021	2022	2023	2024	2025
성장성 (%)					
매출액	18.5	30.2	-27.5	10.6	3.1
영업이익	흑전	-34.1	16.4	적전	흑전
세전계속사업이익	흑전	적전	흑전	-32.3	적전
EBITDA	537.8	-16.9	6.9	-41.9	21.4
EPS	흑전	적전	흑전	적전	적지
수익성 (%)					
ROA	1.0	-1.8	2.9	-1.8	-4.7
ROE	4.5	-9.0	15.0	-6.5	-14.5
EBITDA마진	6.5	4.2	6.1	3.2	3.8
안정성 (%)					
유동비율	107.5	113.2	116.1	122.7	107.9
부채비율	360.5	444.4	394.1	197.0	220.1
순차입금/자기자본	215.5	192.3	189.4	96.7	95.1
EBITDA/이자비용(배)	6.2	4.8	4.2	2.1	2.7
배당성향	28.1	-15.2	8.8	0.0	0.0
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	677	-1,254	2,149	-1,538	-4,321
BPS	9,819	10,049	10,214	29,136	28,893
CFPS	3,868	1,905	5,341	1,769	-801
주당 현금배당금	200	200	200	0	0
Valuation지표(배)					
PER	115.3	N/A	30.4	N/A	N/A
PBR	7.9	8.3	6.4	1.3	1.5
PCR	20.2	43.6	12.2	20.9	-55.7
EV/EBITDA	6.3	6.0	6.7	11.7	7.3
배당수익률	0.3	0.2	0.3	0.0	0.0

호텔신라 PER 밴드 차트



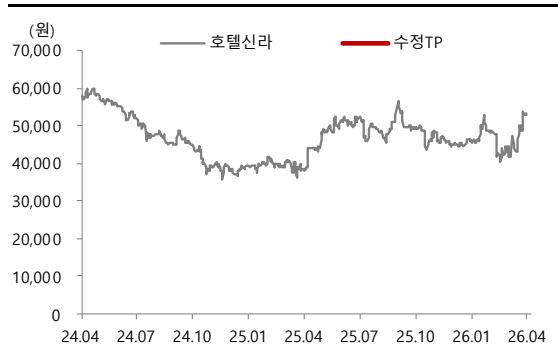
자료: Quantwise, SK 증권

호텔신라 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.04.22	Not Rated				



COMPLIANCE NOTICE

작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 04월 22일 기준)	매수	93.87%	중립	6.13%	매도	0.00%
---------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------

이마트 (139480/KS)

숨어있던 호텔 수혜주

미래산업/미드스몰캡. 나승두 / nsdoo@sk.com / 3773-8891

Signal: 체질개선 효과 나타나며 수익성 개선, 구조적 반등 서막
Key: 소비자 성향 변화에 적합한 포트폴리오 보유, 호텔사업도 두각
Step: 2026년 양적+질적 성장 함께 나타날 것

Not Rated

목표주가: -

현재주가: 101,700 원

상승여력: -

STOCK DATA

주가(26/04/21)	101,700 원
KOSPI	6,388.47 pt
52주 최고가	127,600 원
60일 평균 거래대금	390 억원

COMPANY DATA

발행주식수	2,760 만주
시가총액	28,286 억원
주요주주	
정용진(외 2)	28.85%
국민연금공단	8.94%
외국인 지분율	25.57%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2023	2024	2025
매출액	억원	294,722	290,209	289,704
영업이익	억원	-469	471	3,225
순이익(지배주주)	억원	-891	-5,900	1,362
EPS	원	-3,196	-21,166	4,921
PER	배	N/A	N/A	16.5
PBR	배	0.3	0.2	0.3
EV/EBITDA	배	9.5	9.2	8.3
ROE	%	-0.8	-5.4	1.3
배당성향	%	-60.1	-9.1	49.2

체질 개선 효과 크게 나타났던 2025년

창고형 할인점 트레이더스, SSM 체인점 에브리데이를 중심으로 구조적 재편이 활발히 진행 중이다. 경쟁사의 점포 축소 및 구조조정으로 인한 반사 수혜 기대감도 있지만, 무엇보다도 상품 매입 체계 통합과 같은 체질 개선 효과가 크게 작용하면서 2025년 영업이익 3,225 억원(YoY +584%)을 달성했다. 일시적인 수익성 회복이 아닌 본업 경쟁력을 기반으로 한 구조적 반등의 서막이라는 판단이다.

소비 성향 양극화 발맞춰 적절한 움직임

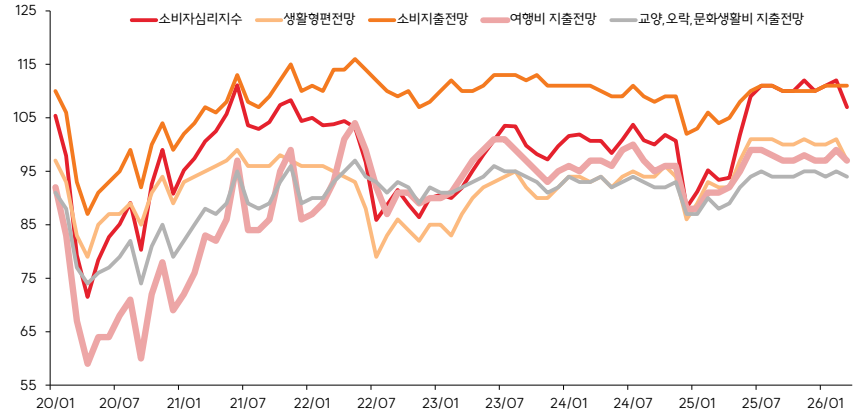
우리나라 유통 시장은 대형마트에서 창고형 할인마트로 무게 중심이 이동하고 있다. 대형마트의 경우 국내 리테일 산업 내 결제 비중이 점진적으로 감소하는 가운데, 창고형 할인마트의 결제 비중은 확대되는 추세다. 이마트는 이러한 유통 시장 성격 변화에 발맞춰 영업점을 관리함으로써 구조적 성장의 발판을 마련했다. 실제로 이마트의 지난해 사업부별 매출을 살펴보면 트레이더스는 YoY +8.5%, 에브리데이는 YoY +97.6% 성장한 반면 할인점과 전문점은 각각 YoY -0.1% 소폭 감소했다. 트레이더스의 약진은 올해 월별 실적 공시를 통해서도 분명히 확인되고 있다. 대형마트가 성숙기에 진입했다는 판단보다는 영업점 형태별로 나타나는 소비자들의 소비 성향이 양극화되는 것으로 풀이된다. 대용량 및 가성비를 추구하는 창고형 모델은 지속적으로 더 부각될 것으로 예상하며, 이마트는 브랜드 파워 및 상품 매입 체계 등 국내 창고형 할인마트 분야에서 분명한 경쟁 우위를 갖고 있다는 판단이다.

매년 두 자릿수 성장하는 호텔 사업, 질적 성장도 함께

이마트의 연결 자회사 조선포털엔리조트(지분율 99.9%)가 영위하는 호텔 사업에 대한 전망도 긍정적이다. 2025년 SCK 컴퍼니(스타벅스코리아)와 더불어 유의미한 매출 성장세를 기록한 사업 분야다. 현재 조선포털스 강남 호텔을 비롯하여 웨스틴 조선 서울/부산, 그랜드 조선 부산/제주 등 7개 사이트에서 2,153개 객실을 운영 중이다. 우리나라를 찾는 외국인 관광객들이 많이 방문하는 주요 거점인 명동/강남/용산/제주를 중심으로 호텔이 위치하고 있어 인바운드 관광객 증가로 인한 직접적인 수혜 가능할 전망이다. 실제로 최근 3개년 연간 10% 내외의 꾸준한 매출 성장이 지속되는 중이다. 주주환원을 통한 기업가치 제고에 집중하고 있다는 점도 긍정적이다. 2025년 주당 배당금은 2,500 원으로 25% 상향 조정했으며, 자사주도 매년 꾸준히 소각할 계획을 발표했다. 신세계푸드 주식 교환은 사업 재편은 물론 지배구조 단순화를 통한 디스카운트 해소를 위한 움직임으로 해석된다. 양적 성장과 질적 성장이 함께 이뤄질 2026년이다.

