

리서치센터장, 통신/미디어

황성진

02)739-5937

hsj@heungkuksec.co.kr

(030000)

제일기획

BUY(유지)

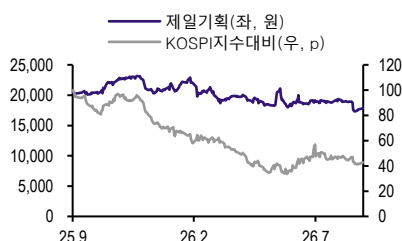
눈높이를 한단계 낮춰야

목표주가	23,000원(하향)
현재주가(09/28)	17,810원
상승여력	29.1%
시가총액	20,489억원
발행주식수	115,041천주
52주 최고가 / 최저가	23,150 / 17,300원
3개월 일평균거래대금	64억원
외국인 지분율	17.4%
주요주주	
삼성전자 (외 6인)	28.3%
자시주 (외 1인)	12.0%
국민연금공단 (외 1인)	9.2%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	-7.9 -0.9 -10.2 -12.7
상대수익률(KOSPI)	-9.4 17.1 -36.9 -116.2

(단위: 억원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	43,443	45,469	43,069	45,552
영업이익	3,207	3,369	2,875	3,002
EBITDA	3,978	4,212	3,776	3,673
지배주주순이익	2,075	2,075	1,847	1,924
EPS	1,804	1,804	1,823	1,900
순차입금	-6,738	-5,577	-2,450	-2,977
PER	9.4	11.6	9.8	9.4
PBR	1.3	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	3.2	4.4	4.8	4.8
배당수익률	7.3	5.9	6.9	7.2
ROE	15.1	13.7	12.6	13.9
컨센서스 영업이익	-	-	3,267	0
컨센서스 EPS	-	-	1,922	0

주가추이



하반기 성장 둔화 불가피

올해 하반기는 제일기획의 성장세가 다소 멈춰가는 시기가 될 것으로 전망. Captive 광고주의 마케팅 효율화 기조가 이어지면서 외형 성장세가 둔화될 것으로 전망되기 때문. 중국의 사업구조 개편 영향과 하반기 원화 강세 기조 또한 실적에는 부정적인 영향을 미칠 것. 전반적인 광고경기의 둔화 기조 속에서도 해외 중심의 통합 마케팅 솔루션 제공을 통해 견조한 성장세를 유지해 왔던 기조 둔화가 불가피할 것으로 보임. 3분기 매출총이익은 4,535억원(-0.9% YoY), 영업이익은 822억원(-14.3% YoY)을 기록하며 예상치를 하회할 것으로 전망. 4분기 역시 비우호적인 영업환경이 지속될 것으로 보여 실적 둔화는 불가피할 것으로 보이며, 연간 가이던스(매출총이익 5%, OP/GP 마진을 18%) 달성 또한 어려울 것으로 예상됨.

지역별 편차 상존, AI 활용 본격화는 양날의 검

지역별로는 그 동안 성장을 이끌었던 북미의 경우 성장은 지속될 것으로 보이나, 그 폭은 다소 둔화될 것으로 전망. 중국은 상반기 가전 사업부 철수의 영향으로 사업구조 전환을 모색하고 있는 가운데, IP 사업, 콘서트 등 탈광고 비즈니스의 커버리지 확대를 모색중인 상황. 유럽은 그동안 부진했던 아이리스의 거버넌스 이전과 더불어 현지 마케팅 강화를 통해 새로운 성장 가능성을 타진하고 있는 상황

AI 솔루션 활용을 통한 업무혁신은 양날의 검으로 작용중. AI를 통한 전반적인 제작비 절감과 비즈니스 효율성 제고 및 솔루션 판매도 이루어지고 있는 반면, AI를 통한 마케팅으로 인한 예산 절감 효과도 상존. 절감된 예산을 얼마나 High-Level 마케팅으로 전환시킬 수 있을 것인지가 관건

