

2025. 11. 03

금융으로
만나는 새로운 세상

IBKS 미디어 In-Depth

3타수 3안타

미디어/엔터 **김유혁**

02) 6915-5673

yuhyuk.kim@ibks.com



CONTENTS

제작사에 훈풍이 분다.....	3
Key Chart.....	4
I. 7년만에 방송-채널 드라마 편성 확대.....	7
2026년 방송-채널 드라마 편성 확대.....	7
높아진 제작비 부담은 여전히 이어지고 있으나.....	8
광고시장 회복을 기다리기보다 편성확대로 위기 극복 시도.....	9
II. OTT 오리지널 제작수요는 국내 OTT가 견인할 전망.....	10
글로벌 OTT들의 수익성 중심 전략 전환, 국내 오리지널 제작 수요 둔화.....	10
그럼에도 TVING + Wavve 합병법인이 국내 오리지널 수요 확대 견인 전망.....	13
2위 사업자 경쟁, 쿠팡플레이도 투자 확대 기조 동참할 것으로 기대.....	17
국내 드라마 제작투자 2027년까지 확대 전망.....	18
III. 한한령 해제시, 국내 대형제작사 최대 수혜.....	19
중국 시장 개방의 기대효과 3가지.....	19
IV. 투자전략.....	21
업종외견 '비중확대', 최선호주 스튜디오드래곤 제시.....	21
V. APPENDIX. 미디어 산업 구조.....	23
K-콘텐츠의 글로벌 흥행으로 그려던 장미빛 미래.....	23
미디어 산업의 중심은 지상파→PP→OTT로 이동.....	24
OTT의 등장으로 탄생한 스튜디오 시스템, 성장의 발판은 마련되었으나.....	25
부진이 이어지고 있는 영화산업, M&A를 통한 돌파구 마련 시도.....	28
VI. 기업분석.....	31
스튜디오드래곤(253450): 국내 No.1 제작 스튜디오.....	32
CJ ENM(035760): 매출 포트폴리오 확대 지속.....	37
콘텐츠리중앙(036420): 드라마 편성 확대에 예능까지.....	43
SBS(034120): 파트너사와 시너지 기대.....	48

제작사에 훈풍이 분다

① 7년만에 방송·채널 드라마 편성 확대

2018년 이후 7년만에 국내 방송·채널 드라마 편성회차가 확대된다. 글로벌 OTT의 오리지널 작품 투자 확대로 급등한 드라마 제작비와 광고시장 위축으로 높아진 비용 부담을 편성축소로 대응해왔던 방송·채널 사업자들이 편성 확대를 결정한 것이다.

편성 확대를 통해 광고 단가 상승을 꾀하려는 의도

이 같은 배경에는 2022년 이후 부진이 지속되는 광고 시장의 회복을 기다리기보다 드라마 편성을 확대해 광고 단가 상승을 꾀하는 의도가 깔린 것으로 판단한다. 국내 주요 12개 채널 드라마 편성 회차는 2018년 118편에서 2024년 70편으로 꾸준히 감소해왔으나, 2025년 81편으로 확대되었고, 최근 편성계획을 모두 살펴본 결과 2026년 96편까지 증가폭이 더욱 확대될 것으로 예상된다.

글로벌 OTT 시장 성숙기 진입으로 오리지널 작품 투자 둔화

글로벌 OTT 시장은 엔데믹 이후 성숙기에 진입하면서 오리지널 콘텐츠 투자가 둔화되고 있다. 글로벌 시장의 절대적인 구독자 규모가 상당한 수준에 도달한데다, Netflix를 비롯해 Disney+, HBO Max, Hulu, Paramount+ 등 경쟁 플랫폼들이 잇달아 진입하면서 구독자 확보 경쟁이 심화되어왔기 때문이다.

② 오리지널 작품 투자 국내 OTT가 견인할 전망

그러나, 2026년부터 국내 OTT 중심으로 오리지널 작품 투자도 증가할 것으로 전망한다. 현재 추진 중인 TVING과 Wavve의 합병이 완료되면 규모의 경제 및 비용효율화를 통한 턴어라운드 가능성이 예상되는데, 확보된 잉여현금흐름을 오리지널 콘텐츠 확보에 재투입할 가능성이 높다고 판단하기 때문이다. 현재 MAU 기준 2위 사업자인 쿠팡플레이도 합병 TVING 출범에 대응하기 위해 오리지널 작품 투자 확대에 동참할 것으로 기대된다.

국내 OTT 제작투자비 24년 1.7조 규모에서 27년 2.2조로 성장 전망

국내 OTT의 오리지널 콘텐츠 제작 투자비는 2024년 1조 7,613억원에서 2027년 2조 2,219억원으로 약 4,600억원 증가할 전망이다. Netflix와 Disney+는 현재 투자 규모를 유지할 가능성이 있지만, 합병 TVING과 쿠팡플레이가 전체 투자 확대를 주도할 것으로 예상된다. 2022년 47편을 정점으로 최근 38편까지 감소한 국내 OTT 오리지널 작품 제작 수는 투자확대에 힘입어 2027년 47편까지 확대될 것으로 전망한다.

③ 한한령 해제 시 대형제작사 수혜 집중

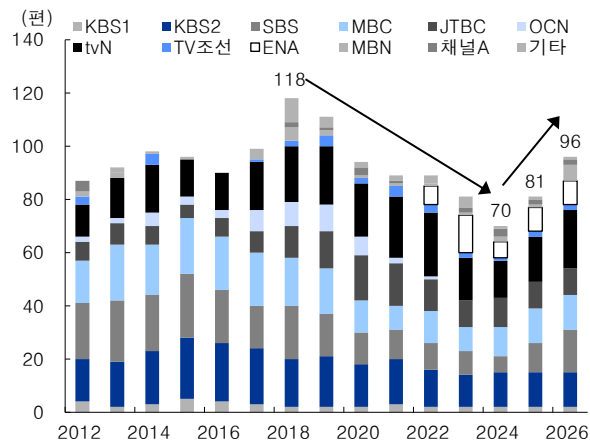
아시아 태평양 경제협력체(APEC) 회의 이후 중국 시장 재개방 기대감은 점진적으로 높아질 전망이다. 만약 한한령이 해제된다면 국내 제작사들은 1) 기존 보유작품의 판권 판매, 2) 중국 OTT 오리지널 제작 참여, 3) 중국 OTT 동시방영 등을 통한 추가수익 확보가 기대된다. 동시방영의 경우 방영 전 검열 통과절차가 필요하기 때문에 풍부한 현금보유로 사전제작이 가능한 대형 제작사들로 수혜가 집중될 것으로 예상된다.

스튜디오드래곤 (매수, TP 63,000원) 업종 최선호주로 제시

신규 커버리지 4개사 중 스튜디오드래곤(매수, TP 63,000원)을 업종 최선호주로 제시한다. 국내 드라마 제작편수 확대의 최대 수혜주로 판단하며, 2026년 본격적인 실적 개선이 전망된다. 현재 주가는 12M Fwd EV/EBITDA 5.2배 수준으로 추가 상승 여력은 충분하다고 판단한다.

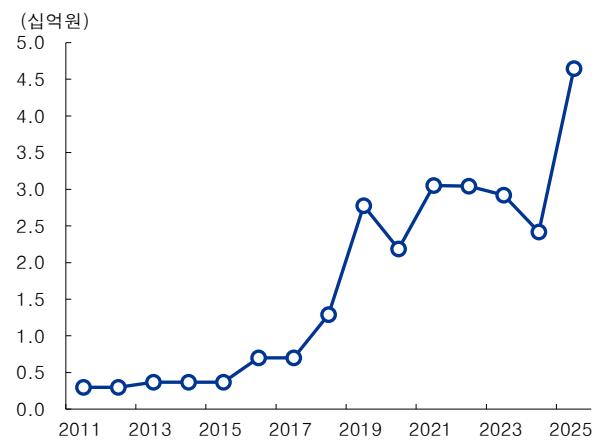
Key Chart

그림 1. 방송채널 사업자 높은 제작비 부담을 편성축소로 대응해 왔으나, 7년만에 편성확대로 선회



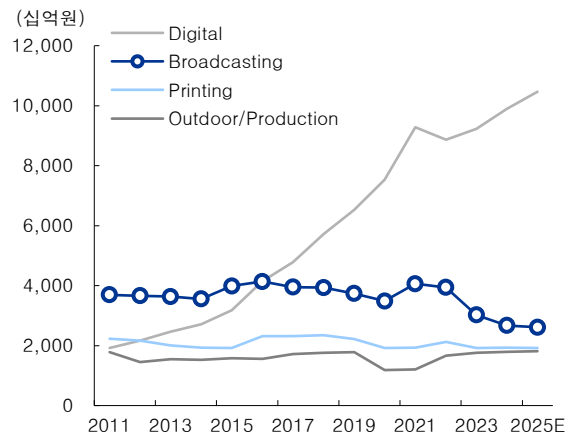
자료: 각 사, 언론보도, IBK투자증권 추정

그림 2. 높아진 제작비 부담은 지속되나, 추가적인 급등은 제한적 최근 넷플릭스 중심 하향안정화 노력 지속



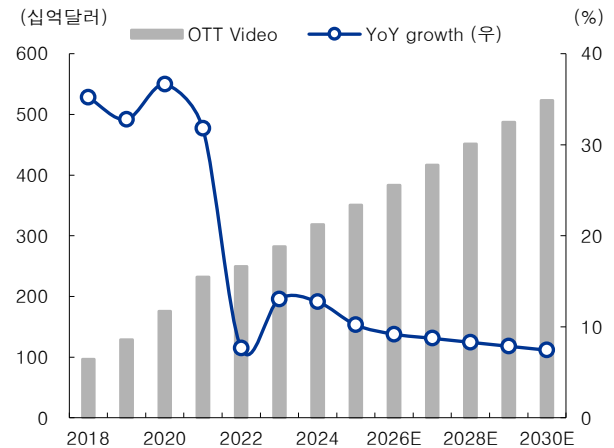
자료: 언론보도, IBK투자증권 추정

그림 3. 방송·채널 광고 매출은 2021년 팬데믹 영향으로 일시적 반등이 있었으나 구조적 부진 지속



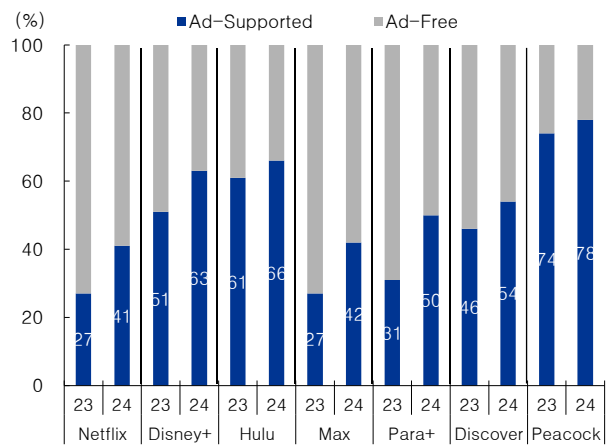
자료: 방송통신통계포털, IBK투자증권

그림 4. 글로벌 OTT 시장 성숙기 진입. 구독자 중심의 양적성장에서 수익성 중심의 질적성장으로 전환 중



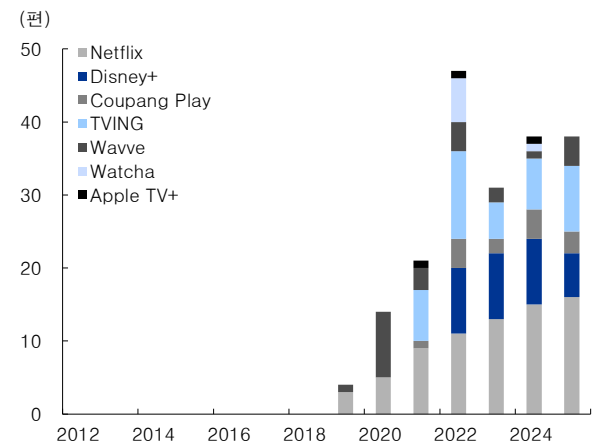
자료: Statista Market Insight, IBK투자증권

그림 5. OTT 광고요금제 가입자 수 확대 추세 지속, 광고 매출 통한 수익선 개선 노력



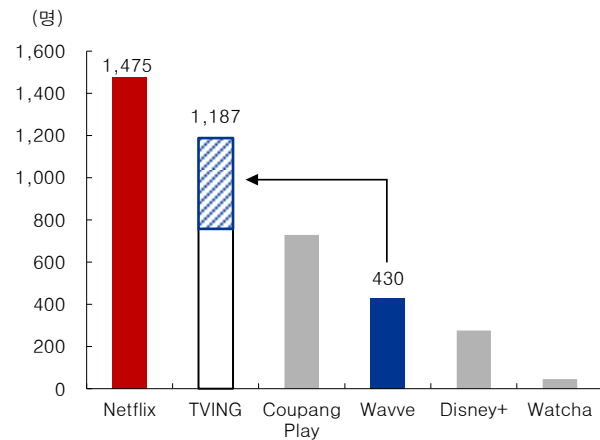
자료: Antenna, IBK투자증권

그림 6. 글로벌 OTT, 오리지널 콘텐츠 투자는 축소하고 라이선싱 콘텐츠 유통 확대



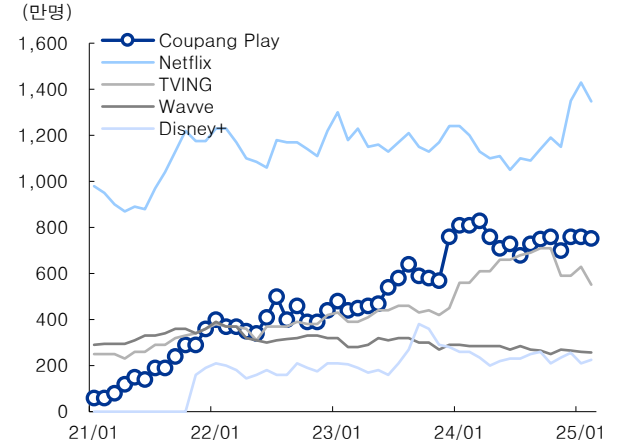
자료: 각 사, 언론보도, IBK투자증권 추정

그림 7. 국내 오리지널 제작투자자는 합병 TVING이 건인할 전망



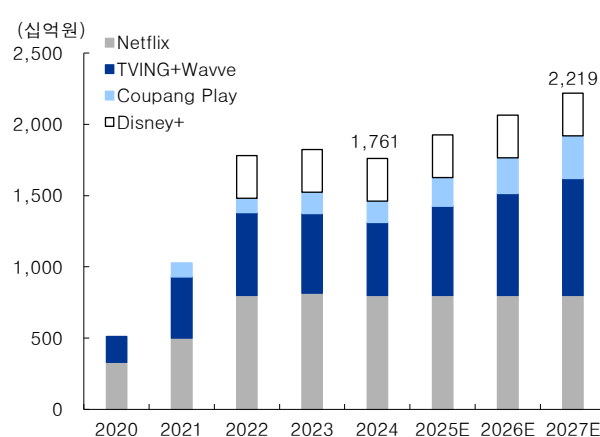
주: 2025년 8월 iOS+AOS 합산 기준
자료: 모바일인덱스, IBK투자증권

그림 8. 쿠팡플레이, 오리지널 투자 확대기조 동참 기대



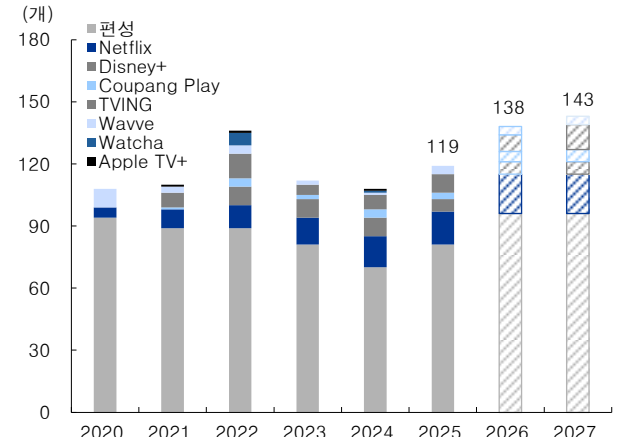
자료: 와이즈앱, IBK투자증권

그림 9. 국내 오리지널 제작투자자 1.7조 → 2.2조로 증가 전망



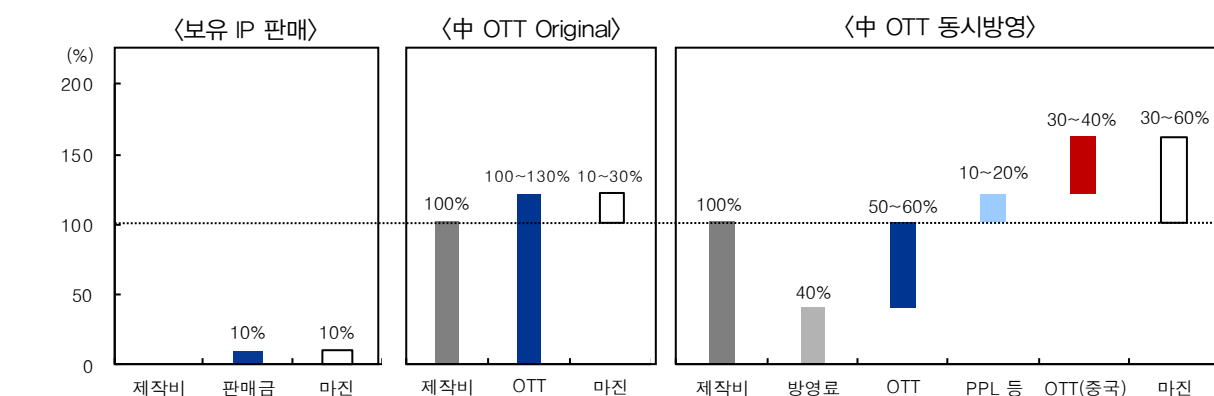
주: Netflix, Disney+는 최근 3개년 콘텐츠 투자비 유지, TVING+Wavve, Coupang Play는 투자비 확대 가정
자료: Netflix, TVING, Wavve, Coupang, 언론보도, IBK투자증권 추정

그림 10. 연간 드라마 제작 수 27년 140편 상회 전망



주1: 채널 편성은 26년 수목드라마 확대 반영 및 27년 유지 가정
주2: Netflix, Disney+, Wavve는 직전 제작/편성 유지, TVING, Coupang Play는 26-27년 제작편수 증가 가정
자료: Netflix, TVING, Wavve, Coupang, 언론보도, IBK투자증권 추정

그림 11. 중국시장 개방 시 IP판매, 오리지널제작, 동시방영을 통한 매출확대 가능. 중국에서 동시방영 하기 위해선 사전 제작 필요. 제작투자자 여력을 보유한 대형 제작사 중심의 수혜 집중 전망



자료: IBK투자증권

표 1. 업종의견 ‘비중확대’, 최선호주 스튜디오드래곤 제시

구분	스튜디오드래곤 (★)	CJ ENM	콘텐츠리중앙	SBS
투자의견	매수(신규)	매수(신규)	매수(신규)	매수(신규)
목표주가	63,000원(신규)	90,000원(신규)	13,000(신규)	25,000원(신규)
Method	EV/EBITDA	SOTP	SOTP	P/E
현재주가 (25.10.31)	45,550원	70,200원	9,990원	19,990원
Upside (%)	38.3%	28.2%	30.1%	25.1%

자료: IBK투자증권

I. 7년만에 방송·채널 드라마 편성 확대

2026년 방송·채널 드라마 편성 확대

7년만에 방송·채널
드라마 편성 확대

국내 방송채널사 국내 드라마 편성작품 수는 2025년 81편에서 2026년 96편으로 15편 증가할 것으로 예상된다. 방송·채널 사업자들이 2022년 이후 부진이 이어지고 있는 채널 광고 시장의 회복을 기다리기보다 해외 콘텐츠 수요에 걸맞은 수준의 드라마 편성을 확대해 채널광고 단가 상승을 꾀하는 방향으로 전략을 변경했기 때문이다.

2025년 하반기 KBS, MBC, ENA는 상반기 대비 각각 1편, TV조선은 주말 드라마 2편, JTBC 토일 드라마 1, 금요 드라마 3편이 신규 배정될 예정이다. 2026년엔 MBN, SBS, tvN의 수목드라마 재개로 최소 연 5편 편성이 확대될 것으로 예상된다. MBN은 올해 9월 24일 ‘퍼스트레이디’로 3년만에 편성을 재개했고, SBS는 11월 12일 ‘키스는 괜히 해서!’, tvN은 1H26 ‘우주를 줄게’로 수목드라마 편성 재개를 발표했다.

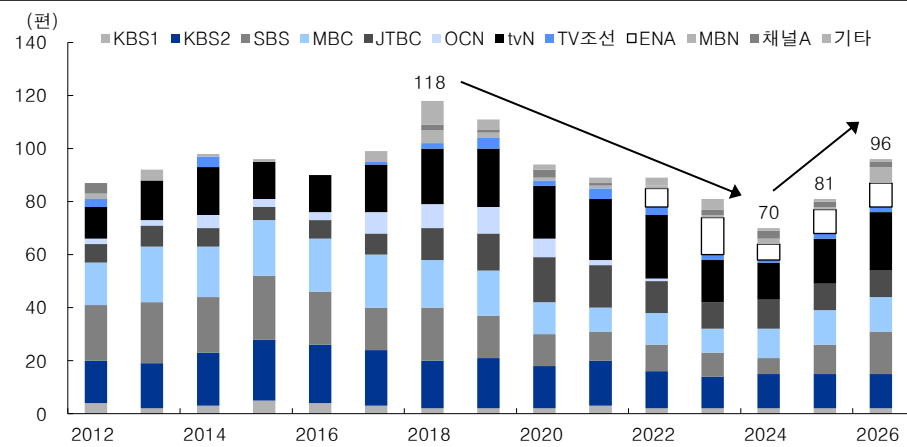
지난 7년간 급등한 제작비
부담을 편성 축소로 대응

지난 7년간 방송사와 채널 사업자들은 급등한 제작비 부담을 편성 축소로 대응해왔다. 채널 광고시장 위축이 이어지면서 높아진 제작투자비가 부담되었고, 결국 편성을 축소해 비용을 절감하고 수익성을 지키려는 시도를 한 것이다. 국내 주요 채널의 드라마 편성 회차는 2018년 118편에서 2024년 70편으로 약 40% 감소했다.

지상파 방송사들은 2017년까지만 해도 월화·수목·금토·주말·일일 등 총 5개 드라마 라인업을 유지하며 사실상 주 7일 드라마 편성체제를 운영했다. 그러나 현재 금토, 주중 드라마 각 1편 정도로 축소되며 총 2개 라인업만 유지하고 있다.

PP사업자 역시 사정은 다르지 않다. tvN은 2017년 4개 라인업(월화, 금토, 토일, 수목)을 유지했으나, 현재는 2개 라인업(토일, 월화)만 편성하고 있으며 ENA도 2022년 2개 라인업(월화, 수목)에서 현재 월화 1개 라인업만 편성 중이다. JTBC는 2020년 3개 라인업(월화, 수목, 금토)에서 현재 2개 라인업만(토일, 금) 유지하고 있다.

그림 12. 국내 채널 드라마 편성 추이 및 전망



자료: 각 사, IBK투자증권 추정

높아진 제작비 부담은 여전히 이어지고 있으나

높은 제작비 부담 여전히
유지되나, 추가 상승은
제한적으로 판단

높아진 드라마 제작비 부담은 여전히 유지되고 있으나, 당분간 추가적인 상승보단 현 수준을 유지할 것으로 예상된다. 글로벌 OTT들은 가성비 높은 K-콘텐츠의 흥행 성공을 경험한 이후, 흥행 가능성이 높은 작품을 확보하기 위해 A급 감독·작가·배우를 집중 캐스팅하면서 급등한 출연료와 제작비가 낮아지긴 쉽지 않기 때문이다.

2010년대 초반 회당 평균 제작비는 3~4억원 수준에 불과했으나, 2018년 10억원을 돌파했으며, 최근에는 40억원을 상회한 것으로 추정된다. 현재까지 국내 드라마 중 가장 높은 회당 제작비는 오징어게임 2,3(2025년, 총 16부작, 회당 76.9억원)이며, 그 다음은 수리남(2022년, 총 6부작, 회당 58.3억원)으로 집계된다.

