

# 결자해지 (結者解之)

# 2025년 전망 시리즈 13

## 통신/미디어

# 결자해지(結者解之)

통신			미디어		
Neutral			Overweight		
Top Pick	투자판단	적정주가	Top Pick	투자판단	적정주가
KT (030200)	Buy	52,000원	콘텐츠리중앙 (036420)	Buy	15,000원
관심 종목	투자판단	적정주가	관심 종목	투자판단	적정주가
SK텔레콤 (017670)	Buy	70,000원	제일기획 (030000)	Buy	23,500원
LG유플러스 (032640)	Hold	11,000원	이노션 (214320)	Buy	29,700원
스카이라이프 (053210)	Hold	5,700원	CJ ENM (035760)	Buy	105,000원
			스튜디오드래곤 (253450)	Buy	54,000원
			CJ CGV (079160)	Buy	9,000원

통신/우주/미디어

Analyst 정지수  
02. 6454-4863  
jisoo.jeong@meritz.co.kr



## Contents



통신서비스		
Part 1	통신서비스	09
기업분석	KT (030200)	36
	SK텔레콤 (017670)	41
	LG유플러스 (032640)	46
	스카이라이프 (053210)	51

미디어		
Part 2	미디어	57
기업분석	콘텐츠리중앙 (036420)	82
	제일기획 (030000)	88
	이노션 (214320)	93
	CJ ENM (035760)	97
	스튜디오드래곤 (253450)	102
	CJ CGV (079160)	107



# 결자해지(結者解之)

## 1 통신서비스

- 2024년 상반기 통신업종 영업이익은 컨센서스를 -2.6% 하회했으나, YTD 주가 수익률 +16.8%로 KOSPI(-3.5%) 상회
- 실적 둔화에 대한 우려에도 밸류업 발표 기대감과 불안한 증시 속에 방어주 역할이 크게 부각되면서 외국인 순매수 기록
- 2025년 통신업종 주가는 1Q25 KT의 특별 주주환원 이후 상승 동력이 서서히 둔화되는 상고하저의 흐름 전망
- 2025년 말 5G 가입자수는 3,770만명으로 핸드셋 가입자 대비 80.2% 비중을 차지하며 성숙기 이후 정체기로 전환 전망
- 국내를 포함해 비용 절감은 글로벌 트렌드로 정착. Verizon은 2025년까지 20~30억달러의 비용 절감 프로그램 발표  
AT&T는 2023년 60억달러 비용 감축을 조기 달성했고, 3Q24에도 2,400명을 감원하며 인력 절감 기조 유지
- ‘코리아 밸류업 지수’ 진입에 실패한 통신사는 ROE 구성 요소별 개선 가능성을 높이는 방식으로 기업가치 제고 계획 수립
- 매력적인 사업 포트폴리오를 보유하고, 시장 기대를 상회한 기업가치 제고 계획을 발표한 KT에 대한 Top Pick 의견 유지

## 2 미디어

- 2025년 글로벌 광고 시장은 경기 불확실성 확대에 지지부진했던 2024년 대비 +4.2% 성장하며 반등에 성공할 전망
- 2025년 국내 광고 시장은 13조 2,293억원(+4.6% YoY)을 전망하며, 디지털 광고 시장은 전년 대비 +6.1% 성장 예상
- 당사 콘텐츠 커버리지 기업들의 2024년 합산 매출액은 3.29조원(+12.4% YoY), 영업적자 -425억원(적축 YoY) 전망
- 넷플릭스의 2024년 상반기 글로벌 시청기록에 따르면, 한국 콘텐츠는 비영어권 시청 비중 10.6%로 또 다시 1위를 기록
- 생성형 AI 등장으로 콘티 제작, 영상 생성 및 편집, VFX에 이르기까지 영상 제작 전 과정에 AI 적용 사례가 급증
- 국내도 영상 제작 과정에 AI를 도입 중이며, 낮아진 영상 제작 진입 장벽으로 최근 숏폼 드라마 플랫폼들이 대거 등장
- 2024년 10월 누적 영화 관람객수 1.03억명(+2.3% YoY) 기록. 2025년 국내 박스오피스는 전년 대비 +7.4% 성장 전망
- 2H24 <글래디에이터2>, 2025년 <미키17>, <캡틴 아메리카>, <마이클>, <미션 임파서블8> 등 할리우드 대작 기대
- Wiip 작품 공급 재개로 SLL 수익성 개선, 비용 슬림화로 Megabox 이익 개선이 기대되는 콘텐츠리중앙 Top Pick 제시

# 기업분석

## [통신서비스]

종목명	투자판단	적정주가
KT (030200)	Buy	52,000원
SK텔레콤 (017670)	Buy	70,000원
LG유플러스 (032640)	Hold	11,000원
스카이라이프 (053210)	Hold	5,700원

## Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	52,000원
현재주가 (11.5)	43,050원
상승여력	20.8%

KOSPI	2,576.88pt
시가총액	108,495억원
발행주식수	25,202만주
유동주식비율	70.20%
외국인비중	49.00%
52주 최고/최저가	44,350원/32,600원
평균거래대금	258.8억원

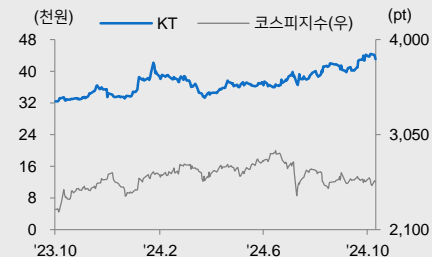
### 주요주주(%)

현대자동차 외 1인	8.07
국민연금공단	7.69
신한은행 외 2인	5.68

### 주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.5	24.8	29.5
상대주가	5.2	29.6	19.0

### 주가그래프



## 3Q24 Preview: 시장 컨센서스 상회 전망

- 3Q24 연결 매출액 6.77조원 (+1.2% YoY), 영업이익은 4,686억원 (+45.5% YoY)으로 시장 컨센서스 상회 전망
- 별도 영업이익 3,510억원 (+81.4% YoY)을 전망하며, 5G 가입자 1,026만명으로 보급률 78% 기록 예상
- BC카드 대손상각비 감소, KT알파의 원가 절감 등으로 연결 자회사 합산 영업이익 1,175억원 (-8.5% YoY) 전망
- 2024년 연결 실적은 매출액 26조 8,252억원 (+1.7% YoY), 영업이익 1조 8,085억원 (+9.6% YoY) 전망

## 2025년 연결 영업이익 1조 9,169억원 (+6.0% YoY) 전망

- 2025년 연결 실적은 매출액 27조 2,292억원 (+1.5% YoY), 영업이익 1조 9,169억원 (+6.0% YoY) 전망
- 2025년 별도 및 연결 자회사 합산 영업이익은 각각 1조 4,271억원 (+7.6% YoY), 4,898억원 (+1.5% YoY) 전망
- 2025년 말 기준 5G 가입자는 1,100만명으로 보급률 80% 달성 예상, 무선 ARPU는 34,242원 (-0.6% YoY) 전망

## Top Pick에 어울리는 기업가치 제고 계획 발표

- 전일 발표된 기업가치 제고 계획은 기존의 톤을 유지했으나, 자사주 매입/소각 관련 시기 및 규모, 방법을 특정한 점은 매우 긍정적
- 투자의견 Buy 유지, 목표주가 50,000원에서 52,000원으로 +4.0% 상향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	25,650.0	1,690.1	1,262.5	4,835	-4.9	63,621	7.0	0.5	3.4	8.0	122.5
2023	26,376.3	1,649.8	1,009.9	3,887	-28.4	64,954	8.9	0.5	3.4	6.1	130.1
2024E	26,825.2	1,808.5	1,275.9	5,019	43.1	69,571	8.6	0.6	3.6	7.4	117.3
2025E	27,229.2	1,916.9	1,199.4	4,759	-4.9	72,330	9.0	0.6	3.4	6.7	109.7
2026E	27,489.0	1,964.6	1,280.9	5,083	6.5	75,365	8.5	0.6	3.2	6.9	103.2

