대신증권 Daishin Securities

2025년 12월 26일 금요일

Morning Meeting Brief

Strategy

[퀀틴전시 플랜] 칼 빼든 정책 당국, 원화의 급격한 강세와 증시 영향

- 달러-원 환율 레벨다운, 외환당국 초강력 개입과 달러인덱스 약세
- 원화의 급격한 강세, 투기적 포지션의 단기 수급 영향 가능성
- 원화 강세, 달러 수주 기반 산업에는 부담으로 작용

정해창. haechang.chung@daishin.com

Strategy

[다음주 시장은?] 연초 효과를 준비할 시점

- 연말 긍정적 흐름 속 FOMC회의록, 중국 PMI 발표 대기 중
- 12월 29일 배당락일, 배당 선진화 정책으로 종목별 영향은 차별화될 것
- 연초 효과에 대비, 이익 모멘텀이 강한 성장주 중심의 로테이션 대응

정해창. haechang.chung@daishin.com

일본 부동산

[Market Review] 10 월 도쿄 맨션(아파트) 시장과 오피스 시장 맑음

- 12/19일 BOJ 금융통화정책, 만장일치로 11개월 만에 기준금리 25bp 인상 결정 (0.5% → 0.75%)
- 10월 도쿄 23구 신축 맨션 공급량 전년비 -34% 감소. 평균 공급가는 15,313만엔으로 전년비 +18% 상승
- 10월 도쿄 도심 5구 오피스 공실률 2.6%로 8개월 연속 하락. 평당 임대료는 21,261엔으로 21개월 연속 상승

나미선. misun.na@daishin.com

산업 및 종목 분석

[Industry Report] 미디어업: 보고, 또 보고 , 다시 보자

- 컨텐츠. 제작편수 증가하면서 외현 성장. 26년 104편(+19편 yoy) 전망
- 광고. TV광고 +5~10% 반등, 시청률은 견조. 디지털은 거침없는 성장
- 영화. 신작 위주의 개봉으로 전국 관객수 1.3억명(+20% yoy) 전망

김회재. hoijae.kim@daishin.com

[기업분석] 제일기획: 광고가 아닌 마케팅 전문 회사

- 26E GP 1.96조원(+6% yoy), OP 3.6천억원(+6% yoy) 전망
- 주요 광고주 실적 전망 지속 상향, 북미향 실적 두 배 성장 가능
- 높은 주주환원 지속. 역대 최저에 가까운 밸류에이션 매력도 부각

김회재. hoijae.kim@daishin.com

[기업분석] 스튜디오드래곤: 제작은 늘리고, 제작비는 줄이고

- 26E 매출 6.4천억원(+14% yoy), OP 552억원(+82%) 전망
- 26E 제작 25편(+4편) 이상. 저점에서 반등 중. 상승 여력 충분
- 제작비 절감 효과 가시화. 26E OPM 8.7%(+3.3%p) 전망

김회재. hoijae.kim@daishin.com

Strategy

칼 빼든 정책 당국, 원화의 급격한 강세와 증시 영향

Strategist Jr. 정해창
haechang.chung@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

- 달러-원 환율 레벨다운, 외환당국 초강력 개입과 달러인덱스 약세
- 원화의 급격한 강세, 투기적 포지션의 단기 수급 영향 가능성
- 원화 강세, 달러 수주 기반 산업에는 부담으로 작용

달러-원 환율 레벨다운, 외환당국 초강력 개입과 달러인덱스 약세

– 정부의 시장 개입으로 달러-원 환율이 빠르게 하락. 기획재정부와 한국은행, 대통령실의 공동 구두개입과 동시에 전일 국민연금의 전략적 환헤지 TF 운영개시 등 전 방위적인 초강력 개입 실행

– 기획재정부와 금융위원회는 '국내 투자 및 외환시장 안정 세제 지원 방안'을 전격 발표. 해당 정책을 통해 개인 투자자가 해외 주식을 매도하여 국내 증시에 재투자할 경우 해외주식 양도세를 감면해줄 예정으로 2026년 1분기부터 시행될 예정

– 기업의 해외 배당금 국내 이전 시 세금 혜택도 포함. 원화와 국내 주식시장으로의 실효적인 자금흐름을 유도하는 정책 시행으로 달러-원 환율은 1,450원대 진입