북미 시장 제작비는 평균 300억원 수준으로 단순 비교 시 국내 제작비는 북미의 1/10수준이다. 반지의 제왕(2022, Amazon) 회당 764억원, 기묘한 이야기(S4, 2022, Netflix) 회당 395억원, House of Dragon(2022, HBO) 회당 262억원, 더 크라운(S5, 2022, Netflix) 회당 171억원, Band of Brothers(2022, HBO) 회당 164억원 등이 대표적이다.

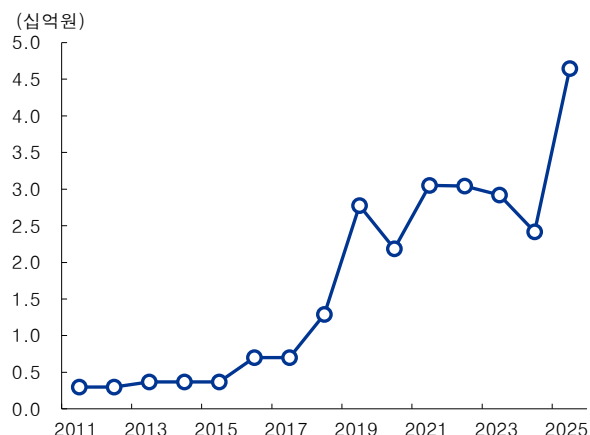
이처럼 절대 금액으로도 국내 제작비는 여전히 낮고, 시장규모대비 비교해도 1/3 수준이다. 북미와 유사한 시장규모대비 비중을 적용하면 회당 80억원이 적정 수준이다.

- 2025년 아시아 TV/OTT 시장규모 286조원 vs 회당 제작비 30억원
- 2025년 글로벌 TV/OTT 시장 규모 1,024조원 vs 회당 제작비 300억원

다만, 다행히 최근 Netflix도 제작비 급등의 문제점을 인식해 출연료 조정에 나서고 있다는 점은 긍정적이다. 2025년 5월 Netflix는 출연료를 회당 최대 4억원으로 설정하며 과열양상을 보이던 제작비 구조에 변화를 예고했다.

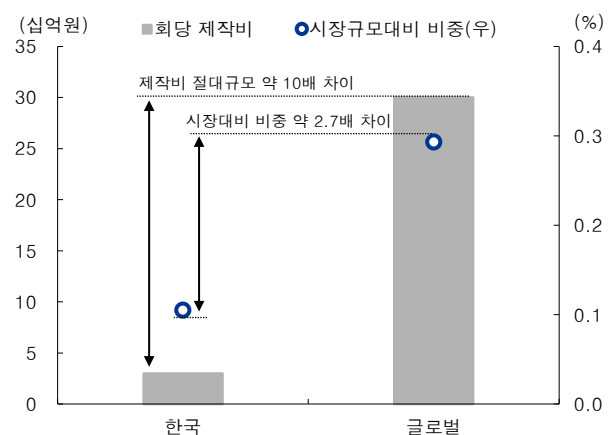
출연료 상한선 도입이 잘 안착해 제작비가 하향 안정화된다면 제작사 및 방송채널 부담이 상당부분 감소하고 작품공급이 활성화될 것으로 기대된다.

그림 13. 드라마 시리즈 평균 제작비 추이



자료: 언론보도, IBK투자증권 추정

그림 14. 한국과 미국의 드라마 제작비 및 시장대비 비중 차이



주: 한국 제작비는 아시아시장과, 북미 제작비는 글로벌 시장과 비교해 비중 산출
자료: Statista Market Insight, IBK투자증권 추정

광고시장 회복을 기다리기보다 편성확대로 위기 극복 시도

국내 주요 매체 광고매출
5년간 23.5% 감소

방송통신위원회 자료에 따르면, 국내 주요 매체의 총 광고매출은 2019년 3조원에서 2024년 2조 2,960억원으로 23.5% 감소했다. 매체별로 보면 지상파 -24%, 유료방송 사업자(SO) -15.1%, 위성방송 -47.6%, IPTV -48.3%, PP사업자 -21.1%로 전통 매체 전반적으로 광고매출이 두 자릿수 이상 감소했다.

광고 효율하락으로 과거 드라마 한시간 편성으로 최대 5.6억원의 광고수익을 올릴 수 있었으나, 현재는 전체 하루 프로그램에서 발생하는 광고료가 6억원 수준에 불과하다고 알려질 정도로 구조적으로 악화된 상태다.

- 1) 불경기로 광고예산 축소
- 2) 채널 광고매체 매력감소
- 3) 디지털 광고 매력상승

광고매출 감소는 1) 경기 둔화에 따른 소비심리위축과 실적악화에 따른 광고주 마케팅 예산 축소, 2) 코드커팅(Code Cutting) 확산으로 TV채널이 광고 매체로서 매력도가 낮아진 점, 3) 광고시장 내 주력 매체가 디지털 매체로 이동한 영향 등 거시경제 요인과 구조적 시장 변화가 맞물린 결과라고 판단한다.

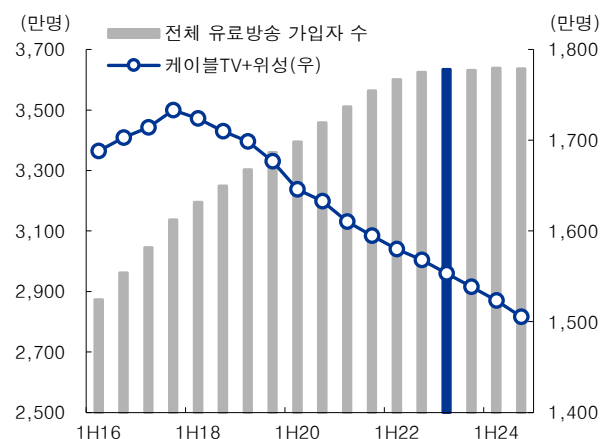
코드커팅과 디지털매체로 광고 집행이 집중되는 현상은 사실상 되돌리기 어렵다. 결국 지난 5년의 시간 동안 방송·채널 사업자들은 매체의 매력도가 높아지지 않으면 광고 매출 회복은 어렵다고 판단한 것으로 보인다. 광고시장 회복을 기다리기보다 고품질의 드라마 작품 편성을 확대하고 채널의 매체 매력도를 높여 광고 단가 상승을 꾀하는 전략을 선택한 것으로 판단한다.

표 2. 매체별 광고매출 추이

구분	단위	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	% 5Y CAGR	% 5Y Change
지상파	십억원	1,911	1,623	1,412	1,301	1,100	1,001	1,207	1,209	927	835	-5.4	-24.0
SO	십억원	139	135	138	141	136	115	109	110	111	115	-3.2	-15.1
위성	십억원	24	28	48	51	50	33	33	31	28	26	-12.1	-47.6
IPTV	십억원	44	85	99	116	123	103	107	96	72	64	-12.4	-48.3
PP	십억원	1,352	1,349	1,467	1,617	1,589	1,463	1,586	1,636	1,360	1,254	-4.6	-21.1
기타	십억원	4	3	2	2	4	2	6	1	1	2	-11.1	-44.4
합계	십억원	3,474	3,222	3,166	3,227	3,001	2,717	3,049	3,083	2,498	2,296	-5.2	-23.5

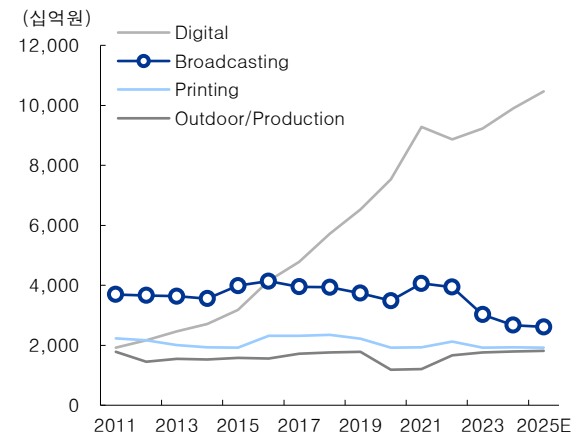
자료: 방송통신위원회, IBK투자증권

그림 15. 한국 총 유료방송 및 케이블+위성TV 가입자 수



자료: 과학기술정보통신부, IBK투자증권

그림 16. 매체별 광고집행비 추이



자료: 방송통신통계포털, IBK투자증권

II. OTT 오리지널 제작수요는 국내 OTT가 견인할 전망

글로벌 OTT들의 수익성 중심 전략 전환, 국내 오리지널 제작 수요 둔화

OTT 시장 성장률 둔화
성숙기 진입 판단

OTT 서비스 시장은 엔데믹 이후 성숙기에 진입하면서 오리지널 콘텐츠 투자가 둔화되고 있다. 글로벌 시장에서 절대적인 구독자 규모가 이미 상당한 수준에 도달한 데다, Netflix를 비롯해 Disney+, Max, Hulu, Paramount+ 등 주요 글로벌 플랫폼이 잇달아 진입하면서 구독자 확보 경쟁이 과열되었기 때문이다.

글로벌 OTT 시장성장률
18년~23년 평균 23.8%
25년~28년 평균 8.3%

Statista Market Insight에 따르면, 2025년 글로벌 OTT 시장규모는 3,511억 달러(약 470조원) 규모로 전년대비 10.2% 성장할 것으로 전망된다. 여전히 두 자릿수 성장률을 보이고 있으나, 과거 5년(2018년~2023년) 평균 성장률 23.8% 대비 둔화된 수준이며, 향후 5년(2025년~2028년) 평균 성장률은 8.3%로 더욱 둔화될 전망이다.

글로벌 OTT는 오리지널 콘텐츠 확대와 개인화된 추천 알고리즘을 통해 전 세계 시청자 경험을 극대화하며 폭발적인 구독자 증가세를 보여왔지만, 현재는 시장 포화 및 경쟁 심화로 구독자 성장률이 둔화되고 있다. 특히, 소비자들의 반복적인 구독·해지 행태가 안정적이고 지속 가능한 성장을 어렵게 만드는 요인으로 작용하고 있다.

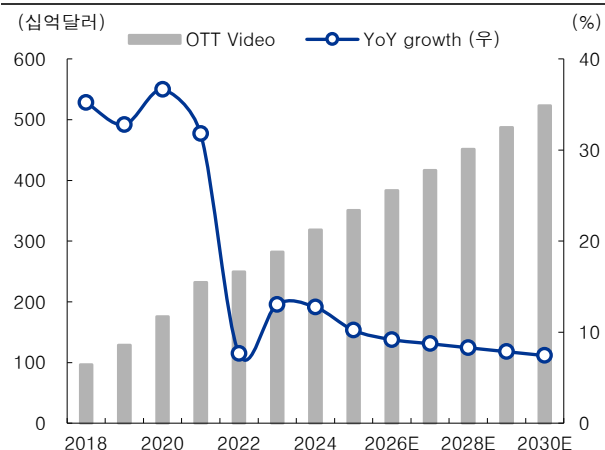
글로벌 OTT 구독자의
구독피로 심화

글로벌 소비자 설문에 따르면, 북미 응답자의 62%가 복수의 OTT 플랫폼을 중복 구독하는데 피로를 느낀다고 답했다. 또한, 구독 피로(Subscription Fatigue)를 경험한 응답자 중 59%는 “원하는 콘텐츠만 시청한 후 구독을 해지한다”고 답변했다. 이는 구독 유지 기간이 짧아지고 OTT 플랫폼간 가입자 교체율이 높아지고 있음을 보여준다.

북미 OTT 구독자 순증
지속 감소

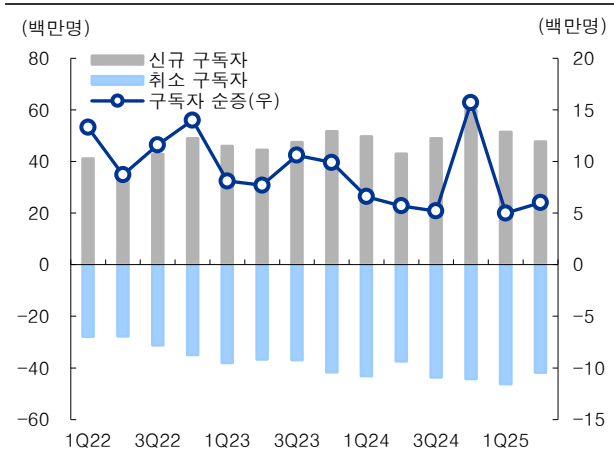
Antenna에 따르면, 2025년 2분기 북미 주요 OTT들의 신규 구독자는 4,770만명, 구독해지는 4,180만명을 기록해 순증은 600만명에 불과했다. 이는 2022년 이후 구독 취소 규모가 꾸준히 확대되고 있으며, 순증 규모가 지속적으로 감소하고 있음을 보여준다. 이 같은 추세는 북미뿐 아니라 글로벌 시장에서도 유사하게 나타나고 있으며, OTT 산업이 양적 성장에서 질적 경쟁의 단계로 전환하고 있음을 시사한다.

그림 17. 글로벌 OTT 시장 규모 추이 및 전망



자료: Statista Market Insight, IBK투자증권

그림 18. 북미 SVOD 구독자 수 변동 추이



주: Netflix, Apple TV, Disney+, Hulu, Max, Paramount+ 등 주요 OTT 포함
자료: Antenna, IBK투자증권

OTT 수익성 개선 전략

1) 광고요금제 도입

Netflix와 Disney+ 등 주요 글로벌 OTT는 시장 성장 둔화를 극복하기 위해 구독자 기반의 외형성장 전략에서 벗어나 두 가지 수익성 개선 전략을 구사하고 있다. 첫째, 광고요금제(AVOD, Advertising Video On Demand) 도입을 통한 광고매출 확대이다.

2024년 신규가입자

약 57% 광고요금제 선택

Antenna에 따르면, 2024년 북미 SVOD OTT 신규 가입자(Gross Add)의 약 57%가 광고 요금제를 선택한 것으로 추정된다. Netflix는 광고요금제 출시 2년 만인 2024년 신규 가입자의 41%가 광고 요금제를 선택했으며, Disney+ 또한 2024년 신규 가입자의 63%가 광고요금제를 선택했다. Amazon Prime는 2024년부터 광고를 기본 포함한 요금제를 적용, 무광고 시청을 원할 경우 추가 요금을 부과하기로 했다.

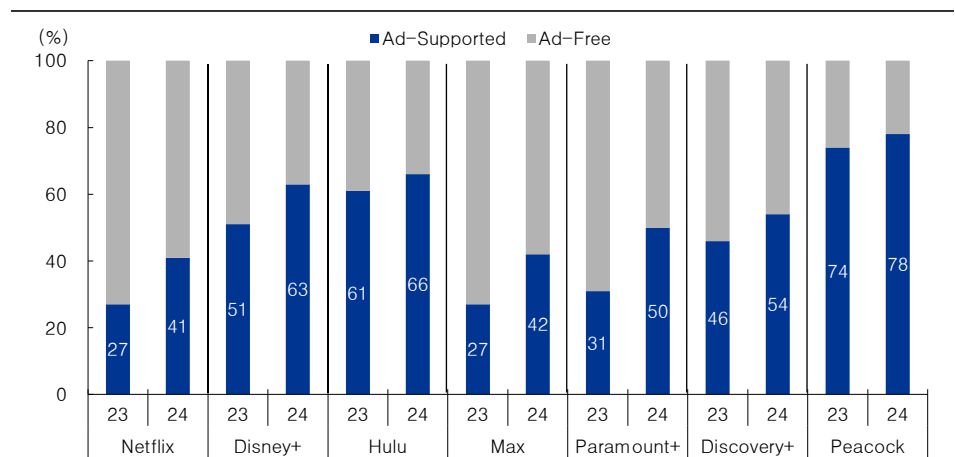
광고요금제는 OTT 사업자에게 광고 매출이라는 새로운 수익원을 제공할 뿐 아니라, 저렴한 구독료 옵션을 제시함으로써 가격 저항 완화 효과를 내고 있다. 소비자들도 단순히 구독료를 낮추기 위해서 뿐만 아니라, 광고 시청을 일정 부분 감소하더라도 비용 절감을 선호하는 가성비 중심의 소비 패턴이 확산되고 있음을 시사한다.

표 3. 주요 OTT 요금제

구분	요금제	월 구독료	화질	동시시청	광고유무	비고
넷플릭스	광고형 스탠다드	7,000	1,080p	2	0	
	스탠다드	13,500	1,080p	2	-	
	프리미엄	17,000	4K	4	-	
디즈니	스탠다드	9,900	1,080p	2		해외는 광고 0
	프리미엄	13,900	4K	4		
티빙	광고형 스탠다드	5,500	1,080p	2	0	
	베이직	9,500	720p	1	-	
	스탠다드	13,500	1,080p	2	-	
	프리미엄	17,000	4K	4	-	
웨이브	베이직	7,900	720p	1	-	
	스탠다드	10,900	1,080p	2	-	
	프리미엄	13,900	4K	4	-	

자료: 각 사, 언론보도, IBK투자증권

그림 19. 2023년 vs 2024년 북미지역 신규 가입자 중 광고가입자 비중 비교



자료: Antenna, IBK투자증권

2) 오리지널 콘텐츠 투자 축소

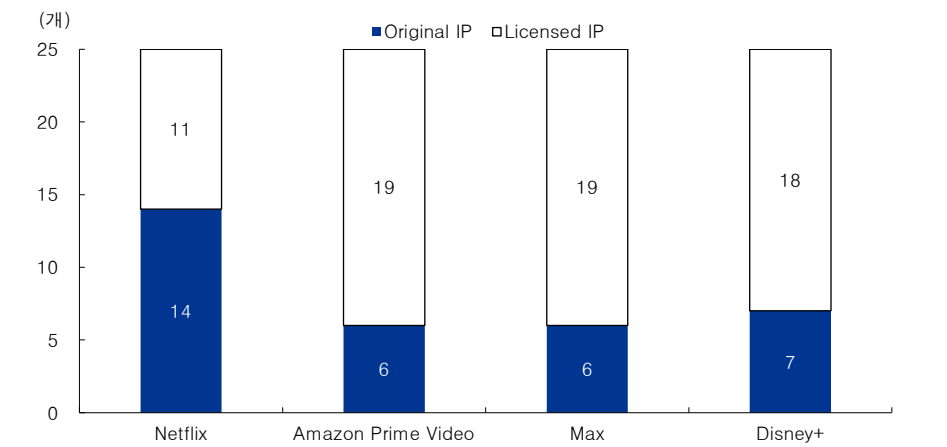
두 번째, 오리지널 콘텐츠 투자를 축소하는 반면 라이선싱 콘텐츠를 확대하고 있다. OTT 사업자들은 높은 제작비를 투입해야 하는 오리지널 콘텐츠 대신, 상대적으로 저렴한 라이선싱 콘텐츠를 확보해 수익성 개선이 가능하다. 이 같은 변화는 레저시 미디어의 전략 전환도 큰 영향을 미쳤는데, OTT와 경쟁하던 전통 미디어 기업들이 수익성 확보를 위해 자사 콘텐츠를 OTT에 재개방하기 시작했다.

주요 글로벌 OTT의 오리지널 콘텐츠 제작 편수는 2022년 4분기 135편을 정점으로 감소해 2024년 4분기에는 88편까지 감소했으며, 국내 오리지널 작품 기준으로는 2022년 47편을 정점으로 최근 38편까지 감소했다.

2024년 주요 OTT의 Top 25 시청 작품 중 오리지널 비중을 보면, 오리지널 콘텐츠 비중 역시 낮아지는 추세다. Netflix만 14편으로 여전히 과반이상의 비중을 유지하고 있으나, Amazon 6편, HBO Max 6편, Disney+ 7편으로 각각 약 25% 수준에 그쳤다.

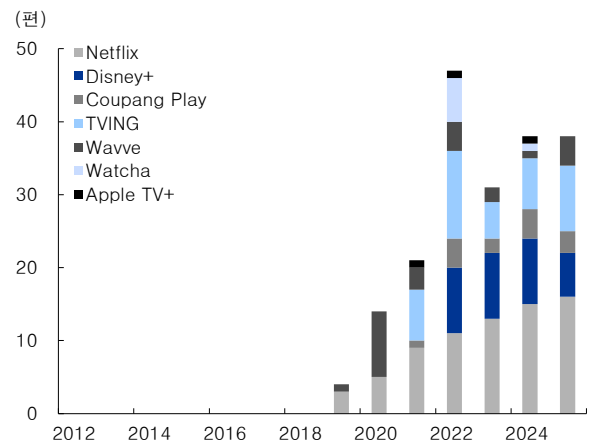
제작 축소 흐름은 실제 시청 데이터에서도 나타난다. 주요 OTT 내 오리지널 콘텐츠 시청비중은 2022년 4분기 60%를 정점으로 2024년 4분기에는 45%까지 하락했다.

그림 20. 2024년 주요 OTT Top 25개 작품의 Original vs License 작품 수 비교



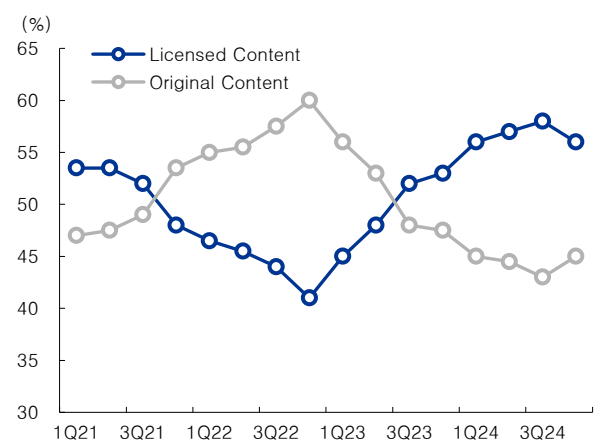
자료: Digital i, IBK투자증권

그림 21. 국내 주요 OTT Original 제작편수 추이



자료: 각 사, 언론보도, IBK투자증권

그림 22. Original vs Licensed Content 시청률 비중 추이



주: Netflix, Disney+, Max, Prime Video의 글로벌 작품별 시청시간 합계 기준
자료: Digital i, IBK투자증권

TVING+Wavve 합병 구조개편의 시작

그럼에도 TVING + Wavve 합병법인이 국내 오리지널 수요 확대 견인 전망

국내 OTT 시장은 TVING과 Wavve의 합병을 계기로 구조적 변화를 맞이할 전망이다. 합병이 완료될 경우 지상파 2사·중편 4사·이통사 2사 콘텐츠를 모두 보유한 국내 최대 OTT 플랫폼이 탄생하게 된다. 이는 시장 내 과도한 경쟁 완화와 합병법인 실적 개선에 따른 오리지널 제작 투자 확대로 이어질 가능성이 높다고 판단한다.

2023년 12월 5일 TVING, Wavve 최대주주인 CJ ENM과 SK스퀘어가 합병 MOU를 체결했으며, 이후 양사는 본격적인 합병절차를 추진해왔다. 2025년 6월 공정위의 조건부 승인을 받았고, 연내 합병공고 후 늦어도 2026년 상반기 합병완료로 예상된다.

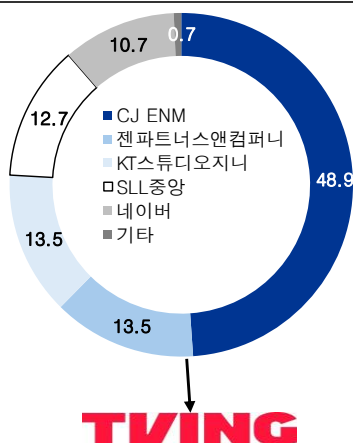
TVING은 2021년 CJ ENM TVING 사업분부를 물적분할해 설립되었으며, 최대주주는 CJ ENM(48.9%), 주요 주주는 KT스튜디오지니(13.5%), SLL 중앙(12.7%), 네이버(10.7%)로 구성되어 있다. Wavve는 2019년 9월 지상파 3사(MBC, SBS, KBS)가 공동으로 설립한 POOQ와 SK그룹의 Oksusu가 통합하여 출범했다. 최대주주는 SK스퀘어(40.5%)이며, 주요주주는 KBS, MBC, SBS로 각각 19.8%를 보유하고 있다.

