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

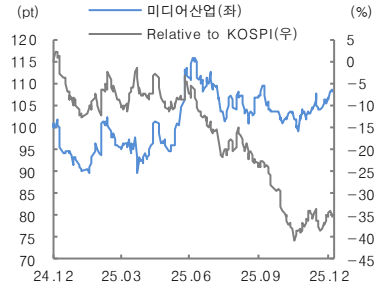
한국영화 구작 소진 마무리로 26E 전국 관객수 1.3억명(+20% yoy) 전망. 천만 영화는 연간 2편 수준으로 충분, 500만명 이상의 중박 영화 시장 회복이 중요. 극장 효율화 막바지 단계, 1.3억명 수준으로도 안정적 이익 발생 가능

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

Contents

I	2026년 미디어업종 산업/주가 기상도	3
II	컨텐츠. 다시 외형 성장	4
III	광고. 디지털 중심으로 거침없는 성장	8
IV	영화. 극장은 즐기는 공간	14
	기업분석,	17
	Top-Picks: 스튜디오드래곤, 제일기획	

Ⅰ. 2026년 미디어업종 산업/주가 기상도

광고도 회복, 컨텐츠는 편성 확대, 영화도 신작 위주 개봉

광고, 컨텐츠, 영화 모두 회복

4Q25. 22년 하반기부터 하락하기 시작한 TV광고는 3Q25까지 하락. 4Q25는 역대 최장의 추석 연휴 및 소비쿠폰 효과 등으로 역성장의 저점 확인 전망. 컨텐츠는 작품 수 및 동시방영 확대, 제작비 효율화

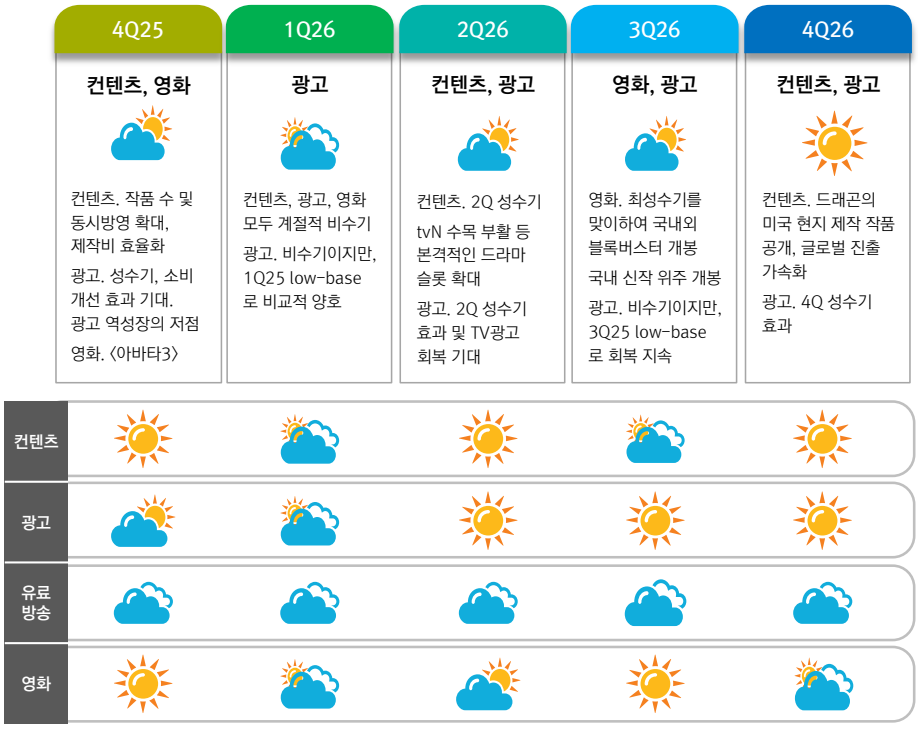
1Q26. 컨텐츠, 광고, 영화 계절적 비수기. 광고는 1Q25 low-base 영향으로 비교적 양호

2Q26. 1~2Q tvN 수목 드라마 부활 등 본격적인 드라마 슬롯 확대. 광고는 2Q 성수기 효과 및 TV광고 회복 기대. 상반기 중 구작 판매 성사되면서 한한령 해제 확인 가능성

3Q26. 영화 최성수기를 맞이하여 국내외 블록버스터 개봉. 특히, 국내는 신작 위주 개봉

4Q26. 드래곤의 미국 현지 제작 작품 공개, 글로벌 진출 가속화. 광고 4Q 성수기 효과

표 1. 2026 년 미디어업종 산업/주가 기상도



자료: 대신증권 Research Center

II. 컨텐츠. 다시 외형 성장

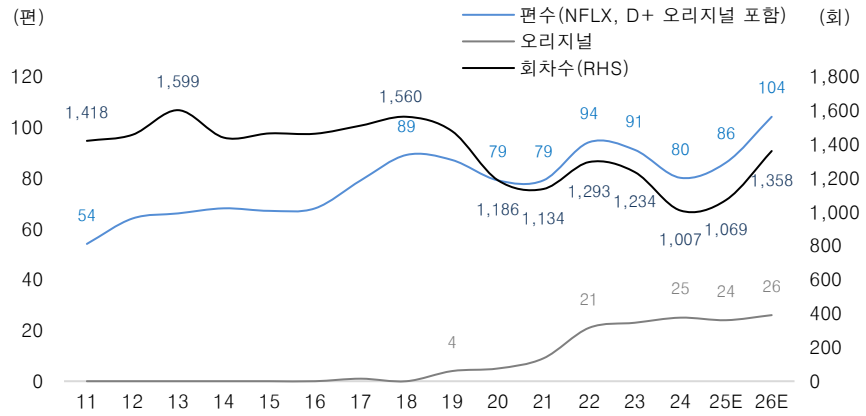
컨텐츠. 25 년 편성 회복. 26 년 편성 확대

25년 80편, 1,059회
26년 104편, 1,358회

24년 편성은(CJ ENM, JTBC, 지상파3사, ENA, 넷플릭스/디즈니+ 오리지널 합산) 80편, 1,007회차로 역대 최저 수준을 기록했고, 25년 편성은 85편, 1,059회차로 회복을 확인했다. 25년초 전망은 96편과 1,215회차였으나, 수목 드라마를 포함한 일부 드라마들의 편성이 26년으로 이연되면서 연초 전망대비로는 감소했다.

26년 편성은 편당 기준으로는 역대 최고 수준을 전망하지만, 편당 회차수가 평균 12.4회차로 감소하면서 회차수 기준으로는 20~23년 수준에 불과하기 때문에, 회차 기준의 상승 여력은 충분히 남아있다. 25년부터 본격적으로 시작한 해외 현지 제작이 좋은 반응을 보이고 있기 때문에, 편수 기준으로도 여전히 업사이드는 충분하다.