– 전일 베센트 미국 재무장관은 물가의 범위 목표제 논의 가능성을 언급. 차기 연준의장의 통화정책이 인플레이션을 어느정도 용인할 수 있다는 기대 유입. GDP 성장률 서프라이즈에도 달러인덱스는 하락, 금/은 사상최고치 기록

원화의 급격한 강세, 투기적 포지션의 단기 수급 영향 가능성

– 현물 시장에서 외국인과 기관의 동시 순매수가 유입되었음에도 코스피 지수는 장중 하락전환. 헤지펀드 등 투기적 자금 중 코스피 Long-원화 Short(달러 선물 매수 등)으로 구축된 포지션의 되돌림에 기인한 것으로 판단

– 금일 코스피 지수의 흐름은 외국인의 달러 선물 매도(-1.6조원), 달러-원 환율 급락과 동조되었음. 이는 단기적으로 코스피에 수급적 부담으로 작용. 다만 정책적으로 개인투자자의 국내증시 복귀 유도는 26년도 개인 수급에 긍정적이며, 중장기적 원화 강세가 유도될 경우 외국인 수급에도 우호적

원화 강세, 달러 수주 기반 산업에는 부담으로 작용

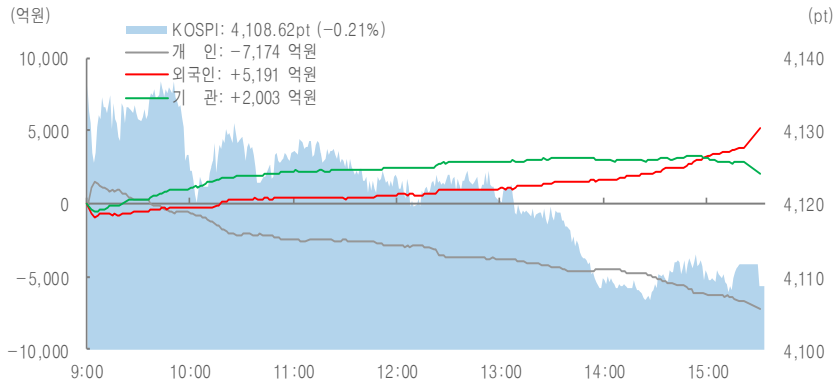
– 조선, 방산, 원자력 등 해외 수주 모멘텀으로 상승한 업종은 금일 원화 강세가 하방 압력으로 작용, 원화기준 실적과 수주 경쟁력 영향 우려와 함께 2025년 주도주의 연말 손익 확정을 위한 매도 영향

조선: 한화오션(-3.6%), HD현대중공업(-2.6%), STX엔진(-8.4%)

방위산업: 한화시스템(-4.3%), 한화에어로스페이스(-2.4%), 현대로템(-2.7%), LIG

원자력발전: 두산에너빌리티(-2.2%), 효성중공업(-2.1%), 비에이치아이(-3.1%),

KOSPI 투자주체별 수급 및 장중흐름



자료: 대신증권 Research Center

Strategy

연초 효과를 준비할 시점

Strategist JR. 정해창
haechang.chung@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

- 연말 긍정적 흐름 속 FOMC회의록, 중국 PMI 발표 대기 중
- 12월 29일 배당락일, 배당 선진화 정책으로 종목별 영향은 차별화될 것
- 연초 효과에 대비, 이익 모멘텀이 강한 성장주 중심의 로테이션 대응

연말 랠리 기대가 이어지는 가운데 FOMC 회의록, 중국 PMI 대기 중. 유동성 환경에 대한 기대와 미중 관세전쟁 휴전, 중국 정책 영향 등 확인

연말 산타랠리에 대한 기대가 이어지고 있음. 크리스마스를 앞두고 코스피는 주간 2.2% 상승했으며, 미국 3대지수는 일제히 5거래일 연속 상승을 시현. VIX 변동성 지수는 13.5%까지 하락하면서 '24년 12월 6일 12.7을 기록한 이후 최저 수준