우리나라 국민 소비자심리지수
2025 년보다 나은 흐름
소비/문화생활 전반적 긍정적

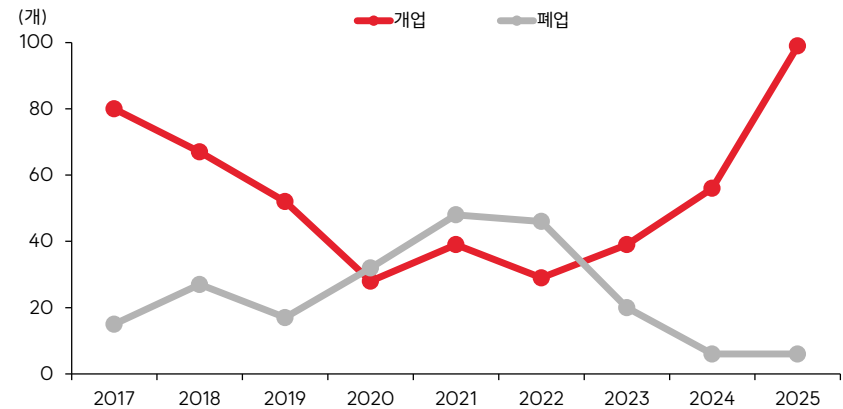
소비자심리지수 및 주요 소비/지출 분야별 전망 추이



자료: 통계청, SK 증권

코로나 19 팬데믹 당시
호텔 개업 줄고 폐업 늘면서
숙박시설 여전히 부족한 상황

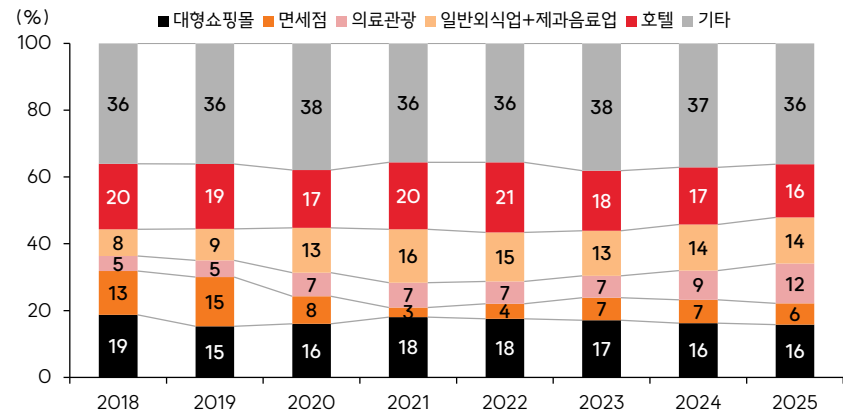
서울시 호텔 개/폐업 현황 추이



자료: 한국관광공사, 한국호텔업협회, SK 증권 / 주: 관광+일반호텔, 숙박업 등록 기준

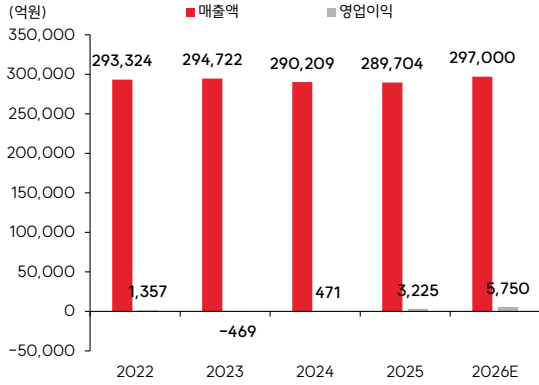
외국인 분야별 지출액
해마다 절대적 금액은 늘지만
비중은 뚜렷한 차이 발생

외국인 분야별 지출액 비중 추이



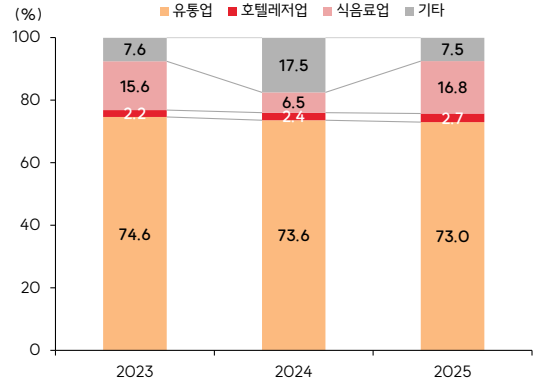
자료: 한국관광공사, SK 증권 / 주: 신용카드 지출액 기준

이마트 실적 추이 및 전망



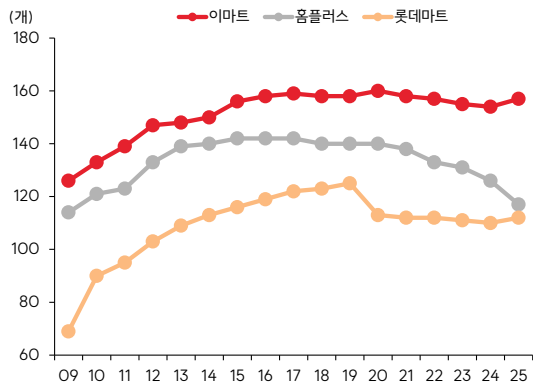
자료: 이마트, SK 증권

주요 사업 부문별 매출 비중 추이



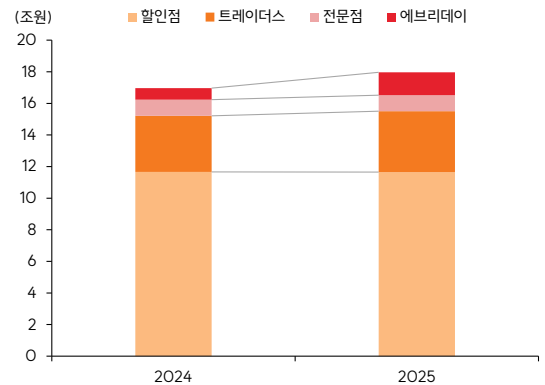
자료: 이마트, SK 증권

국내 점포 개수 추이



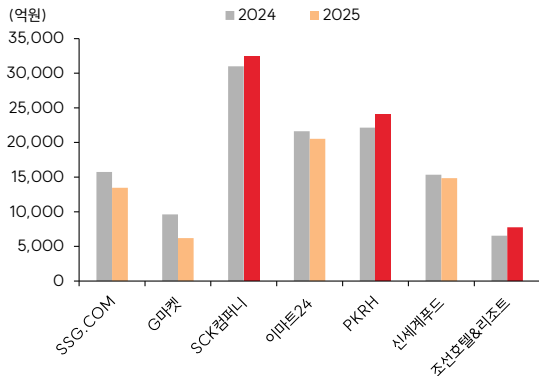
자료: 이마트, SK 증권 / 주: 할인점+트레이더스 기준

이마트 사업부별 매출액 추이



자료: 이마트, SK 증권

주요 연결 자회사 매출액 추이



자료: 이마트, SK 증권

호텔 사업부문 주요 호텔 사업지

호텔명	성급	위치	객실 수
조선팰리스 서울 강남	5성급	서울 강남	254
웨스틴 조선 서울	5성급	서울 중구	462
웨스틴 조선 부산	5성급	부산 해운대	290
그랜드 조선 부산	5성급	부산 해운대	330
그랜드 조선 제주	5성급	제주 서귀포	271
포포인트 바이 웨라톤 조선	4성급	서울 용산	342
레스케이프 서울 명동	4성급	서울 중구	204

자료: 이마트, 조선호텔앤리조트, SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	51,884	58,487	63,878	104,291	62,293
현금및현금성자산	10,102	12,691	17,712	17,751	13,034
매출채권 및 기타채권	16,459	16,912	18,340	16,242	15,334
재고자산	15,586	20,319	18,458	20,544	20,886
비유동자산	260,537	273,530	270,561	235,015	272,743
장기금융자산	28,238	35,618	33,075	34,321	45,541
유형자산	100,067	103,445	100,424	97,309	95,725
무형자산	77,777	77,602	77,613	40,957	39,367
자산총계	312,421	332,017	334,439	339,306	335,036
유동부채	98,170	99,417	103,739	108,041	100,714
단기금융부채	30,854	32,129	37,064	37,495	37,041
매입채무 및 기타채무	23,553	25,845	25,097	23,318	25,006
단기충당부채	238	299	691	734	527
비유동부채	90,249	97,766	92,358	100,418	97,353
장기금융부채	75,143	84,540	79,407	89,252	84,170
장기매입채무 및 기타채무	836	883	1,238	1,313	1,538
장기충당부채	885	947	1,087	1,169	1,248
부채총계	188,418	197,184	196,096	208,459	198,067
지배주주지분	78,223	77,920	84,757	84,463	89,918
자본금	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394
자본잉여금	42,766	42,766	42,767	42,082	42,199
기타자본구성요소	2,794	359	6,237	3,841	3,683
자기주식	-102	-1,446	-1,446	-1,446	-3,420
이익잉여금	45,780	56,913	53,586	46,384	47,051
비지배주주지분	21,407	22,758	23,808	26,942	26,979
자본총계	124,003	134,834	138,342	130,847	136,969
부채외자본총계	312,421	332,017	334,439	339,306	335,036