그림 1. 25 년 편성 회복 확인. 26 년 편성 확대



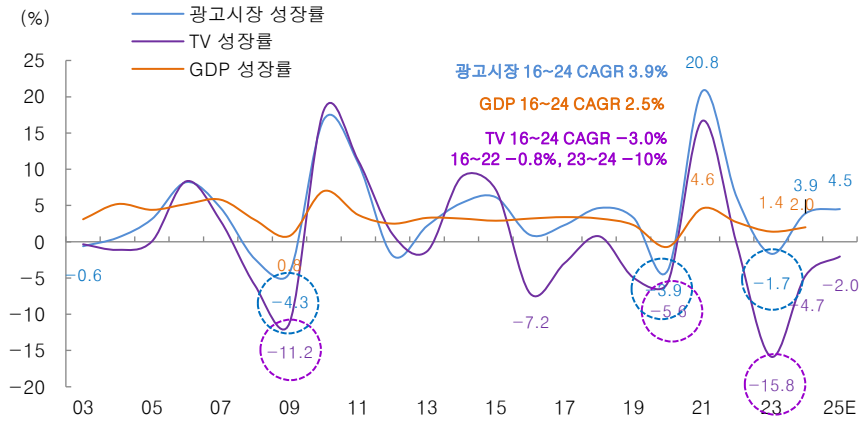
자료: CJ ENM, JTBC, 지상파3사, ENA, 넷플릭스, 디즈니+, 추정은 대신증권 리서치센터

26년 TV +5~10%

22년 94편을 정점으로 23년 91편, 24년 80편으로 감소한 이유는 TV광고 시장의 위축 영향이다. 22년말 금리인상 분위기기 감지되면서 단위당 비용이 큰 TV광고가 먼저 위축되었고, 금리 인하가 재개되었지만 아직 TV광고는 회복되지 못하고 있다. TV광고 시장은 15년 3.7조원을 정점으로 22년까지 연평균 -1%의 완만한 하락이 진행 중이었으나, 23~25년은 연평균 -8% 수준의 급격한 위축을 겪고있다. 시청 매체가 다양해지면서 TV광고 시장의 축소는 불가피하지만, 평균 수준을 지나치게 이탈했기 때문에 향후 2~3년간의 단기 반등은 충분히 가능하다고 판단한다.

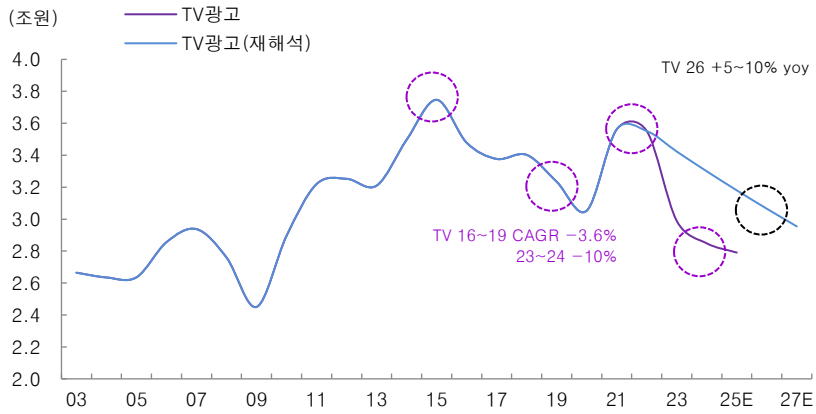
TV광고는 15년 3.7조원을 정점으로 24년까지 연평균 -3%씩 감소했다. 16~19년은 연평균 -3.6%, 23년 이후는 연평균 -10% 감소했다. TV광고가 -3.6%의 하락 추세선으로 복귀할 경우 26년에는 25년 대비 +10%의 성장이 가능하다. 당사는 보수적으로 +5% 성장을 가정하고 있다.

그림 2. GDP 및 광고시장 대비 지나치게 급감한 TV 광고



자료: 제일기획, 추정은 대신증권 리서치센터

그림 3. TV 광고가 15 년 이후 형성된 하락 추세로 복귀시, 26 년 +5~10% 성장 가능



자료: 제일기획, 추정은 대신증권 리서치센터

주력인 주말은 16회

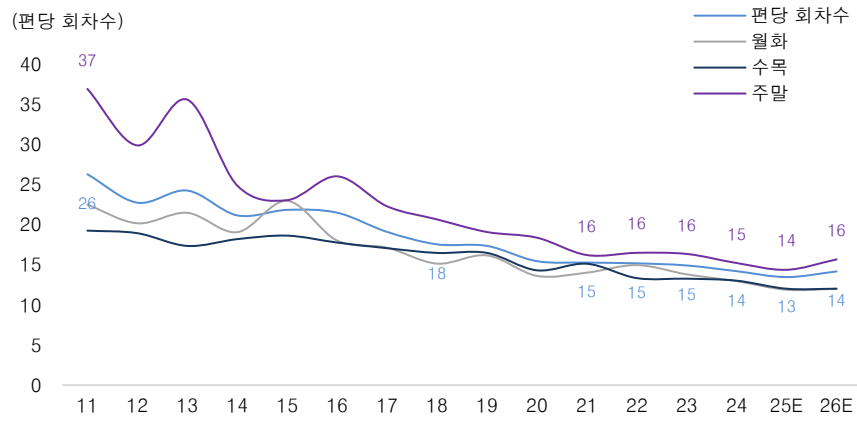
12회차 드라마들이 많아지면서 전체 드라마들의 평균 회차는 12.4회로 감소했지만, 광고 수익의 주력인 주말드라마는 여전히 16회차 중심으로 편성되고있다.

16년 이후 편당 회차수의 감소 추세가 시작된 이유는 OTT 확산, 숏폼 선호 현상, 제작비 증가 등 다양한 요인들이 복합적으로 작용했기 때문이다.

OTT는 여전히 확산 중에있지만 TV 시청률이 꾸준히 유지되는 것을 감안하면, OTT와 TV가 초기에는 경쟁관계였지만 이제 협력 관계로 바뀌었다는 것을 알 수 있다. 숏폼은 드라마 시장을 대체하기 보다는 하나의 새로운 장르로 자리잡았고, 오히려 드라마의 경우 회차수 축소가 스토리 전개의 어려움으로 이어지면서 스토리가 중요한 주말의 경우는 꾸준히 16회차를 유지하고 있다. 제작비 이슈도 주요 OTT들이 제작비 상한선을 정하고 있고 제작사들은 비용 절감을 추진하고 있기 때문에, 향후 제작비도 하향 안정화될 것으로 전망한다.

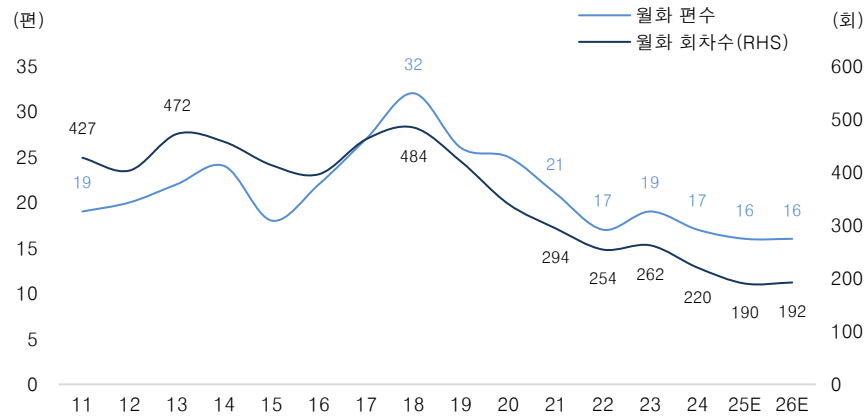
제작 편수는 반등을 시작했고, 편수당 회차도 추가 하락 보다는 현수준 유지 및 상승 가능성이 높기 때문에, 외형 성장에 따른 컨텐츠 산업의 회복이 시작되었다고 판단한다.