표 4. TVING-Wavve 합병 타임라인

일자	내용
2023-07-04	티빙-웨이브 합병설 언론보도
2023-12-05	티빙-웨이브 합병 MOU 체결
2024-05-06	합병 후 지분율 CJ ENM 최대주주, SK스퀘어 20% 이하로 협의되었다는 언론보도
2024-07-01	티빙-웨이브 최대주주 간 의견차이로 합병 지연되고 있다는 언론보도
2024-10-29	티빙-웨이브 합병에 지상파 3사 모두 동의. KT의 찬성여부에 주목
2025-03-27	SK스퀘어, 주주총회에서 티빙-웨이브 합병 관련 공정위 기업결합심사 진행 중이라고 밝힘.
2025-04-06	KT스튜디오지니, IPTV에 독점 공급하던 오리지널 콘텐츠를 티빙에도 동시 공개하기로 결정
2025-06-10	공정거래위원회, 티빙-웨이브 기업결합 조건부 승인. 현행 요금제 26년말까지 유지 조건
2025-06-16	티빙 x 웨이브 더블 이용권 요금제 출시
2025-08-22	최주희 티빙 대표, 웨이브 합병이 예상보다 지연되고 있으나 연내 종결 기대한다고 언급
2025-09-02	웨이브, 9월 30일부터 SBS콘텐츠 공급을 전면 중단. SBS가 넷플릭스와 공급계약 체결한 영향
2025 연내	티빙-웨이브 합병 공고
2025~2026년	티빙-웨이브 합병 완료

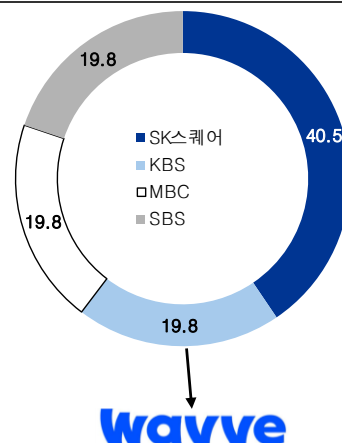
자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 23. TVING 주요 주주



자료: 각 사, 언론보도, IBK투자증권

그림 24. Wavve 주요 주주



자료: 각 사, 언론보도, IBK투자증권

합병법인 최대주주 CJ ENM 예상

양사 합병 후 CJ ENM이 합병법인의 최대주주 지위를 유지할 것으로 예상된다. 2024년 기준 재무현황을 보면 TVING 순자산은 2,966억원, 반면 웨이브는 자본잠식 상태에 있다. 이에 따라 합병 과정에서 TVING의 기업가치가 상대적으로 높게 평가될 가능성이 크며, TVING의 최대주주인 CJ ENM이 합병법인이 최대주주를 유지할 가능성이 높다고 판단되기 때문이다.

언론보도에 따르면, CJ ENM과 SK스퀘어는 티빙의 가치가 웨이브보다 높게 평가되는 방향으로 합병비율을 협상 중이며, 합병 시 최대주주도 CJ ENM이 되는 방향으로 조율되고 있는 것으로 알려졌다. 티빙 1.7대 웨이브 1.0 비율로 가정해 합병법인의 예상 주주구성을 추정해보면 CJ ENM이 22.4%의 지분을 보유해 최대주주로, SK스퀘어가 21.9%로 2대 주주로 구성될 가능성이 높다고 판단한다.

또한 CJ ENM과 SK스퀘어는 Wavve가 발행한 전환사채(CB)를 각각 1,500억원, 1,750억원 규모를 보유하고 있다. 각 CB의 주당 전환가액은 39,745원으로 추정되며, 합병비율을 동일하게 적용해 단순 전환 가정 시 CJ ENM은 222만주, SK스퀘어는 259만주의 신주를 추가 확보할 수 있을 것으로 예상된다.

표 5. TVING-Wavve 합병 전후 주주구성 변동 추정

티빙(TVING)			웨이브(Wave)		
주주명	주식 수	지분율(%)	주주명	주식 수	지분율(%)
CJ ENM	1,381,326	48.9	SK스퀘어	2,293,909	40.5
전파트너스앤컴퍼니	381,348	13.5	KBS	1,122,377	19.8
KT스튜디오지니	381,348	13.5	MBC	1,122,377	19.8
SLL중앙	358,749	12.7	SBS	1,122,377	19.8
네이버	302,253	10.7			
기타	19,774	0.7			
합계	2,824,798	100.0	합계	5,661,040	100.0

합병비율

TVING 1.7 : 1.0 Wave

합병 후 예상 주주구성			Wave CB 보유현황		
주주명	주식 수	지분율(%)	구분	보유금액	비고
CJ ENM	1,381,326	22.4	CB 보유현황		
SK스퀘어	1,349,358	21.9	CJ ENM	1,500억원	1천억 + 500억
KBS	660,222	10.7	SK스퀘어	1,750억원	1천억 + 750억
MBC	660,222	10.7	주당 전환가액	39,745원	
SBS	660,222	10.7	합병비율 Factor	0.59	
전파트너스앤컴퍼니	381,348	6.2	주식전환 시 확보 가능 지분		
KT스튜디오지니	381,348	6.2	CJ ENM	2,220,035	TVING 신주교환 가정
SLL중앙	358,749	5.8	SK 스퀘어	2,590,041	TVING 신주교환 가정
네이버	302,253	4.9			
기타	19,774	0.3			
합계	6,154,822	100.0			

주1: 티빙, 웨이브 주주현황은 2024년말 기준

주2: 합병비율은 언론보도, 최근 실적 추이, 웨이브의 SBS 이탈을 고려해 단순가정

주3: Wavve CB 중 24년 발행한 2,500억원 물량은 전환가액 39,745원, 25년 8월 물량은 정확하지 않으나 동일한 전환가액일 것으로 가정

자료: TVING, Wavve, Dart, 언론보도, IBK투자증권 추정

TVING+Wavve 합병 시
MAU 기준 국내 2위의
초대형 플랫폼으로 등극

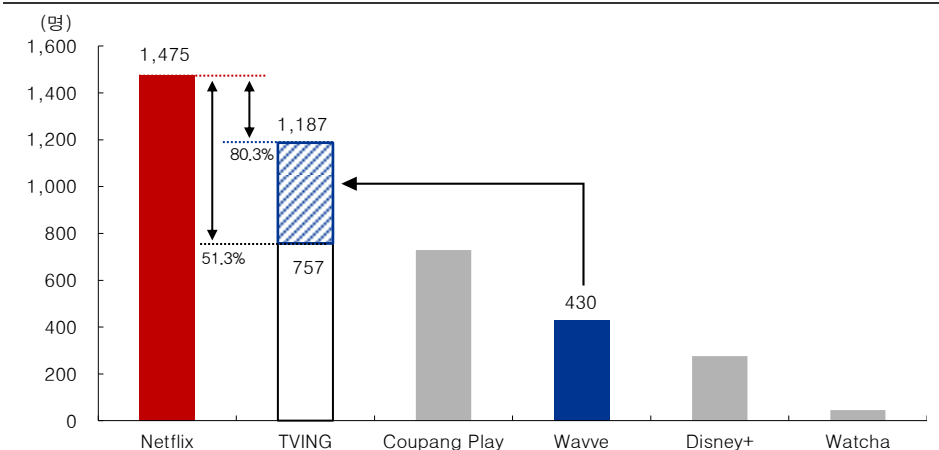
TVING과 Wavve 합병완료 시 합병법인은 월간 사용자 수(MAU, Monthly Active Users) 기준 넷플릭스에 이어 국내 2위 OTT 플랫폼으로 부상할 전망이다. 2025년 8월 기준 TVING의 MAU는 757만명, Wavve는 430만명으로 단순 합산 시 1,187만명의 월간 이용자 확보가 가능하다.

두 플랫폼의 중복 이용자 비중을 전체의 15%(약 190만명)으로 가정하더라도, 합병법인의 순 이용자는 약 1,000만명 이상으로 추정된다. 이는 TVING, Wavve 단독 시절 대비 30%~40% 높은 수준으로 확고한 2위 입지를 확보하게 될 것이다. 합병법인은 지상파 2사, 종편 4사, 이통사 2사 콘텐츠를 모두 보유한 플랫폼사가 되는 만큼 Netflix와 차별화되는 작품 라인업을 바탕으로 구독자를 확대해 나갈 계획이다.

WBD와 전략적 파트너십
효율적인 글로벌시장
침투 가능할 전망

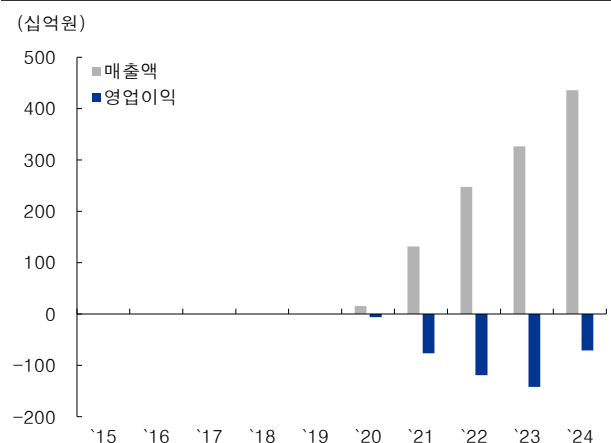
합병법인의 또 다른 핵심 전략은 글로벌 시장 침투를 가속화하는 것이다. TVING은 워너브라더스 디스커버리(이하 “WBD”)와 전략적 파트너십을 맺고, WBD의 OTT 플랫폼 HBO Max내 TVING 브랜드관을 런칭하기로 합의했다. 이를 통해 K콘텐츠 공동 기획·제작 및 유통, 글로벌 동시 유통, HBO Max의 아시아태평양 17개 지역(홍콩, 대만, 동남아 등) 네트워크 활용 등 효율적인 글로벌 시장 진출이 기대된다.

그림 25. TVING + Wavve 합병에 따른 월간 유저 수 변동 및 Netflix와 차이



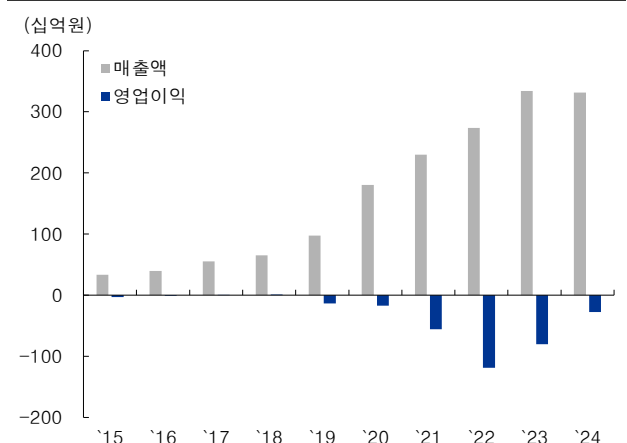
주: 2025년 8월 iOS+AOS 기준
자료: 모바일인덱스, IBK투자증권

그림 26. TVING 매출액 및 영업이익 추이



자료: Dart, IBK투자증권

그림 27. Wavve 매출액 및 영업이익 추이



자료: Dart, IBK투자증권

합병법인 2027년 흑자전환 전망

TVING-Wavve 합병 법인의 실적은 점진적으로 개선세가 이어지며 2027년 매출액 1조 2천억원, 영업이익 흑자전환이 가능할 것으로 전망한다.

- **MAU**: 25년 1,050만명 → 26년 1,150만 → 2027년 1,250만명으로 증가 가정
- **ARPU**: 2026년까지 유지(공정위 기업결합승인 조건반영), 2027년 5% 인상 가정
- **판관비**: 인건비, 지급수수료, 기타 판관비는 합병 전 절대 수준 유지 가정
- **무형자산상각비**: 합병 전 수준에서 점진적 증가 가정
- **콘텐츠원가**: 25년 3,870억원, 26년 4,770억원, 27년 5,800억원으로 증가 가정

실적 개선은 오리지널 콘텐츠 투자 확대로 이어질 전망

합병 TVING은 1) 구독자 수 확대를 통한 외형 성장과, 2) 규모의 경제를 통한 비용 효율화 및 수익성 개선을 누릴 수 있을 것으로 예상한다. 이 과정에서 확보되는 잉여현금흐름은 그동안 적자폭을 감소시키기 위해 축소해왔던 오리지널 콘텐츠 투자를 재차 확대하며 글로벌 콘텐츠 경쟁력을 강화해 나갈 것으로 전망한다.

표 6. 티빙+웨이브 합병법인 실적 추이 및 전망

구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	비고
매출액	KRW bn	196	362	521	660	767	921	1,059	1,209	
TVING	KRW bn	15	132	248	326	435	590	680	762	
Wavve	KRW bn	180	230	274	334	331	331	379	447	
MAU	만명/월	280	500	680	760	830	1,000	1,150	1,250	중복가입자 조정
TVING	만명/월	0	200	380	400	480	650	750	800	
Wavve	만명/월	280	300	300	360	350	350	400	450	
ARPU	원	5,800	6,000	6,400	7,200	7,700	7,700	7,700	8,100	공정위 조건부 승인
TVING	원	-	5,500	5,400	6,800	7,600	7,600	7,600	7,900	26년까지 구독료 유지
Wavve	원	5,400	6,400	7,600	7,700	7,900	7,900	7,900	8,300	
OPEX	KRW bn	219	494	759	883	866	1,010	1,080	1,203	
인건비	KRW bn	12	27	39	45	46	48	48	48	
무형자산상각비	KRW bn	23	116	218	290	257	267	275	278	
지급수수료	KRW bn	8	88	124	189	218	258	222	230	
광고선전비	KRW bn	10	35	38	30	30	32	37	42	
콘텐츠원가	KRW bn	129	216	328	309	296	387	477	580	콘텐츠투자 확대 가정
기타	KRW bn	37	12	13	20	18	18	21	24	
% Weight										
OPEX	%	112%	137%	146%	134%	113%	110%	102%	100%	
인건비	%	6%	7%	7%	7%	6%	5%	5%	4%	
무형자산상각비	%	12%	32%	42%	44%	33%	29%	26%	23%	
지급수수료	%	4%	24%	24%	29%	28%	28%	21%	19%	
광고선전비	%	5%	10%	7%	5%	4%	4%	4%	4%	
콘텐츠원가	%	66%	60%	63%	47%	39%	42%	45%	48%	
기타	%	19%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	
영업이익	KRW bn	-23	-132	-238	-222	-99	-89	-21	6	
% OPM		-11.8%	-36.5%	-45.7%	-33.7%	-12.9%	-9.7%	-2.0%	0.5%	
TVING	KRW bn	-6	-76	-119	-142	-71	-	-	-	
Wavve	KRW bn	-17	-56	-119	-80	-28	-	-	-	
순이익	KRW bn	-36	-126	-329	-271	-227	-80	-17	5	
% NPM		-18%	-35%	-63%	-41%	-30%	-8.7%	-1.6%	0.4%	

자료: TVING, Wavve, IBK투자증권 추정

2위 사업자 경쟁, 쿠팡플레이도 투자 확대 기조 동참할 것으로 기대

쿠팡플레이도 오리지널
콘텐츠 투자 확대 가능성

쿠팡플레이는 향후 오리지널 콘텐츠 투자를 본격적으로 확대할 가능성이 높다고 판단한다. 2021년 출시 후 스포츠 중계 중심으로 빠르게 성장했으며, 최근 HBO 등 글로벌 스튜디오의 라이선싱 콘텐츠 확보를 통해 MAU 700만명을 돌파하며 국내 2위 OTT 사업자로 자리매김했다. 이처럼 외형성장이 안정화된 가운데, 드라마·영화 등 자체 오리지널 콘텐츠 투자를 통한 플랫폼 차별화 전략을 추진할 것으로 예상된다.

쿠팡플레이는 2021년 3월 폴럼 FC 경기를 시작으로 월드컵 아시아지역 예선 경기, K리그, 내셔널 풋볼 리그(NFL), 테니스 데이비스컵, 스페인 라리가(5년 독점), 포뮬러 1, AFC 전 경기 중계권을 확보해 성장해왔다.

Paramount, HBO
콘텐츠 확보

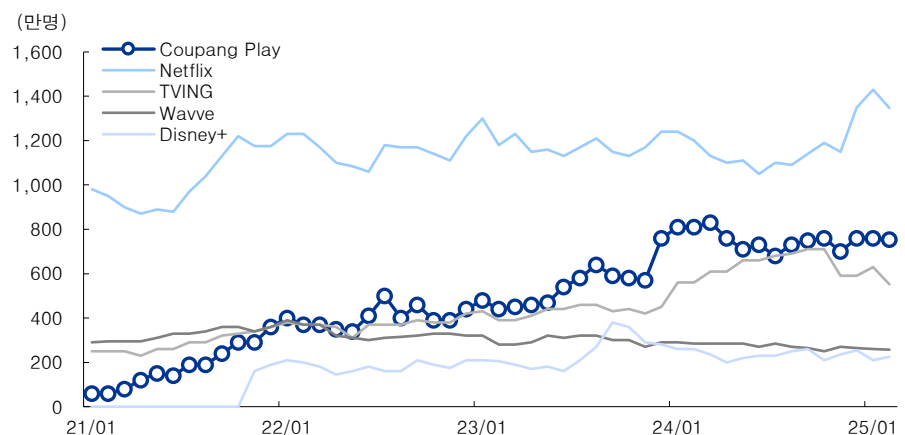
2024년엔 TVING과 결별한 Paramount+와 손잡고 NCIS, CSI 시리즈, 헤일로, 스타트렉 등의 콘텐츠를 공급했고, 올해 3월에는 워너브라더스 디스커버리와 협력을 발표하며 미국 영화채널 HBO와 HBO Max의 콘텐츠를 공급하기 시작하는 등 라이선싱 콘텐츠 확보에 주력하는 모습이 확인된다.

쿠팡플레이, 9월부터
광고요금제 개시

2025년 9월 국내 OTT 중 최초로 광고기반 무료 서비스(AVOD)를 시작했다. 기존에는 쿠팡 와우멤버십 유료 가입자만 이용 가능했으나, 이번달부터는 광고 시청을 조건으로 비회원도 대부분의 콘텐츠를 이용할 수 있게 되었다. 이로써 쿠팡플레이는 유료회원 유지, 무료회원 유입확대, 광고매출 창출 기반 확보 등 이중 수익구조(SVOD+AVOD)를 완성하게 되었다.

이는 기존 OTT 사업자와 차별화된 쿠팡 생태계 내 유입형 플랫폼 전략으로, 향후 ARPU 개선과 광고매출 성장으로 이어질 전망이다. 쿠팡플레이는 이제 구독자 기반이 안정화된 만큼, 독자적인 오리지널 콘텐츠 투자 확대로 경쟁이 치열한 국내 OTT 시장에서 콘텐츠 차별화 및 브랜드 고도화를 추진할 가능성이 높다고 판단한다.

그림 28. 국내시장 OTT MAU 추이



자료: 와이즈앱, IBK투자증권

국내 드라마 제작투자 2027년까지 확대 전망

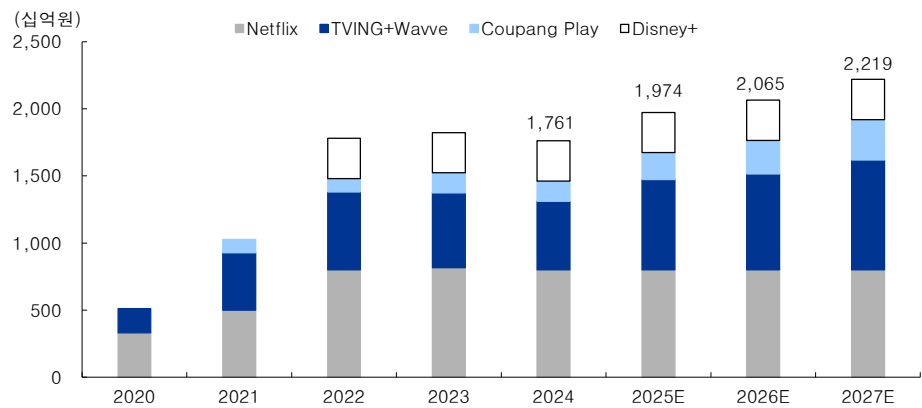
국내 OTT 오리지널
콘텐츠 제작투자비
2027년까지 증가 전망

OTT의 국내 오리지널 콘텐츠 투자비는 2024년 1.7조원에서 2027년 2.2조원으로 약 4,500억원 증가할 전망이다. Netflix와 Disney+는 기존 투자규모를 유지하지만, 합병 TVING과 쿠팡플레이의 투자확대가 전체 성장을 견인할 것으로 예상되기 때문이다. 국내 오리지널 제작 수는 2024년 37편에서 2027년 47편으로 10편 증가할 전망이다.

국내 총 드라마 제작편수
25년 119편→27년 143편

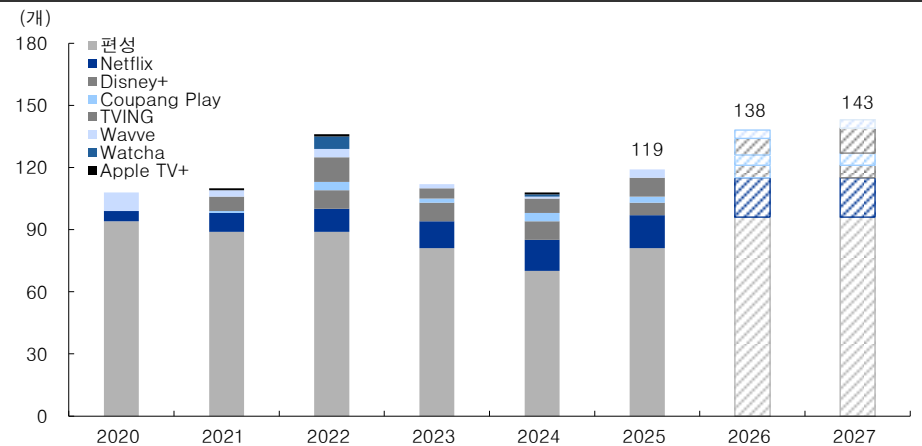
앞서 언급한 주요 방송·채널의 드라마 편성회차 확대추이는 2025년 81편에서 2026년 96편으로 증가할 것으로 예상된다. OTT 오리지널과 채널 편성을 합한 총 국내 드라마 제작편수는 2025년 119편에서 2027년 143편까지 확대될 전망이다.

그림 29. 국내 주요 OTT 제작투자비 추이 및 전망



주: Netflix, Disney+는 최근 3개년 콘텐츠 투자비 유지, TVING+Wavve, Coupang Play는 투자비 확대 가정
자료: Netflix, TVING, Wavve, Coupang, 언론보도, IBK투자증권 추정

그림 30. 연간 드라마 작품 제작 수 추이 및 전망 (채널 편성 및 OTT 오리지널 합산)



주1: 채널 편성은 26년 수목드라마 확대 반영 및 27년 유지 가정

주2: Netflix, Disney+, Wavve는 직전 제작/편성 유지 가정, TVING, Coupang Play는 26-27년 제작편수 증가 가정

자료: Netflix, TVING, Wavve, Coupang, 언론보도, IBK투자증권 추정

III. 한한령 해제시, 국내 대형제작사 최대 수혜

중국 시장 개방의 기대효과 3가지

24년말부터 한한령 완화
움직임 포착

2024년 말부터 중국의 한한령(限韓令) 완화 움직임이 감지되고 있다. 정부 관계자 및 현지 언론을 중심으로 완화 가능성 관련 언급이 증가하고 있으며, 비록 아직 규모는 제한적이지만 한국 여상콘텐츠 방영 및 공연 재개 사례가 나타나고 있다. 이는 한·중 문화교류 복원 국면의 초기 신호로 해석될 수 있다.

무비자 정책 시행
문화교류 확대 언급

2024년 11월 중국 정부는 한국인 대상 30일 무비자 체류제도(비즈니스·관광·친지방문 목적)를 시행하며 양국간 인적문화 교류 확대의 제도적 기반을 마련했다. 같은 시기 여린 한·중 장관급 회담에서는 문화·관광 부문에서의 교류 확대 의지가 공식적으로 언급되었으며, 이를 통해 정부 차원의 교류 정상화 의지가 가시화되었다.

트와이스 팬사인회
미키17 중국 개봉

2025년 들어 실질적인 민간 차원의 문화교류 확대 사례도 속속 등장하고 있다. 2월에는 우원식 국회의장-시진핑 회동에서 “양국 간 문화교류는 매력적인 부분이며, 교류과정 문제를 피해야 한다”는 발언이 확인되고, 같은 시기 트와이스 팬사인회가 개최되었다. 2025년 3월 아이브의 팬사인회와 봉준호 감독의 미키17의 중국 개봉, 韓·日·中 외교장관 회의에서 韓·中 간 문화교류 복원이 공식 의제로 언급되었다.

