2027년 엔터/레저 산업 전망

기대해도 좋을 2027년

엔터/레저/미디어 Analyst **임수진**
RA **박정현**



2026. 11. 17.

키움증권 리서치센터 | 산업분석 | 엔터/레저 Overweight(Maintain)

키움증권

Contents

Summary p.03

I. 엔터 2027년 연간 전망 p.05

II. 엔터 기업분석 p.21

- 하이브(352820)
- 에스엠(041510)

III. 레저 2027년 연간 전망 p.28

IV. 레저 기업분석 p.48

- 롯데관광개발(032350)
- 파라다이스(034230)
- GS피앤엘(499790)

Summary

Summary

>>> 엔터, 저연차 중심의 사이클 시작

- 2027년 엔터 4사 합산 영업이익 1조 125억원(+51.8%). 이익을 만드는 IP가 고연차에서 저연차로 넘어가는 전환의 원년
- 2024~2026년 데뷔 19팀의 4년차 도달이 2027년 하반기~2028년에 집중. 2021년 이후 데뷔 IP 합산 모객 549만명(+60%)
- 상반기 중 4사 모두 신인 데뷔. 하이브 미국 2팀, 에스엠 SMTR25, JYP oftheblue, YG 2팀으로 신인 모멘텀 집중
- 합산 시총 10.9조원은 2022·2024년과 같은 짝수해 저점. 2027년 PER 12.5~17.8배로 5년 평균 대비 25~45% 할인

>>> 레저, 우려만 걷어내면 되는 구간

- 2027년 방한 외국인 약 2,550만명(+11%) 전망. 유럽 시위·미국 비자·동남아 물가·중동 리스크로 수요의 동아시아 집중 지속
- 우려 중인 원화 강세는 입국자 수보다 소비액의 변수. 2026년 소비액 +36.7% 중 환율 효과는 2.9%p에 불과
- 카지노: 마카오 5개월 연속 역성장에도 국내 3사 +12.5%. 기금 상한 15%를 이미 반영, 조정안 발표가 반등 트리거
- 호텔: 5성급 신규 공급 부재로 OCC가 아닌 ADR이 지속 성장 견인할 전망. 규제 변수 없이 영업 레버리지 지속

>>> Top-pick: 하이브, 에스엠, 롯데관광개발, 파라다이스, GS피앤엘

- 하이브: BTS 2028년까지 활동 가시성 확보. 캣츠아이, 코르티스트의 공연 성장과 미국 신인 데뷔 등 모멘텀이 풍부할 2027년
- 에스엠: 저연차 4팀 공연 모객 성장 모멘텀 기대. 2027년 매출 +15.5%, 영업이익 +38.4%로 4사 중 가장 가파른 성장 전망
- 롯데관광개발: VIP 영업 확대와 리파이낸싱을 통한 금융비용 절감으로 2027년 이익 성장 본격화될 전망
- 파라다이스: 견조한 본업 성장과 더불어 2026년 영종도 하얏트, 2027년 제주, 2028년 장충동 호텔 모멘텀 기대
- GS피앤엘: 리노베이션 영향 소멸과 우호적인 인바운드 기반으로 한 고성장세 2027년에도 증명될 전망

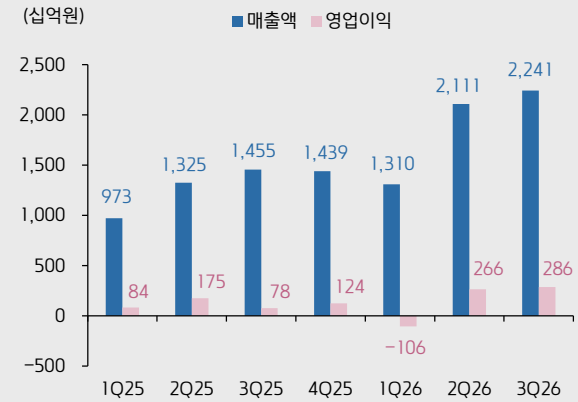
I. 엔터 2027년 연간 전망

[엔터] 2026년 Review: 최대 실적, 최저 밸류에이션

◎ 4사 합산 3분기 누적 매출 +51%, 영업이익 +33%. 공연과 MD가 이끈 역대 최대 실적

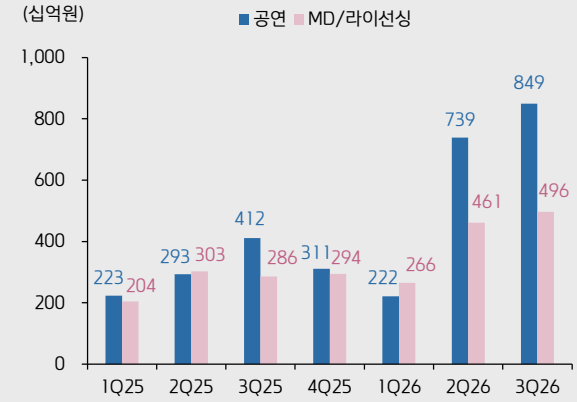
- 엔터 4사 합산 3분기 누적 매출액은 5조 6,620억원(YoY +50.9%), 영업이익은 4,463억원(YoY +32.6%)으로 역대 최대. 2분기와 3분기 모두 컨센서스를 상회했고, 3분기 합산 매출 2조 2,413억원은 분기 기준 최대치
- 성장의 축은 공연과 MD. 합산 공연 매출은 1조 8,095억원(YoY +95%), MD/라이선싱은 1조 2,227억원(YoY +54%)으로 음반(+32%)을 크게 앞섬. 공연장 안팎의 팬덤 소비가 동시에 커진 해
- 다만 증가분의 96%는 하이브. 하이브를 제외한 3사 합산 매출은 1조 9,880억원(YoY +9.3%), 영업이익은 2,833억원(YoY -2.5%)으로 고연차 IP 투어 사이클 종료의 역기저를 MD(+20%)가 메우는 데 그침
- 실적의 질은 개선 중. 음반·공연 공백 분기에도 에스엠 MD가 +23%, YG MD가 +44% 성장하는 등 앨범 발매 주기에 좌우되던 수익 구조가 상시적인 팬덤 소비로 분산되는 흐름이 4사 공통으로 확인

엔터 4사 합산 분기 매출액 및 영업이익 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

엔터 4사 합산 분기 공연·MD 매출 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

[엔터] 1~3분기 리뷰: 공연과 MD 호조세 지속

◎ 하이브는 BTS가, 3사는 MD가 실적을 지탱. 4사 모두 MD 두 자릿수 성장

- 하이브는 BTS 월드투어로 1~3분기 공연 매출 +149%, MD +83%를 기록. 3분기 OPM 12.4%를 달성하며 수익성도 개선
- 에스엠·JYP·YG는 스트레이키즈·블랙핑크 등 고연차 투어 종료의 역기저로 공연이 정체됐으나 MD는 +17~22%로 모두 성장
- JYP Ent.는 스트레이키즈 서구권 출하 확대와 MD 매출 호조로 3분기 역대 최대 매출을 경신했고, YG의 3분기 이익 부진은 빅뱅 투어 초기 비용과 대손 등 4분기부터 소멸되는 항목
- 2026년 연간 4사 합산 영업이익은 6,700억원 안팎(YoY +45%)으로 전망

4사 2026년 1~3분기 누적 실적 비교 (십억원)

구분	3분기 누적 합산 매출	YoY	3분기 누적 합산 영업이익	YoY	공연 YoY	MD YoY	3분기 주요 실적 하이라이트
하이브	3,674	+90.0%	163	+254.3%	+148.6%	+83.4%	BTS 회당 7만명, 북미 투어 MD 1,070억원, 코르티스 400만장
에스엠	920	+7.5%	127	-1.1%	+9.4%	+22.0%	음반·공연 공백에도 3Q MD +23%, 별도 최대 매출 기록
JYP Ent.	637	+8.0%	112	-0.8%	-15.4%	+16.8%	3Q 매출 2,675억원 역대 최대, 남미 페스티벌 출연료 서프 기록
YG	432	+15.5%	44	-10.4%	+25.5%	+21.8%	빅뱅 투어 초기 비용·대손 3Q 집중, 3Q MD +44%
4사 합산	**5,662**	**+50.9%**	**446**	**+32.6%**	**+94.9%**	**+54.1%**	**공연·MD가 외형 견인, 증가분의 96%는 하이브**
3사(하이브 제외)	**1,988**	**+9.3%**	**283**	**-2.5%**	**+1.9%**	**+20.0%**	**고연차 투어 역기저를 MD가 메우며 이익 정체**

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

[엔터] 실적 호조에도 주가는 반대로

◎ 4사 연초 대비 -37~-53%, 합산 시가총액은 2월 고점 24.1조원에서 10.9조원으로 반토막

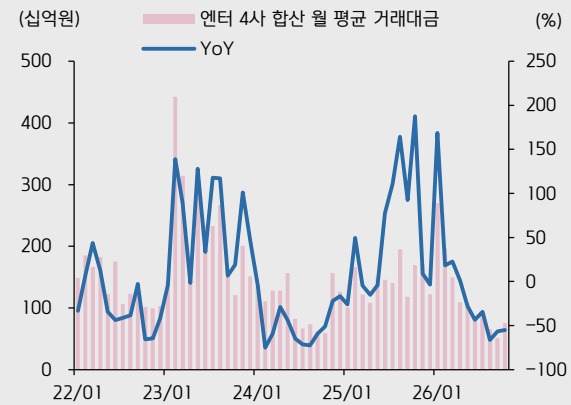
- 엔터 4사 주가는 연초 대비 하이브 -52.8%, 에스엠 -42.4%, JYP Ent. -40.1%, YG -36.7%(11/16)로 코스피(+25.5%)는 물론 코스닥(-24.4%)보다도 부진. 4사 합산 시가총액은 2월 19일 24.1조원에서 10.9조원으로 55% 감소
- 2026년 증시 상승은 반도체에 집중. AI 수요로 이익 추정치가 급증한 반도체가 가장 싼 배수에 거래되자 기존 성장주에 머물던 자금이 이동했고, 이익 성장률이 반도체에 못 미치는 엔터 업종의 프리미엄이 가장 먼저 사라짐
- 자금 이탈은 거래대금에서 뚜렷. 4사 일평균 거래대금은 1월 2,700억원에서 9월 510억원으로 5분의 1 수준까지 줄었고, 하반기 반등은 신규 자금 유입이 아닌 기존 보유자 간 손바뀜에 가까운 흐름
- 3분기 호실적 발표 후에도 하이브, SM 주가 약세 기록. 실적보다는 향후 성장 전망 변화에 따라 민감하게 반응하는 모습
- 10월 반도체를 중심으로 한 AI주들의 변동성이 확대됨에 따라 비 AI주로의 수급 움직임 포착되나 아직 유의미한 수준은 아님

엔터 4사 주가 추이 (2025년 말=100)



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

엔터 4사 거래대금 2024년 수준까지 감소



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

역대 최대 실적에도 YTD -37~53% 기록중인 엔터산업

엔터 업종 국내 및 글로벌 피어 수익률 비교

구분		통화	주가	시가총액 (십억원)	주가수익률(%)					PER	PBR	EV/ EBITDA
					1W	1M	3M	6M	YTD			
코스피		Pt	5,291	4,217,180	4.6	-12.3	-22.4	-32.6	25.5	3.7	1.0	2.6
코스닥		Pt	700	399,186	8.6	-16.4	-18.8	-40.6	-24.4	14.9	2.1	8.1
종합엔터사	하이브	KRW	155,700	6,712	6.1	-4.7	-11.7	-32.5	-52.8	19.2	1.8	9.6
	SM	KRW	77,800	1,781	0.0	-0.4	8.2	-8.6	-42.4	12.9	1.6	4.0
	JYP Ent.	KRW	43,500	1,546	5.3	16.0	6.5	-23.1	-39.2	13.8	1.9	6.6
	YG	KRW	43,950	821	3.9	12.4	10.7	-11.1	-36.7	16.6	1.4	5.6
	CUBE	KRW	6,390	99	5.8	3.4	8.3	-23.9	-53.5	N/A	N/A	N/A
	RBW	KRW	1,441	41	5.1	-9.8	-2.6	-23.5	-17.7	N/A	N/A	N/A
	FNC	KRW	2,225	34	12.5	11.7	-3.3	-43.0	-46.1	N/A	N/A	N/A
엔터플랫폼	디어유	KRW	20,650	490	6.9	10.9	4.4	-23.2	-48.1	13.3	1.9	7.5
	노머스	KRW	10,700	116	7.7	3.1	-7.8	-34.0	-61.8	5.4	0.8	3.4
엔터유통	YG PLUS	KRW	3,185	203	15.0	8.7	-7.8	-28.9	-56.0	N/A	N/A	N/A
	지니뮤직	KRW	4,135	48	2.1	-21.6	-34.6	-50.4	-55.9	6.0	0.3	N/A
글로벌피어	WMG	US$	32	22,074	-0.8	10.5	27.8	-5.7	3.3	17.5	10.3	N/A
	텐센트뮤직	US$	9	18,916	-4.6	6.8	6.6	-0.6	-48.6	9.1	1.0	N/A
	Spotify	US$	599	163,897	-2.6	13.2	22.2	38.3	3.1	36.0	8.8	N/A
	LiveNation	US$	180	55,986	-0.6	6.2	-2.8	8.7	26.4	108.9	45.3	N/A
	AVEX	JPY	1,334	512	9.3	7.9	8.9	12.0	5.2	12.1	1.0	N/A
	Amuse	JPY	1,842	272	1.7	0.3	-5.8	-1.6	-4.2	N/A	N/A	N/A

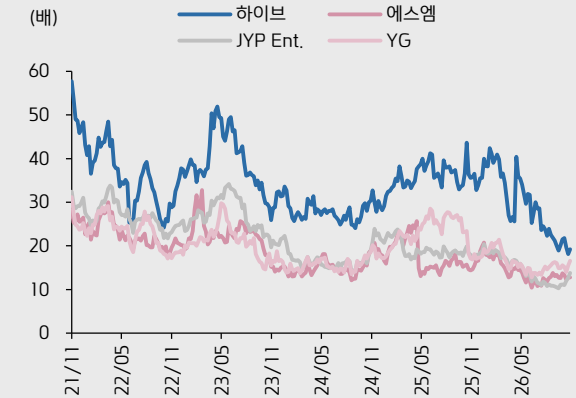
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터 / 주: 기준일 2026년 11월 16일

[엔터] 디레이팅 원인: 메가 IP 의존성에 대한 할인

◎ 단기 실적보다 중장기적 실적 안정성에 무게

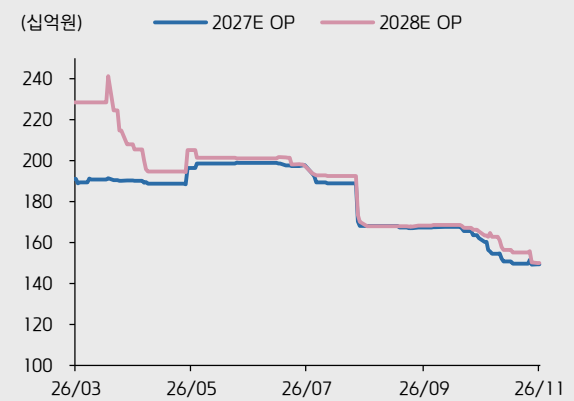
- 4사 평균 12개월 선행 PER은 연초 24.3배에서 5월 19.4배, 11월 15배로 하락. 최근 5년 평균(23.4배) 대비 33% 할인된 5년 중 하위 5% 수준으로, 2024년 BTS 군입대와 음반 피크아웃 우려 당시 저점(16배)도 하회
- 디레이팅의 본질은 실적 규모가 아닌 이익의 연차. 표준계약 7년이 끝나는 8년차부터 분배율이 바뀌고, 재계약 불확실성이 3~5년마다 반복
- 특히 올해에는 JYP 트와이스의 재계약 난항과 블랙핑크의 재계약 시점 종료, 스트레이키즈, 투모로우바이투게더의 군백기 진입 등 우려를 확대할 만한 요소들 집중
- 시장이 기다리는 것은 분기 서프라이즈가 아닌 2027년 이후 성장의 근거. 2024년 디레이팅을 되돌린 것도 실적이 아닌 스트레이키즈 월드투어로 시작된 공연 중심 성장이라는 새 스토리

엔터 4사 12M Fwd PER 5년 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

JYP_트와이스 재계약 관련 기사 발표 후 추정치 하향



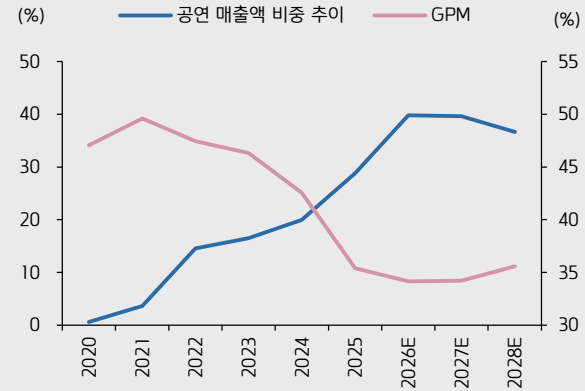
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

[엔터] MD 확장을 통한 체질 개선

◎ 공연이 커질수록 낮아지는 매출총이익률, 음반 한 장에 의존하던 구조는 MD로 다변화

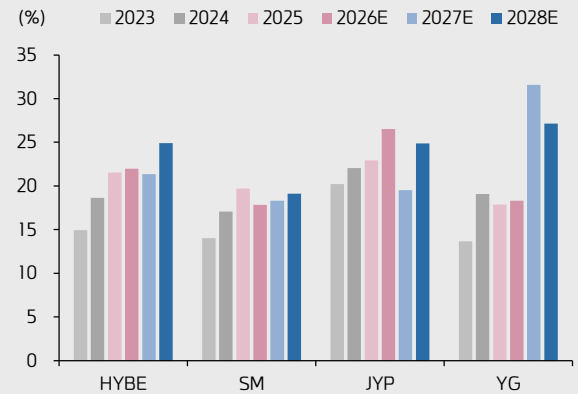
- 매출총이익률 하락의 주요 원인은 분배율보다 공연 매출 비중 확대 때문. 하이브의 매출총이익률은 2022년 47.4%에서 2026년 34.1%로 낮아지는데, 같은 기간 고연차 음반 비중은 오히려 하락했고 공연 매출 비중이 14.5%에서 39.7%로 높아진 믹스 효과가 더 큼
- 이해를 위한 예시로 공연 매출 100원 중 직접원가 30원을 뺀 70원의 70%를 아티스트에게 지급하면 회사 몫은 21원에 불과. 실제 YG의 2025년 분기 매출총이익률은 제품(음반·MD) 34~47% 대비 콘서트 13~32%에 그침
- 공연에서 낮아진 마진율 높이기 위해선 MD 성장이 필수. 4사 MD/라이선싱 매출은 2020년 3,514억원에서 2025년 1조 882억원으로 3.1배, 2026년 1조 6,200억원으로 늘고 매출 비중은 2023년 15.3%에서 2028년 24.2%로 상승 전망
- 최근 1년 4사 팝업스토어 426건 중 77%가 해외, 64%가 7년차 이하 IP. 대형 투어 없이도 음반과 팝업을 연계해 MD를 파는 구조가 자리 잡으며 에스엠·YG·JYP의 매출총이익률은 2026년을 저점으로 반등 전망

하이브_공연 매출 비중과 GPM 반비례 관계



자료: 하이브, 키움증권 리서치센터

엔터 4사 MD 매출 비중 추이 및 전망



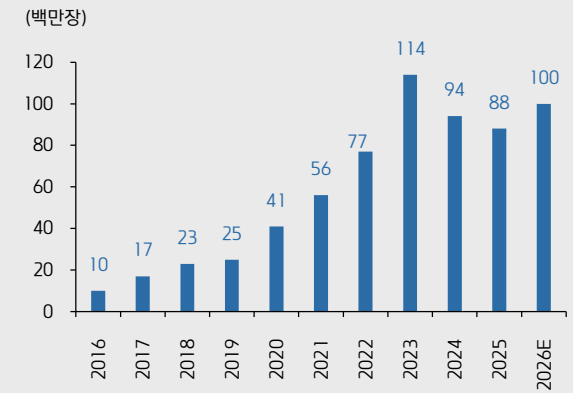
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

[엔터] 음반도 회복세, 3년 만의 1억장 재돌파

◎ 1~10월 8,510만장(+11.7%), 2023년 이후 처음으로 연간 1억장 회복 전망

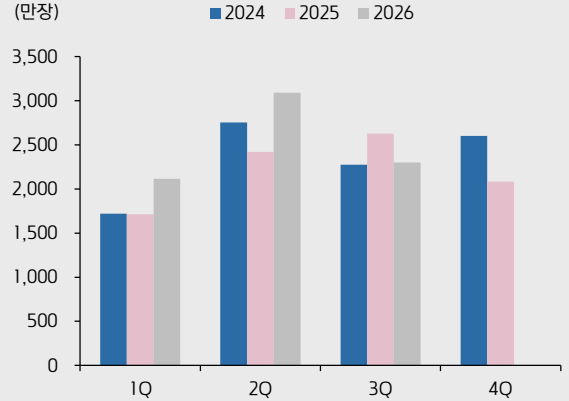
- 2026년 1~10월 국내 음반판매량은 8,510만장(YoY +11.7%)으로 2024~2025년 2년 연속 역성장을 끊고 반등. 11~12월 컴백이 집중되며 연간 판매량은 2023년(1억 1,405만장) 이후 3년 만에 1억장을 재돌파 예상됨
- 2분기 3,092만장은 분기 기준 역대 2위. BTS 완전체 앨범(533만장)과 블랙핑크(204만장)의 복귀 효과를 제외해도 1~10월 판매량은 +3.2% 성장
- 4사 점유율은 2025년 62%에서 66%로 반등. 코르티스가 2년차에 592만장으로 전체 1위에 올랐고, 엔하이픈 488만장, NCT WISH 356만장 등 7년차 이하 IP가 상위권을 채우며 세대교체가 음반에서 먼저 확인
- 음반 수요의 질도 변화. 하이브 3분기 음반 매출의 30%가 음원에서 발생했고, JYP는 국내 대비 단가가 2~3배 높은 서구권 출하가 늘며 발매 횟수 감소에도 음반 매출이 증가. 구보의 롱테일 판매와 해외 출하가 음반 매출의 변동성을 낮추는 중