그림 4. 편당 회차수는 하향 안정화. 주력인 주말 회차수는 꾸준히 16 회차 수준 유지



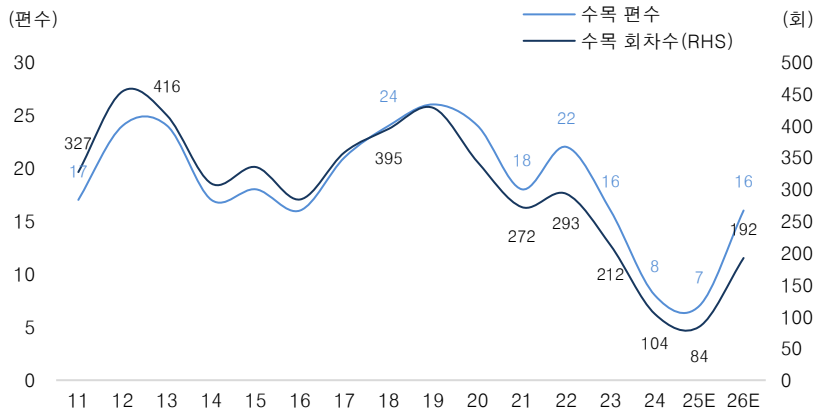
자료: CJ ENM, JTBC, 지상파3사, ENA, 넷플릭스, 디즈니+, 추정은 대신증권 리서치센터

그림 5. 월화는 하향 안정화



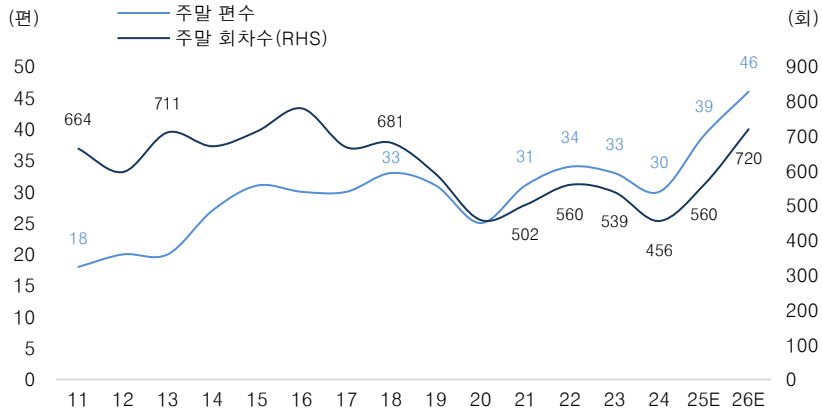
자료: CJ ENM, JTBC, 지상파3사, ENA, 넷플릭스, 디즈니+, 추정은 대신증권 Research Center

그림 6. 수목은 26 년부터 본격적으로 편성 회복



자료: CJ ENM, JTBC, 지상파3사, ENA, 넷플릭스, 디즈니+, 추정은 대신증권 Research Center

그림 7. 광고 수익의 주력인 주말 슬롯은 꾸준히 증가



자료: CJ ENM, JTBC, 지상파3사, ENA, 넷플릭스, 디즈니+, 추정은 대신증권 Research Center

글로벌 OTT 에서의 대형 스튜디오 비중 증가

NFLX, D+ vs. 제작3사

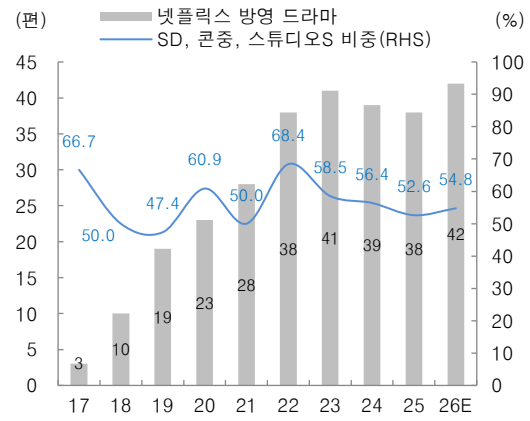
넷플릭스의 25년 컨텐츠는 54편(+0편 yoy)이다. TV-넷플릭스 동시방영이 23편(-1편 yoy), 오리지널이 15편(+0편 yoy), 영화 6편(+1편 yoy), 예능 8편(-2편 yoy) 등이다.

26년 컨텐츠는 60편(+6편 yoy)으로 증가할 것으로 전망한다. 동시방영 25편(+2편 yoy), 오리지널 17편(+2편 yoy), 영화 6편(+0편 yoy), 예능 10편(+2편 yoy) 등이다.

디즈니+의 컨텐츠는 22년 20편에서 25년 16편으로 매년 1편씩 감소해왔으나, 26년에는 20편(+4편 yoy)으로 회복될 것으로 전망한다.

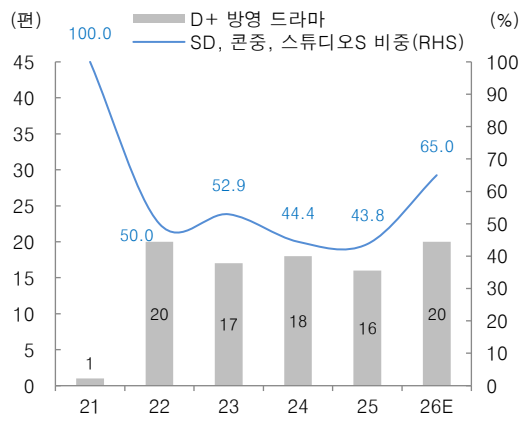
넷플릭스와 디즈니+는 월 구독료로 수익을 창출하고 있지만, 한국의 TV광고시장 상황과 무관할 수는 없다. 한정된 제작비 내에서 효율이 좋은 작품을 구입해서 글로벌 확장에 활용하는 전략 하에서는, 제작비 부담이 큰 오리지널 보다 TV 동시방영을 선호할 수 밖에 없고, 동시방영이 가능한 제작사는 스튜디오드래곤(tvN), 콘텐트리중앙(JTBC), 스튜디오S(SBS) 등 대형 제작3사 이기 때문에, 이들의 제작이 확대되는 것과 방향성이 같다.

그림 8. 넷플릭스 드라마 중 대형 스튜디오 비중 53%



자료: 넷플릭스, 추정은 대신증권 Research Center

그림 9. 디즈니+ 드라마 중 대형 스튜디오 비중 44%



자료: 디즈니+, 추정은 대신증권 Research Center

Ⅲ. 광고. 디지털 중심으로 거침없는 성장

TV 광고. 26 년 +5~10% 성장 전망

TV 26년 +5~10%

TV광고 시장은 15년 3.7조원을 정점으로 22년까지 연평균 -1%의 완만한 하락이 진행 중이었으나, 23~25년은 연평균 -8% 수준의 급격한 위축을 겪고있다. 시청 매체가 다양해지면서 TV광고 시장의 축소는 불가피하지만, 평균 수준을 지나치게 이탈했기 때문에 향후 2~3년간의 단기 반등은 충분히 가능하다고 판단한다.

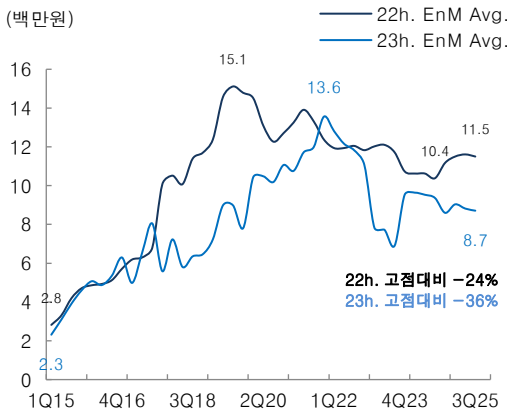
TV광고는 15년 3.7조원을 정점으로 24년까지 연평균 -3%씩 감소했다. 16~19년은 연평균 -3.6%, 23년 이후는 연평균 -10% 감소했다. TV광고가 -3.6%의 하락 추세선으로 복귀할 경우 26년에는 25년 대비 +10%의 성장이 가능하다. 당사는 보수적으로 +5% 성장을 가정하고 있다.

CJ ENM의 광고 단가는 고점 대비 22시 -24%, 23시 -36% 하락했다. 22시는 4Q19 고점 대비 3Q24까지 -31% 하락 후 4개 분기 연속 반등 중이고 +11% 상승했다. 다만, 매출 기준으로는 아직 -20%대의 역성장을 기록 중이다.