3인조 힙합그룹
호미들 중국공연

2025년 4월에는 중국 우한에서 3인조 힙합그룹 ‘호미들’이 공연을 진행했고, 같은 날 중국 남부 하이난성에서 제주도-하이난성 자매결연 30주년 기념행사에 트로트가수 윤수현이 무대에 올랐다. 이어 5월에는 C9엔터 소속 이펙스가 전원 한국 국적인 K-pop 가수로는 9년만에 첫 단독 공연을 개최한다고 밝혔으나 연기되었다.

콘텐츠 리메이크 허용
쿼터제 폐지
심사기간 단축

2025년 8월 중국 매체에 따르면, 국가광파전시총국(NRTA)은 “해외 우수 프로그램 도입 및 방송 활성화 방안”을 발표하며 콘텐츠 유통 관련 주요 규제를 완화했다. 해외 드라마 리메이크를 전면 허용하고, 그간 한국, 일본 드라마에 적용됐던 쿼터제도 폐지했다. 또한 드라마 수입 심사권을 일부 지방으로 넘겨주면서 심사 기간을 단축하는 내용도 담겨있었다. 한한령은 공식 규제가 아니므로 공식발표는 없겠으나 10월 말 APEC 회의 전후로 추가적인 완화가능성을 확인할 수 있을 것으로 기대된다.

표 14. 한한령 해제 관련 Timeline

일자	내용
2024. 11.	韓→中 비즈니스, 관광, 친지 방문 목적 입국시 최대 30일까지 무비자 체류 가능
2024. 11.	韓中, 문화, 관광 장관 회담서 양국 교류 확대 뜻 모아
2025. 02.	우원식 국회의장-시진핑 회동, 시진핑, “문화 교류는 매력적 부분, 교류과정에 문제발생을 피해야한다”
2025. 02.	트와이스 상하이에서 팬사인회 개최
2025. 03.	미키17 중국 개봉
2025. 03.	한일중 외교장관 회의, 다양한 분야에서 교류를 활성화하고 한·중 간 문화교류 복원 등을 언급
2025. 04.	3인조 한국국적 힙합그룹 ‘호미들’ 중국 우한 공연
2025. 04.	트로트 가수 윤수현, 중국 남부 하이난성에서 공연 (제주도-하이난성 자매결연 30주년 기념행사)
2025. 04.	중국 외교부 대변인, “중국은 한국과의 유익한 문화 교류와 협력에 대해 항상 열려있다”
2025. 04.	中 장가계, 폭삭 속았수다 감독, 작가, 주연 배우 초대
2025. 04.	한한령 해제 위한 ‘K-pop 한중평화협회’ 출범식
2025. 05.	이펙스 중국 푸저우 단독 공연 예정이었으나, 일정취소
2025. 08.	국가광파전시총국, 콘텐츠 공급촉진 대책 발표, 해외 드라마 리메이크 전면 허용, 쿼터제 폐지 등
2025. 10.	시진핑, 경주에서 열리는 APEC 회의 참석 예정

자료: 언론보도, IBK투자증권

중국 시장 개방시 제작사 3가지 수혜 가능

2016년 이후 봉쇄되었던 중국 시장이 완화·재개방될 경우, 국내 드라마·콘텐츠 제작사들은 세 가지 경로를 통해 중국 시장에 진입할 수 있게 되며, 이에 따라 수익성 개선 및 밸류에이션 리레이팅이 가능할 것으로 전망된다.

1) 첫째, 기존 보유작품의 판매

구작 IP 판매

국내 제작사들은 기존 방영장(구작) IP 라이브러리를 보유하고 있다. 한한령 완화 시, 이들 구작을 단품 혹은 번들 형태로 중국 방송사 및 OTT에 재판매 할 수 있게 된다. 구작은 이미 제작비 회수가 완료된 자산이므로, 추가 비용이 거의 발생하지 않는 순 이익성 매출로 반영되며, 개별 작품 단가가 높지 않더라도 다수의 라이브러리 판매를 통한 누적 매출 확대와 이익률 상승에 기여할 것으로 기대된다.

2) 둘째, 중국 OTT 오리지널 작품 제작

중국 OTT 오리지널 제작

중국시장이 열린다면, 국내 제작사들은 중국 현지 OTT의 오리지널 작품 제작에 참여할 수 있다. 이는 글로벌 OTT의 오리지널 제작 구조와 유사하게 제작비 전액 보전과 10%~30% 프로젝트 마진을 보장받는 형태로 작품 공급이 가능해질 것이다.

3) 셋째, 중국 OTT 동시방영

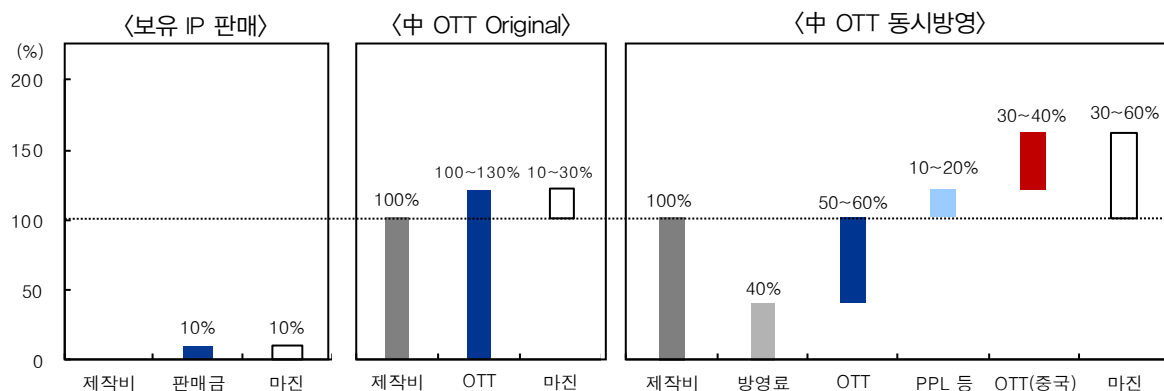
중국 OTT 동시방영

국내 방송사 편성작이 중국 OTT를 통해 현지 동시방영될 경우, 제작사는 1) 국내 방송사 편성료, 2) 글로벌 OTT 판권 판매대금, 3) 중국 OTT 판권 판매대금 등 세가지 매출원을 동시에 확보할 수 있다. 글로벌 OTT향 글로벌 판권계약은 ‘중국 제외(Global ex-China)’ 조건으로 되어있는만큼 중국에 별도 판매하는 구조가 가능할 것으로 판단하며, 이 경우 프로젝트 마진은 30%~60% 수준으로 예상된다.

사전제작 필요 제작비 조달 가능한 대형제작사 수혜

다만, 중국 내 드라마 방영을 위해서는 국가광전총국(NRTA)의 사전 심사·승인 절차가 필요하다. 이에 따라 사전제작 형태로 완성된 콘텐츠만 수입이 가능하기 때문에, 제작비를 자체 조달할 수 있는 자금력, 운전자본 여력, 중국 유통심사 프로세스 대응력을 갖춘 대형 제작사 중심으로 수혜가 집중될 것으로 예상된다.

그림 31. 중국 IP 판매 vs 中 OTT Original vs 中 OTT 동시방영 수익성 비교



자료: IBK투자증권

IV. 투자전략

업종의견 '비중확대', 최선호주 스튜디오드래곤 제시

미디어 업종의견
'비중확대'으로 분석 개시

미디어 업종에 대해 '비중확대' 의견을 제시하며 신규 조사분석을 개시한다. 2018년 이후 7년만에 이루어지는 채널 드라마 편성 확대와 국내 OTT 중심의 오리지널 작품투자 증가로 업황은 바닥을 딛고 2026년 반등할 것으로 전망한다.

실적모멘텀, 중국 수혜
가능한 대형제작사에 주목

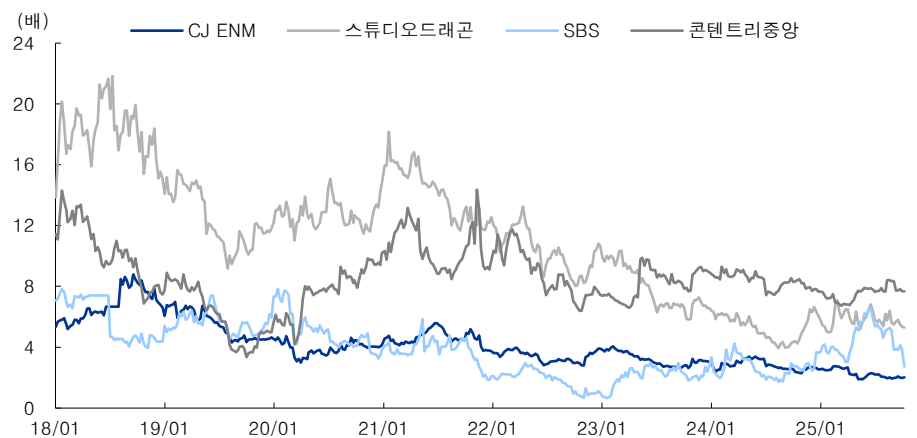
1) 방송·채널 사업자들의 드라마 편성 확대, 2) 국내 OTT 중심의 오리지널 제작투자 증가에 따른 실적 모멘텀과, 3) 중국시장 개방 시 라이브러리 판매, 동시방영 등 다양한 접근이 가능하며 수혜를 볼 수 있는 '대형제작사'에 집중하는 투자전략을 제시한다.

주요 미디어·제작사의 Valuation은 최근 5년 내 하단에 머물러 있어 제작확대에 따른 실적모멘텀은 주가 반등의 트리거로 작용할 것으로 전망한다.

최선호주 스튜디오드래곤
(매수, TP 6.3만원)

스튜디오드래곤에 대해 투자의견 매수, 목표주가 63,000원으로 신규 커버리지를 개시하며 업종 최선호주로 제시한다. 세가지 투자포인트 모두 수혜를 받으며, 올해 하반기부터 본격적인 실적개선이 전망되기 때문이다. 현재 주가는 12M Fwd EV/EBITDA 5.2배로 밴드 하단에 위치해 있어 상승여력은 충분하다고 판단한다.

그림 32. 주요 미디어/제작사 EV/EBITDA 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 7. 커버리지 4개사 요약

구분	스튜디오드래곤 (★)	CJ ENM	콘텐츠리중앙	SBS
투자의견	매수(신규)	매수(신규)	매수(신규)	매수(신규)
목표주가	63,000원(신규)	90,000원(신규)	13,000(신규)	25,000원(신규)
Method	EV/EBITDA	SOTP	SOTP	P/E
현재주가 (25.10.31)	45,550원	70,200원	9,990원	19,990원
Upside (%)	38.3%	28.2%	30.1%	25.1%

자료: IBK투자증권

표 8. Global Peer Group 테이블

기업명	국가	시가 총액	주가	상대수익률					P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
				1W	1M	3M	6M	1Y	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
미디어																
CJ ENM	한국	1,507	68,700	-4.0	-25.7	-23.1	-35.7	-39.9	113.1	17.4	0.5	0.5	2.8	3.0	1.0	3.1
스튜디오드래곤	한국	1,282	42,650	-7.5	-21.2	-34.3	-57.7	-37.2	42.4	25.7	1.7	1.6	7.1	6.1	4.0	6.2
콘텐츠리중앙	한국	179	9,310	-13.4	-30.1	-34.7	-45.3	-62.8	N/A	N/A	4.0	4.5	11.4	11.7	-93.3	-5.1
SBS	한국	369	19,910	-2.4	-14.1	-29.7	-48.1	-19.0	13.7	9.2	0.4	0.4	5.0	4.1	3.0	4.2
CJ CGV	한국	846	5,110	-7.2	-18.5	-22.7	-41.1	-59.5	N/A	N/A	1.3	1.4	8.5	8.6	-8.7	-1.4
넷플릭스	미국	474.4	116.4	0.8	0.5	-2.4	-8.1	47.3	46.7	37.9	18.2	14.8	37.7	31.0	42.0	44.7
월트디즈니	미국	205.5	114.3	1.4	0.9	-12.3	5.4	3.0	19.4	17.6	1.9	1.7	12.5	11.2	10.7	9.4
워너브라더스	미국	50.3	20.3	11.7	3.1	51.5	128.3	154.9	52.0	N/A	1.4	1.4	9.6	9.3	4.9	1.0
파라마운트	미국	18.1	16.5	-5.9	-11.9	-	-	-	13.3	13.1	0.8	0.8	10.2	9.7	6.0	7.8
국내평균									56.4	17.4	1.6	1.7	6.9	6.7	-18.8	1.4
해외평균									32.9	22.9	5.5	4.7	17.5	15.3	15.9	15.7

주: 국내기업은 원화, 해외기업은 달러 기준

자료: Bloomberg, IBK투자증권

V. APPENDIX. 미디어 산업 구조

K-콘텐츠의 글로벌 흥행으로 그렸던 장미빛 미래

국내 미디어·제작사
시총 연평균 12% 성장
2021년말 10조원 돌파

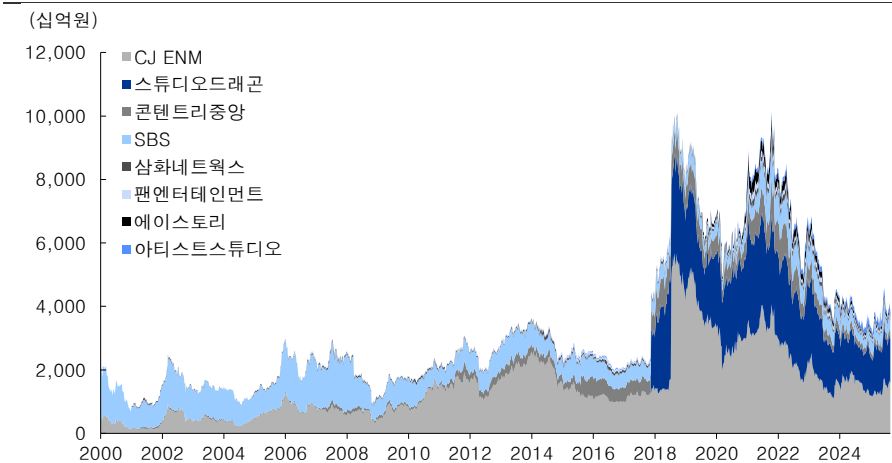
국내 주요 미디어·제작사 합산 시가총액은 꾸준한 제작편수 확대, 2018년 스튜디오드래곤 상장, CJ E&M과 CJ 오쇼핑 합병 등 유기적·비유기적 성장으로 2000년말 1조원 수준에서 연평균 12% 성장하며 2021년말 10조원을 돌파했었다.

또한, 2020년 영화 ‘기생충’의 아카데미상 수상, 2021년 영화 ‘미나리’ 윤여정 배우 아카데미 여우조연상 수상, 2021년 ‘오징어 게임 시즌1’의 넷플릭스 최대가구 시청기록 등 K-콘텐츠는 글로벌 시장에서 흥행가도를 이어가면서, 이는 다시 미디어 업종의 성장 기대감을 큰 폭으로 끌어올렸다.

그러나 현재 시가총액은
3.8조원으로 고점대비
62.5% 감소

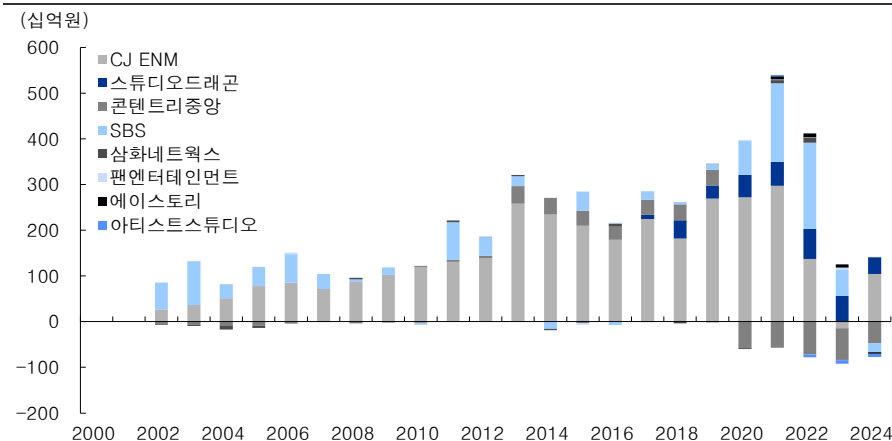
그러나, 2025년 현재 주요 미디어·제작사 합산 시가총액은 3.8조원으로 직전 고점 대비 62.5%가 감소했다. 급등한 제작비, 광고 매출 부진으로 인한 채널사업자의 제작투자 여력 감소, OTT의 성장둔화 등이 복합적으로 작용하며 제작사들의 실적과 밸류에이션 하락으로 이어졌기 때문이다.

그림 33. 주요 미디어/제작사 시가총액 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 34. 주요 미디어·제작사 합산 영업이익 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

미디어 산업의 중심은 지상파 → PP → OTT로 이동

미디어 산업은
제작, 유통, 소비의
3단계로 구성

국내 미디어 산업은 크게 제작-유통-소비의 단계로 구성되어 있다. 제작 단계에는 방송사, PP(Program Provider, 이하 “PP”), 제작사가 참여하며, 유통 단계에서는 방송사, PP, OTT(Over-The-Top, 이하 “OTT”)가 각자의 역할을 수행한다.

2000년대 지상파 중심

2000년대 전후에는 지상파 방송국 중심의 시장이 형성되어 있었으며, 광고매출이 주요 수익원이었다. 당시에는 콘텐츠 유통 플랫폼이 지상파 위주로 구축되어 있었기 때문에, 우수한 작품이라도 방송 편성이 이루어지지 않으면 제작이 불가능한 구조였다. 방송사는 프로그램 기획과 IP 확보를 담당하고, 제작사는 외주 제작 및 납품을 수행하는 등 역할이 명확하게 구분되어 있었다.

2010년대 PP채널 확대

2010년대에 들어 대기업들의 PP사업 진출이 확대되면서 종합편성채널(이하 “중편”)과 케이블 PP 채널 등 다양한 유통 채널이 등장했다. 이로 인해 콘텐츠 수요가 증가했고, 산업은 양적·질적으로 모두 성장했다. 특히 지상파 TV와 상위 10개 PP채널 간 시청점유율 격차는 2010년 19.5%p에서, 2023년 1.5%p로 축소되면서, PP 사업자의 영향력이 크게 확대되었다.

2015년부터 OTT 등장

2015년 이후에는 모바일과 스마트TV의 보급 확대로 OTT 시장이 급성장했다. 모바일 디바이스의 보편화는 콘텐츠 소비의 시간공간적 제약을 완화하고, 소비자의 콘텐츠 선택 자율성을 강화시켰다. 이에 따라 시청자들은 OTT를 TV의 대체 매체로 인식하게 되었으며, 콘텐츠 소비 행태는 점차 개인화·온디맨드화 되었다.

콘텐츠 수익원도 광고
위주에서 구독료,
부가수익 등으로 확대

콘텐츠 유통 플랫폼의 수익 구조 또한 변화했다. 과거 광고 중심 구조에서 벗어나 구독료, IP 부가수익 등으로 다변화되었으며, 제작사 역시 편성료 외에도 협찬(PPL), 방영권(라이선스) 판매, IP 보유를 통한 2차 수익 확대 등 수익원 다변화에 성공했다.

지상파 → PP → OTT로
산업 헤게모니 이동

결과적으로, 국내 미디어 산업은 2000년대 초반 지상파 방송사 중심 구조에서 출발해, PP채널 사업자와 OTT 사업자로 주도권이 이동해왔으며, 이러한 흐름은 2020년 코로나19(COVID-19) 팬데믹 이후 OTT 성장 가속화로 더욱 뚜렷해졌다.

표 9. 시기별 방송 플랫폼 주도권 변화 요약

구분	내용
2000년 이전	· 지상파 중심의 콘텐츠 공급 · 지상파 의존적인 제작 시스템
2000년~	· 유료방송시장 개화 및 방송채널 사업자(Program Provider, 이하 “PP”) 출범 · 유통 채널 다변화에도 불구하고 지상파 영향력 우위 지속
2010년~	· PP와 지상파의 시청 점유율 격차 축소 · 지상파 영향력 감소 및 온라인 매체 영향력 증가
2015년~	· 모바일 디바이스 확산에 따른 모바일 콘텐츠 소비 증가 · OTT 등장 및 스트리밍 서비스 성장
2020년~	· 코로나 팬데믹을 기점으로 OTT 영향력 확대 · SNS 영향 확대 및 모바일을 통한 콘텐츠 소비 본격화
2024년~	· 방송-통신, 방송-온라인 스트리밍 플랫폼 융합

자료: IBK투자증권

OTT의 등장으로 탄생한 스튜디오 시스템, 성장의 발판은 마련되었으나

OTT의 등장으로
스튜디오 시스템 탄생

OTT가 콘텐츠 유통과 소비의 핵심 축으로 자리 잡으면서 제작 산업에서 나타난 가장 큰 변화는 단연 스튜디오 시스템의 등장이다. OTT는 대부분 구독형 서비스(SVOD, Subscription Video On Demand) 모델을 기반으로 운영되며, 이 사업모델의 핵심은 풍부한 콘텐츠 라이브러리 구축과 오리지널 콘텐츠 확보를 통한 구독자 리텐션 강화에 있다.

유통채널 다변화로
IP 전략 수립, 채널간 협상
등 다양한 업무수행 필요

OTT 오리지널 콘텐츠의 부상은 제작사들에게 ‘방송사 의존형 구조’ 탈피와 ‘온라인·해외’라는 새로운 유통채널 확보라는 중대한 전환점을 제공했다. 제작사들은 급증하는 드라마 수요대응과 동시에, IP 전략 수립, 유통 채널 간 협상력 확보, IP 확장 기획 등의 역량이 요구되기 시작했고, 이 과정에서 스튜디오 시스템이 주목받았다.

스튜디오는 분할 또는
M&A로 설립

스튜디오 시스템은 주로 제작사업부문을 물적분할하거나, M&A를 통한 제작사 인수를 통해 모회사-자회사 형태로 구축된다. 스튜디오의 주요 역할은 다음과 같다.

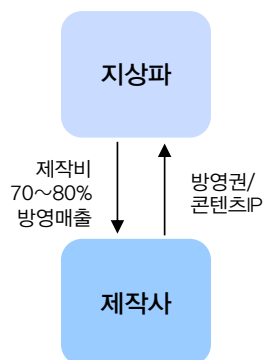
- 콘텐츠 기획단계에서 전략적 IP 선정 및 확보
- 유통 단계에서 방송사·채널·OTT 등 플랫폼과의 IP 권리 협상
- 2차 방영권 판매, 굿즈 제작 등 IP 비즈니스 확장 전략 수행

이러한 구조에서 스튜디오는 제작사와 유통채널을 연결하는 허브 역할을 수행하며, 프로젝트 관리 효율화와 규모의 경제 실현을 가능하게 한다. 제작사는 반대로 작가와 감독 중심의 창작 활동에 집중할 수 있는 환경이 조성되어, 창작 효율성화 작품의 질이 동반 향상되는 선순환 구조가 만들어졌다.

국내 제작사 스튜디오
모델 도입을 통해
시장변화에 효율적 대응

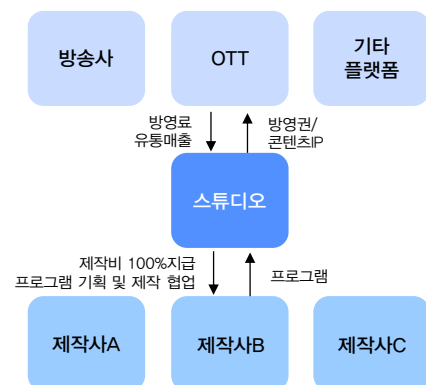
결과적으로 국내 제작산업은 스튜디오 모델 도입을 통해 1) OTT향 작품수요 확대에 효과적으로 대응, 2) 과거 방송사-독립제작사 구조의 편성 우위 체제 탈피, 3) 안정적이고 효율적인 대량 콘텐츠 생산 및 다플랫폼 유통체계 구축 등의 구조적 변화를 경험했다. 결국 스튜디오 시스템은 제작 효율성과 유통 자율성을 동시에 확보한 산업적 혁신 모델로 자리매김하며, 국내 제작 산업이 글로벌 OTT 시장 경쟁에 대응할 수 있는 핵심 인프라로 기능하고 있다.