# KT – 안정적인 승차감

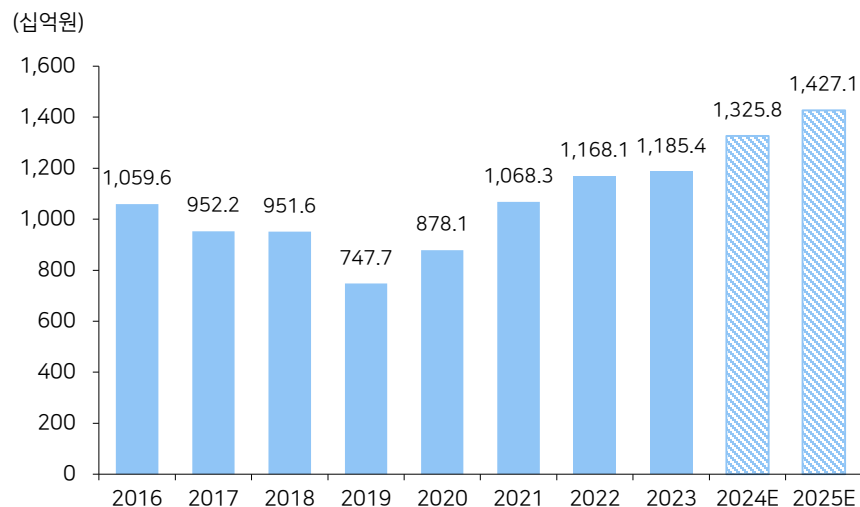
2025년 전망 시리즈 13

통신/미디어

통신 3사 중 상대적인 실적  
Outperform 가능

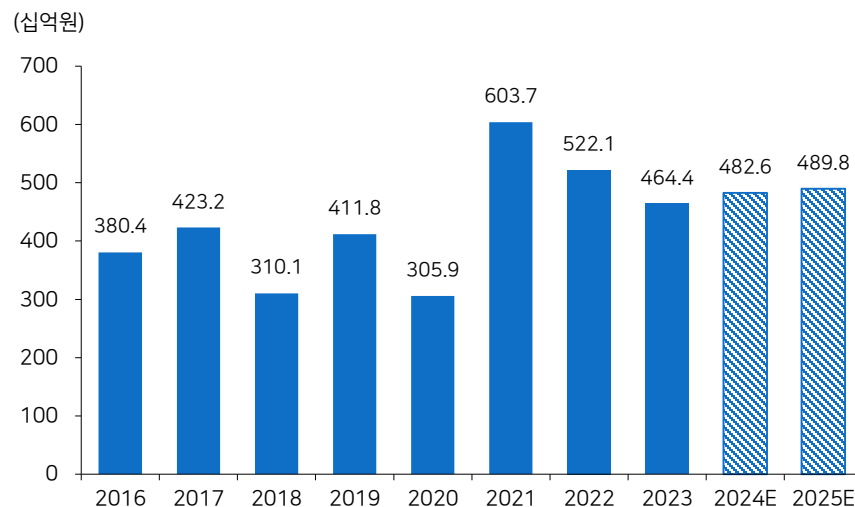
- 3Q24 연결 매출액 6.77조원(+1.2% YoY), 영업이익은 4,686억원(+45.5% YoY)으로 컨센서스 상회 전망
- 별도 영업이익 3,510억원(+81.4% YoY)을 전망하며, 5G 가입자 1,026만명으로 보급률 78% 기록 예상
- BC카드 대손상각비 감소, KT알파 원가 절감 등으로 연결 자회사 합산 영업이익 1,175억원(-8.5% YoY) 전망
- 2024년 연결 실적은 매출액 26조 8,252억원(+1.7% YoY), 영업이익 1조 8,085억원(+9.6% YoY) 전망

KT 별도 영업이익 추이 및 전망



자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

KT 연결 자회사 합산 영업이익 추이 및 전망



자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

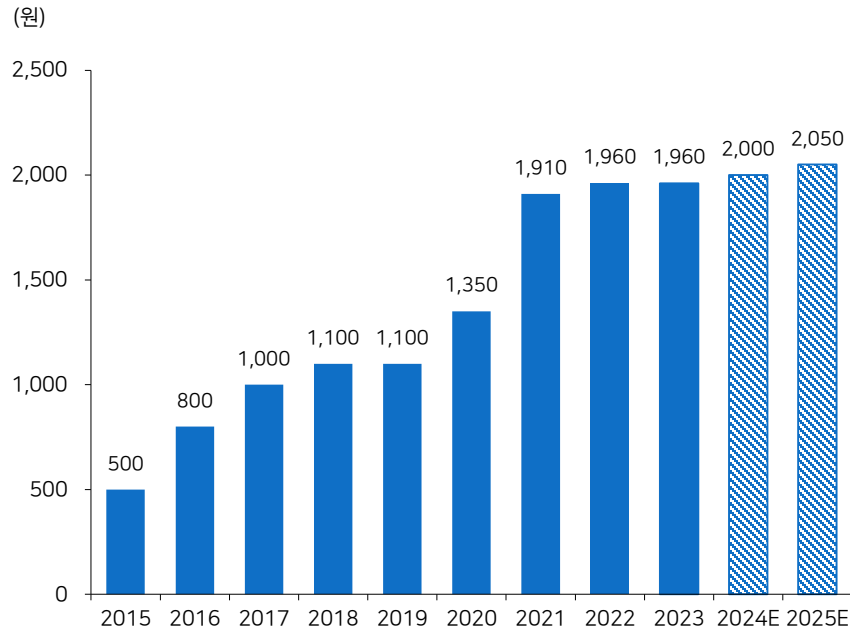
# KT – 안정적인 승차감

2025년 전망 시리즈 13  
통신/미디어

투자의견 Buy 유지, 적정주가  
52,000원으로 +4.0% 상향

- 2025년 연결 실적은 매출액 27조 2,292억원(+1.5% YoY), 영업이익 1조 9,169억원(+6.0% YoY) 전망
- 별도 및 연결 자회사 합산 영업이익 각각 1조 4,271억원(+7.6% YoY), 4,898억원(+1.5% YoY) 전망
- 전일 발표된 기업가치 제고 계획은 기존의 톤을 유지했으나, 자사주 매입/소각 관련 시기 및 규모, 방법을 특정한 점은 매우 긍정적
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가 50,000원에서 52,000원으로 +4.0% 상향

## KT DPS(주당배당금) 추이 및 전망



자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

## KT SOTP Valuation

(십억원)	12M FW EBITDA	적용 EV/EBITDA (배)	적정가치	비고
영업가치 (A)	4,635.2	3.9	17,864.1	SKT & LGU+ 평균 Multiple 적용
비영업가치 (B)			2,444.2	
상장사			219.0	시장가치 30% 할인
스카이라이프(유료방송)			83.6	
나스미디어(디지털광고)			53.5	
지니뮤직(음원콘텐츠)			34.5	
플레이디(디지털광고)			13.7	
KTcs(콜센터)			6.4	
Ktis(콜센터)			18.6	
비상장사			2,225.2	취득가액 30% 할인
비씨카드(금융)			308.1	
KT에스테이트(부동산)			759.2	
KT클라우드(데이터센터)			544.8	
KT SAT(위성서비스)			273.4	
스튜디오지니(미디어콘텐츠)			180.5	
메가존클라우드(클라우드)			6.1	
KT엠모바일(알뜰폰)			71.6	
KT텔레캅(보안)			81.6	
순차입금 (C)			7,196.9	4Q24 기준
총기업가치 (A+B-C)			13,111.4	
발행주식수 (천주)			252,022	
적정가치 (원)			52,025	
적정주가 (원)			52,000	