광고 단가의 상승과 시장 회복간의 괴리는 있을 수 있지만, 적어도 작품의 성과가 좋으면 시장에서 가격의 반응이 나타난다는 것은 시장의 매커니즘 자체는 붕괴되지 않았다는 것을 의미하기 때문에, 26년 TV광고 시장이 +5~10% 정도 회복할 것으로 전망한다.

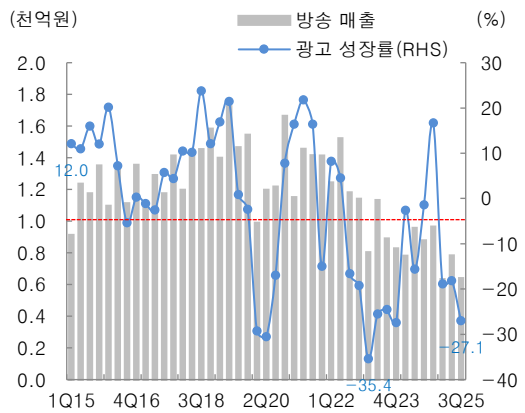
SBS의 SA급 광고 단가는 고점 대비 -5% 하락한 수준이나, 21년 대비 22년 하락 후 22년부터는 꾸준히 상승 추세를 형성하고 있다.

그림 10.CJ ENM 광고 단가



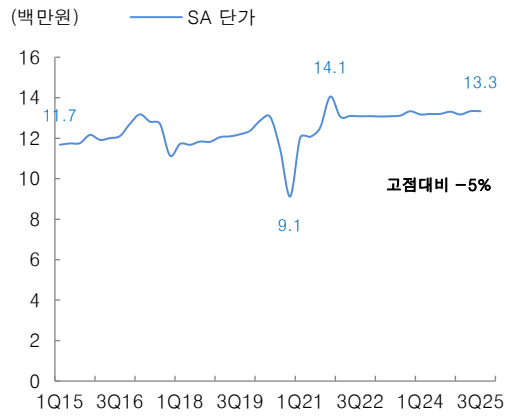
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 11.CJ ENM 방송 매출, 광고 성장률



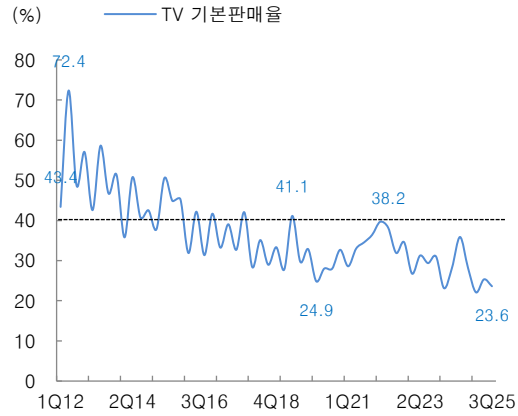
자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

그림 12.SBS SA 급 광고 단가



자료: SBS, 대신증권 Research Center

그림 13.SBS TV 기본판매율



자료: SBS, 추정은 대신증권 Research Center

정말로 TV를 안볼까?

견조한 TV 시청률 B2B도 광고 시장에

TV광고 시장은 15년 3.7조원을 정점으로 24년까지 연평균 -3%씩 하락 중이다(16~19년은 연평균 -3.6%, 20년 -5.6% 하락 후 21년 +16.7% 급등, 22년 -0.3%. 23년 이후는 -10% 감소 중이다.)

TV광고는 단위당 집행 규모가 크다보니(15초 기준 SA급 1회 광고시 1.3천만원 수준. 중간광고는 3천만원 수준. 통상 SA급 1회, 중간광고 등, 보너스 등의 패키지 1억원 수준), 주로 대기업 위주로 광고를 집행한다. 23년부터 경기 위축에 대한 우려가 과도하게 작용하면서 전체 광고의 견조한 성장에도 불구하고 TV광고는 급격히 감소했다.

하지만, 견조한 TV 시청률과 최근 등장하고 있는 B2B 광고를 감안하면, TV광고에 대해 지나치게 부정적인 시각을 가질 필요는 없다고 판단한다.

한편, 방송미디어통신위원회가 12/12에 발표한 26년도 광고 규제 개선안에는 TV광고에 대한 다양한 형태의 규제 완화가 담겨있다.

그림 14.HD 현대중공업 광고

자료: 네이버 이미지, 대신증권 Research Center

그림 15.SK 하이닉스 HBM Chips 광고

자료: 네이버 이미지, 대신증권 Research Center

표 1. 방송미디어통신위원회 2026년도 광고 규제 개선안(25.12.12)

	개선안	주요 내용
광고 규제	규제 체계 개편	광고규제 분류 단순화 및 새로운 방송광고 도입 근거 마련
		현행 7종 분류에서 '프로그램 내', '프로그램 외', '기타'의 3유형으로 분류
		포지티브 규제에서 네거티브 규제로 전환
	일총량제 완화	현행 17% 에서 20%로 상한 확대(4시간 5분 → 4시간 48분)
		일총량 개념이 없고 사실상 광고 삽입이 자유인 OTT, 플랫폼과 형평성 고려
	중간광고 확대	최소 프로그램 시간을 45분에서 30분으로 단축 및 중간광고 횟수 확대
		콘텐츠 포맷 변화 반영
	가상/간접광고 확대	가상광고 크기 제한 규제 완화(전체 화면의 1/4→1/3)
		실용/라이프스타일 콘텐츠 증가로 교양 프로그램의 가상/간접광고 허용 추진

자료: 방송미디어통신위원회, 대신증권 Research Center

중간광고 규제 완화

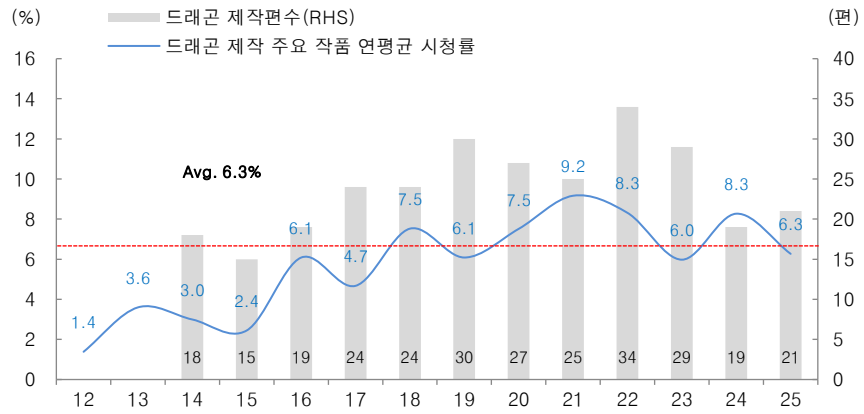
방송법 시행령 제59조(방송광고)
→ ②법 제73조제2항에 따른 방송광고의 허용범위, 시간, 횟수 또는 방법
→ 중간광고의 횟수는 45분 이상 60분 미만인 방송프로그램
(중간광고를 포함한다. 이하 같다)의 경우에는 1회 이내,
→ 60분 이상 90분 미만인 방송프로그램의 경우에는 2회 이내,
→ 90분 이상 120분 미만인 방송프로그램의 경우에는 3회 이내,
(이하 생략)
→ 매회의 광고시간은 1분 이내로 한다.

