

비중확대 (유지)

지인해 연구위원

✉ inhae.ji@shinhan.com

김지영 연구원

✉ jiy.kim@shinhan.com

(*) Owned Media
: 개인/회사 자체 보유 미디어
(ex. 홈페이지, 블로그)

신한생각 슬슬 바닥을 다져가는 중

밸류체인 가장 상단에 있는 광고시장의 회복이 여전히 묘연한 탑다운 영향으로 방송/광고/콘텐츠 제작사들의 미미한 1Q25 실적 예상. 유의미한 본업 회복은 다소 시간 필요. 하반기 ① 내수 부양 정책에 힘입은 광고의 상저하고, ② 콘텐츠 제작편수 증가, ③ 글로벌 동시방영 비중 확대 기반 이익 모멘텀 기대. 실적 부진이 기반영된 현재는 주가 바닥을 다지는 중

2025년은 상저하고

[제일기획] OP 571억원 예상. 어려운 광고업, 캡티브의 마케팅 효율화 기조에도 안정적인 실적 성장 지속. 형태별로는 디지털(*)Owned Media, 지역별로는 북미와 신흥국이 여전히 성장 엔진 담당. 25F 가이던스 '매출총이익 +5% YoY 성장, 수익성 유지'는 과하지 않은 수준. 업종 매력도는 높지 않지만, ROE 10% 중반+배당수익률 7%+밸류업 확장 가능성은 늘 매력적

[SBS] OP -140억원 예상. 본업인 TV광고는 역대 최저치 기록 예상. 부진한 광고경기+계엄+1분기 비수기로 직격탄을 고스란히 맞은데다, 넷플릭스 코리아향 동시 송출 ⇒ 시청인구의 수평이동으로 추가적인 TV광고 실적 악화를 감내하는 중. 넷플릭스 동시방영은 빨라도 2H25, 26F 시작돼 인내의 시간 필요. 예상보다 부진한 본업 실적 조정으로 목표주가 2.4만원 하향

[CJ ENM] OP 180억원 예상. TV광고 역성장과 티빙 손실(네이버 멤버십 종료, 오리지널 제작 확대) 연중 가장 클 것. 피프스시즌 적자, 영화 부재도 악영향. 음악과 커머스 실적이 그나마 전체 실적 부진을 상쇄. 자회사 시가 총액보다도 낮은 현재, 향후 의외의 관전 포인트는 경기 부양책에 따른 내수주 테마(커머스+TV광고 등), 한중 음악 프로그램 동시방영 모멘텀일 듯

[스튜디오드래곤] OP 60억원 예상. 방영회차 59회(TV 40회+오리지널 19회, -17% YoY) 반영. 상대적으로 글로벌 OTT 동시방영 비중이 적었고, 시청률/화제성에서도 저조해 수익성 악화. 2Q25 예상 방영회차는 51회로 전년 대비 증가하나, 1Q25 텐트폴 작품의 상각비 부담이 이어져 본업 손익 회복에는 시간 필요. 다만, ① 올해 늘어나는 작품편수는 대부분 하반기에 몰려있고, ② 그 중 텐트폴/오리지널 편성이 집중된데다, ③ 사측의 적극적인 비용 통제 기조가 맞물린다면 점진적인 실적 회복 가능할 것. ④ 향후 한중 문화교류 개방 시, 이익의 베타가 가장 크다는 점도 잠재적인 투자포인트

[콘텐츠리중앙] OP -220억원 예상. SLL -100억(방영회차 16회로 역대 최저, 연결 레이블 손실, Wiip BEP), 메가박스 -130억원(관객수 2천만명으로 역대 최저) 추정. 다만, 2Q25부터 '영끌=턴어라운드' 시작. ① 글로벌 OTT 리쿠피율이 대폭 상향(독점계약 성격)된 데 따른 SLL 사업부의 유의미한 실적 성장, ② Wiip의 딜리버 작품수 확대에 따른 흑자전환에 기인