자료: KT, 메리츠증권 리서치센터



# KT 실적 추이 및 전망

2025년 전망 시리즈 13  
통신/미디어

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
영업수익	6,443.7	6,547.5	6,697.5	6,698.3	6,654.6	6,546.4	6,774.6	6,849.6	26,376.3	26,825.2	27,229.2
% YoY	2.6%	3.7%	3.4%	1.8%	3.3%	0.0%	1.2%	2.4%	2.8%	1.7%	1.5%
KT	4,619.0	4,487.4	4,673.0	4,592.0	4,694.8	4,548.3	4,704.5	4,627.8	18,371.4	18,575.4	18,720.7
무선	1,707.2	1,722.2	1,708.1	1,732.2	1,736.5	1,765.1	1,762.3	1,765.3	6,869.7	7,029.2	7,133.9
유선	1,308.9	1,320.7	1,330.1	1,311.4	1,322.4	1,316.6	1,317.8	1,315.6	0.0	0.0	0.0
인터넷	607.9	612.4	619.4	620.3	620.8	618.5	620.5	620.8	2,460.0	2,480.6	2,482.5
미디어	506.9	518.0	524.4	507.8	518.6	522.6	524.7	525.1	2,057.1	2,090.9	2,130.6
휴먼선전화	194.1	190.4	186.3	183.3	183.0	175.6	172.6	169.7	754.1	701.0	650.4
기업서비스	852.2	891.3	903.8	813.1	895.0	882.7	917.7	822.9	3,460.4	3,518.3	3,571.0
기업인터넷/데이터	374.9	367.2	353.8	346.2	365.5	359.6	359.5	352.4	1,442.1	1,437.9	1,443.2
Enterprise DX	273.5	335.0	359.0	301.1	336.4	316.1	363.3	301.2	1,268.6	1,316.1	1,347.2
Cloud/IDC	88.6	86.1	85.0	83.6	86.8	84.6	86.7	85.2	0.0	0.0	0.0
AI/New Biz	115.3	103.0	106.0	82.2	106.4	122.4	108.2	84.1	406.5	421.1	431.4
부동산, 기타	84.3	84.5	77.9	84.6	86.7	83.6	81.6	84.7	331.3	336.6	336.0
단말	666.4	468.8	653.0	650.8	654.2	500.3	625.1	639.3	2,439.0	2,418.8	2,416.3
그룹사	3,038.2	3,298.8	3,341.4	3,595.2	3,202.2	3,286.9	3,360.2	3,516.3	13,273.5	13,365.6	13,575.3
BC카드	953.2	1,049.2	995.7	1,026.9	935.6	977.7	1,005.6	1,039.9	4,025.0	3,958.7	4,014.5
스카이라이프	254.8	261.3	260.5	262.2	254.4	254.6	261.7	268.7	1,038.8	1,039.4	1,055.2
콘텐츠	142.5	158.8	191.1	194.6	138.6	135.4	142.4	149.1	687.0	565.6	638.9
에스테이트	112.8	145.4	142.3	194.0	135.7	155.8	150.8	203.5	594.5	645.8	721.0
KT클라우드	148.7	153.8	193.8	182.1	175.2	180.1	223.5	216.2	678.4	794.9	857.2
기타	1,426.3	1,530.3	1,557.9	1,735.4	1,562.5	1,583.4	1,576.3	1,638.9	6,249.9	6,361.1	6,288.5
(연결조정)	-1,213.5	-1,238.7	-1,316.9	-1,488.9	-1,242.4	-1,288.8	-1,290.0	-1,294.5	-5,268.8	-5,115.8	-5,066.8
영업비용	5,957.6	5,971.4	6,375.5	6,422.0	6,148.1	6,052.4	6,306.1	6,510.1	24,726.5	25,016.7	25,312.3
% YoY	5.4%	2.0%	5.8%	-0.1%	3.2%	1.4%	-1.1%	1.4%	3.2%	1.2%	1.2%
인건비	1,069.1	1,131.5	1,191.0	1,157.8	1,100.9	1,213.2	1,110.8	1,192.6	4,549.4	4,617.5	4,714.4
사업경비	2,604.0	2,690.6	2,732.8	2,843.7	2,674.2	2,708.3	2,780.2	2,850.0	10,871.1	11,012.7	11,195.4
서비스구입비	717.3	662.8	784.5	725.5	726.5	656.6	788.0	783.2	2,890.1	2,954.3	2,981.1
판매관리비	600.9	633.9	623.2	645.9	599.6	600.8	630.0	644.1	2,503.9	2,474.5	2,450.3
상품구입비	966.3	852.6	1,044.0	1,049.1	1,046.9	873.5	997.2	1,040.2	3,912.0	3,957.8	3,971.2
영업이익	486.1	576.1	322.0	276.3	506.5	494.0	468.6	339.4	1,649.8	1,808.5	1,916.9
% YoY	-22.4%	25.5%	-28.9%	82.4%	4.2%	-14.3%	45.5%	27.8%	-2.4%	9.6%	6.0%
영업이익률	7.5%	8.8%	4.8%	4.1%	7.6%	7.5%	6.9%	5.0%	6.3%	6.7%	7.0%
법인세차감전순이익	437.6	548.1	350.4	-1.3	529.0	556.7	473.6	335.2	1,324.1	1,894.6	1,807.8
법인세비용	128.0	115.6	62.0	29.8	136.0	146.2	133.4	94.5	335.4	510.1	502.5
당기순이익	309.6	432.5	288.3	-31.1	393.0	410.5	340.2	240.7	988.7	1,384.5	1,305.4
당기순이익률	4.8%	6.6%	4.3%	-0.5%	5.9%	6.3%	5.0%	3.5%	3.7%	5.2%	4.8%

자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

## KT (030200)

## Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	25,650.0	26,376.3	26,825.2	27,229.2	27,489.0
매출액증가율(%)	3.0	2.8	1.7	1.5	1.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	25,650.0	26,376.3	26,825.2	27,229.2	27,489.0
판매비와관리비	23,959.9	24,726.5	25,016.7	25,312.3	25,524.4
영업이익	1,690.1	1,649.8	1,808.5	1,916.9	1,964.6
영업이익률(%)	6.6	6.3	6.7	7.0	7.1
금융손익	-59.5	-82.4	-48.7	-92.8	-102.3
종속/관계기업관련손익	-17.3	-43.4	-15.8	-17.7	-13.2
기타영업외손익	280.7	-199.9	150.6	1.4	77.3
세전계속사업이익	1,894.1	1,324.1	1,894.6	1,807.8	1,926.4
법인세비용	506.4	335.4	510.1	502.5	536.7
당기순이익	1,387.7	988.7	1,384.5	1,305.4	1,389.6
지배주주지분 순이익	1,262.5	1,009.9	1,275.9	1,199.4	1,280.9

## Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	12,681.5	14,518.2	14,290.4	14,882.6	15,683.4
현금및현금성자산	2,449.1	2,879.6	2,477.3	2,912.5	3,612.4
매출채권	3,090.1	3,257.7	3,313.2	3,363.1	3,395.2
재고자산	709.2	912.3	927.8	941.8	950.8
비유동자산	28,299.2	28,191.8	27,978.5	27,594.2	27,255.7
유형자산	14,772.2	14,872.1	14,693.2	14,507.5	14,337.8
무형자산	3,129.8	2,533.9	2,471.1	2,247.0	2,061.8
투자자산	3,982.2	4,281.7	4,310.0	4,335.5	4,351.9
자산총계	40,980.7	42,710.0	42,268.9	42,476.8	42,939.1
유동부채	10,699.3	13,147.4	12,177.6	12,070.9	12,079.8
매입채무	1,150.5	1,297.8	1,319.8	1,339.7	1,352.5
단기차입금	505.0	434.2	444.2	464.2	494.2
유동성장기부채	1,322.0	2,624.3	1,650.0	1,532.0	1,414.7
비유동부채	11,866.7	11,001.4	10,637.3	10,150.5	9,730.5
사채	7,263.9	6,503.2	6,143.2	5,703.2	5,303.2
장기차입금	915.8	656.5	611.5	568.3	526.8
부채총계	22,566.0	24,148.9	22,814.9	22,221.4	21,810.3
자본금	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5
자본잉여금	1,440.3	1,443.5	1,443.5	1,443.5	1,443.5
기타포괄이익누계액	-77.8	52.4	52.4	52.4	52.4
이익잉여금	14,257.3	14,494.4	15,278.7	15,974.1	16,738.8
비지배주주지분	1,802.6	1,812.0	1,920.6	2,026.6	2,135.3
자본총계	18,414.7	18,561.1	19,454.0	20,255.4	21,128.8