그림 35. 외주제작 시스템



자료: 한국정보통신정책연구원, IBK투자증권

그림 36. 스튜디오 시스템



자료: 한국정보통신정책연구원, IBK투자증권

국내 최초의 스튜디오
스튜디오드래곤

국내 최초 스튜디오 시스템은 CJ ENM(당시 CJ E&M)이 드라마 제작 부분을 물적 분할하여 설립한 스튜디오드래곤에서 시작되었다. 스튜디오드래곤은 이후 문화창고, 화앤담픽처스, 케이피제이, 지티스트 등 주요 독립 제작사를 인수하고, 무비락, 메리카우 등에 20% 수준의 지분투자를 집행하며 현재의 스튜디오 체계를 구축했다.

CJ ENM은 국내 최초
멀티 스튜디오 구축:
스튜디오드래곤, CJ ENM
Studios, Fifth Season

2022년 CJ ENM은 에그이그커밍, 본팩토리 등 8개 제작사를 흡수합병해 CJ ENM Studios를 설립했으며, 국내외 OTT를 타깃으로 한 멀티 장르 콘텐츠 기획·개발·제작을 추진하고 있다. 또한, 미국의 글로벌 스튜디오 ‘Fifth Season’을 9,300억원에 인수하며 해외 제작 및 유통 네트워크를 강화했다. 이를 통해 CJ ENM은 국내 유일의 3중 스튜디오 체계를 구축하고 다양한 장르를 아우르는 생태계를 완성했다.

콘텐츠리중앙
SLL 중심으로 M&A

콘텐츠리중앙은 스튜디오롤루랄라(이하 “SLL”)을 중심으로 공격적인 M&A 전략을 펼쳐 왔다. SLL은 퍼펙트스톰필름, BA엔터테인먼트, 스튜디오버드, 드라마하우스, 앤솔로지, 하이지움 등 국내 주요 제작사를 잇달아 인수했고, 2021년에는 미국 제작사 Wiip을 약 1,135억원에 인수해 국내외 스튜디오 네트워크를 동시 구축했다.

카카오엔터도 공격적인
M&A로 스튜디오 구축

카카오엔터테인먼트는 미디어사업부 중심의 제작사 M&A 전략을 통해 스튜디오 시스템을 빠르게 확장했다. 드라마·영화 분야에서는 사나이픽처스, 바람픽처스, 영화사월광, 영화사집, 메가몬스터 등을 인수했고, 디지털 콘텐츠 분야에서는 3Y Crop, OOTB 등 유튜브 및 숏폼 제작사를 편입해 멀티플랫폼 제작 체계를 구축했다. 그 외에도 통신·방송채널·웹툰 플랫폼 기업들이 각각 제작사를 설립하며 스튜디오 시스템에 합류하고 있다.

표 10. 국내 주요 스튜디오 현황

모회사	스튜디오	설립/인수일	주요 산하제작사	주요 작품	비고
CJ ENM	스튜디오드래곤	2016년	화앤담픽처스, 문화창고, 지티스트, 길픽처스, 케이피제이 등	시크릿가든, 상속자들, 도깨비, 더 글로리, 눈물의 여왕, 호텔 델루나, 스토브리그 등	CJ ENM 제작본부 분사
	CJ ENM Studios	2022년	에그이그커밍, 본팩토리, JK필름, 모호필, 용필름, 만화가족, 블라드, 엠메이커스	슬기로운 의사생활 시리즈, 슬픈도시여자들, 선재 업고 튀어, 지금 거신 전화는, 스프링 피버	주요 8개 제작사 합병
	Fifth Season	2022년	Fift Season	The Last Anniversary, Chief of War, etc	M&A
콘텐츠리중앙	SLL	2007년	필름몬스터, 퍼펙트스톰필름, 스튜디오버드, 드라마하우스, 앤솔로지, 하이지움 등	범죄도시, 수리남, 시지프스, 부부의 세계, 밥 잘 사주는 예쁜누나, DP, 지옥, 이태원 클라쓰	제작사업 개시일 기준
	Wiip	2021년	Wiip	The Summer I Turned Pretty, Mare of Easttown	M&A
카카오엔터	카카오엔터	2018년	사나이픽처스, 메가몬스터, 바람픽처스, 영화사집, 영화사월광, OOTB 등	김비서가 왜그럴까, Dr. 브레인, 사내맞선, 최악의 악, 경성크리처 S1,2, 이미테이션	카카오M 신규설립일 기준
네이버웹툰	스튜디오N	2018년	스튜디오N	타인은 지옥이다, 여신강림, 스위트홈, 유미의 세모들, 이두나, 더 에이트 쇼	
KT	스튜디오지니	2021년	스튜디오지니, 점포필름	크라임퍼즐, 이상한 변호사 우영우, 신병, 마당이 있는 집, 낮에 뜨는 달	
LGU+	스튜디오X+U	2022년	스튜디오X+U	하이쿠키, 밤이 되었습니다, 브랜딩 인 성수동, 메스를 든 사냥꾼, 트웰브	
SBS	스튜디오S	2020년	스튜디오S	펜드하우스, 모범택시, 원더우먼, 사내맞선, 꽃선비 열애사, 굿파트너	제작사업 출범일
KBS	몬스터유니온	2016년	몬스터유니온	연모, 엇글, 악의 꽃, 하이쿠키, 가족계획, 미지의 서울, 사계의 봄, 화려한 날들	
MBC	모스트267	2024년	모스트267	(예능) 피의 게임3, 남극의 세프	

자료: 언론보도, IBK투자증권

OTT 등장 이후
수익구조 다변화

과거 방송사 중심의 외주제작 구조에서 벗어나, 오리지널 제작 및 판권판매 등 다양한 형태의 판매 모델이 확립되며 제작비 회수 안정성 및 수익 다변화가 가능해졌다.

1) 방송사 외주제작:

외주제작
채널편성 70%~80%
기타판매 10%~30%

OTT 등장 이전, 제작사는 자체 제작비 조달 여력이 부족해 방송사로부터 외주를 수주하는 방식이 일반적이었다. 외주제작은 방송사 채널 편성에 따라 방영료를 수취하며 제작비의 70%~80%를 회수하고, PPL 및 VOD 판매 등을 통해 추가 10%~30%를 보전하는 구조였다. 프로젝트 이익은 10% 내외 수준이고, 콘텐츠 IP 권리는 방송사에 귀속되었다. 즉, 장기적인 IP 비즈니스로의 확장은 제한적이었다.

2) 오리지널 제작:

오리지널 제작
제작비 보전 100%
마진 10%~30%

넷플릭스의 국내 진출을 계기로 OTT 오리지널 작품 제작 모델이 등장했다. 이 모델에서는 OTT 플랫폼이 제작비 전액(100%)을 선투자하고, 제작사에 10~30% 수준의 제작 마진을 보장한다. OTT는 글로벌 시장에서 구독자 확보 및 리텐션 강화를 위해 흥행성이 검증된 배우·작가·감독을 적극 기용하며 오리지널 콘텐츠 제작을 확대했다. 다만, 이 구조에서 IP 권리는 OTT에 귀속되어 제작사는 안정적인 현금 흐름을 확보하지만, IP 자산 축적 효과는 제한적이다.

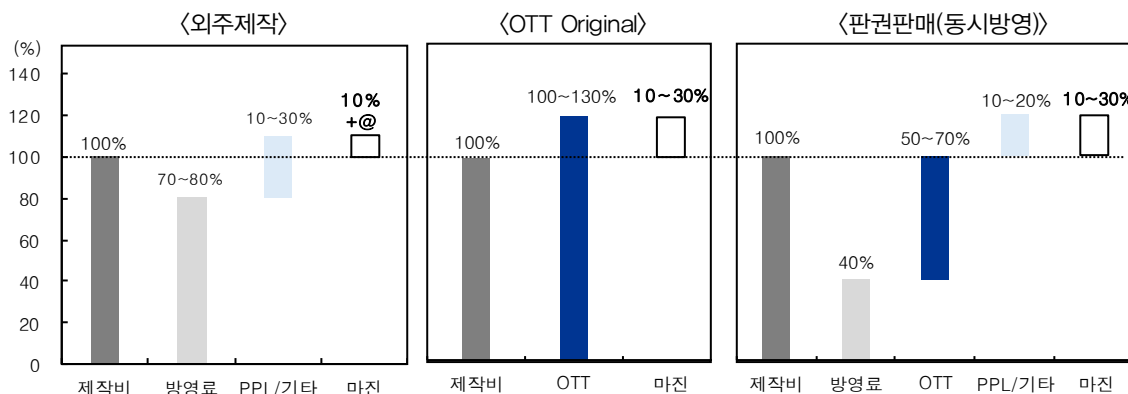
3) 판권판매(동시방영):

판권판매(동시방영)
채널편성 40%
판권판매 50%~70%
기타매출 10%~20%

판권판매 모델은 국내 방송 채널에서 방영료를 통해 제작비의 약 40%를 회수하고, 나머지 해외방영권(판권)을 OTT나 글로벌 플랫폼에 판매하여 잔여 제작비 전액 및 추가 이익을 확보하는 구조다. PPL 및 기타 부가 매출을 포함할 경우 프로젝트 기준 10~30% 이상의 이익률도 기대 가능하다. 무엇보다 IP 권리가 제작사에 귀속되어, 추후 리메이크, 2차 방영권, OST, MD 등 부가 수익 창출이 가능한 구조이다.

이처럼 OTT 등장 이후 제작사는 제작비 회수 안정성을 확보하고, IP 보유에 따른 장기 수익성을 고려한 판매전략을 수립할 수 있게 되며 성장의 발판을 마련했다.

그림 37. 외주제작 vs OTT 오리지널 vs 판권판매(동시방영) 수익성 비교



자료: IBK투자증권

부진이 이어지고 있는 영화산업, M&A를 통한 돌파구 마련 시도

국내 영화산업, 엔데믹 이후에도 부진 지속

2020년 코로나19(COVID-19) 직격탄을 맞았던 영화산업은 2025년 현재까지도 완전한 회복에 이르지 못하고 있다. 2025년 9월 누적 기준 국내 영화관 관람객 수는 7,500만명으로 2019년 2억 2,668만명의 33% 수준에 불과하다. 연간으로 환산해도 1억명 내외로 팬데믹 이전 대비 44% 수준에 머물러있다.

영화산업의 회복이 부진한 가장 큰 이유는 관객을 극장으로 유인할 '흥행작 부족' 때문이다. 코로나19 이후 관객 급감으로 인해 배급·투자자들의 제작비 집행이 축소되었고, 그 결과 신작 편수가 급감했다. 얕친 데 덮친 격으로 2023년 헐리우드 배우·작가 파업이 발생하면서 해외 블록버스터 공급도 감소해 국내 극장 개봉작의 경쟁력이 더욱 악화되었다.

투자축소, 인력부재로 악순환 고리 진입

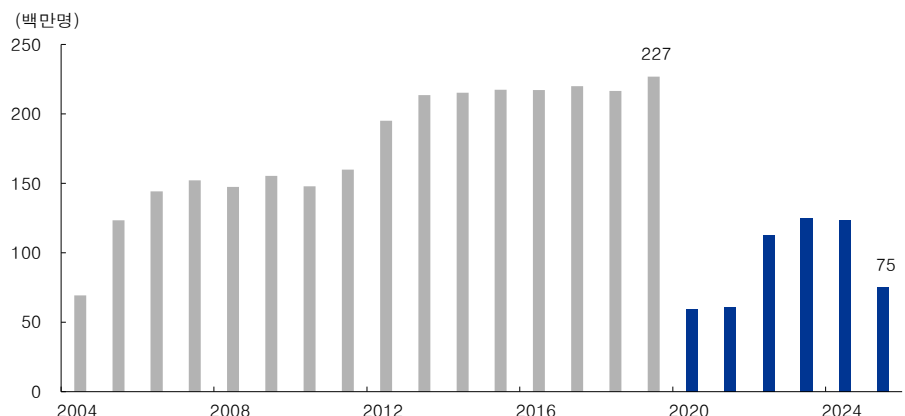
팬데믹 기간 영화 제작이 급감하면서 감독·작가·스태프 등 핵심 제작 인력의 상당수가 드라마·OTT 산업으로 이동했다. 이로 인해 엔데믹 이후에도 영화 제작 인프라 복원이 원활하지 않았다. 결국 영화산업은 제작투자 축소 → 관람객 감소 → 극장수익 악화 → 추가 제작투자 위축이라는 부정적 순환구조에 진입한 상태다.

실제 수치로 보면, 국내 영화관 개봉편수는 2019년 1,943편에서 2024년 1,422편으로 기존대비 약 30% 감소했는데, 같은 기간 관람객 수는 50% 이상 감소했다. 작품 수 감소보다 더 큰 폭의 관객 감소는 단순 공급량 부족이 아니라, 대중을 끌어들이기 위한 대형 상업영화 부재가 산업 침체의 핵심임을 시사한다고 판단한다.

대규모 투자 집행을 통한 선순환구조 전환 필요하나 쉽지 않은 상황

영화산업이 부진해서 벗어나기 위해서는 신작 투자사이클(대규모투자 → 흥행작 개봉 → 관객 회복 → 극장 수익 개선 → 재투자 확대)의 재개와 블록버스터급 흥행작의 등장 이 필수적이다. 그러나 현실적으로 주요 투자·배급사(멀티플렉스 3사 중심)의 이익 체력 및 현금여력이 부족해 단기간 내 대규모 투자 집행이 쉽지 않은 상황이다.

그림 38. 국내 영화관 연도별 관람객 수 추이



주: 2025년은 9월 누적 기준
자료: KOBIS, IBK투자증권

불황 극복을 위해
M&A 추진 중

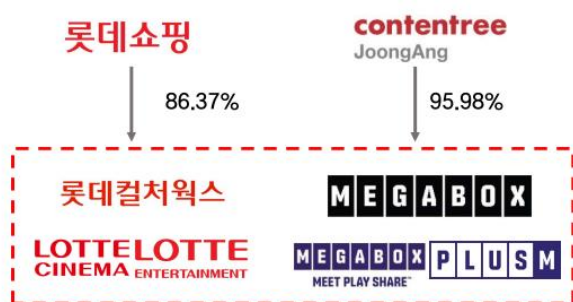
국내 영화산업은 장기 침체 국면을 돌파하기 위해 인수합병(M&A)을 통한 구조조정에 나서고 있다. 2025년 5월 8일 국내 2위 사업자인 롯데컬처웍스와 3위 사업자 메가박스 중앙이 합병 양해각서(MOU)를 체결하면서 전격적인 합병 계획을 발표했다.

합병이 성사될 경우, 스크린 수 기준 점유율 54.7%로 현재 업계 1위인 CGV(43.8%)를 넘어서는 초대형 통합 1위 사업자가 탄생하게 된다. 이에 따라 국내 멀티플렉스 시장은 'CGV vs 합병법인' 양강 구도로 재편될 전망이다. 현재 구체적인 합병 구조는 확정되지 않았으나, 언론보도에 따르면 두 가지 시나리오가 검토되고 있다.

- 1) 단순합병: 두 회사 중 하나를 존속법인으로 하거나
- 2) 신설합병: 양사가 50:50으로 신설법인 설립, 기존 두 회사를 신설법인에 피합병

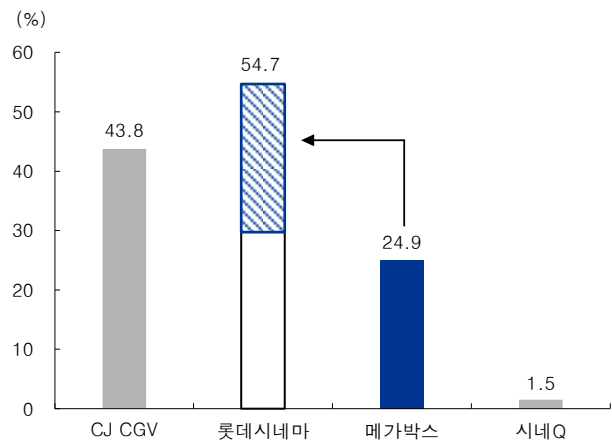
합병법인은 운영 효율화 및 비용절감 효과를 통해 단기적으로 수익성 개선을 달성할 수 있을 것으로 예상된다. 다만, 영화산업의 업황 회복이 본격화되기 전까지는 비용효율화 외 추가적인 시너지는 제한적일 가능성이 높다고 판단된다.

그림 39. 롯데컬처웍스-메가박스중앙 합병 MOU 체결



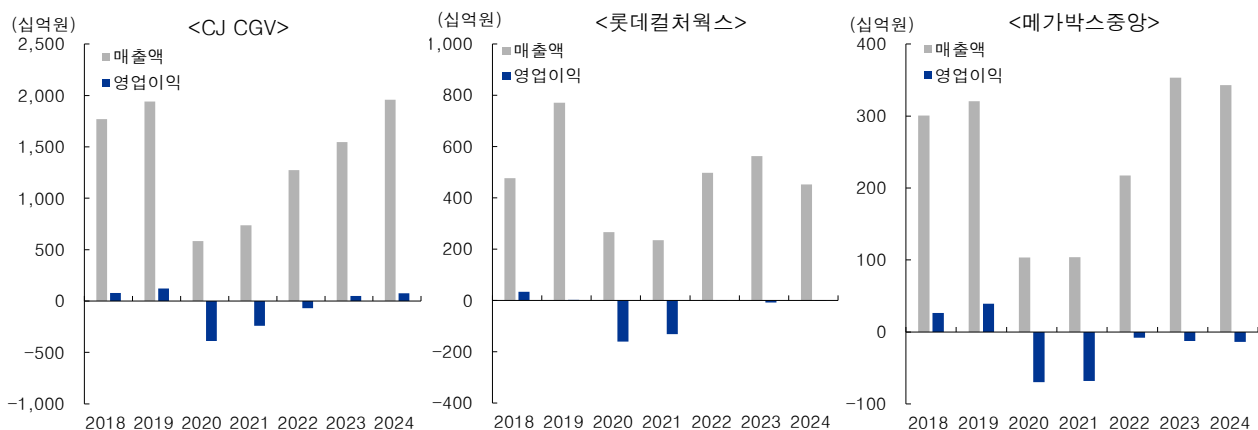
자료: 롯데컬처웍스, 콘텐츠트리중앙, IBK투자증권

그림 40. 영화산업 시장점유율 변동



자료: KOBIS, IBK투자증권

그림 41. CJ CGV, 롯데컬처웍스, 메가박스중앙 매출액 및 영업이익 추이



자료: Dart, Quantiwise, IBK투자증권



“편집상 공백입니다”



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
스튜디오드래곤 (253450)	매수(신규)	63,000원
CJ ENM (035760)	매수(신규)	90,000원
콘텐츠리중앙 (036420)	매수(신규)	13,000원
SBS (034120)	매수(신규)	25,000원

매수 (신규)

목표주가 (신규) 63,000원
현재가 (10/31) 45,550원

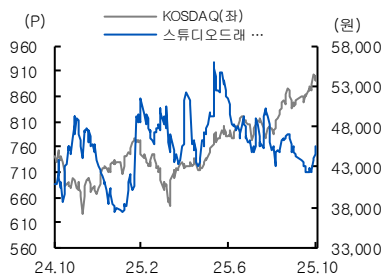
KOSDAQ (10/31) 900.42pt
시가총액 1,369십억원
발행주식수 30,058천주
액면가 500원
52주 최고가 56,000원
최저가 37,350원
60일 일평균거래대금 6십억원
외국인 지분율 9.5%
배당수익률 (2025F) 0.0%

주주구성
CJ ENM 외 3 인 54.79%
네이버 6.25%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-5%	-29%	-8%
절대기준	2%	-11%	12%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	63,000	-	-
EPS(25)	592	-	-
EPS(26)	1,509	-	-

스튜디오드래곤 상대주가 (%)



스튜디오드래곤 (253450)

국내 No.1 제작 스튜디오

3Q25 Preview: 영업이익 162억원(흑전 YoY) 추정

동사의 3분기 실적은 매출액 1,703억원(+88.5% YoY, +48.7% QoQ), 영업이익 162억원(흑전 YoY, QoQ, OPM 9.5%)으로 시장기대치(158억원)에 부합할 것으로 추정한다. 3분기 방영회차는 '견우와 선녀', '첫 사랑을 위하여', '폭군의 세프' 등 83회차(TV 39회+OTT 44회)로 2Q25 41회차(TV 27회+OTT 14회) 대비 큰 폭 증가했다. 상반기 실적부진 요인이었던 별들에게 물어봐 판권 무형자산상각도 종료되면서 수익성 개선이 예상된다.

2026년 영업이익 647억원(+78.4% YoY) 전망

동사의 2026년 실적은 매출액 6,956억원(+17.0% YoY), 영업이익 647억원(+78.4% YoY)으로 전망한다. 2026년 tvN 수목드라마, 지상파 3사(SBS, KBS, MBC)의 드라마 편성, 북미향 시리즈오더, OTT향 물량 소폭 증가로 제작편수가 확대되며 뚜렷한 실적개선이 예상되기 때문이다. 동사의 제작작품 수는 2025년 21편에서 2026년 27~28편 수준으로 확대될 것으로 전망한다. 또한, 한한령 해제시 다수의 IP 라이브러리를 보유하고 있고, 제작비를 자체 조달해 사전제작이 가능한 동사의 가장 큰 수혜가 예상되는 점도 긍정적이다.

