

미디어업 (컨텐츠)



김희재 hojae.kim@daishin.com

투자의견

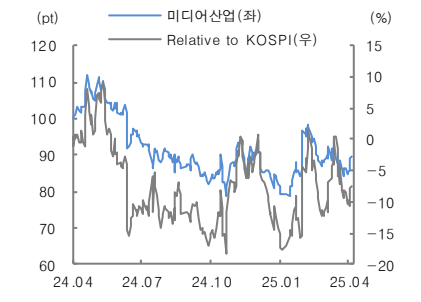
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
스튜디오드래곤	Buy	64,000원
CJ ENM	Buy	110,000원
SBS	Buy	29,000원
콘텐츠리중앙	Buy	14,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	12.7	7.0	-11.5
상대수익률	-1.2	12.2	9.6	-7.8



국경도 장벽도 없습니다

- 25년 드라마 제작 확대. TV항 72편(+29%), 오리지널 포함시 역대 최고
- 넷플릭스 한국 드라마의 60%는 3대 플랫폼. K-컨텐츠에 대한 러브콜
- 중국 OTT의 자체 콘텐츠 투자 확대 기조는 한한령 해제시 기회 요인

투자의견 비중확대(Overweight), Top-Pick 스튜디오드래곤 제시

25년 콘텐츠 시장은 제작 확대와 TV광고의 저점 확인 및 P의 상승까지 가능

25년 드라마 제작 확대(Q의 증가)

TV항(동시방영 포함) 드라마 제작은 72편(+29% / +16편 yoy)으로 확대 전망
주력인 주말은 16회 편성 유지하면서 상승 추세 지속. 수목은 하반기 부활
오리지널 포함시 96편(+20% yoy)으로 역대 최고 전망

TV광고의 저점 확인(주변 환경 개선)

TV광고는 23~24년 펀드멘탈 대비 지나친 위축. 25년 저점 확인 후 순성장 전환
TV에 대한 견조한 수요는 시청률이 증명. TV광고 감소 추세 속 시청률은 상승

K-컨텐츠에 대한 지속적인 러브콜(P의 상승)

넷플릭스의 한국 콘텐츠에 대한 지속적인 러브콜. Shareholder Letter 소개
넷플릭스 한국 드라마 중 드래곤, 콘중, SBS의 비중은 60% 상회

드라마 수익 인식 구조

TV-OTT 동시방영의 중요성 부각. 분기별 균등 배분 통한 안정적 수익 창출

중국 OTT 시장 내 K-컨텐츠 재부상 가능성 점검. 아이치이 사례 분석

한한령 이전 중국 OTT는 한국 콘텐츠 포함 판권 투자 위주로 가입자 유치
19년부터 자체 콘텐츠 투자 확대, 21년부터 비중 50% 상회
중국의 자체 콘텐츠 중심 기조 속 한한령 해제시 K-컨텐츠는 전략 자산 역할
블랙마켓의 존재는 K-컨텐츠의 위상을 의미. 4억명의 합법 소비자가 기회 요인

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	6,981	7,429	7,922	8,197	8,588
영업이익	8	68	343	478	567
세전순이익	-415	-647	179	358	492
총당기순이익	-502	-657	123	272	380
지배지분순이익	-373	-554	132	264	362
EPS	-5,976	-8,825	2,108	4,211	5,762
PER	NA	NA	23.1	11.6	8.4
BPS	76,156	69,309	71,416	75,421	79,923
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE	-7.8	-12.2	3.0	5.7	7.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 스튜디오드래곤, CJ ENM, SBS, 콘텐츠리중앙 합산, 대신증권 Research Center

Contents

I	25년 드라마 제작 확대(Q의 증가)	3
II	TV광고의 저점 확인(주변 환경 개선)	7
III	K-컨텐츠에 대한 지속적인 러브콜(P의 상승)	10
IV	드라마 수익 인식 구조	12
V	중국 OTT 시장 내 K-컨텐츠 재부상 가능성 점검	17
	기업분석. Top-Pick: 스튜디오드래곤	23

1. 25년 드라마 제작 확대(Q의 증가)

주말 드라마 확대 및 수목 드라마 부활

25년 드라마 제작 확대

25년 TV향(TV-OTT 동시방영 포함) 드라마 제작은 72편(+29% / +16편 yoy)으로 확대될 것으로 전망한다. 주말 드라마는 지속적으로 확대(+7편 yoy) 중이고 25년 하반기 수목드라마가 재개(+9편 yoy)되면서 23~24년의 침체에서 벗어날 것으로 전망한다.

(tvN, JTBC, 지상파3사, ENA 드라마 기준. 일일연속극 제외)

TV향 드라마 제작은 18년 89편을 정점으로 24년 56편까지 -37%(-33편)감소했다. KOBACO 기준 TV광고가 23년 -19% 역성장, 24년 -12.1%(추정) 역성장을 보인데 따른 영향이다.

TV광고의 부진은 22년말 금리인상을 예고하면서 경기 둔화 가능성에 대비하는 과정에서 광고주들이 단위당 광고비 집행이 큰 TV광고를 우선적으로 줄이면서 발생했다. 경기에 대한 전망은 여전히 긍정적이지 않지만, TV광고만 지나치게 하락한 것에 대한 기저효과로 25년부터는 TV광고가 조금씩 회복세를 보일 것으로 전망한다.

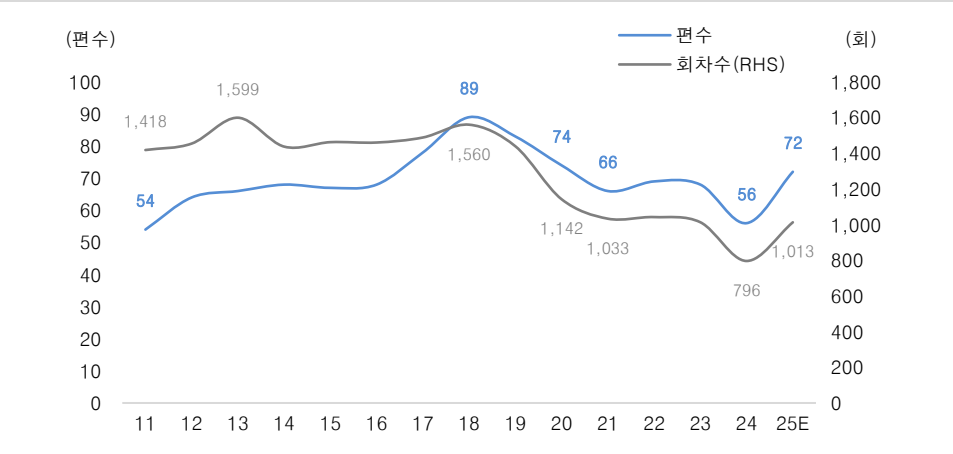
ENM과 SBS의 TV광고는 각각 23년 -28%, -18% 하락했지만, 24년에는 -2%와 -15%로 하락폭을 줄였고, 25년에는 순성장을 보일 것으로 전망한다.

TV광고의 저점 확인 및 반등 가능성에 따라 수목 드라마 부활을 포함해서 제작편수가 증가할 것으로 전망한다. 25년 예상되는 72편은 18년 정점인 89편의 81% 수준이기 때문에, 아직 상승여력은 충분히 남아있다고 판단한다.

편성회차 기준으로는 25년 1,013회(+27% yoy)로 역시 전년 대비 증가하지만, 18년 1,560회 대비로는 65% 수준에 머물 것으로 전망한다. 작품당 16회를 표준으로 제작하던 형태에서 벗어나서 12회 규모의 작품 비중이 높아진 영향이다.

작품당 평균 회차수는 11년 26회에서 24년 14회로 감소했지만, 추가 감소보다는 현수준을 유지하거나 다시 작품당 회차수가 증가할 것으로 전망한다.

그림 1. 25년 드라마 제작 72 편(+29% yoy) 전망



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

주력은 여전히 16회

20년부터 12회차 드라마들이 본격적으로 등장했지만, 비주력 시간대인 월화와 수목 위주로 12회 드라마가 편성됐고, 텐트폴이 주로 편성되는 주력 시간대인 주말 드라마는 스토리 전개상 여전히 16회 이상을 유지하고 있고 성과도 좋다.

20년 이후 ENM 채널에서 방영된 작품 중 최고 시청률이 10%를 상회하는 작품은 17개이다. 이 중 12회차는 4개, 16회차는 10개, 20회차는 3개이고, 평균 회차수는 15.8회이다.

따라서, 주력 시간대인 주말에 편성하면서 특히 글로벌 OTT와 동시방영을 추진하는 텐트폴의 경우는 앞으로도 16회 이상으로 제작될 것으로 전망한다.

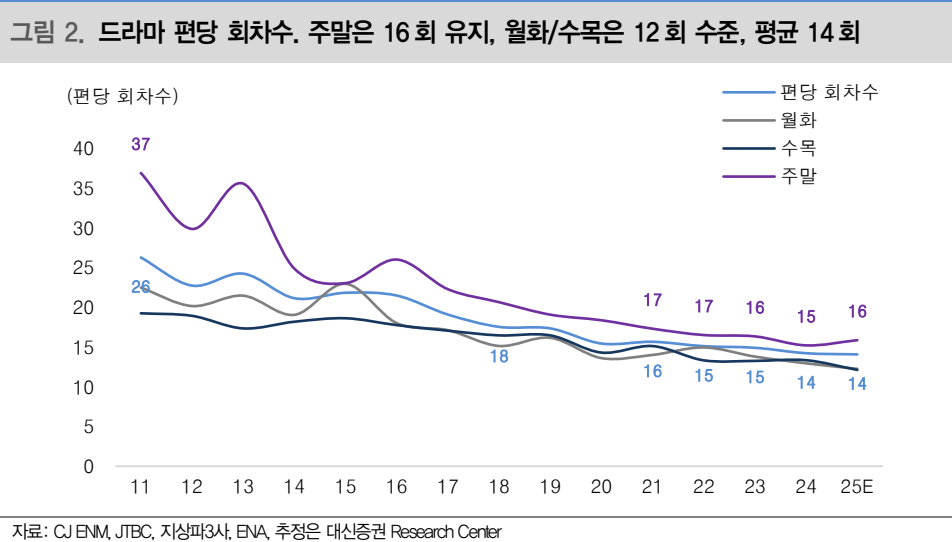
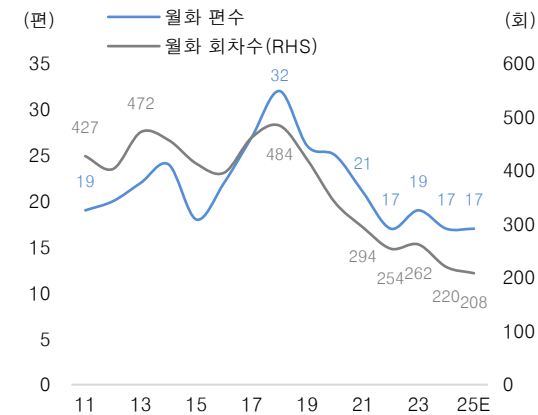


표 1. 20년 이후 ENM 채널 최고 시청률 10% 이상 작품들. 평균 15.8 회 (%)

제목	채널	회차	방영	방영	최고	평균
슬기로운 의사생활	tN	12	목	1Q20	14.1	11.0
경이로운 소문	OCN	16	토일	4Q20	11.0	7.9
철인왕후	tN	20	토일	4Q20	17.4	12.6
빈센조	tN	20	토일	1Q21	14.6	10.5
마인(Mine)	tN	16	토일	2Q21	10.5	8.2
슬기로운 의사생활 2	tN	12	목	2Q21	14.1	12.0
갯마을 차차차	tN	16	토일	3Q21	12.7	9.5
지리산	tN	16	토일	4Q21	10.7	8.4
스물다섯 스물하나	tN	16	토일	1Q22	11.5	9.6
군검사 도베르만	tN	16	월화	1Q22	10.1	8.0
우리들의 블루스	tN	20	토일	2Q22	14.6	9.9
작은 아씨들	tN	12	토일	3Q22	11.1	7.7
슈룹	tN	16	토일	4Q22	16.9	11.1
일타스캔들	tN	16	토일	1Q23	17.0	10.7
내 남편과 결혼해줘	tN	16	월화	1Q24	12.0	9.1
눈물의 여왕	tN	16	토일	1Q24	24.8	15.7
정년이	tN	12	토일	4Q24	16.5	11.4

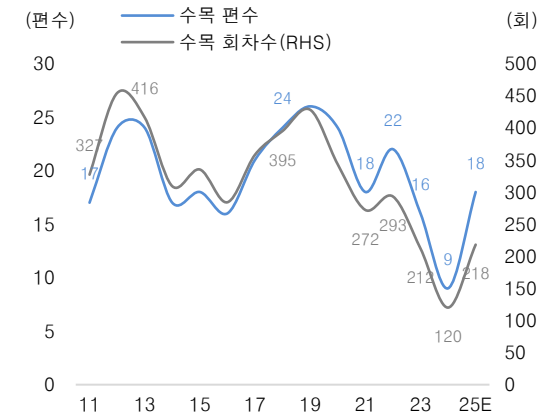
자료: AGB Nielsen, 대신증권 Research Center

그림 3. 월화 드라마 감소 추세 유지



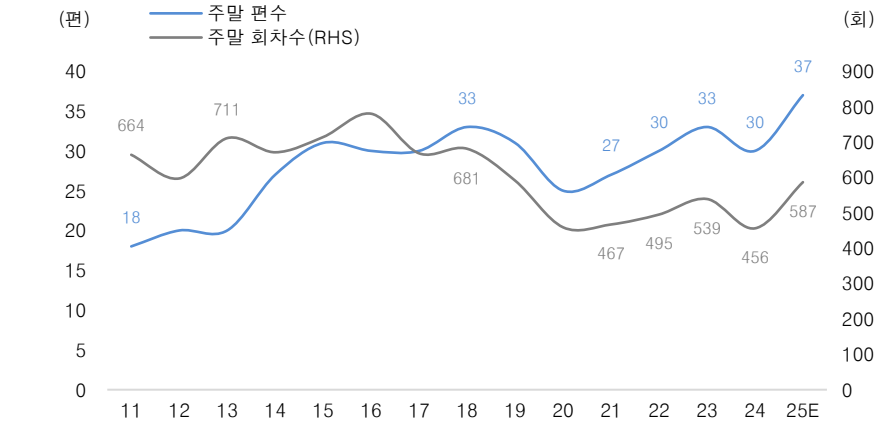
자료: CJ ENM, JTBC, 지상파3사, ENA, 추정은 대신증권 Research Center

그림 4. 수목 드라마는 부활



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

그림 5. 주말드라마는 편성 확대



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

오리지널 포함시
역대 최대 규모

TV형(TV-OTT 동시방영 포함) 드라마 제작 편수는 18년 이후 감소추세를 보였지만, 넷플릭스와 디즈니+형 오리지널 드라마를 포함한 총드라마 제작 편수는 꾸준히 우상향 중이다. 18년 89편 이후 21년 75편까지 감소한 것은 팬데믹 영향으로 제작이 지연되었기 때문이고, 23년 91편의 역대 최고 기록을 달성했다.