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	3,597.1	5,503.3	5,021.5	4,822.2	4,996.8
당기순이익(손실)	1,387.7	988.7	1,384.5	1,305.4	1,389.6
유형자산감가상각비	3,083.4	3,175.9	3,231.9	3,208.2	3,161.9
무형자산상각비	627.3	691.9	562.7	499.1	446.5
운전자본의 증감	-1,799.8	-246.5	-157.6	-190.5	-1.3
투자활동 현금흐름	-4,838.6	-4,620.5	-3,582.2	-3,323.8	-3,270.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,439.9	-3,693.0	-3,053.0	-3,022.5	-2,992.3
투자자산의 감소(증가)	-1,871.4	-299.4	-28.3	-25.5	-16.4
재무활동 현금흐름	669.3	-452.8	-1,841.6	-1,063.2	-1,026.5
차입금증감	1,505.4	873.8	-1,358.6	-571.6	-522.5
자본의증가	0.0	3.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-570.5	430.5	-402.3	435.2	699.9
기초현금	3,019.6	2,449.1	2,879.6	2,477.3	2,912.5
기말현금	2,449.1	2,879.6	2,477.3	2,912.5	3,612.4

## Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	98,234	101,514	105,526	108,043	109,074
EPS(지배주주)	4,835	3,887	5,019	4,759	5,083
CFPS	21,583	23,068	22,634	22,021	21,879
EBITDAPS	20,684	21,235	22,042	22,316	22,114
BPS	63,621	64,954	69,571	72,330	75,365
DPS	1,960	1,960	2,000	2,050	2,100
배당수익률(%)	5.8	5.7	4.6	4.8	4.9
Valuation(Multiple)					
PER	7.0	8.9	8.6	9.0	8.5
PCR	1.6	1.5	1.9	2.0	2.0
PSR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
PBR	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
EBITDA(십억원)	5,400.8	5,517.6	5,603.1	5,624.2	5,573.1
EV/EBITDA	3.4	3.4	3.6	3.4	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.0	6.1	7.4	6.7	6.9
EBITDA이익률	21.1	20.9	20.9	20.7	20.3
부채비율	122.5	130.1	117.3	109.7	103.2
금융비용부담률	1.1	1.4	1.3	1.2	1.1
이자보상배율(x)	5.8	4.6	5.2	6.0	6.5
매출채권회전율(x)	8.4	8.3	8.2	8.2	8.1
재고자산회전율(x)	41.9	32.5	29.2	29.1	29.1

## Buy

(20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	70,000원
현재주가 (11.5)	56,500원
상승여력	23.9%

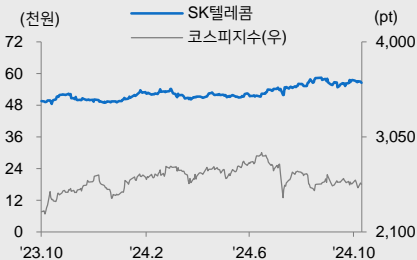
KOSPI	2,576.88pt
시가총액	121,356억원
발행주식수	21,479만주
유동주식비율	61.67%
외국인비중	42.47%
52주 최고/최저가	58,400원/48,400원
평균거래대금	313.1억원

### 주요주주(%)

SK 외 12 인	30.60
국민연금공단	7.82

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.4	11.2	13.5
상대주가	-0.6	15.5	4.3

### 주가그래프



## 3Q24 Preview: 시장 컨센서스 부합 전망

- 3Q24 연결 매출액은 4.48조원(+1.7% YoY), 영업이익은 5,151억원(+3.4% YoY)으로 시장 컨센서스 부합 전망
- 무선 ARPU는 고가 요금제 출시 효과로 전 분기와 유사한 29,143원 예상, 5G 가입자는 1,652만명 전망
- 2024년 연결 매출액과 영업이익은 각각 17조 9,378억원(+1.9% YoY), 1조 8,973억원(+8.2% YoY) 전망

## 2025년 연결 영업이익 1.99조원(+4.7% YoY) 전망

- 2025년 연결 매출액과 영업이익은 각각 18조 1,951억원(+1.4% YoY), 1조 9,874억원(+4.7% YoY) 전망
- SK텔레콤 별도 영업이익 1조 6,365억원(+3.1% YoY), SK브로드밴드 영업이익 3,262억원(+1.1% YoY) 전망
- 무선 서비스수익 성장(+1.0% YoY)은 제한적이나 마케팅비용 및 감가상각비 등 영업비용의 효율적 통제를 기대

## AI에 대한 확고한 믿음

- 최근 진행되고 있는 퇴직 프로그램은 중장기적으로 인건비 부담을 완화시킬 전망이며, 비용 효율화에 따른 이익 개선 지속 전망
- 자사주 매입/소각의 큰 변화 없이, 2024년과 2025년 예상 DPS는 각각 3,540원, 3,590원으로 소폭 증가를 예상
- 지난 10월 24일 발표한 기업가치 제고 계획 중 'EBITDA-CAPEX의 40%'라는 배당 규모 상한을 폐지한 점은 긍정적

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	17,305.0	1,612.1	912.4	4,169	-37.0	51,721	11.4	0.9	3.8	8.0	157.6
2023	17,608.5	1,753.2	1,093.6	4,998	20.9	52,044	10.0	1.0	3.9	9.6	146.3
2024E	17,937.8	1,897.3	1,200.5	5,579	10.3	55,105	10.1	1.0	3.8	10.3	135.6
2025E	18,195.1	1,987.4	1,245.9	5,801	4.6	57,347	9.7	1.0	3.6	10.3	124.9
2026E	18,327.1	1,995.5	1,294.7	6,028	3.8	59,767	9.4	0.9	3.4	10.3	115.4

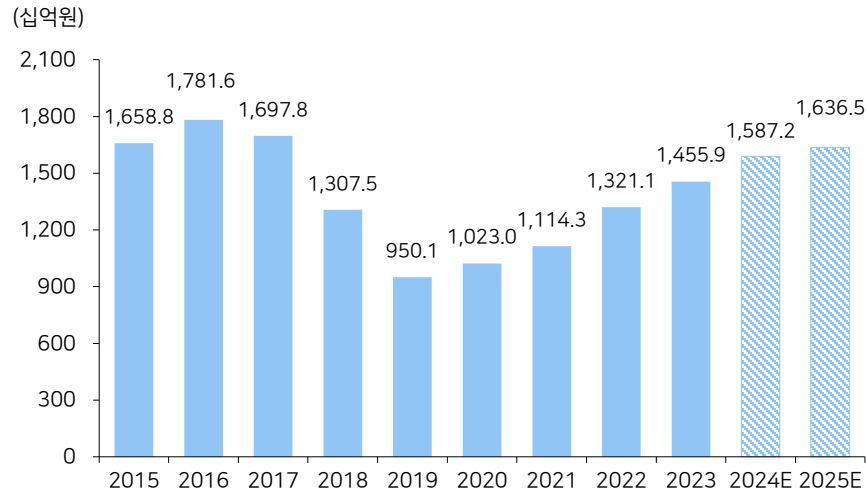
# SK텔레콤 – AI에 All-In

2025년 전망 시리즈 13  
통신/미디어

2025년 연결 영업이익  
1.99조원 (+4.7% YoY)  
전망

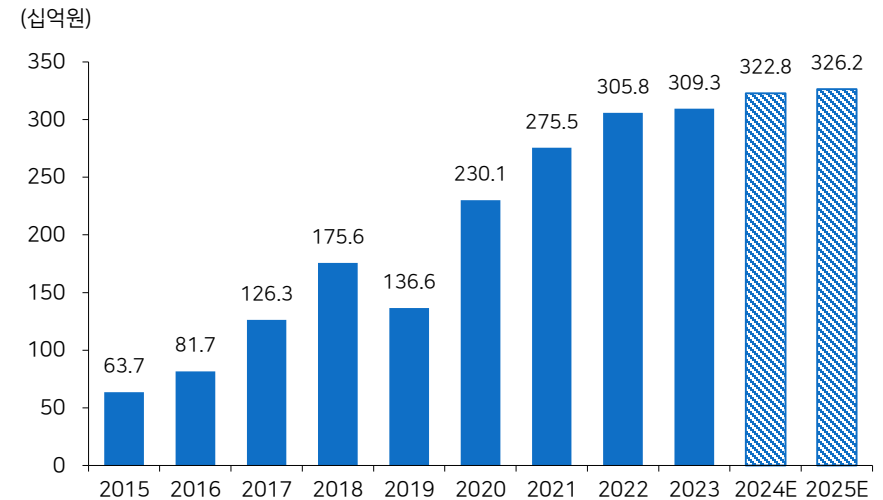
- 2024년 연결 매출액과 영업이익은 각각 17조 9,378억원(+1.9% YoY), 1조 8,973억원(+8.2% YoY) 전망
- SK텔레콤 별도 영업이익 1조 5,872억원(+9.0% YoY), SK브로드밴드 영업이익 3,228억원(+4.4% YoY)
- 청구기준 무선 ARPU는 29,157원으로 전년 대비 -2.5% 하락, 이동전화수익은 +1.6% 성장할 전망
- 2025년 연결 매출액과 영업이익은 각각 18조 1,951억원(+1.4% YoY), 1조 9,874억원(+4.7% YoY) 전망