연간 국내 음반판매량 추이



자료: 써클차트, 키움증권 리서치센터 (2026E 당사 추정)

분기별 국내 음반판매량 추이



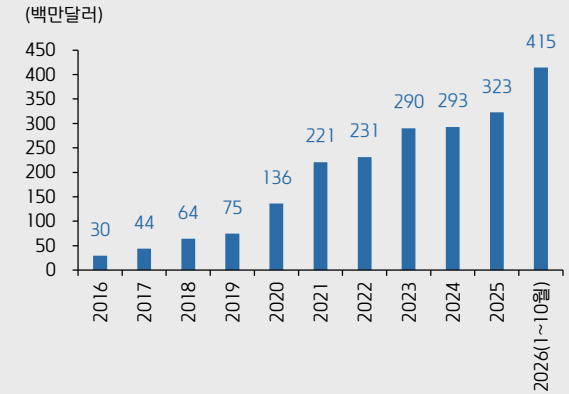
자료: 써클차트, 키움증권 리서치센터

[엔터] 음반 수출: 미국과 중국이 일본을 넘었다

◎ 1~10월 수출액 4.1억달러(+58%), 10개월 만에 2025년 연간 실적 상회

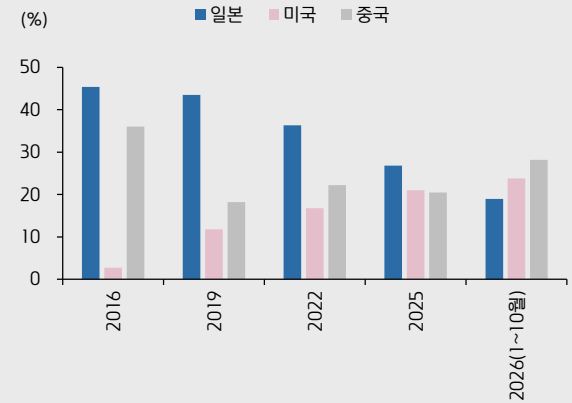
- 2026년 1~10월 음반 수출액은 4억 1,453만달러(YoY +57.5%)로 이미 2025년 연간(3억 2,246만달러)을 크게 상회. 2016년 2,990만달러에서 10년 만에 14배 성장
- 수출처의 구성이 바뀜. 2016년 45%를 차지하던 일본 비중 19%로 낮아진 반면 미국 3%에서 24%, 중국 28%로 높아짐. 10월 누적 미국향 수출은 9,883만달러(+127%), 중국향은 1.2억달러(+106%)로 일본(7,893만달러, +4%)을 모두 앞섬
- 2026년 상반기 미국 CD 판매 TOP 10 중 8개가 K-POP 앨범(BTS, 엔하이픈, 에이티즈 2개, 코르티스, 스트레이키즈, TXT, 캣츠아이). 4사 공연 모객 중 서구권 비중도 2019년 20%에서 2026년 33%로 상승
- 시장이 여러 개로 나뉘며 신인마다 다른 지역을 공략할 수 있게 된 점이 핵심. 매년 7팀 안팎이 데뷔해도 한정된 팬덤을 나눠 갖는 구조에서 벗어나 다수 IP를 동시에 운용할 수 있는 기반이 2026년에 확인됨

국내 음반 수출액 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

국가별 음반 수출 비중 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

[엔터] 2028년 역대급 사이클을 준비할 2027년

◎ 2027년 영업이익 +52%, 2028년은 역대 최대 이익 사이클

- 4사 합산 2027년 매출 7조 6,602억원(+2.9%), 영업이익 1조 125억원(+51.8%). 외형은 BTS 기저로 정체되나 1분기 대규모 성과급 일회성 비용 기저효과와 저연차 수익화로 OPM 9.0%→13.2% 개선 전망
- 2028년은 BTS 차기 투어·세븐틴 완전체·저연차 4년차가 겹치는 최대 이익 사이클(OP 1조 962억원). 주가는 늘 다음 해 재료를 선반영했고, 2027년은 2028년을 선반영하는 해

◎ 짝수해 하반기 저점, 홀수해 반등: 합산 시총은 세 번째 바닥

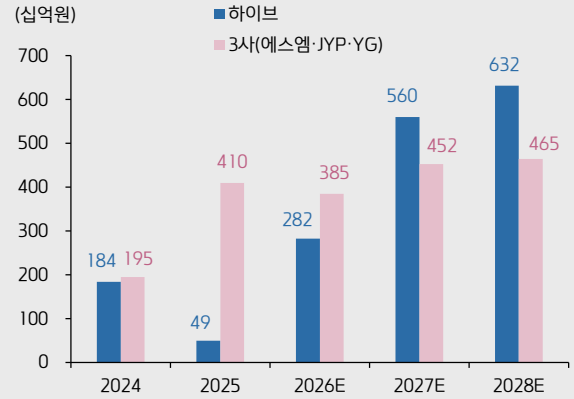
- 합산 시총은 2022년 10월 8.8조원→2023년 6월 21.9조원(+150%), 2024년 9월 10.2조원→2025년 11월 21.9조원(+115%)으로 반등. 2026년 11월 9.6조원은 세 번째 짝수해 저점
- 두 차례 반등의 공통점은 불확실성 해소와 새 스토리. 2027년의 해소 재료는 BTS 차기 활동 및 재계약 플랜 확정, 새 스토리는 저연차 공연 스케일업과 4사 동시 신인 데뷔

엔터 4사 합산 시가총액 5년 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

하이브·3사 합산 영업이익 전망



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

[엔터] 기대포인트 1: 저연차 IP의 공연 스케일업

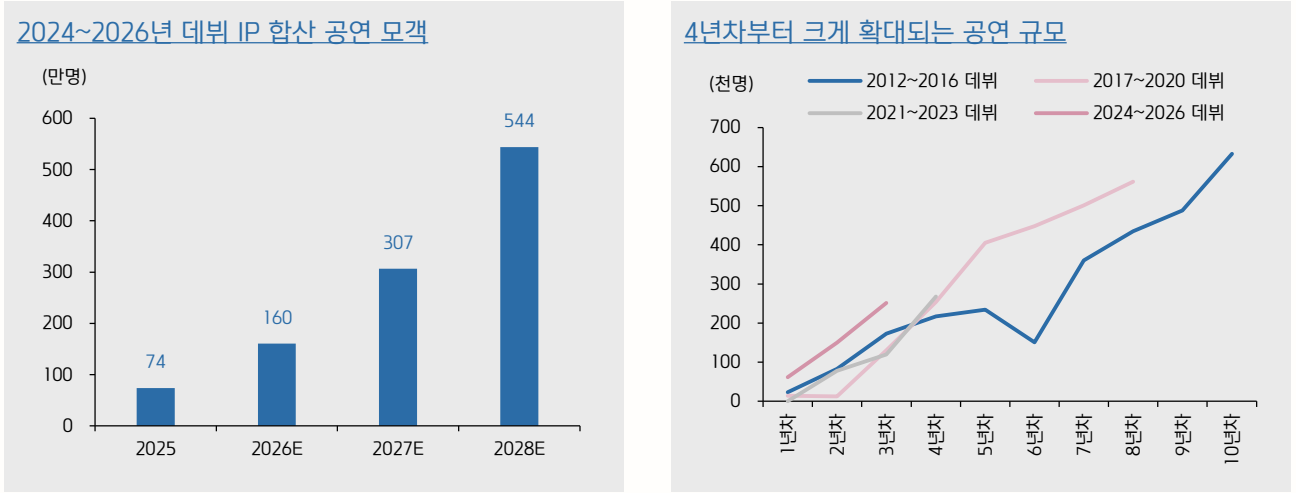
◎ 2024~2026년 데뷔 약 19팀, 공연이 비약하는 4년차 도달이 2027년 하반기~2028년에 집중

- 저연차 IP는 2~3년차 첫 투어, 4년차부터 아레나~돔급으로 비약. 2024년 데뷔 7팀(캣츠아이·NCT WISH·베이비몬스터 등)이 2027년, 2025년 데뷔 6팀(코르티스·하츠투하츠 등)이 2028년 4년차
- 출발 체급이 다름. 2024년 데뷔 팀의 3년차 평균 모객 29.3만명은 직전 세대(11.9만명)의 2.5배. 캣츠아이 3년차 59.7만명, 베이비몬스터 2년차 52.8만명으로 한 사이클에 3~6배

◎ 저연차 IP 합산 모객수 2027년 +91%, 2028년 +77% 전망. 음반에서 먼저 확인된 세대교체가 공연으로

- 합산 모객 2026년 160만명→2027년 307만명→2028년 544만명. 4사 저연차 IP 모객 비중 18%→29%→47%
- 현지화 그룹과 2026년 데뷔 예정인 그룹에 대해서는 공연 모객 성장 미반영되어 있어 향후 추가될 예정
- 캣츠아이 월드투어 추가 일정 발표, NCT WISH 두 번째 투어처럼 투어 발표가 이어질수록 상향되는 구조

2024~2026년 데뷔 IP 합산 공연 모객



자료: 각 사, 언론보도, 키움증권 리서치센터 (모델 반영 IP 기준)

4년차부터 크게 확대되는 공연 규모

자료: 써클차트, 키움증권 리서치센터

[엔터] 저연차 IP 이익 기여도 확대 본격화될 전망

◎ 저연차 IP 체급 2027년부터 본격 성장

- 저연차 IP 합산 매출은 2024년 3,598억원→2026년 9,453억원→2028년 1조 9,426억원. 2028년 1군 12팀 중 8팀이 2020년 이후 데뷔 IP로 교체
- 비교를 위해 동일 가정(음반 장당 1.5만원, 공연 1인당 15.4만원으로 가정 시 2020년 이후 데뷔 IP 대부분 2026년 1,000억원 수준에서 2028년 1,500~2,000억원 수준으로 성장 전망. MD와 출연, 광고 등 기타 부가 매출까지 합산 시 해당 매출의 추가 30% 수준 가산하여 대략적으로 비교 가능
- 저연차 IP의 매출 비중 2024년 16% → 2026년 25% → 2028년 50%까지 확대되며 마진율 개선도 본격화될 것으로 기대

저연차 IP 음반+공연 매출(억원)_비교를 위해 동일 가정 적용(음반 장당 1.5만원, 공연 1인당 15.4만원)

아티스트	소속사	데뷔	2024	2025	2026E	2027E	2028E
르세라핌	하이브	2022	463	992	1,028	1,143	1,146
&TEAM	하이브	2022	77	591	1,009	956	956
보이넥스트도어	하이브	2023	335	681	835	1,186	1,739
캣츠아이	하이브	2024	-	183	1,014	1,451	2,067
코르티스	하이브	2025	-	207	1,163	1,729	2,291
에스파	에스엠	2020	1,129	1,063	1,289	1,522	1,643
라이즈	에스엠	2023	577	943	716	1,269	1,577
NCT WISH	에스엠	2024	312	609	944	1,210	1,672
NMIXX	JYP Ent.	2022	292	502	406	652	882
킥플립	JYP Ent.	2025	-	164	183	360	559
베이비몬스터	YG	2024	371	945	848	1,188	1,730

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터 / 주: 2026E~ 당사 추정

[엔터] 컨센서스의 시차: 흥행은 확인된 뒤에 반영된다

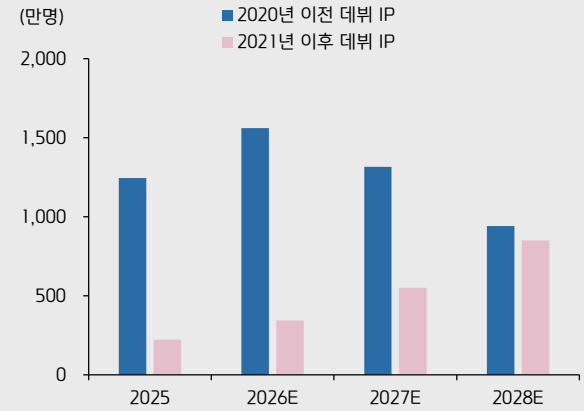
◎ 흥행을 기본 가정으로 둘 수 없는 산업, 추정치는 공연 일정 발표 후 반영되는 구조

- 당사 2027년 OP는 하이브 5,602억원(컨센 +13%), 에스엠 2,306억원(+10%)으로 컨센서스 상회 전망
- 신인 기여는 현재 시점에서도 보수적으로 가정되어 있어 향후 일정 발표 시 상향 여지가 큰 구조

◎ 변곡점은 분기 실적이 아니라 투어 공개: 2024년의 재현

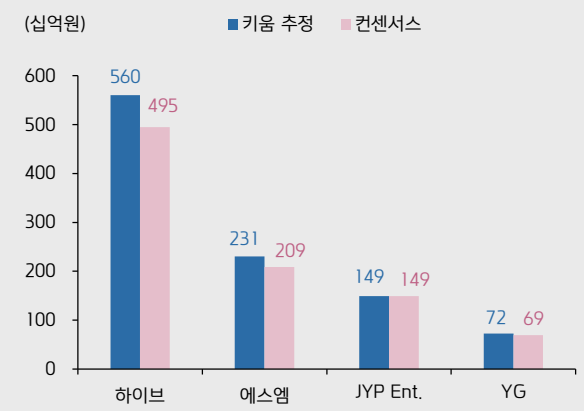
- 2024년 15배까지 낮아진 PER을 되돌린 것은 스트레이키즈 월드투어 발표. 2027년 트리거도 캣츠아이, 코르티스, 베이비몬스터, 라이즈, NCT 위시 등 월드투어 규모 성장에 주목
- 2021년 이후 데뷔 IP의 모객 비중은 2026년 18%→2027년 29%→2028년 47%. 이익 이전이 숫자로 확인되는 2027년 및 2028년 컨센서스 추정치 상향이 리레이팅의 출발점으로 판단

4사 공연 모객 연차별 구성



자료: 각 사, 언론보도, 키움증권 리서치센터
주: 블랙핑크, 트와이스 일정은 추정에서 제외.
BTS의 경우에도 아직 확정되지 않은 일정에 대해 보수적으로 추정

2027년 OP: 키움 추정 vs 컨센서스



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

[엔터] 기대포인트 2: 신인 전쟁, 4사 모두 2027년 데뷔

◎ 저연차 성장성이 밸류를 결정하는 시장에서 신인 초기 지표의 중요도가 어느 때보다 높은 해

- 하이브 미국 보이·걸그룹 2팀, 에스엠 SMTR25·신인 보이그룹, JYP oftheblue(1/11)·걸그룹, YG 보이·걸그룹 동시 공개 검토. 4사가 같은 해에 신인을 내놓는 것은 이례적
- 단순 음반판매량으로 초기 지표를 비교하기보다 공연 중심의 시장인만큼 음원 순위, 자체 콘텐츠 조회수 및 SNS 채널 구독자 수 지표 등 종합적으로 확인 후 판단 필요
- 특히 현재 시점에서 대부분의 신인 데뷔 시점이 미정인만큼 추정치에는 극히 보수적으로 가정되어 있는 상태. 데뷔 비용은 이미 반영된 반면 성공 시 음반·MD·투어가 순차 가산되는 구조로, 신인은 2027년 추정치의 상향 옵션으로 작용할 전망

엔터 4사 2027년 신인 데뷔 라인업

소속사	2027년 신인	데뷔 시점	특징	체크포인트
하이브	미국 보이그룹·걸그룹 (2팀)	2027년	캣츠아이 이후 두 번째 미국 현지화 세대. 축적된 노하우로 초기 비용 절감 효과 기대	데뷔 비용이 캣츠아이 대비 감소하는지 여부와 성장 속도 확인 필요
에스엠	보이그룹 SMTR25	2027년	NCT WISH 이후 3년 만의 보이그룹. 나영성 PD의 콘텐츠 공개 및 SMTOWN 행사 참여 등 데뷔 전부터 인지도 쌓아온만큼 초반부터 강력한 퍼포먼스 기대됨	코르티스와 경쟁 구도로 성장 시 두 그룹 모두 긍정적인 효과 기대됨
JYP Ent.	보이그룹 oftheblue, 걸그룹	2027년 1월 11일, 걸그룹은 미정	4인조 보이그룹. 저연차 약세가 반복된 동사의 팬덤 전략 변화가 관건	초동 지표, 상시 팬덤 모집 등 유입 경로 재설계
YG	신인 보이그룹·걸그룹	2027년	자체 콘텐츠 및 디지털 싱글을 통한 데뷔 예상. 관련 콘텐츠 조회수 등이 주요 지표	신인 걸그룹 이미 티저로 높은 관심 입증. 먼저 데뷔할 보이그룹도 같은 흐름 보이는지 확인 필요

자료: 각 사, 언론보도, 키움증권 리서치센터

[엔터] 2027년 실적 전망 비교

◎ 이익 증가의 축은 하이브와 에스엠. JYP·YG는 보수적 가정 하 정체이나 신인 성과 확인 시 상향 폭이 큼

- 하이브 2027년 영업이익 5,602억원(+98.5%)은 일회성 비용 소멸(약 2,500억원)과 BTS 투어 지속, 저연차 투어 확대의 합
- 에스엠은 매출 +15.5%, 영업이익 +38.4%로 4사 중 가장 가파른 성장. 3사 이익 증가분의 94%가 에스엠
- JYP Ent.는 트와이스 미반영과 MD 보수적 가정으로 매출 -3.6%, 영업이익 +2.1%
- YG는 블랙핑크 음반 및 빅뱅 월드투어 역기저로 매출 -10.6%에도 공연 원가 축소로 영업이익은 소폭 증가

엔터 4사 2027년 실적 전망 비교

구분	2026E 매출	2027E 매출	YoY	2026E 영업이익	2027E 영업이익	YoY	2027E 음반	2027E 모객	2027년 핵심 동력
하이브	4,736	4,857	+2.6%	282	560	+98.5%	3,369	837	BTS 차기 투어 299만명, 캣츠아이 90만명, 일회성 소멸
에스엠	1,239	1,431	+15.5%	167	231	+38.3%	1,634	412	저연차 4년차 진입, 에스파 컴백, MD 역량
JYP Ent.	839	809	-3.6%	146	149	+2.1%	1,181	338	스키즈 투어 236만명, 트와이스 미반영
YG	630	563	-10.6%	72	72	+1.1%	548	278	빅뱅·트레저 투어, 신인 데뷔, 블랙핑크 공백
4사 합산	**7,444**	**7,660**	**+2.9%**	**667**	**1,012**	**+51.8%**	**6,732**	**1,865**	**일회성 제외 시 OP +10.4%**
3사(하이브 제외)	**2,708**	**2,803**	**+3.5%**	**385**	**452**	**+17.6%**	**3,363**	**1,028**	**음반 +24%, 이익 증가의 94%가 에스엠**

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터 / 주: 매출·영업이익 십억원, 음반 만장, 모객 만명

[엔터] Top Pick 하이브, 에스엠

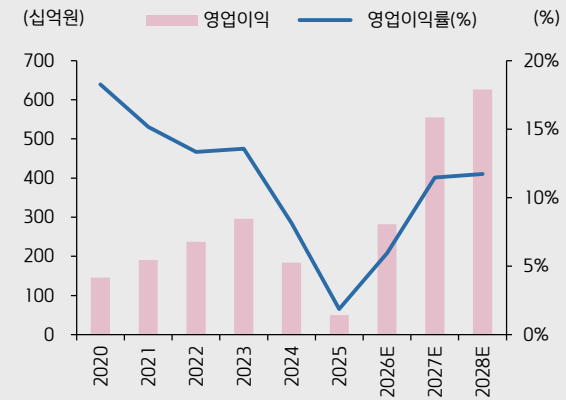
◎ 하이브: 고연차 방어·저연차 성장·신인 모멘텀을 모두 갖춘 엔터사

- BTS는 2028년까지 활동 가시성이 확보돼 공백 우려 해소. 캣츠아이는 북미 대기자 30만명으로 2027년 돔, 2028년 스타디움급 기대. 미국 신인 2팀의 안착은 리레이팅 요인
- 2027년 OP 5,602억원(+98.5%)은 컨센서스 +13%. 목표주가 280,000원(2027E EPS × 25배), 상승여력 80%

◎ 에스엠: 저연차 4팀이 공연 규모가 확대되는 빅사이클, 가장 높은 이익 성장이 기대되는 엔터사

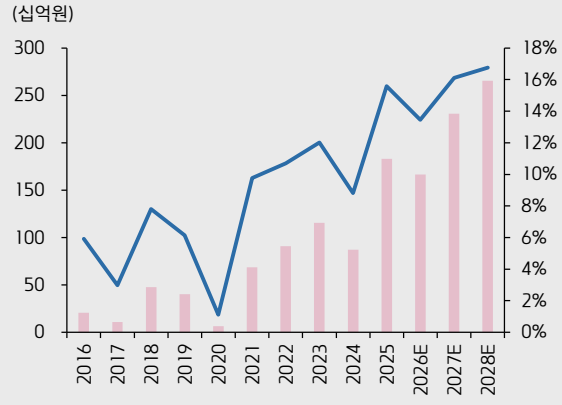
- NCT WISH 2nd 투어, 라이즈 정규 2집·월드투어, 에스파 컴백·투어가 이어지며 저연차 모객 62만명→145만명 전망. 공백 분기에도 +23% 성장한 MD는 내년 공연 규모가 확대되며 레버리지 효과 이끌 것으로 기대
- 2027년 매출 +15.5%, OP +38.4%로 4사 중 가장 가파른 성장. PER 12.5배 밴드 하단, 목표주가 130,000원(17.5배), 상승여력 67%