31일에는 12월 FOMC 회의록이 공개될 예정. 12월 회의에서 25bp 금리인하 결정의 배경과 향후 금리인하에 대한 시사점을 확인할 수 있을 것. 또한 단기자금시장 안정 조치로 취해진 단기국채 매입, QT 종료에 대한 논의가 강조된다면 2026년 유동성에 대한 기대감이 고조될 수 있을 것

중국의 PMI 지표 또한 확인. 31일은 중국 통계국 PMI와 민간의 제조업 PMI가 발표될 예정이며 중국의 내수 회복과 미중 관세전쟁 휴전, 정책 영향 등을 확인 가능

1월 1일은 한국 수출입 지표 확인 가능. 12월 20일 까지의 수출은 YoY +6.8% 증가, 12월 온기 수출은 전월(+8.4%) 대비 확대된 +9.0% 성장이 예상. 최근 성장을 주도하는 반도체 수출과 관세 인하 소급적용이 확정된 자동차, 바이오 업종 등의 수출 영향과 실적 기대감을 확인

12월 29일 배당락일, 배당 선진화 정책 확산으로 과거 대비 영향력 차별화

다음주는 2025년의 마지막 주간이자 동시에 2026년의 첫 거래일을 포함. 특히 연말 주주명부 폐쇄에 따라 29일 배당락 영향과 단기 변동성 확대 염두. 다만 코스피 밸류업을 위한 배당 선진화 정책으로 '24년 KOSPI200 기준 98개 기업이 배당 기준일을 배당금이 확정되는 1분기 주주총회 전후로 설정, 해당하는 기업 수는 올해 더욱 증가할 것으로 예상. 따라서 배당락 영향은 종목별 기준일에 따라 차별화가 나타날 것이며 29일 전후 예상되는 배당금액 대비 과도한 하락이 나타나는 기업은 매수기회로 접근

연초 효과와 성장주 모멘텀, 실적 개선 대비 저평가된 종목 중심의 대응

한편 연말연시 배당락과 함께 성장주와 이익 모멘텀이 강한 업종으로 로테이션이 나오는 전형적인 패턴에 대비. 연초 주도주 탐색과 함께 1월 6일부터 진행되는 CES 행사를 앞두고 참여 기업들의 기대감이 유입될 수 있음

연말 북 클로징과 수익률 확정에 따라 업종별 수익률 격차 축소와 밸류에이션 재평가 가능성 증가. 최근 실적 성장 대비 주가가 저평가된 업종으로 반도체, 에너지, 2차전지, 화장품, 호텔/레저, 바이오, 유틸리티, 소프트웨어 업종 등 제안, 방산/조선, 자동차 업종은 주가 매력 여전하지만 환율 변동성 축소를 확인한 뒤 매수접근 권고

코스피 지수는 11월 초 4,200선 도달 이후 조정을 거치면서 밸류에이션 부담이 낮아져 있는 상황. 선행 EPS는 406pt까지 상승하면서 12개월 선행 P/E는 10.1배까지 하락. 이는 3년 평균인 10.3배 수준. 반도체 업종을 중심으로 실적 전망이 빠르게 상승하면서 코스피 상승 잠재력을 높이고 있음

일본 부동산

나미선 misun.na@daishin.com

[Market Review] 10월 도쿄 맨션(아파트) 시장과 오피스 시장 맑음

[경제]:

- 12/8일 내각부, 25년 3분기 GDP 성장률(수정치) 설비투자 등이 예상보다 부진하여 11월 속보치(-0.4%)에서 -0.6%로 하향 조정 (연율 환산치 -1.8% → -2.3%)
- 일본 GDP의 과반 이상을 차지하는 [개인소비]는 최신 서비스 산업 결과를 반영해 속보치(+0.1%)에서 +0.2%로 상향 조정
- [기업 설비투자]는 속보치(+1.0%)에서 -0.2%로 하향 조정

[통화정책과 유동성]:

- 12/19일 BOJ 금융통화정책, 만장일치로 11개월 만에 기준금리 25bp 인상 결정 (0.5% → 0.75%)
- 12/19일 BOJ 우에다 총재, 기자회견에서 "실질 금리는 앞으로도 매우 낮은 수준을 유지할 것"이라며 "완화적인 통화 환경은 경제를 계속해서 뒷받침할 것"이라고 언급. 다만 BOJ의 경제 전망이 현실화한다면 금리를 인상할 것이라는 인상 기조는 재확인
- 10월 M3 평균 잔고(총 통화량) 전월대비 +0.1%, 전년대비 +0.8%