현금흐름표

12월 결산(억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동현금흐름	9,871	7,457	11,351	14,598	13,189
당기순이익(손실)	0	0	0	-5,734	2,463
비현금성항목등	-4,881	7,489	22,506	27,746	21,018
유형자산감가상각비	10,635	13,406	13,621	13,820	13,353
무형자산상각비	737	2,202	2,338	2,462	1,540
기타	-16,253	-8,118	6,547	11,464	6,125
운전자본감소(증가)	-2,562	-5,818	-3,534	-3,722	-6,324
매출채권및기타채권의감소(증가)	-218	-3,057	-2,153	-19	-727
재고자산의감소(증가)	-1,820	-4,309	406	-2,098	-2,469
매입채무및기타채무의증가(감소)	-917	2,887	-1,599	-509	-352
기타	14,336	1,029	-10,836	-4,624	-4,921
법인세납부	-2,978	-4,757	-3,216	-932	-954
투자활동현금흐름	-39,012	-7,144	-8,091	-8,921	-10,696
금융자산의감소(증가)	788	-432	135	-647	-5,258
유형자산의감소(증가)	661	-10,614	-6,039	-6,263	-5,555
무형자산의감소(증가)	-236	-396	-596	-268	-390
기타	-40,225	4,298	-1,591	-1,744	507
재무활동현금흐름	27,904	2,219	1,760	-1,531	-8,580
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	29,861	986	-83	2,057	-6,861
자본의증가(감소)	396	0	1	-684	116
배당금지급	-1,015	-1,278	-1,464	-1,719	-1,893
기타	-1,337	2,511	3,307	-1,184	58
현금의 증가(감소)	-1,031	2,590	5,021	38	-4,717
기초현금	11,133	10,102	12,691	17,712	17,751
기말현금	10,102	12,691	17,712	17,751	13,034
FCF	10,532	-3,157	5,312	8,336	7,635

자료 : 이마트, SK증권 추정

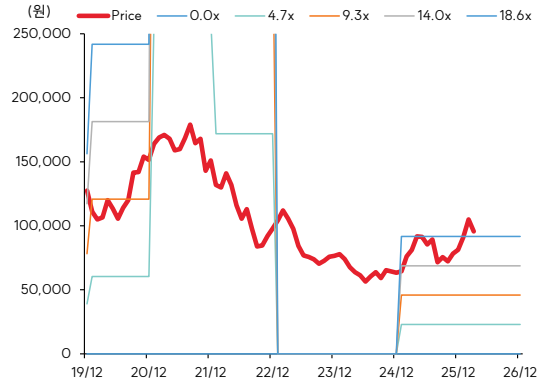
포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	249,327	293,324	294,722	290,209	289,704
매출원가	181,835	210,097	207,281	199,798	198,774
매출중이익	67,492	83,227	87,442	90,411	90,930
매출총이익률(%)	27.1	28.4	29.7	31.2	31.4
판매비와 관리비	64,324	81,871	87,911	89,940	87,704
영업이익	3,168	1,357	-469	471	3,225
영업이익률(%)	1.3	0.5	-0.2	0.2	1.1
비영업손익	17,969	11,168	-1,654	-6,525	538
순금융손익	-1,662	-2,579	-3,222	-3,654	-3,977
외환관련손익	-896	-880	-354	-1,516	125
관계기업등 투자손익	839	112	124	230	-224
세전계속사업이익	21,137	12,525	-2,123	-6,054	3,764
세전계속사업이익률(%)	0.0	0.0	-0.0	-0.0	0.0
계속사업법인세	5,246	2,448	-248	-320	1,300
계속사업이익	15,891	10,077	-1,875	-5,734	2,463
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	15,891	10,077	-1,875	-5,734	2,463
순이익률(%)	6.4	3.4	-0.6	-2.0	0.9
지배주주	15,707	10,293	-891	-5,900	1,362
지배주주귀속 순이익률(%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0	0.5
비지배주주	183	-216	-984	166	1,101
총포괄이익	15,395	12,610	-3,940	-2,788	8,136
지배주주	15,132	12,616	-2,741	-2,968	7,035
비지배주주	263	-6	-1,199	179	1,100
EBITDA	14,540	16,964	15,490	16,753	18,118

주요투자지표

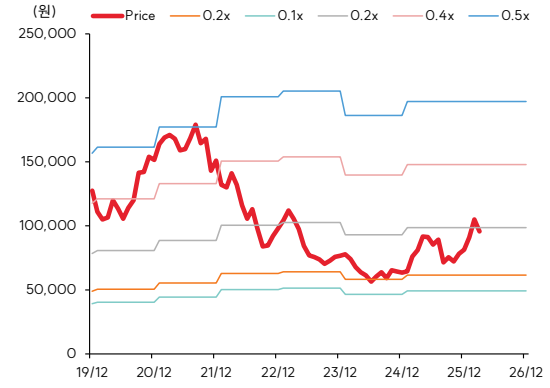
12월 결산(억원)	2021	2022	2023	2024	2025
성장성 (%)					
매출액	13.2	17.6	0.5	-1.5	-0.2
영업이익	33.6	-57.2	적전	흑전	584.8
세전계속사업이익	102.4	-53.3	적전	적지	흑전
EBITDA	18.8	16.7	-8.7	8.2	8.1
EPS	334.2	-34.5	적전	적지	흑전
수익성 (%)					
ROA	5.9	3.1	-0.6	-1.7	0.7
ROE	16.2	9.6	-0.8	-5.4	1.3
EBITDA마진	5.8	5.8	5.3	5.8	6.3
안정성 (%)					
유동비율	52.9	58.8	61.6	96.5	61.9
부채비율	151.9	146.2	141.7	159.3	144.6
순차입금/자기자본	71.4	72.7	65.8	78.9	71.4
EBITDA/이자비용(배)	6.8	5.3	3.7	3.4	3.5
배당성향	3.5	5.2	-60.1	-9.1	49.2
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	56,348	36,924	-3,196	-21,166	4,921
BPS	270,588	278,240	281,676	289,218	312,494
CFPS	97,142	92,913	54,054	37,244	58,733
주당 현금배당금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,500
Valuation지표(배)					
PER	2.7	2.7	N/A	N/A	16.5
PBR	0.6	0.4	0.3	0.2	0.3
PCR	1.6	1.1	1.4	1.7	1.4
EV/EBITDA	9.4	9.3	9.5	9.2	8.3
배당수익률	1.3	2.0	2.6	3.2	3.1

이마트 PER 밴드 차트



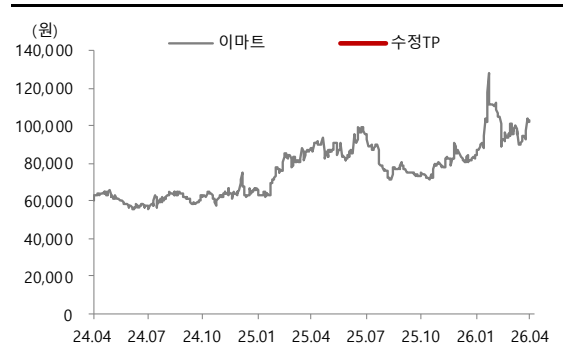
자료: Quantwise, SK 증권

이마트 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.04.22	Not Rated				



COMPLIANCE NOTICE

작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 04월 22일 기준)	매수	93.87%	중립	6.13%	매도	0.00%
---------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------

파라다이스 (034230/KS)

귀중한 CAPA 확장

미래산업/미드스몰캡. 나승두 / nsdoo@sks.co.kr / 3773-8891

Signal: 2025년 최대 실적 경신, 올해 신규 호텔 효과 반영 시작
Key: 체험형/체류형 관광객 증가, 복합 리조트 기업에게는 새로운 기회
Step: 복합 엔터테인먼트 전문 기업으로 가치 재평가 필요