표 2. 창조경제 시대의 방송산업발전 종합계획(13.12.10) 주요내용 요약

항목	내용
추진 배경	2000년 이후 최초의 방송산업 전략('13~'17)에 해당
	본 계획은 방송산업 활성화를 위한 로드맵을 제시하고, 연관산업 생태계를 아우르는 종합 전략 수립을 목표로 함
비전 및 정책목표	방송산업 발전으로 방송통신융합, ICT 산업 및 문화산업, 관광, 제조, 유통업까지 가치사슬이 연계 발전하는 창조적 생태계 구축
	규제완화 및 방송컨텐츠 생태계 개선으로 산업경쟁력을 제고하고, 기술의 발전을 적극 수용하여 방송통신융합 및 새로운 시장 창출 촉진
	5대 전략 19개 정책과제 제시
전략1	국민편익, 혁신촉진, 시장자율성 제고를 위한 방송산업 규제혁신
	방송제작 재원구조 개선
	① 공영방송 수신료 현실화 〈현황 및 문제점〉 공영방송 수신료는 1981년 2,500원으로 책정된 이후 32년간 동결, 2012년 전체 재원중 수신료 비중은 KBS는 39%, EBS는 6%에 불과 〈정책방안〉 공영방송 수신료 현실화
	② 방송제작 기반 안정화를 위한 방송광고 제도 개선 〈현황 및 문제점〉 광고시장 경쟁심화, 지상파 방송광고 수익 감소 추세('02~12년간 –2.0%), 엄격한 광고규제 등에 따라 방송사의 컨텐츠 투자 여력 약화 (광고편성 규제) 지상파는 중간광고 금지 및 프로그램(6분), 토막(3분), 자막(40초), 시보(20초) 광고 등 유형별로 규제 적용(총 10분) – 유료방송은 중간광고 허용 및 총량제 적용(시간당 평균 10분, 최대 12분) (간접광고 규제) 오락, 교양 프로그램에 한해 허용(시간 5%, 크기 1/4) 〈정책방안〉 방송광고 제도 개선 – 규제 완화 등 방송광고 제도 개선 로드맵 수립, 광고금지 품목 개선 등

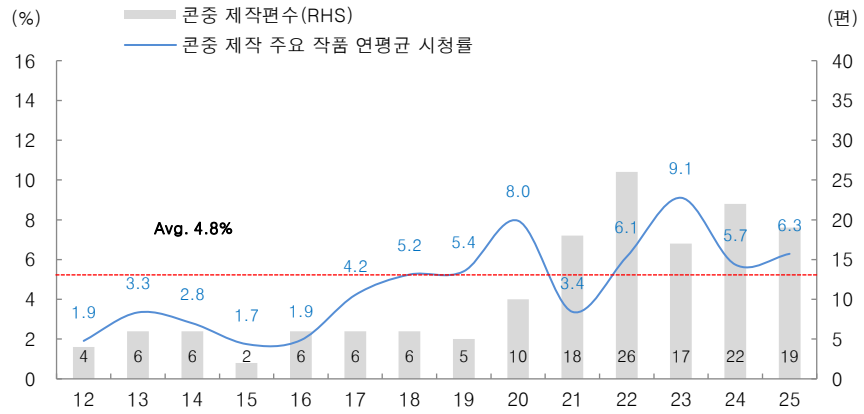
자료: 미래창조과학부, 방송통신위원회, 문화체육관광부, 대신증권 Research Center

그림 16.스튜디오드래곤 제작 주요 드라마의 평균 시청률



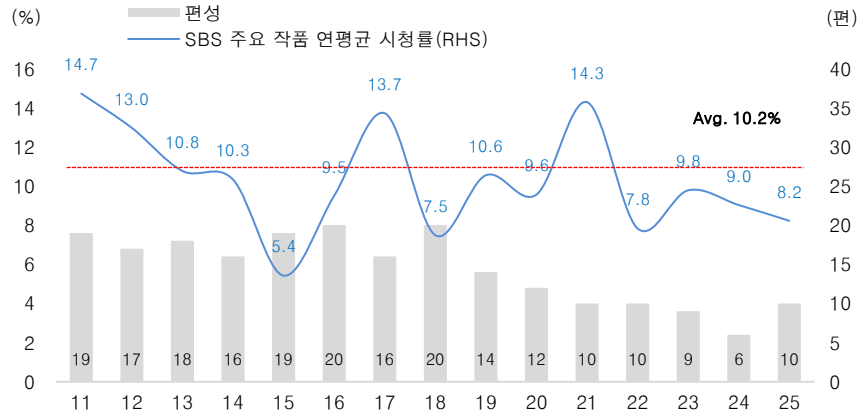
자료: AGB Nielson, 추정은 대신증권 리서치센터

그림 17.콘텐트리중앙 제작 주요 드라마의 평균 시청률



자료: AGB Nielson, 추정은 대신증권 리서치센터

그림 18.SBS 주요 드라마의 평균 시청률



자료: AGB Nielson, 추정은 대신증권 리서치센터

디지털 광고, 거침없는 성장

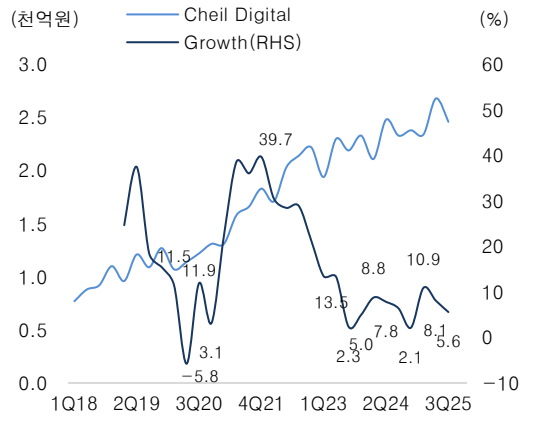
디지털은 고성장

최근 5년간(20~24년) 광고시장은 연평균 4.7% 성장했다. 동기간 GDP 성장률 2.1%를 크게 상회한다. 광고는 정부에서 점진적으로 규제를 완화시켜주고 있기 때문에, GDP 성장률이 커질때는 광고가 더 크게 성장하고, GDP 성장률이 둔화될때는 TV를 중심으로 급격히 위축되면서 전체 시장이 GDP 성장률보다 더 낮아지는 경향이 있다.

광고 시장 성장률이 GDP 성장률을 상회하는 또 다른 이유는 디지털 광고의 거침없는 성장때문이다. 디지털 광고는 21년 비중 50%를 넘어선 후 24~25년 60% 수준까지 상승했다. 디지털은 다양한 매체에서 반복적으로 활용이 가능하기 때문에 광고주 입장에서는 선호하는 방식이다. 그 동안은 온라인과 모바일 중심으로 성장해왔고, 최근에는 옥외 디지털 사이니지를 중심으로 또 다른 시장이 형성되고 있다.

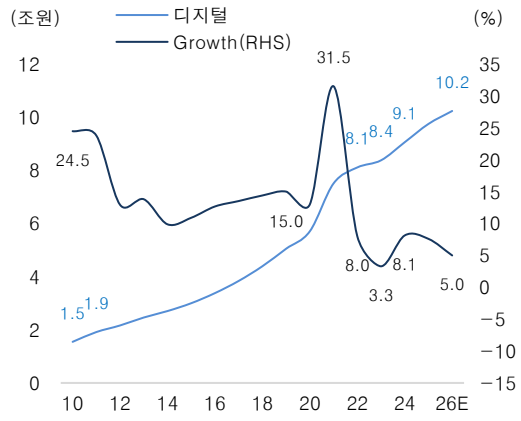
제일기획의 경우, 주요 광고주의 마케팅 예산 축소에도 불구하고, 디지털 대응을 강화하면서 실적 개선을 이끌어내고 있다.