하이브 영업이익 추이 및 전망



자료: 하이브, 추정은 키움증권 리서치센터

에스엠 영업이익 추이 및 전망



자료: 에스엠, 추정은 키움증권 리서치센터

II. 엔터 기업분석

- 하이브(352820)
- 에스엠(041510)

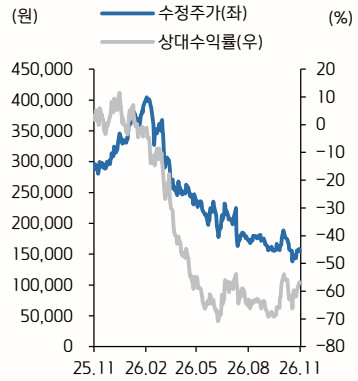
하이브(352820): 흔들림 없는 BTS와 가속화될 저연차 수익화

BUY (Maintain)

엔터/레저/미디어 Analyst 임수진
RA 박정현

목표주가: 280,000원
주가(11/17): 154,800원

KOSPI (11/17)		4,968.48pt
시가총액		6조 6,729억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	404,500원	1388,000원
최고/최저가대비	-61.7%	12.2%
주가수익률	절대	상대
1M	-12.4%	-0.1%
6M	-36.6%	-4.3%
1Y	-47.3%	-58.3%
발행주식수		43,107천주
일평균 거래량(3M)		233천주
외국인 지분율		18.4%
배당수익률(2026E)		0.3%
BPS(2026E)		75,209원
주요 주주	방시혁 외 11인	28.6%



◎ 2027년에도 이어지는 BTS 활동, 공백 우려는 해소

- BTS는 2027년 1분기 호주·홍콩·마닐라 앵콜 투어(11회, 57만명)에 이어 차기 투어와 완전체·솔로 음반까지 준비 중임을 확인. 2028년까지 활동이 이어질 가능성이 높아 활동 공백 우려는 점진적으로 해소될 전망
- 2027년 매출액 4.9조원(YoY +2.6%), 영업이익 5,602억원(YoY +98.5%, OPM 11.5%) 전망. 투어 초기 비용 부담이 사라지고 고마진 매출이 누적되며 영업이익은 2027년, 2028년 컨센서스를 각각 +18.3%, +19.7% 상회할 전망

◎ 캣츠아이가 증명한 현지화 그룹의 잠재력, 2027년 리레이팅 요인

- 캣츠아이는 아레나급 투어에도 북미 티켓팅 대기자가 30만명을 상회, 2027년 돔급·2028년 스타디움급 성장이 기대됨. 2027년 데뷔할 미국 보이그룹·걸그룹은 축적된 노하우로 캣츠아이 대비 비용이 크게 감소할 전망이며, 같은 성장세가 재현될 경우 해외 시장 개척 잠재력이 리레이팅 요인이 될 전망
- 저연차 IP의 이익 기여도가 2027년부터 본격 확대되는 구조. 현재 주가는 2027년 PER 14배 수준으로, Target P/E 25배 적용 목표주가 280,000원 및 업종 내 최선호주 의견 유지

(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,255.6	2,649.9	4,735.5	4,857.2	5,365.2
영업이익	184.0	49.3	282.2	560.2	631.7
EBITDA	330.2	195.9	396.3	667.5	730.6
세전이익	19.4	-177.4	141.2	622.3	698.2
순이익	-3.4	-254.4	70.6	479.2	537.6
지배주주지분순이익	9.4	-237.3	74.2	474.4	532.3
EPS(원)	225	-5,673	1,740	11,133	12,492
증감률(%,YoY)	-95.0	적전	흑전	539.7	12.2
PER(배)	858.8	-58.2	91.0	14.2	12.7
PBR(배)	2.51	4.32	2.11	1.92	1.68
EV/EBITDA(배)	24.9	69.9	16.8	9.4	7.9
영업이익률(%)	8.2	1.9	6.0	11.5	11.8
ROE(%)	0.3	-7.3	2.3	14.1	14.1
순차입금비율(%)	-3.6	-18.6	-12.8	-21.5	-30.7

자료: 키움증권 리서치

하이브(352820) 실적 전망

하이브 실적 추이 및 전망

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액(십억원)	**501**	**706**	**727**	**716**	**698**	**1,450**	**1,526**	**1,061**	**2,650**	**4,735**	**4,857**
QoQ(%)	-31.1%	41.0%	3.1%	-1.5%	-3%	107.6%	5.2%	-30.4%			
YoY(%)	38.7%	10.2%	37.8%	-1.4%	39%	105.5%	109.8%	48.2%	17%	78.7%	2.6%
음반(음반/음원)	137	229	190	218	272	327	283	212	773	1,093	1,161
공연(콘서트/팬미팅)	155	189	245	175	89	648	727	422	764	1,885	1,919
광고/출연 등	31	31	43	43	43	65	66	65	147	239	226
MD/라이선싱	106	153	168	143	137	311	352	240	571	1,023	1,034
콘텐츠(영상 등)	41	70	47	101	106	42	39	65	259	270	284
팬클럽 등	30	35	35	37	51	58	59	57	136	225	233
매출총이익	**218**	**284**	**202**	**234**	**299**	**461**	**463**	**393**	**938**	**1,617**	**1,662**
매출총이익률	44%	40%	28%	33%	43%	32%	30%	37%	35%	34.1%	34.2%
영업이익	**22**	**66**	**-42**	**5**	**-197**	**171**	**189**	**119**	**50**	**282**	**560**
QoQ(%)	-66.5%	204.7%	적전	흑전	적전	흑전	10.3%	-36.7%			
YoY(%)	50.3%	29.4%	적전	-92.9%	적전	159.4%	흑전	2,506%	-73%	465.6%	98.5%
영업이익률	4%	9%	-6%	1%	-28%	12%	12%	11%	2%	6.0%	11.5%
순이익	**59**	**18**	**-50**	**-268**	**-158**	**102**	**-7**	**56**	**-241**	**-7**	**474**
QoQ(%)	흑전	-69.3%	적전	적지	적지	흑전	적전	흑전			
YoY(%)	241.9%	23.8%	적전	적지	적전	466.4%	적지	흑전	-2670%	-96.9%	-6,544%
순이익률	12%	3%	-7%	-37%	-23%	7%	0%	5%	-9%	-0.2%	9.8%

자료: 하이브, 키움증권 리서치센터

하이브(352820) 재무제표

포괄손익계산서 (단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,255.6	2,649.9	4,735.5	4,857.2	5,365.2
매출원가	1,295.8	1,714.0	3,118.9	3,195.2	3,456.5
매출총이익	959.8	935.9	1,616.6	1,662.0	1,908.8
판관비	775.8	886.5	1,334.4	1,101.8	1,277.1
영업이익	184.0	49.3	282.2	560.2	631.7
EBITDA	330.2	195.9	396.3	667.5	730.6
영업외손익	-164.6	-226.7	-140.9	62.1	66.5
이자수익	40.1	41.4	37.5	47.6	60.8
이자비용	49.3	49.4	51.6	53.9	56.2
외환관련이익	63.3	59.7	69.9	74.0	46.0
외환관련손실	25.7	61.2	171.0	64.0	49.0
종속 및 관계기업손익	-18.4	-11.7	6.0	13.0	-11.7
기타	-174.6	-205.5	-31.7	45.4	76.6
법인세차감전이익	19.4	-177.4	141.2	622.3	698.2
법인세비용	22.9	77.0	70.6	143.1	160.6
계속사업순손익	-3.4	-254.4	70.6	479.2	537.6
당기순이익	-3.4	-254.4	70.6	479.2	537.6
지배주주순이익	9.4	-237.3	74.2	474.4	532.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.6	17.5	78.7	2.6	10.5
영업이익 증감율	-37.8	-73.2	472.4	98.5	12.8
EBITDA 증감율	-21.9	-40.7	102.3	68.4	9.5
지배주주순이익 증감율	-95.0	-2,624.5	-131.3	539.4	12.2
EPS 증감율	-95.0	적전	흑전	539.7	12.2
매출총이익율(%)	42.6	35.3	34.1	34.2	35.6
영업이익률(%)	8.2	1.9	6.0	11.5	11.8
EBITDA Margin(%)	14.6	7.4	8.4	13.7	13.6
지배주주순이익률(%)	0.4	-9.0	1.6	9.8	9.9

현금흐름표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	151.6	107.5	-94.1	463.8	485.7
당기순이익	0.0	0.0	70.6	479.2	537.6
비현금항목의 가감	372.1	428.8	346.8	338.7	374.5
유형자산감가상각비	61.6	59.0	52.3	57.9	59.4
무형자산감가상각비	84.5	87.5	61.9	49.4	39.5
지분법평가손익	-35.0	-109.9	-14.0	-17.0	-20.0
기타	261.0	392.2	246.6	248.4	295.6
영업활동자산부채증감	-148.1	-33.6	-258.0	-35.8	-101.7
매출채권및기타채권의감소	-25.2	-36.7	-258.8	-15.1	-63.0
재고자산의감소	-32.3	-25.8	-52.4	-6.1	-25.4
매입채무및기타채무의증가	6.8	23.3	36.1	-5.3	3.0
기타	-97.4	5.6	17.1	-9.3	-16.3
기타현금흐름	-72.4	-287.7	-253.5	-318.3	-324.7
투자활동 현금흐름	-10.4	-169.0	-64.4	-69.5	-107.6
유형자산의 취득	-32.9	-31.4	-60.0	-60.0	-60.0
유형자산의 처분	1.3	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-30.4	-27.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-72.7	227.6	48.6	55.6	30.8
단기금융자산의감소(증가)	241.3	-406.6	-121.1	-133.2	-146.5
기타	-117.0	68.1	68.1	68.1	68.1
재무활동 현금흐름	-118.0	187.4	26.9	22.8	17.7
차입금의 증가(감소)	-85.0	197.3	50.0	50.0	50.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-26.1	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-29.2	-8.3	-21.5	-25.5	-30.6
기타	22.3	-1.6	-1.6	-1.7	-1.7
기타현금흐름	30.9	-3.0	-152.7	-126.0	13.7
현금 및 현금성자산의 순증가	54.2	122.9	-284.3	291.1	409.5
기초현금 및 현금성자산	357.9	412.0	534.9	250.6	541.7
기말현금 및 현금성자산	412.0	534.9	250.6	541.7	951.3

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,787.7	2,364.0	2,490.8	2,940.5	3,589.4
현금 및 현금성자산	412.0	534.9	250.6	541.7	951.3
단기금융자산	804.0	1,210.5	1,331.6	1,464.7	1,611.2
매출채권 및 기타채권	311.3	328.8	587.6	602.7	665.7
재고자산	163.2	184.4	236.8	242.9	268.3
기타유동자산	97.2	105.4	84.2	88.5	92.9
비유동자산	3,691.5	3,121.5	3,024.8	2,934.9	2,853.4
투자자산	759.6	520.3	477.8	435.2	392.6
유형자산	97.0	87.0	94.8	96.9	97.4
무형자산	2,244.3	1,986.7	1,924.8	1,875.4	1,835.9
기타비유동자산	590.6	527.5	527.4	527.4	527.5
자산총계	5,479.2	5,485.5	5,515.6	5,875.4	6,442.8
유동부채	830.9	734.4	770.4	765.1	768.2
매입채무 및 기타채무	448.3	463.1	499.2	493.9	496.9
단기금융부채	135.9	37.3	37.3	37.3	37.3
기타유동부채	246.7	234.0	233.9	233.9	234.0
비유동부채	1,134.5	1,199.7	1,249.7	1,299.7	1,349.7
장기금융부채	955.3	1,048.8	1,098.8	1,148.8	1,198.8
기타비유동부채	179.2	150.9	150.9	150.9	150.9
부채총계	1,965.4	1,934.0	2,020.1	2,064.8	2,117.8
지배지분	3,214.7	3,257.0	3,204.6	3,514.9	4,023.9
자본금	20.8	21.3	21.3	21.3	21.3
자본잉여금	1,635.9	1,888.0	1,888.0	1,888.0	1,888.0
기타자본	15.2	31.0	31.0	31.0	31.0
기타포괄손익누계액	142.1	162.0	181.3	200.5	219.7
이익잉여금	1,400.6	1,154.7	1,083.0	1,374.1	1,863.9
비지배지분	299.1	294.4	290.9	295.7	301.1
자본총계	3,513.8	3,551.5	3,495.5	3,810.6	4,325.0

투자지표 (단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	225	-5,673	1,740	11,133	12,492
BPS	77,179	76,440	75,209	82,492	94,437
CFPS	8,852	4,171	9,796	19,194	21,407
DPS	200	500	500	1,029	1,630
주가배수(배)					
PER	858.8	-58.2	91.0	14.2	12.7
PER(최고)	1,159.0	-61.9	233.0		
PER(최저)	700.3	-33.5	78.4		
PBR	2.51	4.32	2.11	1.92	1.68
PBR(최고)	3.38	4.59	5.39		
PBR(최저)	2.04	2.49	1.81		
PSR	3.57	5.21	1.43	1.39	1.26
PCFR	21.8	79.1	16.2	8.3	7.4
EV/EBITDA	24.9	69.9	16.8	9.4	7.9
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	-242.0	-8.4	36.1	6.4	7.9
배당수익률(%,보통주,현금)	0.1	0.2	0.3	0.5	0.6
ROA	-0.1	-4.6	1.3	8.4	8.7
ROE	0.3	-7.3	2.3	14.1	14.1
ROIC	-3.0	1.5	6.0	17.6	19.7
매출채권회전율	7.7	8.3	10.3	8.2	8.5
재고자산회전율	15.6	15.2	22.5	20.3	21.0
부채비율	55.9	54.5	57.8	54.2	49.0
순차입금비율	-3.6	-18.6	-12.8	-21.5	-30.7
이자보상배율(현금)	3.7	1.0	5.5	10.4	11.2
총차입금	1,091.2	1,086.1	1,136.1	1,186.1	1,236.1
순차입금	-124.8	-659.4	-446.1	-820.4	-1,326.4
EBITDA	330.2	195.9	396.3	667.5	730.6
FCF	-133.7	90.7	-62.8	442.9	423.6

자료: 키움증권 리서치

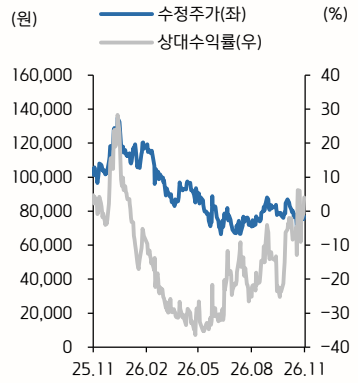
에스엠(041510): 2027년 영업이익 +38% 고성장 전망

BUY (Maintain)

엔터/레저/미디어 Analyst 임수진
RA 박정현

목표주가: 130,000원
주가(11/17): 76,900원

KOSDAQ (11/17)		650.06pt
시가총액		1조 7,606억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	135,000원	66,500원
최고/최저가대비	-43.0%	15.6%
주가수익률	절대	상대
1M	-9.2%	11.0%
6M	-16.1%	45.8%
1Y	-25.0%	4.1%
발행주식수		22,895천주
일평균 거래량(3M)		109천주
외국인 지분율		29.7%
배당수익률(2026E)		2.3%
BPS(2026E)		43,113원
주요 주주	카카오 외 8인	41.7%



◎ 저연차 IP의 공연 확장이 시작되는 2027년

- 저연차 IP의 공연은 데뷔 4년차부터 본격 확장되며 2027년이 그 시작점. NCT 위시는 4연속 밀리언셀러 달성 후 규모가 확대된 두 번째 투어에 돌입했고, 라이즈는 1분기 정규 2집 발매와 함께 전작보다 규모를 키운 신규 월드투어에 나설 전망. 에스파도 2분기 컴백과 신규 투어로 올해의 팬덤 확장을 실적으로 확인할 것으로 기대됨
- 2027년 매출액 1.43조원(YoY +15.5%), 영업이익 2,306억원(YoY +38.4%, OPM 16.1%) 전망. 공연 모객수는 412만명으로 전년 대비 +27% 성장하며 실적 성장을 견인할 전망

◎ 앨범 사이클에서 벗어난 MD, 투어 확대 구간의 성장 가속 장치

- 음반·공연 공백에도 MD가 성장하며 앨범 발매 주기에 좌우되던 수익 구조가 상시적인 팬덤 소비로 분산되는 중. 상품 기획은 리빙 카테고리까지 넓어졌고 팝업 비용 통제와 예약 서비스 도입으로 효율도 개선. 2027년에는 콜라보와 라이선싱 비중 확대로 MD 역량이 지속 강화될 전망
- 음반 공백에 따른 외형 역성장은 이미 주가에 반영. 2027년 PER 10.5배로 역사적 저점 수준이며, 엔터업 타겟 멀티플에 -30% 할인한 Target P/E 17.5배 적용 목표주가 130,000원 유지

(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	989.7	1,174.9	1,239.3	1,431.1	1,531.2
영업이익	87.3	183.0	166.7	230.6	273.7
EBITDA	149.2	250.3	349.4	297.7	298.6
세전이익	26.1	367.7	128.2	233.8	269.0
순이익	0.8	359.4	96.1	175.4	201.8
지배주주지분순이익	18.3	347.2	91.3	166.6	191.7
EPS(원)	778	15,126	3,989	7,277	8,372
증감률(%,YoY)	-78.8	1,843.8	-73.6	82.4	15.1
PER(배)	97.2	8.9	18.8	10.3	9.0
PBR(배)	2.66	3.08	1.74	1.66	1.45
EV/EBITDA(배)	10.4	11.7	4.1	4.5	4.0
영업이익률(%)	8.8	15.6	13.5	16.1	17.9
ROE(%)	2.6	41.6	9.2	16.4	17.2
순차입금비율(%)	-45.8	-38.2	-48.6	-52.7	-57.1

자료: 키움증권 리서치

에스엠(041510) 실적 전망

에스엠 실적 추이 및 전망

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액(십억원)	**231**	**303**	**322**	**319**	**279.1**	**349.6**	**291.1**	**319.5**	**1,175**	**1,239.3**	**1,431.1**
QoQ(%)	-15.4%	30.9%	6.2%	-0.8%	-12.5%	25.3%	-16.7%	9.8%			
YoY(%)	5.2%	19.3%	32.8%	16.6%	20.6%	15.4%	-9.5%	0.1%	18.7%	5.5%	15.5%
SME	165.5	220.3	224.5	202.2	189.3	240.6	173.4	182.0	812.5	785.3	894.6
음반/음원	67.8	99.0	96.7	64.8	57.5	90.9	47.1	93.0	328.2	288.5	359.6
출연	18.8	23.2	24.1	24.1	20.4	29.7	29.2	26.5	90.2	105.7	116.3
콘서트	39.0	33.6	52.5	34.5	60.8	41.6	34.5	5.6	159.6	142.5	153.9
MD/라이선싱	39.4	63.9	50.3	78.1	47.4	77.9	62.1	56.1	231.6	243.5	259.2
기타	0.5	0.6	1.1	0.7	3.3	0.6	0.5	0.8	2.9	5.1	5.7
매출총이익	**83.4**	**114.5**	**119.0**	**115.6**	**100.4**	**115.8**	**93.1**	**105.5**	**432.5**	**414.8**	**523.3**
매출총이익률	36.0%	37.8%	37.0%	36.2%	36.0%	33.1%	32.0%	33.0%	36.8%	33.5%	36.6%
영업이익	**32.6**	**47.6**	**48.2**	**54.6**	**38.6**	**52.9**	**35.5**	**39.7**	**183.0**	**166.6**	**230.6**
QoQ(%)	-3.2%	46.1%	1.3%	13.3%	-29.3%	36.9%	-32.9%	11.8%			
YoY(%)	109.6%	92.3%	261.5%	62.2%	18.5%	11.0%	-26.4%	-27.4%	109.7%	-9.0%	38.4%
영업이익률	14.1%	15.7%	15.0%	17.1%	13.8%	15.1%	12.2%	12.4%	15.6%	13.4%	16.1%
순이익	**238.4**	**29.3**	**39.8**	**27.0**	**32.5**	**29.5**	**6.8**	**29.8**	**347.2**	**98.5**	**166.6**
QoQ(%)	흑전	-87.7%	35.8%	-32.1%	8.5%	-9.4%	-76.9%	338.2%			
YoY(%)	1,877%	303.7%	530.3%	흑전	-86.9%	0.6%	-82.9%	-0.5%	1,796%	-71.6%	69.1%
순이익률	103.0%	9.7%	12.4%	8.5%	11.6%	8.4%	2.3%	9.3%	29.6%	8.0%	11.6%