매수(유지)

목표주가: 25,000 원(유지)
 현재주가: 15,350 원
 상승여력: 62.8%

STOCK DATA

주가(26/04/21)	15,350 원
KOSPI	6,388.47 pt
52주 최고가	23,650 원
60일 평균 거래대금	145 억원

COMPANY DATA

발행주식수	9,263 만주
시가총액	14,321 억원
주요주주	
파라다이스글로벌(외 7)	45.15%
국민연금공단	11.60%
외국인 지분율	6.51%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2026E	2027E	2028E
매출액	억원	12,913	13,544	14,666
영업이익	억원	2,186	2,446	2,570
순이익(지배주주)	억원	1,090	1,255	1,338
EPS	원	1,176	1,355	1,445
PER	배	13.1	11.4	10.7
PBR	배	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	7.2	6.1	5.9
ROE	%	6.1	6.7	6.7
배당성향	%	12.1	10.5	9.8

최고 실적 경신, 또 경신

파라다이스는 2025년 매출액 1조 1,499 억원(YoY +7.3%), 영업이익 1,564 억원(YoY +14.9%)을 기록하며 최대 실적을 경신했다. 올해는 연간 영업이익 2,000 억원을 돌파하며 다시 한번 최대 실적 기록을 경신할 것으로 기대된다. 월별 실적 공시를 통해 확인된 올해 1분기 카지노 드롭액은 지난해 같은 기간 대비 +3.6% 증가했고, 카지노 매출은 +1.8% 증가했다. 올해 우리나라를 찾는 외국인 관광객이 연간 2,000 만명을 넘어서며 사상 최고 수치를 기록할 것으로 예상되는 점, 올해 초 그랜드 하얏트 인천 웨스트타워 인수를 통해 501 개 호텔 객실을 추가로 확보했다는 점을 감안하면 충분히 달성가능한 실적이라는 판단이다. 특히 인바운드 관광객 증가로 인해 수요 초과 현상을 겪고 있는 호텔 객실을 추가로 확보했다는 점에서 카지노 영업 레버리지 효과 강화 및 카지노 드롭액/매출액 증가라는 선순환 구조를 이끌어낼 수 있을 것으로 기대된다.

카지노 마케팅 강화 + 인바운드 관광객 흡수

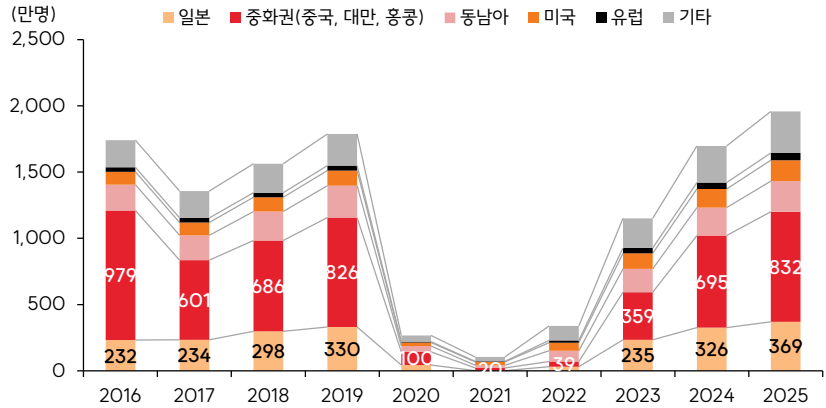
우리나라를 찾는 인바운드 관광객들의 특징은 코로나 19 팬데믹 전과 후로 명확히 구분된다. 최근 인바운드 관광객의 경우 중국/일본 등에 편중되지 않고 동남아시아/중동 등 국가별 비중이 다양화되고 있다. 카지노 산업과 연결지어 보면 이는 VIP 고객 중심에서 Mass 고객으로 확실히 무게 중심이 이동하고 있음을 의미한다. 실제로 파라다이스의 Mass 고객 비중도 점진적으로 증가하는 추세다. 또 관광객들의 소비 패턴이 명확히 달라졌다. 과거 단체 관광객들을 중심으로 면세점에서의 소비가 집중되었다면 현재는 FIT 관광객 중심의 체험형/체류형 소비 비중이 크게 증가했다. 이는 파라다이스시티와 같이 복합 리조트를 보유한 기업들에게 긍정적인 요인이자 경쟁 우위 요인이다. 호텔 객실을 추가로 확보한 점도 큰 영향을 미칠 것으로 기대된다. 코로나 19를 겪으며 수도권 주요 호텔들의 폐업이 늘었고, 반면 개업 속도는 충분하지 않다. 이런 상황에서 추가로 확보한 500 여개 객실은 카지노 VIP 고객을 대상으로 한 마케팅 강화는 물론 인바운드 관광객까지 흡수할 수 있는 최적의 선택이었다는 판단이다.

우리나라 복합 엔터테인먼트 산업 대표주자

올해 하얏트 리전시 호텔 리오프닝과 인바운드 관광객 신기록 경신을 발판삼아 이익 성장 모멘텀이 이어질 것으로 예상되는 가운데, 2028년에는 장충동 플래그십 호텔까지 개장을 앞두고 있다. 카지노업을 넘어 우리나라 복합 엔터테인먼트 산업의 대표주자로서 기업가치 재평가가 필요하다는 판단이다.

2025년 외국인 입국자 수
연간 2,971만명 사상 최고치
THAAD 이후 중화권 회복 뚜렷

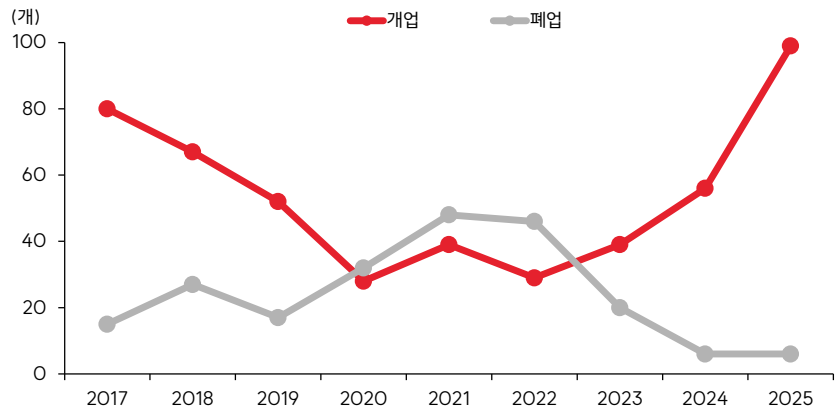
국적별 연간 외국인 입국자 수 추이



자료: 법무부, SK 증권

코로나 19 팬데믹 당시
호텔 개업 줄고 폐업 늘면서
숙박시설 여전히 부족한 상황

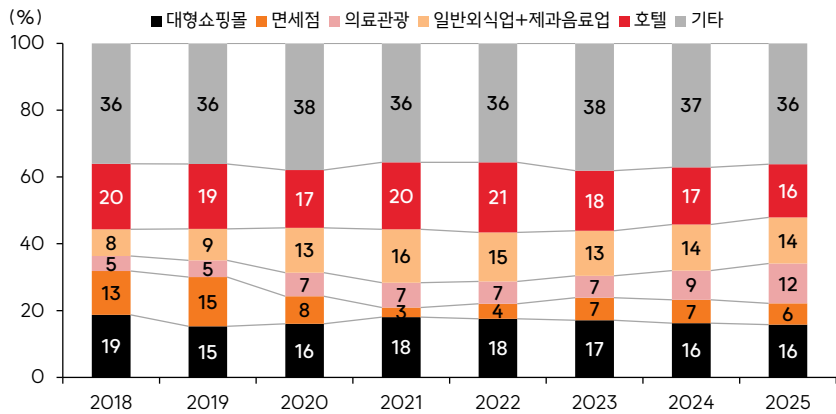
서울시 호텔 개/폐업 현황 추이



자료: 한국관광공사, 한국호텔업협회, SK 증권 / 주: 관광+일반호텔, 숙박업 등록 기준

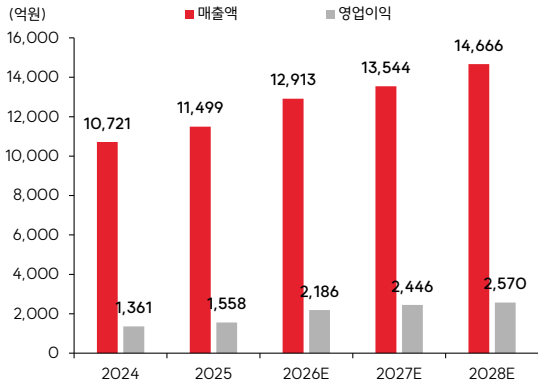
외국인 분야별 지출액
해마다 절대적 금액은 늘지만
비중은 뚜렷한 차이 발생