## SK텔레콤 별도 영업이익 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

## SK브로드밴드 영업이익 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

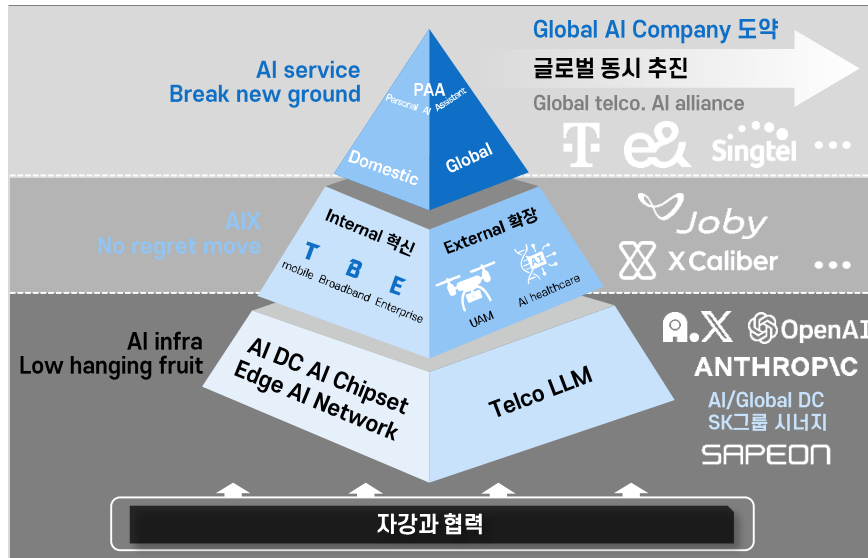
# SK텔레콤 – AI에 AI-In

2025년 전망 시리즈 13  
통신/미디어

## AI 피라미드 로드맵

- 2024년 예상 DPS는 3,540원으로 전년 수준 유지, 자사주 매입/소각 규모 역시 2023년 수준 유지 전망
- AI 피라미드 전략 하에 자체 역량 개발과 글로벌 AI 기업들에 대한 지분 투자의 두 트랙으로 AI 경쟁력 강화
- 현재 추진 중인 AICC 사업 외 수익화가 가능한 AI 비즈니스 모델 등장 시 주가 리레팅이 가능할 전망

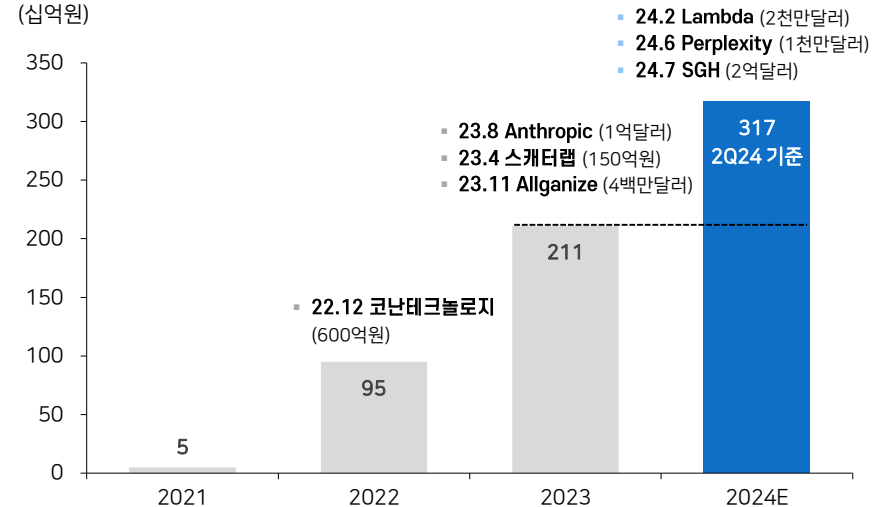
## SK텔레콤 AI 피라미드 전략



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

## SK텔레콤 AI 지분투자 내역

(십억원)



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

# SK텔레콤 실적 추이 및 전망

2025년 전망 시리즈 13  
통신/미디어

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>영업수익</b>	<b>4,372.2</b>	<b>4,306.4</b>	<b>4,402.6</b>	<b>4,527.3</b>	<b>4,474.6</b>	<b>4,422.4</b>	<b>4,476.2</b>	<b>4,564.6</b>	<b>17,608.5</b>	<b>17,937.8</b>	<b>18,195.1</b>
% YoY	2.2%	0.4%	1.4%	3.0%	2.3%	2.7%	1.7%	0.8%	1.8%	1.9%	1.4%
SK텔레콤	3,117.3	3,119.2	3,148.4	3,204.3	3,188.7	3,191.5	3,192.6	3,215.5	12,589.2	12,788.4	12,915.3
이동전화수익	2,627.0	2,617.9	2,654.1	2,654.5	2,664.3	2,673.3	2,694.4	2,689.6	10,553.6	10,721.6	10,822.6
망접속정산수익	115.4	111.5	107.0	111.4	112.9	108.4	106.0	110.3	445.2	437.5	441.9
기타	374.9	389.8	387.3	438.4	411.5	409.8	392.3	415.6	1,590.4	1,629.2	1,650.8
SK브로드밴드	1,061.5	1,068.3	1,069.2	1,080.1	1,091.7	1,092.9	1,093.6	1,101.9	4,279.1	4,378.4	4,487.6
기타 자회사	193.5	118.9	185.0	242.9	194.2	137.9	190.0	247.3	740.2	771.1	792.2
<b>영업비용</b>	<b>3,877.4</b>	<b>3,843.0</b>	<b>3,904.6</b>	<b>4,230.2</b>	<b>3,976.1</b>	<b>3,884.9</b>	<b>3,961.1</b>	<b>4,218.4</b>	<b>15,855.3</b>	<b>16,040.5</b>	<b>16,207.7</b>
% YoY	0.8%	0.3%	0.7%	2.2%	2.5%	1.1%	1.4%	-0.3%	1.0%	1.2%	1.0%
종업원급여	617.6	590.8	614.2	665.6	660.6	624.0	618.0	662.3	2,488.2	2,564.9	2,583.9
지급/판매수수료	1,356.2	1,352.3	1,381.1	1,460.4	1,379.6	1,367.2	1,401.1	1,475.8	5,549.9	5,623.6	5,730.1
광고선전비	43.6	49.2	51.5	91.5	34.7	36.3	62.2	96.0	235.8	229.2	265.8
감가상각비	933.3	948.8	927.7	939.8	930.1	916.9	933.5	939.1	3,749.7	3,719.7	3,742.2
망접속정산비용	172.5	167.2	160.9	177.8	176.9	169.5	157.4	156.4	678.5	660.1	629.1
전용회선료/전파사용료	72.0	66.9	67.4	69.2	64.3	67.4	67.4	67.7	275.5	266.9	272.6
상품매출원가	314.2	277.3	302.5	372.4	330.3	288.5	319.5	376.0	1,266.4	1,314.3	1,324.8
기타영업비용	368.1	390.5	399.3	453.6	399.6	415.1	402.1	445.1	1,611.4	1,661.8	1,659.3
<b>영업이익</b>	<b>494.8</b>	<b>463.4</b>	<b>498.0</b>	<b>297.1</b>	<b>498.5</b>	<b>537.5</b>	<b>515.1</b>	<b>346.2</b>	<b>1,753.2</b>	<b>1,897.3</b>	<b>1,987.4</b>
% YoY	14.4%	0.8%	7.0%	16.7%	0.8%	16.0%	3.4%	16.5%	8.8%	8.2%	8.2%
영업이익률	11.3%	10.8%	11.3%	6.6%	11.1%	12.2%	11.5%	7.6%	10.0%	10.6%	10.9%
법인세차감전순이익	420.9	449.8	400.0	217.4	440.7	478.2	451.8	245.8	1,488.2	1,616.5	1,706.1
법인세비용	118.4	102.1	91.8	30.0	78.8	128.0	108.4	59.0	342.2	374.2	409.5
<b>당기순이익</b>	<b>302.5</b>	<b>347.8</b>	<b>308.2</b>	<b>187.4</b>	<b>361.9</b>	<b>350.2</b>	<b>343.4</b>	<b>186.8</b>	<b>1,145.9</b>	<b>1,242.3</b>	<b>1,296.6</b>
당기순이익률	6.9%	8.1%	7.0%	4.1%	8.1%	7.9%	7.7%	4.1%	6.5%	6.9%	7.1%
<b>주요지표 (천명)</b>											
무선통신 가입자수	33,010	33,723	33,657	33,662	34,106	34,187	34,515	34,860	33,662	34,860	36,224
5G 가입자수	14,148	14,673	15,003	15,500	15,932	16,226	16,518	16,809	15,500	16,809	18,015
5G 침투율	60.8%	63.2%	65.0%	67.5%	69.6%	71.0%	72.5%	74.0%	67.0%	72.9%	78.4%