[부동산 업황]:

- 10월 일본 부동산업 경기동향지수 3개월 연속 상승 (전월비 +0.6p)

[토지 시장]:

- 10월 수도권 토지 거래건수 전년비 +74%, 평균 거래가 전년비 +8%

[주택 시장]:

- 10월(YTD) 전국 누적 신규 주택착공수 61만 8,655호 (전년비 -6.8%)
- 10월 수도권 신축 맨션 공급량, 전월비 -31% 전년비 -28% 감소한 1,316호. 평균 공급가는 9,895만엔으로 전월비 -0.6%, 전년비 +7% 상승 (도쿄 23구: 15,313만엔, 전월비 +11% 전년비 +18%)
- 10월 수도권 기존 맨션 거래량, 전월비 +27% 전년비 +36% 증가한 4,262건. 평균 거래가는 5,325만엔으로 전월비 +1%, 전년비 +12% 상승 (도쿄 23구: 7,645만엔, 전월비 +2% 전년비 +33% 상승하며 2017년 1월 이후 최고치)

[오피스 시장]:

- 2025년 3분기 도쿄 도심 5구 오피스 거래량 전년비 -43% 감소, 단 거래규모는 전년비 +18.3% 증가한 3,394억엔
- 10월 도쿄 도심 5구 오피스 평균 공실률 2.6%로 전월비 -0.1%p 하락. 평당 임대료는 전월비 +0.8% 상승한 21,261엔으로 21개월 연속 상승

미디어업

보고, 또 보고, 다시 보자

- 컨텐츠. 제작편수 증가하면서 외현 성장. 26년 104편(+19편 yoy) 전망
- 광고. TV광고 +5~10% 반등, 시청률은 견조. 디지털은 거침없는 성장
- 영화. 신작 위주의 개봉으로 전국 관객수 1.3억명(+20% yoy) 전망

김회재 hojae.kim@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

컨텐츠. 다시 외형 성장

제작편수 증가, 글로벌 진출 및 마진 개선. 25년 85편(+5편 /+6% yoy), 1,059회차(+52회차/+5% yoy). 26E 104편(+19편/+22% yoy), 1,358회차(+299회차/+28% yoy)

제작편수는 글로벌 OTT향 오리지널 포함 역대 최대 수준, 회차수 기준으로는 상승 여력 충분. 광고 수익의 주력인 주말은 꾸준히 16회차 수준으로 편성

25년 일본 시장 진출 성공에 이어서 26년 미국향 작품도 등장 예정. Fifths Season, Wiip 등 미국 제작 자회사들도 흑자 전망

광고. 디지털 중심으로 거침없는 성장

TV광고는 16년 이후 연평균 -3% 하락, 22년부터 연평균 -6% 하락. 펀더멘털 대비 지나친 하락과 소비 회복 기대로 저점 확인 후 26년 +5% 반등 전망

디지털은 성장 지속. 25E +8% yoy, 26E +5% yoy, 광고시장내 비중 60%까지 상승. 디지털 비중 증가에 따라 마진도 개선

스튜디오드래곤: TP 64천원. 작품 편수 증가, 제작비 효율화에 따른 마진 개선 일본/미국 등 글로벌 진출 가속화, TV광고 회복에 따른 우호적 환경 조성

제일기획. TP 27천원 안정적인 GP/OP 성장 대비 역대 최저 수준의 밸류에이션에 따른 저평가 매력. 60% 수준의 배당성향과 자사주 단계적 소각

영화. 극장은 즐기는 공간

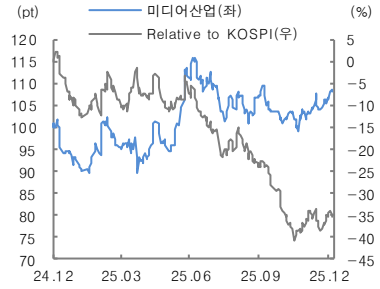
한국영화 구작 소진 마무리로 26E 전국 관객수 1.3억명(+20% yoy) 전망. 천만 영화는 연간 2편 수준으로 충분, 500만명 이상의 중박 영화 시장 회복이 중요. 극장 효율화 막바지 단계, 1.3억명 수준으로도 안정적 이익 발생 가능