그림 19.디지털 광고, 제일기획 주력 실적



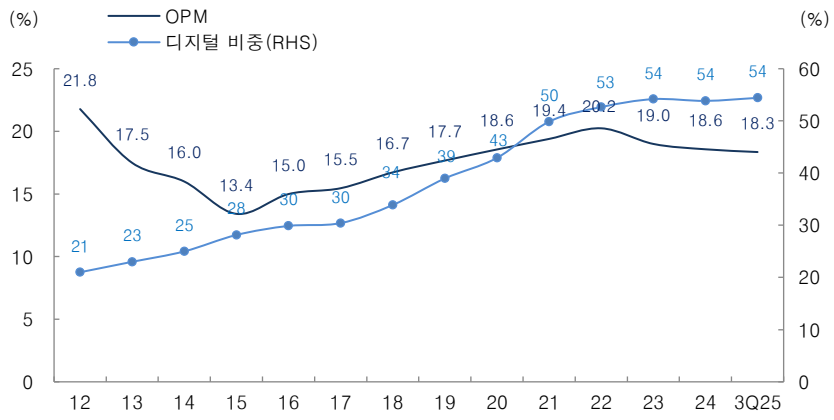
자료: 제일기획, 대신증권 Research Center

그림 20.디지털 광고, 거침없는 성장, 광고 시장의 중심



자료: 제일기획, 추정은 대신증권 Research Center

그림 21.디지털 비중 증가와 함께 개선되는 실적



자료: 제일기획, 대신증권 Research Center

그림 22.광화문 KT 본사 디지털 사이니지

자료: 대신증권 Research Center

그림 23.올림픽대로 디지털 사이지니(제일기획 운영)

자료: 네이버 이미지, 대신증권 Research Center

Ⅳ. 영화. 극장은 즐기는 공간

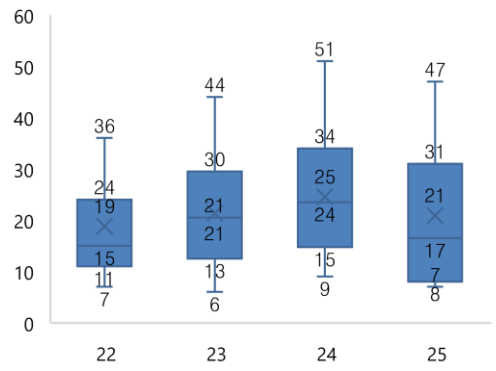
구작 영화 소진 마무리. 26 년 신작 영화로 승부

구작 소진 마무리

23년 1.25억명, 19년 대비 55%까지 회복한 전국 관객수는 24년 1.23억명(54%), 25E 1억명(45%)으로 후퇴했다. 헐리우드 영화는 블록버스터 시리즈물 중심으로 꾸준히 개봉하고 성과도 좋게 나타나는 반면, 한국영화는 신작이 부족하기 때문이다.

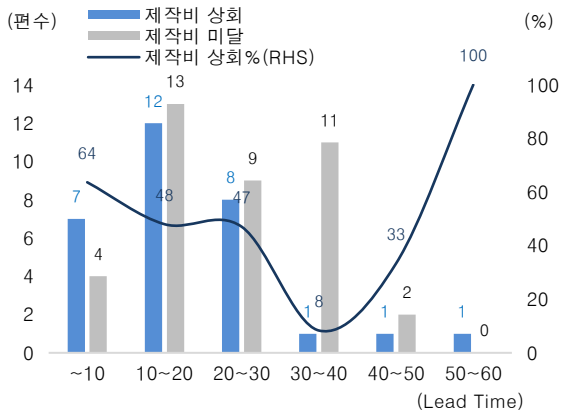
Lead Time(영화 제작 완료 후 개봉까지 걸리는 개월 수)은 24년 9~51개월, 평균 25개월 소요되었으나, 25년은 8~47개월, 평균 21개월로 단축되었다. 24년을 정점으로 구작 소진은 마무리 단계에 진입했고, 제작 기간을 감안하면 26년부터 한국영화는 신작 위주로 개봉될 것으로 전망한다.

그림 24.연도별 주요 개봉작들의 Lead Time



자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

그림 25.Lead Time 이 짧을 수록 흥행



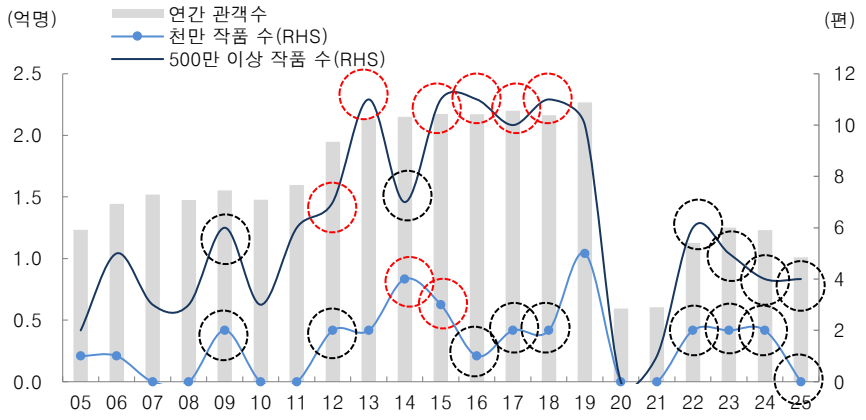
자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

천만 영화 충분 중박 영화 필요

천만 영화는 22~24년 연 2편씩 등장하면서 19년 이전 수준을 회복했다. 하지만, 관객수 2억명 시장의 핵심은 500만명 이상의 중박 영화이다. 500만명 이상의 작품들은 19년 이전 연간 11편 수준이었으나, 25년은 3편에 불과하다.

26년에는 한국영화도 신작 위주로 개봉하면서 관객수 1.3억명(+20% yoy)을 달성할 것으로 전망한다. 20년 이후 뼈를깎는 비용 효율화 작업을 통해 연간 1.3억명 수준에서도 충분히 흑자를 달성할 수 있는 비용 구조를 만들었다. 아직 확정적이지는 않지만, 홀드백(영화관 종영 후 OTT 등의 매체에서 방영시 소요 기간) 의무화 등 정부의 지원이 본격적으로 추진되고 있는 점도 영화 시장 회복을 기대할 수 있는 요인이다.

그림 26.천만 영화는 충분. 500 만명 이상의 중박 영화 부족



자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

영화는 보는 것이 아니라, 체험하는 것이다

특별관 이용 증가

19년 특별관 이용 비중은 관객수 기준 10.7%, BO 기준 7.8%를 차지했다. 25.12월 현재 특별관 이용 비중은 관객수 기준 18.3%, BO 기준 13.0%이다.

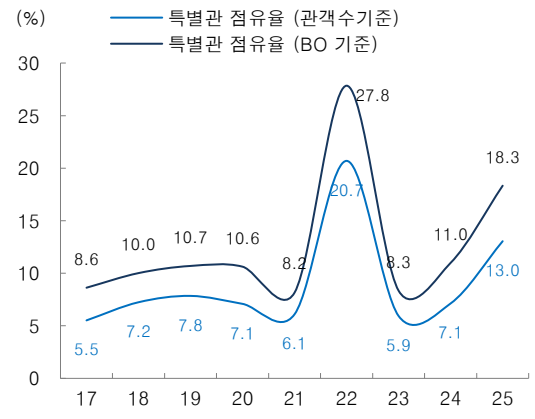
특히, 검증 받은 헐리우드 블록버스터 시리즈물의 경우 최신작의 특별관 이용 비율이 증가한다. 과거 대비 극장 이용 횟수는 줄어들었지만, 비싸더라도 더 좋은 환경에서 감상하고자 하는 니즈가 증가했기 때문이다.

22년 개봉한 〈아바타: 물의 길〉은 특별관 이용 비중이 관객수 기준 53.0%, BO 기준 63.9%를 기록했다. 12/19 기준 〈아바타: 불의 재〉의 경우도 특별과 비용 비중이 각각 37.8%, 49.4%이다.