24년 80편(-11편 yoy)으로 감소한 것은 TV형 작품의 감소 영향이고, 오리지널은 꾸준히 증가하고 있다. 오리지널 작품은 19년 4편을 시작으로 22년 21편까지 급격히 증가한 후 23년 23편, 24년 24편을 기록중이고, 25년에도 24편을 유지할 것으로 전망한다.

넷플릭스와 디즈니+의 초기 급격한 성장기는 지났기 때문에, 향후에도 연간 24편 수준의 오리지널 작품 규모를 유지하되, 작품당 규모는 지속적으로 상승할 것으로 전망한다.

넷플릭스의 투자 규모 위축에 대한 우려가 있었지만, 할리우드 파업 영향으로 23년 일시 위축 후 24년 투자규모는 전년 대비 +29% 증가, 역대 최고인 21년의 92%까지 회복했다.

그림 6. 넷플릭스/디즈니+ 오리지널 포함 25년 드라마 제작 96편(+20% yoy) 전망

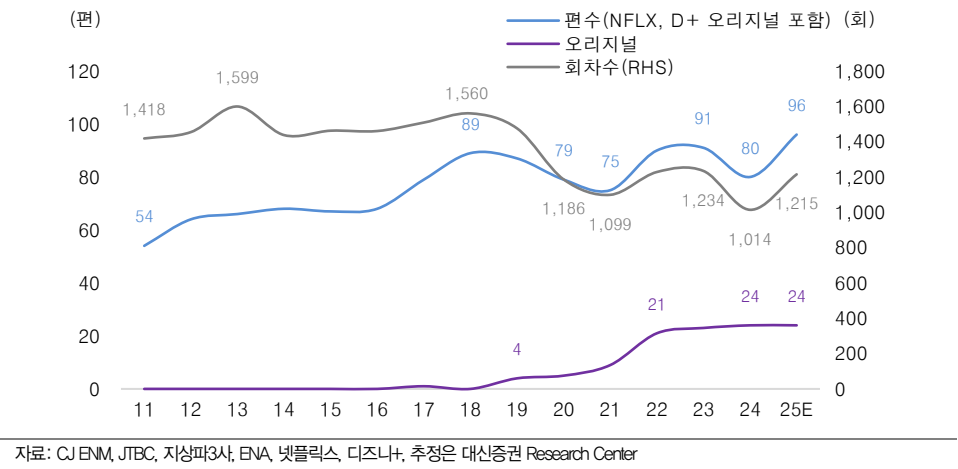


그림 7. 넷플릭스 순이용자 13.3 백만명(25.3 월)

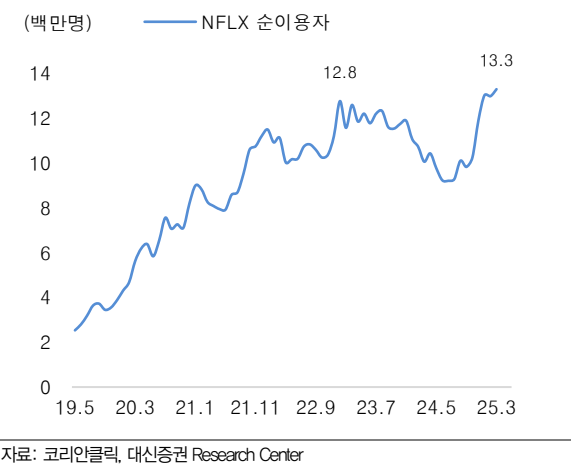


그림 8. 디즈니+ 순이용자 2 백만명(25.3 월)

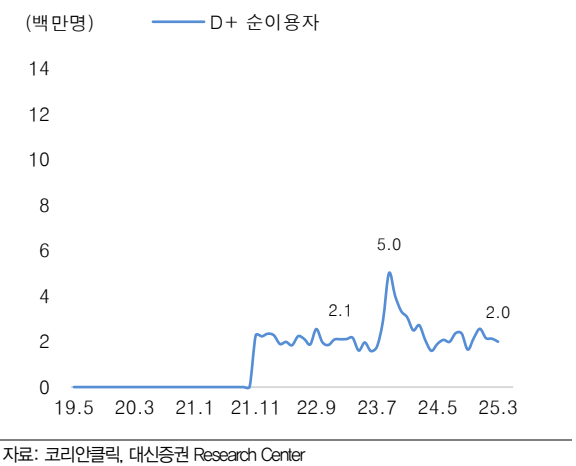
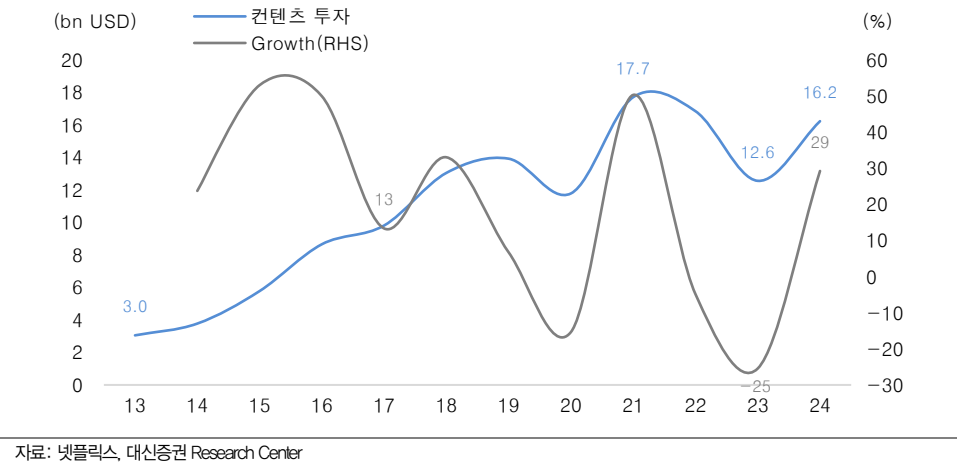


그림 9. 24년 넷플릭스 콘텐츠 투자 +29%, 21년의 92%까지 회복



II. TV광고의 저점 확인(주변 환경 개선)

TV에 대한 견조한 수요, 시청률이 증명

TV광고는 중요한
재원

컨텐츠 시장 전망에 있어서 TV광고가 중요한 이유는, TV광고-컨텐츠-유료방송으로 이어지는 컨텐츠 밸류체인에 있어서 TV광고가 전방 산업의 역할을 하고있기 때문이다.

OTT와의 동시방영 및 OTT 오리지널 등 컨텐츠 제작의 방식이 다양해졌지만, 여전히 TV광고는 제작비의 30~70%를 차지하는 중요한 재원이다.

TV광고는 규모가 가장 컸던 15년 이후 연평균 -3%씩 감소 중이다. 동기간 광고시장 성장률은 3.9%, GDP 성장률은 2.5%이다.

스마트폰, 태블릿, 노트북, PC 등 시청 디바이스가 다양화되면서 TV광고가 하락하고 있는 것은 맞고, 향후에도 하락 추세는 지속되겠지만, 23년 -19%와 24년(추정) -12%의 하락은 펀더멘털 대비 지나친 하락이라고 판단한다.

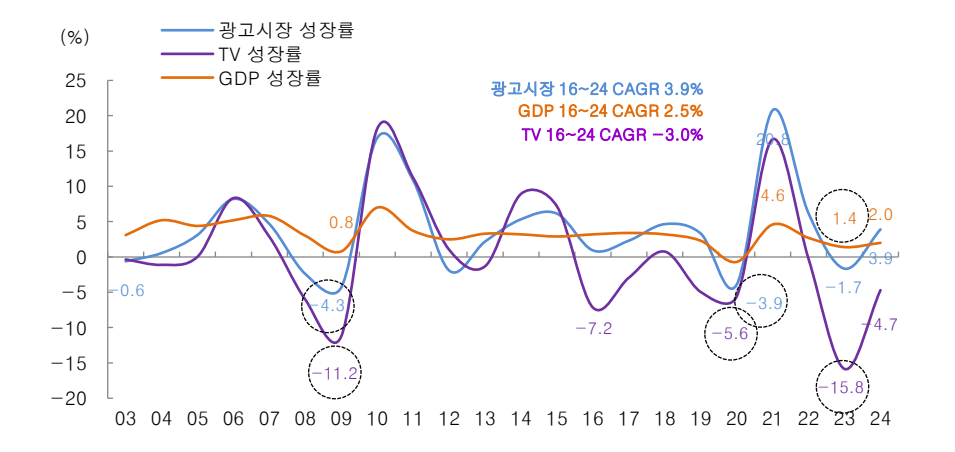
ENM의 경우 23년 TV광고는 -28% 하락했고, 이는 팬데믹 초기인 20년 -17%를 크게 하회하는 하락이다. SBS의 경우도 23년 TV광고 하락 -18%는 금융위기인 09년의 -10%와 팬데믹 초기인 20년의 -6%를 크게 하회하는 하락이다.

TV광고가 23년 큰 폭의 하락을 보이고 24년에도 하락이 이어진 이유는, TV광고의 경우 단위당 집행 규모가 커서, 22년말에 제기된 금리인상 계획과 같은 사전에 예고된 침체 가능성에 선제 대응하는 타겟이 되기 때문이다. 하지만, TV에 대한 수요는 상당히 견조하기 때문에, 23~24년과 같은 하락은 지나치다고 판단한다.

SBS의 경우 시청률이 22년 연평균 7.8%를 달성했으나, 24년에는 9%, 25년은 4월 현재 10.8%를 달성 중이다.

또한, 드라마 판매 방식에 있어서 TV와 OTT 동시방영이 가장 수익성이 좋기 때문에, 시청 디바이스의 다양화에도 불구하고 여전히 TV 방영의 수요는 견조할 수 밖에 없어서, 추세 상승은 아니더라도 23~24년 수준에서는 큰 폭의 반등이 나타날 것으로 전망한다.

그림 10. TV광고의 장기 성장률은 연평균 0.4% 상승. 15년 고점 대비로는 연평균 -3% 하락



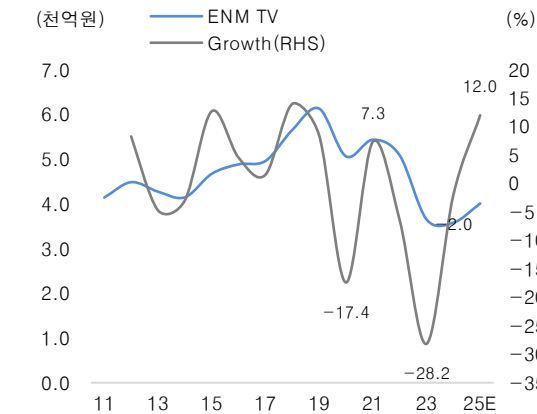
자료: 제일기획, 한국은행, 추정은 대신증권 Research Center

표 2. 광고시장 전망. 24E 17 조원(+2.8% yoy), 25E 17.5 조원(+2.7% yoy) (억원 %)

구분	매체	20	21	22	23	24E	25E	24E	25E
방송	지상파 TV	11,066	13,597	13,762	11,094	9,757	9,717	-12.1	-0.4
		-11.1	22.9	1.2	-19.4	-12.1	-0.4		
	케이블 PP	18,917	21,824	21,524	18,527	16,919	16,412	-8.7	-3.0
		-5.5	15.4	-1.4	-13.9	-8.7	-3.0		
	케이블 SO	1,145	1,090	1,096	1,105	925	788	-16.3	-14.8
	위성	332	330	307	275	208	201	-24.6	-3.3
	IPTV	1,025	1,071	961	724	622	674	-14.0	8.2
	DMB	26	22	22	13	12	12	-4.7	-4.5
	라디오	2,330	2,598	2,540	2,160	1,810	1,813	-16.2	0.1
	방송 계	34,841	40,531	40,212	33,899	30,253	29,615	-10.8	-2.1
인쇄	신문	15,934	17,081	18,014	17,239	17,369	17,279	0.8	-0.5
	잡지	3,267	3,127	3,264	3,022	3,025	2,967	0.1	-1.9
	인쇄 계	19,201	20,208	21,277	20,261	20,394	20,246	0.7	-0.7
온라인	인터넷	18,394	17,797	19,027	20,766	22,556	23,372	8.6	3.6
	모바일	56,890	62,239	68,035	72,887	78,802	83,108	8.1	5.5
	온라인 계	75,284	80,036	87,062	93,653	101,358	106,480	8.2	5.1
옥외		8,358	9,302	10,693	12,208	12,591	12,805	3.1	1.7
소계		137,683	150,077	159,244	160,020	164,596	169,146	2.9	2.8
기타	생활정보	1,437	1,413	1,552	1,450	1,461	1,429	0.7	-2.2
	취업정보	935	2,458	2,914	2,321	2,361	2,384	1.7	1.0
	DM	718	718	796	804	779	774	-3.1	-0.7
	방송제작사	430	508	696	815	810	836	-0.6	3.2
	기타 계	3,520	5,097	5,958	5,390	5,410	5,423	0.4	0.2
총계		141,203	155,174	165,203	165,410	170,007	174,569	2.8	2.7
광고시장 성장률		-2.1	9.9	6.5	0.1	2.8	2.7		
GDP 성장률		-0.7	4.6	2.7	1.4	2.0	2.2		
GDP 대비 광고시장 규모		0.69	0.72	0.75	0.74	0.74	0.75		

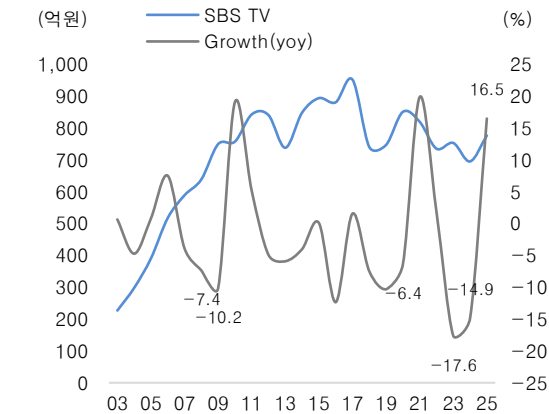
자료: 과학기술정보통신부, KOBACO, "2024 방송통신광고비 조사 보고서(25.1.9)", IMF, 대신증권 Research Center