자료: 에스엠, 키움증권 리서치센터

에스엠(041510) 재무제표

포괄손익계산서 (단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	989.7	1,174.9	1,239.3	1,431.1	1,531.2
매출원가	682.5	742.4	824.5	907.7	953.1
매출총이익	307.2	432.5	414.8	523.3	578.1
판관비	219.9	249.5	248.1	292.7	304.4
영업이익	87.3	183.0	166.7	230.6	273.7
EBITDA	149.2	250.3	349.4	297.7	298.6
영업외손익	-61.2	184.7	-38.5	3.2	-4.7
이자수익	12.6	13.2	16.3	18.2	21.6
이자비용	5.4	5.5	5.7	6.0	6.3
외환관련이익	16.0	14.0	11.9	27.9	11.9
외환관련손실	5.7	14.5	32.0	22.0	20.0
종속 및 관계기업손익	-2.4	214.0	7.0	7.0	7.0
기타	-76.3	-36.5	-36.0	-21.9	-18.9
법인세차감전이익	26.1	367.7	128.2	233.8	269.0
법인세비용	25.3	8.3	32.0	58.5	67.3
계속사업순손익	0.8	359.4	96.1	175.4	201.8
당기순이익	0.8	359.4	96.1	175.4	201.8
지배주주순이익	18.3	347.2	91.3	166.6	191.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.0	18.7	5.5	15.5	7.0
영업이익 증감율	-23.1	109.6	-8.9	38.3	18.7
EBITDA 증감율	-13.0	67.8	39.6	-14.8	0.3
지배주주순이익 증감율	-79.0	1,797.3	-73.7	82.5	15.1
EPS 증감율	-78.8	1,843.8	-73.6	82.4	15.1
매출총이익율(%)	31.0	36.8	33.5	36.6	37.8
영업이익률(%)	8.8	15.6	13.5	16.1	17.9
EBITDA Margin(%)	15.1	21.3	28.2	20.8	19.5
지배주주순이익률(%)	1.8	29.6	7.4	11.6	12.5

현금흐름표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	135.7	194.9	297.8	229.5	238.6
당기순이익	0.8	359.4	96.1	175.4	201.8
비현금항목의 가감	157.1	-80.4	253.0	136.1	113.5
유형자산감가상각비	33.1	33.7	31.4	8.9	2.5
무형자산감가상각비	28.9	33.5	151.4	58.2	22.3
지분법평가손익	-15.4	-245.5	0.0	0.0	0.0
기타	110.5	97.9	70.2	69.0	88.7
영업활동자산부채증감	0.8	-38.5	-30.0	-35.8	-24.9
매출채권및기타채권의감소	3.6	-19.9	-14.0	-41.7	-21.8
재고자산의감소	-8.7	-10.1	-1.3	-3.9	-2.0
매입채무및기타채무의증가	-18.4	-26.4	0.3	24.5	9.2
기타	24.3	17.9	-15.0	-14.7	-10.3
기타현금흐름	-23.0	-45.6	-21.3	-46.2	-51.8
투자활동 현금흐름	55.7	-150.0	-112.8	-115.3	-118.1
유형자산의 취득	-24.2	-8.9	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	1.9	2.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-26.0	-31.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	10.8	97.1	-7.0	-7.0	-7.0
단기금융자산의감소(증가)	76.4	-128.4	-25.2	-27.7	-30.5
기타	16.8	-80.6	-80.6	-80.6	-80.6
재무활동 현금흐름	-144.4	-33.5	-57.5	-59.3	-60.9
차입금의 증가(감소)	-32.7	-0.2	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-46.1	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-28.1	-12.9	-37.1	-38.9	-40.5
기타	-37.5	-20.4	-20.4	-20.4	-20.4
기타현금흐름	8.3	-5.1	-10.8	9.3	68.3
현금 및 현금성자산의 순증가	55.2	6.3	116.7	64.2	128.0
기초현금 및 현금성자산	303.1	358.4	364.6	481.4	545.6
기말현금 및 현금성자산	358.4	364.6	481.4	545.6	673.5

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	814.0	980.5	1,146.2	1,293.0	1,485.5
현금 및 현금성자산	358.4	364.6	481.4	545.6	673.5
단기금융자산	123.6	252.0	277.2	304.9	335.4
매출채권 및 기타채권	247.1	255.4	269.4	311.1	332.9
재고자산	28.1	23.9	25.2	29.1	31.2
기타유동자산	56.8	84.6	93.0	102.3	112.5
비유동자산	605.1	1,027.2	851.4	791.3	773.3
투자자산	241.8	144.7	151.7	158.6	165.6
유형자산	76.1	74.1	42.7	33.7	31.2
무형자산	140.2	601.4	450.0	391.9	369.5
기타비유동자산	147.0	207.0	207.0	207.1	207.0
자산총계	1,419.1	2,007.7	1,997.6	2,084.3	2,258.9
유동부채	484.6	497.2	497.5	522.0	531.2
매입채무 및 기타채무	321.1	309.2	309.5	334.0	343.2
단기금융부채	32.8	34.9	34.9	34.9	34.9
기타유동부채	130.7	153.1	153.1	153.1	153.1
비유동부채	105.5	151.7	152.1	153.2	158.2
장기금융부채	69.5	63.1	68.1	73.1	78.1
기타비유동부채	36.0	88.6	84.0	80.1	80.1
부채총계	590.0	649.0	649.6	675.3	689.5
지배지분	664.8	1,002.6	987.1	1,039.3	1,189.6
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	353.3	353.3	353.3	353.3	353.3
기타자본	-12.2	27.1	27.1	27.1	27.1
기타포괄손익누계액	-8.1	-8.2	-9.1	-9.9	-10.8
이익잉여금	319.9	618.5	603.8	656.9	808.1
비지배지분	164.3	356.1	360.9	369.7	379.8
자본총계	829.1	1,358.7	1,348.0	1,409.0	1,569.4

투자지표 (단위: 원,배,%)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	778	15,126	3,989	7,277	8,372
BPS	28,467	43,793	43,113	45,395	51,960
CFPS	6,711	12,153	15,250	13,602	13,771
DPS	400	1,620	1,701	1,769	1,769
주가배수(배)					
PER	97.2	8.9	18.8	10.3	9.0
PER(최고)	129.4	10.3	35.2		
PER(최저)	70.8	4.4	16.0		
PBR	2.66	3.08	1.74	1.66	1.45
PBR(최고)	3.54	3.54	3.26		
PBR(최저)	1.94	1.53	1.48		
PSR	1.80	2.64	1.39	1.20	1.12
PCFR	11.3	11.1	4.9	5.5	5.5
EV/EBITDA	10.4	11.7	4.1	4.5	4.0
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	1,118.4	10.3	40.5	23.1	20.1
배당수익률(%,보통주,현금)	0.5	1.2	2.3	2.4	2.4
ROA	0.1	21.0	4.8	8.6	9.3
ROE	2.6	41.6	9.2	16.4	17.2
ROIC	-1.8	40.6	19.7	33.3	42.4
매출채권회전율	3.9	4.7	4.7	4.9	4.8
재고자산회전율	36.9	45.2	50.5	52.7	50.8
부채비율	71.2	47.8	48.2	47.9	43.9
순차입금비율	-45.8	-38.2	-48.6	-52.7	-57.1
이자보상배율(현금)	16.0	33.5	29.0	38.3	43.4
총차입금	102.3	98.0	103.0	108.0	113.0
순차입금	-379.7	-518.6	-655.6	-742.5	-896.0
EBITDA	149.2	250.3	349.4	297.7	298.6
FCF	10.0	167.1	271.2	198.4	205.3

자료: 키움증권 리서치

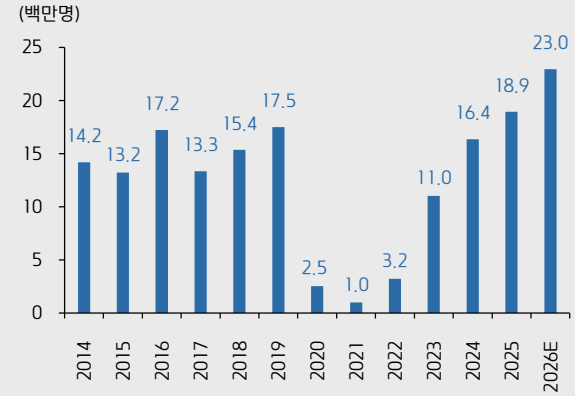
III. 레저 2027년 연간 전망

[레저] 2026년 Review: 최대 인바운드, 최저 주가

◎ 매크로 악재를 정면 돌파한 인바운드, 사상 첫 2,000만명 시대 개막

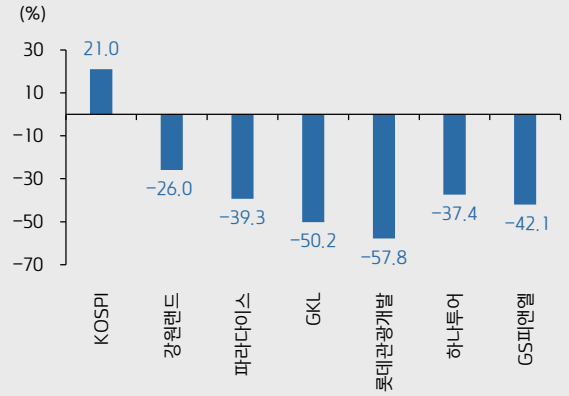
- 2026년 방한 외국인은 고유가·환율 급변동·지정학적 리스크에도 1~9월 누적 1,711만명(YoY +21.5%)으로 매월 사상 최대치를 경신. 2019년 동기 대비로도 +32.3%로 단순 회복을 넘어 구조적 성장 국면에 진입
- 10월 27일 지난해 연간 기록(1,894만명)을 조기 경신했고 11월 12일 사상 처음 누적 2,000만명을 돌파. 연간 방한객은 2,290~2,300만명(YoY +21%)으로 마감될 전망
- 1~9월 관광외화수입 31.5조원(YoY +36.7%), 1인당 소비 184만원(YoY +10.2%)으로 소비액(P)이 입국자 수(Q)보다 가파르게 성장
- 반면 레저 주가는 AI·반도체 수급 쏠림, 매크로 우려 선반영, 카지노 기금 이슈로 연초 대비 35~36% 급락해 PER 7~10배의 역사적 하단에 위치

연간 방한 외국인 관광객 추이



자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치센터

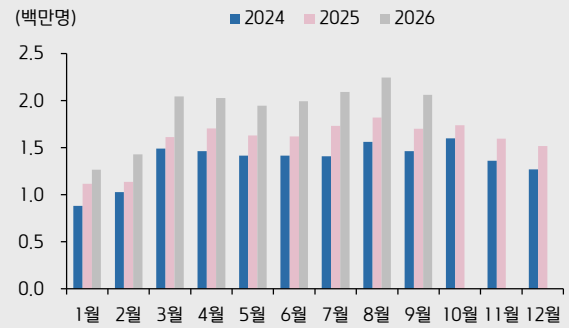
레저 주요 종목 연초 대비 주가 수익률



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터 (11/16 기준)

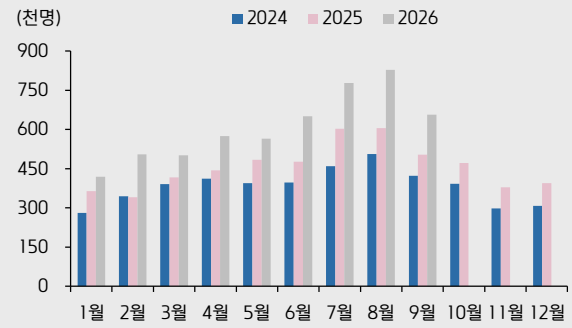
[레저] 7개월 연속 월 200만명, 역대 최고치 행진

월별 국내 전체 외국인 관광객 수 추이



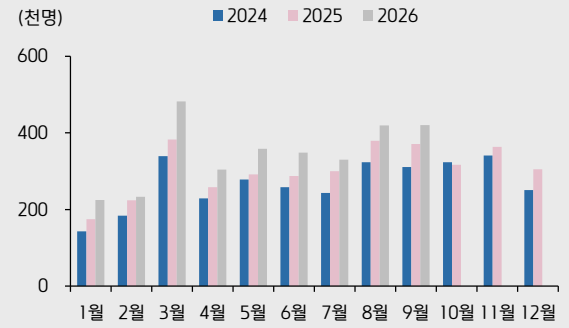
자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치센터

월별 국내 중국인 관광객 수 추이



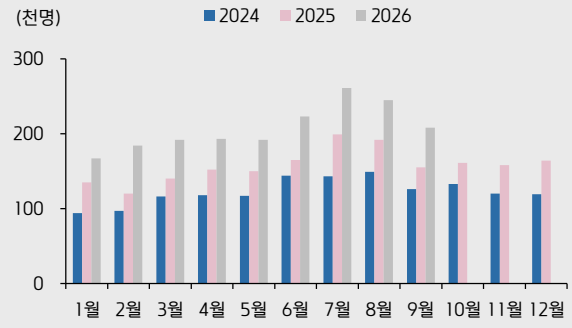
자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치센터

월별 국내 일본인 관광객 수 추이



자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치센터

월별 국내 대만인 관광객 수 추이



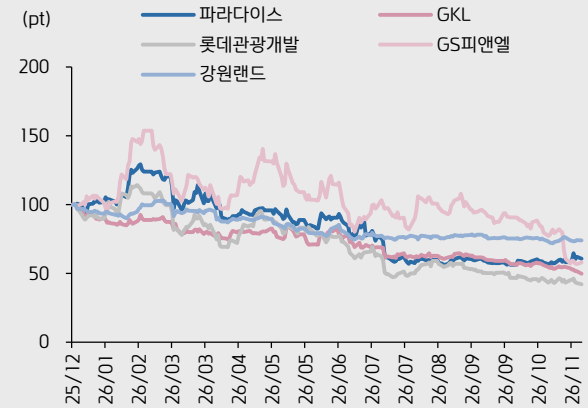
자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치센터

[레저] 인바운드 호조에도 부진한 주가 흐름

◎ 펀더멘털과 주가의 괴리, 수급이 만든 역사적 저평가

- 레저 주요 4사(파라다이스·GKL·롯데관광개발·GS피앤엘) 주가는 연초 대비 -39~-58% 급락. 같은 기간 KOSPI는 +21% 상승해 AI·반도체 중심의 수급 쏠림 속 소외가 극심
- 상반기 유류할증료 급등에 따른 아웃바운드 위축 우려, 하반기 원화 강세에 따른 인바운드 둔화 우려 등 매크로 우려는 선반영된 반면, 사상 최대 인바운드 지표는 주가에 반영되지 못함
- 관광진흥개발기금 부담률 상향(GGR의 10%→15%) 및 면허 갱신제 법안 심사가 장기화되며 카지노 업종의 규제 불확실성이 멀티플을 압박
- 외인카지노 3사 12M Fwd PER은 7.8~9.5배로 지난해 20배 수준에서 절반 이하로 하락해 역사적 하단에 위치. 조정안 발표 등 불확실성 해소 시 리레이팅 여지가 큰 구간

레저 주요 종목 주가 추이 (2025년 말=100)



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

카지노 4사 12M Fwd PER 추이



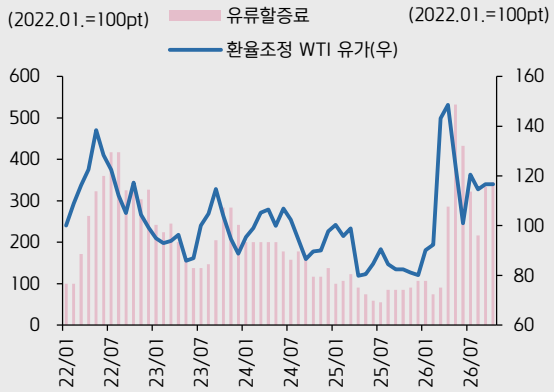
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

[레저] 유류할증료 급등, 아웃바운드만 억제했을 뿐

◎ 상반기 유류할증료 급등에도 인바운드는 상·하반기 모두 초강세

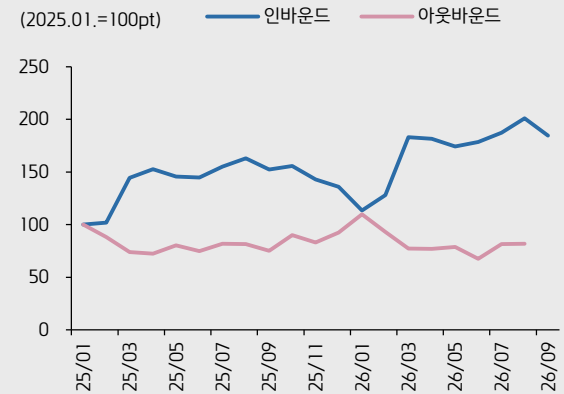
- 3월 중동발 전쟁 여파로 WTI가 배럴당 100~110달러까지 치솟으며 4~5월 국제선 유류할증료가 사상 최고 단계까지 급등. 그러나 이는 내국인 출국(1~9월 2,067만명, YoY +2%)만 억제했을 뿐
- 비수기인 1~2월(127만·143만명) 이후 3월(205만명)부터 9월(206만명, 8월 성수기 225만명)까지 7개월 연속 월 200만명 안팎의 역대 최고치 경신
- 고유가 부담은 아시아권의 단거리 노선 및 지방공항 증편과 맞물려 한국행 수요를 자극했고, 장거리 서구권은 비가격적 K-컬처 팬덤 수요가 비용 부담을 상쇄
- 2025년 1월 대비 인바운드는 9월 185pt까지 상승한 반면 아웃바운드는 8월 82pt에 그치며 인·아웃바운드 간 차별화가 연중 확대

지정학적 영향으로 유류할증료 부담 최고조



자료: 대한항공, Bloomberg, 한국은행, 키움증권 리서치센터

인바운드 및 아웃바운드 간 차별화 흐름 확대



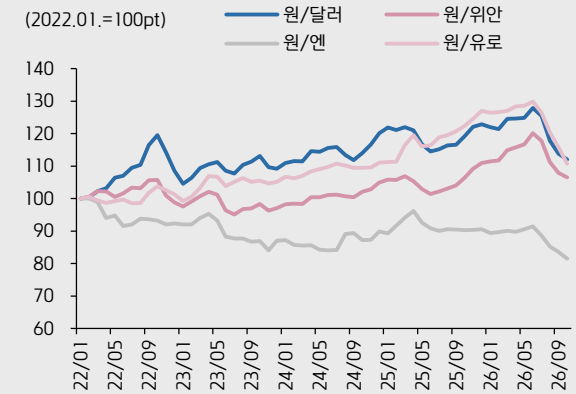
자료: 한국관광공사, 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치센터

[레저] 원화 강세, 입국자 수보다 소비액의 변수

◎ 환율과 입국자 수의 상관관계는 미미, 영향은 업종별로 차별화

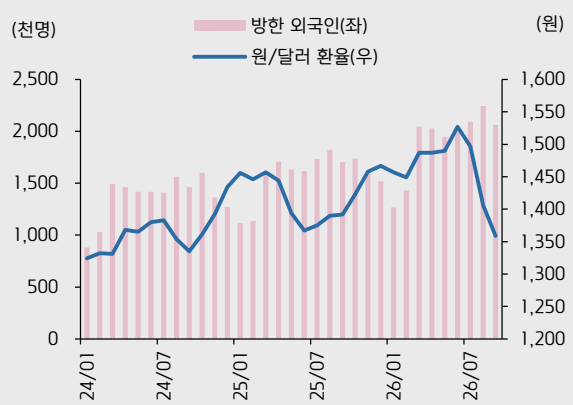
- 원/달러 환율은 상반기 1,500~1,550원대 약세에서 3분기 1,320~1,350원대로 급락했고, 원/100엔 환율도 950원대에서 20년 내 최저인 850원대로 하락
- 월별 인바운드와 원/달러 환율의 상관계수는 미미해 원화 강세에 따른 방한 수요 위축 우려는 과도하다 판단. 1~9월 인당 소비액 상승분(+10.2%)은 환율 효과 2.9%p와 순수 소비 효과 7.3%p로 추정
- 한국 관광공사에 따르면 여행 경비 20% 이상 상승 시 지출 축소 1순위는 쇼핑·체험이고 숙박비·체류일 단축은 후순위. 실제로 올 하반기 원화 강세에도 서울 주요 호텔 ADR은 10% 이상의 고성장세 기록
- 카지노의 경우 VIP 매출 비중도 높아 호텔 대비 외국인 관광객 수 성장이 온전히 실적 성장으로 이어지지는 않으나 MASS 중심의 방문객 수 성장 유의미한 수준 지속

주요국 통화 대비 원화 환율 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

월별 방한 외국인 수와 원/달러 환율



자료: 관광지식정보시스템, 한국은행, 키움증권 리서치센터

[레저] 국가별 성장성: 전 권역 두 자릿수 성장

◎ 기대 이상의 단거리 여행 수요와 견조한 서구권 수요로 성장한 2026년, 2019년 대비 전 권역 회복 완료

- 1~9월 누적 중국 547만명(YoY +29%, 비중 32%), 일본 312만명(+17%, 18%), 대만 186만명(+32%, 11%), 미국 121만명(+11%, 7%) 등 주요 국적 모두 두 자릿수 성장. 2019년 동기 대비로도 아시아 +30%, 미주 +61%, 구주 +45%로 전 권역이 코로나 이전 수준을 상회
- 중국은 9월 누적만으로 2025년 연간 입국자(548만명)에 도달해 사드 이전 최대치였던 2016년 동기의 86% 수준까지 추격한 최대 서프라이즈 국적
- 비아시아권은 339만명(YoY +15%, 2019년 대비 +53%)으로 성장 초입 단계에서 고성장세를 이어가며 체류일수·객단가가 높은 고부가 수요의 비중 확대에 기여

국적별 방한 외국인 현황 (1~9월 누적, 만명)