ATP는 20~22년 가격 인상에 따라 19년 대비 +47% 상승했으나, 이후 극장 정상 가동에 따른 할인 프로모션 진행으로, 고점 대비 -17% 하락했다. 4Q19 대비 +22% 수준이다. 처분가능소득 대비 ATP는 4Q19 0.199에서 3Q25 0.180으로 하락했다.

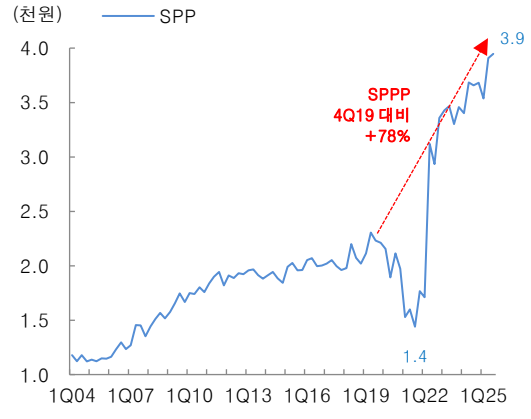
즉, 비싸서 극장에 안 간다는 것은 핑계일 뿐, 신작만 꾸준히 공급되면 특별관 중심으로 극장의 빠른 정상화가 진행될 것으로 전망한다.

그림 27.연도별 특별관 이용 현황



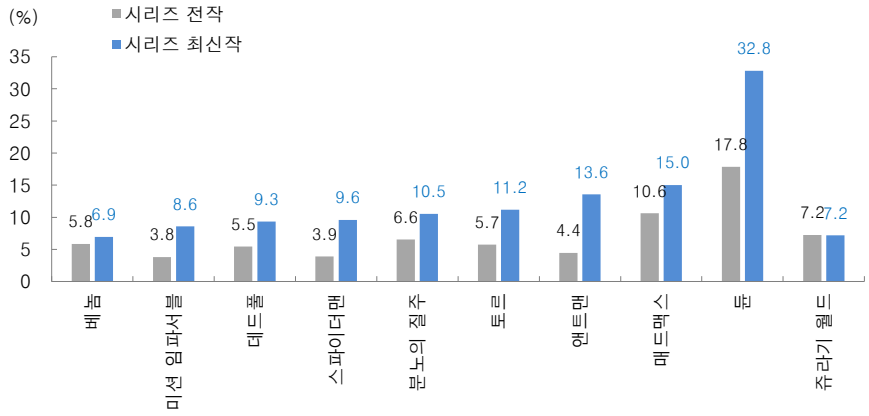
자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

그림 28.CGV SPP



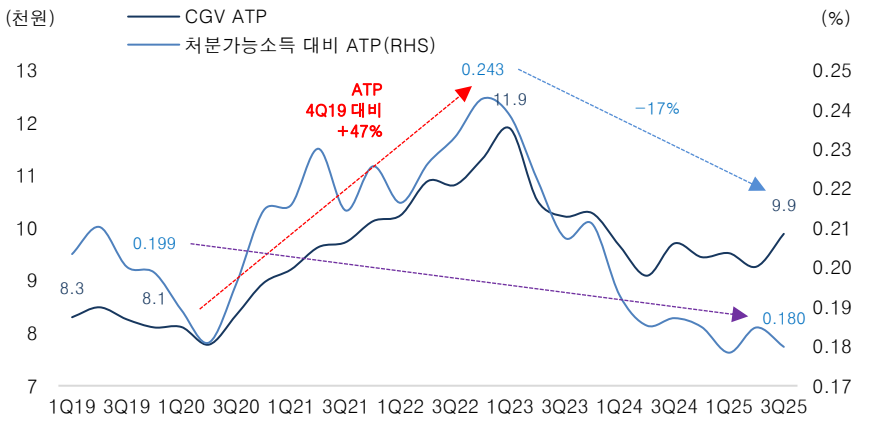
자료: CJ CGV, 대신증권 Research Center

그림 29.헐리우드 블록버스터 시리즈물의 특별관 이용 현황(관객수 기준)



자료: 영화진흥위원회, 대신증권 Research Center

그림 30.CGV ATP. 처분가능소득 대비 ATP 부담은 오히려 완화



자료: CJ CGV, 통계청, 대신증권 Research Center

기업분석

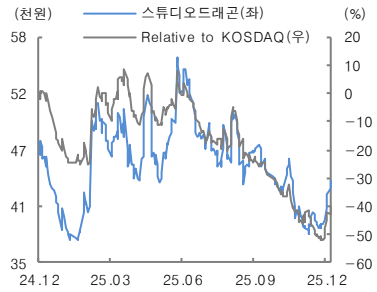
스튜디오 드래곤 (253450)

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



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

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	753	550	556	635	682
매출원가	665	482	493	547	571
매출총이익	88	68	63	88	111
판매비와관리비	32	32	33	32	33
영업이익	56	36	30	55	78
영업이익률	7.4	6.6	5.5	8.7	11.4
EBITDA	242	183	168	191	213
영업외손익	-19	-8	-3	2	2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	15	20	11	15	15
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-18	-8	-7	-8	-8
외환관련손실	7	2	2	2	2
기타	-16	-20	-7	-5	-5
법인세비용차감전순손익	37	28	28	57	79
법인세비용	-7	5	-7	-14	-19
계속사업순손익	30	33	21	44	60
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	33	21	44	60
당기순이익률	4.0	6.1	3.7	6.9	8.9
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	30	33	21	44	60
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	17	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	47	32	19	42	59
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	47	32	19	42	59

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	405	394	426	475	520
현금및현금성자산	158	178	209	244	280
매출채권 및 기타채권	149	101	102	117	125
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	97	115	115	115	115
비유동자산	688	532	525	520	535
유형자산	12	12	11	10	9
관계기업투자금	12	4	4	4	4
기타비유동자산	663	516	510	506	522
자산총계	1,092	926	951	995	1,056
유동부채	368	169	134	135	135
매입채무 및 기타채무	71	46	46	47	48
차입금	170	2	2	2	2
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	127	122	86	86	86
비유동부채	16	16	56	56	56
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	16	16	56	56	56
부채총계	384	186	190	191	191
지배지분	708	740	760	804	864
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
이익잉여금	242	275	295	339	399
기타자본변동	-23	-24	-24	-24	-24
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	708	740	760	804	864
순차입금	20	-173	-204	-238	-275

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
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
EBITDAPS	8,050	6,089	5,580	6,359	7,095
EV/EBITDA	6.5	6.1	6.5	5.6	4.8
SPS	25,056	18,300	18,494	21,109	22,679
PSR	2.1	2.4	2.3	2.1	1.9
CFPS	8,185	6,394	6,149	7,081	7,806
DPS	0	0	0	0	400

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	7.9	-27.0	1.1	14.1	7.4
영업이익 증가율	-14.3	-34.9	-16.7	82.3	40.3
순이익 증가율	-40.5	11.3	-38.4	111.0	38.7
수익성					
ROIC	9.3	11.1	7.3	13.2	17.6
ROA	5.1	3.6	3.2	5.7	7.6
ROE	4.4	4.6	2.8	5.6	7.2
안정성					
부채비율	54.3	25.1	25.0	23.8	22.2
순차입금비율	2.9	-23.3	-26.8	-29.6	-31.8
이자보상배율	6.4	7.8	6.5	12.3	17.8