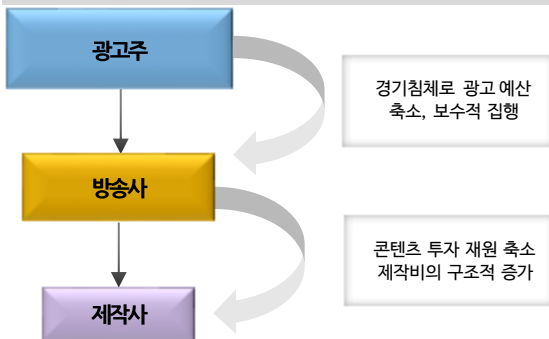
미디어 업종 커버리지 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	YoY	컨센서스	과라율	2024	2025F
제일기획	매출총이익	390.7	453.4	428.5	454.8	410.3	5.0	412.2	(0.5)	1,727.5	1,822.5
	영업손익	54.5	88.2	95.6	82.4	57.1	4.8	58.1	(1.7)	320.7	339.8
	순손익	42.7	64.7	61.5	38.6	39.8	(6.8)	40.4	(1.5)	207.5	225.2
	OPM	13.9	19.5	22.3	18.1	13.9	(0.0)	14.1	(0.2)	18.6	18.6
	NPM	10.9	14.3	14.4	8.5	9.7	(1.2)	9.8	(0.1)	12.0	12.4
SBS	매출액	209.6	275.0	331.3	230.8	192.4	(8.2)	198.3	(3.0)	1,046.7	974.7
	영업손익	(12.0)	9.6	(25.3)	8.6	(14.0)	적지	(14.7)	n/a	(19.2)	30.0
	순손익	12.9	5.0	(21.5)	37.4	(7.6)	적전	(10.1)	n/a	33.8	22.5
	OPM	(5.7)	3.5	(7.6)	3.7	(7.3)	(1.6)	(7.4)	0.1	(1.8)	3.1
	NPM	6.2	1.8	(6.5)	16.2	(4.0)	적전	(5.1)	1.1	3.2	2.3
스튜디오 드래곤	매출액	192.1	137.1	90.3	130.6	137.2	(28.6)	136.7	0.4	550.1	694.4
	영업손익	21.5	10.5	(0.9)	5.4	6.0	(71.9)	10.5	(42.3)	36.4	60.4
	순손익	20.2	8.2	(6.1)	11.3	6.6	(67.1)	10.6	(37.6)	33.5	48.6
	OPM	11.2	7.7	(1.0)	4.1	4.4	(6.8)	7.7	(3.3)	6.6	8.7
	NPM	10.5	6.0	(6.8)	8.7	4.8	(5.7)	7.8	(2.9)	6.1	7.0
CJ ENM	매출액	1,154.1	1,164.7	1,124.6	1,787.9	1,165.8	1.0	1,178.9	(1.1)	5,231.4	5,513.5
	영업손익	12.3	35.3	15.8	41.0	18.0	46.3	24.8	(27.3)	104.5	190.8
	순손익	(15.1)	20.9	(482.8)	(26.4)	0.0	적지	4.2	n/a	(503.4)	26.8
	OPM	1.1	3.0	1.4	2.3	1.5	0.5	2.1	(0.6)	2.0	3.5
	NPM	(1.3)	1.8	(42.9)	(1.5)	0.0	1.3	0.4	(0.4)	(9.6)	0.5
콘텐츠리 중앙	매출액	220.9	226.8	228.2	203.5	215.0	(2.7)	187.0	15.0	879.5	1,096.1
	영업손익	(10.0)	(6.5)	(12.8)	(18.0)	(22.0)	적지	(14.1)	n/a	(47.4)	28.9
	순손익	(21.4)	(18.9)	(22.5)	(3.6)	(35.0)	적지	(18.4)	n/a	(66.4)	9.8
	OPM	(4.5)	(2.9)	(5.6)	(8.8)	(10.2)	(5.7)	(7.6)	(2.7)	(5.4)	2.6
	NPM	(9.7)	(8.3)	(9.9)	(1.8)	(16.3)	(6.6)	(9.8)	(6.4)	(7.5)	0.9