자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

# SK텔레콤(017670)

2025년 전망 시리즈 13  
통신/미디어

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	17,305.0	17,608.5	17,937.8	18,195.1	18,327.1
매출액증가율(%)	3.3	1.8	1.9	1.4	0.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,305.0	17,608.5	17,937.8	18,195.1	18,327.1
판매비와관리비	15,692.9	15,855.3	16,040.5	16,207.7	16,331.7
영업이익	1,612.1	1,753.2	1,897.3	1,987.4	1,995.5
영업이익률(%)	9.3	10.0	10.6	10.9	10.9
금융손익	-276.5	-279.0	-308.4	-314.5	-257.7
종속/관계기업관련손익	-81.7	10.9	25.5	20.9	21.9
기타영업외손익	-17.7	3.1	2.2	12.3	11.9
세전계속사업이익	1,236.2	1,488.2	1,616.5	1,706.1	1,771.5
법인세비용	288.3	342.2	374.2	409.5	425.2
당기순이익	947.8	1,145.9	1,242.3	1,296.6	1,346.4
지배주주지분 순이익	912.4	1,093.6	1,200.5	1,245.9	1,294.7
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	7,219.2	6,585.6	7,158.8	7,804.5	8,715.0
현금및현금성자산	1,882.3	1,455.0	1,932.2	2,503.0	3,375.0
매출채권	1,970.6	1,978.5	2,015.5	2,044.4	2,059.3
재고자산	166.4	179.8	183.2	185.8	187.2
비유동자산	24,089.1	23,533.6	22,808.0	21,995.2	21,050.0
유형자산	13,322.5	13,006.2	12,241.5	11,398.3	10,437.5
무형자산	5,399.9	4,936.2	4,936.2	4,936.2	4,936.2
투자자산	3,480.0	3,764.8	3,803.8	3,834.3	3,849.9
자산총계	31,308.3	30,119.2	29,966.7	29,799.7	29,765.0
유동부채	8,046.5	6,994.0	6,691.9	6,298.4	5,930.5
매입채무	89.3	139.9	142.5	144.5	145.6
단기차입금	143.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	2,366.5	1,989.6	1,900.0	1,710.0	1,539.0
비유동부채	11,106.5	10,896.9	10,557.7	10,251.9	10,013.6
사채	6,524.1	7,106.3	6,996.3	6,897.3	6,852.8
장기차입금	668.1	315.6	235.6	163.6	98.8
부채총계	19,153.1	17,890.8	17,249.6	16,550.3	15,944.1
자본금	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5
자본잉여금	1,771.0	1,771.0	1,771.0	1,771.0	1,771.0
기타포괄이익누계액	391.2	387.2	387.2	387.2	387.2
이익잉여금	22,463.7	22,800.0	23,246.9	23,728.5	24,248.3
비지배주주지분	836.9	839.4	881.1	931.9	983.6
자본총계	12,155.2	12,228.4	12,717.1	13,249.5	13,820.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	5,159.3	4,947.2	4,700.9	4,815.3	4,847.2
당기순이익(손실)	947.8	1,145.9	1,242.3	1,296.6	1,346.4
유형자산감가상각비	3,755.3	3,750.8	3,719.7	3,742.2	3,715.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	118.1	-274.2	-272.3	-260.8	-231.5
투자활동 현금흐름	-2,807.8	-3,352.9	-2,994.3	-2,955.0	-2,773.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,908.3	-2,973.9	-2,955.0	-2,899.0	-2,755.0
투자자산의 감소(증가)	642.3	-284.8	-39.0	-30.5	-15.6
재무활동 현금흐름	-1,349.9	-2,021.0	-1,229.3	-1,289.4	-1,201.8
차입금증감	698.2	-458.3	-457.9	-518.6	-421.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1,009.6	-427.3	477.2	570.8	872.0
기초현금	872.7	1,882.3	1,455.0	1,932.2	2,503.0
기말현금	1,882.3	1,455.0	1,932.2	2,503.0	3,375.0
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	79,078	80,466	83,363	84,711	85,326
EPS(지배주주)	4,169	4,998	5,579	5,801	6,028
CFPS	25,898	26,012	26,024	26,570	26,436
EBITDAPS	24,527	25,152	26,104	26,676	26,590
BPS	51,721	52,044	55,105	57,347	59,767
DPS	3,320	3,540	3,540	3,590	3,640
배당수익률(%)	7.0	7.1	6.3	6.4	6.4
Valuation(Multiple)					
PER	11.4	10.0	10.1	9.7	9.4
PCR	1.8	1.9	2.2	2.1	2.1
PSR	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
PBR	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9
EBITDA(십억원)	5,367.4	5,504.0	5,617.0	5,729.7	5,711.4
EV/EBITDA	3.8	3.9	3.8	3.6	3.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.0	9.6	10.3	10.3	10.3
EBITDA이익률	31.0	31.3	31.3	31.5	31.2
부채비율	157.6	146.3	135.6	124.9	115.4
금융비용부담률	1.9	2.2	2.1	2.0	1.9
이자보상배율(x)	4.9	4.5	5.1	5.6	5.8
매출채권회전율(x)	8.9	8.9	9.0	9.0	8.9
재고자산회전율(x)	93.3	101.7	98.8	98.6	98.3

# LG유플러스 (032640) 실적보다 아쉬운 무관심

Analyst 정지수 02.6454-4863  
jisoo.jeong@meritz.co.kr

**Hold** (20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	11,000원
현재주가 (11.5)	10,110원
상승여력	8.8%

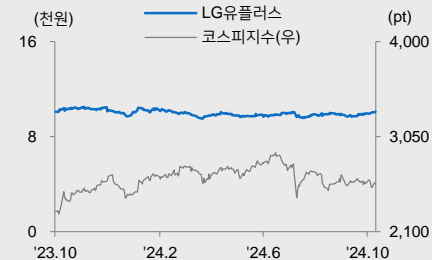
KOSPI	2,576.88pt
시가총액	44,141억원
발행주식수	43,661만주
유동주식비율	60.77%
외국인비중	34.92%
52주 최고/최저가	10,500원/9,510원
평균거래대금	93.3억원

## 주요주주(%)

LG 외 2 인	37.67
국민연금	6.35
BlackRock Fund Advisors 외 12 인	6.12

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.2	2.3	-1.6
상대주가	3.9	6.3	-9.5