그림 11.ENM TV, 24 년 역성장폭 축소, 25E +12% yoy



자료: CJ ENM, 추정은 대신증권 Research Center

그림 12.SBS TV, 24 년 역성장폭 축소, 25E +17% yoy



자료: SBS, 추정은 대신증권 Research Center

그림 13.SBS. 주요 작품의 연평균 시청률 10.4%

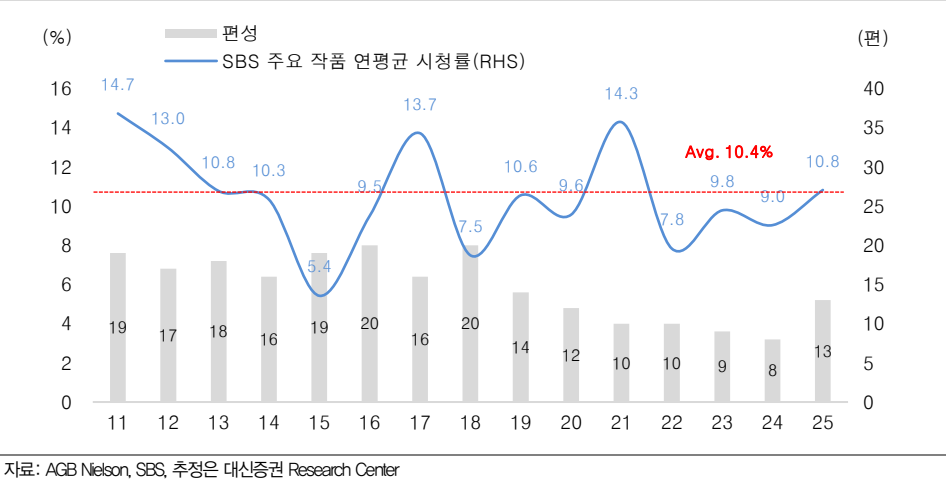


그림 14.tvN. 드래곤 제작 주요 작품의 연평균 시청률 6.3%

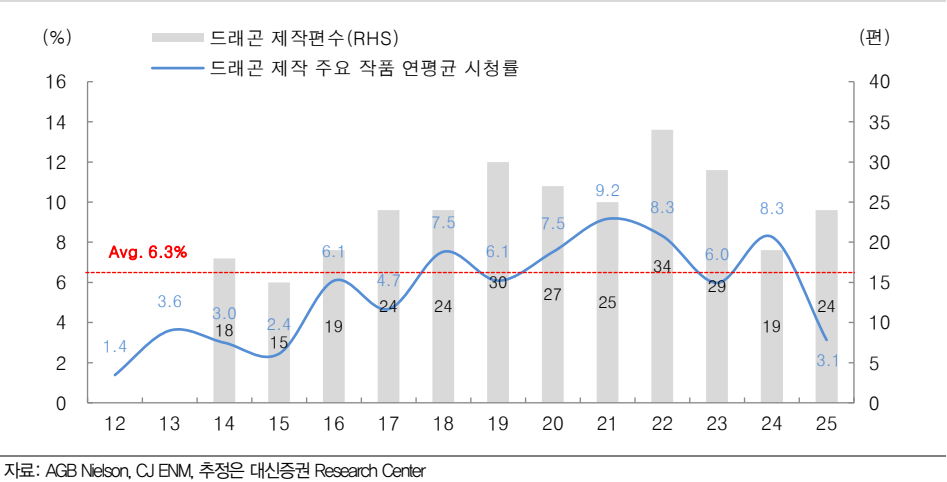
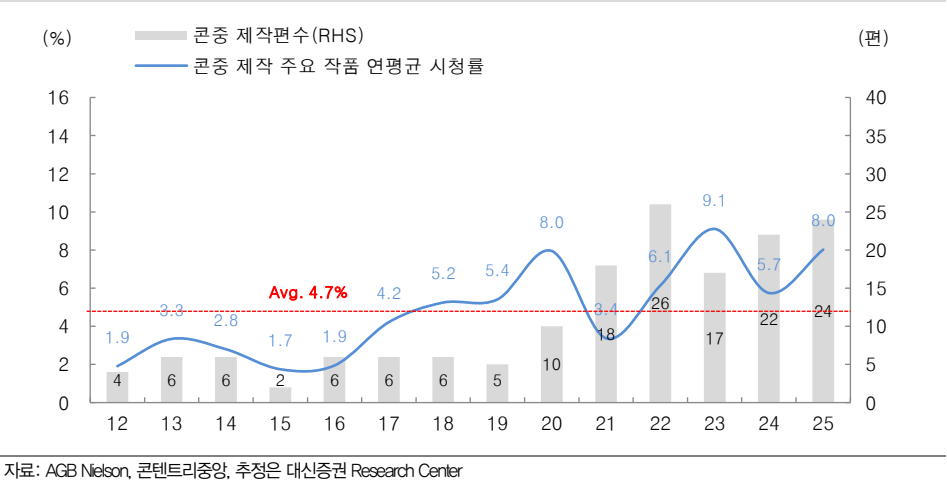


그림 15.JTBC. 콘중 제작 주요 작품의 연평균 시청률 4.7%



III. K-컨텐츠에 대한 지속적인 러브콜(P의 상승)

넷플릭스. 한국 컨텐츠에 대한 지속적인 러브콜

Thank You
K-Contents

넷플릭스는 실적발표시 주주들에게 보내는 주주서한(Shareholder Letter)에서 꾸준히 한국 컨텐츠를 언급하고있다. 팬데믹 기간에도 컨텐츠 제작이 가능했고, 한국이 포함되어 있는 APAC 지역이 가입자 증가에 가장 큰 기여를 했으며, 한국 컨텐츠가 꾸준히 높은 View를 보이고 있다는 분석 결과를 제시한다.

특히, 사상 처음으로 가입자 3억명을 넘어서고 역대 최고 실적을 달성한 4Q24 실적에서 는, 기대를 뛰어넘는 실적의 원인으로 <오징어 게임2>를 지목했다.

지난 1Q25 실적도 역대 최고 매출, 이익, 이익률, 순이익 기록을 경신했고, 2Q25에도 성장하는 실적 전망하면서 <오징어 게임3>의 공개를 언급했다.

April 21, 2020

When it comes to production, almost all filming has now been stopped globally, with the exception of a few countries like Korea and Iceland. This has been devastating for millions of workers in the TV and film industry – electricians, hair and make-up artists, carpenters and drivers who are often paid hourly wages and work project-to-project.

Octoboe 20, 2020

Our APAC region was the largest contributor to our paid membership growth this quarter (46% of Q3 global paid net adds) and APAC revenue rose 66% year over year. We’re pleased with the progress we’re making in this region and, in particular, that we’ve achieved double digit penetration of broadband homes in both South Korea and Japan. While this is encouraging, we still have much work to do and we’re working hard to replicate this success in India and other countries.

July 18, 2024

Other successful titles include the Spanish investigative TV thriller The Asunta Case* (31.3M views), the crime series Crooks from Germany (15.7M views), which we just renewed for a second season, Queen of Tears* (29.3M) from Korea as well as the sci-fi action movie Atlas* starring Jennifer Lopez (79.3M views), the acclaimed comedy Hit Man*(33.2M views) and City Hunter* (16.5M views), a live action adaptation of the Japanese manga.

Januany 21, 2025

Our Q4 slate outperformed even our high expectations: Squid Game season 2 is on track to become one of our most watched original series seasons, Carry-On joined our all-time Top 10 films list, the Jake Paul vs. Mike Tyson fight became the most-streamed sporting event ever and on Christmas Day we delivered the two most-streamed NFL games in history.

넷플릭스의 3대
플랫폼 의존도 증가

April 17, 2025

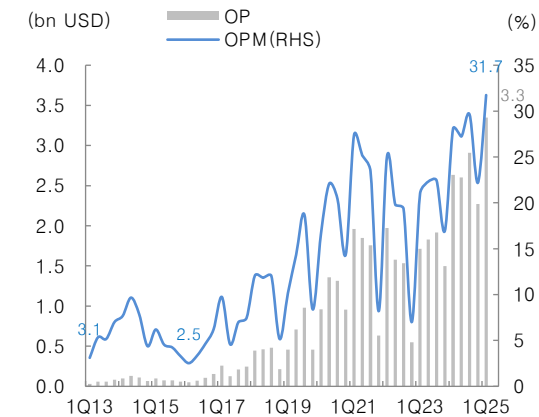
The final season of the global cultural phenomenon, Squid Game, our most popular series ever, will debut on June 27, 2025. Alongside the new season will be an update to Squid Game: Unleashed, one of our biggest games to date, with new characters and games, and content specific to the new season.

한국이 포함된 APAC 실적은 넷플릭스의 전사 실적대비 꾸준히 높은 성과를 보이고 있지만, 여전히 매출 비중은 11%, 가입자 비중은 19%에 불과하다.

넷플릭스는 ENM-드래곤, JTBC-콘중과 20년에 콘텐츠 공급 계약을 체결했다. 자세한 조건은 알려지지 않았으나, 연간 일정수준의 콘텐츠를 동시방영 또는 오리지널 형태로 공급하고 마진을 보장받는 구조이다. 이 계약은 23년에 더 좋은 조건으로 갱신됐고, 25년에도 더 좋은 조건으로의 갱신이 진행 중이다. 24.12월에는 SBS와도 계약을 체결했다.

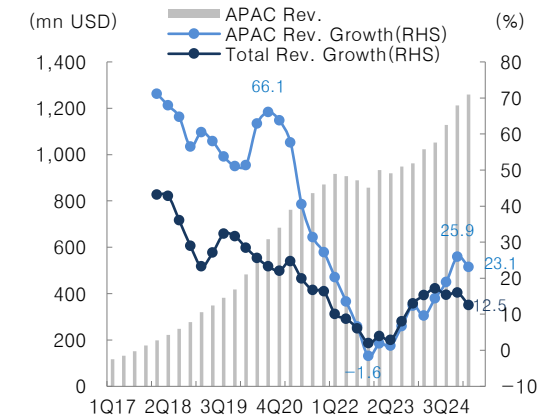
넷플릭스 한국 드라마 중 드래곤, 콘중, SBS의 비중은 60%를 상회한다.

그림 16. 넷플릭스, 1Q25 역대 최고 실적 경신



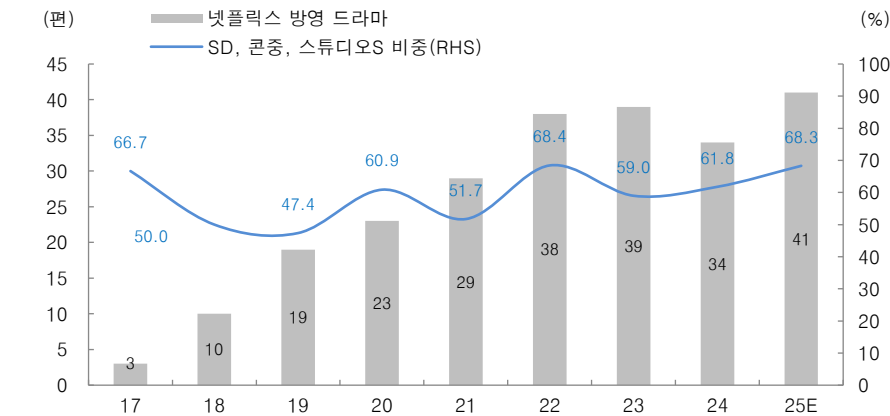
자료: 넷플릭스, 대신증권 Research Center

그림 17. 넷플릭스, APAC 실적인 글로벌 평균 상회



자료: 넷플릭스, 대신증권 Research Center

그림 18. 넷플릭스 한국 드라마 중 60% 이상이 드래곤, 콘중, 스튜디오 S 작품



자료: 넷플릭스, 추정은, 대신증권 Research Center

Ⅳ. 드라마 수익 인식 구조

드라마 제작/판매의 세 가지 형태

제작/판매의 형태:	드라마 제작/판매의 형태는 크게 세 가지로 나뉘어진다. TV-OTT 동시방영(선판매), TV에만 방영, OTT향 오리지널
1) TV-OTT 동시방영	1. TV-OTT 동시방영. 스튜디오드래곤이 18.7월 <미스터 션샤인>을 tvN과 넷플릭스에 동시방영(tvN 방영 후 30분~1시간 이내에 넷플릭스에 공개) 하면서 등장한 모델이다. 방영권료, PPL 등 기타 수익, 동시방영 판권 등 매출은 방영기간에 걸쳐서 인식하고, 방영권료는 방영기간에 걸쳐 인식, 동시방영 판권은 6개월 동안 상각한다.
2) TV에만 방영	1) 방영권료: TV플랫폼에 판매하는 판권 수익으로, TV플랫폼이 해당 작품의 편성을 통해서 발생할 수 있는 광고수익에 연동해서 지급하는 금액이다. 방영권료의 일정 수준을 수익으로 확정하고, 나머지는 작품의 시청률에 연동해서 보너스를 받거나 패널티를 받을 수도 있다. 광고는 슬롯이 법으로 정해져있고 단가도 일정수준 정해져있기 때문에 제작비에 정확히 비례하지는 않지만, 회당 제작비 10억원 수준의 일반 작품은 제작비의 약 60%, 제작비 20억원 이상의 텐트폴은 제작비의 약 30% 수준이 방영권료 수익으로 발생한다. 방영권료는 방영기간에 걸쳐서 매출로 인식하고, 동기간 비용 처리한다.
3) OTT향 오리지널	2) PPL(Product PLacement): 작품 속에 등장하는 광고로 간접광고 또는 협찬광고로 구성되어있고, 작품의 방영기간에 걸쳐서 매출로 인식한다. 3) 동시방영 판권: 글로벌 OTT의 경우 제작비의 약 60~80% 수준을 지급하는 것으로 알려져있다. TV 방영 전에 계약이 체결되기 때문에, 선판매라고도 표현한다. 매출은 작품의 방영기간에 걸쳐서 인식한다. 4) 판권 상각: 제작비에서 방영권료를 제외한 금액은 판권으로 인식하고 18개월 동안 상각한다. 다만, 글로벌 OTT에 동시방영 판권을 판매한 경우는 사실상 추가 판권 판매가 어렵다고 볼 수 있기 때문에, 18개월 보다 짧은 기간 동안에 상각처리하는데, 글로벌 OTT의 경우 국가별로 작품을 공개하는 기간이 약 6개월 정도 소요되는 것을 감안하여 6개월 동안 상각처리한다. 2. TV에만 방영. TV에 방영권료를 받고 판권을 판매하고, 종영 후 IPTV, 해외 플랫폼 등에 판권을 추가로 판매하는 경우이다. 방영권료와 PPL은 방영 기간에 걸쳐서 매출로 인식하고, 판권은 판매 시점에 매출로 인식한다. 제작비에서 방영권료를 제외한 금액을 판권으로 인식하고 18개월 동안 상각한다. 3. OTT향 오리지널. 제작비에 일정 수준의 마진을 더해서 판매하는 형태이다. 매출과 비용을 OTT에 공급하는 시점 또는 OTT에서 공개하는 시점에 인식한다. 제작 기간에 걸쳐서 공정률에 비례해서 매출을 인식하고 OTT에 공급하는 시점 또는 OTT에서 공개하는 시점에 비용 및 최종 손익을 인식하는 경우도 있다.