외국인 분야별 지출액 비중 추이



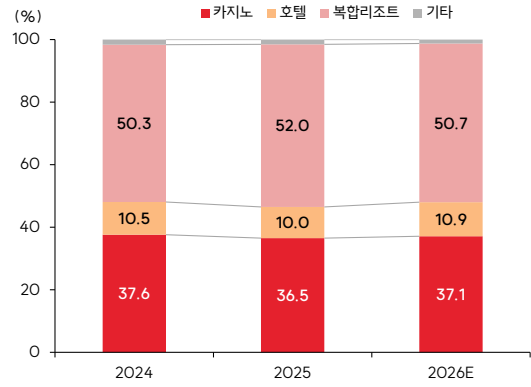
자료: 한국관광공사, SK 증권 / 주: 신용카드 지출액 기준

파라다이스 실적 추이 및 전망



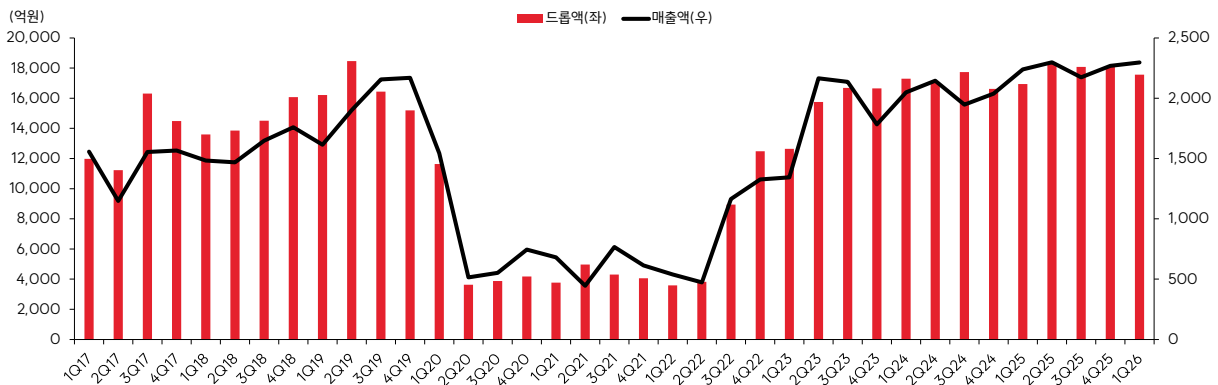
자료: 파라다이스, SK 증권 추정

주요 사업 부문별 매출 비중 추이 및 전망



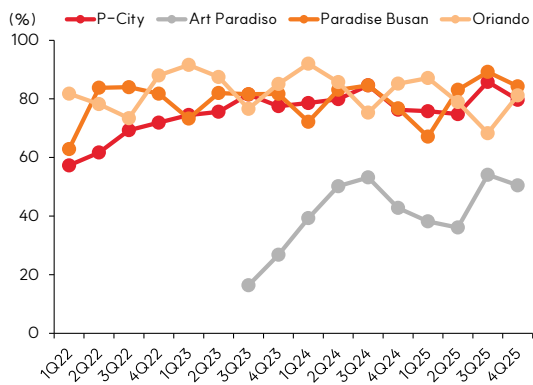
자료: 파라다이스, SK 증권 추정

파라다이스 분기별 드롭액 및 매출액 추이



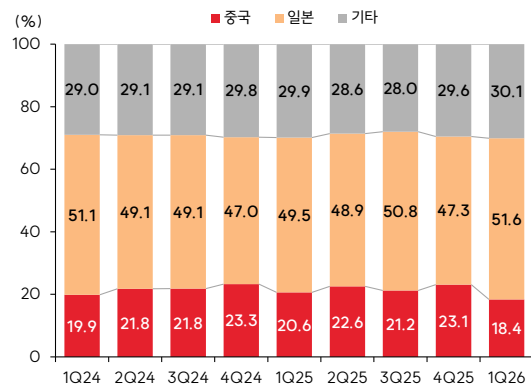
자료: 파라다이스, SK 증권

파라다이스 주요 호텔 객실 예약률 추이



자료: 파라다이스, SK 증권

분기별 국적별 방문자 비중 추이



자료: 파라다이스, SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	8,640	8,850	12,490	15,238	16,059
현금및현금성자산	5,777	3,418	6,967	13,809	14,565
매출채권 및 기타채권	317	311	346	379	410
재고자산	76	85	95	100	108
비유동자산	30,698	31,953	30,938	30,435	30,050
장기금융자산	591	1,280	795	785	841
유형자산	25,099	25,424	24,888	24,417	23,994
무형자산	1,625	1,617	1,591	1,569	1,551
자산총계	39,338	40,804	43,428	45,673	46,109
유동부채	6,682	7,554	8,010	8,269	8,896
단기금융부채	3,633	4,080	4,329	4,463	4,807
매입채무 및 기타채무	616	786	836	877	945
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	11,904	11,122	11,741	11,921	12,006
장기금융부채	8,875	7,965	8,231	8,301	8,086
장기매입채무 및 기타채무	26	32	32	32	32
장기충당부채	303	300	336	353	382
부채총계	18,586	18,677	19,751	20,190	20,902
지배주주지분	16,357	17,239	18,207	19,342	20,549
자본금	474	480	480	480	480
자본잉여금	3,360	3,522	3,522	3,522	3,522
기타자본구성요소	-246	-221	-221	-221	-221
자기주식	-246	-221	-221	-221	-221
이익잉여금	6,288	7,019	7,978	9,101	10,308
비지배주주지분	4,395	4,888	5,470	6,141	6,856
자본총계	20,752	22,127	23,678	25,483	27,405
부채외자본총계	39,338	40,804	43,428	45,673	48,307

현금흐름표

12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	1,959	2,239	2,841	2,708	3,119
당기순이익(손실)	1,107	1,448	1,672	1,926	2,054
비현금성항목등	1,356	1,286	1,187	1,156	1,111
유형자산감가상각비	743	714	681	650	622
무형자산상각비	38	32	27	22	18
기타	575	540	479	484	471
운전자본감소(증가)	4	46	532	191	530
매출채권및기타채권의감소(증가)	-94	-11	-36	-32	-31
재고자산의감소(증가)	1	-9	-10	-5	-8
매입채무및기타채무의증가(감소)	95	150	51	41	68
기타	-646	-721	-671	-712	-740
법인세납부	-138	-180	-122	-147	-164
투자활동현금흐름	-1,861	-3,970	860	4,075	-214
금융자산의감소(증가)	-1,341	-3,102	507	4,183	-28
유형자산의감소(증가)	-495	-830	-145	-179	-200
무형자산의감소(증가)	-5	-21	0	0	0
기타	-21	-17	497	71	14
재무활동현금흐름	-1,227	-631	384	73	-3
단기금융부채의증가(감소)	-5	-520	249	134	344
장기금융부채의증가(감소)	-1,130	17	266	70	-215
자본의증가(감소)	2	168	0	0	0
배당금지급	-86	-130	-131	-132	-132
기타	-8	-167	0	0	0
현금의 증가(감소)	-1,112	-2,359	3,549	6,842	2,903
기초현금	6,889	5,777	3,418	6,967	13,809
기말현금	5,777	3,418	6,967	13,809	16,712
FCF	1,465	1,409	2,696	2,529	2,919