## 주가그래프



## 3Q24 Preview: 시장 컨센서스 부합 전망

- 3Q24 연결 실적은 매출액 3.57조원 (-0.4% YoY), 영업이익 2,502억원 (-1.6% YoY)으로 시장 컨센서스 부합 전망
- 3Q24 5G 가입자는 전 분기 대비 24만명 순증한 765만명으로 핸드셋 가입자 대비 보급률 70% 달성 전망
- 차세대 전산망과 평촌 IDC 2센터 가동에 따른 감가상각비 증가와 그로 인한 수익성 하락은 이번 분기에도 지속될 전망
- 2024년 연결 매출액과 영업이익은 각각 14.39조원 (+0.1% YoY), 9,435억원 (-5.5% YoY) 전망

## 2025년 연결 영업이익 9,454억원 (+0.2% YoY) 전망

- 2025년 연결 매출액과 영업이익은 각각 14.47조원 (+0.6% YoY), 9,454억원 (+0.2% YoY) 전망
- MVNO와 IoT 회선 중심의 가입자 확대로 2025년 무선 서비스수익은 전년 대비 +1.2% 성장 전망
- 다만, 추가 할당 받은 3.4GHz 대역 20MHz 주파수 상각비는 2024년은 물론 2025년 실적에도 부담이 될 전망

## 투자의견 Hold, 적정주가 11,000원 유지

- 2024년 DPS는 650원으로 전년 수준을 유지할 전망, 연내 발표 예정인 기업가치 제고 계획에서도 서프라이즈 요인은 제한적
- 투자의견 Hold, 적정주가 11,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	13,906.0	1,081.3	663.1	1,519	-8.5	18,701	7.3	0.6	3.2	8.4	134.0
2023	14,372.6	998.0	622.8	1,426	-4.9	19,404	7.2	0.5	3.2	7.5	129.5
2024E	14,385.6	943.5	591.6	1,355	-5.7	20,120	7.5	0.5	2.7	6.9	116.5
2025E	14,468.8	945.4	601.3	1,377	1.6	20,857	7.3	0.5	2.5	6.7	104.8
2026E	14,660.8	1,001.9	658.8	1,509	9.6	21,726	6.7	0.5	2.3	7.1	94.5



# LG유플러스 – 실적보다 아쉬운 무관심

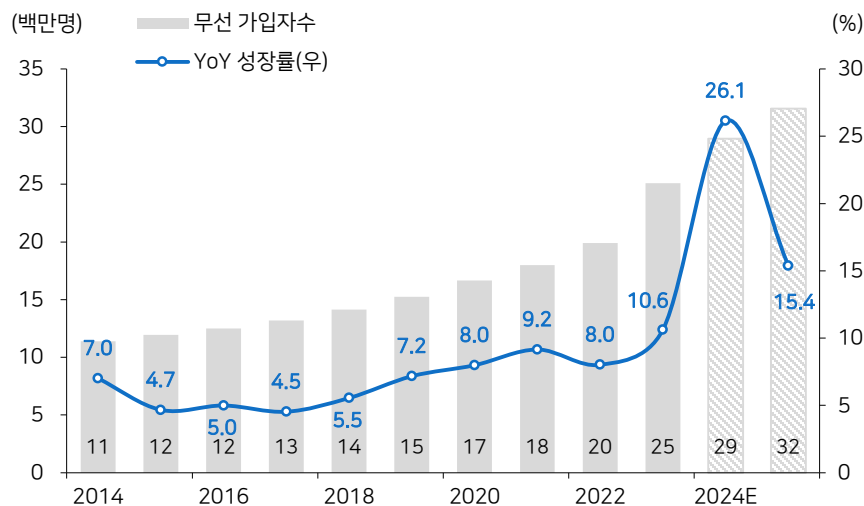
2025년 전망 시리즈 13

통신/미디어

2025년 연결 영업이익  
9,454억원(+0.2% YoY)  
전망

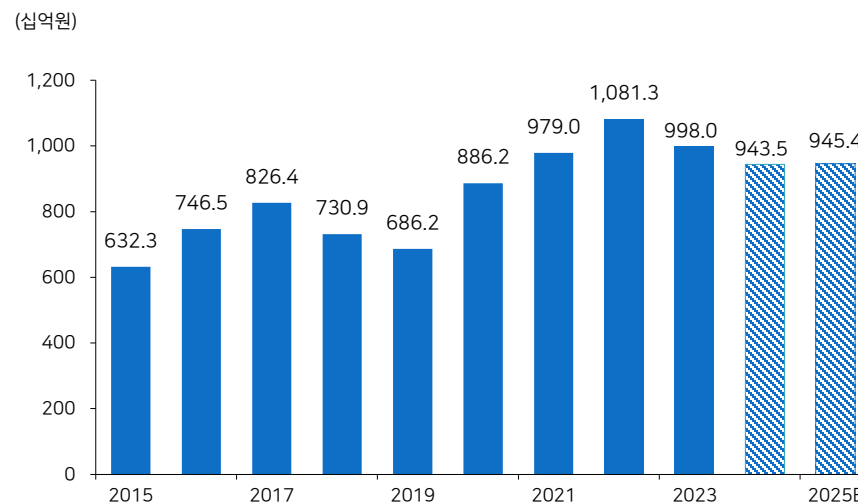
- 2025년 연결 매출액과 영업이익은 각각 14.47조원(+0.6% YoY), 9,454억원(+0.2% YoY) 전망
- MVNO와 IoT 회선 중심의 가입자 확대로 2025년 무선 서비스수익 전년 대비 +1.2% 성장 전망
- 차세대 전산망과 평촌 IDC 2센터 가동에 따른 감가상각비 증가와 그로 인한 수익성 하락 지속 전망

## 무선 가입자수 및 성장률



자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

## LG유플러스 연결 영업이익 추이 및 전망



자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

# LG유플러스 – 실적보다 아쉬운 무관심

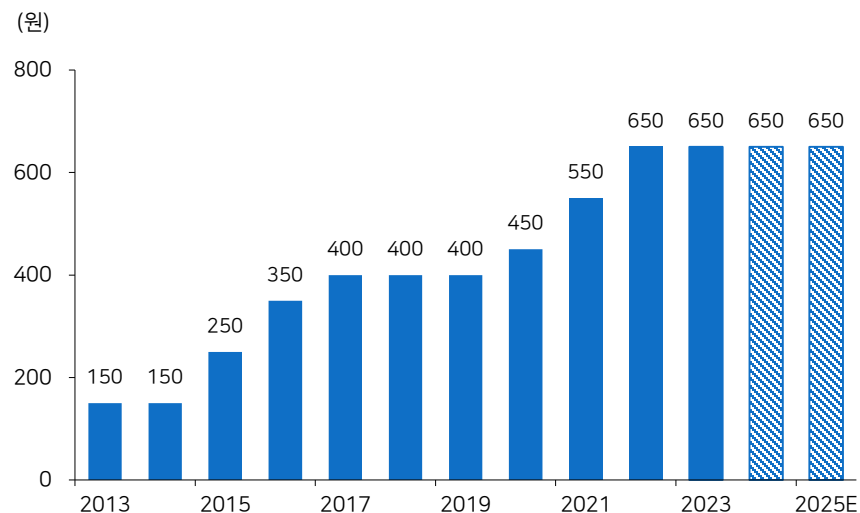
2025년 전망 시리즈 13

통신/미디어

투자의견 Hold,  
적정주가 11,000원

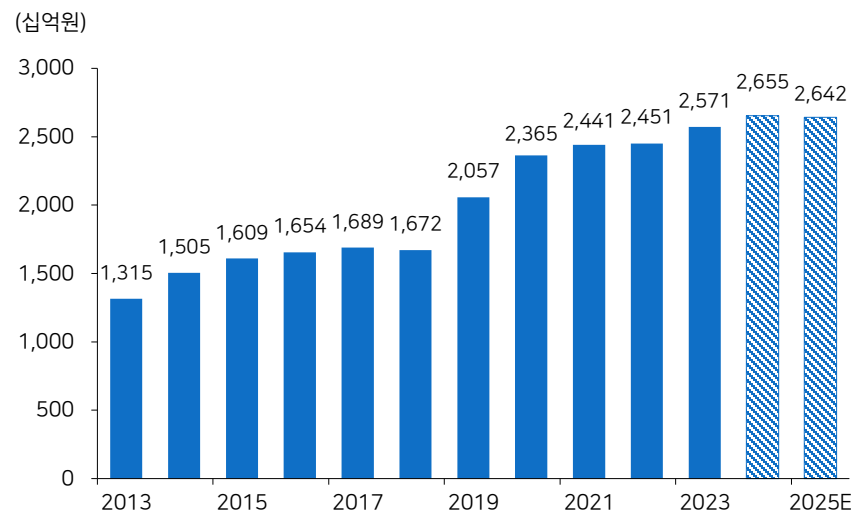
- 2025년 DPS는 650원으로 올해 수준을 유지할 전망이며, 밸류업 계획에서의 서프라이즈 요인 제한적
- 추가 할당 받은 3.4GHz 대역 20MHz 주파수 상각비는 2024년은 물론 2025년 실적에도 부담이 될 전망
- 투자의견 Hold, 적정주가 11,000원 유지