자료: QuantiWise, 신한투자증권

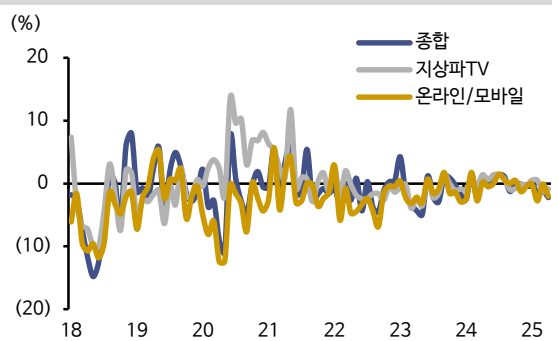
주: 제일기획 수익성은 매출총이익 대비 비중

콘텐츠 밸류체인



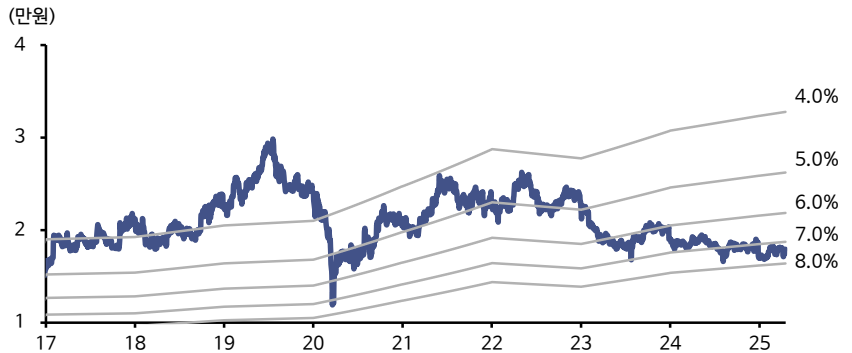
자료: 신한투자증권

KAI 전년대비 증감률



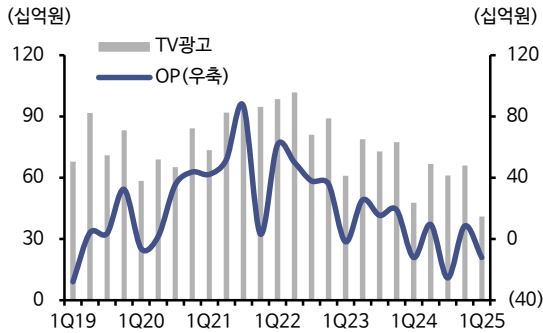
자료: KOBACO, 신한투자증권

제일기획 배당 밴드 차트



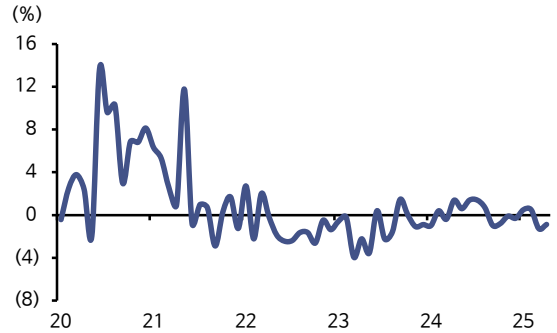
자료: QuantiWise, 신한투자증권

SBS TV광고 매출액 영업손익 추이



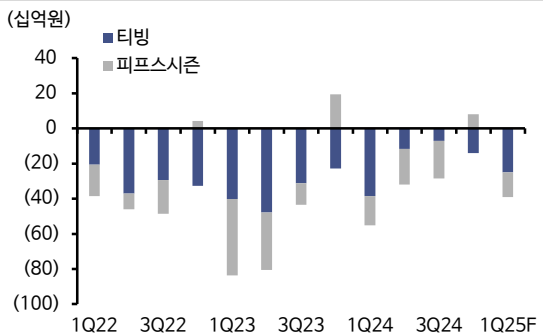
자료: 회사 자료, 신한투자증권

지상파TV KAI 전년대비 증감률 추이



자료: KOBACO, 신한투자증권

CJ ENM 티빙과 피프스시즌 영업손익 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

CJ ENM 보이즈플래닛2 한중 트윈 프로젝트