자료 : 파라다이스, SK증권 추정

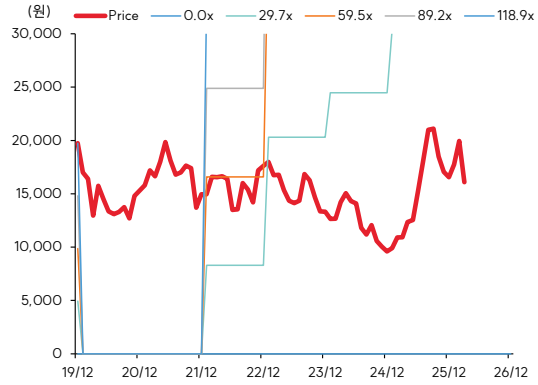
포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	10,721	11,499	12,913	13,544	14,666
매출원가	8,340	8,821	9,565	9,986	10,812
매출중이익	2,381	2,678	3,348	3,558	3,854
매출총이익률(%)	22.2	23.3	25.9	26.3	26.3
판매비와 관리비	1,020	1,119	1,162	1,112	1,284
영업이익	1,361	1,558	2,186	2,446	2,570
영업이익률(%)	12.7	13.6	16.9	18.1	17.5
비영업손익	-352	-205	-392	-373	-352
순금융손익	-485	-481	-428	-419	-412
외환관련손익	-73	-1	35	50	70
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,008	1,353	1,794	2,073	2,218
세전계속사업이익률(%)	9.4	11.8	13.9	15.3	15.1
계속사업법인세	-99	-95	122	147	164
계속사업이익	1,107	1,448	1,672	1,926	2,054
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,107	1,448	1,672	1,926	2,054
순이익률(%)	10.3	12.6	12.9	14.2	14.0
지배주주	756	944	1,090	1,255	1,338
지배주주귀속 순이익률(%)	7.0	8.2	8.4	9.3	9.1
비지배주주	351	504	582	671	715
총포괄이익	2,982	1,336	1,682	1,937	2,054
지배주주	2,387	843	1,061	1,222	1,296
비지배주주	595	493	621	715	758
EBITDA	2,142	2,305	2,893	3,118	3,210

주요투자지표

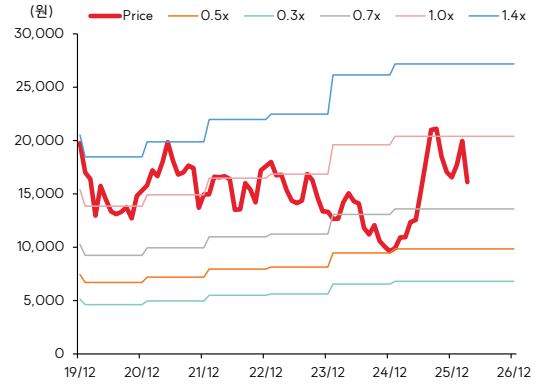
12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	7.8	7.3	12.3	4.9	8.3
영업이익	-6.7	14.5	40.3	11.9	5.1
세전계속사업이익	10.2	34.2	32.6	15.6	7.0
EBITDA	-6.4	7.6	25.5	7.8	3.0
EPS	20.8	24.0	15.2	15.2	6.6
수익성 (%)					
ROA	2.9	3.6	4.0	4.3	4.5
ROE	5.0	5.6	6.1	6.7	6.7
EBITDA마진	20.0	20.0	22.4	23.0	21.9
안정성 (%)					
유동비율	129.3	117.2	155.9	184.3	180.5
부채비율	89.6	84.4	83.4	79.2	76.3
순차입금/자기자본	21.1	16.9	2.9	-7.1	-8.9
EBITDA/이자비용(배)	2.9	3.7	5.7	6.0	6.1
배당성향	17.1	13.9	12.1	10.5	9.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	823	1,021	1,176	1,355	1,445
BPS	18,092	18,895	19,895	21,120	22,423
CFPS	1,674	1,829	1,940	2,081	2,136
주당 현금배당금	150	150	150	150	150
Valuation지표 (배)					
PER	11.7	16.2	13.1	11.4	10.7
PBR	0.5	0.9	0.8	0.7	0.7
PCR	5.7	9.0	8.0	7.4	7.2
EV/EBITDA	8.2	10.4	7.2	6.1	5.9
배당수익률	1.6	0.9	1.0	1.0	1.0

파라다이스 PER 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권

파라다이스 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.09.10	매수	25,000원	6개월		
2025.06.16	매수	18,400원	6개월	0.64%	17.66%
2025.02.12	매수	16,000원	6개월	-26.12%	-12.50%



COMPLIANCE NOTICE

작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 04 월 22 일 기준)	매수	93.87%	중립	6.13%	매도	0.00%
--	----	--------	----	-------	----	-------

하나투어 (039130/KS)

진화하는 플랫폼, 구조적 성장 초입

미래산업/미드스몰캡. 나승두 / nsdoo@sks.co.kr / 3773-8891

Signal: 영업이익 크게 성장한 2025년, 올해도 성장 기조 이어질 것

Key: 가치 있는 상품 판매 + AX 정착으로 인한 구조적 성장

Step: 과거 보다 뛰어난 수익성, 저평가 받을 이유 없음

매수(유지)

목표주가: 82,000 원(유지)

현재주가: 42,700 원

상승여력: 92.0%

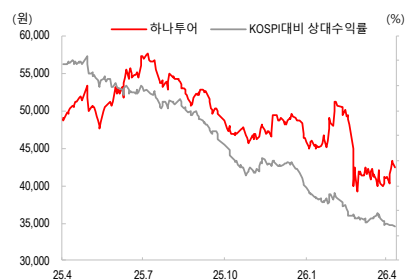
STOCK DATA

주가(26/04/21)	42,700 원
KOSPI	6,388.47 pt
52주 최고가	57,600 원
60일 평균 거래대금	47 억원

COMPANY DATA

발행주식수	1,549 만주
시가총액	6,568 억원
주요주주	
하모니아1호 유한회사(외 4)	17.38%
국민연금공단	7.86%
외국인 지분율	12.67%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2026E	2027E	2028E
매출액	억원	6,664	7,364	8,032
영업이익	억원	719	763	838
순이익(지배주주)	억원	472	510	542
EPS	원	3,050	3,289	3,501
PER	배	13.9	12.9	12.1
PBR	배	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	배	5.7	5.1	4.1
ROE	%	29.1	26.3	23.7
배당성향	%	37.2	34.5	32.4

구조적 성장기 진입

하나투어는 우리나라 대표 여행사로서 코로나 19 팬데믹 이후 여행산업 변화 속 질적 성장을 증명하고 있다. 2025년 매출액은 5,869 억원으로 전년동기 대비 -4.8% 감소했으나, 영업이익은 576 억원을 기록하며 +13.2% 성장하는 모습을 보였다. 크게 2 가지 원인을 찾을 수 있다.

첫째, 사실상 치킨게임을 유도하는 박리다매 구조를 벗어나 가치 있는 상품 판매 기조를 정착시켰다. 가치 있는 상품이란 단순히 가격이 비싼 프리미엄 상품을 의미하지 않는다. 해외 여행을 떠나는 출국자 수는 지속적으로 증가하며 최고치를 경신하는 가운데 소비자들은 식상한 깃발투어를 원하지는 않지만 동시에 완벽한 자유여행을 기획하고 준비할 시간과 에너지도 부족한 것이 사실이다. 해외 여행객들을 단순히 '패키지 vs FIT'로 구분하기 어려운 이유다. 하나투어는 프리미엄 상품을 포함한 소비자들의 선택지를 넓혀줄 수 있는 다양한 구성의 상품들을 출시하면서 경쟁력을 강화하는 중이다.

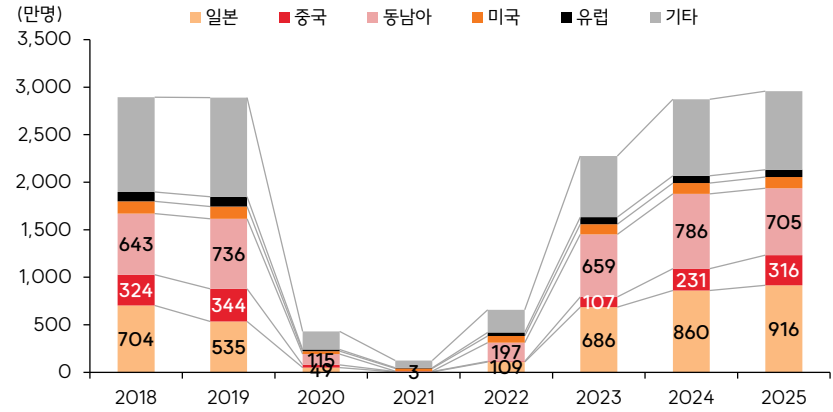
둘째, 성공적인 AX 의 정착이다. 코로나 19 팬데믹 이후 다시금 고정비가 크게 증가할 수 있다는 우려를 완벽히 해소했다. 여행 기획부터 일정 추천, 예약 및 상담까지 AI 결합 서비스를 제공하며 소비자들에게 실시간 서비스 제공이 가능해졌고, 수익성 개선에도 기여했다. 장기적인 영업이익률 개선을 가능하게 만드는 구조적 발판을 마련했다는 판단이다.