투자의견 BUY, 목표주가 23,000원으로 하향

실적 눈높이 하향에도 불구하고, DPS 축소 우려는 크지 않은 것으로 보임. 배당성향 60% 이상의 전향적인 주주환원 기조는 유지될 것. 보유중인 자사주 소각(약 12%) 역시 진행될 것으로 보이나 시점은 아직 미정. 실적 모멘텀 둔화에도 불구하고 높은 배당수익률에 따른 주가의 하방 경직성은 충분히 유지될 것. 투자의견 BUY를 유지하나 목표주가는 23,000원(27E 실적에 Target P/E Multiple 12.0배 적용)으로 하향 조정

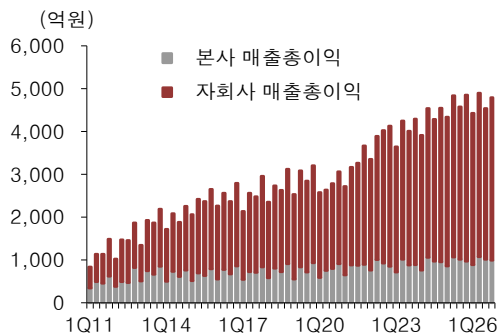
표 1 제일기획 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025A	2026E	2027E
매출액	10,394	11,188	11,889	11,997	10,176	10,745	10,307	11,841	45,469	43,069	45,552
매출총이익	4,335	4,838	4,574	4,853	4,423	4,896	4,535	4,789	18,599	18,643	19,331
본사	859	1,068	1,010	971	888	1,076	1,014	991	3,908	3,969	4,034
연결자회사	3,476	3,770	3,564	3,881	3,535	3,820	3,522	3,798	14,691	14,674	15,297
유럽	809	829	784	825	812	825	752	800	3,247	3,190	3,158
중국	827	1,006	859	1,127	778	929	782	991	3,819	3,480	3,549
북미	767	780	746	735	805	822	776	764	3,027	3,168	3,399
아시아	445	495	488	529	459	498	495	547	1,957	1,998	2,126
중남미/중동	547	539	559	535	548	607	581	555	2,179	2,291	2,477
기타	82	122	127	132	133	139	136	141	462	548	587
영업이익	585	921	959	904	365	927	822	761	3,369	2,875	3,002
영업이익률	13.5%	19.0%	21.0%	18.6%	8.3%	18.9%	18.1%	15.9%	18.1%	15.4%	15.5%
세전이익	419	747	987	894	409	950	817	693	3,047	2,869	2,817
세전이익률	9.7%	15.4%	21.6%	18.4%	9.2%	19.4%	18.0%	14.5%	16.4%	15.4%	14.6%
순이익	280	512	649	644	283	635	503	443	2,086	1,864	1,944
순이익률	6.5%	10.6%	14.2%	13.3%	6.4%	13.0%	11.1%	9.3%	11.2%	10.0%	10.1%