BOYS II PLANET은 2025년 방영 예정인 K-POP GLOBAL 트윈 프로젝트 프로그램입니다.

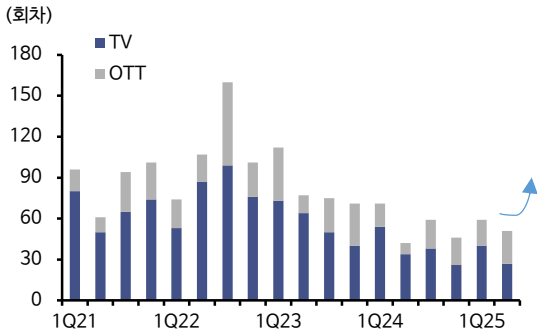
한국어 프로그램

중국어 프로그램

K/C 각 프로그램은 동일한 포맷과 세계관으로 동시 제작, 동시 방송되며 두 개의 프로그램을 통해 각각의 그룹이 동시 데뷔하게 됩니다.

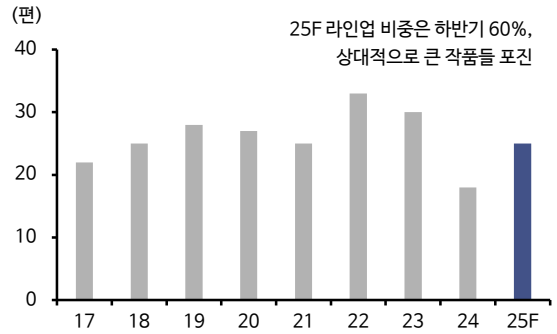
자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권

스튜디오드래곤 방영회차 추이



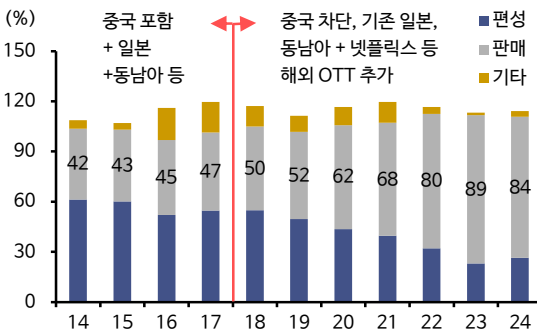
자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 제작편수 추이



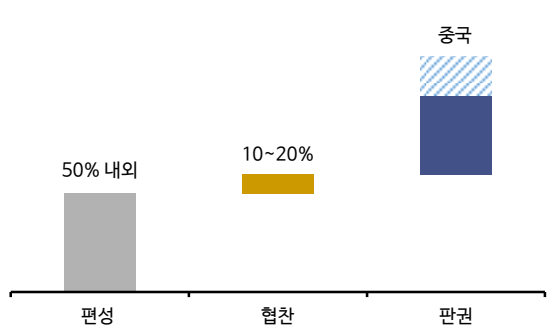
자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 제작비 대비 리쿠피율 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