투자의견 매수, 목표주가 63,000원으로 신규 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 63,000원으로 신규 커버리지를 개시하며 업종 최선호주로 제시한다. 목표주가는 2026년 EBITDA 1,978억원에 Target EV/EBITDA 8.5배를 적용한 후 순차입금을 차감해 산출했다. 2026년은 본격적인 실적개선이 전망되는 반면, 현재 주가는 12M Fwd EV/EBITDA 5.15배 수준에서 거래되고 있어 상승여력은 충분하다고 판단한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	753	550	595	696	736
영업이익	56	36	36	65	77
세전이익	37	28	25	60	77
지배주주순이익	30	33	18	45	59
EPS(원)	1,001	1,114	592	1,509	1,946
증가율(%)	-40.6	11.3	-46.9	154.9	29.0
영업이익률(%)	7.4	6.5	6.1	9.3	10.5
순이익률(%)	4.0	6.0	3.0	6.5	8.0
ROE(%)	4.4	4.6	2.3	5.6	6.8
PER	51.5	38.6	76.1	29.9	23.1
PBR	2.2	1.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	6.4	6.1	7.4	6.5	5.9

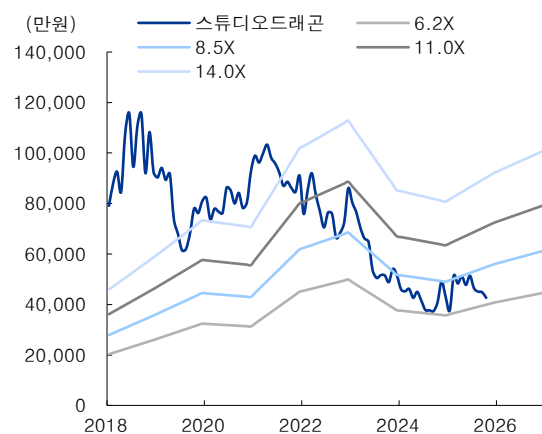
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 11. EV/EBITDA Valuation Table

구분	단위	2025E	2026E	비고
EBIT	십억원	36	65	
D&A	십억원	137	133	
EBITDA	십억원	173	198	
2026E EBITDA	십억원		198	
Target EV/EBITDA	배		8.5	2021~2023년 평균 EV/EBITDA
Total EV	십억원		1,683	
(+) Non-Operating Value	십억원		228	
Cash & Equivalents	십억원		68	
Financial Assets	십억원		3	
Investment Securities	십억원		156	
Others	십억원		-	
(-) Debt	십억원		23	
Equity Value	십억원		1,888	
# of Shares	천 주		30,058	
목표주가	원		63,000	Rounded
현재주가	원		45,550	2025. 10. 31. 기준
상승여력	%		38.3	

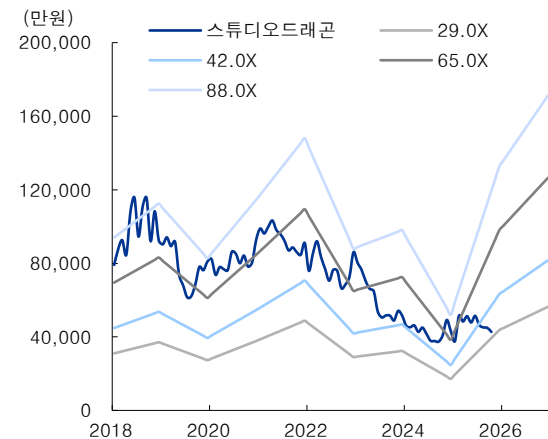
자료: IBK투자증권 추정

그림 42. 12M Fwd EV/EBITDA 밴드차트



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 43. 12M Fwd P/E 밴드차트



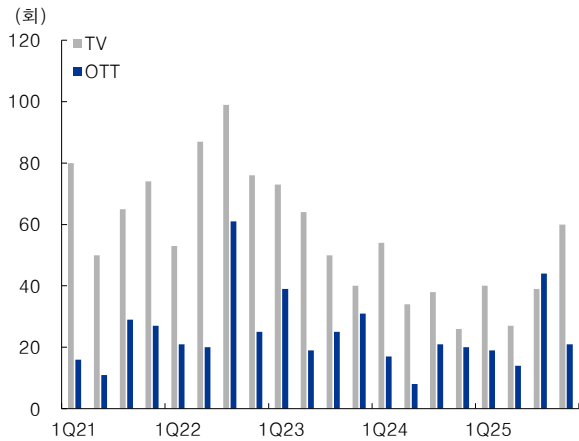
자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 12. 스튜디오드래곤 실적 추정 테이블

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
회차	71	42	59	46	59	41	83	81	218	264	338
TV	54	34	38	26	40	27	39	60	152	166	240
OTT	17	8	21	20	19	14	44	21	66	98	98
매출액	192	137	90	131	134	114	170	176	550	595	696
편성	47	31	22	28	33	17	33	66	127	150	205
판매	141	102	64	98	98	92	132	105	406	428	470
기타	3	4	4	5	2	5	5	5	16	17	21
영업이익	22	10	-1	5	4	-3	16	19	36	36	65
영업이익률	11.2%	7.6%	-1.0%	4.1%	3.2%	-2.5%	9.5%	10.6%	6.6%	6.1%	9.3%
당기순이익	20	8	-6	11	2	-4	14	5	33	18	45
순이익률	10.5%	5.9%	-6.8%	8.6%	1.8%	-3.3%	8.2%	3.0%	6.1%	3.0%	6.5%
YoY 성장률											
매출액	-9.0	-16.1	-58.5	-19.0	-30.3	-16.5	88.5	35.0	-27.0	8.1	17.0
편성	9.5	-27.6	-38.4	-17.2	-29.7	-43.6	54.2	138.7	-17.4	17.8	36.6
판매	-14.7	-13.8	-64.2	-20.9	-30.5	-9.8	104.9	6.8	-31.0	5.2	10.0
기타	50.7	85.4	85.8	36.4	-33.3	20.9	16.6	12.7	61.2	5.9	18.9
영업이익	-0.4	-35.7	적전	흑전	-80.1	적전	흑전	250.6	-34.9	-0.3	78.4
순이익	9.8	-20.0	적전	흑전	-88.3	적전	흑전	-53.2	11.3	-46.9	154.9

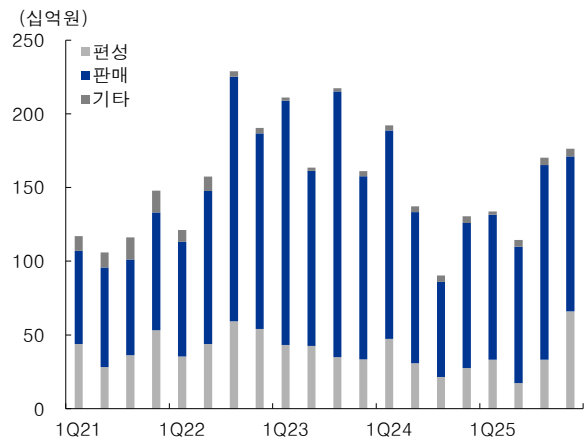
자료: 스튜디오드래곤, IBK투자증권 추정

그림 44. 편성 및 OTT 회차 추이



자료: 스튜디오드래곤, IBK투자증권 추정

그림 45. 부문별 매출액 추이



자료: 스튜디오드래곤, IBK투자증권 추정

표 13. 스튜디오드래곤 드라마 라인업

연도	작품명	채널	구분	요일	회차	방송일	극본	연출	주연
2025	별들에게 물어봐	tN	편성	토일	16	1.4~2.23	서숙향	박신우, 김진성	이민호, 공효진
	원경	tN	편성	월화	12	1.6~2.11	이영미	김상호	차주영, 이현욱
	그놈은 흑염룡	tN	편성	월화	12	2.17~3.24	김수연	이수현	문가영, 최현욱
	금주를 부탁해	tN	편성	월화	12	5.12~6.17	명수현, 전지현	장유정, 조남형	최수영, 공명
	미지의 서울	tN	편성	토일	12	5.24~6.29	이강	박신우, 남건	박보영, 박진영
	견우와 선녀	tN	편성	월화	12	6.23~7.29	양지훈	김용완, 정우식	조이현, 추영우
	원경: 단오의 인연	TVING	OTT	-	2	1.21	이영미	김상호	차주영, 이현욱
	스터디그룹	TVING	OTT	-	10	1.23	엄선호, 오보현	이장훈	황민현, 한지은
	탄금	Netflix	OTT	-	11	5.16	김진아	김홍선	이재욱, 조보아
	내 남편과 결혼해줘(JP)	Amazon	OTT	-	10	6.27~7.25	오오시마 사토미	안길호	코시바 후우카
	다 이루어질지니	Netflix	OTT	-	12	TBD	김은숙	이병헌, 안길호	김우빈, 수지
	첫, 사랑을 위하여	tN	편성	월화	12	8.4~9.9	성우진	유제원	염정아, 박해준
	폭군의 셰프	tN	편성	토일	14	8.23~9.28	IGRD	장태유, 김정욱	임윤아, 이채민
	신사장 프로젝트	tN	편성	월화	12	9.15~10.28	반기리	신경수	한석규, 배현성
	태풍상사	tN	편성	토일	16	10.11~11.30	장현	이나정, 김동휘	이준호, 김민하
2026	알미운 사랑	tN	편성	월화	16	11.03~12.23	정여랑	김가람	이정재, 임지연
	프로보노	tN	편성	토일	12	12.06~1.11	문유석	김성윤	정경호, 소주연
	우주를 줄게	tN	편성	수목	12	TBD	수진, 전유리	이현석	배인혁, 노정의
	아수라 발발타	tN	편성		12	TBD	안아름	정지현	강훈, 이이담
	조각도시	Disney+	OTT		12	TBD	오상호	박신우, 김창주	지창욱, 도경수
	하츠코이 도그즈	TBS(JP)	OTT		10	TBD	카네코 아리사	오카모토 싱고	키요하라 카야
	소울메이트	Netflix(JP)	OTT		8	TBD	하시즈메 순키	하시즈메 순키	이소무라 하야토
	자백의 대가	Netflix	OTT		12	TBD	권종관	이정호	전도연, 김고은
	친애하는 X	TVING	OTT		12	TBD	최자원, 반지운	이응복, 박소현	김유정, 김영대
	미국 시리즈1		OTT		12	TBD			
	미국 시리즈2		OTT		12	TBD			
	천천히 강렬하게	Netflix	OTT		22	TBD	노희경	이윤정	송혜교, 공유
	참교육	Netflix	OTT		TBD	TBD	이남규	홍종찬	김무열, 이성민
	맨 끝줄 소년	Netflix	OTT		6	TBD	장명우	김규태	최민식, 최현욱
	골드랜드	Disney+	OTT		TBD	TBD	황조윤	김성훈	박보영, 김성철
	유미의 세포들 시즌3	TVING	OTT		TBD	TBD	송재정, 김경란	이상엽	김고은, 김재원
	취사병 전설이 되다	TVING	OTT		TBD	TBD	최룡	조남형	박지훈, 윤경호

자료: 스튜디오드래곤, 언론보도, IBK투자증권

스튜디오드래곤 (253450)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	753	550	595	696	736
증가율(%)	7.9	-27.0	8.1	17.0	5.8
매출원가	665	482	529	599	626
매출총이익	88	68	66	96	110
매출총이익률 (%)	11.7	12.4	11.1	13.8	14.9
판매비	32	32	30	32	33
판매비율(%)	4.2	5.8	5.0	4.6	4.5
영업이익	56	36	36	65	77
증가율(%)	-14.3	-34.9	-0.3	78.4	18.3
영업이익률(%)	7.4	6.5	6.1	9.3	10.5
순금융손익	-3	12	-1	1	2
이자손익	-4	1	0	1	2
기타	1	11	-1	0	0
기타영업외손익	-16	-20	-11	-6	-1
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	37	28	25	60	77
법인세	7	-5	7	14	19
법인세율	18.9	-17.9	28.0	23.3	24.7
계속사업이익	30	33	18	45	59
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	33	18	45	59
증가율(%)	-40.5	11.3	-46.9	154.9	29.0
당기순이익률 (%)	4.0	6.0	3.0	6.5	8.0
지배주주당기순이익	30	33	18	45	59
기타포괄이익	17	-2	30	0	0
총포괄이익	47	32	47	45	59
EBITDA	242	183	173	198	216
증가율(%)	10.7	-24.4	-5.3	14.1	9.4
EBITDA마진율(%)	32.1	33.3	29.1	28.4	29.3

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,001	1,114	592	1,509	1,946
BPS	23,546	24,606	26,184	27,692	29,639
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	51.5	38.6	76.1	29.9	23.1
PBR	2.2	1.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	6.4	6.1	7.4	6.5	5.9
성장성지표(%)					
매출증가율	7.9	-27.0	8.1	17.0	5.8
EPS증가율	-40.6	11.3	-46.9	154.9	29.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	4.4	4.6	2.3	5.6	6.8
ROA	2.8	3.3	1.8	4.2	5.1
ROIC	7.2	9.9	6.8	16.1	18.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	54.3	25.1	32.9	32.4	31.7
순차입금 비율(%)	1.7	-23.9	-8.3	-8.1	-9.9
이자보상배율(배)	6.4	7.8	52.6	46.9	55.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.2	4.4	6.0	6.7	6.4
재고자산회전율	7.1	5.6	6.5	9.0	8.8
총자산회전율	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	405	394	279	307	341
현금및현금성자산	158	178	88	90	111
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	149	101	96	112	119
재고자산	89	109	72	82	86
비유동자산	688	532	767	795	832
유형자산	12	12	10	8	7
무형자산	359	205	223	252	291
투자자산	175	156	310	310	310
자산총계	1,092	926	1,046	1,102	1,173
유동부채	368	169	184	195	207
매입채무및기타채무	71	46	58	66	69
단기차입금	170	2	23	23	23
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	16	16	75	75	75
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	384	186	259	270	282
지배주주지분	708	740	787	832	891
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473	473
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	-22	-23	6	6	6
이익잉여금	242	275	293	338	396
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	708	740	787	832	891
비이자부채	214	184	236	247	259
총차입금	170	2	23	23	23
순차입금	12	-177	-65	-67	-88

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	45	180	99	163	199
당기순이익	30	33	18	45	59
비현금성 비용 및 수익	216	159	140	133	140
유형자산감가상각비	3	4	3	2	2
무형자산상각비	183	143	134	131	138
운전자본변동	-179	4	-58	-16	0
매출채권등의 감소	15	65	6	-16	-7
재고자산의 감소	0	0	37	-10	-4
매입채무등의 증가	-5	-8	12	8	3
기타 영업현금흐름	-22	-16	-1	1	0
투자활동 현금흐름	-1	10	-207	-161	-177
유형자산의 증가(CAPEX)	-3	-1	0	-1	-1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-1	-76	-160	-177
투자자산의 감소(증가)	-4	8	0	0	0
기타	6	4	-131	0	1
재무활동 현금흐름	-9	-175	20	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-9	-175	20	0	0
기타 및 조정	0	5	-2	0	-1
현금의 증가	35	20	-90	2	21
기초현금	124	158	178	88	90
기말현금	158	178	88	90	111

매수 (신규)

목표주가 (신규) 90,000원
현재가 (10/31) 70,200원

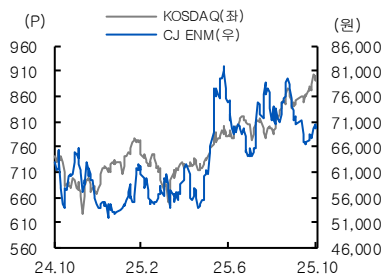
KOSDAQ (10/31)	900.42pt
시가총액	1,539십억원
발행주식수	21,929천주
액면가	5,000원
52주 최고가	81,800원
최저가	51,900원
60일 일평균거래대금	6십억원
외국인 지분율	18.8%
배당수익률 (2025F)	0.0%

주주구성
CJ 외 8 인 42.79%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-8%	-9%	-8%
절대기준	-1%	14%	12%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	90,000	-	-
EPS(25)	3,646	-	-
EPS(26)	2,270	-	-

CJ ENM 상대주가 (%)



CJ ENM (035760)

매출 포트폴리오 확대 지속

3Q25 Preview: 영업이익 239억원(+51.1% YoY) 추정

동사의 3분기 실적은 매출액 1조 2,048억원(+7.1% YoY, -8.2% QoQ), 영업이익 239억원(+51.1% YoY, -16.4% QoQ, OPM 2.0%)으로 시장기대치(275억원)를 하회할 것으로 추정한다. 미디어플랫폼 부문은 광고매출이 전년동기 감소세 지속, TVING 구독자 수는 전분기대비 증가에도 불구하고 적자는 지속되었을 것으로 예상한다. 영화/드라마 부문은 ‘악마가 이사왔다’, ‘어쩔수가 없다’ 등 투자/배급 작품 흥행, 피프스시즌 작품 딜리버리 확대가 예상된다. 음악 부문은 제로베이스원 앨범발매(초동 153만장) 실적 반영, 커머스 부문은 M/S 성장에 집중하며 매출이 전년동기 소폭 증가했을 것으로 예상된다. 부문별 영업손익은 미디어플랫폼 -37억원(적전 YoY), 영화/드라마 81억원(흑전 YoY), 음악 44억원(+85.4% YoY), 커머스 152억원(+66.0% YoY) 수준으로 추정된다.

2026년 영업이익 1,852억원(+81.3% YoY) 전망

동사의 2026년 실적은 매출액 5조 7,144억원(+12.5% YoY), 영업이익 1,852억원(+81.3% YoY)으로 전망한다. 1) 영화/드라마 작품 딜리버리 증가, 2) 음악 사업부의 26년 신인그룹 활동, 3) TVING-Wavve 합병법인 출범에 따른 비용 효율화 및 해외진출(워너브라더스와 파트너십)을 통한 손익개선이 전사 실적 성장을 견인할 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 90,000원으로 신규 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 90,000원을 제시하며, 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP Valuation을 적용해 산출했다. 1) TVING-Wavve 합병법인 출범에 따른 손익 개선, 2) 피프스시즌 딜리버리 확대, 3) 음악사업부 실적개선 등을 고려하면 현재 주가대비 업사이드는 충분하다고 판단한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,368	5,231	5,081	5,714	6,001
영업이익	-15	104	102	185	217
세전이익	-335	-532	68	72	105
지배주주순이익	-316	-503	76	47	69
EPS(원)	-15,238	-24,283	3,646	2,270	3,321
증가율(%)	163.1	59.4	-115.0	-37.7	46.3
영업이익률(%)	-0.3	2.0	2.0	3.2	3.6
순이익률(%)	-9.1	-11.1	0.9	1.0	1.3
ROE(%)	-9.3	-16.7	2.7	1.7	2.4
PER	-4.7	-2.2	19.1	30.6	20.9
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.8	2.3	3.0	3.0	2.8

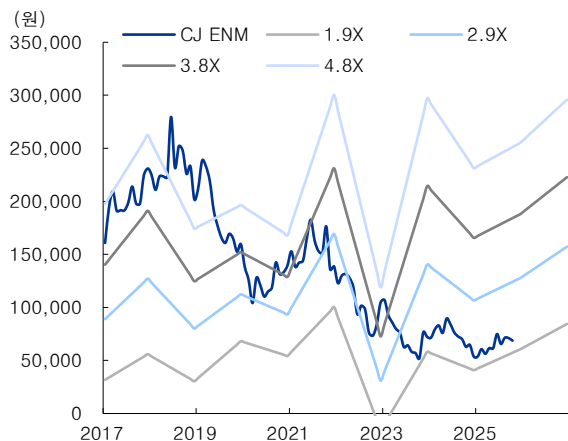
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 14. SOTP Valuation Table

구분	단위	2025E	2026E	비고
EBIT	십억원	102	185	
Media Platform	십억원	(11)	22	
Film/Drama	십억원	(8)	21	
Music	십억원	35	55	
Commerce	십억원	86	88	
Target EV/EBIT	배		8.0	
Media Platform	배		8.0	SBS EV/EBIT
Film/Drama	배		20.0	스튜디오드래곤 EV/EBIT
Music	배		10.0	SM/YG/JYP EV/EBIT Avg 30% 할인
Commerce	배		4.0	GS/현대홈쇼핑 Avg
Total EV	십억원		1,487	
Media Platform	십억원		177	
Film/Drama	십억원		412	
Music	십억원		548	
Commerce	십억원		351	
(+) Non-Operating Value	십억원		1,349	2Q25 기준
Cash & Equivalents	십억원		546	
Financial Assets	십억원		81	
Investment Securities	십억원		722	상장 보유지분 30% 할인
Others	십억원		0	
(-) Debt	십억원		979	2Q25 기준
Equity Value	십억원		1,868	
# of Shares	천 주		20,730	
목표주가	원		90,000	Rounded
현재주가	원		70,200	2025. 10. 31. 기준
상승여력	%		28.2	

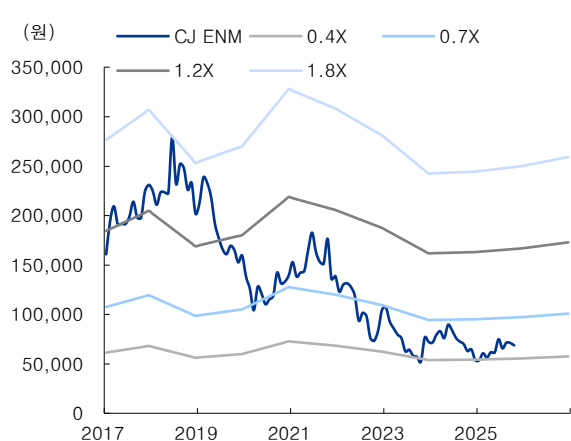
자료: IBK투자증권 추정

그림 46. 12M Fwd EV/EBITDA 밴드차트



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 47. 12M Fwd P/B 밴드차트

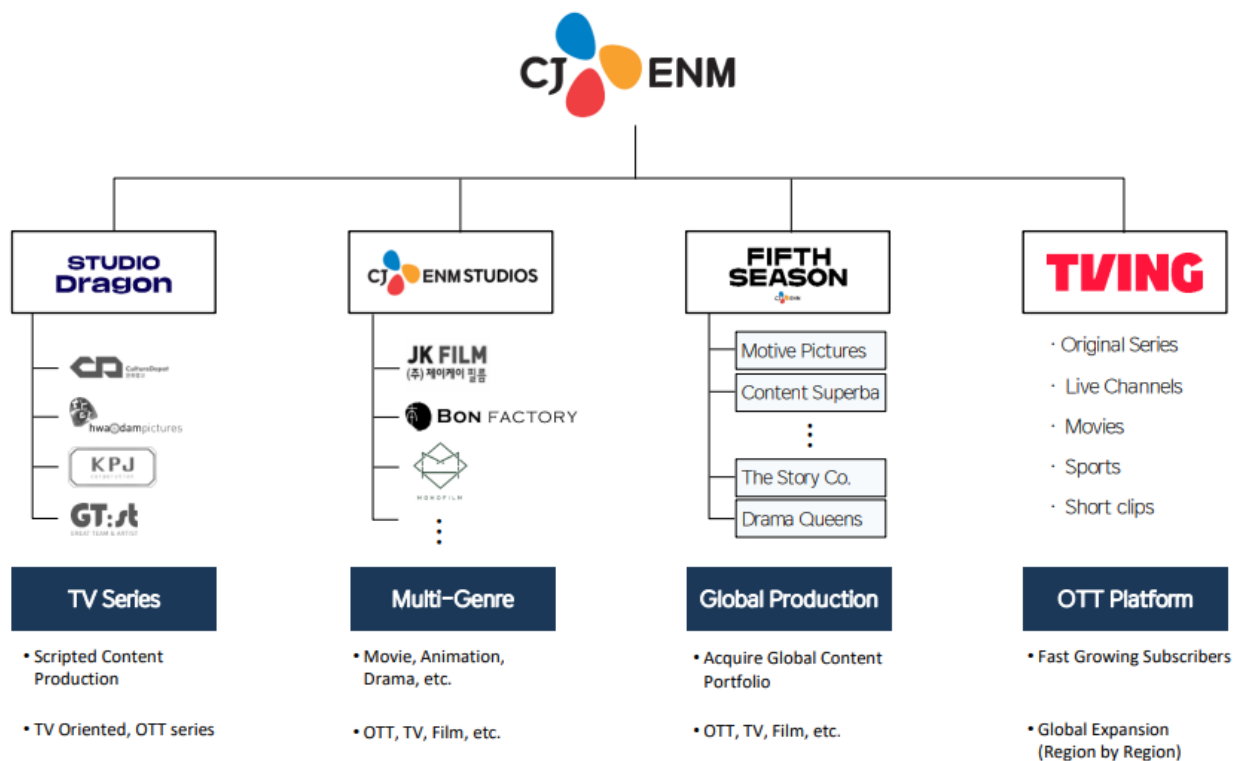


자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 15. CJ ENM 실적 추정 테이블

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	1,154	1,165	1,125	1,788	1,138	1,313	1,205	1,425	5,231	5,081	5,714
Media Platform	314	353	356	350	293	319	336	354	1,373	1,302	1,853
TV Ad	78	96	88	96	63	78	80	91	358	312	367
Subscription Fees	74	69	69	65	73	70	70	65	276	278	281
Others (TVING, etc)	162	189	200	189	156	171	186	199	739	712	1,205
TVING	83	108	121	123	89	99	113	124	435	425	861
월평균 유저 (천명)	3,522	4,555	5,129	5,180	3,754	4,201	4,701	5,201	18,386	17,857	37,004
구독료(원)	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500
Others	79	81	78	66	67	71	73	74	304	286	344
Film/Drama	366	288	252	799	316	411	340	483	1,705	1,550	1,649
Contents Sales	326	272	150	652	233	385	270	391	1,399	1,278	1,375
Film/Musical	19	11	49	67	30	9	44	60	146	143	144
Others	21	5	53	80	53	17	26	32	160	129	130
Music	126	152	183	241	167	197	183	174	702	721	734
Album/Streaming	22	28	24	21	22	21	24	21	96	89	89
Concert	18	46	53	55	61	30	37	36	172	164	165
Others (Label)	86	78	105	166	85	146	121	117	435	469	480
Commerce	348	372	334	398	362	386	346	414	1,451	1,508	1,478
TV	116	115	111	118	114	116	113	152	460	496	500
Digital	187	188	168	214	197	212	177	208	757	793	768
Others	45	69	55	66	51	58	56	53	235	219	211
영업이익	12	35	16	41	1	29	24	49	104	102	185
영업이익률	1.1%	3.0%	1.4%	2.3%	0.1%	2.2%	2.0%	3.4%	2.0%	2.0%	3.2%
Media Platform	-3	16	11	2	-6	-8	-3.7	6	25	-11	22
Film/Drama	-18	-18	-6	1	-23	-1	8.1	8	-41	-8	21
Music	5	5	2	19	3	17	4.4	11	31	35	55
Commerce	26	27	9	20	26	21	15.2	24	83	86	88
당기순이익	-35	10	-531	-25	-82	115	-3	17	-581	46	55
순이익률	-3.0%	0.9%	-47.3%	-1.4%	-7.2%	8.7%	-0.3%	1.2%	-11.1%	0.9%	1.0%
YoY 성장률											
매출액	21.6	11.0	1.2	41.9	-1.4	12.7	7.1	-20.3	19.8	-2.9	12.5
Media Platform	13.1	3.0	13.4	6.9	-6.8	-9.5	-5.8	1.3	8.8	-5.2	42.3
Film/Drama	55.2	25.3	-22.9	166.3	-13.8	42.7	35.2	-39.5	56.1	-9.1	6.4
Music	5.7	16.4	7.4	-6.0	32.9	29.5	0.1	-28.0	3.8	2.7	1.8
Commerce	10.0	7.6	11.2	5.9	4.2	3.7	3.7	4.0	8.5	3.9	-2.0
영업이익	흑전	흑전	113.8	-30.2	-94.3	-19.0	51.1	19.3	흑전	-2.3	81.3
Media Platform	적지	흑전	471.5	-32.2	적지	적전	적전	293.4	흑전	적전	흑전
Film/Drama	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	1,157.2	적지	적지	흑전
Music	-41.0	-59.2	-84.8	-46.7	-43.9	248.7	85.4	-42.7	-56.5	13.2	56.7
Commerce	49.7	47.0	29.6	-21.9	-1.4	-22.0	66.0	16.6	20.1	3.6	1.8
순이익	적지	흑전	적지	적지	적지	1028.9	적지	흑전	적지	흑전	19.7