헐리우드 블록버스터의 시리즈물 중심으로 특별관 이용 비중 증가, ATP 상승 요인. 처분가능소득대비 ATP는 하락 추세, 가격 저항 완화

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
스튜디오드래곤	Buy	64,000원
콘텐트리중앙	Buy	17,000원
CJ ENM	Buy	86,000원
SBS	Buy	25,000원
제일기획	Buy	27,000원
이노션	Buy	30,500원
CJ CGV	Buy	7,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.6	-1.1	-5.9	6.2
상대수익률	-2.1	-16.2	-31.1	-37.0



영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	14,758	15,852	16,800	17,435	18,678
영업이익	515	620	753	1,022	1,199
세전순이익	-87	-328	523	815	1,045
총당기순이익	-319	-508	322	558	740
지배지분순이익	-180	-417	304	536	696
EPS	-2,280	-4,846	3,457	6,100	7,921
PER	NA	NA	24.3	13.8	10.6
BPS	93,198	87,159	86,829	90,857	95,832
PBR	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9
ROE	-2.4	-5.6	4.0	6.9	8.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 드래곤, 콘텐트리중앙, ENM, SBS, 제일기획, 이노션, CGV 합산, 대신증권 Research Center

기업분석

제일기획 (030000)

광고가 아닌 마케팅 전문 회사

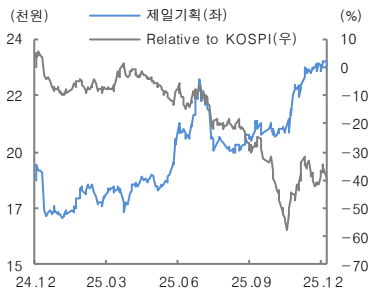
김회재 hojae.kim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	27,000 유지
현재주가 (25.12.23)	22,800 미디어업종

- 26E GP 1.96조원(+6% yoy), OP 3.6천억원(+6% yoy) 전망
- 주요 광고주 실적 전망 지속 상향, 북미향 실적 두 배 성장 가능
- 높은 주주환원 지속. 역대 최저에 가까운 밸류에이션 매력도 부각

KOSPI	4117.32
시가총액	2,623십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	23십억원
52주 최고/최저	23,150원 / 16,830원
120일 평균거래대금	67억원
외국인지분율	23.29%
주요주주	삼성전자 외 5 인 28.48% 국민연금공단 10.09%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.7	9.9	12.0	21.6
상대수익률	-3.9	-7.0	-18.0	-27.9



투자의견 매수(Buy), 목표주가 27,000원 유지

25E GP 1.86조원(+7% yoy), OP 3.4천억원(+6% yoy), 26E GP 1.96조원(+6% yoy), OP 3.6천억원(+6% yoy)
22년부터 진행된 투자 자회사 영업권 손상 마무리로 26년 순이익 +18%

실적의 70%를 차지하는 주요 광고주의 실적 전망 지속적으로 상향 중, 3Q25 누적 주요 광고주향 GP +7% yoy. 제일기획의 실적 추정 상향 가능

주요 광고주의 지역별 실적 비중을 감안하면, 17년 이후 연평균 28%로 고성장 중인 북미향 실적은 현재 실적 대비 두 배 수준으로 증가 가능, 전체 GP를 약 2.8천억원, +16% 상승시키는 효과

광고시장 침체에 대한 우려는 꾸준히 제기되고 있으나, 디지털 광고는 고성장. 3Q25 누적 디지털 GP +8.1% yoy. TV광고도 22~25년 연평균 -6%의 역성장을 마무리하고 26E +5~10% yoy

주주환원 정책 발표가 지연되고 있으나, 17년 이후 유지된 정책인 배당성향 60% 이상 정책은 26년 이후에도 지속. 배당소득 분리과세 대상

23년 외에는 15년 배당 재기 이후 매년 배당 상승
25E DPS 1,250원(+20원 / +2% yoy), 26E DPS 1,470원(+220원 / +18%)