기본 콘텐츠 수익모델(IP 보유 기준)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

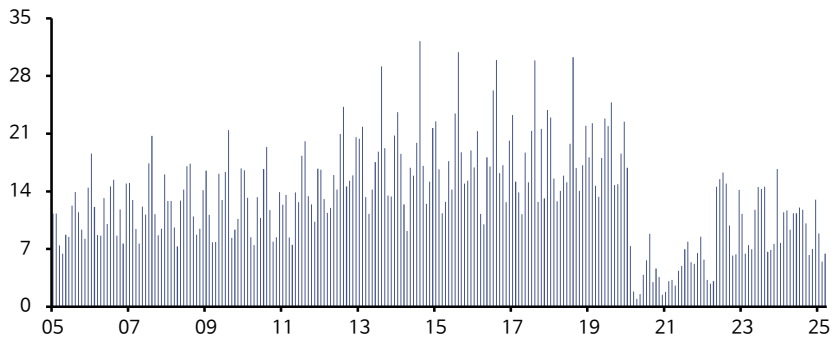
스튜디오드래곤 리쿠피율 개선에 따른 실적 추정 시나리오

(십억원, 편, %)	-2%p	-1%p	베이스	+1%p	+2%p	+3%p	+4%p	+5%p	+10%p
매출액	682.4	688.4	694.4	700.4	706.4	712.4	718.4	724.4	754.4
편성	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0	159.0
판매	495.1	501.1	507.1	513.2	519.2	525.2	531.2	537.2	567.2
기타	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2	28.2
매출원가	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2	600.2
매출원가율	88.0	87.2	86.4	85.7	85.0	84.2	83.5	82.9	79.6
제작편수	25	25	25	25	25	25	25	25	25
편당 제작비	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0
리쿠피율	113.7	114.7	115.7	116.7	117.7	118.7	119.7	120.7	125.7
편성	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5	26.5
판매	82.5	83.5	84.5	85.5	86.5	87.5	88.5	89.5	94.5
기타	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
영업이익	48.4	54.4	60.4	66.4	72.4	78.4	84.4	90.4	120.5
영업이익률	7.1	7.9	8.7	9.5	10.3	11.0	11.8	12.5	16.0
매출액 증감률	(1.7)	(0.9)	0.0	0.9	1.7	2.6	3.5	4.3	8.6
영업이익 증감률	(19.9)	(9.9)	0.0	9.9	19.9	29.8	39.7	49.7	99.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

국내 극장 관객수 추이

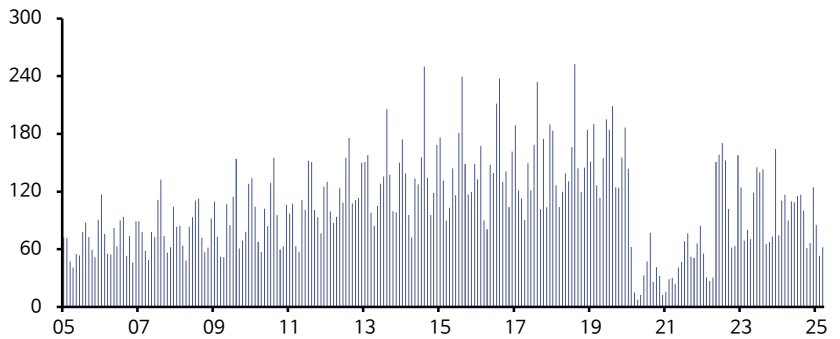
(백만명)



자료: KOBIS, 신한투자증권

국내 극장 박스오피스 추이

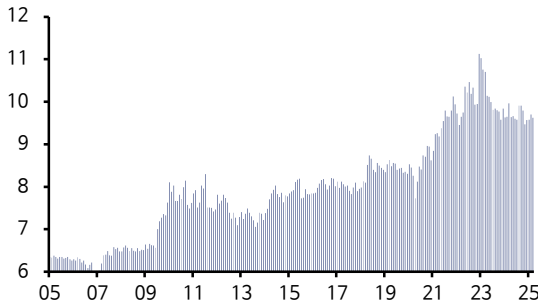
(십억원)