국적	2019년 1~9월	2025년 1~9월	2026년 1~9월	YoY	2019년 대비	비중
전체	**1,293.3**	**1,408.2**	**1,711.0**	**+21.5%**	**+32.3%**	**100.0%**
아시아	**1,055.8**	**1,111.5**	**1,371.0**	**+23.3%**	**+29.9%**	**80.1%**
중국	444.1	423.7	547.3	+29.2%	+23.2%	32.0%
일본	250.9	266.9	311.9	+16.9%	+24.3%	18.2%
대만	94.0	140.8	186.4	+32.4%	+98.4%	10.9%
홍콩	49.9	46.1	54.6	+18.6%	+9.5%	3.2%
필리핀	36.3	43.9	50.7	+15.6%	+39.6%	3.0%
베트남	41.5	41.4	45.8	+10.6%	+10.4%	2.7%
인도네시아	19.7	26.8	33.1	+23.4%	+68.2%	1.9%
미주	100.8	145.0	162.4	+12.0%	+61.2%	9.5%
미국	78.3	109.6	121.4	+10.8%	+55.0%	7.1%
유럽	81.9	99.2	119.0	+20.0%	+45.2%	7.0%

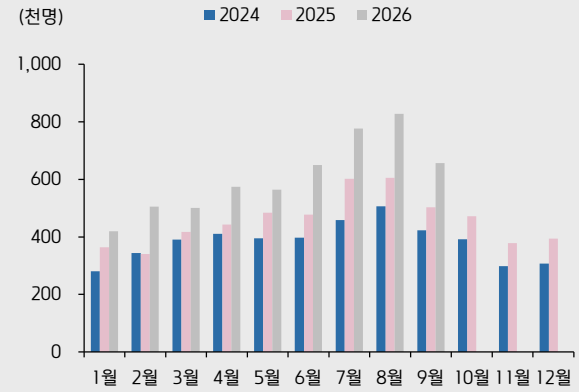
자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치센터

[레저] 중국: 무비자와 한일령의 반사 수혜

◎ 방일 중국인 급감분을 흡수하며 2025년 12월부터 방일 규모 역전

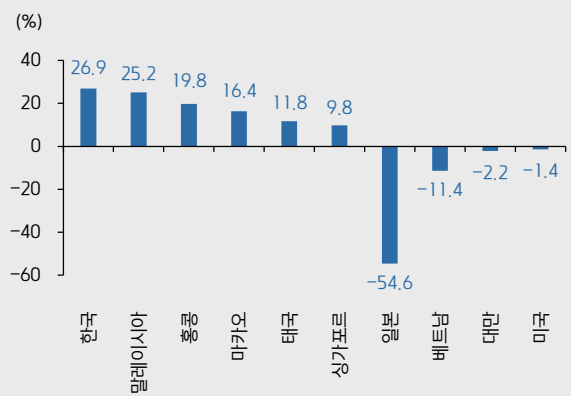
- 2025년 9월 중국 단체관광객 무비자 입국 허용과 11월 불거진 한일령 여파가 맞물리며, 1~9월 방일 중국인이 334만명(YoY -55%)으로 급감한 사이 방한 중국인은 547만명(+29%)으로 2025년 12월부터 방일 규모를 역전하며 수요를 흡수
- 일본의 오버투어리즘 규제(7월 출국세 3배·비자 수수료 5배 인상, 11월 면세 공항 사후환급 전환)와 태국의 여객서비스요금 인상(6월)·입국세 도입 추진, 중국 배우 납치 사건 여파가 한국행 반사 수혜를 확대
- 8월 방한 중국인은 83만명으로 사드 이전인 2016년 8월(87만명)의 95% 수준까지 회복. 단체·개별 관광 모두 치안 우위와 K-컬처 콘텐츠가 목적지 선택의 핵심 요인으로 작용

월별 국내 중국인 관광객 수 추이



자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치센터

1Q26 국가별 중국인 관광객 YoY 성장률 비교



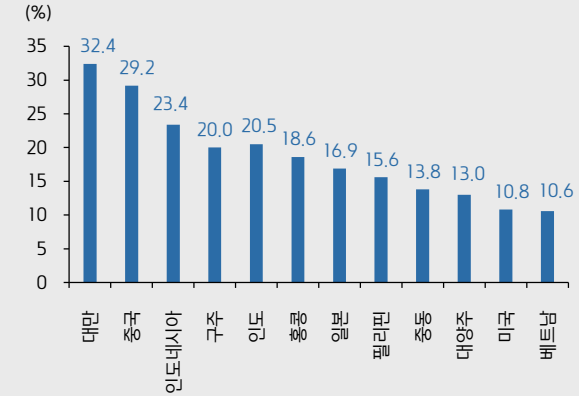
자료: 각국 관광청, 키움증권 리서치센터

[레저] 단거리는 지방공항, 서구권은 K-컬처가 견인

◎ 단거리는 지방공항 슬롯 확대, 장거리는 팬덤 수요가 성장 동력

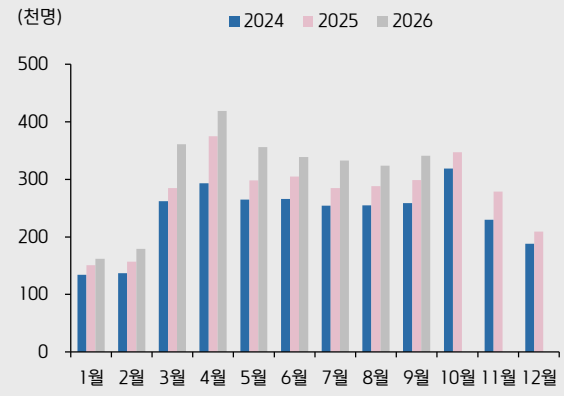
- 일본(312만명, +17%)·대만(186만명, +32%) 등 아시아 단거리는 수도권 공항의 슬롯 포화를 지방공항 국제선 증편으로 돌파. 9월 누적 지방공항 외국인 입국자는 324만명(YoY +37%)으로 수도권(+17%)을 압도했으며 지방공항 기준 대만(+60%), 일본(+44%)이 성장을 주도
- 미주 162만명(+12%)·구주 119만명(+20%) 등 서구권은 K-팝·K-뷰티·K-콘텐츠의 글로벌 주류화와 높은 치안 안정성에 힘입어 성장 초입 단계에서 고성장세 지속
- 서구권 관광객은 평균 체류일수(8~11일)가 아시아 단거리(3.5~5.5일)의 2배 수준이고 숙박비 가격 저항이 낮아, 호텔 객실 수요와 ADR 상승을 견인하는 핵심 동인으로 작용

2026년 1~9월 누적 국적별 방한객 YoY 성장률



자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치센터

월별 국내 서구권(미주+구주) 관광객 수 추이



자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치센터

[레저] 정책: 방한객 3,000만명 목표, 2028년으로

◎ 관광을 국가 핵심 전략 산업으로, 규제 완화와 인프라 투자 병행

- 2월 제11차 국가관광전략회의를 통해 방한객 3,000만명 달성 목표를 2028년으로 앞당기는 로드맵 가동. 중국 단체 무비자 연중 유지, 인도네시아 단체 무비자 시범 도입, 중국·동남아 복수비자 확대 등 비자·출입국 규제 혁신으로 방한 문턱을 대폭 완화
- 지방공항 슬롯·운수권 배정으로 동계 국제선을 주 3,206편(하계 대비 +12%)으로 확대하고, KTO 관광AI혁신본부 신설, 결제·면세 인프라 확충, K-웰니스·의료관광 등 고부가 시장 육성에 투자 집중
- 2030년 약 1.14조원 적자가 추산되는 관광진흥개발기금 확충을 위해 출국납부금 인상과 외인 카지노 납부금 상한 상향 법안을 심사 중. 연말경 법안 발의로 장기간 이어진 규제 불확실성이 해소될 것으로 기대

2026년 정부 및 한국관광공사 주요 정책 변화

분야	2026년 주요 정책 변화 및 투자
국가 전략	2월 대통령 주재 제11차 국가관광전략회의에서 관광산업을 국가 핵심 전략 산업으로 규정, 방한객 3,000만명 달성 목표를 2028년으로 앞당기는 인바운드 강화 로드맵 가동
비자·출입국	중국 단체관광객 한시 무비자 입국 연중 유지, 인도네시아 단체관광객(3인 이상) 무비자 시범 도입, 중국·동남아 방한 경험자 5년 복수비자 및 주요 도시 거주자 10년 복수비자 확대, EU 등 주요국 자동출입국심사 확대
항공·지방공항	지방공항 슬롯·운수권 적극 배정으로 동계 국제선 주 3,206편(하계 대비 +12%, 중국·일본 노선 각 +20%, 제주 국제노선 17개→25개)으로 확대. 수요응답형 교통(DRT) 등 지역 관광교통 개선
지역관광·축제	인구감소지역 소규모 관광단지 세제 혜택, 디지털 관광주민증(정부24·민간 앱 연계) 고도화, 권역별 글로벌 축제 육성에 예산 집중
관광 AX·인프라	KTO 관광AI혁신본부 신설(13개 대고객 채널 통합, AI 관광 챗봇, 관광데이터 69만건 개방). 모바일·QR 결제 인프라 4만개소 및 즉시환급 사후면세점 200개소 추가, 바가지요금 모니터링단 운영
고부가 관광	4월 치유관광산업 육성법 시행에 맞춘 K-웰니스 관광 육성, 의료관광 비자 개선, K-팝 IP 연계 마케팅 강화
숙박·기금	미신고 불법 공유숙박 퇴출 및 숙박 수급분석 고도화로 제도권 호텔 수혜 기반 공고화. 관광진흥개발기금 확충을 위한 출국납부금 인상(7,000원→1.5만~2만원)과 외인 카지노 납부금 상한 상향(GGR의 10%→15%, 5년 주기 면허 갱신제) 법안 심사 중

자료: 문화체육관광부, 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

[레저] 2027년 인바운드, 우려와 달리 +11% 성장 전망

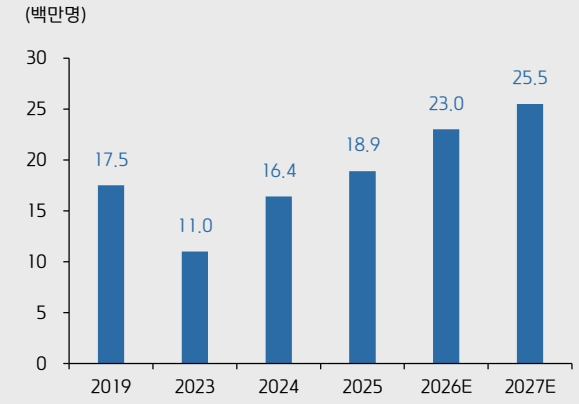
◎ 시장의 우려는 세 가지: 높은 기저, 원화 강세, 카지노 규제. 그러나 수요의 방향은 동아시아로 수렴

- 2026년 +21%의 기저와 하반기 원화 강세로 시장은 2027년 인바운드 둔화를 우려. 그러나 유럽 시위·미국 비자·동남아 물가·중동 전쟁이 동시에 작동하며 글로벌 여행 수요가 동아시아로 집중되는 구조는 2027년에도 유효
- 2027년 방한 외국인은 약 2,550만명(+11%)으로 전망. 정부 목표 2,600만명과 2028년 3,000만명 로드맵, 19% 늘어난 관광 예산(1.76조원)이 정책 측면에서 뒷받침

◎ 주가는 인바운드가 아닌 규제와 환율만 반영. 우려가 해소되는 순서대로 반등

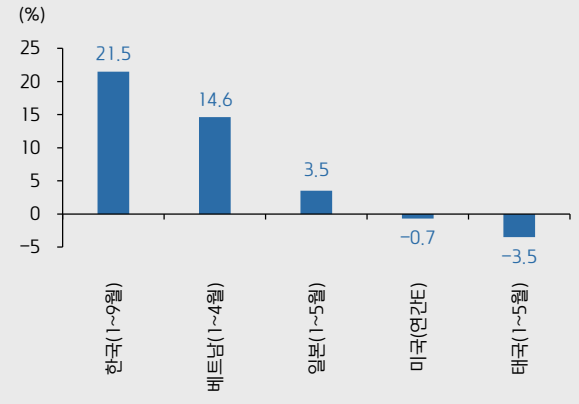
- 2026년 주요국 인바운드는 한국 +21.5%·베트남 +14.6% vs 미국 -0.7%·태국 -3.5%. 역대 최대 인바운드에도 레저 주가는 -26~-58%로, 호텔은 멀티플 하향, 카지노는 관광기금 법안·마카오 부진·홀드율이 겹친 결과
- 2027년 반등 순서는 호텔 → 카지노. 호텔은 규제 변수 없이 ADR 상승이 이익으로 직결되고, 카지노는 연말~연초 법안 발의로 불확실성이 걷히는 시점이 밸류에이션 정상화의 출발점

연간 방한 외국인 관광객 추이 및 전망



자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치센터 (2026E·2027E 키움 추정)

2026년 주요국 인바운드 증감률 비교



자료: 각국 관광청, USTA, 언론보도, 키움증권 리서치센터

[레저] 동아시아로 집중될 수밖에 없는 구조

◎ 유럽·미국·동남아·중동의 동시다발적 리스크, 대체 목적지는 동아시아뿐

- 2026년은 유럽의 시위·파업, 미국의 비자·입국 심사 강화, 동남아의 물가·치안 불안, 중동 전쟁이 겹치며 장거리 목적지의 매력이 동시에 약화된 해. 수요는 치안과 비용 효율이 검증된 동아시아 역내 여행으로 수렴
- 같은 동아시아 내에서도 일본은 출국세·비자 수수료 인상과 한일령으로 부담이 커진 반면, 한국은 무비자 확대와 지방공항 증편으로 문턱을 낮춰 상대 매력 상승. K-콘텐츠(방한 계기 1위)는 2027년 대형 이벤트로 수요를 실제 방문으로 전환

동아시아 집중 구조를 만드는 6가지 요인

요인	2026년 현황	2027년 방한 수요 시사점
유럽 시위·파업	10월 프랑스 전역 대규모 시위(약탈·방화, 루브르 휴관), 밀라노 등 파업 확산. 국내 여행사 겨울 유럽 예약 감소	아시아 장거리 수요의 유럽 기피 → 역내 집중. 유럽인도 치안이 안정된 동아시아 선호
미국 비자·입국 심사	비자 심사 강화·입국 거부로 월드컵 특수 실종. 2026년 방문객 -0.7%, 지출 -6.3%(USTA), 2년 연속 감소	미국이 흡수 못한 장거리 수요가 동아시아로 이동. 미국발 방한객은 K-팬덤으로 성장 지속
동남아 물가·치안	태국 2025년 외래객 -7.2%, 중국인 -33.6%(납치 사건·밧 강세). 2026년 1~5월 -3.5%, 입국세 도입 추진	가격 매력이 약화된 동남아 대신 한국·일본으로 중국·중동·서구 수요 이동
중동 지정학 리스크	2월 이란 공습으로 전쟁 발발, 카타르 영공 폐쇄. 유럽행 항공권 최대 80% 급등, 중동 입국객 11~27% 감소 전망	중동 경유 장거리 노선 차질과 고유가가 장거리 비용을 상시 압박. 단거리 역내 여행 고착
일본 오버투어리즘 규제	7월 출국세 3배·비자 수수료 5배 인상, 11월 면세 사후환급 전환. 한일령으로 상반기 방일 중국인 -56%	비용·절차 부담이 커진 일본 대비 한국의 상대 매력 상승. 단거리 수요의 한국 분산
K-콘텐츠 흥행	방한 계기 1위 K-콘텐츠(34.5%). 넷플릭스 시청자 72% 방한 의향, BTS 컴백 후 외국인 카드결제 +73.7%	2027년 BTS 투어·패노메논·세계청년대회·U대회 등 대형 이벤트가 팬덤을 실제 방문으로 전환

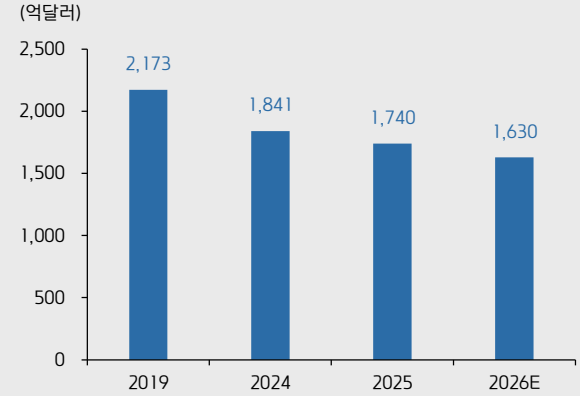
자료: 언론보도, USTA, 태국 관광체육부, 한국문화관광연구원, 키움증권 리서치센터

[레저] 유럽·미국: 시위와 비자가 만든 수요 공백

◎ 유럽은 시위·파업 장기화, 미국은 2년 연속 인바운드 역성장

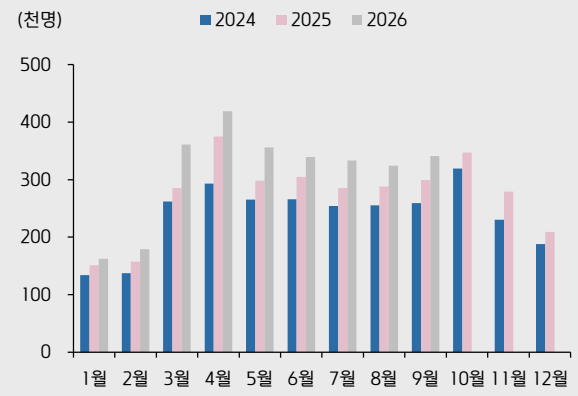
- 10월 프랑스 전역의 대규모 시위에서 약탈·방화가 발생해 루브르가 휴관했고, 밀라노 등 인접국으로 파업이 확산. 국내 여행업계는 겨울 유럽 신규 예약 감소에 대응해 일본·동남아 상품으로 전략을 전환
- 미국은 비자 심사 강화와 입국 거부 사례로 월드컵 특수가 실종. USTA는 2026년 외국인 방문객 6,780만명(-0.7%), 지출 1,630억달러(-6.3%)로 2년 연속 감소를 전망하고 2019년 회복 시점을 2030년으로 연기
- 서구 장거리 목적지의 공백은 두 방향으로 한국에 유리. 아시아 여행객은 유럽·미국 대신 역내 여행을 늘리고, 서구권 여행객은 치안이 안정된 동아시아를 선택. 1~9월 방한 서구권은 281만명(+15%)으로 성장 초입
- 서구권은 체류일수(8~11일)와 객단가가 높아 호텔 ADR·F&B를 견인하는 고부가 수요. 2027년 미주 +8%, 구주 +12% 가정

미국 외국인 방문객 지출 추이



자료: USTA(11/5) 발표 증감률 기반 키움증권 추산

월별 국내 서구권(미주+구주) 관광객 수 추이



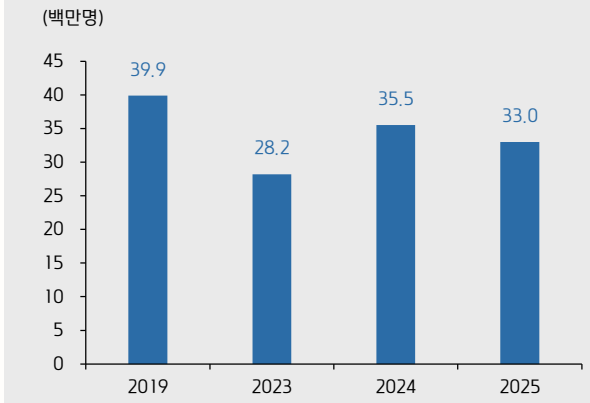
자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치센터

[레저] 동남아·중동: 대체 목적지의 매력 약화

◎ 태국은 10년 만의 역성장, 중동 전쟁은 장거리 비용 구조를 상시 압박

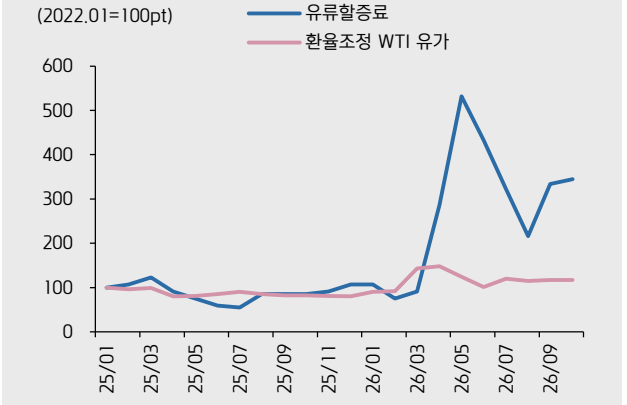
- 동남아 최대 관광국 태국은 2025년 외래객 3,300만명(-7.2%)으로 10년 만에 역성장. 중국인 납치 사건과 밧화 강세(+9.4%), 캄보디아 국경 교전으로 중국인이 447만명(-33.6%) 급감했고 2026년 1~5월도 -3.5%
- 태국은 입국세 도입·여객서비스요금 인상을 추진 중이고 베트남·말레이시아도 물가 상승으로 가격 매력이 약화. 태국을 이탈한 중국·서구 수요는 베트남(2025년 +22%)과 한국으로 이동
- 2월 28일 미·이스라엘의 이란 공습으로 시작된 중동 전쟁은 카타르 영공 폐쇄 등 허브 마비로 유럽행 항공권을 최대 80% 급등시켰고, 중동 입국객은 11~27% 감소 전망(옥스퍼드 이코노믹스). 유류할증료는 10월에도 2022년 초의 3.5배
- 중동 경유 장거리 노선의 불확실성과 고유가가 2027년에도 이어지며 단거리 역내 여행 선호 고착. 동남아·중동발 방한객 +8~12% 가정