표 3. Case1. TV-OTT 동시방영

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q6	Total
매출 = 2) + 3) + 4)	120	0					120
비용 = 2)	40	0					40
판권 상각 = 1) - 2)	30	30					60
손익	50	-30					20
1) 제작비	100						
2) 방영권료	40						
3) PPL 등	20						
4) 동시방영 판권	60						

자료: 대신증권 Research Center

표 4. Case2. TV에만 방영

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q6	Total
매출 = 2) + 3) + 4)	80	40					120
비용 = 2)	60						60
판권 상각 = 1) - 2)	7	7	7	7	7	7	40
손익	13	33	-7	-7	-7	-7	20
1) 제작비	100						
2) 방영권료	60						
3) PPL 등	20						
4) 후속 판권	40						

자료: 대신증권 Research Center

표 5. Case3. OTT 향 오리지널

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q6	Total
매출 = 2)	120						120
비용 = 1)	100						100
손익	20						20
1) 제작비	100						
2) 판권	120						

자료: 대신증권 Research Center

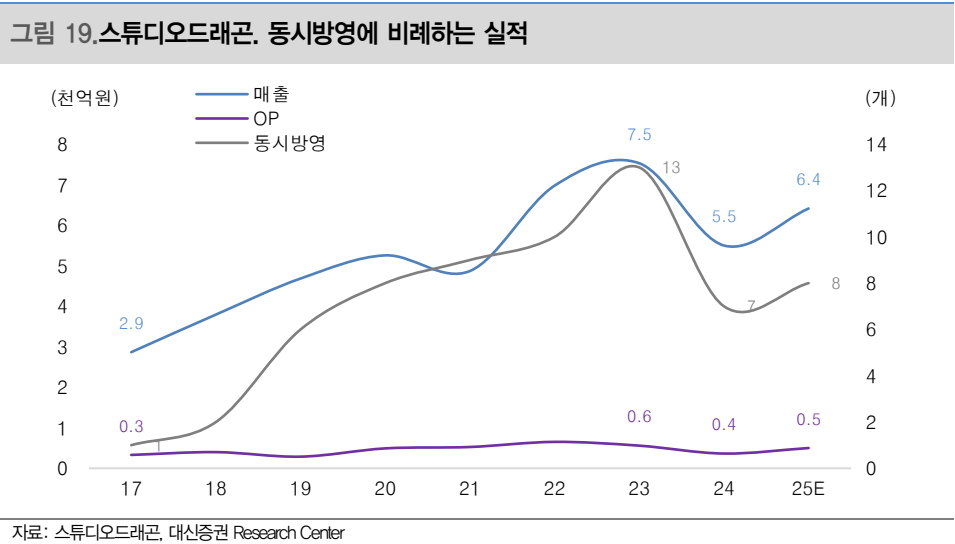
동시방영의 중요성

텐트폴을 전세계에

제작사 입장에서는 글로벌 OTT의 막강한 자본력을 기반으로 텐트폴 제작비의 상당부분을 보전받을 수 있고, 전세계 대부분의 국가에 자사 콘텐츠가 소개됨으로써 인지도 상승 및 향후 다른 플랫폼으로부터의 작품 수주의 기회가 열린다는 점이다. 단점은 글로벌 OTT가 대부분의 국가에 많은 이용자를 확보하고 있어서, 동시방영 작품의 추가 판권 판매가 어렵다는 점이다.

글로벌 OTT 입장에서의 장점은 오리지널 작품 대비 제작비 절감이 가능하고 한국을 제외한 글로벌 판권을 확보하게된다는 점이다. 단점은 TV 방영 스케줄에 맞춰서, 16부작의 경우 주당 2회씩 2달에 걸쳐서 콘텐츠가 공개되기 때문에, OTT에 익숙한 소비자들이 선호하는 binge watching(한번에 몰아서보기)은 TV 종영 후에도 가능하다는 것이다.

동시방영의 장단점이 있지만, 제작사들이 연간 제작 물량의 30% 정도를 분기별로 균등하게 배분하면 안정적으로 증가하는 실적을 달성할 수 있다. 스튜디오드래곤의 매출추이와 글로벌 OTT와의 동시방영 작품수의 추이는 일치한다.



다만, 글로벌 OTT가 탐내는 동시방영 작품들은 대부분 회당 제작비가 일반 작품의 3배 정도되는 텐트폴들이고, 매출은 방영 기간에 걸쳐서 인식하지만 판권 상각은 방영 기간 포함 6개월 동안 진행하기 때문에, 방영 후 후속 작품이 없거나 규모가 크게 작은 작품이 편성될 경우는 다음 동시방영 텐트폴 작품이 등장하기 전까지 비용 부담이 커지게 된다.

드래곤이 제작비 약 400억원 규모의 tvN-넷플릭스 동시방영 <눈물의 여왕>의 성공에 힘입어 1Q24에 215억원의 역대 분기 최고 수준의 이익을 달성하고, 2Q25 105억원, 3Q24 -9억원을 달성한 이유가, <눈물의 여왕> 이후 후속 텐트폴의 동시방영의 부재 때문이다.

표 6. Case1-1. 텐트폴 및 동시방영이 꾸준히 공급되는 경우

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q6	Total
매출	120	144	156	144	180	180	924
비용	30	36	39	36	45	45	
판권 상각	35	77	88	88	95	105	
손익	55	31	30	21	41	30	154
제작비	100	120	130	120	150	150	
방영권료	30	36	39	36	45	45	
PPL 등	20	24	26	24	30	30	
동시방영 판권	70	84	91	84	105	105	

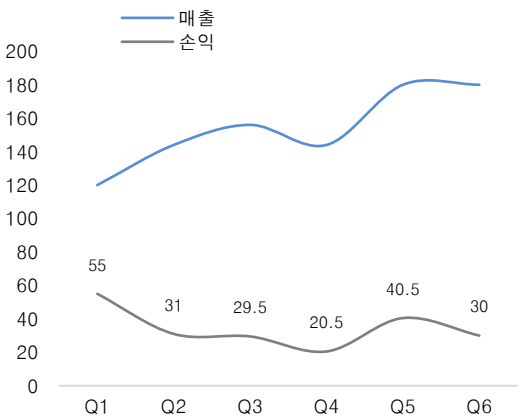
자료: 대신증권 Research Center

표 7. Case1-2. 텐트폴 및 동시방영 편성 후 작품 공백시

	Q1	Q2	Q3	Q4	Q5	Q6	Total
매출	480	0	0	144	144	156	924
비용	120	0	0	36	36	39	
판권 상각	140	140	0	42	84	88	
손익	220	-140	0	66	24	30	154
제작비	400	0	0	120	120	130	
방영권료	120	0	0	36	36	39	
PPL 등	80	0	0	24	24	26	
동시방영 판권	280	0	0	84	84	91	

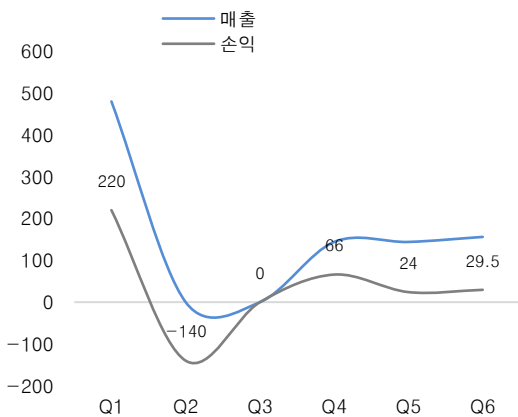
자료: 대신증권 Research Center

그림 20.텐트폴 및 동시방영이 꾸준히 공급되는 경우



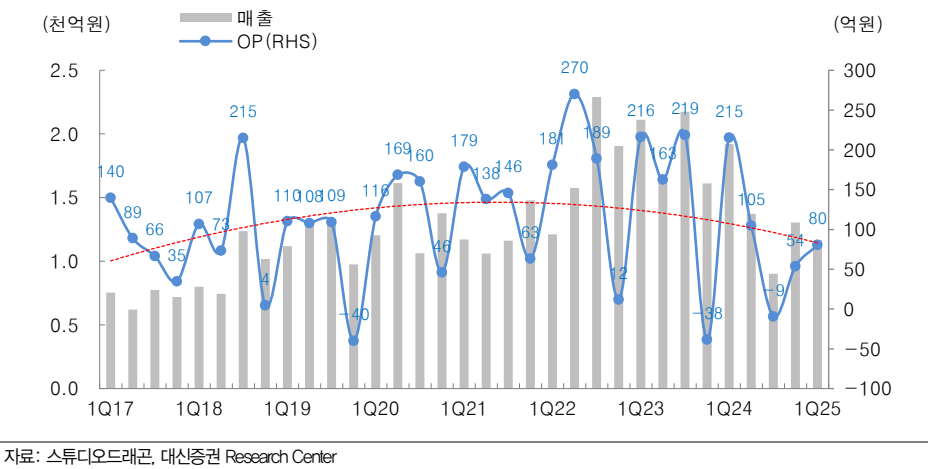
자료: 대신증권 Research Center

그림 21.텐트폴 및 동시방영 편성 후 작품 공백시



자료: 대신증권 Research Center

그림 22. 스튜디오드래곤 사례. 24.3~4 월 <눈물의 여왕> 후 대작 공백으로 손익 변동성 확대



V. 중국 OTT 시장 내 K-컨텐츠 재부상 가능성 점검

중국 OTT 플랫폼의 현주소

성장 차별화 전략으로 K-컨텐츠 투자

중국 OTT 시장은 5개의 상위 업체들(아이치이(iQIYI), 유쿠(Youku), 텐센트 비디오(Tencent Video), 빌리빌리(Bilibili), 망고TV(Mango TV))이 전체 시장의 90% 이상을 차지하며 과점 구조를 형성하고 있다.

중국 OTT 플랫폼들은 성장 초기 단계에 가입자 수 확대를 통한 시장 선점을 위해 적극적인 투자를 단행했다. 당시 플랫폼들의 자체 컨텐츠 제작 역량이 부족했기 때문에, 글로벌 컨텐츠 판권 확보를 통해 컨텐츠 기반을 구축하였다.

경쟁이 심화됨에 따라 각 플랫폼들은 이용자 유입을 위한 차별화 전략으로 흥행 가능성이 높은 작품의 독점 스트리밍 권리 확보에 집중하였고, 그 과정에서 특히 중국 내 인기가 높았던 한국 컨텐츠의 판권 가격 크게 증가하는 현상이 나타났다. 실제로 아이치이는 16년 방영된 한국 드라마 <태양의 후예>의 독점 방영권을 회당 25만 달러, 총액 약 47~48억원에 확보했고, 해당 드라마 방영 직후 아이치이의 유료 가입자가 약 50% 증가한 것으로 추정된다. 이는 당시 K-컨텐츠가 갖고 있던 영향력을 보여주는 대표적인 사례로, OTT 플랫폼들이 앞다투어 한국 드라마 확보 경쟁에 나섰던 배경을 설명해준다.

한한령과 규제 강화 자체 컨텐츠 제작

그러나 공격적인 컨텐츠 투자로 인해 비용 부담이 커지며, 중국 OTT 플랫폼 사업자들의 적자가 지속적으로 누적되었다. 이에 따라 기존의 외형 성장을 최우선으로 하는 전략 대신, 수익성 개선과 운영 효율성을 중시하는 방향으로 전략 재조정의 필요성이 대두되었다.

이러한 전략 변화 배경에는 중국 정부의 규제 강화와 16년부터 본격화된 한한령(限韓令)이 있다. 한한령은 16년 고고도 미사일 방어체계(THAAD) 배치에 대한 반발로 도입된 비공식 규제 조치로, 한국 컨텐츠 수입을 사실상 금지 또는 제한한 비공식 규제 조치이다.

한한령 이전까지 OTT 플랫폼은 신생 매체로 분류되어 제대로 된 체계가 구축되어있지 않아 중국의 전통 방송 채널 대비 규제 강도가 약한 편이었다. 일부 해외 컨텐츠는 중국 광파전시총국(이하 NRTA, National Radio and Television Administration)의 공식 심의 없이 플랫폼의 자율 심의를 통해 유통되는 경우도 있었다. 하지만 한한령 발효 이후, 19.2월부터 OTT 컨텐츠에도 기존 방송 채널과 동일한 공식 심의 체계를 공식적으로 적용하며, 한국 컨텐츠의 중국 내 공식 유통이 사실상 중단되었다.

이에 따라 중국 OTT 플랫폼들은 한국 컨텐츠를 통해 주요 트래픽을 확보하던 기존 전략에 심각한 제약을 받게 되었다. 이러한 배경하에 각 플랫폼들은 기존의 외형 확대 전략에서 벗어나, 자체 컨텐츠 제작 역량 강화, AI 도입을 통한 컨텐츠 생산성 향상, 컨텐츠 판권 투자 축소 등을 통한 수익성 확대 및 장기 성장세 유지 전략으로 전환하고 있다.