자료: KOBIS, 신한투자증권

국내 영화티켓가격 추이

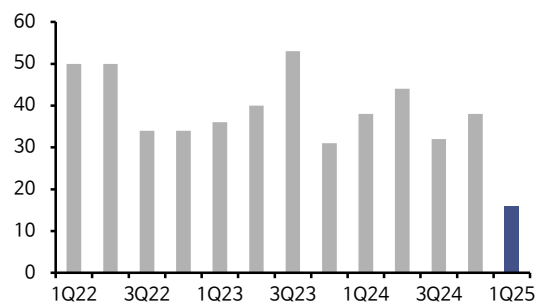
(천원)



자료: KOBIS, 신한투자증권

콘텐츠리중앙 드라마 방영회차 추이

(회차)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

스튜디오드래곤 2025년 작품 라인업

구분	편성	타이틀	방영일	요일	연출	극본	주연	회차	비고
동시방영	tvN	별들에게 물어봐	1/4 - 2/23	토일	박신우	서숙향	이민호, 공효진	16	
		원경	1/6 - 2/11	월화	김상호	이영미	차주영, 이현욱	12+2	
		그놈은 흑염룡	2/17 - 3/24	월화	이수현	김수연	문가영, 최현욱	16	
		금주를 부탁해	5/12 - 6/17	월화	장유정	명수현	최수영, 공명	12	
		미지의 서울	5/24 - 6/29	토일	박신우	이강	박보영, 박진영	12	
		견우와 선녀	6/23 - 7/29	월화	김용완	양지훈	조이현, 추영우	12	
		첫, 사랑을 위하여	8/4 - 9/9	월화	유제원	양희순	염정아, 박해준	12	
		폭군의 셰프	8/16 - 9/21	토일	장태유	HapJak	임윤아, 강한나	12	
		신사장 프로젝트	9/15 - 10/21	월화	신경수	반기리	한석규, 배현성	12	
		태풍상사	9/27 - 11/16	토일	이나정	장현	이준호, 김민하	16	
		알미운 사랑	10/27 - 12/16	월화	김가람	정여랑	이정재, 임지연	16	
		프로보노	11/22 -	토일	김성운	문유석	정경호	-	
		아수라 발발타	2H25	수목	정지현	안아름	강훈, 이이담	12	
		우주를 줄게	2H25	수목	-	수진	배인혁, 노정의		
	KBS2	은애하는 도적남아	2H25	수목	함영걸	이선	남지현, 문상인		
오리지널	TVING	스터디그룹	1/23 - 2/20		이장훈	엄선호	황민현, 한지은	10	아마존프라임
		친애하는X	2025		이응복	최지원	김유정, 김영대	12	
	Netflix	탄금	5/16		김홍선	김진아	이재욱, 조보아	12	일부 1Q25 인식
		다 이루어질지니	10/3		안길호	김은숙	김우빈, 수지	12	2Q25 방영 가능
	Disney+	자백의 대가	4Q25		이정효	권종관	전도연, 김고운	12	
		조각도시	2025		박신우	오상호	지창욱, 도경수	10	
해외	내 남편과 결혼해줘								일본판

자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한투자증권

콘텐츠리중앙 2025년 작품 라인업

구분	편성	타이틀	방영일	요일	연출	극본	주연	회차
동시방영	JTBC	협상의 기술	3/18 - 4/13	토일	안판석	이승영	이재훈, 성동일	12
		천국보다 아름다운	4/19 - 5/25	토일	김석운	이남규	손석구, 한지민	12
		굿보이	5/31 - 7/20	토일	심나연	이대일	박보검, 김소현	16
		착한 사나이	2H25	수목	송해성	김운경	이동욱, 이성경	14
		에스콰이어	2H25	수목	김재홍	박미현	이진욱, 정채연	12
		마이 유스	7/26 - 8/31	토일	이상엽	박시현	송중기, 천우희	12
		김부장	11/29	토일	조현탁	김홍기	류승룡	-
		경도를 기다리며	2H25	수목	임현욱	유영아	박서준, 원지안	12
		백번의 추억	10/18 - 11/23	토일	김상호	양희승	김다미, 신예은	12
		러브미	2H25	수목	조영민	박은영	서현진, 장률	12
	MBC	이 강에는 달이 흐른다	9월 예정	금토	이동현	조승희	강태오, 김세정	14
오리지널	Netflix	캐셔로	4Q25		이창민	이제인	이준호, 김향기	-
		자백의 대가	4Q25		이정효	권종관	전도연, 김고은	12
	TVING	춘화연애담	2/6 - 3/6	목	이광영	서은정	고아라, 장률	10
		언프렌드	2025		김자운	-	김선호, 박규영	6
	Disney+	파인: 촌뜨기들	7월 예정		강윤성	강윤성	류승룡, 양세종	10
해외	Netflix	the Undertow S1	2H25					
	Prime Video	The Summer I turned Pretty S.3	2H25					
	HBO MAX	Task S.1	2H25					