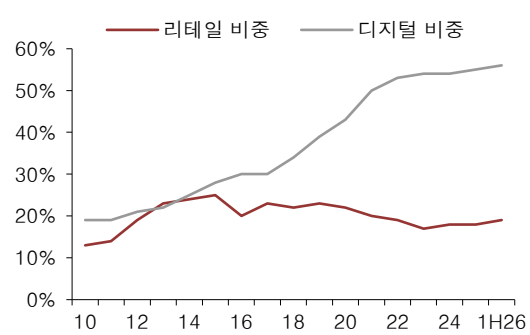
자료: 제일기획, 흥국증권 리서치센터
 주: 이익률은 매출총이익 대비

그림 1 매출총이익 추이



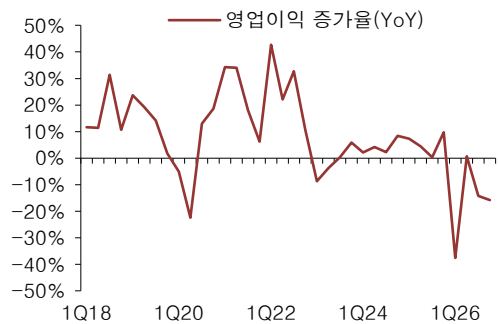
자료: 제일기획, 흥국증권 리서치센터

그림 2 리테일과 디지털 비중



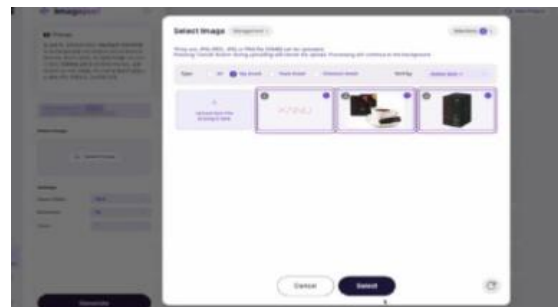
자료: 제일기획, 흥국증권 리서치센터

그림 3 영업이익 증가율



자료: 제일기획, 흥국증권 리서치센터

그림 4 AI 기반의 카피/비주얼/스토리보드 솔루션



자료: 제일기획, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	43,443	45,469	43,069	45,552	48,201
증가율 (Y-Y, %)	5.0	4.7	(5.3)	5.8	5.8
영업이익	3,207	3,369	2,875	3,002	3,101
증가율 (Y-Y, %)	4.3	5.0	(14.7)	4.4	3.3
EBITDA	3,978	4,212	3,776	3,673	3,646
영업외손익	(72)	(322)	(8)	(185)	(110)
순이자수익	147	96	139	202	216
외화관련손익	46	(193)	(71)	(129)	(143)
지분법손익	14	12	(5)	18	18
세전계속사업손익	3,135	3,047	2,867	2,817	2,990
당기순이익	2,083	2,086	1,862	1,944	2,063
지배기업당기순이익	2,075	2,075	1,847	1,924	2,043
증가율 (Y-Y, %)	10.8	0.0	(11.0)	4.2	6.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	9.3	2.2	1.3	1.6	2.0
영업이익증가율(3Yr)	8.9	2.7	(2.2)	(2.2)	(2.7)
EBITDA증가율(3Yr)	7.6	3.0	(0.4)	(2.6)	(4.7)
순이익증가율(3Yr)	7.5	2.1	(0.7)	(2.3)	(0.4)
영업이익률(%)	7.4	7.4	6.7	6.6	6.4
EBITDA마진(%)	9.2	9.3	8.8	8.1	7.6
순이익률 (%)	4.8	4.6	4.3	4.3	4.3
NOPLAT	2,131	2,306	1,867	2,071	2,139
(+) Dep	770	843	901	671	546
(-) 운전자본투자	245	930	1,263	203	271
(-) Capex	264	301	222	301	319
OpFCF	2,394	1,919	1,283	2,238	2,096

재무상태표

(단위:억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	27,240	28,810	25,987	27,261	28,616
현금성자산	8,306	8,473	5,686	6,219	6,675
매출채권	16,982	18,470	17,762	18,402	19,193
재고자산	605	463	577	598	624
비유동자산	5,826	7,069	6,641	6,646	6,800
투자자산	2,750	3,999	3,606	3,753	3,905
유형자산	918	945	725	487	397
무형자산	2,158	2,124	2,310	2,407	2,499
자산총계	33,066	35,878	32,628	33,908	35,417
유동부채	15,649	16,279	15,432	16,058	16,789
매입채무	11,556	11,988	9,820	10,174	10,611
유동성이자부채	473	630	1,082	1,170	1,272
비유동부채	2,677	3,718	3,518	3,492	3,524
비유동이자부채	1,094	2,266	2,154	2,073	2,047
부채총계	18,325	19,998	18,949	19,550	20,313
자본금	230	230	230	230	230
자본잉여금	1,239	1,239	1,239	1,239	1,239
이익잉여금	15,871	16,898	17,499	18,178	18,924
자본조정	(2,760)	(2,644)	(5,471)	(5,471)	(5,471)
자기주식	(2,828)	(2,828)	(2,828)	(2,828)	(2,828)
자본총계	14,740	15,880	13,679	14,357	15,103
투자자본	7,206	9,705	10,641	10,770	11,112
순차입금	(6,738)	(5,577)	(2,450)	(2,977)	(3,356)
ROA	6.7	6.0	5.4	5.8	5.9
ROE	15.1	13.7	12.6	13.9	14.0
ROIC	30.1	27.3	18.4	19.3	19.6