자료: CJ ENM, IBK투자증권 추정



자료: CJ ENM, IBK투자증권



자료: CJ ENM, IBK투자증권

표 16. TVING 오리지널 드라마 라인업

작품명	OTT	공개일	회차	극본	연출	주연	비고
원경	TVING	2025.01.06	12	이영미	김상호	차주영, 이현욱	
원경: 단오의 인연	TVING	2025.01.21	2	이영미	김상호	차주영, 이현욱	
스타디그룹	TVING	2025.01.23	10	엄선호, 오보현	이장훈	황민현, 한지은	
춘화연애담	TVING	2025.02.06	10	서은정	이광영	고아라, 장물	
내가 죽기 일주일 전	TVING	2025.04.03	6	송현주, 장인정	김혜영, 최하나	공명, 김민하	
샤크 : 더 스톱	TVING	2025.05.15	6	민지	김건	김민석, 이현욱	
러닝메이트	TVING	2025.06.19	8	한진원, 홍지수	한진원	윤현수, 이정식	
친애하는 X	TVING	2025.11	12	최자원, 반지운	이응복, 박소현	김유정, 김영대	
빌런즈	TVING	2026	TBD	김형준	진혁, 박진영	유지태, 곽도원	
유미의 세포들 시즌3	TVING	2026	TBD	송재정, 김경란	이상엽	김고은, 김재원	
로또 1등도 출근합니다	TVING	2026	10	윤영빈	윤영빈	이준혁, 서현우	
취사병 전설이 되다	TVING	2026	12	최룡	조남형	박지훈, 윤경호	
언프렌드	TVING	TBD	6	주원규	김지운, 박보람	김선호, 박규영	
내가 떨릴 수 있게	TVING	TBD	12	안새봄	김예지	남지현, 김재영	
천국의 밤	TVING	TBD	TBD		윤종호	장동윤	
ONE: 하이스쿨 히어로즈	Wavve	2025.05.30	8	김영은	이성태	이정하, 김도완	
S라인	Wavve	2025.07.11	6	안주영, 황호길	안주영	이수혁, 이다희	
단죄	Wavve	2025.09.24	8	김단비	최형준	이주영, 지승현	
리버스	Wavve	2025	8	임건중	임건중	서지혜, 고수	
귀왕	Wavve	2026	TBD	-	-	-	
미션 투 파서블	Wavve	2026	TBD	-	-	-	

자료: CJ ENM, TVING, Wavve, 언론보도, IBK투자증권

표 17. CJ ENM 주요 IP 앨범 발매 일정

구분	데뷔연도	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	비고
웨이브원						
케플러	2021			8/19		
제로베이스원	2023	2/24		9/1		
이즈나	2024		6/9	9/30		
라포네/라포네걸즈	2019					
JO1	2020		4/2	9/5	10/22	
INI	2021					
DXTEEN	2023		5/7	9/24		
ME:I	2024		4/16	9/3		
ISSUE	2024		5/21			

주: 피지컬앨범 발매 기준

자료: 씨클차트, 한터차트, 오리콘차트, 언론보도, IBK투자증권

CJ ENM (035760)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,368	5,231	5,081	5,714	6,001
증가율(%)	-8.8	19.8	-2.9	12.5	5.0
매출원가	2,851	3,520	3,399	3,900	4,110
매출총이익	1,517	1,711	1,682	1,814	1,890
매출총이익률 (%)	34.7	32.7	33.1	31.7	31.5
판매비	1,532	1,607	1,580	1,629	1,673
판매비율(%)	35.1	30.7	31.1	28.5	27.9
영업이익	-15	104	102	185	217
증가율(%)	-110.6	-815.6	-2.3	81.3	17.2
영업이익률(%)	-0.3	2.0	2.0	3.2	3.6
순금융손익	-167	-143	-27	-33	-37
이자손익	-140	-144	-14	-33	-37
기타	-27	1	-13	0	0
기타영업외손익	-95	-493	-51	-80	-75
중속/관계기업손익	-59	0	44	0	0
세전이익	-335	-532	68	72	105
법인세	62	49	22	17	24
법인세율	-18.5	-9.2	32.4	23.6	22.9
계속사업이익	-397	-581	46	55	81
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-397	-581	46	55	81
증가율(%)	124.4	46.4	-108.0	19.7	46.3
당기순이익률 (%)	-9.1	-11.1	0.9	1.0	1.3
지배주주당기순이익	-316	-503	76	47	69
기타포괄이익	-61	101	-73	0	0
총포괄이익	-458	-480	-27	55	81
EBITDA	962	1,706	1,355	1,374	1,476
증가율(%)	-32.8	77.4	-20.6	1.4	7.4
EBITDA마진율(%)	22.0	32.6	26.7	24.0	24.6

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-15,238	-24,283	3,646	2,270	3,321
BPS	147,691	127,392	128,105	130,251	133,391
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-4.7	-2.2	19.1	30.6	20.9
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.8	2.3	3.0	3.0	2.8
성장성지표(%)					
매출증가율	-8.8	19.8	-2.9	12.5	5.0
EPS증가율	163.1	59.4	-115.0	-37.7	46.3
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-9.3	-16.7	2.7	1.7	2.4
ROA	-3.9	-6.0	0.5	0.6	0.9
ROIC	-10.4	-16.5	1.5	1.9	2.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	138.2	153.3	138.3	144.1	144.3
순차입금 비율(%)	51.0	49.0	48.1	47.2	46.6
이자보상배율(배)	-0.1	0.6	4.9	3.9	4.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.2	5.1	5.1	6.1	5.9
재고자산회전율	41.0	41.4	34.9	34.6	33.1
총자산회전율	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,782	2,909	2,316	2,529	2,600
현금및현금성자산	1,033	973	587	596	578
유가증권	64	69	69	69	69
매출채권	931	1,115	885	995	1,045
재고자산	116	137	154	177	186
비유동자산	7,168	6,407	6,381	6,517	6,650
유형자산	1,353	861	797	760	728
무형자산	2,857	2,664	2,550	2,724	2,889
투자자산	2,199	1,994	2,059	2,059	2,059
자산총계	9,950	9,317	8,697	9,046	9,250
유동부채	3,401	3,814	3,684	3,978	4,101
매입채무및기타채무	1,075	1,217	1,304	1,496	1,577
단기차입금	913	1,046	861	861	861
유동성장기부채	443	656	700	700	700
비유동부채	2,371	1,824	1,363	1,363	1,363
사채	770	744	571	571	571
장기차입금	984	266	163	163	163
부채총계	5,772	5,639	5,047	5,341	5,464
지배주주지분	3,239	2,794	2,809	2,856	2,925
자본금	111	111	111	111	111
자본잉여금	2,456	2,432	2,432	2,432	2,432
자본조정등	-341	-341	-339	-339	-339
기타포괄이익누계액	161	212	146	146	146
이익잉여금	852	380	461	508	576
비지배주주지분	939	884	841	849	861
자본총계	4,178	3,678	3,650	3,705	3,786
비이자부채	2546	2793	2636	2930	3053
총차입금	3,226	2,846	2,411	2,411	2,411
순차입금	2,129	1,804	1,756	1,747	1,765

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,295	1,403	1,201	1,334	1,374
당기순이익	-397	-581	46	55	81
비현금성 비용 및 수익	1,431	2,315	1,277	1,189	1,259
유형자산감가상각비	77	81	81	78	75
무형자산상각비	899	1,521	1,172	1,111	1,184
운전자본변동	485	-148	-32	90	34
매출채권등의 감소	253	-95	157	-110	-50
재고자산의 감소	-26	-23	-20	-23	-10
매입채무등의 증가	9	31	-30	192	81
기타 영업현금흐름	-224	-183	-90	0	0
투자활동 현금흐름	-1,266	-936	-1,197	-1,325	-1,391
유형자산의 증가(CAPEX)	-100	-63	-33	-41	-43
유형자산의 감소	2	170	4	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1,367	-1,147	-1,052	-1,284	-1,349
투자자산의 감소(증가)	63	173	-15	0	0
기타	136	-69	-101	0	1
재무활동 현금흐름	-127	-569	-376	0	0
차입금의 증가(감소)	1,039	-71	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-1166	-498	-376	0	0
기타 및 조정	-3	43	-15	0	-1
현금의 증가	-101	-59	-387	9	-18
기초현금	1,134	1,033	973	587	596
기말현금	1,033	973	587	596	578

매수 (신규)

목표주가 (신규) 13,000원
현재가 (10/31) 9,990원

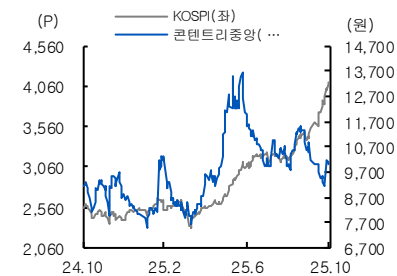
KOSPI (10/31) 4,107.50pt
시가총액 192십억원
발행주식수 19,262천주
액면가 5,000원
52주 최고가 13,640원
최저가 7,500원
60일 일평균거래대금 1십억원
외국인 지분율 1.4%
배당수익률 (2025F) 0.0%

주주구성
중앙피앤아이 외 2 인 42.24%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-21%	-35%	-32%
절대기준	-5%	4%	10%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	13,000	-	-
EPS(25)	-4,669	-	-
EPS(26)	-1,205	-	-

콘텐츠리중앙 상대주가 (%)



콘텐츠리중앙 (036420)

드라마 편성 확대에 예능까지

3Q25 Preview: 영업이익 83억원(흑전 YoY) 전망

동사의 2분기 실적은 매출액 3,252억원(+42.5% YoY, +3.0% QoQ), 영업이익 83억원(흑전 YoY, +399.4 QoQ, OPM 2.6%)으로 시장기대치(69억)를 소폭 상회할 것으로 추정한다. SLL 영업이익은 122억원(흑전 YoY)으로 흑자 전환이 예상된다. 이는 드라마 ‘굿보이’, ‘에스콰이어’, ‘서울 자가에 대기업 다니는 김부장 이야기’와 예능 크라임씬 : 제로 방영, 리콥을 상승이 맞물린데 기인한다. 방영 회차는 2분기 26회에서 3분기 47회로 늘어날 것으로 예상된다. 메가박스는 영업적자 43억원(적전 YoY)이 추정하나, 7~8월 ‘F1: 더무비’, ‘귀멸의 칼날’ 흥행효과로 적자폭은 축소될 것으로 예상된다.

2026년 영업이익 394억원(+357.8% YoY) 전망

동사의 2026년 실적은 매출액 1조 2,145억원(+0.5% YoY), 영업이익 394억원 (+357.8 YoY, OPM 3.2%)을 기록할 것으로 전망한다. SLL은 업종 드라마 편성슬랏 확대에 따른 제작편수 증가, 리콥을 정상화에 따른 실적개선, 메가박스는 합병 및 비용효율화에 따른 적자 폭 감소가 예상되기 때문이다. 스튜디오슬램 중심으로 전개되는 신사업 예능의 경우 낮은 제작비와 PPL 등의 부가매출 창출이 가능한 모델이라는 점에서 실적 개선에 긍정적 효과가 있을 것으로 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 13,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 13,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP Valuation 방식으로 산출했다. 2025년을 바탕으로 점진적인 실적개선이 기대되는 만큼 동사 주가도 바닥권에서 실적개선과 함께 반등할 것으로 전망한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	993	879	1,208	1,214	1,266
영업이익	-68	-47	9	39	49
세전이익	-153	-114	-114	-31	-20
지배주주순이익	-119	-66	-89	-23	-15
EPS(원)	-6,235	-3,478	-4,669	-1,205	-772
증가율(%)	192.9	-44.2	34.2	-74.2	-35.9
영업이익률(%)	-6.8	-5.3	0.7	3.2	3.9
순이익률(%)	-16.8	-10.5	-8.4	-2.5	-1.6
ROE(%)	-109.5	-72.0	-161.9	243.7	52.1
PER	-2.4	-2.5	-2.2	-8.3	-13.0
PBR	3.8	1.6	93.6	-9.2	-5.4
EV/EBITDA	15.3	11.5	9.5	8.1	7.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 18. SOTP Valuation Table

구분	단위	2025E	2026E	비고
EBITDA		208	244	
SLL	십억원	160	172	
Megabox+PlayTime	십억원	49	72	
Target EV/EBITDA	배		7.0	
SLL	배		7.8	스튜디오드래곤 멀티플 평균
Megabox+PlayTime	배		5.5	CJ CGV 멀티플 평균
Total EV	십억원		1,102	
SLL	십억원		720	지분율 53.8% 반영
Megabox+PlayTime	십억원		382	지분율 98.0% 반영
(+) Non-Operating Value	십억원		87	
Cash & Equivalents	십억원		54	
Financial Assets	십억원		32	
Investment Securities	십억원		0	
Others	십억원		0	
(-) Debt	십억원		948	
Equity Value	십억원		241	
# of Shares	천 주		19,105	
목표주가	원		13,000	Rounded
현재주가	원		9,990	2025. 10. 31. 기준
상승여력	%		30.1	

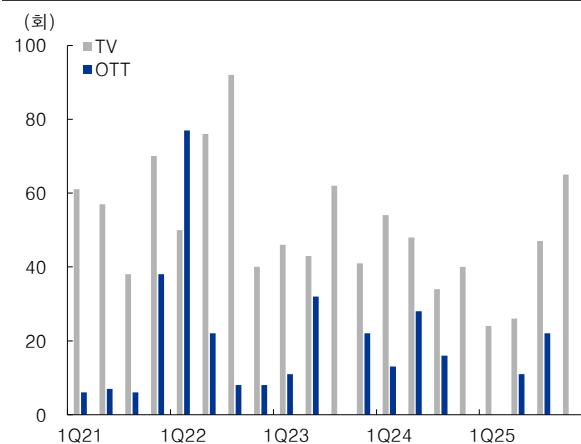
자료: IBK투자증권 추정

표 19. 콘텐츠리중앙 실적 추정 테이블

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	221	227	228	204	225	316	325	342	879	1,208	1,214
SLL	103	127	125	116	140	222	225	243	470	829	815
Megabox	85	71	75	59	45	58	65	62	291	230	266
Playtime	19	14	17	14	16	13	13	13	64	56	52
Others	14	14	12	15	24	23	22	24	55	94	81
영업이익	-10	-7	-13	-18	-12	2	8	11	-47	9	39
영업이익률	-4.5%	-2.9%	-5.6%	-8.8%	-5.4%	0.5%	2.6%	3.1%	-5.4%	0.7%	3.2%
EBITDA	34	45	41	36	21	58	64	66	156	208	244
EBITDA 이익률	15.3%	19.7%	18.0%	17.7%	9.2%	18.5%	19.6%	19.2%	17.7%	17.2%	20.1%
당기순이익	-30	-26	-34	-2	-37	-47	-10	-6	-92	-101	-31
순이익률	-13.8%	-11.3%	-14.9%	-1.0%	-16.6%	-15.0%	-3.0%	-1.8%	-10.4%	-8.4%	-2.5%
YoY 성장률											
매출액	18.1	-18.8	-15.2	-21.0	1.9	39.2	42.5	68.0	-11.4	37.4	0.5
SLL	10.0	-29.1	-24.6	-11.9	35.6	74.6	80.3	110.3	-17.4	76.3	-1.7
Megabox	30.5	-1.6	5.1	-40.8	-47.4	-18.9	-13.3	4.2	-5.9	-21.1	16.0
Playtime	12.6	5.9	-8.3	-10.4	-13.3	-7.6	-21.4	-6.0	-0.3	-12.5	-6.6
Others	20.2	-1.4	-16.8	-5.1	76.6	61.0	88.7	61.9	-2.0	71.2	-13.0
영업이익	적지	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	357.8
EBITDA	225.6	-17.3	-32.0	흑전	-38.8	30.6	54.9	81.9	26.4	33.8	17.1
순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지

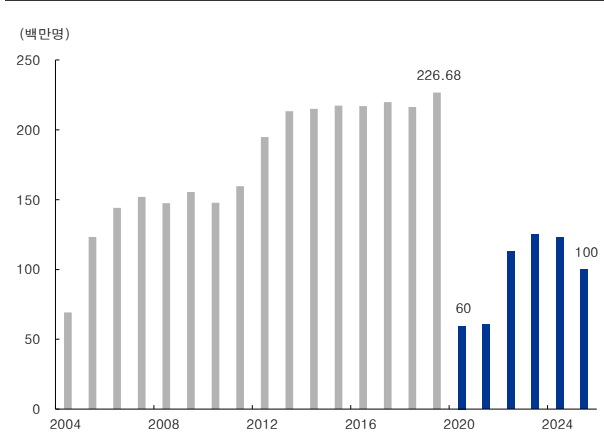
자료: 콘텐츠리중앙, IBK투자증권 추정

그림 50. 드라마 작품 수 추이 및 전망



자료: 콘텐츠리중앙, IBK투자증권

그림 51. 국내 박스오피스 관람객 수 추이



자료: KOFIC, IBK투자증권

그림 52. 콘텐츠리중앙 드라마/영화 라인업

		1H25(7)			2H25(21+)		
		Title		제작사	Title		제작사
Scripted/ Film	JTBC	협상의 기술		SLL, BA엔터, 언코어	착한 사나이		SLL
		천국보다 아름다운		SLL, 스튜디오파닉스	에스콰이어		SLL, BA엔터
		굿보이		SLL, 언코어	마이 유스		SLL, 하이지움
					서울 자가에 대기업 다니는 김 부장 이야기		SLL, 언코어
					경도를 기다리며		SLL
					백 번의 추억		SLL
	OTT/ 타채널 등	춘화연애담		SLL	캐서로		SLL, 언코어
		샤크 : 더 스톨		SLL	자백의 대가		프로덕션에이치
					파인 : 촌뜨기들		SLL
					UDT : 우리 동네 특공대		하이지움
영화	영화	이 별에 필요한		클라이맥스	이 강에는 달이 흐른다		하이지움
					모범택시 3		BA엔터
					킬링타임		퍼펙트스톨
					하얀 차를 탄 여자		BA엔터
해외	해외	마물		SLL Japan	The Summer I Turned Pretty S3		wiip
					Task S1		
					크라이빈 : 제로		스튜디오슬램
					흑백요리사 S2		스튜디오슬램
예능	예능				저스트 메이크업		SLL, 스튜디오슬램
					싱어게인4		스튜디오슬램

자료: 콘텐츠리중앙, IBK투자증권

그림 53. 콘텐츠리중앙 중장기 방향성

Scripted(SLL+Labels)	Global																
SLL + Labels [하반기 양적+질적 확장 → 수익성 개선] - 주중 Slot(금/금) 재개로 하반기 작품 확대 (JTBC드라마 1H 3편 → 2H 7편, OTT/타채널 1H 4편 → 2H 14+편) - 하반기 작품 대부분 OTT 글로벌 독점 공급으로 안정적 수익 확보 완 - OTT별 '편' 독점 공급 가능해지며 리콜을 개선 <table border="1"> <thead> <tr> <th>1H(3편)</th><th>2H(7편)</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>토/일 <협상의 기술></td><td>금/금 <착한 사나이></td></tr> <tr> <td><천국보다 아름다운></td><td><마이 유스></td></tr> <tr> <td><굿보이></td><td><러브 미></td></tr> <tr> <td></td><td>토/일 <에스콰이어></td></tr> <tr> <td></td><td><백번의 추억></td></tr> <tr> <td></td><td><서울...김부장></td></tr> <tr> <td></td><td><경도를 기다리며></td></tr> </tbody> </table>	1H(3편)	2H(7편)	토/일 <협상의 기술>	금/금 <착한 사나이>	<천국보다 아름다운>	<마이 유스>	<굿보이>	<러브 미>		토/일 <에스콰이어>		<백번의 추억>		<서울...김부장>		<경도를 기다리며>	wiip [실적 턴어라운드 + '제작형 수출' 확대] - wiip '25년 실적 턴어라운드 '26~'27년 방영 콘텐츠 OTT 제작승인 확보 중 - 구작 OTT 홀드백 기간 만료 후 라이브러리 매출 추가 발생 기대 <The Summer I Turned Pretty S3> 7/16 공개 프라임비디오 글로벌 TV Show 부문 1위 (북미 지역에서도 1위 기록) 시청자수 시즌2 대비 40% 증가, 시즌1 대비 3배 이상 증가 SLL Japan - SLL IP 활용하여 일본 현지 공동제작 & 리메이크 프로젝트 확장 추진 (ex. TV아사히 <마물> 등)
1H(3편)	2H(7편)																
토/일 <협상의 기술>	금/금 <착한 사나이>																
<천국보다 아름다운>	<마이 유스>																
<굿보이>	<러브 미>																
	토/일 <에스콰이어>																
	<백번의 추억>																
	<서울...김부장>																
	<경도를 기다리며>																

자료: 콘텐츠리중앙, IBK투자증권

콘텐츠리중앙 (036420)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	993	879	1,208	1,214	1,266
증가율(%)	16.5	-11.4	37.3	0.5	4.2
매출원가	763	647	942	927	956
매출총이익	230	232	265	287	310
매출총이익률 (%)	23.2	26.4	21.9	23.6	24.5
판매비	298	279	257	248	261
판매비율(%)	30.0	31.7	21.3	20.4	20.6
영업이익	-68	-47	9	39	49
증가율(%)	-5.1	-30.3	-118.1	357.8	23.5
영업이익률(%)	-6.8	-5.3	0.7	3.2	3.9
순금융손익	-40	-50	-111	-67	-65
이자손익	-71	-80	-73	-67	-65
기타	31	30	-38	0	0
기타영업외손익	-31	0	-7	-3	-3
종속/관계기업손익	-15	-16	-4	0	0
세전이익	-153	-114	-114	-31	-20
법인세	14	-22	-13	0	0
법인세율	-9.2	19.3	11.4	0.0	0.0
계속사업이익	-167	-92	-101	-31	-20
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-167	-92	-101	-31	-20
증가율(%)	117.7	-45.1	9.9	-69.6	-35.9
당기순이익률 (%)	-16.8	-10.5	-8.4	-2.5	-1.6
지배주주당기순이익	-119	-66	-89	-23	-15
기타포괄이익	14	5	5	0	0
총포괄이익	-153	-86	-96	-31	-20
EBITDA	123	156	208	244	255
증가율(%)	14.8	26.4	33.8	17.1	4.6
EBITDA마진율(%)	12.4	17.7	17.2	20.1	20.1

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-6,235	-3,478	-4,669	-1,205	-772
BPS	3,968	5,612	107	-1,088	-1,853
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-2.4	-2.5	-2.2	-8.3	-13.0
PBR	3.8	1.6	93.6	-9.2	-5.4
EV/EBITDA	15.3	11.5	9.5	8.1	7.7
성장성지표(%)					
매출증가율	16.5	-11.4	37.3	0.5	4.2
EPS증가율	192.9	-44.2	34.2	-74.2	-35.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-109.5	-72.0	-161.9	243.7	52.1
ROA	-6.6	-3.5	-3.8	-1.2	-0.8
ROIC	-23.0	-13.4	-15.6	-4.6	-3.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	363.2	384.9	458.5	484.3	512.5
순차입금 비율(%)	210.6	203.3	284.4	311.0	321.6
이자보상배율(배)	-0.8	-0.5	0.1	0.5	0.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.6	5.4	12.4	18.3	18.6
재고자산회전율	24.8	177.6	201.9	189.7	196.3
총자산회전율	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	536	587	369	338	363
현금및현금성자산	178	257	134	111	128
유가증권	15	14	26	26	26
매출채권	198	129	66	67	69
재고자산	4	6	6	6	7
비유동자산	1,953	2,172	2,133	2,101	2,074
유형자산	278	288	310	311	309
무형자산	593	701	629	596	571
투자자산	483	534	523	523	523
자산총계	2,488	2,759	2,503	2,439	2,437
유동부채	1,149	1,426	1,451	1,418	1,435
매입채무및기타채무	11	17	18	18	18
단기차입금	184	317	379	379	379
유동성장기부채	564	505	558	558	558
비유동부채	802	764	604	604	604
사채	292	237	142	142	142
장기차입금	9	121	113	113	113
부채총계	1,951	2,190	2,055	2,022	2,039
지배주주지분	76	108	2	-21	-36
자본금	96	96	96	96	96
자본잉여금	151	135	117	117	117
자본조정등	-5	99	-5	-5	-5
기타포괄이익누계액	43	54	59	59	59
이익잉여금	-208	-276	-369	-392	-407
비지배주주지분	461	461	446	438	434
자본총계	537	569	448	417	398
비이자부채	627	762	561	528	545
총차입금	1,324	1,428	1,494	1,494	1,494
순차입금	1,131	1,157	1,274	1,297	1,280