자료: 언론 보도, 회사 자료, 신한투자증권

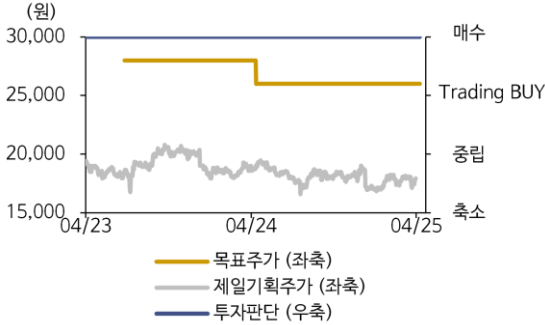
SBS 실적 추정치 변경

(십억원, %, %p)	변경 전		변경 후		과리율	
	2025	2026F	2025	2026F	2025	2026F
매출액	986.7	1,038.2	974.7	1,038.2	(1.2)	0.0
영업이익	43.0	55.6	30.0	40.0	(30.2)	(28.1)
순이익	34.1	43.3	22.5	35.0	(34.0)	(19.2)
OPM	4.4	5.4	3.1	3.9	(1.3)	(1.5)
NPM	3.5	4.2	2.3	3.4	(1.1)	(0.8)

자료: 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

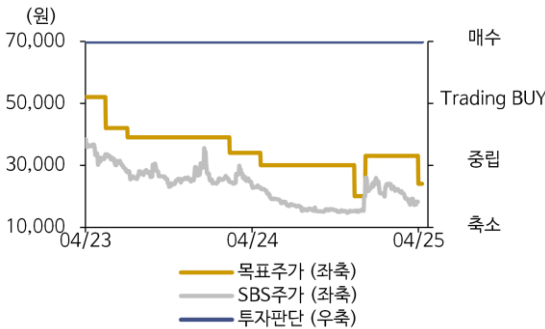
제일기획(030000)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2023년 07월 13일	매수	28,000	(30.2)	(25.7)
2024년 01월 13일		6개월경과	(33.8)	(31.1)
2024년 04월 29일	매수	26,000	(29.7)	(25.1)
2024년 10월 29일		6개월경과	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

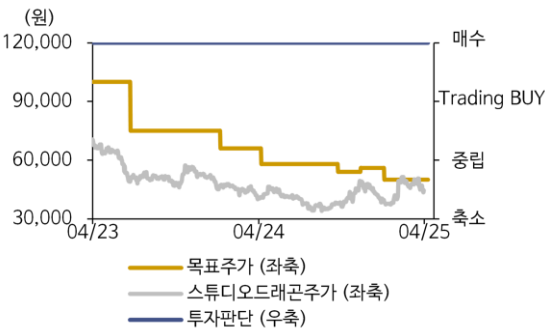
SBS (034120)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 11월 28일	매수	52,000	(29.9)	(10.6)
2023년 05월 28일		6개월경과	(36.7)	(35.5)
2023년 06월 02일	매수	42,000	(26.4)	(20.2)
2023년 07월 20일	매수	39,000	(31.6)	(9.1)
2024년 01월 20일		6개월경과	(35.4)	(31.8)
2024년 02월 29일	매수	34,000	(26.0)	(12.1)
2024년 05월 07일	매수	30,000	(43.0)	(24.5)
2024년 11월 07일		6개월경과	(49.5)	(48.6)
2024년 11월 29일	매수	20,000	(21.6)	0.0
2024년 12월 23일	매수	33,000	(34.5)	(21.1)
2025년 04월 18일	매수	24,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