정부의 상법개정안이 마무리되면, 보유 자사주 12%의 단계적 소각도 발표할 것으로 전망

안정적인 실적 구조와 높은 주주환원에도 불구하고 25E PER 13x로 역대 최저 수준, 밸류에이션 매력 부각

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출총이익	1,619	1,727	1,856	1,964	2,078
영업이익	308	321	341	360	388
세전순이익	285	313	316	375	401
총당기순이익	190	208	211	251	269
지배지분순이익	187	208	210	249	266
EPS	1,628	1,804	1,829	2,163	2,315
PER	11.7	9.4	12.5	10.6	9.9
BPS	11,183	12,674	13,419	14,464	15,475
PBR	1.7	1.3	1.7	1.6	1.5
ROE	15.0	15.1	14.0	15.5	15.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 제일기획, 대신증권 Research Center

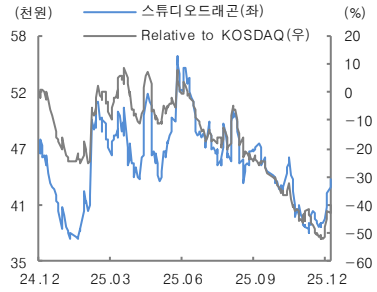
스튜디오 드래곤 (253450)

김회재 hojae.kim@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	64,000 유지
현재주가 (25.12.23)	43,300 미디어업종

KOSDAQ	919.56
시가총액	1,302십억원
시가총액비중	0.27%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	56,000원 / 37,350원
120일 평균거래대금	45억원
외국인지분율	8.97%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.3	-7.8	-18.6	-5.7
상대수익률	5.5	-12.5	-30.5	-30.3



기업분석

제작은 늘리고, 제작비는 줄이고

- 26E 매출 6.4천억원(+14% yoy), OP 552억원(+82%) 전망
- 26E 제작 25편(+4편) 이상. 저점에서 반등 중. 상승 여력 충분
- 제작비 절감 효과 가시화. 26E OPM 8.7%(+3.3%p) 전망

투자의견 매수, 목표주가 64,000원 유지

25E 매출 5.6천억원(+1% yoy), OP 303억원(-17%), 26E 매출 6.4천억원(+14% yoy), OP 552억원(+82%)

제작 25년 21편(+2편 yoy), 231회차(+15회차), 26E 25편(+4편) 이상, 288회차(+57회차) 이상

최고 제작 편수는 22년 34편, 회차는 19년 452회차. 24년 19편, 216회차를 저점으로 반등 중이나, 여전히 상승 여력은 충분

작품 성과도 우수. 14년 이후 드래곤 작품의 평균 시청률은 6.3%. 1Q25 3.0%로 부진했으나, 2Q25 5.9%, 3Q25 8.9%, 4Q25 7.5%로 개선

25년 일본향 작품 3편의 성공적인 런칭에 이어서, 26년 미국향 Series Order 1~2편, 제작 1편 등 글로벌 진출 본격화

중국 시장 재개방시, 라이브러리 280여편, 최근 3년 작품 70편을 기반으로 단기적인 구작 매출 약 350억원, 동시방영 2편 기준 약 420억원의 매출 및 이익 달성 가능. 중국 판매만으로도 25년 예상 영업이익 상회
중국 판매를 가정한 26E OP는 1.3천억원

24년 하반기부터 진행 중인 제작비 절감 효과 가시화
OPM 3Q25 7.7%(+8.7%p), 4Q25E 10.8%(+6.7%p)
OPM 25E 5.4%(-1.2%p yoy), 26E 8.7%(+3.3%p), 27E 11.4%(+2.7%p)

27E 매출 6.8천억원(+8% yoy), OP 778억원(+41%), OPM 11.4%(+2.7%p), 배당성향 20%로 배당 시작 전망

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	753	550	556	635	682
영업이익	56	36	30	55	78
세전순이익	37	28	28	57	79
총당기순이익	30	33	21	44	60
지배지분순이익	30	33	21	44	60
EPS	1,001	1,114	686	1,448	2,008
PER	51.5	38.6	62.1	29.4	21.2
BPS	23,546	24,606	25,293	26,741	28,749
PBR	2.2	1.7	1.7	1.6	1.5
ROE	4.4	4.6	2.8	5.6	7.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.