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-85	-28	28	149	197
당기순이익	-167	-92	-101	-31	-20
비현금성 비용 및 수익	343	267	275	205	207
유형자산감가상각비	84	79	78	74	80
무형자산상각비	107	124	122	130	126
운전자본변동	-188	-134	-120	-25	10
매출채권등의 감소	-36	80	56	0	-3
재고자산의 감소	53	-1	-1	0	0
매입채무등의 증가	-14	7	1	0	1
기타 영업현금흐름	-73	-69	-26	0	0
투자활동 현금흐름	-2	-75	-96	-172	-179
유형자산의 증가(CAPEX)	-43	-34	-74	-75	-78
유형자산의 감소	22	1	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-9	-3	-54	-97	-101
투자자산의 감소(증가)	2	-5	-3	0	0
기타	26	-34	34	0	0
재무활동 현금흐름	58	177	-54	0	0
차입금의 증가(감소)	33	155	13	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	25	22	-67	0	0
기타 및 조정	0	5	-1	0	-1
현금의 증가	-29	79	-123	-23	17
기초현금	207	178	257	134	111
기말현금	178	257	134	111	128

매수 (신규)

목표주가 (신규) 25,000원
현재가 (10/31) 19,990원

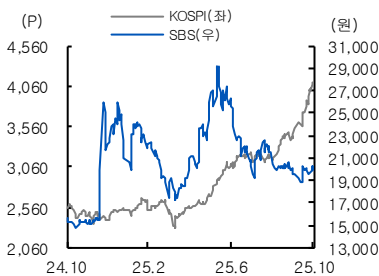
KOSPI (10/31) 4,107.50pt
시가총액 371십억원
발행주식수 18,551천주
액면가 5,000원
52주 최고가 29,200원
최저가 14,740원
60일 일평균거래대금 1십억원
외국인 지분율 0.0%
배당수익률 (2025F) 0.0%

주주구성
티와이홀딩스 36.32%
국민연금공단 10.80%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-16%	-41%	-20%
절대기준	1%	-5%	29%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	25,000	-	-
EPS(25)	773	-	-
EPS(26)	1,315	-	-

SBS 상대주가 (%)



SBS (034120)

파트너사와 시너지 기대

3Q25 Preview: 영업이익 125억원(흑전 YoY) 추정

동사의 3분기 실적은 매출액 2,251억원(-32.1% YoY, -16.1% QoQ), 영업이익 125억원(흑전 YoY, +78.1% QoQ, OPM 5.5%)으로 시장기대치(100억원)를 상회할 것으로 추정한다. 광고업황 회복이 더디게 나타나고 있으나, 넷플릭스와 파트너십 체결에 따른 판권판매 및 제작비 절감노력 효과가 맞물리며 양호한 실적성장이 예상된다.

2026년 영업이익 437억원(+39.7% YoY) 전망

동사의 2026년 실적은 매출액 1조 526억원(+12.3% YoY), 영업이익 437억원(+39.7% YoY, OPM 4.1%)으로 전망한다. 동사는 2024년 12월 넷플릭스와 향후 6년간 SBS 신작 및 기존 드라마, 예능, 교양 프로그램 국내 넷플릭스에 공급하고, 신작드라마 일부는 동시방영 형태로 글로벌 유통한다는 전략적 파트너십을 체결했다. 이 같은 유통구조 개선은 1) 보유 IP 판매에 따른 구작 매출 증가, 2) 제작매출 확대를 통해 실적개선, 3) 넷플릭스 동시방영 시 채널 광고단가 상승에 따른 수익 개선으로 이어질 가능성이 높다고 판단한다. 올해 하반기 '트라이', '키스는 괜히 해서' 2편을 공급할 예정이며, 2026년부터는 신작 동시방영이 이루어지며 실적개선에 기여할 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 25,000원으로 신규 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 25,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2026년 예상 EPS 1,316억원에 Target P/E 19.0배를 적용해 산출했다. 방송광고 업황의 점진적 회복과, 넷플릭스와 전략적 협력을 통한 수익성 개선이 기대된다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	997	1,047	938	1,053	1,079
영업이익	58	-19	31	44	45
세전이익	62	19	21	33	41
지배주주순이익	46	34	14	24	30
EPS(원)	2,534	1,824	773	1,315	1,618
증가율(%)	-69.7	-28.0	-57.7	70.3	23.0
영업이익률(%)	5.8	-1.8	3.3	4.1	4.2
순이익률(%)	4.7	3.2	1.5	2.3	2.8
ROE(%)	5.4	3.8	1.6	2.6	3.1
PER	11.5	12.1	26.3	15.5	12.6
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.0	32.3	7.8	6.5	6.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 20. Valuation Table

구분	단위	2025E	2026E	비고
지배주주순이익	십억원	14	24	
유통주식 수	주	18,548	18,548	
EPS	원	773	1,316	
2026E EPS	원		1,316	
Target Multiple	배		19.0	
목표주가	원		25,000	Rounded
현재주가	원		19,990	2025. 10. 30. 기준
상승여력	%		25.1	

자료: IBK투자증권 추정

표 21. Global Peer Group 테이블

기업명	국가	시가 총액	주가	상대수익률					P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
				1W	1M	3M	6M	1Y	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
미디어																
CJ ENM	한국	1,507	68,700	-4.0	-25.7	-23.1	-35.7	-39.9	113.1	17.4	0.5	0.5	2.8	3.0	1.0	3.1
스튜디오드래곤	한국	1,282	42,650	-7.5	-21.2	-34.3	-57.7	-37.2	42.4	25.7	1.7	1.6	7.1	6.1	4.0	6.2
콘텐츠리중앙	한국	179	9,310	-13.4	-30.1	-34.7	-45.3	-62.8	N/A	N/A	4.0	4.5	11.4	11.7	-93.3	-5.1
SBS	한국	369	19,910	-2.4	-14.1	-29.7	-48.1	-19.0	13.7	9.2	0.4	0.4	5.0	4.1	3.0	4.2
CJ CGV	한국	846	5,110	-7.2	-18.5	-22.7	-41.1	-59.5	N/A	N/A	1.3	1.4	8.5	8.6	-8.7	-1.4
넷플릭스	미국	474.4	116.4	0.8	0.5	-2.4	-8.1	47.3	46.7	37.9	18.2	14.8	37.7	31.0	42.0	44.7
월트디즈니	미국	205.5	114.3	1.4	0.9	-12.3	5.4	3.0	19.4	17.6	1.9	1.7	12.5	11.2	10.7	9.4
워너브라더스	미국	50.3	20.3	11.7	3.1	51.5	128.3	154.9	52.0	N/A	1.4	1.4	9.6	9.3	4.9	1.0
파라마운트	미국	18.1	16.5	-5.9	-11.9	-	-	-	13.3	13.1	0.8	0.8	10.2	9.7	6.0	7.8
국내평균									56.4	17.4	1.6	1.7	6.9	6.7	-18.8	1.4
해외평균									32.9	22.9	5.5	4.7	17.5	15.3	15.9	15.7

주: 국내기업은 원화, 해외기업은 달러 기준
자료: Bloomberg, IBK투자증권

표 22. SBS 실적 추정 테이블

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	210	275	331	231	206	268	225	238	1,047	938	1,053
별도	161	192	248	168	147	172	157	168	768	645	749
광고	61	84	75	92	56	73	68	70	311	266	303
사업	101	108	173	76	91	99	89	99	457	379	446
기타	48	83	84	63	59	96	68	70	278	292	303
영업이익	-12	10	-25	9	-7	7	12	19	-19	31	44
영업이익률	-5.7%	3.5%	-7.6%	3.7%	-3.3%	2.6%	5.5%	7.9%	-1.8%	3.3%	4.1%
당기순이익	13	5	-21	37	-7	6	9	6	34	14	24
순이익률	6.2%	1.8%	-6.5%	16.2%	-3.3%	2.1%	4.0%	2.7%	3.2%	1.5%	2.3%
YoY 성장률											
매출액	-3.7	1.4	39.0	-14.5	-1.6	-2.5	-32.1	3.2	5.0	-10.4	12.3
별도	-14.3	-18.6	17.4	-27.6	-8.6	-10.3	-36.5	0.4	-11.3	-16.0	16.1
광고	-15.6	-11.4	-15.5	-16.8	-7.7	-12.6	-9.6	-24.2	-14.8	-14.3	13.9
사업	-13.4	-23.4	41.3	-37.4	-9.1	-8.5	-48.1	30.1	-8.7	-17.2	17.7
기타	63.8	135.1	205.2	65.5	21.7	15.5	-19.1	10.6	113.4	5.0	3.8
영업이익	적지	-62.5	적전	-54.9	적지	-27.0	흑전	117.3	적전	흑전	39.7
순이익	107.1	-77.0	적전	830.0	적전	14.8	흑전	-82.8	-28.5	-57.6	70.4

자료: SBS, IBK투자증권 추정

SBS (034120)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	997	1,047	938	1,053	1,079
증가율(%)	-15.1	5.0	-10.4	12.3	2.5
매출원가	776	886	754	847	868
매출총이익	221	161	183	206	211
매출총이익률 (%)	22.2	15.4	19.5	19.6	19.6
판매비	163	180	152	162	166
판매비율(%)	16.3	17.2	16.2	15.4	15.4
영업이익	58	-19	31	44	45
증가율(%)	-68.6	-132.9	-262.9	39.7	3.3
영업이익률(%)	5.8	-1.8	3.3	4.1	4.2
순금융손익	7	-3	1	10	9
이자손익	6	-4	1	10	9
기타	1	1	0	0	0
기타영업외손익	-6	41	-11	-20	-13
중속/관계기업손익	3	0	0	0	0
세전이익	62	19	21	33	41
법인세	14	-14	7	9	11
법인세율	22.6	-73.7	33.3	27.3	26.8
계속사업이익	47	34	14	24	30
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	47	34	14	24	30
증가율(%)	-69.8	-28.5	-57.6	70.4	23.0
당기순이익률 (%)	4.7	3.2	1.5	2.3	2.8
지배주주당기순이익	46	34	14	24	30
기타포괄이익	-14	1	-1	0	0
총포괄이익	33	35	14	24	30
EBITDA	88	18	69	81	82
증가율(%)	-58.7	-79.4	278.7	17.2	2.0
EBITDA마진율(%)	8.8	1.7	7.4	7.7	7.6

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,534	1,824	773	1,315	1,618
BPS	47,375	48,742	49,487	50,802	52,420
DPS	500	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	11.5	12.1	26.3	15.5	12.6
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.0	32.3	7.8	6.5	6.1
성장성지표(%)					
매출증가율	-15.1	5.0	-10.4	12.3	2.5
EPS증가율	-69.7	-28.0	-57.7	70.3	23.0
수익성지표(%)					
배당수익률	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	5.4	3.8	1.6	2.6	3.1
ROA	3.4	2.4	0.9	1.5	1.8
ROIC	8.2	5.5	2.2	3.8	4.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	52.8	66.8	77.4	77.9	76.0
순차입금 비율(%)	8.5	19.2	17.2	15.6	12.4
이자보상배율(배)	8.7	-1.1	2.6	5.6	4.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	3.4	4.4	4.6	5.7	5.5
재고자산회전율	492.5	470.6	412.6	469.5	449.5
총자산회전율	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	733	760	909	957	992
현금및현금성자산	97	95	145	156	182
유가증권	40	102	198	198	198
매출채권	238	238	173	194	199
재고자산	2	2	2	2	2
비유동자산	613	752	724	723	724
유형자산	349	478	467	465	463
무형자산	46	53	49	52	54
투자자산	118	115	107	107	107
자산총계	1,346	1,512	1,633	1,681	1,715
유동부채	363	336	426	449	454
매입채무및기타채무	19	16	25	28	29
단기차입금	52	50	160	160	160
유동성장기부채	80	70	70	70	70
비유동부채	102	270	287	287	287
사채	70	110	259	259	259
장기차입금	0	129	0	0	0
부채총계	465	606	713	736	741
지배주주지분	879	904	918	942	972
자본금	93	93	93	93	93
자본잉여금	114	112	112	112	112
자본조정등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	6	9	8	8	8
이익잉여금	667	691	706	730	760
비지배주주지분	2	2	2	2	2
자본총계	881	906	920	945	975
비이자부채	253	235	213	236	241
총차입금	212	371	500	500	500
순차입금	75	174	158	147	121

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	63	8	107	47	64
당기순이익	47	34	14	24	30
비현금성 비용 및 수익	49	9	46	37	37
유형자산감가상각비	30	37	34	29	29
무형자산상각비	0	0	4	8	8
운전자본변동	-25	-17	52	-14	-3
매출채권등의 감소	109	22	65	-21	-5
재고자산의 감소	2	0	0	0	0
매입채무등의 증가	-7	12	-7	3	1
기타 영업현금흐름	-8	-18	-5	0	0
투자활동 현금흐름	-83	-153	-183	-37	-37
유형자산의 증가(CAPEX)	-65	-24	-22	-26	-27
유형자산의 감소	0	2	2	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-3	-1	-11	-11
투자자산의 감소(증가)	-9	0	0	0	0
기타	-7	-128	-162	0	1
재무활동 현금흐름	-67	142	127	0	0
차입금의 증가(감소)	-10	124	-20	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-57	18	147	0	0
기타 및 조정	1	1	-1	1	-1
현금의 증가	-86	-2	50	11	26
기초현금	183	97	95	145	156
기말현금	97	95	145	156	182

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

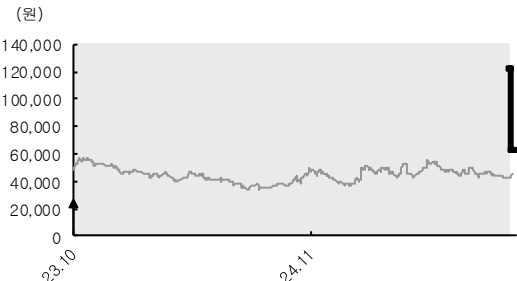
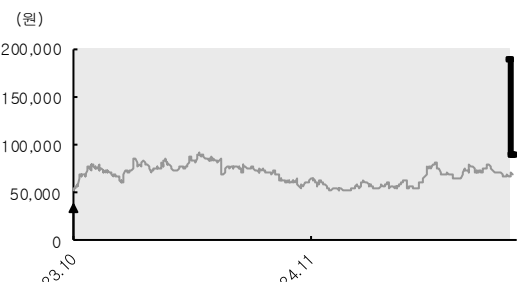
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

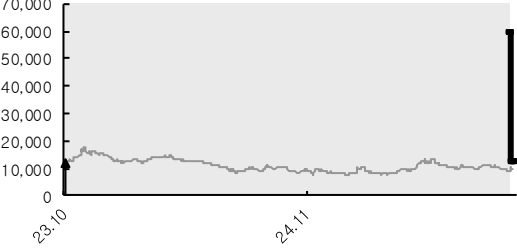
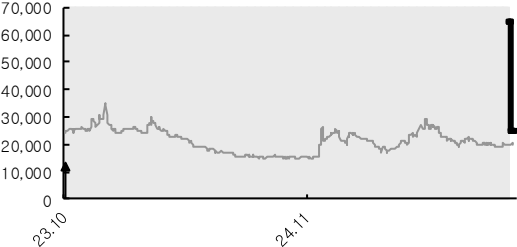
투자등급 통계 (2024.10.01~2025.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	129	90.8
Trading Buy (중립)	11	7.7
중립	2	1.4
매도	0	0

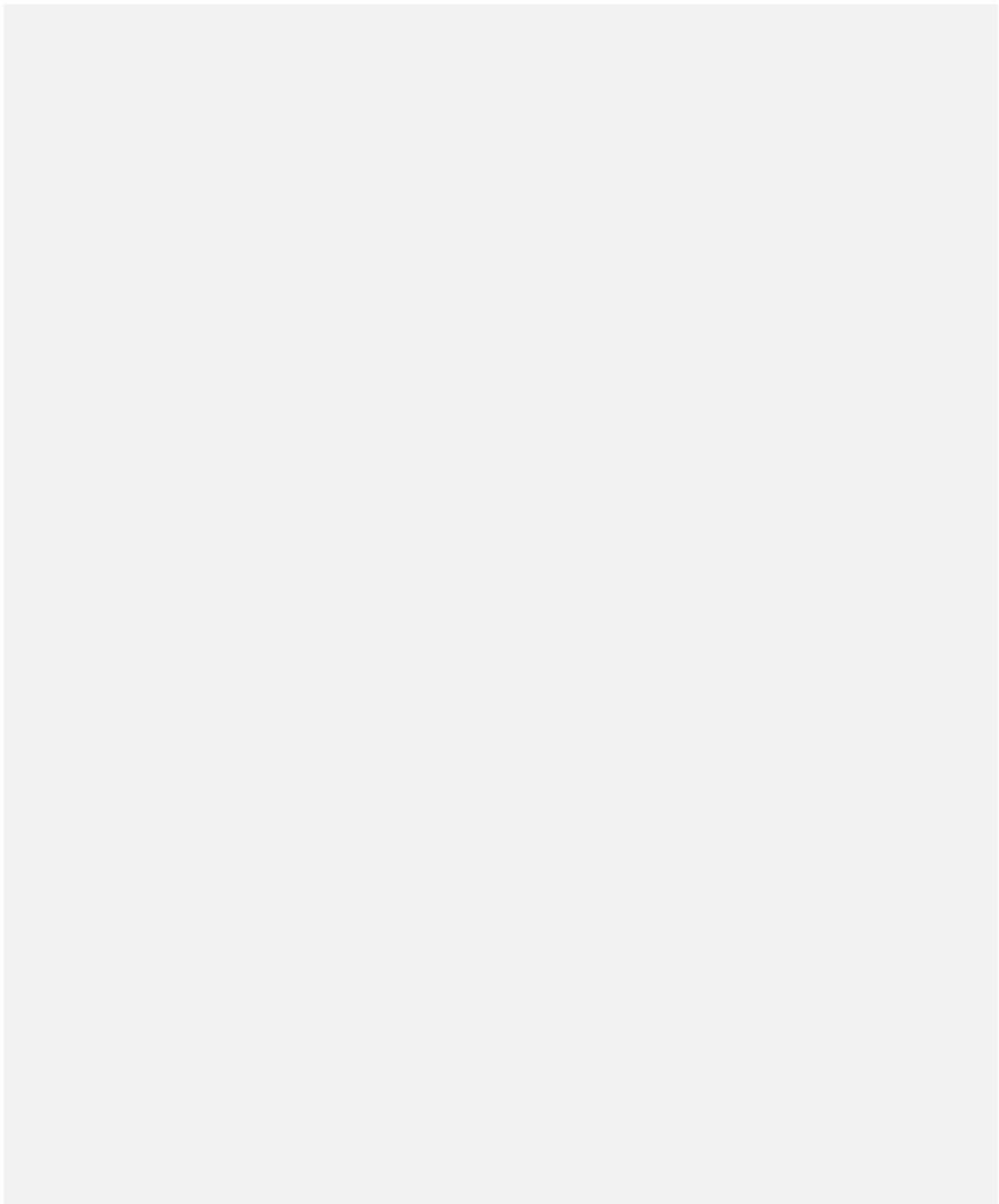
최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

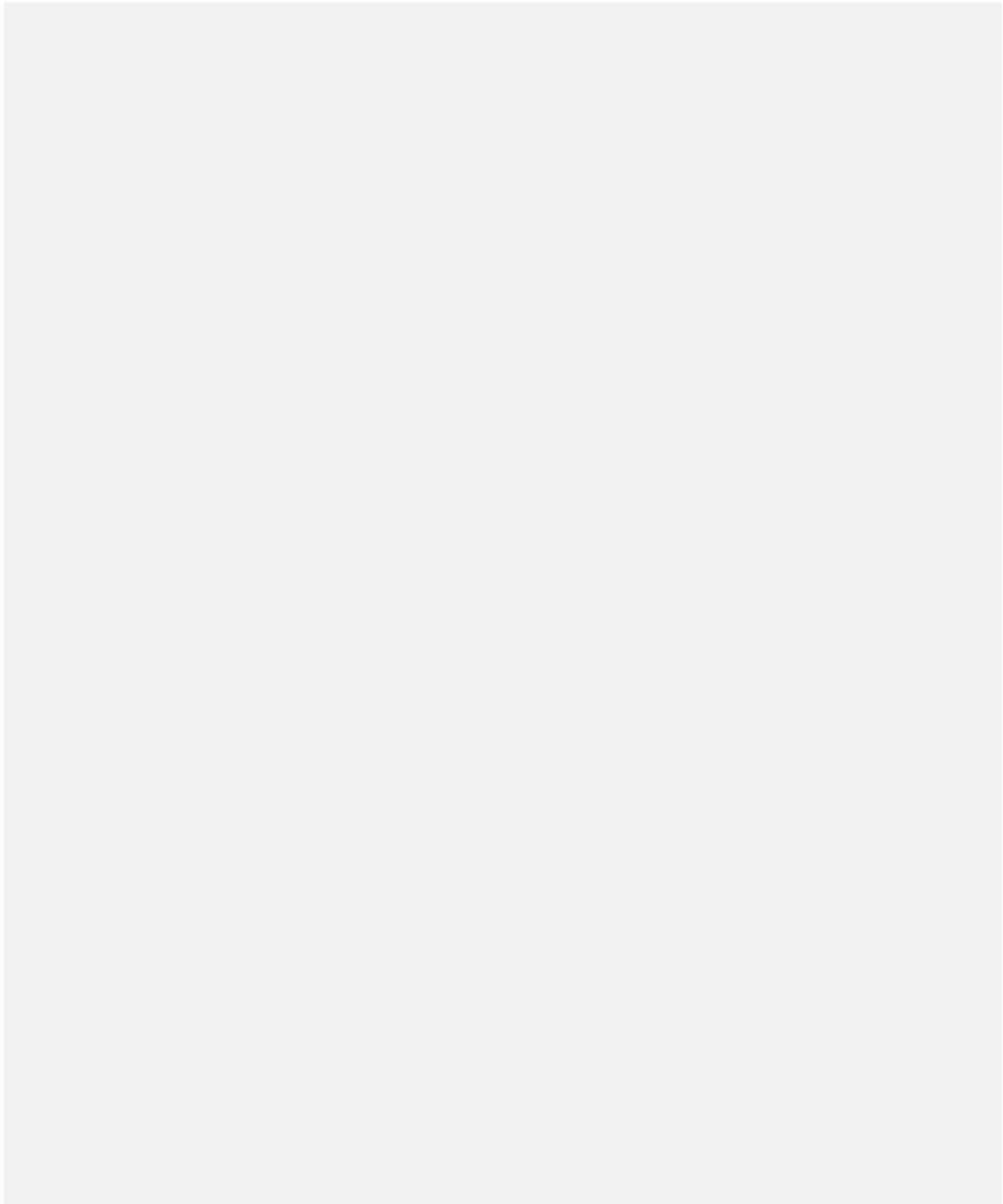
스튜디오드래곤	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2025.10.31	매수	63,000		
CJ ENM	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2025.10.31	매수	90,000		

콘텐츠리중앙	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
(원) 	2025.10.31	매수	13,000		
SBS	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
(원) 	2025.10.31	매수	25,000		

Note



Note





IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6815-5464	ckjins@ibks.com
권순호	연구원	Quant	6915-5667	snowkonn@ibks.com

기간산업분석부

이동욱	연구위원	에너지	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com

혁신기업분석부

이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이	6915-5473	kmg@ibks.com

“국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200