스튜디오드래곤(253450)

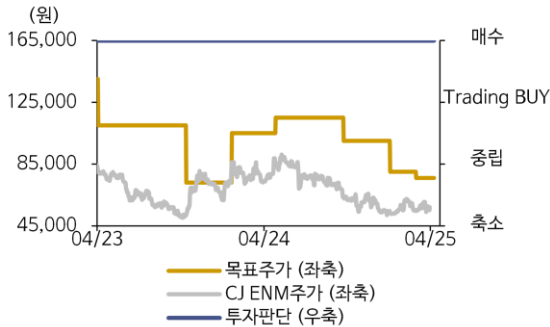


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 07월 01일	매수	100,000	(26.7)	(11.1)
2023년 01월 01일		6개월경과	(28.6)	(14.7)
2023년 07월 01일		6개월경과	(49.2)	(46.6)
2023년 07월 11일	매수	75,000	(31.2)	(23.6)
2024년 01월 11일		6개월경과	(37.4)	(33.1)
2024년 01월 25일	매수	66,000	(32.0)	(27.6)
2024년 04월 24일	매수	58,000	(31.6)	(19.9)
2024년 10월 10일	매수	54,000	(23.3)	(8.5)
2024년 11월 29일	매수	56,000	(21.1)	(12.7)
2025년 01월 20일	매수	50,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자 의견 및 목표주가 추이

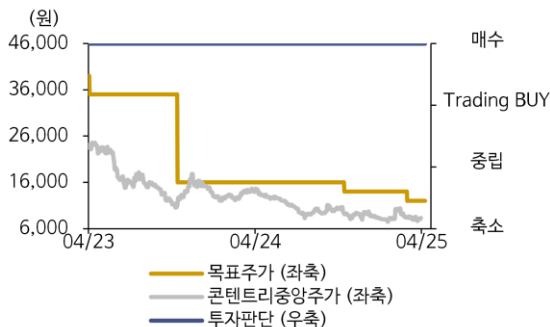
CJ ENM (035760)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 08월 05일	매수	140,000	(35.4)	(17.1)
2023년 02월 05일		6개월경과	(35.3)	(18.1)
2023년 04월 21일	매수	110,000	(40.2)	(27.0)
2023년 10월 21일		6개월경과	(53.3)	(52.5)
2023년 10월 31일	매수	73,000	(3.5)	14.2
2024년 02월 08일	매수	105,000	(25.7)	(15.6)
2024년 05월 14일	매수	115,000	(32.2)	(20.8)
2024년 10월 10일	매수	100,000	(40.5)	(34.2)
2025년 01월 20일	매수	80,000	(29.0)	(22.0)
2025년 03월 18일	매수	76,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

콘텐츠리중앙 (036420)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2023년 02월 14일	매수	39,000	(39.0)	(32.9)
2023년 04월 21일	매수	35,000	(49.6)	(29.7)
2023년 10월 21일		6개월경과	(68.7)	(67.4)
2023년 10월 31일	매수	16,000	(13.0)	11.3
2024년 05월 01일		6개월경과	(32.6)	(16.8)
2024년 10월 31일	매수	14,000	(37.3)	(26.1)
2025년 03월 18일	매수	12,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 지인해, 김지영)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 주권의 모집 주선, 인수 관련 계약을 체결하고 해당 업무를 수행하고 있거나, 최근 40일 이내에 주권의 모집 주선, 인수 관련 업무를 수행한 사실이 있습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 제일기획을 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY: 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 1월 11일 기준)

매수 (매수)	91.20%	Trading BUY (중립)	6.80%	중립 (중립)	2.00%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------