태국 외국인 관광객 추이



자료: 태국 관광체육부, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중동 전쟁 이후 고착된 고유가·유류할증료 부담



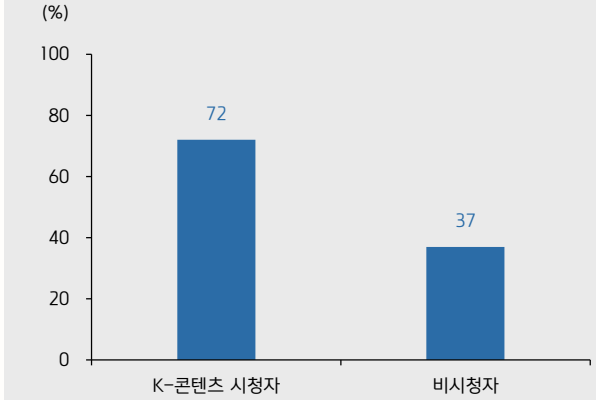
자료: 대한항공, Bloomberg, 한국은행, 키움증권 리서치센터

[레저] 콘텐츠 흥행: 팬덤을 방문으로 바꾸는 해

◎ 방한 계기 1위 K-콘텐츠, 2027년은 대형 이벤트가 수요를 실현하는 해

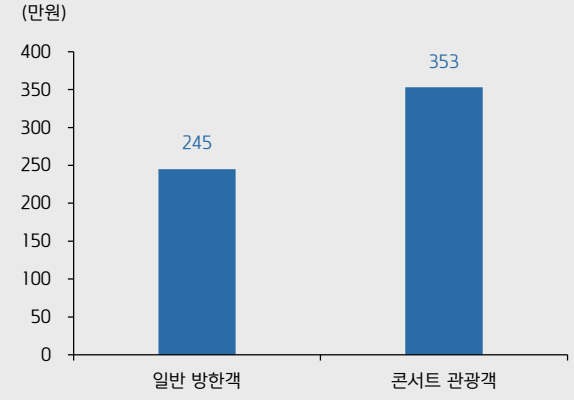
- 한국문화관광연구원 조사에서 한국 여행 관심 계기 1위는 K-콘텐츠(34.5%). 넷플릭스 글로벌 회원의 80% 이상이 한국 콘텐츠를 시청했고, 시청자의 방한 의향은 72%로 비시청자(37%)의 두 배. 〈오징어 게임〉에 이어 〈참교육〉이 역대 2위 시청 기록을 세우는 등 흥행이 매년 재현되는 구조
- 콘텐츠 수요는 소비의 질도 바꿈. 3월 BTS 광화문 컴백 직후 외국인 카드결제액이 YoY +73.7% 급증했고, 콘서트 관광객의 1인당 지출(353만원)과 체류일수(8.7일)는 일반 방한객(245만원, 6.1일) 대비 각각 +44%, +2.6일 높음
- 2027년에는 BTS 1분기 앵콜 투어와 차기 투어, 12월 정부 주도 K-팝 페스티벌 패노메논, 8월 서울 세계청년대회(WYD)와 충청 하계 U대회 등 대형 이벤트가 집중. 팬덤 수요가 실제 방문과 고부가 소비로 전환되는 해가 될 전망

K-콘텐츠 시청 여부별 한국 방문 의향



자료: 넷플릭스·2CV(8개국 11,500명 조사), 키움증권 리서치센터

콘서트 관광객 vs 일반 방한객 1인당 지출액



자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

[레저] 2027년 인바운드 약 2,550만명(+11%) 전망

◎ 중국이 성장의 40%를 담당, 서구권·동남아가 질적 성장을 보완

- 2027년 방한 외국인은 2,546만명(YoY +11%)으로 전망. 증가분 약 250만명 중 중국이 103만명(+14%)으로 40%를 담당하고, 기타 아시아 52만명(+12%), 일본 29만명(+7%), 대만 25만명(+10%), 서구권 36만명(+8~12%)이 뒤를 이을 전망
- 중국은 한일령 지속과 단체 무비자 연장, 중국 6개 도시 추가 취항(제주)으로 2016년 최대치(807만명)를 넘어설 전망. 일본은 엔저 장기화가 부담이나 지방공항 증편과 n차 재방문 수요로 완만한 성장 지속
- 정부는 2027년 관광 예산을 19% 늘린 1.76조원으로 편성하고 지방공항 관광권 육성에 4,100억원을 투입. KTO의 2027년 유치 목표 2,600만명은 당사 전망보다 소폭 높아 정책 목표 달성 시 추가 상향 여지

2027년 국적별 방한객 전망 (만명)

국적	2025	2026E	2027E	YoY	2027년 가정 근거
중국	548	734	837	+14%	한일령 지속·무비자 연장, 2016년 807만명 상회
일본	365	418	447	+7%	엔저 부담에도 지방공항 증편, n차 재방문 수요 확대
대만	189	250	275	+10%	지방공항 직항 확대, 단거리 선호 지속
기타 아시아	392	436	488	+12%	인도네시아 단체 무비자, 동남아 복수비자 확대
미주	196	218	235	+8%	K-콘텐츠 팬덤, 美 인바운드 부진의 역설(아웃바운드 선호)
구주	132	160	179	+12%	시위·파업 장기화로 역내 대신 동아시아 장거리 여행 선호
중동·대양주·기타	71	79	85	+8%	중동 지정학 리스크 장기화
전체	**1,893**	**2,295**	**2,546**	**+11%**	**정부(KTO) 2027년 목표 2,600만명, 2028년 3,000만명 조기 달성**

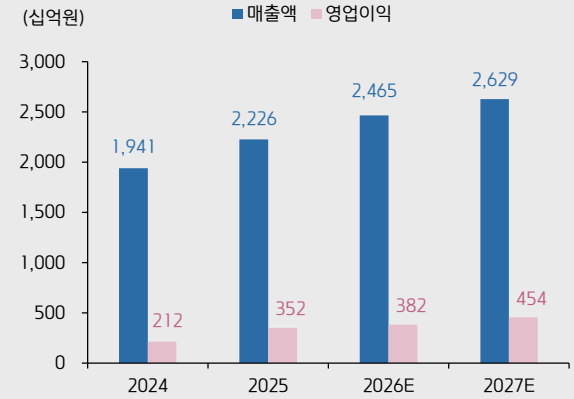
자료: 관광지식정보시스템, 한국관광공사, 추정은 키움증권 리서치센터

[레저] 카지노: 3사 매출 +6.6%, 영업이익 +18.7%

◎ 인바운드 +11% 대비 드롭액 +5.7%, 그러나 이익은 레버리지로 +19%

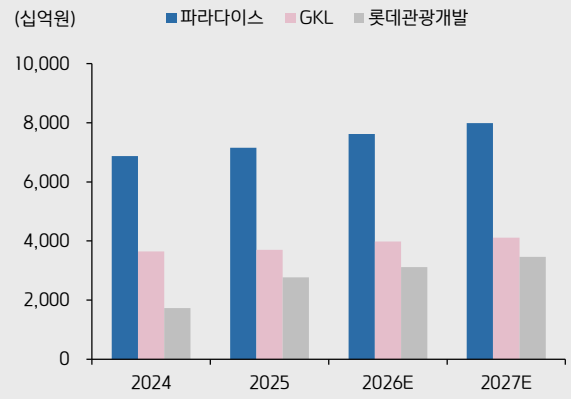
- 외인 카지노 3사(파라다이스·GKL·롯데관광개발) 합산 매출액은 2026년 2조 4,648억원에서 2027년 2조 6,285억원(YoY +6.6%), 영업이익은 3,824억원에서 4,540억원(YoY +18.7%)으로 전망. 합산 OPM 15.5%→17.3%
- 합산 드롭액은 14.7조원→15.6조원(+5.7%)으로 인바운드 성장률(+11%)을 하회. 카지노 수요는 중국·일본 VIP에 집중돼 서구권·동남아 중심의 방한객 증가가 드롭액으로 직결되지 않고, 엔저로 일본 객단가 회복도 더딘 영향
- 그럼에도 고정비 안정 후 매출 증분의 약 40%가 영업이익으로 전환되는 레버리지가 3사 공통으로 작동. 롯데관광개발의 경우 VIP 본격화와 금융비용 절감, 파라다이스는 제주·부산, GKL은 일본 프리미엄 MASS가 동력
- 관광진흥개발기금 부담률 상향(GGR 10%→15%) 법안은 비용 변수이나, 조정안 확정 시 불확실성 해소가 밸류에이션 회복의 트리거

외인 카지노 3사 합산 매출액 및 영업이익 전망



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

외인 카지노 3사 드롭액 전망



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

[레저] 카지노: 규제는 비용보다 불확실성의 문제

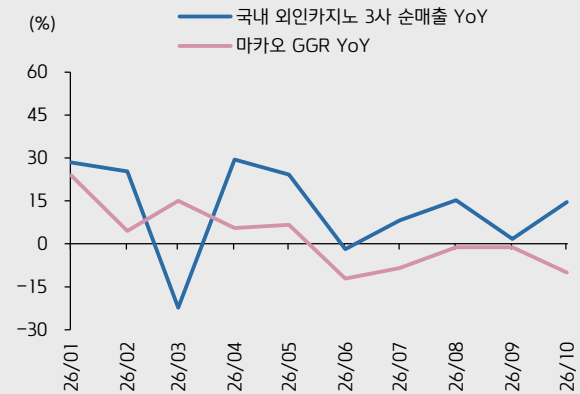
◎ 마카오 5개월 연속 역성장 vs 국내 3사 +12.5%, 차별화 확인에도 주가는 규제만 반영

- 마카오 GGR은 6월 이후 5개월 연속 감소(10월 -10%, 1~10월 +1.6%). 국내 3사 순매출은 1조 6,603억원(+12.5%)으로 롯데 +21%, 파라다이스 +11%, GKL +6%
- 그럼에도 국내 카지노 PER 9배는 마카오(12배)보다 낮음. 7월 기금 상한 15% 추진 발표일 -11~-15% 급락이 격차의 전부

◎ 상한 15% 전면 적용 시 3사 OP -24%, 발의 자체가 불확실성 해소 이벤트

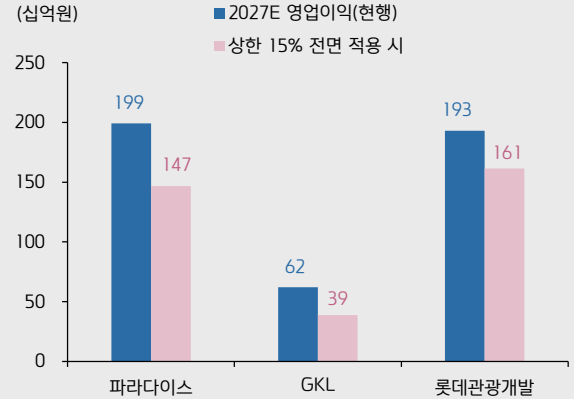
- 5%p 전면 적용 시 파라다이스 -525억원(OP의 26%), GKL -233억원(38%), 롯데 -315억원(16%). 누진 구간 감안 협회 추산은 +763억원, 제주는 별도 법령
- 법안은 국감 이후로 지연. 현 주가는 최대 영향을 이미 반영해, 조정안 확정 시 할인 요인이 사라지고 2027년 드롭액 +5.7%·OP +18.7%의 레버리지가 재평가되는 구간

국내 외인카지노 3사 vs 마카오 월별 YoY



자료: 각 사, DICJ, 키움증권 리서치센터

기금 상한 15% 적용 시 2027E 영업이익



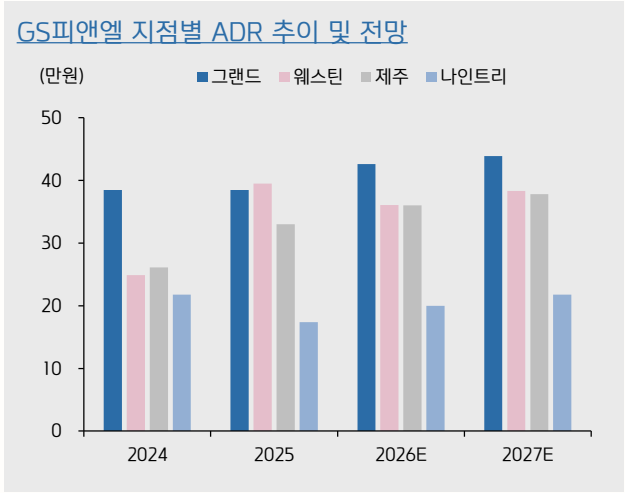
자료: 키움증권 리서치센터 추정

[레저] 호텔: GS피앤엘 매출 +6.9%, 영업이익 +16.3%

◎ 공급이 막힌 서울 특급호텔, 2027년은 OCC가 아닌 ADR의 해

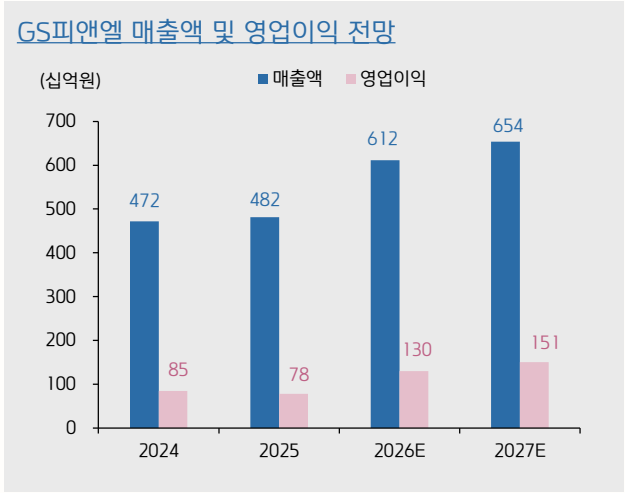
- GS피앤엘 2027년 매출액 6,539억원(YoY +6.9%), 영업이익 1,508억원(YoY +16.3%, OPM 23.1%) 전망
- 전 지점 OCC가 90% 수준으로 풀캐파를 넘어 오버캐파인 상황으로 외형 성장은 ADR 상승이 견인하는 구조로 전환
- 제주는 4분기 마지막 리노베이션 완료 후 2027년 OCC가 68%에서 86%로 정상화되며 매출 610억원(+36%)으로 반등.
- 웨스틴은 개관 2년차 온기 반영과 OCC 88%로 영업이익 기여 확대
- 2026년 1~9월 서구권 방한객 +15%, 체류일수 8~11일의 장거리 고객이 늘어 ADR 상승 저항이 낮고, 서울·인천 호텔 ADR이 2025년 9월 처음 30만원에 육박하는 등 시장 전반의 가격 상승 사이클이 2027년에도 유효

GS피앤엘 지점별 ADR 추이 및 전망



자료: GS피앤엘, 키움증권 리서치센터

GS피앤엘 매출액 및 영업이익 전망



자료: GS피앤엘, 키움증권 리서치센터

[레저] 호텔: 공급 절벽이 넓히는 ADR 상단

◎ 2027년까지 유의미한 5성급 신규 공급 부재, 상단은 초럭셔리가 끌어올림

- 부지 확보 난항과 건축비 상승, PF 경색으로 서울 도심 신축 호텔 공급은 정체. 2027년 공급은 로즈우드·자누 등 초럭셔리 소수에 그치고 파라다이스 서울(2028)·만다린 오리엔탈(2030)·리츠칼튼(2031) 등 대형 공급은 2028년 이후로 분산
- 글로벌 최상위 브랜드의 진입은 ADR 상단을 끌어올려 기존 5성급의 가격 인상 여력을 확대할 것으로 기대
- 그랜드(40만원 초반)·웨스틴(30만원 후반)의 ADR은 글로벌 주요 도시 대비 여전히 낮아, 2027년 GS피앤엘은 OCC 유지와 ADR +3~9%의 조합으로 두 자릿수 이익 성장 지속

서울 하이엔드 호텔 신규 공급 파이프라인

호텔	위치	개관(예정)	비고
로즈우드 서울	용산구 이태원동	2027년	유엔사 부지, 글로벌 초럭셔리 브랜드 첫 서울 진출
자누 서울	서울	2027년	아만 그룹 세컨드 브랜드
파라다이스 서울	중구 장충동	2028년	파라다이스 신규 하이엔드 호텔
쉐라톤 용산	용산 전자랜드 부지	2029년	용산국제업무지구 연계
더 플라자(리뉴얼)	중구 소공동	2029년	한화호텔앤리조트 전면 리뉴얼
만다린 오리엔탈 서울	중구 봉래동	2030년	서울역 북부 역세권 개발
리츠칼튼 서울	중구 남대문로	2031년	-

자료: 언론보도, 부동산R114, 키움증권 리서치센터

Ⅳ. 레저 기업분석

- 롯데관광개발(032350)
- 파라다이스(034230)
- GS피앤엘(499790)

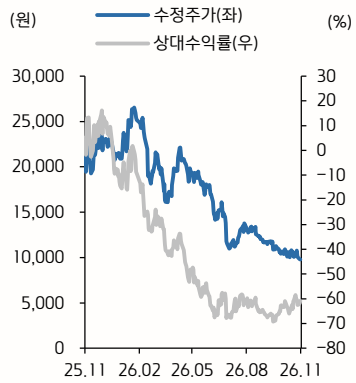
롯데관광개발(032350): 레버리지 효과 본격화될 2027년

BUY (Maintain)

엔터/레저/미디어 Analyst 임수진
RA 박정현

목표주가: 17,000원
주가(11/17): 9,800원

KOSPI (11/17)			4,968.48pt
시가총액			7,813억원
52주 주가동향		최고가	최저가
		26,550원	9,800원
최고/최저가대비		-63.1%	0.0%
주가수익률		절대	상대
	1M	-8.1%	4.9%
	6M	-49.9%	-24.5%
	1Y	-49.6%	-60.1%
발행주식수			79,725천주
일평균 거래량(3M)			312천주
외국인 지분율			19.9%
배당수익률(2026E)			0.0%
BPS(2026E)			5,925원
주요 주주		김기병 외 4인	42.6%



◎ 2027년, VIP 영업 본격화와 금융비용 절감이 만드는 이익 레벨업

- 12월 마카오-제주 매일 운항과 2027년 상반기 중국 6개 도시 추가 취항은 VIP 영업 본격화와 맞물림. 2027년 드롭액 3.46조원(YoY +11.0%), 홀드율 18.0% 가정 시 매출액 8,205억원(YoY +10.9%), 영업이익 1,929억원(YoY +18.6%, OPM 23.5%) 전망
- 2027년 5월 만기 차입금은 1금융권과 리파이낸싱 협의 중으로 조기 진행 시 금융비용 추가 절감 가능. 이자비용은 2026년 1,280억원에서 2027년 814억원으로 감소하며 지배주주순이익은 904억원(YoY +302%)으로 급증할 전망

◎ 9배 멀티플, 규제와 홀드율을 모두 반영한 가격

- 국내 카지노사 평균 멀티플은 지난해 20배에서 9배로 내려와 내년 성장 둔화 우려를 이미 반영. 마카오 카지노(18배→12배) 대비 3배 포인트의 갭은 관광진흥개발기금 규제 불확실성으로만 설명되며 조정안 발표 시 축소가 기대됨
- 10월 월 매출이 역대 최대를 경신하며 VIP 비중 확대 효과가 확인되는 중. 2027년 PER 8.8배, EV/EBITDA 6.9배로 현 주가는 바닥권으로 판단하며, 카지노 업종 타겟 PER 15배 적용 목표주가 17,000원 유지

(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	471.5	653.4	739.9	820.5	984.5
영업이익	39.0	143.3	162.8	192.9	262.9
EBITDA	124.0	231.8	244.5	273.2	345.0
세전이익	-122.5	-4.5	23.7	100.5	173.6
순이익	-116.6	27.6	22.5	90.4	130.2
지배주주지분순이익	-116.6	27.8	22.5	90.4	130.2
EPS(원)	-1,531	356	283	1,137	1,637
증감률(%,YoY)	적지	흑전	-20.6	302.0	44.0
PER(배)	-5.0	65.3	34.7	8.6	6.0
PBR(배)	1.84	4.97	1.66	1.39	1.22
EV/EBITDA(배)	14.8	13.3	7.9	6.9	5.4
영업이익률(%)	8.3	21.9	22.0	23.5	26.7
ROE(%)	-60.4	8.1	5.3	17.5	21.7
순차입금비율(%)	400.4	336.1	246.6	198.7	168.9