표 8. 중국 내 해외 콘텐츠 심의 내용

구분	한한령 이전 (~2016)	한한령 이후 (2016~)
방송채널		
심의 절차	수입허가 신청 → 예심(NRTA 산하부서) → 본심(NRTA) → 허가증 발급 → 편성	구조적으로 심의 절차는 동일하지만, 심의 기준이 엄격 (예심 접수 단계에서 차단하는 경우가 일반적)
심의 기관	중국 광파전시총국(NRTA)	중국 광파전시총국(NRTA)
심의 기준	완성도, 사회성, 폭력성, 선정성 중심	- 정치·이념·외교 민감성 강화 (한중 관계 영향 크게 반영) - 한국 콘텐츠에 대한 사실상 불허 분위기
OTT 플랫폼		
심의 절차	플랫폼 자체 심의 또는 사후 검열 *절차 없음 혹은 내부 기준에 따름	19.2월 이후 방송과 동일 절차 적용 *사전 심의 없으면 유통 불가
심의 기관	플랫폼 자율 or 광파전시총국(NRTA) 일부 개입	중국 광파전시총국(NRTA)으로 일원화 (방송채널과 동일)
심의 기준	플랫폼마다 상이, 기준 불명확	정치·이념·외교 민감성 강화 + 자율 권한 소멸 *무조건 NRTA 사전심의 필요

자료: KOCCA, 언론종합, 대신증권 Research Center

아이치이(IQY)의 콘텐츠 전략 재조정: 판권 중심에서 오리지널 중심으로

자체 콘텐츠 확대

한때 외형 확대를 위해 대규모 투자를 단행했던 중국 OTT 플랫폼 아이치이(iQIYI)의 사례를 통해 전략 변화 과정을 살펴보고자 한다. 아이치이는 과거 공격적인 콘텐츠 투자 및 마케팅을 통해 가입자 수를 확대하였다. 그 결과, 15년 1,100만명 수준이던 유료 가입자 수는 19년 1억명을 돌파하며 급격히 성장했다. 이에 따라 매출액도 같은 기간 53억위안에서 300억 위안으로 6배 수준으로 증가하며 외형 성장을 이루었다.

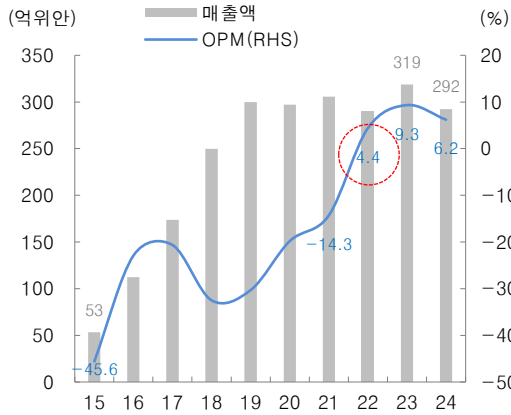
그러나 가입자 수의 급증이 수익성 개선으로 직결되지는 않았다. 19년 영업이익률은 오히려 -30.3%로 적자가 지속되었는데, 이는 초기 가입자 유치를 위한 외부 콘텐츠 확보와 운영비용 부담이 지속되었기 때문이다. 특히 15년부터 18년까지 아이치이는 자체 콘텐츠 제작 역량이 미흡하여 해외 콘텐츠 판권에 대한 의존도가 컸고, 18년에는 콘텐츠 투자 비용 180억위안 중 판권 확보를 위한 투자가 130억위안까지 급증하면서 적자 확대의 주된 원인이 되었다.

수익성 악화로 아이치이는 콘텐츠 투자 전략을 수정하게 된다. 20년과 21년 전체 콘텐츠 투자는 전년대비 각각 11%와 17% 증가했는데, 판권 투자가 각각 -12%, -8% 감소한 반면, 자체 콘텐츠 투자는 각각 87%, 56% 증가했다. 21년 자체 콘텐츠 투자비는 105억위안으로 콘텐츠 투자비 중 52%를 차지하면서 처음으로 판권 투자 규모를 넘어섰다.

20년 이후 투자 방향의 변화에는 수익성 외에도 한한령(限韓令)과 코로나 팬데믹이라는 외부 환경도 영향을 끼쳤다. 16년부터 본격화된 한한령 이후, 19.2월부터 OTT 플랫폼 역시 기존 방송 매체와 동일한 심의 체계를 공식적으로 적용받으면서 한국 콘텐츠의 중국 내 유통이 중단되었다. 또한, 팬데믹의 영향으로 글로벌 콘텐츠 제작 일정이 지연되거나 해외 판권 확보가 어려워지며 해외 콘텐츠에 의존하던 기존 전략에 한계가 드러났다.

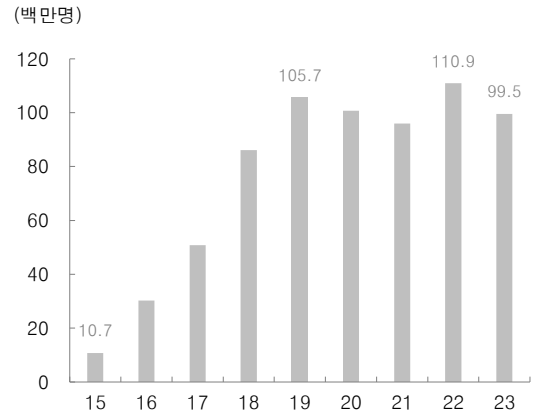
결국, 아이치이는 이러한 환경 변화에 대응하여 해외 판권에 대한 의존도를 낮추고 자체 콘텐츠 제작을 강화하는 전략으로 전환하였다. 이는 비용 구조의 효율화를 이끌어 냈으며, 22년에는 영업이익률이 4.4%로 흑자 전환했고, 23년 영업이익률은 9.3%까지 상승하며 22년 이후 3년 연속 흑자를 달성 중이다.

그림 23.아이치이(iQIY) 22년 기점으로 수익성 회복



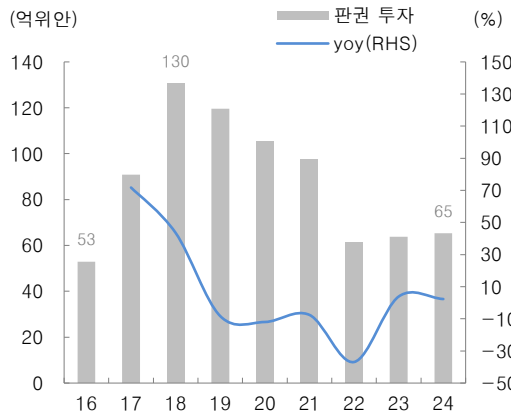
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 24.아이치이 유료 이용자수 2019년 이후 정체



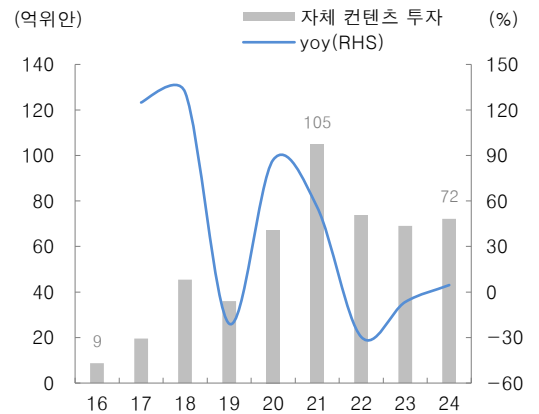
자료: iQIY, 대신증권 Research Center

그림 25.아이치이 판권 투자비는 18년 이후 감소 추세



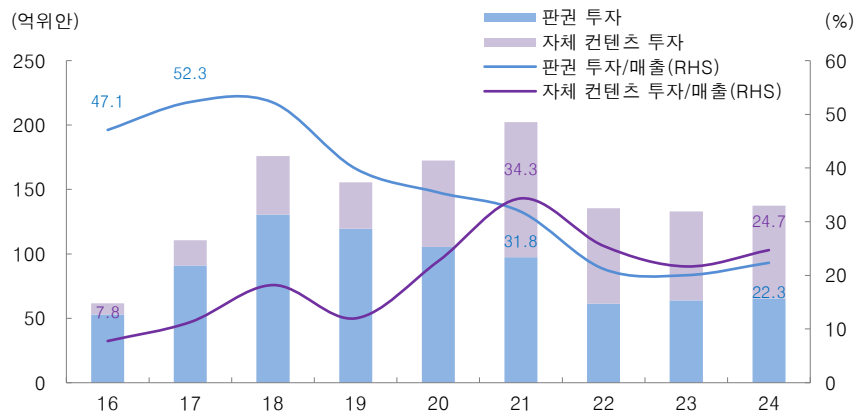
자료: iQIY, 대신증권 Research Center

그림 26.아이치이 자체 콘텐츠 투자는 19년부터 증가 추세



자료: iQIY, 대신증권 Research Center

그림 27.21년 기점으로 자체 콘텐츠 투자비가 판권 확보 투자비를 역전



자료: iQIY, 대신증권 Research Center

K-컨텐츠는
전략 자산

중국의 자체 콘텐츠 중심 기조 속 K-컨텐츠는 전략 자산

중국 OTT 시장에서 오리지널 콘텐츠 투자가 확대되는 가운데, 한한령이 해제될 경우 한국 콘텐츠가 다시 주요 투자 대상으로 부상할 수 있을지에 대한 관심이 높아지고 있다. 해당 가능성은 충분히 실현 가능한 시나리오라고 생각하며, 1) 중국 내 K-컨텐츠의 시장 영향력, 2) 중국 콘텐츠 소비자의 구독 패턴, 3) 중국 OTT 플랫폼 사업자들의 해외 진출을 중심으로 한국 콘텐츠에 대한 투자 가능성을 점검하고자 한다.

첫째, 한국 콘텐츠는 여전히 중국 내에서 파급력을 유지하고 있는 것으로 판단된다. 한한령 이후 공식적인 유통 경로는 차단되었으나, 비공식 경로를 통한 지속적 수요가 확인되고 있다. 대표적인 사례로 21년 넷플릭스를 통해 공개된 〈오징어 게임〉은 중국 내 정식 방영되지 않았음에도 불구하고, 같은 해 9월 기준 중국 소셜미디어 플랫폼 웨이보에서 관련 해시태그 조회 수가 11억회를 넘어서는 등 폭발적인 반응을 이끌어낸 바 있다.

25년 방영된 〈꼭꼭 속았수다〉 역시 중국에 정식으로 공급되지 않은 상황에서 중국 콘텐츠 평가 플랫폼 더우반(豆瓣)에서 실시간 인기 콘텐츠 순위에 이름을 올렸으며, 25.4.9 기준 9.5점대의 고평점을 기록하고 있다. 이는 한국 드라마가 여전히 중국 콘텐츠 시장에서 높은 영향력을 유지하고 있으며, 향후 정책 변화가 이루어진다면 플랫폼 내 핵심 콘텐츠 라인업 중 하나로 재편입될 수 있음을 의미한다.

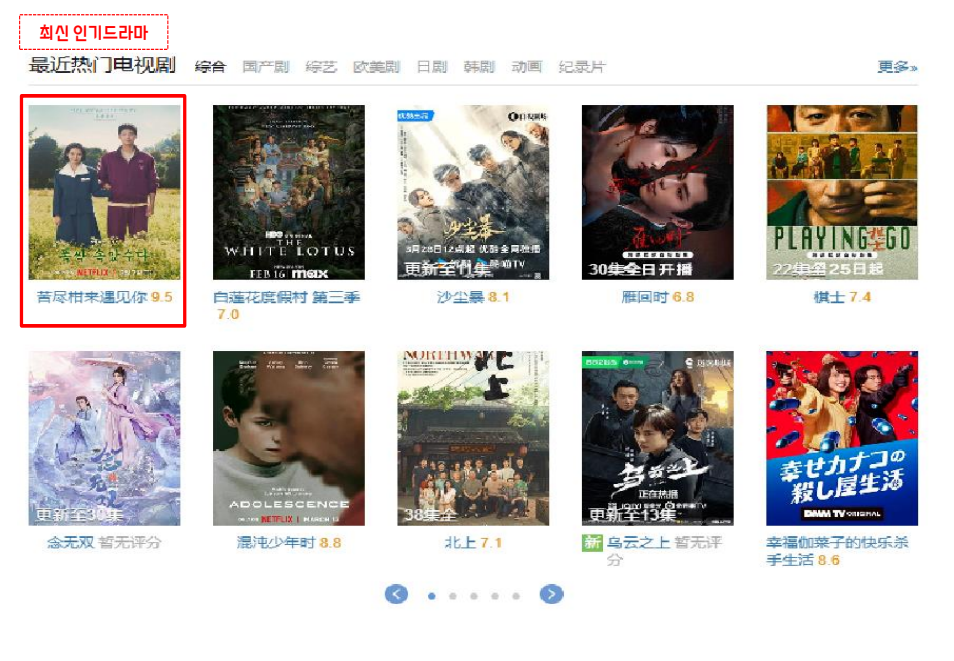
둘째, 중국 소비자들의 콘텐츠 소비 성향 또한 한국 콘텐츠의 재부상 가능성을 뒷받침한다. 중국 OTT 가입자들은 특정 플랫폼에 대한 충성도가 낮으며, 독점 콘텐츠 혹은 화제작 유무에 따라 가입과 해지를 반복하는 ‘콘텐츠 기반 구독 전환(Content-driven Subscription Switching)’ 행동을 보인다. 이로 인해 플랫폼 입장에서는 독점 콘텐츠의 확보가 이용자 유입과 락인 효과, 더 나아가 수익성 확보에 직결되는 핵심 요소로 작용한다.

이는 넷플릭스의 글로벌 확장 전략에서도 확인된 바 있다. 넷플릭스는 다양한 오리지널 콘텐츠를 글로벌 독점 형태로 공개하며, 실제로 비영어권 시장에서 신규 가입자 유입 및 유료 전환율을 크게 끌어올렸다. 특히 ‘동시방영+독점공개’ 전략을 통해 구독자 락인을 강화한 점은 중국 OTT 플랫폼 역시 동시방영권 확보를 통해 유사한 효과를 기대할 수 있음을 시사한다. 결국 플랫폼 간 경쟁력 확보의 초점은 단순히 차별화가 어려운 구작 IP 확보가 아니라, 시의성과 트렌드를 반영한 신작 콘텐츠, 특히 동시방영권을 통한 독점 콘텐츠이다. 이 같은 구조에서 한국 콘텐츠는 충분히 경쟁력 있는 투자 대상으로 다시 떠오를 수 있다고 판단한다.