어제보다 나은 오늘, 주가 차이 날 이유 없다

2025년 여행 산업의 완전한 회복을 기대했지만, 2024년 말 불거진 정치적 이벤트 및 항공기 사고 등의 여파로 생각보다 더딘 움직임을 보였다. 2022~2023년 코로나 19 팬데믹 직후 억눌렸던 해외 여행 수요가 증가하면서 여행에 대한 피로도까지 겹쳤던 것이 사실이다. 2026년 1월 한 달간 우리나라 국민 출국자 수 300만명을 상회하며 아웃바운드 관광 회복에 대한 기대감을 높였지만, 전쟁 및 고유가/고환율 등의 여파로 살짝 주춤하는 분위기다. 하지만 유류할증료 상승 전 여행 예약 움직임이 나타나고 있다는 점, 중동 전쟁 등의 여파로 장거리 여행 수요는 줄겠지만 오히려 단거리 여행에 대한 수요는 증가하고 있다는 점 등은 긍정적이다. 6개월 뒤 소비 성향을 나타내는 소비자심리지수나 소비지출 전망, 여행비 지출 전망도 긍정적인 흐름을 유지 중이다. 상저하고의 흐름이 예상된다. 한한령이 불거졌던 2017년 당시 보다, 코로나 19 팬데믹 기대 효과가 컸던 2022년 당시 보다 뛰어난 수익성을 기록 중이다. 차별적인 주가 흐름이 나타나야 할 이유는 없다.

연간 출국자 수 3천만명 목전,
중국 향하는 숫자 빠르게 회복

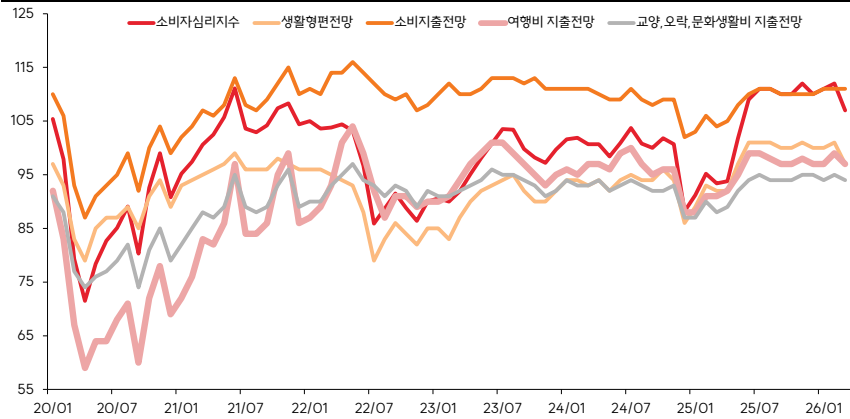
우리나라 국민 지역별 출국자 수 추이



자료: 법무부, SK 증권

우리나라 국민들의
여행비 지출 전망 소강상태
하지만 2025 년보다 나은 흐름

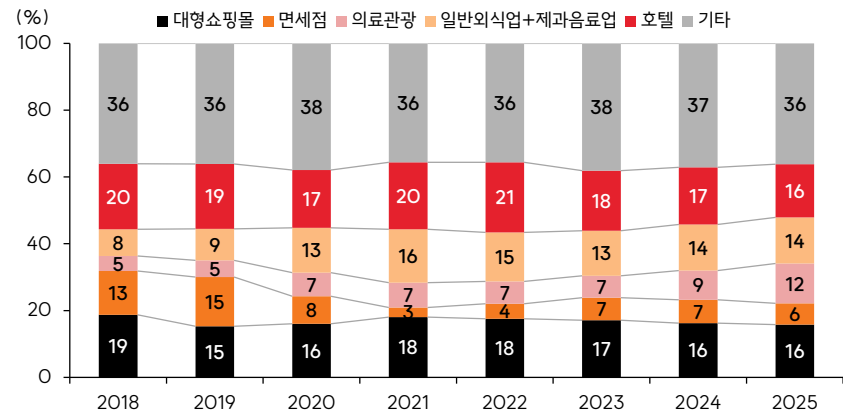
소비자심리지수 및 여행비 지출 전망 추이



자료: 통계청, SK 증권

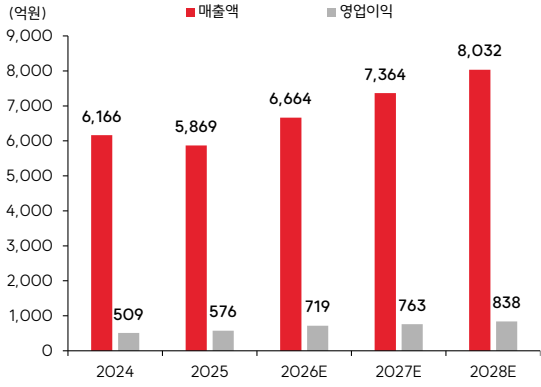
외국인 분야별 지출액
해마다 절대적 금액은 늘지만
비중은 뚜렷한 차이 발생