자료: 키움증권 리서치

롯데관광개발(032350) 실적 전망

롯데관광개발 실적 추이 및 전망

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액(십억원)	**121.9**	**157.7**	**186.7**	**188.1**	**156.2**	**203.3**	**179.6**	**200.8**	**653.4**	**739.9**	**820.5**
QoQ	9.8%	29.4%	18.4%	0.7%	-16.5%	30.2%	-11.7%	11.8%			
YoY	14.8%	35.9%	34.2%	69.4%	28.1%	28.9%	-3.8%	7.3%	38.3%	13.2%	10.9%
카지노	84.5	110.0	139.3	142.8	118.6	147.1	127.3	155.1	476.7	548.2	622.9
호텔	14.1	21.9	23.2	20.5	18.0	22.9	23.9	23.4	81.9	88.2	88.6
여행	22.0	24.2	21.7	22.1	18.3	30.1	25.8	20.2	89.1	94.4	99.1
리테일	0.7	0.7	1.0	1.0	0.4	2.0	1.7	0.4	2.8	4.5	4.9
기타	0.8	1.0	1.5	1.7	0.8	1.2	1.0	1.8	5.0	4.8	5.0
영업비용	**108.9**	**124.6**	**133.7**	**141.0**	**127.4**	**151.3**	**148.8**	**149.7**	**510.1**	**577.2**	**627.5**
영업이익	**13.0**	**33.1**	**53.0**	**47.0**	**28.8**	**51.9**	**30.8**	**51.2**	**143.3**	**162.7**	**192.9**
QoQ	6,400%	154.6%	60.1%	-11.2%	-34.8%	80.2%	-40.7%	66.1%			
YoY	41.3%	462.3%	139.1%	23,420%	121.5%	56.8%	-41.9%	15.7%	282.6%	13.5%	18.6%
영업이익률	10.7%	21.0%	28.4%	25.0%	18.4%	25.5%	17.1%	25.5%	21.9%	22.0%	23.5%
당기순이익	**-23.7**	**5.9**	**6.5**	**14.1**	**-7.5**	**14.6**	**-1.8**	**17.1**	**27.6**	**22.4**	**90.4**
QoQ	적지	적지	9.9%	117.6%	-119.3%	-294.7%	-112.3%	-1,051%			
YoY	적지	적지	흑전	적지	흑전	146.8%	-127.7%	-55.9%	흑전	-18.7%	303.2%

자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발(032350) 재무제표

포괄손익계산서 (단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	471.5	653.4	739.9	820.5	984.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	471.5	653.4	739.9	820.5	984.5
판관비	432.5	510.1	577.2	627.5	721.6
영업이익	39.0	143.3	162.8	192.9	262.9
EBITDA	124.0	231.8	244.5	273.2	345.0
영업외손익	-161.5	-147.8	-139.1	-92.5	-89.3
이자수익	1.0	2.0	3.7	4.8	5.5
이자비용	151.6	147.8	128.0	81.4	82.0
외환관련이익	2.2	9.4	5.0	6.0	4.0
외환관련손실	15.2	3.2	4.0	6.0	1.0
종속 및 관계기업손익	1.6	0.1	0.1	0.1	0.1
기타	0.5	-8.3	-15.9	-16.0	-15.9
법인세차감전이익	-122.5	-4.5	23.7	100.5	173.6
법인세비용	-5.9	-32.1	1.2	10.0	43.4
계속사업순손익	-116.6	27.6	22.5	90.4	130.2
당기순이익	-116.6	27.6	22.5	90.4	130.2
지배주주순이익	-116.6	27.8	22.5	90.4	130.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	50.4	38.6	13.2	10.9	20.0
영업이익 증감율	흑전	267.4	13.6	18.5	36.3
EBITDA 증감율	374.8	86.9	5.5	11.7	26.3
지배주주순이익 증감율	흑전	-123.8	-19.1	301.8	44.0
EPS 증감율	적지	흑전	-20.6	302.0	44.0
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	8.3	21.9	22.0	23.5	26.7
EBITDA Margin(%)	26.3	35.5	33.0	33.3	35.0
지배주주순이익률(%)	-24.7	4.3	3.0	11.0	13.2

현금흐름표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	121.7	100.1	84.5	128.5	172.5
당기순이익	-116.6	27.6	22.5	90.4	130.2
비현금항목의 가감	249.5	216.7	187.8	148.6	180.6
유형자산감가상각비	82.9	86.6	79.9	79.3	81.6
무형자산감가상각비	2.1	1.9	1.8	0.9	0.5
지분법평가손익	-1.6	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타	166.1	128.3	106.1	68.4	98.5
영업활동자산부채증감	87.6	-48.5	-0.6	-24.1	-18.8
매출채권및기타채권의감소	4.5	-25.9	-1.9	-1.8	-3.6
재고자산의감소	-2.2	0.0	-0.8	-0.8	-1.6
매입채무및기타채무의증가	10.9	-0.5	9.5	9.8	11.4
기타	74.4	-22.1	-7.4	-31.3	-25.0
기타현금흐름	-98.8	-95.7	-125.2	-86.4	-119.5
투자활동 현금흐름	-28.1	-39.8	-100.2	-100.3	-100.5
유형자산의 취득	-7.3	-9.9	-110.0	-110.0	-110.0
유형자산의 처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.4	-1.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.1	-42.4	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-19.4	2.2	-2.1	-2.2	-2.3
기타	-0.1	11.8	11.9	11.9	11.8
재무활동 현금흐름	-83.2	-42.6	-7.0	-2.0	-2.0
차입금의 증가(감소)	-71.8	-30.6	5.0	10.0	10.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-11.4	-12.0	-12.0	-12.0	-12.0
기타현금흐름	0.3	0.1	109.9	29.7	-30.1
현금 및 현금성자산의 순증가	10.7	17.8	87.2	55.9	40.0
기초현금 및 현금성자산	33.6	44.3	62.1	149.4	205.3
기말현금 및 현금성자산	44.3	62.1	149.4	205.3	245.3

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	114.4	133.1	224.1	283.8	330.5
현금 및 현금성자산	44.3	62.1	149.4	205.3	245.3
단기금융자산	44.6	42.5	44.6	46.8	49.2
매출채권 및 기타채권	9.9	14.4	16.3	18.0	21.6
재고자산	6.3	6.3	7.2	8.0	9.6
기타유동자산	9.3	7.8	6.6	5.7	4.8
비유동자산	2,052.3	2,034.5	2,048.8	2,065.3	2,093.2
투자자산	20.4	62.8	62.8	62.8	62.8
유형자산	1,690.3	1,634.5	1,664.6	1,695.3	1,723.7
무형자산	46.4	46.3	44.4	43.5	43.0
기타비유동자산	295.2	290.9	277.0	263.7	263.7
자산총계	2,166.6	2,167.6	2,272.9	2,349.1	2,423.7
유동부채	609.7	412.7	417.2	427.0	438.4
매입채무 및 기타채무	191.1	175.0	184.5	194.4	205.8
단기금융부채	318.0	167.0	162.0	162.0	162.0
기타유동부채	100.6	70.7	70.7	70.6	70.6
비유동부채	1,243.9	1,386.8	1,388.3	1,365.9	1,350.1
장기금융부채	1,024.5	1,175.0	1,185.0	1,195.0	1,205.0
기타비유동부채	219.4	211.8	203.3	170.9	145.1
부채총계	1,853.6	1,799.4	1,805.4	1,792.9	1,788.5
지배지분	316.7	372.0	471.3	559.9	639.0
자본금	38.1	39.8	39.8	39.8	39.8
자본잉여금	647.7	681.0	681.0	681.0	681.0
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	721.9	716.6	709.4	702.1	694.9
이익잉여금	-1,091.1	-1,065.3	-958.8	-862.9	-776.6
비지배지분	-3.6	-3.8	-3.8	-3.8	-3.8
자본총계	313.1	368.2	467.5	556.1	635.2

투자지표 (단위: 원,배,%)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	-1,531	356	283	1,137	1,637
BPS	4,156	4,677	5,925	7,040	8,033
CFPS	1,746	3,133	2,644	3,005	3,908
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-5.0	65.3	34.7	8.6	6.0
PER(최고)	-7.1	68.2	98.0		
PER(최저)	-4.6	21.1	34.2		
PBR	1.84	4.97	1.66	1.39	1.22
PBR(최고)	2.62	5.20	4.67		
PBR(최저)	1.70	1.61	1.63		
PSR	1.24	2.77	1.05	0.95	0.79
PCFR	4.4	7.4	3.7	3.3	2.5
EV/EBITDA	14.8	13.3	7.9	6.9	5.4
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-5.9	1.3	1.0	3.9	5.5
ROE	-60.4	8.1	5.3	17.5	21.7
ROIC	7.5	-51.4	8.4	8.0	9.7
매출채권회전율	42.7	53.8	48.3	47.8	49.6
재고자산회전율	90.2	103.2	109.4	108.3	112.3
부채비율	592.1	488.7	386.2	322.4	281.6
순차입금비율	400.4	336.1	246.6	198.7	168.9
이자보상배율(현금)	0.3	1.0	1.3	2.4	3.2
총차입금	1,342.5	1,342.0	1,347.0	1,357.0	1,367.0
순차입금	1,253.5	1,237.4	1,153.0	1,104.9	1,072.6
EBITDA	124.0	231.8	244.5	273.2	345.0
FCF	285.7	-873.8	117.4	87.5	124.6

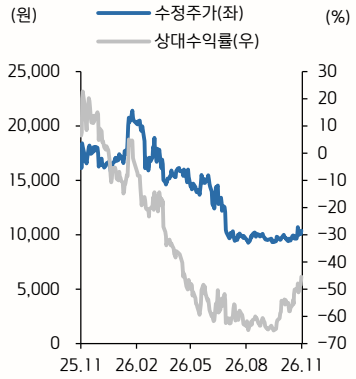
자료: 키움증권 리서치

파라다이스(034230): 과도한 저평가 구간

BUY (Maintain)

목표주가: 16,000원
주가(11/17): 10,390원

KOSPI (11/17)			4,968.48pt
시가총액			9,624억원
52주 주가동향		최고가	최저가
		21,400원	9,260원
최고/최저가대비		-51.4%	12.2%
주가수익률		절대	상대
	1M	6.0%	20.9%
	6M	-32.1%	2.3%
	1Y	-35.8%	-49.2%
발행주식수			92,629천주
일평균 거래량(3M)			380천주
외국인 지분율			6.8%
배당수익률(2026E)			1.4%
BPS(2026E)			19,182원
주요 주주	파라다이스글로벌 외 7인		45.2%



엔터/레저/미디어 Analyst 임수진
RA 박정현

◎ 레버리지 구조 확인, 2027년 드롭액 성장이 이익으로 전환

- 고정비 레벨이 상향된 뒤에도 매출 증분의 약 40%가 영업이익으로 전환되는 레버리지 구조를 확인. 2027년 드롭액 7.98조원(YoY +4.8%), 홀드율 12.1% 가정 하에 매출액 1.34조원(YoY +5.2%), 영업이익 1,991억원(YoY +18.1%, OPM 14.8%) 전망
- 2027년 제주 영업장 리노베이션에 따른 추가 성장, 장충동 신규 호텔과 위탁운영 호텔 사업 확장 등 호텔 사업의 성장 축이 더해질 전망. 하얏트 리젠시의 콤프 객실 비중이 아직 30%를 밑돌아 VIP·프리미엄 MASS 모객 여력도 충분

◎ 과도한 저평가 구간, 조정안 발표 시 가파른 회복 기대

- 관광진흥기금 부담률 상향 논의와 원화 강세 우려가 겹치며 주가는 실적 대비 과도하게 눌려 있는 상황. 국내 카지노 업종 PER은 지난해 20배에서 9배까지 하락한 반면 마카오 카지노는 18배에서 12배로 조정에 그쳐, 현재의 격차는 규제 변수 외에는 설명되지 않음
- 오랫동안 지연된 정부 조정안 발표 시 격차 축소와 함께 가파른 주가 반등 가능. 2027년 PER 9.8배, PBR 0.52배로 업종 하단에 위치하며, 카지노 업종 타겟 멀티플 15배 적용 목표주가 16,000원 유지

(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,072.1	1,149.9	1,275.0	1,341.4	1,421.9
영업이익	136.1	155.8	168.7	199.1	232.5
EBITDA	214.2	230.5	242.3	280.6	320.8
세전이익	100.8	135.3	127.4	162.7	200.8
순이익	110.7	144.8	95.5	130.1	160.6
지배주주지분순이익	75.6	94.4	66.9	97.6	120.5
EPS(원)	823	1,026	724	1,056	1,304
증감률(%,YoY)	20.6	24.6	-29.5	45.9	23.4
PER(배)	11.7	16.1	13.9	9.5	7.7
PBR(배)	0.54	0.89	0.52	0.50	0.48
EV/EBITDA(배)	8.2	10.4	7.8	6.9	5.5
영업이익률(%)	12.7	13.5	13.2	14.8	16.4
ROE(%)	5.0	5.6	3.8	5.4	6.4
순차입금비율(%)	21.0	16.9	19.2	19.1	9.7

자료: 키움증권 리서치

파라다이스(034230) 실적 전망

파라다이스 실적 추이 및 전망

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액(십억원)	**283.3**	**284.5**	**288.2**	**293.9**	**294.0**	**318.1**	**351.7**	**311.2**	**1,149.9**	**1,275.0**	**1,341.4**
QoQ	6.6%	0.4%	1.3%	1.9%	0.0%	8.2%	10.6%	-11.5%			
YoY	7.0%	4.1%	7.5%	10.5%	3.8%	11.8%	22.0%	5.9%	7.3%	10.9%	5.2%
카지노	115.6	100.8	100.4	102.7	116.1	115.6	121.3	106.1	472.8	459.0	471.7
호텔	24.3	27.6	31.5	31.7	27.4	31.9	33.0	38.1	115.1	130.5	170.6
복합리조트	139.1	152.3	149.9	156.1	145.9	167.2	191.4	163.6	544.1	668.0	680.9
기타	4.3	3.7	6.4	3.3	4.5	3.4	6.0	3.5	17.8	17.4	18.3
매출원가	**205.3**	**213.9**	**219.4**	**239.0**	**225.8**	**244.6**	**252.4**	**242.8**	**882.1**	**965.5**	**995.9**
카지노	84.5	78.3	80.7	82.7	86.9	88.4	92.6	83.4	335.1	351.3	359.7
호텔	22.5	24.2	24.7	28.1	23.3	27.0	24.5	26.8	100.3	101.6	97.0
복합리조트	94.5	107.4	109.2	119.9	111.5	125.2	131.0	128.2	430.0	495.8	509.6
기타	3.8	4.0	4.7	3.9	7.4	9.0	4.8	4.5	16.4	25.6	29.6
매출총이익	**78.0**	**70.6**	**68.9**	**54.9**	**68.2**	**73.5**	**99.3**	**68.4**	**267.8**	**309.4**	**345.5**
판관비	20.7	27.8	29.4	38.1	30.9	38.0	35.1	36.7	111.9	140.7	146.4
영업이익	**57.3**	**42.9**	**39.5**	**16.7**	**37.3**	**35.6**	**64.1**	**31.7**	**155.8**	**168.7**	**199.1**
QoQ	194.4%	-25.2%	-7.8%	-57.7%	130.6%	-4.7%	80.4%	-50.6%			
YoY	18.3%	33.9%	9.1%	-14.1%	-34.9%	-17.0%	62.3%	95.9%	14.5%	8.2%	18.1%
영업이익률	20%	15%	14%	6%	13%	11%	18%	10%	14%	13%	15%
당기순이익(지배주주)	**31**	**21**	**23**	**19**	**16**	**16**	**26**	**13**	**94**	**71**	**98**
QoQ	46%	-33%	10%	-19%	-15%	-4%	67%	-52%			
YoY	20%	44%	135%	-13%	-47%	-24%	14%	-34%	32%	-24%	37%

자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

파라다이스(034230) 재무제표

포괄손익계산서 (단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,072.1	1,149.9	1,275.0	1,341.4	1,421.9
매출원가	834.0	882.1	965.5	995.9	1,035.8
매출총이익	238.1	267.8	309.4	345.5	386.2
판관비	102.0	111.9	140.7	146.4	153.7
영업이익	136.1	155.8	168.7	199.1	232.5
EBITDA	214.2	230.5	242.3	280.6	320.8
영업외손익	-35.2	-20.5	-41.3	-36.5	-31.7
이자수익	24.3	14.9	14.6	11.6	14.4
이자비용	72.9	63.0	65.2	70.4	70.4
외환관련이익	11.2	10.6	10.0	10.0	10.0
외환관련손실	18.6	10.7	10.7	10.7	10.7
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	-3.0	0.0	0.0
기타	20.8	27.7	13.0	23.0	25.0
법인세차감전이익	100.8	135.3	127.4	162.7	200.8
법인세비용	-9.9	-9.5	31.8	32.5	40.2
계속사업순손익	110.7	144.8	95.5	130.1	160.6
당기순이익	110.7	144.8	95.5	130.1	160.6
지배주주순이익	75.6	94.4	66.9	97.6	120.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	7.8	7.3	10.9	5.2	6.0
영업이익 증감율	-6.6	14.5	8.3	18.0	16.8
EBITDA 증감율	-6.4	7.6	5.1	15.8	14.3
지배주주순이익 증감율	20.8	24.9	-29.1	45.9	23.5
EPS 증감율	20.6	24.6	-29.5	45.9	23.4
매출총이익율(%)	22.2	23.3	24.3	25.8	27.2
영업이익률(%)	12.7	13.5	13.2	14.8	16.4
EBITDA Margin(%)	20.0	20.0	19.0	20.9	22.6
지배주주순이익률(%)	7.1	8.2	5.2	7.3	8.5

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	864.0	885.0	882.7	976.9	1,209.0
현금 및 현금성자산	577.7	341.8	278.8	306.2	460.8
단기금융자산	235.1	486.5	535.2	588.7	647.6
매출채권 및 기타채권	31.7	31.1	34.4	36.2	38.4
재고자산	7.6	8.5	9.4	9.9	10.5
기타유동자산	11.9	17.1	24.9	35.9	51.7
비유동자산	3,069.8	3,195.3	3,331.7	3,450.2	3,361.9
투자자산	50.1	120.5	120.5	120.5	120.5
유형자산	2,509.9	2,542.4	2,681.8	2,802.8	2,716.4
무형자산	162.5	161.7	158.7	156.2	154.3
기타비유동자산	347.3	370.7	370.7	370.7	370.7
자산총계	3,933.8	4,080.4	4,214.4	4,427.2	4,570.9
유동부채	668.2	755.4	762.2	768.9	776.1
매입채무 및 기타채무	108.4	128.5	135.2	142.0	149.1
단기금융부채	361.8	406.5	406.5	406.5	406.5
기타유동부채	198.0	220.4	220.5	220.4	220.5
비유동부채	1,190.4	1,112.2	1,162.2	1,262.2	1,262.2
장기금융부채	885.9	796.5	846.5	946.5	946.5
기타비유동부채	304.5	315.7	315.7	315.7	315.7
부채총계	1,858.6	1,867.7	1,924.4	2,031.2	2,038.3
지배지분	1,635.7	1,723.9	1,772.5	1,846.0	1,942.4
자본금	47.4	48.0	48.0	48.0	48.0
자본잉여금	336.0	352.2	352.2	352.2	352.2
기타자본	-24.6	-22.1	-22.1	-22.1	-22.1
기타포괄손익누계액	648.1	643.8	638.2	632.6	627.0
이익잉여금	628.8	701.9	756.2	835.3	937.3
비지배지분	439.5	488.8	517.5	550.0	590.2
자본총계	2,075.2	2,212.7	2,290.0	2,396.0	2,532.6

현금흐름표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	195.9	223.9	141.1	176.0	214.2
당기순이익	110.7	144.8	95.5	130.1	160.6
비현금항목의 가감	135.6	128.6	132.7	149.4	161.1
유형자산감가상각비	74.3	71.4	70.6	79.0	86.4
무형자산감가상각비	3.8	3.2	3.1	2.4	1.9
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	57.5	54.0	59.0	68.0	72.8
영업활동자산부채증감	0.4	4.6	-4.8	-12.3	-11.5
매출채권및기타채권의감소	-9.4	-1.1	-3.4	-1.8	-2.2
재고자산의감소	0.1	-0.9	-0.9	-0.5	-0.6
매입채무및기타채무의증가	9.5	15.0	6.7	6.8	7.2
기타	0.2	-8.4	-7.2	-16.8	-15.9
기타현금흐름	-50.8	-54.1	-82.3	-91.2	-96.0
투자활동 현금흐름	-186.1	-397.0	-248.8	-243.7	-49.0
유형자산의 취득	-49.8	-88.8	-210.0	-200.0	0.0
유형자산의 처분	0.3	5.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.5	-2.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-15.2	-70.3	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-120.4	-251.5	-48.7	-53.5	-58.9
기타	-0.5	9.9	9.9	9.8	9.9
재무활동 현금흐름	-122.7	-63.1	9.1	59.5	-46.3
차입금의 증가(감소)	-87.4	-22.4	50.0	100.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-8.6	-13.0	-13.1	-12.7	-18.5
기타	-26.7	-27.7	-27.8	-27.8	-27.8
기타현금흐름	1.7	0.4	35.6	35.6	35.6
현금 및 현금성자산의 순증가	-111.2	-235.9	-63.0	27.5	154.5
기초현금 및 현금성자산	688.9	577.7	341.8	278.8	306.3
기말현금 및 현금성자산	577.7	341.8	278.8	306.3	460.8

투자지표 (단위: 원,배,%)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	823	1,026	724	1,056	1,304
BPS	17,824	18,656	19,182	19,978	21,021
CFPS	2,684	2,973	2,470	3,025	3,482
DPS	150	150	145	211	211
주가배수(배)					
PER	11.7	16.1	13.9	9.5	7.7
PER(최고)	19.1	23.4	30.2		
PER(최저)	10.9	9.4	12.7		
PBR	0.54	0.89	0.52	0.50	0.48
PBR(최고)	0.88	1.29	1.14		
PBR(최저)	0.50	0.51	0.48		
PSR	0.82	1.32	0.73	0.69	0.65
PCFR	3.6	5.6	4.1	3.3	2.9
EV/EBITDA	8.2	10.4	7.8	6.9	5.5
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	11.7	9.1	13.3	14.2	11.5
배당수익률(%,보통주,현금)	1.6	0.9	1.4	2.1	2.1
ROA	2.9	3.6	2.3	3.0	3.6
ROE	5.0	5.6	3.8	5.4	6.4
ROIC	7.0	5.2	4.7	5.6	6.5
매출채권회전율	34.7	36.6	38.9	38.0	38.1
재고자산회전율	140.0	143.0	142.4	138.8	139.3
부채비율	89.6	84.4	84.0	84.8	80.5
순차입금비율	21.0	16.9	19.2	19.1	9.7
이자보상배율(현금)	1.9	2.5	2.6	2.8	3.3
총차입금	1,247.7	1,203.0	1,253.0	1,353.0	1,353.0
순차입금	434.9	374.7	439.0	458.1	244.7
EBITDA	214.2	230.5	242.3	280.6	320.8
FCF	205.8	130.8	-14.6	28.4	262.8