셋째, 한국 콘텐츠는 중국 OTT 플랫폼들의 해외 진출 전략에서도 중요한 역할을 할 수 있다. 아이치이는 4Q24 실적 발표를 통해 해외 시장 진출에 대한 계획을 공식적으로 언급하였고, 이는 중국 플랫폼들이 국내 가입자 성장 정체 극복과 글로벌 시장 내 플랫폼 경쟁력을 강화하기 위한 중장기 목표의 일환으로 해석된다. 실제로 아이치이를 비롯한 주요 중국 OTT 사업자들은 동남아시아, 중동, 남미 등 신흥 시장을 중심으로 진출을 모색하고 있으며, 이 과정에서 이미 높은 인지도를 확보한 K-컨텐츠를 활용해 초기 시장 내 트래픽 확보 및 가입자 전환을 유도하려는 시도가 확대될 것으로 예상된다. 특히 동남아시아에서는 한국 드라마가 현지 콘텐츠 인기 순위에서 지속적으로 상위권을 차지하고 있기 때문에, 한국 신작 드라마의 독점 또는 동시 방영권 확보 전략은 중국 OTT 플랫폼의 글로벌 경쟁력과 시장 점유율 확보에 중요한 역할을 할 것으로 전망한다.

결론적으로, 한한령 해제시 한국 콘텐츠는 중국 내 높은 수요에 기반한 투자 대상으로 재부상할 뿐만 아니라, 중국 OTT 플랫폼의 글로벌 확장 전략과 연계된 전략 자산으로 활용될 가능성이 크다. 이는 중국 OTT 산업의 전략적 초점이 외형 성장에서 수익성 강화 및 경쟁력 차별화로 이동하는 현 시점에서 더욱 뚜렷해질 전망이다.

그림 28. 실시간 인기 콘텐츠에 이름을 올리고 있는 <꼭삭 속았수다>. 25.4 월 기준



자료: 더우반, 대신증권 Research Center

그림 29.더우반 <꼭삭 속았수다> 평점 9.5(25.4.9 기준)



자료: 더우반, 대신증권 Research Center

그림 30.더우반 <오징어 게임> 평점 7.7



자료: 더우반, 대신증권 Research Center

동시방영 2편에
400억원 추가 이익

블랙마켓보다 4억명의 합법 소비자에 집중할 때

일각에서는 중국내 불법 유통 경로(일명 블랙마켓)를 통해 한국 콘텐츠가 지속적으로 소비되고 있는 점을 들어 향후 한한령이 해제 되더라도 합법 시장인 OTT 플랫폼으로의 유입 효과가 제한적일 수 있다는 견해를 제시한다.

그러나 이러한 시각은 합법 시장의 규모와 OTT 플랫폼 이용자 성향에 대한 이해가 결여된 접근이다. 24년 기준 중국 전체 인구는 14.1억명으로, 이 중 OTT 플랫폼 유료 가입자수는 약 4억명(5대 OTT업체들의 이용자 수를 단순 더한 값)으로 추정되며 이는 중국 전체 인구의 약 30%에 해당하는 규모이다.

중국의 OTT 이용자 수치는 몇 년간 안정적인 수준을 유지하고 있으며, 이는 중국 소비자들이 콘텐츠의 품질, 접근 및 사용 편의성에 대해 비용 지불 의향을 가지고 있음을 시사한다. 즉, 불법 유통 경로의 존재 여부와 무관하게 OTT 플랫폼이 정식으로 한국 콘텐츠의 동시방영권을 확보하고, 프리미엄 콘텐츠를 중심으로 락인 전략을 전개할 경우, 이미 존재하는 4억명 수준의 합법 유저 기반만을 대상으로 한다 하더라도 충분한 상업적 기회가 존재한다 판단한다.

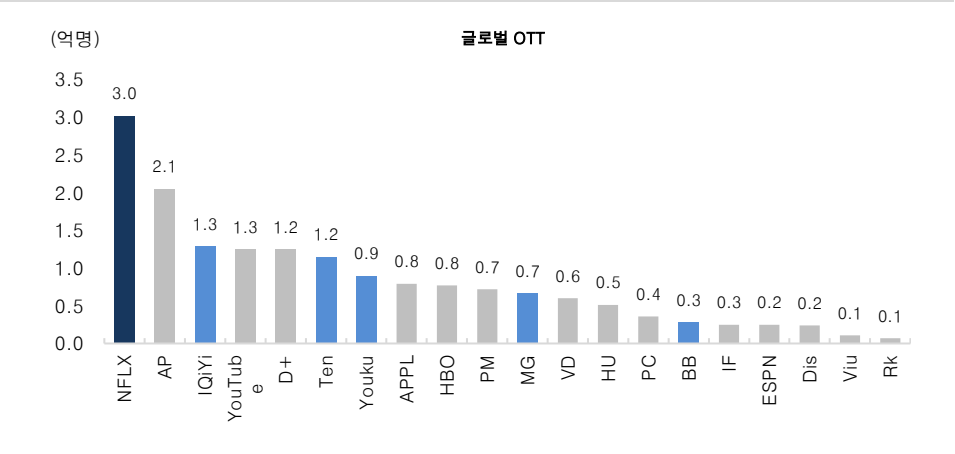
스튜디오드래곤과 콘텐츠리중앙은 제작 물량의 30~40% 수준인 연간 6~10편 정도를 글로벌 OTT에 동시방영으로 판매하고있고, 이 중 3~4편 정도는 제작비가 평균 대비 3배 수준인 텐트폴 작품이다. 한한령 해제시 중국에 동시방영으로 판매가 가능한 작품도 이들 작품과 중복된다고 볼 수 있다. 넷플릭스와 디즈니+와 같은 글로벌 OTT는 중국에 서비스를 제공하고 있지 않기 때문에, 글로벌 OTT에 판매한 작품도 중국에 판매가 가능하다.

다만, 중국 시장은 사전심의라는 과정을 거쳐야하기 때문에, 이 중에서도 사전제작이 완료된 작품으로만 국한하면 연간 2개 정도의 판매가 현실적으로 가능하다고 볼 수 있다.

300억원 규모의 텐트폴 작품을 리쿱율 70%로 중국에 연간 2편만 판매해도 400억원 이상의 이익이 발생한다. 드래곤의 24년 영업이익의 364억원을 상회하는 규모이다.

아이치이의 연간 콘텐츠 투자비는 2.8조원 규모이고, 이 중 판권(구작) 투자가 1.3조원, 자체 콘텐츠 제작(오리지널 및 동시방영)이 1.5조원 수준이다. 2편 정도는 전혀 문제없다.

그림 31.24년 기준 중국 인구는 약 14억명. OTT 사용자는 약 4억명으로 30%



자료: 위키피디아, 대신증권 Research Center

기업분석

스튜디오 드래곤 (253450)

김희재

hojpe.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월
목표주가

64,000

유지

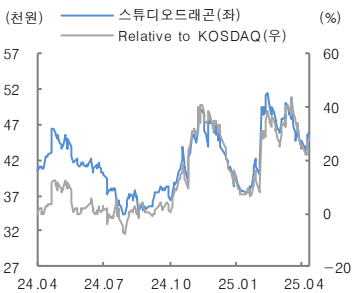
현재주가
(25.04.28)

45,850

미디어업종

KOSDAQ	719.41
시가총액	1,378십억원
시가총액비중	0.37%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	51,400원 / 34,100원
120일 평균거래대금	69억원
외국인지분율	11.63%
주요주주	CJ ENM 외 3 인 54.79% 네이버 6.25%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7	21.3	18.2	12.2
상대수익률	-11.2	22.9	21.6	33.7



기업분석

준비된 용

- 25년 편성 확대(25편, +6편), 분기당 1편 이상 텐트폴 공급
- 매분기 글로벌 OTT향 텐트폴 공급 통해 실적 안정성 확보
- 한한령 해제시 구작 판매와 동시방영 모두 즉시 대응 가능

투자의견 매수(Buy), 목표주가 64,000원 유지. Top-Pick

목표주가는 64천원은 잔여이익평가모형(RIM)을 이용하여 산출
12M FWD EPS 1,413원에 PER 47배 적용 수준. 최근 5년 PER 하단 평균
25E OP 500억원(+37% / +136억원 yoy)

25년 편성 확대. 다수의 대작 편성. 약 60~70%는 하반기에 편성

25년 제작 편수는 25편(+6편 yoy) 전망. 24년 대비 증가하지만, 19~23년
평균 29편에는 아직 못 미치는 수준이고, 작품당 회차도 12회 수준으로
19~23년 평균 14회 대비 낮기 때문에, 성장 여력은 충분

텐트폴 연간 7개 이상, 분기 1~2개 수준으로 공급, 매분기 글로벌 OTT향
동시방영 판매를 통해 실적의 안정성도 확보하면서 비용효율화도 추진

다만, 올해의 경우 수목 드라마가 하반기에 재개되면서 하반기 공급 비중
이 높고, 비용효율화는 작년말 제작에 착수한 작품부터 해당되기 때문에
비용효율화 효과도 하반기에 본격적으로 나타날 것으로 전망

한한령 해제시 구작과 동시방영 모두 준비된 용

드래곤의 라이브러리는 260여편, 최근 3년 작품은 82편. 구작 판매가 최
근 3년 이내 작품에 집중되는 것을 감안시 작품당 5억원에 판매시 구작
매출로만 400억원의 이익 발생, 24년 영업이익 360억원을 상회하는 수준
글로벌 OTT와의 동시방영은 연간 6~10편 수준. 중국에 300억원 규모 텐
트폴 2편만 동시방영으로 판매해도 400억원의 이익 발생

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	753	550	641	667	720
영업이익	56	36	50	64	80
세전순이익	37	28	50	67	89
총당기순이익	30	33	38	51	68
지배지분순이익	30	33	38	51	68
EPS	1,001	1,114	1,268	1,703	2,253
PER	51.5	38.6	36.2	26.9	20.3
BPS	23,546	24,606	25,874	27,577	29,481
PBR	2.2	1.7	1.8	1.7	1.6
ROE	4.4	4.6	5.0	6.4	7.9

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

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	753	550	641	667	720
매출원가	665	482	553	569	604
매출총이익	88	68	88	98	115
판매비와관리비	32	32	38	34	35
영업이익	56	36	50	64	80
영업이익률	7.4	6.6	7.8	9.6	11.2
EBITDA	242	183	187	200	216
영업외손익	-19	-8	0	3	9
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	15	20	22	22	22
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-18	-8	-9	-8	-8
외환관련손실	7	2	2	2	2
기타	-16	-20	-13	-10	-5
법인세비용차감전순손익	37	28	50	67	89
법인세비용	7	-5	12	16	21
계속사업순손익	30	33	38	51	68
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	33	38	51	68
당기순이익률	4.0	6.1	5.9	7.7	9.4
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	30	33	38	51	68
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	17	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	47	32	36	49	66
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	47	32	36	49	66

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,001	1,114	1,268	1,703	2,253
PER	51.5	38.6	36.2	26.9	20.3
BPS	23,546	24,606	25,874	27,577	29,481
PBR	2.2	1.7	1.8	1.7	1.6
EBITDAPS	8,060	6,089	6,234	6,647	7,186
EV/EBITDA	6.5	6.1	6.8	6.1	5.5
SPS	25,066	18,300	21,340	22,182	23,941
PSR	2.1	2.4	2.1	2.1	1.9
CFPS	8,185	6,394	6,723	7,245	7,958
DPS	0	0	0	350	450

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	7.9	-27.0	16.6	3.9	7.9
영업이익 증가율	-14.3	-34.9	37.3	27.9	25.6
순이익 증가율	-40.5	11.3	13.8	34.4	32.3
수익성					
ROIC	9.3	11.1	10.6	11.8	14.4
ROA	5.1	3.6	5.6	7.3	8.7
ROE	4.4	4.6	5.0	6.4	7.9
안정성					
부채비율	54.3	25.1	8.6	8.1	7.6
순차입금비율	2.9	-23.3	-13.0	-18.4	-20.9
이자보상배율	6.4	7.8	10.7	14.2	18.5

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	405	394	339	395	438
현금및현금성자산	158	178	107	158	191
매출채권 및 기타채권	149	101	118	123	132
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	97	115	115	115	115
비유동자산	688	532	505	501	516
유형자산	12	12	11	10	9
관계기업투자금	12	4	4	4	4
기타비유동자산	663	516	491	487	503
자산총계	1,092	926	845	896	954
유동부채	368	169	50	51	51
매입채무 및 기타채무	71	46	47	47	48
차입금	170	2	2	2	2
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	127	122	2	2	2
비유동부채	16	16	16	16	16
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	16	16	16	16	16
부채총계	384	186	67	67	68
자배지분	708	740	778	829	886
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
이익잉여금	242	275	313	364	421
기타자본변동	-23	-24	-24	-24	-24
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	708	740	778	829	886
순차입금	20	-173	-101	-153	-185

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	45	180	177	210	292
당기순이익	30	33	38	51	68
비현금항목의 가감	216	159	164	167	171
감가상각비	186	147	137	136	136
외환손익	2	-4	-8	-8	-8
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	28	16	35	39	44
자산부채의 증감	-179	4	-13	8	74
기타현금흐름	-22	-16	-12	-16	-21
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	-17
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	-11
기타	-9	-6	-6	-6	-6
현금의 증감	35	20	-71	51	32
기초 현금	124	158	178	107	158
기말 현금	158	178	107	158	191
NOPLAT	45	43	38	49	61
FCF	229	188	64	53	46

자료: 스튜디오투레곤, 대산증권 Research Center

CJ ENM

(035760)

김희재 hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

110,000

목표주가

유지

현재주가

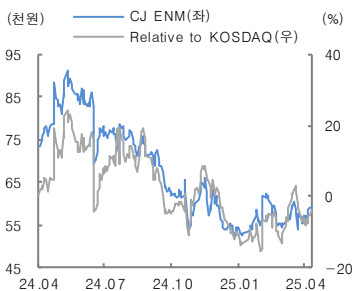
59,200

(25.04.28)

미디어업종

KOSDAQ	719.41
시가총액	1,298십억원
시가총액비중	0.35%
자본금(보통주)	111십억원
52주 최고/최저	91,100원 / 51,900원
120일 평균거래대금	47억원
외국인지분율	16.11%
주요주주	CJ 외 8 인 42.74%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.0	11.9	-4.5	-23.8
상대수익률	-0.7	13.4	-1.7	-9.3



기업분석

이제는 본업만 잘하면 돼

- 티빙. 가입자 증가에 따른 손익 개선. 25년말 500만명, 분기 BEP
- F/S. 파업 영향은 종료. TV 7편 포함 연간 20편 공급, 흑자 전환
- 음악과 커머스는 든직한 캐쉬카우. 라이브시티 리스크도 종료