주요투자지표

(단위:억원, 원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	1,804	1,804	1,823	1,900	2,017
BPS	12,674	13,668	11,732	12,322	12,971
DPS	1,230	1,230	1,230	1,280	1,330
Multiples(x, %)					
PER	9.4	11.6	9.8	9.4	8.8
PBR	1.3	1.5	1.5	1.4	1.4
EV/ EBITDA	3.2	4.4	4.8	4.8	4.7
배당수익율	7.3	5.9	6.9	7.2	7.5
PCR	4.5	5.8	63.7	7.8	7.8
PSR	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	124.3	125.9	138.5	136.2	134.5
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	174.1	177.0	168.4	169.8	170.4
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
자산구조					
투자자산(%)	39.5	43.8	53.4	51.9	51.2
현금+투자자산(%)	60.5	56.2	46.6	48.1	48.8
자본구조					
차입금(%)	9.6	15.4	19.1	18.4	18.0
자기자본(%)	90.4	84.6	80.9	81.6	82.0

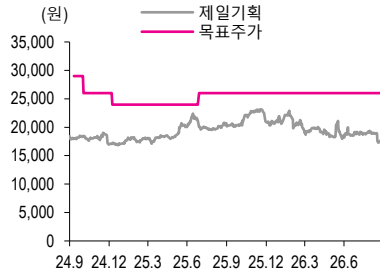
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	3,464	2,123	(759)	2,430	2,357
당기순이익	2,083	2,086	1,864	1,944	2,063
자산상각비	770	843	901	671	546
운전자본증감	(49)	(1,018)	(606)	(203)	(271)
매출채권감소(증가)	(950)	(1,420)	796	(641)	(791)
재고자산감소(증가)	(53)	148	(100)	(21)	(26)
매입채무증가(감소)	620	(89)	(307)	354	437
투자현금	(785)	(1,075)	(865)	(777)	(805)
단기투자자산감소	(316)	(596)	(105)	(118)	(123)
장기투자증권감소	165	214	60	(6)	(7)
설비투자	(264)	(301)	(222)	(301)	(319)
유무형자산감소	(124)	(99)	(176)	(229)	(229)
재무현금	(1,703)	(1,877)	(1,832)	(1,238)	(1,220)
차입금증가	(574)	(581)	(445)	7	77
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(1,127)	(1,246)	(1,246)	(1,246)	(1,296)
현금 증감	980	(828)	(3,453)	415	333
총현금흐름(Gross CF)	4,294	4,189	322	2,633	2,628
(-) 운전자본증가(감소)	245	930	1,263	203	271
(-) 설비투자	264	301	222	301	319
(+) 자산매각	(124)	(99)	(176)	(229)	(229)
Free Cash Flow	3,662	2,860	(1,339)	1,900	1,810
(-) 기타투자	(165)	(214)	(60)	6	7
잉여현금	3,827	3,074	(1,279)	1,894	1,803

제일기획 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정가(₩)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-09-07	단타자변경			
2024-10-10	Buy	29,000	(37.2)	(36.2)
2024-11-01	Buy	26,000	(30.4)	(26.9)
2025-01-07	Buy	24,000	(22.7)	(6.7)
2025-07-28	Buy	26,000	(22.7)	(11.0)
2026-09-29	Buy	23,000		

투자 의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
----	---	----	---

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2026년 06월 30일 기준)

Buy (96.6%)	Hold (3.4%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앳체

흥국씨앳체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앳체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286