자료: 키움증권 리서치

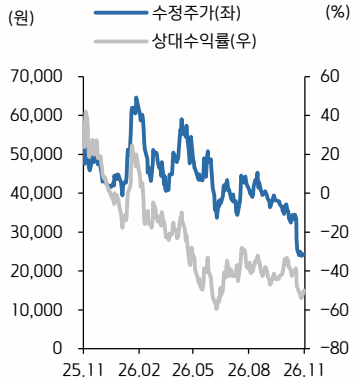
GS피앤엘(499790): 다가올 재평가의 시간

BUY (Maintain)

엔터/레저/미디어 Analyst 임수진
RA 박정현

목표주가: 60,000원
주가(11/17): 24,250원

KOSPI (11/17)			4,968.48pt
시가총액			4,809억원
52주 주가동향		최고가	최저가
		64,600원	23,850원
최고/최저가대비		-62.5%	1.7%
주가수익률		절대	상대
	1M	-33.8%	-24.5%
	6M	-54.1%	-30.7%
	1Y	-48.9%	-59.6%
발행주식수			19,831천주
일평균 거래량(3M)			54천주
외국인 지분율			10.6%
배당수익률(2026E)			2.4%
BPS(2026E)			45,566원
주요 주주		GS 외 1인	58.6%



◎ 2027년, 웨스틴 온기 반영과 제주 리노베이션 완료로 성장 지속

- 2027년 매출액 6,539억원(YoY +6.9%), 영업이익 1,508억원(YoY +16.3%, OPM 23.1%) 전망. 전 지점 OCC 90%대가 유지되는 가운데 ADR 상승이 외형 성장을 견인하고, 리노베이션이 완료되는 제주 지점은 2027년 매출 610억원(YoY +36%)으로 반등할 전망
- 그랜드·웨스틴 양대 5성급 호텔의 ADR은 각각 40만원 초반, 30만원 후반 수준으로 여전히 상승 여력 보유. 인건비 상승에도 ADR 중심의 성장은 영업레버리지 효과로 이어질 전망

◎ 내년도 인바운드 우려 해소가 주가 회복의 전제 조건

- 유럽의 동시다발적 시위, 동남아 물가 급등, 미국 비자 심사 강화 등을 종합하면 2027년 동아시아 인바운드 시장이 아웃퍼폼할 수밖에 없는 환경. 유류할증료 인상에도 방한 외국인 성장폭이 확대됐고 그랜드의 미국 고객 비중도 상승해 중장거리 수요 위축 우려는 실적으로 반박됨
- 현 시점은 내년 수요 우려가 주가를 제약하는 구간이나, 우려가 해소되는 과정에서 점진적인 주가 회복 기대. 2027년 PER 9.6배, PBR 0.69배로 글로벌 호텔 4사 평균 12M Fwd PER 33배 대비 과도한 저평가. 목표주가 60,000원 유지

(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	NA	481.7	611.5	653.9	719.3
영업이익	NA	78.0	129.7	150.8	171.4
EBITDA	NA	143.9	237.6	247.9	261.7
세전이익	NA	57.5	110.5	133.8	155.4
순이익	NA	29.9	88.4	107.0	124.3
지배주주지분순이익	NA	19.4	57.2	69.2	80.4
EPS(원)	NA	977	2,884	3,491	4,056
증감률(%,YoY)	NA	흑전	195.3	21.0	16.2
PER(배)	NA	43.0	8.4	7.0	6.0
PBR(배)	NA	0.97	0.53	0.50	0.46
EV/EBITDA(배)	NA	12.9	6.0	5.4	4.8
영업이익률(%)	NA	16.2	21.2	23.1	23.8
ROE(%)	NA	2.3	6.5	7.4	8.0
순차입금비율(%)	NA	49.5	37.9	27.5	16.7

자료: 키움증권 리서치

GS피앤엘(499790) 실적 전망

GS피앤엘 실적 추이 및 전망

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액(십억원)	**94.5**	**112.1**	**121.8**	**153.1**	**130.3**	**159.0**	**166.1**	**156.2**	**481.5**	**611.5**	**653.9**
QoQ	N/A	18.7%	8.6%	25.7%	-14.9%	22.0%	4.5%	-6.0%			
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	37.9%	41.7%	36.3%	2.0%	2.1%	27.0%	6.9%
그랜드	45.2	53.3	53.7	58.4	46.7	57.6	57.9	60.9	211	223	240
웨스틴	1.2	1.2	7.7	33.4	31.7	38.2	39.7	42.0	44	152	163
제주	9.3	12.6	15.4	12.8	9.4	11.7	18.2	6.0	50	45	61
나인트리	19.7	26.0	25.7	27.9	22.3	28.9	28.7	24.6	99	105	101
파르나스타워	16.4	16.5	16.7	17.2	17.4	18.0	18.8	18.9	67	73	75
기타	2.6	2.5	2.7	3.4	2.8	2.9	2.8	3.7	11	12	13
매출원가	**70.9**	**91.5**	**92.7**	**112.7**	**97.1**	**120.2**	**113.6**	**110.9**	**367.8**	**441.9**	**460.1**
QoQ	N/A	29%	1%	22%	-14%	24%	-5%	-2%			
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	37%	31%	23%	-2%	5%	20%	4%
매출총이익	**23.5**	**20.7**	**29.1**	**40.4**	**33.2**	**38.7**	**52.5**	**45.2**	**113.7**	**169.6**	**193.8**
일반관리비	8.3	9.1	9.3	9.1	9.1	9.3	11.1	10.4	35.8	39.9	43.0
영업이익	**15.2**	**11.6**	**19.8**	**31.3**	**24.1**	**29.4**	**41.3**	**34.8**	**77.9**	**129.6**	**150.8**
QoQ	N/A	-24%	71%	58%	-23%	22%	40%	-16%			
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	58%	154%	109%	11%	-8%	66%	16%
영업이익률	16%	10%	16%	20%	18%	18%	25%	22%	16%	21%	23%
당기순이익(지배)	**5.4**	**3.9**	**8.4**	**14.0**	**9.5**	**9.7**	**18.8**	**17.5**	**31.7**	**57.2**	**69.2**
QoQ	N/A	-28%	117%	67%	-32%	3%	93%	-7%			
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	76%	151%	123%	24%	-21%	75%	25%

자료: GS피앤엘, 키움증권 리서치센터

GS피앤엘(499790) 재무제표

포괄손익계산서 (단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	NA	481.7	611.5	653.9	719.3
매출원가	NA	367.8	441.9	460.1	501.5
매출총이익	NA	113.9	169.6	193.8	217.8
판관비	NA	35.8	39.9	43.0	46.4
영업이익	NA	78.0	129.7	150.8	171.4
EBITDA	NA	143.9	237.6	247.9	261.7
영업외손익	NA	-20.5	-19.2	-17.1	-16.0
이자수익	NA	0.7	0.4	0.7	1.2
이자비용	NA	16.5	15.8	14.0	13.2
외환관련이익	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	NA	-4.7	-3.8	-3.8	-4.0
법인세차감전이익	NA	57.5	110.5	133.8	155.4
법인세비용	NA	27.6	22.1	26.8	31.1
계속사업순손익	NA	29.9	88.4	107.0	124.3
당기순이익	NA	29.9	88.4	107.0	124.3
지배주주순이익	NA	19.4	57.2	69.2	80.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	1,157.7	26.9	6.9	10.0
영업이익 증감율	NA	NA	66.3	16.3	13.7
EBITDA 증감율	NA	2,721.6	65.1	4.3	5.6
지배주주순이익 증감율	NA	-2,255.6	194.8	21.0	16.2
EPS 증감율	NA	흑전	195.3	21.0	16.2
매출총이익율(%)	NA	23.6	27.7	29.6	30.3
영업이익률(%)	NA	16.2	21.2	23.1	23.8
EBITDA Margin(%)	NA	29.9	38.9	37.9	36.4
지배주주순이익률(%)	NA	4.0	9.4	10.6	11.2

현금흐름표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	NA	119.6	194.2	200.3	213.8
당기순이익	NA	29.9	88.4	107.0	124.3
비현금항목의 가감	NA	118.9	153.5	145.2	141.7
유형자산감가상각비	NA	64.6	106.1	95.5	88.9
무형자산감가상각비	NA	1.3	1.8	1.6	1.4
지분법평가손익	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	NA	53.0	45.6	48.1	51.4
영업활동자산부채증감	NA	0.3	-10.2	-11.9	-9.1
매출채권및기타채권의감소	NA	0.0	1.1	1.1	1.0
재고자산의감소	NA	-1.3	3.3	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	NA	7.7	-14.5	-12.9	-10.0
기타	NA	-6.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타현금흐름	NA	-29.5	-37.5	-40.0	-43.1
투자활동 현금흐름	NA	-241.6	-62.7	-72.7	-62.7
유형자산의 취득	NA	-227.5	-62.0	-72.0	-62.0
유형자산의 처분	NA	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	NA	-0.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	NA	0.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	NA	-13.0	0.0	0.0	0.0
기타	NA	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
재무활동 현금흐름	NA	119.5	-44.3	-44.3	-44.3
차입금의 증가(감소)	NA	144.6	-20.0	-20.0	-20.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	NA	-1.2	0.0	0.0	0.0
배당금지급	NA	-6.6	-6.9	-6.9	-6.9
기타	NA	-17.3	-17.4	-17.4	-17.4
기타현금흐름	NA	0.0	-1.7	-1.7	-1.7
현금 및 현금성자산의 순증가	NA	-2.5	85.6	81.7	105.2
기초현금 및 현금성자산	NA	8.3	5.9	91.5	173.2
기말현금 및 현금성자산	NA	5.9	91.5	173.2	278.4

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	NA	33.7	45.7	127.0	207.7
현금 및 현금성자산	NA	8.3	5.9	91.5	173.2
단기금융자산	NA	0.0	13.0	13.0	13.0
매출채권 및 기타채권	NA	22.4	22.4	21.3	20.2
재고자산	NA	2.0	3.3	0.0	0.0
기타유동자산	NA	1.0	1.1	1.2	1.3
비유동자산	NA	2,235.8	2,412.8	2,366.9	2,341.8
투자자산	NA	7.4	7.3	7.3	7.3
유형자산	NA	1,269.1	1,454.9	1,410.8	1,387.3
무형자산	NA	12.6	17.7	16.0	14.4
기타비유동자산	NA	946.7	932.9	932.8	932.8
자산총계	NA	2,269.6	2,458.5	2,493.9	2,549.6
유동부채	NA	227.2	228.6	214.1	201.1
매입채무 및 기타채무	NA	139.5	163.2	148.7	135.8
단기금융부채	NA	65.4	41.0	41.0	41.0
기타유동부채	NA	22.3	24.4	24.4	24.3
비유동부채	NA	805.6	971.3	941.3	911.3
장기금융부채	NA	443.8	600.4	570.4	540.4
기타비유동부채	NA	361.8	370.9	370.9	370.9
부채총계	NA	1,032.8	1,199.9	1,155.4	1,112.4
지배지분	NA	836.5	854.9	903.6	964.4
자본금	NA	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	NA	818.4	818.4	818.4	818.4
기타자본	NA	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2
기타포괄손익누계액	NA	0.2	0.0	-1.5	-3.1
이익잉여금	NA	-0.7	17.9	68.2	130.5
비지배지분	NA	400.2	403.7	434.9	472.7
자본총계	NA	1,236.7	1,258.6	1,338.6	1,437.1

투자지표 (단위: 원,배,%)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	NA	977	2,884	3,491	4,056
BPS	NA	43,108	45,566	48,631	52,261
CFPS	NA	7,503	12,199	12,719	13,416
DPS	NA	350	580	700	350
주가배수(배)					
PER	NA	43.0	8.4	7.0	6.0
PER(최고)	NA	60.7	23.2		
PER(최저)	NA	16.9	8.2		
PBR	NA	0.97	0.53	0.50	0.46
PBR(최고)	NA	1.38	1.47		
PBR(최저)	NA	0.38	0.52		
PSR	NA	1.73	0.79	0.74	0.67
PCFR	NA	5.6	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	NA	12.9	6.0	5.4	4.8
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	NA	23.1	7.8	6.5	5.6
배당수익률(%,보통주,현금)	NA	0.8	2.4	2.9	1.4
ROA	NA	1.3	3.6	4.2	4.8
ROE	NA	2.3	6.5	7.4	8.0
ROIC	NA	3.5	6.4	7.6	8.7
매출채권회전율	NA	21.5	28.0	31.5	36.4
재고자산회전율	NA	183.7	373.3		
부채비율	NA	95.3	86.3	77.4	69.1
순차입금비율	NA	49.5	37.9	27.5	16.7
이자보상배율(현금)	NA	4.7	8.2	10.8	13.0
총차입금	NA	641.3	611.3	581.3	551.3
순차입금	NA	622.5	506.8	395.1	259.9
EBITDA	NA	143.9	237.6	247.9	261.7
FCF	NA	-107.5	139.4	133.8	156.4

자료: 키움증권 리서치

키움증권

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

◎ Compliance Notice

> 당사는 11월 17일 현재 보고서에 언급된 종목들 중 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
> 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
> 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
> 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

◎ 고지사항

> 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
> 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
> 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

◎ 투자의견 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

◎ 투자등급 비율 통계 (2025/10/01~2026/09/30)

매수	중립	매도
97.09%	2.43%	0.48%

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역

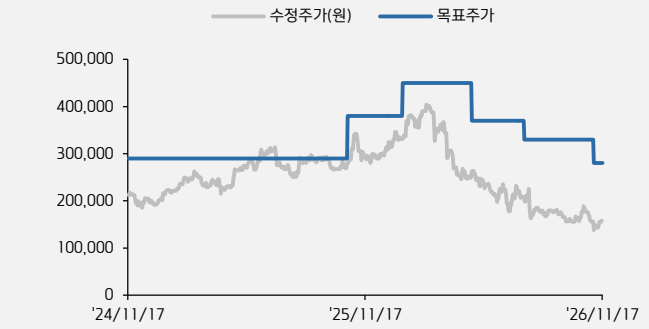
* 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
하이브	2024-11-21	BUY(Maintain)	290,000원	6개월	-29.77	-22.93
(352820)	2025-01-23	BUY(Maintain)	290,000원	6개월	-21.02	-4.31
*담당자변경	2025-10-21	BUY(Reinitiate)	380,000원	6개월	-17.93	-9.87
	2025-11-11	BUY(Maintain)	380,000원	6개월	-19.31	-9.87
	2025-11-20	BUY(Maintain)	380,000원	6개월	-18.71	-8.95
	2026-01-14	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-18.76	-14.89
	2026-02-13	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-26.01	-10.11
	2026-04-30	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-29.41	-28.92
	2026-05-06	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-33.99	-28.92
	2026-05-26	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-39.86	-28.92
	2026-07-20	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-37.31	-31.82
	2026-07-29	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-46.18	-31.82
	2026-09-28	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-47.44	-31.82
	2026-11-04	BUY(Maintain)	280,000원	6개월	-46.61	-43.43
	2026-11-17	BUY(Maintain)	280,000원	6개월		

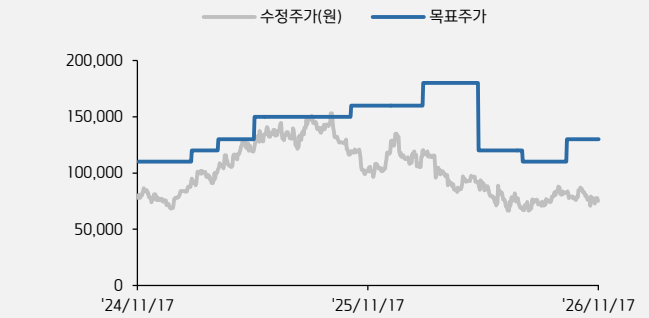
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
에스엠	2024-11-21	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-29.74	-21.36
(041510)	2025-01-24	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-28.09	-16.09
	2025-02-11	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-19.30	-14.42
	2025-03-25	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-11.10	-1.92
	2025-05-21	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-9.91	2.00
*담당자변경	2025-10-21	BUY(Reinitiate)	160,000원	6개월	-25.71	-24.38
	2025-11-06	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-30.61	-24.38
	2025-11-20	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-29.68	-15.63
	2026-02-12	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-45.16	-33.11
	2026-05-11	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-34.30	-22.08
	2026-07-20	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-35.60	-30.27
	2026-08-10	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-31.01	-20.00
	2026-09-28	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-38.43	-33.08
	2026-11-05	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-39.02	-33.08
	2026-11-17	BUY(Maintain)	130,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

하이브(352820)



에스엠(041510)



투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역

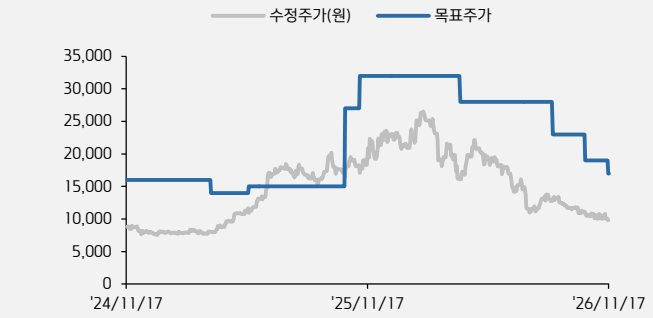
* 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
롯데관광개발(032350)	2024-11-21	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-49.78	-43.94
	2025-03-25	BUY(Maintain)	14,000원	6개월	-30.61	-16.50
	2025-05-21	BUY(Maintain)	15,000원	6개월	9.12	34.67
*담당자변경	2025-10-14	Buy(Reinitiate)	27,000원	6개월	-31.63	-27.67
	2025-11-05	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-41.66	-34.53
	2025-11-20	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-38.85	-30.16
	2025-12-02	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-33.56	-26.25
	2026-01-12	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-32.49	-21.41
	2026-02-04	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-30.23	-17.03
	2026-03-05	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-32.28	-17.03
	2026-04-06	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-30.55	-20.89
	2026-05-15	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-30.70	-20.89
	2026-05-26	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-35.43	-20.89
	2026-07-13	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-41.54	-20.89
	2026-08-24	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-47.76	-41.65
	2026-10-12	BUY(Maintain)	19,000원	6개월	-45.12	-42.58
	2026-11-16	BUY(Maintain)	17,000원	6개월	-42.29	-42.29
	2026-11-17	BUY(Maintain)	17,000원	6개월		

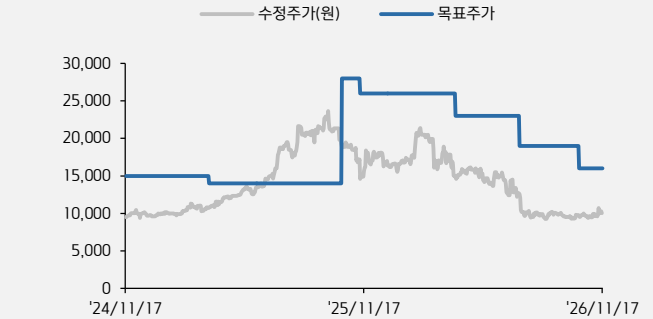
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
파라다이스(034230)	2024-11-21	BUY(Maintain)	15,000원	6개월	-33.98	-30.27
	2025-01-21	BUY(Maintain)	15,000원	6개월	-32.15	-24.67
	2025-03-25	BUY(Maintain)	14,000원	6개월	14.71	68.93
*담당자변경	2025-10-14	BUY(Reinitiate)	28,000원	6개월	-34.07	-30.43
	2025-11-11	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-41.32	-37.73
	2025-11-20	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-35.39	-29.23
	2026-01-09	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-35.00	-28.65
	2026-02-04	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-33.93	-18.27
	2026-02-11	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-31.81	-17.69
	2026-03-05	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-32.42	-17.69
	2026-04-06	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-32.47	-29.83
	2026-05-07	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-33.22	-29.83
	2026-05-26	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-36.20	-29.83
	2026-07-13	BUY(Maintain)	19,000원	6개월	-48.17	-33.95
	2026-10-12	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-38.96	-33.06
	2026-11-16	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-38.91	-33.06
	2026-11-17	BUY(Maintain)	16,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

롯데관광개발(032350)



파라다이스(034230)



투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역

* 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
GS피앤엘	2025-10-14	BUY(Initiate)	62,000원	6개월	-34.81	-21.21
(499790)	2025-11-20	BUY(maintain)	62,000원	6개월	-28.90	-10.97
	2026-02-05	BUY(maintain)	67,000원	6개월	-23.86	-3.58
	2026-04-20	BUY(maintain)	67,000원	6개월	-22.97	-3.58
	2026-05-11	BUY(maintain)	70,000원	6개월	-37.06	-22.14
	2026-07-08	BUY(maintain)	70,000원	6개월	-39.42	-22.14
	2026-08-05	BUY(maintain)	70,000원	6개월	-40.71	-22.14
	2026-10-12	BUY(maintain)	70,000원	6개월	-42.02	-22.14
	2026-11-05	BUY(maintain)	60,000원	6개월	-58.56	-53.17
	2026-11-17	BUY(maintain)	60,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