투자의견 매수(Buy), 목표주가 110,000원 유지

12M FWD EPS 4,938원에 PER 21배 적용(18년 합병 전 5년 평균)

25E OP 2.6천억원(+145% / +1.5천억원 yoy). 18년 합병 당시 실적 회복

미디어/플랫폼과 영화/드라마는 정상 궤도에 진입

[미디어/플랫폼] 665억원(+411억원 yoy). 광고 회복과 티빙 손익 개선

3Q22부터 시작된 광고 역성장은 4Q24 +17% yoy의 서프라이즈 달성하면서 역성장 마무리 단계에 진입. 23년 -28%, 24년 -2%, 25E +12%. 25년 하반기 수목 드라마 부활로 회복 속도 증가 전망

티빙 25E OP -159억원(+551억원 yoy). 24년 프로야구 중계 시작하면서 약 110만명의 유입 효과 추정. 25년말 500만명 도달하면서 분기 BEP 도달 전망. 웨이브와 합병시 가입자 800만명의 초대형 OTT 탄생, 지상파와 종편 및 ENM 채널을 모두 확보하면서 경쟁 완화에 따른 수익성 개선 효과 기대

[영화/드라마] 387억원(+800억원 yoy). 영화의 현상 유지와 F/S의 흑자

영화는 연간 5편 정도의 메인 투자와 배급으로 100억원 수준의 이익 달성 F/S 25E OP 300억원(+820억원 yoy). 23~24년 할리우드 파업 영향에서 벗어나서 TV시리즈 7편 포함 20편 이상 공급하면서 흑자전환 전망

[음악] 671억원(+362억원 yoy), [커머스] 874억원(+43억원 yoy)

라이브시티의 차입금은 스케줄대로 상환 중이고 24년에 청산 절차를 거치면서 약 3천억원의 손실 반영, 더 이상의 리스크는 없음

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,368	5,231	5,556	5,689	5,948
영업이익	-15	104	256	314	349
세전순이익	-335	-532	126	222	293
총당기순이익	-397	-581	98	173	228
지배지분순이익	-316	-503	93	164	217
EPS	-14,405	-22,955	4,258	7,492	9,893
PER	-5.0	-2.3	13.9	7.9	6.0
BPS	147,691	127,392	131,650	139,142	146,671
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE	-9.3	-16.7	3.3	5.5	6.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,368	5,231	5,556	5,689	5,948
매출원가	2,851	3,520	3,850	3,992	4,202
매출총이익	1,517	1,711	1,706	1,697	1,746
판매비와관리비	1,532	1,607	1,450	1,384	1,397
영업이익	-15	104	256	314	349
영업이익률	-0.3	2.0	4.6	5.5	5.9
EBITDA	962	1,706	1,531	1,499	1,482
영업외손익	-321	-636	-130	-92	-56
관계기업손익	-59	0	28	38	47
금융수익	72	150	73	72	70
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-239	-292	-165	-145	-124
외환관련손실	25	63	28	28	28
기타	-95	-493	-65	-57	-49
법인세비용차감전순이익	-335	-532	126	222	293
법인세비용	62	49	28	49	64
계속사업순이익	-397	-581	98	173	228
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-397	-581	98	173	228
당기순이익률	-9.1	-11.1	1.8	3.0	3.8
비배지분순이익	-81	-77	5	9	11
지배지분순이익	-316	-503	93	164	217
매도기능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-61	101	101	101	101
포괄순이익	-458	-480	199	274	329
비배지분포괄이익	-78	-32	10	14	16
지배지분포괄이익	-380	-448	189	260	313

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-14,405	-22,955	4,258	7,492	9,893
PER	NA	NA	13.9	7.9	6.0
BPS	147,691	127,392	131,650	139,142	146,671
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
EBITDAPS	43,868	77,806	69,832	68,366	67,586
EV/EBITDA	4.9	2.3	2.5	2.4	2.3
SPS	199,203	238,557	253,365	259,449	271,218
PSR	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	47,181	79,099	78,085	77,499	77,198
DPS	0	0	0	2,500	3,300

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-8.8	19.8	6.2	2.4	4.5
영업이익 증가율	-110.6	-815.6	144.7	22.7	11.1
순이익 증가율	124.4	46.4	-116.9	76.0	32.0
수익성					
ROIC	-0.4	2.7	4.9	6.2	7.1
ROA	-0.1	1.1	2.9	3.6	4.0
ROE	-9.3	-16.7	3.3	5.5	6.9
안정성					
부채비율	138.2	153.3	125.9	115.0	105.4
순차입금비율	51.6	51.1	42.5	33.0	26.5
이자보상배율	-0.1	0.6	2.4	3.2	4.3

자료: CJ ENM, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,782	2,909	2,369	2,515	2,614
현금및현금성자산	1,033	973	370	483	521
매출채권 및 기타채권	1,125	1,243	1,312	1,341	1,396
재고자산	116	137	145	149	156
기타유동자산	509	556	542	542	542
비유동자산	7,168	6,407	6,217	6,121	6,086
유형자산	1,353	861	843	822	804
관계기업투자금	1,657	1,392	1,420	1,458	1,505
기타비유동자산	4,157	4,154	3,954	3,840	3,776
자산총계	9,950	9,317	8,586	8,635	8,699
유동부채	3,401	3,814	2,960	2,894	2,840
매입채무 및 기타채무	1,075	1,217	1,233	1,240	1,252
차입금	913	1,046	732	659	593
유동성채무	443	656	100	100	100
기타유동부채	971	895	895	895	895
비유동부채	2,371	1,824	1,824	1,724	1,624
차입금	1,754	1,010	1,010	910	810
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	617	814	814	814	814
부채총계	5,772	5,639	4,785	4,618	4,465
자배지분	3,239	2,794	2,887	3,051	3,216
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,456	2,432	2,432	2,432	2,432
이익잉여금	852	380	473	637	802
기타자본변동	-180	-129	-129	-129	-129
비배지분	939	884	914	966	1,018
자본총계	4,178	3,678	3,801	4,017	4,235
순차입금	2,156	1,880	1,614	1,327	1,124

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,295	1,403	1,489	1,500	1,471
당기순이익	-397	-581	98	173	228
비현금항목의 가감	1,431	2,315	1,614	1,527	1,465
감가상각비	977	1,602	1,276	1,185	1,134
외환손익	2	0	-3	-3	-3
지분법평가손익	59	0	-28	-38	-47
기타	394	713	369	382	381
자산부채의 증감	485	-148	-123	-87	-110
기타현금흐름	-225	-184	-100	-113	-112
투자활동 현금흐름	-1,266	-936	-1,155	-1,159	-1,168
투자자산	63	173	-28	-38	-47
유형자산					-98
기타	-1,231	-1,214	-1,070	-1,070	-1,070
재무활동 현금흐름	-127	-569	-938	-242	-286
단기차입금	-1,078	104	-314	-73	-66
사채	339	300	0	-100	0
장기차입금	1,039	-71	0	0	-100
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	-52
기타	-427	-902	-624	-69	-69
현금의 증감	-101	-59	-604	114	37
기초 현금	1,134	1,033	973	370	483
기말 현금	1,033	973	370	483	521
NOPLAT	-17	114	199	245	272
FCF	-508	505	418	379	354

SBS
(034120)

김희재 hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

29,000

목표주가

유지

현재주가

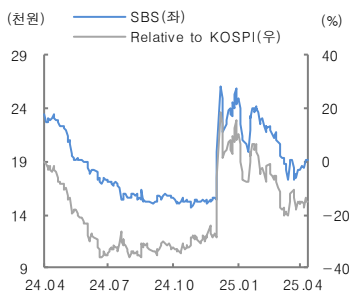
19,170

(25.04.28)

미디어업종

KOSPI	2,548.86
시가총액	356십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	93십억원
52주 최고/최저	26,050원 / 14,740원
120일 평균거래대금	58억원
외국인지분율	0.00%
주요주주	티와이홀딩스 36.32% 국민연금공단 10.71%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.7	-8.7	26.2	-16.7
상대수익률	6.1	-9.1	29.3	-13.1



기업분석

전통의 드라마 강국

- 03년 이후 18년까지 연간 20편 수준 제작. 누적 라이브러리 342편
- 19년부터 제작 급감, 24년 8편 역대 최소, 25년 13편 전망
- 국내에서 유일하게 디즈니+와 넷플릭스에 연간 공급 계약 체결

투자의견 매수(Buy), 목표주가 29,000원 유지

12M FWD EPS 2,040원에 PER 14배 적용. 24년 EPS와 유사한 수준을 달성했던 과거(11~15) PER band의 하단 대비 추가 10% 할인 적용
25E OP 483억원(흑전 / +744억원 yoy). 제작 및 동시방영 확대로 개선

전통의 드라마 강국.

SBS는 18년까지 연간 20편 수준의 드라마 제작

당사에서 파악한 03년 이후 라이브러리는 342편으로 드래곤 규모 상회

19~23년은 연간 11편 수준으로 급감. 23년 9편, 24년 8편으로 역대 최소
25년은 13편으로 확대. 글로벌 OTT와의 동시방영시 최소 3배수의 라인업 필요. 디즈니+와 넷플릭스에 연간 3편씩 공급 가정시 연간 18편 수준 복귀

디즈니+에 이어서 넷플릭스와도 파트너십 체결

SBS는 23년에 디즈니+와 연간 3편 수준의 콘텐츠 공급 계약 체결

D+ 동시방영. 23년 <낭만닥터 김사부3>, <악귀>, <소방서 옆 경찰서 그리고 국과수>. 24년 <재벌X형사>, <지옥에서 온 판사>, <열혈사제2>. D+ 오리지널 <강매강>. 24년 <보물섬>, <우리 영화>, <우주메리미>

24.12월 넷플릭스와도 콘텐츠 공급 계약 체결. 신작드라마는 25년 상반기 국내 공급에 이어서 하반기에 글로벌 동시방영 공급. 기타 다수의 구작 판매

넷플릭스 동시방영. 23년 <국민사형투표>, <마이데몬>, 24년 <굿파트너>, 25년 <나의 완벽한 비서>, <귀궁>, <트라이: 우리는 기적이 된다>

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	867	768	789	807	820
영업이익	35	-26	49	66	77
세전순이익	36	-29	50	68	78
총당기순이익	32	-17	38	51	60
지배지분순이익	32	-17	38	51	60
EPS	1,729	-938	2,035	2,766	3,212
PER	16.9	-23.6	9.4	6.9	6.0
BPS	40,201	38,148	40,183	42,249	44,562
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
ROE	4.4	-2.4	5.2	6.7	7.4

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

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	867	768	789	807	820
매출원가	710	685	619	615	617
매출총이익	157	84	170	192	204
판매비와관리비	122	110	121	125	127
영업이익	35	-26	49	66	77
영업이익률	40	-3.4	6.1	8.2	9.4
EBITDA	58	-3	68	85	94
영업외손익	1	-3	1	1	2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	7	8	9	9	9
외환관련이익	0	1	1	1	1
금융비용	-6	-7	-6	-6	-6
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	0	-4	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	36	-29	50	68	78
법인세비용	4	-12	12	16	19
계속사업순이익	32	-17	38	51	60
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	32	-17	38	51	60
당기순이익률	3.6	-2.3	4.8	6.4	7.3
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	32	-17	38	51	60
매도기능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-9	0	0	0	0
포괄순이익	23	-18	37	51	59
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	23	-18	37	51	59

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,729	-938	2,035	2,766	3,212
PER	16.9	NA	9.4	6.9	6.0
BPS	40,201	38,148	40,183	42,249	44,562
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EBITDAPS	3,187	-148	3,672	4,561	5,074
EV/EBITDA	10.4	-161.1	5.1	3.5	2.6
SPS	47,420	41,422	42,542	43,490	44,218
PSR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
CFPS	3,214	280	4,367	5,261	5,775
DPS	500	0	700	900	1,000

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-14.4	-11.3	2.7	2.2	1.7
영업이익 증가율	-75.8	-174.9	-287.0	36.5	16.0
순이익 증가율	-73.7	-155.1	-316.9	35.9	16.1
수익성					
ROIC	5.9	-3.2	8.1	11.3	13.3
ROA	2.9	-2.3	4.3	5.7	6.4
ROE	4.4	-2.4	5.2	6.7	7.4
안정성					
부채비율	60.2	57.2	54.4	51.8	48.0
순차입금비율	8.2	4.3	-1.5	-7.5	-12.9
이자보상배율	6.2	-4.2	7.8	10.8	13.3

자료: SBS, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	458	426	472	523	565
현금및현금성자산	22	1	39	84	122
매출채권 및 기타채권	197	165	169	173	176
채고자산	2	2	2	2	2
기타유동자산	237	259	262	265	265
비유동자산	719	686	679	667	659
유형자산	319	306	296	287	279
관계기업투자금	265	265	265	265	265
기타비유동자산	135	115	118	114	114
자산총계	1,177	1,112	1,151	1,190	1,224
유동부채	343	273	274	275	265
매입채무 및 기타채무	112	119	120	121	122
차입금	50	50	50	50	40
유동성채무	80	70	70	70	70
기타유동부채	100	34	34	34	34
비유동부채	99	131	131	131	131
차입금	70	110	110	110	110
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	29	22	22	22	22
부채총계	442	404	405	406	397
자배지분	735	708	745	784	827
자본금	93	93	93	93	93
자본잉여금	64	64	64	64	64
이익잉여금	578	551	588	627	670
기타자본변동	0	0	0	0	0
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	735	708	745	784	827
순차입금	60	31	-11	-58	-107

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	24	-6	45	58	66
당기순이익	32	-17	38	51	60
비현금항목의 가감	27	23	43	46	48
감가상각비	24	23	20	18	17
외환손익	0	0	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	4	-1	24	28	31
자산부채의 증감	-34	1	-25	-24	-24
기타현금흐름	-1	-12	-11	-16	-18
투자활동 현금흐름	-16	-36	-5	1	1
투자자산	-18	-6	-4	2	-1
유형자산					-63
기타	64	-21	7	7	10
재무활동 현금흐름	-57	21	0	-13	-27
단기차입금	0	0	0	0	-10
사채	-30	30	0	0	0
장기차입금	-10	0	0	0	0
유상증자	8	0	0	0	0
현금배당	-18	-9	0	-13	-17
기타	-8	0	0	0	0
현금의 증감	-50	-21	38	45	39
기초 현금	72	22	1	39	84
기말 현금	22	1	39	84	122
NOPLAT	30	-15	37	50	58
FCF	-10	-4	46	59	66