외국인 분야별 지출액 비중 추이



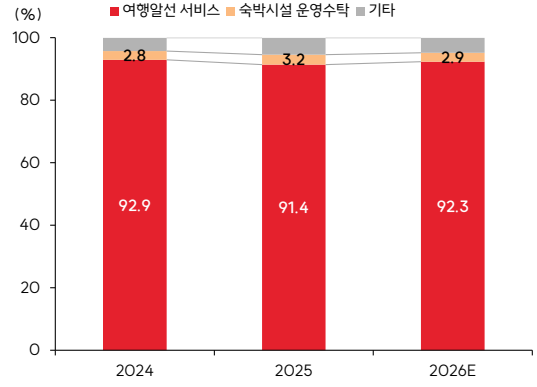
자료: 한국관광공사, SK 증권 / 주: 신용카드 지출액 기준

하나투어 실적 추이 및 전망



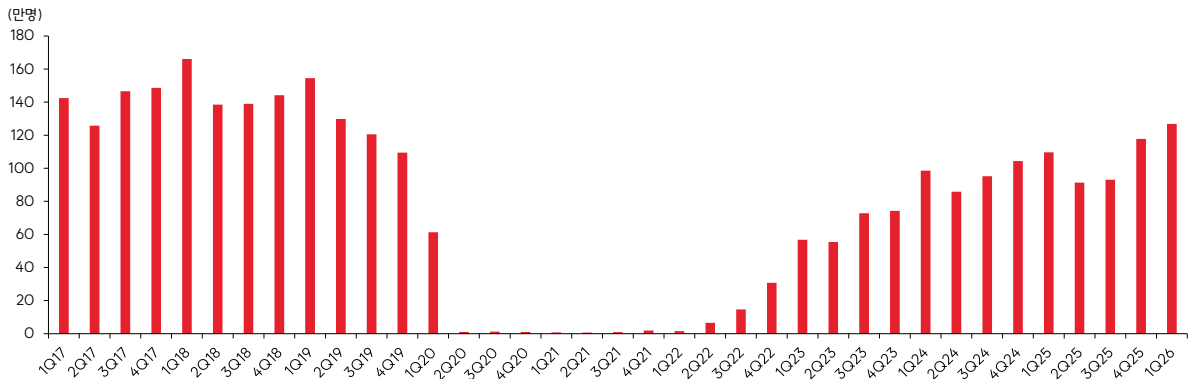
자료: 하나투어, SK 증권 추정

주요 사업 부문별 매출 비중 추이 및 전망



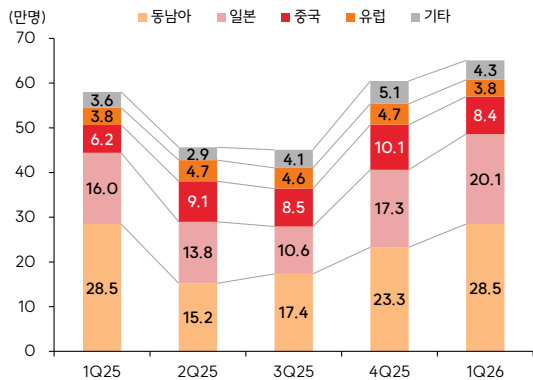
자료: 하나투어, SK 증권 추정

하나투어 분기별 송출객 수 추이



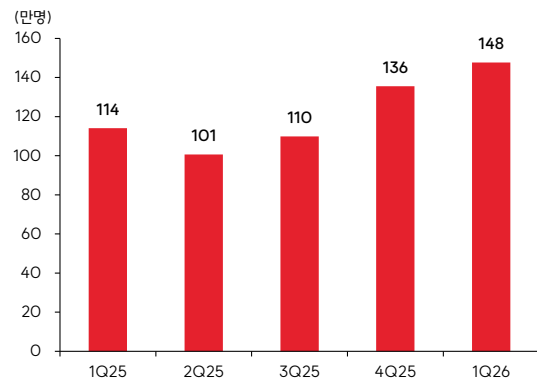
자료: 하나투어, SK 증권

지역별 기획상품 이용객 인원 수 분기별 추이



자료: 하나투어, SK 증권

분기별 FIT 이용객 수 추이



자료: 하나투어, SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	4,804	4,682	5,959	6,568	7,712
현금및현금성자산	1,057	817	1,612	1,859	2,471
매출채권 및 기타채권	806	814	893	951	1,037
재고자산	701	462	507	540	604
비유동자산	1,884	1,893	1,848	2,024	1,995
장기금융자산	164	129	141	148	159
유형자산	124	120	78	70	72
무형자산	91	94	78	72	79
자산총계	6,688	6,575	7,807	8,592	9,708
유동부채	3,831	3,775	4,164	4,556	4,915
단기금융부채	232	186	206	220	244
매입채무 및 기타채무	973	817	881	938	1,030
단기충당부채	11	80	89	98	108
비유동부채	1,051	1,129	1,440	1,240	1,378
장기금융부채	999	914	1,253	1,034	1,149
장기매입채무 및 기타채무	40	47	47	47	47
장기충당부채	4	156	173	191	212
부채총계	4,883	4,904	5,604	5,796	6,293
지배주주지분	1,749	1,475	1,768	2,101	2,468
자본금	80	80	80	80	80
자본잉여금	269	269	269	269	269
기타자본구성요소	-340	-234	-234	-234	-234
자기주식	-340	-234	-234	-234	-234
이익잉여금	1,703	1,326	1,618	1,951	2,318
비지배주주지분	57	196	436	694	970
자본총계	1,805	1,671	2,203	2,796	3,437
부채와자본총계	6,688	6,575	7,807	8,592	9,730

현금흐름표

12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	880	1,011	1,009	1,089	1,019
당기순이익(손실)	991	481	712	768	818
비현금성항목등	-74	406	116	69	68
유형자산감가상각비	190	206	70	43	45
무형자산상각비	86	41	32	27	25
기타	-349	159	14	-2	-2
운전자본감소(증가)	-66	100	207	273	153
매출채권및기타채권의감소(증가)	-61	-84	-79	-58	-87
재고자산의감소(증가)	-114	245	-45	-33	-64
매입채무및기타채무의증가(감소)	17	-166	63	57	92
기타	7	-4	-57	-50	-54
법인세납부	-22	-28	-30	-30	-35
투자활동현금흐름	6	-392	-247	-455	-340
금융자산의감소(증가)	-149	-334	-203	-230	-318
유형자산의감소(증가)	-35	-26	-28	-35	-47
무형자산의감소(증가)	-17	-20	-16	-22	-32
기타	207	-12	1	-168	58
재무활동현금흐름	-1,033	-857	-91	-382	-37
단기금융부채의증가(감소)	-63	-67	21	13	24
장기금융부채의증가(감소)	-186	-198	339	-219	115
자본의증가(감소)	1	-0	0	0	0
배당금지급	-787	-375	-450	-176	-176
기타	2	-217	-0	-0	0
현금의 증가(감소)	-130	-240	795	248	643
기초현금	1,187	1,057	817	1,612	1,859
기말현금	1,057	817	1,612	1,859	2,502
FCF	845	985	981	1,054	972

자료 : 하나투어, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	6,166	5,869	6,664	7,364	8,032
매출원가	0	0	0	0	0
매출중이익	6,166	5,869	6,664	7,364	8,032
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	5,657	5,293	5,945	6,601	7,194
영업이익	509	576	719	763	838
영업이익률(%)	8.3	9.8	10.8	10.4	10.4
비영업손익	183	-93	24	35	15
순금융손익	57	49	2	7	14
외환관련손익	25	15	14	22	20
관계기업등 투자손익	-2	-2	0	-1	0
세전계속사업이익	693	483	743	798	853
세전계속사업이익률(%)	11.2	8.2	11.1	10.8	10.6
계속사업법인세	4	3	30	30	35
계속사업이익	688	479	712	768	818
중단사업이익	302	2	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	991	481	712	768	818
순이익률(%)	16.1	8.2	10.7	10.4	10.2
지배주주	815	319	472	510	542
지배주주귀속 순이익률(%)	13.2	5.4	7.1	6.9	6.8
비지배주주	176	162	240	259	275
총포괄이익	997	475	712	768	818
지배주주	819	317	475	513	546
비지배주주	178	158	237	256	272
EBITDA	785	823	821	834	908

주요투자지표

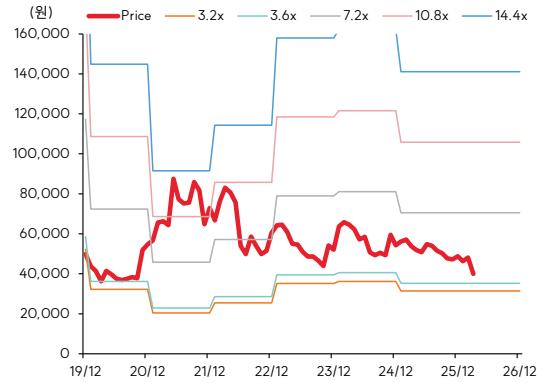
12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	49.8	-4.8	13.5	10.5	9.1
영업이익	49.6	13.2	24.8	6.1	9.8
세전계속사업이익	20.9	-30.3	53.9	7.4	6.9
EBITDA	26.7	4.9	-0.2	1.5	8.9
EPS	9.4	-35.8	48.9	7.8	6.4
수익성 (%)					
ROA	15.1	7.3	9.9	9.4	8.9
ROE	47.2	19.8	29.1	26.3	23.7
EBITDA마진	12.7	14.0	12.3	11.3	11.3
안정성 (%)					
유동비율	125.4	124.0	143.1	144.2	156.9
부채비율	270.4	293.4	254.3	207.3	183.1
순차입금/자기자본	-85.7	-107.3	-110.2	-111.3	-113.5
EBITDA/이자비용(배)	32.4	36.6	29.2	28.0	31.2
배당성향	43.7	56.5	37.2	34.5	32.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,193	2,049	3,050	3,289	3,501
BPS	13,022	11,035	12,922	15,075	17,440
CFPS	6,798	3,652	3,711	3,746	3,953
주당 현금배당금	2,300	1,200	1,200	1,200	1,200
Valuation지표 (배)					
PER	17.0	23.8	13.9	12.9	12.1
PBR	4.2	4.4	3.3	2.8	2.4
PCR	8.0	13.3	11.4	11.3	10.7
EV/EBITDA	9.2	7.2	5.7	5.1	4.1
배당수익률	4.2	2.5	2.8	2.8	2.8

하나투어 PER 밴드 차트



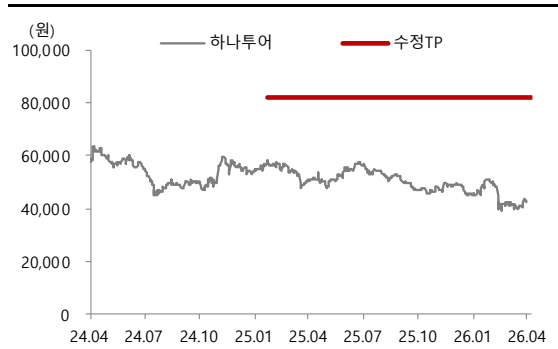
자료: Quantwise, SK 증권

하나투어 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.02.12	매수	82,000원	6개월		



COMPLIANCE NOTICE

작성자(나승두)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 04 월 22 일 기준)	매수	93.87%	중립	6.13%	매도	0.00%
--	----	--------	----	-------	----	-------