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	45	180	180	198	290
당기순이익	30	33	21	44	60
비현금항목의 가감	216	159	164	169	174
감가상각비	186	147	137	136	136
외환손익	2	-4	-3	-3	-3
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	28	16	30	36	42
자산부채의 증감	-179	4	2	-1	75
기타현금흐름	-22	-16	-7	-14	-19
투자활동 현금흐름	-1	10	-107	-127	-147
투자자산	-1	7	0	0	0
유형자산					-3
기타	3	3	-105	-125	-145
재무활동 현금흐름	-9	-175	-6	-6	-6
단기차입금	0	-169	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-9	-6	-6	-6	-6
현금의 증감	35	20	31	35	37
기초 현금	124	158	178	209	244
기말 현금	158	178	209	244	280
NOPLAT	45	43	23	42	59
FCF	229	188	49	47	43

자료: 스튜디오드래곤, 대신증권 Research Center

기업분석

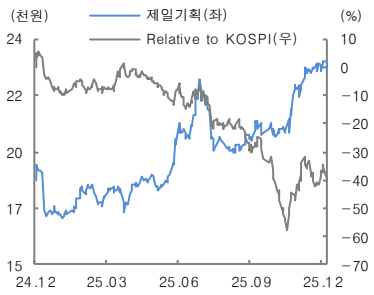
제일기획 (030000)

김회재 hojae.kim@daishin.com

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

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



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

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

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,138	4,344	4,652	4,472	4,890
매출원가	2,519	2,617	2,796	2,509	2,812
매출총이익	1,619	1,727	1,856	1,964	2,078
판매비와관리비	1,311	1,407	1,515	1,604	1,690
영업이익	308	321	341	360	388
영업이익률	7.4	7.4	7.3	8.0	7.9
EBITDA	383	398	392	402	425
영업외손익	-23	-7	-25	16	14
관계기업손익	1	1	1	0	0
금융수익	51	63	52	51	50
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-47	-44	-56	-42	-43
외환관련손실	36	34	0	0	0
기타	-27	-28	-22	7	7
법인세비용차감전순손익	285	313	316	375	401
법인세비용	-95	-105	-104	-124	-132
계속사업순손익	190	208	211	251	269
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	190	208	211	251	269
당기순이익률	4.6	4.8	4.5	5.6	5.5
비지배지분순이익	3	1	1	3	3
지배지분순이익	187	208	210	249	266
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	4	78	78	78	78
포괄순이익	194	286	289	329	346
비지배지분포괄이익	3	2	1	3	3
지배지분포괄이익	191	284	288	326	343

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,372	2,724	2,887	3,000	3,197
현금및현금성자산	607	705	748	931	964
매출채권 및 기타채권	1,487	1,678	1,794	1,726	1,884
재고자산	53	61	65	62	68
기타유동자산	225	281	281	281	281
비유동자산	517	583	557	541	530
유형자산	85	92	75	67	63
관계기업투자금	12	14	14	14	14
기타비유동자산	420	477	468	460	453
자산총계	2,890	3,307	3,445	3,541	3,727
유동부채	1,375	1,565	1,617	1,593	1,663
매입채무 및 기타채무	998	1,156	1,204	1,176	1,241
차입금	0	4	8	13	17
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	377	405	405	405	405
비유동부채	217	268	268	268	268
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	217	268	268	268	268
부채총계	1,592	1,833	1,885	1,861	1,930
지배지분	1,287	1,458	1,544	1,664	1,780
자본금	23	23	23	23	23
자본잉여금	124	124	124	124	124
이익잉여금	1,503	1,587	1,673	1,793	1,909
기타자본변동	-363	-276	-276	-276	-276
비지배지분	11	16	16	16	16
자본총계	1,298	1,474	1,560	1,680	1,796
순차입금	-529	-694	-733	-912	-941

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
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
EBITDAPS	3,325	3,457	3,407	3,493	3,697
EV/EBITDA	4.4	3.2	4.9	4.3	4.0
SPS	35,972	37,763	40,435	38,877	42,507
PSR	0.5	0.4	0.6	0.6	0.5
CFPS	3,450	3,732	3,553	3,999	4,194
DPS	1,110	1,230	1,270	1,480	1,590

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	5.2	6.7	7.4	5.8	5.8
영업이익 증가율	-1.2	4.3	6.2	5.6	7.9
순이익 증가율	-2.9	9.6	1.5	18.9	7.0
수익성					
ROIC	21.9	20.8	20.2	21.5	22.9
ROA	10.9	10.4	10.1	10.3	10.7
ROE	15.0	15.1	14.0	15.5	15.5
안정성					
부채비율	122.7	124.3	120.8	110.8	107.5
순차입금비율	-40.7	-47.1	-47.0	-54.3	-52.4
이자보상배율	28.2	32.7	33.6	34.7	36.6

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	267	346	280	425	297
당기순이익	190	208	211	251	269
비현금항목의 가감	207	221	197	209	213
감가상각비	75	77	51	42	37
외환손익	4	-2	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	128	146	146	166	176
자산부채의 증감	-59	-5	-39	76	-65
기타현금흐름	-71	-78	-90	-111	-120
투자활동 현금흐름	-7	-78	-7	-7	-7
투자자산	-38	-25	0	0	0
유형자산					-21
기타	52	-28	19	19	19
재무활동 현금흐름	-192	-170	-182	-186	-207
단기차입금	-14	4	4	4	4
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-117	-113	-125	-129	-150
기타	-61	-62	-62	-62	-62
현금의 증감	66	98	43	183	33
기초 현금	541	607	705	748	931
기말 현금	607	705	748	931	964
NOPLAT	205	213	228	241	260
FCF	254	251	253	257	271

자료: 제일기획, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김회재)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견

Overweight(비중확대):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

Buy(매수):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

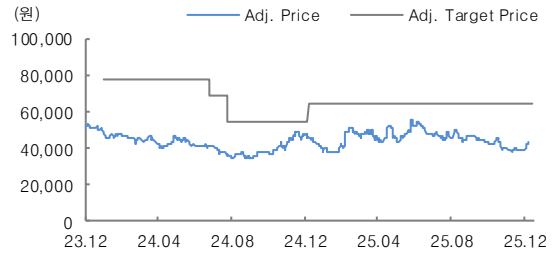
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	88.5%	11.5%	0.0%

(기준일자: 20251222)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

스튜디오드래곤(253450) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



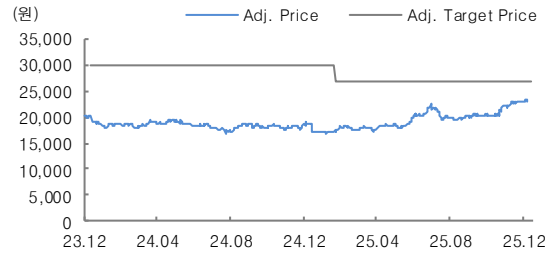
제시일자	25.12.26	25.12.20	25.06.20	24.12.20	24.08.08	24.07.09
투자의견	Buy	6개월 경과 이후	6개월 경과 이후	Buy	Buy	Buy
목표주가	64,000	64,000	64,000	64,000	55,000	69,000
괴리율(평균,%)		(32.89)	(30.22)	(28.63)	(26.98)	(43.96)
괴리율(최대/최소,%)		(32.34)	(16.09)	(12.50)	(10.18)	(39.64)

제시일자	24.01.15
투자의견	Buy
목표주가	78,000
괴리율(평균,%)	(43.51)
괴리율(최대/최소,%)	(38.72)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	

제일기획(030000) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.12.26	25.08.04	25.02.04	24.12.26	24.06.26	23.12.26
투자의견	Buy	6개월 경과 이후	Buy	6개월 경과 이후	6개월 경과 이후	Buy
목표주가	27,000	27,000	27,000	30,000	30,000	30,000
괴리율(평균,%)		(22.39)	(30.15)	(43.07)	(39.67)	(37.85)
괴리율(최대/최소,%)		(14.26)	(17.04)	(42.20)	(36.63)	(35.10)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	