콘텐츠리 중앙 (036420)

김희재 hojae.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

14,000

목표주가

유지

현재주가

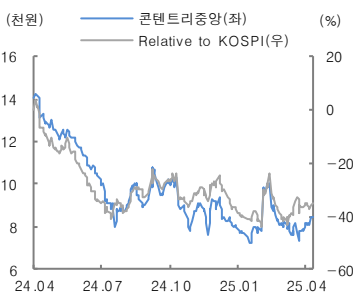
8,780

(25.04.28)

미디어업종

KOSPI	2,548.86
시가총액	169십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	96십억원
52주 최고/최저	13,660원 / 7,500원
120일 평균거래대금	6억원
외국인지분율	0.62%
주요주주	

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.9	9.8	-8.7	-34.8
상대수익률	8.2	9.2	-6.5	-32.0



기업분석

숨고르기는 끝났다

- 방송. 연간 20편 이상 안정적으로 공급. Wiip도 BEP에 근접
- 극장. 연간 관객수 1.2억명으로도 수익이 발생하는 구조로 변경 중
- 한한령 이전 풍부한 콘텐츠 판매 경험과 텐센트와의 협업이 경쟁력

투자의견 매수(Buy), 목표주가 14,000원 유지

드라마 제작, 콘텐츠 유통 및 메가박스 가치를 합산한 SOTP 방식 적용

25E OP -110억원(적지 / +363억원 yoy)

26E OP 340억원(흑전 / +451억원 yoy)

방송은 숨고르기 끝, Wiip도 공급 확대. 메가박스는 정상화 막바지

SLL 별도 OP 25E 135억원(+81% / +61억원 yoy), 26E 235억원(+99억원)

Wiip OP 25E -60억원(적지 / +340억원), 26E 40억원(+100억원)

Wiip 25년 TV 시리즈 3편 공급, 분기 BEP 수준 도달 전망

메가박스 OP 25E 3억원(흑전 / +138억원 yoy), 26E 150억원(+147억원)

한한령 해제시 구작과 동시방영 모두 준비. 협업도 좋고, 경험도 풍부

콘중의 라이브러리는 130여편, 최근 3년 작품은 65편. 구작 판매가 최근 3년 이내 작품에 집중되는 것을 감안시 작품당 5억원에 판매시 구작 매출로만 300억원 수준의 이익 발생, 팬데믹 이전 방송과 극장 통합 이익 수준

글로벌 OTT와의 동시방영은 연간 6~10편 수준. 중국에 300억원 규모 텐트 폴 2편만 동시방영으로 판매해도 400억원의 이익 발생

특히, 콘중의 제작 자회사인 SLL에는 가입자 1.2억명을 보유한 중국의 2대 OTT인 텐센트가 투자자로 참여하고 있어서, 빠른 대응 가능

또한, 한한령 이전 중국에 <학교 다녀오겠습니다>, <히든 싱어>, <냉장고를 부탁해> 등 다양한 예능을 직접 유통했던 경험도 콘중의 중요한 경쟁력

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	993	879	935	1,034	1,100
영업이익	-68	-47	-11	34	61
세전순이익	-153	-114	-47	1	32
총당기순이익	-167	-92	-51	-4	24
지배지분순이익	-119	-66	-37	-3	17
EPS	-6,184	-3,449	-1,918	-133	898
PER	-2.5	-2.6	NA	NA	9.7
BPS	3,968	5,612	3,693	3,560	4,458
PBR	3.8	1.6	2.4	2.5	2.0
ROE	-109.5	-72.0	-41.2	-3.7	22.4

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

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	993	879	935	1,034	1,100
매출원가	763	647	666	716	747
매출총이익	230	232	269	318	353
판매비와관리비	298	279	280	284	292
영업이익	-68	-47	-11	34	61
영업이익률	-6.8	-5.4	-1.2	3.3	5.6
EBITDA	123	156	2	34	61
영업외손익	-86	-66	-36	-33	-30
관계기업손익	-15	-16	2	2	2
금융수익	76	66	48	49	49
외환관련이익	5	13	2	2	2
금융비용	-116	-116	-101	-100	-97
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-31	0	15	16	16
법인세비용차감전순이익	-153	-114	-47	1	32
법인세비용	14	-22	4	5	8
계속사업순이익	-167	-92	-51	-4	24
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-167	-92	-51	-4	24
당기순이익률	-16.8	-10.4	-5.5	-0.3	2.2
비지배지분순이익	-48	-25	-14	-1	7
지배지분순이익	-119	-66	-37	-3	17
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	14	5	5	5	5
포괄순이익	-153	-86	-46	2	29
비지배지분포괄이익	-49	-29	-13	1	8
지배지분포괄이익	-104	-58	-33	1	21

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-6,184	-3,449	-1,918	-133	898
PER	NA	NA	NA	NA	9.8
BPS	3,968	5,612	3,693	3,560	4,458
PBR	3.8	1.6	2.4	2.5	2.0
EBITDAPS	6,397	8,083	128	1,766	3,190
EV/EBITDA	162	122	797.1	59.3	33.3
SPS	51,553	45,657	48,553	53,658	57,116
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	9,119	9,082	2,473	4,226	5,723
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	16.5	-11.4	6.3	10.5	6.4
영업이익 증가율	-5.1	-30.3	-76.7	-408.3	80.6
순이익 증가율	117.7	-45.1	-44.2	-93.1	-775.4
수익성					
ROIC	-7.4	-3.9	-1.2	-8.4	4.5
ROA	-2.7	-1.8	-0.4	1.2	2.2
ROE	-109.5	-72.0	-41.2	-3.7	22.4
안정성					
부채비율	363.2	384.9	411.8	414.2	401.3
순차입금비율	230.3	222.3	250.7	261.9	259.0
이자보상배율	-0.8	-0.5	-0.1	0.3	0.6

자료: 콘텐트리중앙, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	536	587	526	488	468
현금및현금성자산	178	257	188	135	106
매출채권 및 기타채권	225	172	181	195	205
재고자산	4	6	6	6	6
기타유동자산	128	152	152	152	152
비유동자산	1,953	2,172	2,197	2,235	2,273
유형자산	278	288	307	340	373
관계기업투자금	112	97	102	107	113
기타비유동자산	1,563	1,787	1,787	1,787	1,787
자산총계	2,488	2,759	2,723	2,722	2,741
유동부채	1,149	1,426	1,427	1,429	1,430
매입채무 및 기타채무	248	269	270	272	273
차입금	184	317	317	317	317
유동성채무	564	505	505	505	505
기타유동부채	153	334	334	334	334
비유동부채	802	764	764	764	764
차입금	301	358	358	358	358
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	501	406	406	406	406
부채총계	1,951	2,190	2,191	2,193	2,194
지배지분	76	108	71	69	86
자본금	96	96	96	96	96
자본잉여금	151	135	135	135	135
이익잉여금	-208	-276	-313	-316	-298
기타자본변동	38	153	153	153	153
비지배지분	461	461	461	461	461
자본총계	537	569	532	529	547
순차입금	1,237	1,265	1,333	1,387	1,416

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-85	-28	-292	-263	-232
당기순이익	-167	-92	-51	-4	24
비현금항목의 가감	343	267	99	85	86
감가상각비	191	203	14	0	0
외환손익	0	-4	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	-2	-2	-2
기타	152	68	88	88	89
자산부채의 증감	-188	-134	-258	-264	-260
기타현금흐름	-73	-69	-81	-81	-82
투자활동 현금흐름	-2	-75	-24	-24	-24
투자자산	4	-9	-5	-5	-5
유형자산					-20
기타	15	-33	14	14	14
재무활동 현금흐름	58	177	60	60	60
단기차입금	-40	145	0	0	0
사채	132	-26	0	0	0
장기차입금	33	155	0	0	0
유상증자	0	-3	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-67	-93	60	60	60
현금의 증감	-29	79	-69	-53	-29
기초 현금	207	178	257	188	135
기말 현금	178	257	188	135	106
NORLAT	-74	-38	-12	-84	47
FCF	65	128	-32	-118	13

[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: 김희재)

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]

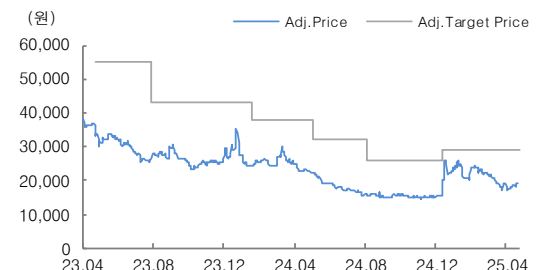
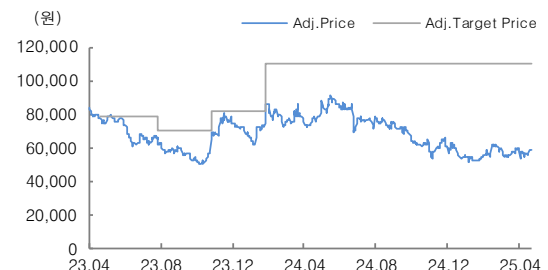
산업 투자의견	기업 투자의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
Neutra(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

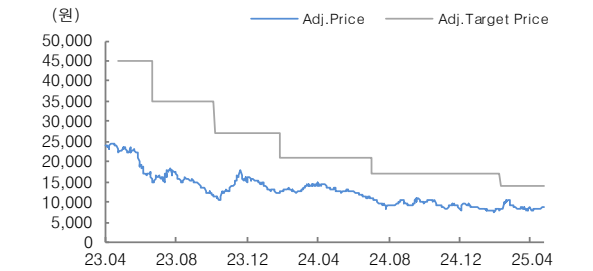
구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	0.0%

(기준일자: 20250426)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

SBS(034120) 투자의견 및 목표주가 변경 내용							CJ ENM(035760) 투자의견 및 목표주가 변경 내용						
													
제시일자	25.04.29	25.02.03	24.12.20	24.11.18	24.11.16	24.08.14	제시일자	25.04.29	25.02.03	24.08.03	24.02.03	23.11.09	23.10.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	투자의견	Buy	6개월 경과	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	29,000	29,000	29,000	26,000	26,000	26,000	목표주가	110,000	110,000	110,000	110,000	82,000	70,000
과리율(평균%)		(26.12)	(18.87)	(40.73)	(40.61)	(40.61)	과리율(평균%)		(47.75)	(42.48)	(27.74)	(12.48)	(22.44)
과리율(최대/최소%)		(10.17)	(10.17)	(36.85)	(36.85)	(36.85)	과리율(최대/최소%)		(43.27)	(23.09)	(17.18)	1.71	(6.71)
제시일자	24.05.14	24.01.30	23.12.02	23.11.13	23.10.17	23.08.13	제시일자	23.08.10	23.05.05				
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	투자의견	Marketperform	Marketperform				
목표주가	32,000	38,000	43,000	43,000	43,000	43,000	목표주가	70,000	79,000				
과리율(평균%)	(43.53)	(34.05)	(38.10)	(38.75)	(38.28)	(35.92)	과리율(평균%)	(18.55)	(11.30)				
과리율(최대/최소%)	(30.94)	(21.32)	(17.56)	(28.84)	(28.84)	(28.84)	과리율(최대/최소%)	(10.57)	1.01				
제시일자	23.05.15	23.05.11					제시일자						
투자의견	Buy	Buy					투자의견						
목표주가	55,000	55,000					목표주가						
과리율(평균%)	(45.40)	(38.45)					과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)	(38.45)	(38.45)					과리율(최대/최소%)						
제시일자							제시일자						
투자의견							투자의견						
목표주가							목표주가						
과리율(평균%)							과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)							과리율(최대/최소%)						

콘텐츠리중앙(036420) 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



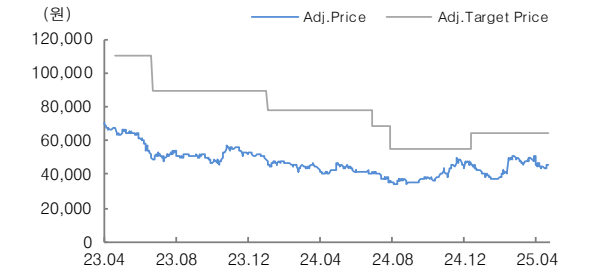
제시일자	25.04.29	25.02.14	25.01.11	24.11.18	24.11.16	24.08.09
투자 의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	14,000	14,000	17,000	17,000	17,000	17,000
과리율(평균,%)		(38.33)	(52.52)	(44.36)	(43.11)	(43.11)
과리율(최대/최소,%)		(26.07)	(50.76)	(34.71)	(34.71)	(34.71)

제시일자	24.07.11	24.05.25	24.05.08	24.04.17	24.03.15	24.02.08
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	17,000	21,000	21,000	21,000	21,000	21,000
과리율(평균,%)	(43.48)	(38.45)	(36.29)	(35.71)	(36.21)	(39.09)
과리율(최대/최소,%)	(36.71)	(30.19)	(30.19)	(30.19)	(30.19)	(36.24)

제시일자	23.12.02	23.11.29	23.11.02	23.10.20	23.08.29	23.08.08
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	27,000	27,000	27,000	27,000	35,000	35,000
과리율(평균,%)	(48.27)	(50.27)	(51.67)	(58.40)	(56.52)	(53.40)
과리율(최대/최소,%)	(34.07)	(34.07)	(38.22)	(53.41)	(48.14)	(48.14)

제시일자	23.07.07	23.05.11	23.05.08
투자 의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	35,000	45,000	45,000
과리율(평균,%)	(53.29)	(54.55)	(50.50)
과리율(최대/최소,%)	(48.14)	(47.33)	(50.44)

스튜디오오래곤(253450) 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.04.29	24.12.20	24.08.08	24.07.09	24.01.15	24.01.07
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	64,000	64,000	55,000	69,000	78,000	89,000
과리율(평균,%)		(30.70)	(26.98)	(43.96)	(43.51)	(44.00)
과리율(최대/최소,%)		(19.69)	(10.18)	(39.64)	(38.72)	(42.47)

제시일자	23.07.07	23.05.05
투자 의견	Buy	Buy
목표주가	89,000	110,000
과리율(평균,%)	(42.05)	(44.09)
과리율(최대/최소,%)	(35.62)	(39.45)

제시일자	
투자 의견	
목표주가	
과리율(평균,%)	
과리율(최대/최소,%)	