LG유플러스 DPS(주당배당금) 추이 및 전망



자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

LG유플러스 상각비 추이 및 전망



자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

# LG유플러스 실적 추이 및 전망

2025년 전망 시리즈 13  
통신/미디어

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
영업수익	3,541.3	3,429.3	3,581.1	3,820.9	3,577.0	3,493.7	3,568.3	3,746.7	14,372.6	14,385.6	14,468.8
% YoY	3.9%	1.3%	2.3%	5.8%	1.0%	1.9%	-0.4%	-1.9%	3.4%	0.1%	0.6%
서비스수익	2,824.3	2,897.1	2,905.2	3,009.8	2,893.9	2,943.9	2,940.7	3,028.5	11,636.4	11,807.0	11,987.1
무선	1,603.0	1,617.2	1,628.1	1,622.7	1,619.2	1,631.9	1,635.2	1,639.4	6,471.0	6,525.6	6,602.2
스마트홈	762.5	769.9	774.4	757.0	773.5	780.9	783.7	786.9	3,063.9	3,124.9	3,181.4
전화	95.6	94.4	92.7	95.3	92.1	93.5	93.0	92.4	378.0	371.0	362.6
기업인프라	368.4	409.4	404.0	523.8	404.9	431.4	428.9	509.9	1,704.1	1,775.1	1,840.9
단말수익	717.0	532.3	675.9	811.1	683.1	549.8	627.6	718.2	2,736.2	2,578.7	2,481.7
영업비용	3,281.1	3,141.3	3,326.8	3,625.4	3,356.0	3,239.7	3,318.1	3,528.3	13,374.6	13,442.1	13,523.4
% YoY	4.2%	0.2%	3.4%	9.1%	2.3%	3.1%	-0.3%	-2.7%	4.3%	0.5%	0.6%
인건비	449.3	441.1	461.0	472.3	487.0	493.9	482.3	478.5	1,823.7	1,941.7	1,961.7
감가상각비	520.3	528.8	535.4	549.5	543.6	547.0	542.8	545.9	2,134.1	2,179.2	2,166.9
무형자산상각비	99.1	100.0	108.9	129.2	122.8	119.2	116.6	116.9	437.2	475.6	474.8
지급수수료	418.3	434.4	417.0	442.9	410.7	429.3	429.7	450.2	1,712.6	1,720.0	1,759.9
판매수수료	506.7	518.5	515.7	517.8	508.4	509.0	508.8	507.8	2,058.7	2,033.9	2,023.9
광고선전비	41.1	53.1	62.0	64.6	42.3	50.5	57.2	59.9	220.7	209.9	228.6
상품구입비	731.5	539.9	687.2	913.6	723.6	562.8	637.3	792.1	2,872.3	2,715.8	2,670.2
영업이익	260.2	288.0	254.3	195.5	220.9	254.0	250.2	218.4	998.0	943.5	945.4
% YoY	-0.4%	16.0%	-10.8%	-31.8%	-15.1%	-11.8%	-1.6%	11.7%	-7.7%	-5.5%	0.2%
영업이익률	7.3%	8.4%	7.1%	5.1%	6.2%	7.3%	7.0%	5.8%	6.9%	6.6%	6.5%
법인세차감전순이익	211.0	247.1	194.0	118.8	165.8	204.5	195.6	168.8	770.9	734.6	746.6
법인세비용	55.9	33.8	37.4	13.7	35.4	39.9	41.1	23.7	140.7	140.0	142.2
당기순이익	155.1	213.3	156.7	105.2	130.4	164.6	154.5	145.1	630.2	594.6	604.3
당기순이익률	4.4%	6.2%	4.4%	2.8%	3.6%	4.7%	4.3%	3.9%	4.4%	4.1%	4.2%
주요지표 (천명)											
무선통신 가입자수	20,555	21,677	23,820	25,097	26,268	27,223	28,257	28,958	25,097	28,958	31,559
5G 가입자수	6,351	6,603	6,819	7,040	7,190	7,413	7,650	7,864	7,020	7,864	8,689
5G 침투율 (%)	56.9%	59.6%	61.7%	63.9%	65.3%	67.4%	69.5%	71.5%	63.7%	71.5%	79.2%

자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

## LG유플러스(032640)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	13,906.0	14,372.6	14,385.6	14,468.8	14,660.8
매출액증가율(%)	0.4	3.4	0.1	0.6	1.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	13,906.0	14,372.6	14,385.6	14,468.8	14,660.8
판매비와관리비	12,824.7	13,374.6	13,442.1	13,523.4	13,658.9
영업이익	1,081.3	998.0	943.5	945.4	1,001.9
영업이익률(%)	7.8	6.9	6.6	6.5	6.8
금융손익	-165.9	-229.0	-204.4	-201.7	-195.7
종속/관계기업관련손익	3.3	1.8	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-61.9	0.2	-4.4	2.9	13.7
세전계속사업이익	856.8	771.0	734.6	746.6	820.0
법인세비용	194.2	140.7	140.0	142.2	157.8
당기순이익	662.6	630.2	594.6	604.3	662.1
지배주주지분 순이익	663.1	622.8	591.6	601.3	658.8
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,043.4	4,964.2	5,167.4	5,498.0	6,010.1
현금및현금성자산	834.6	559.6	609.6	778.3	1,118.4
매출채권	1,734.5	1,743.7	1,830.9	1,922.4	2,018.6
재고자산	226.2	354.4	354.8	356.8	361.5
비유동자산	14,731.4	15,136.5	14,469.9	13,745.1	13,007.1
유형자산	10,574.1	11,066.3	10,516.6	9,869.9	9,178.4
무형자산	2,341.7	2,165.9	2,049.0	1,970.2	1,922.4
투자자산	248.3	314.4	314.5	315.0	316.3
자산총계	19,774.8	20,100.6	19,637.3	19,243.0	19,017.2
유동부채	4,817.8	5,606.9	5,260.1	4,927.1	4,623.7
매입채무	160.6	126.4	143.7	144.5	146.4
단기차입금	0.0	130.0	130.4	131.0	131.8
유동성장기부채	1,427.2	2,172.1	1,955.0	1,759.5	1,583.6
비유동부채	6,507.3	5,737.0	5,305.3	4,919.0	4,613.8
사채	3,392.3	3,342.4	3,132.4	2,943.4	2,773.3
장기차입금	1,215.6	703.1	522.1	359.2	212.6
부채총계	11,325.1	11,343.8	10,565.3	9,846.1	9,237.5
자본금	2,574.0	2,574.0	2,574.0	2,574.0	2,574.0
자본잉여금	836.9	836.9	836.9	836.9	836.9
기타포괄이익누계액	-12.3	-6.3	-6.3	-6.3	-6.3
이익잉여금	4,866.5	5,167.6	5,479.8	5,801.8	6,181.2
비지배주주지분	284.5	284.6	287.6	290.6	293.9
자본총계	8,449.7	8,756.8	9,072.0	9,397.0	9,779.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	3,505.0	2,975.0	3,363.6	3,329.4	3,351.5
당기순이익(손실)	662.6	630.2	594.6	604.3	662.1
유형자산감가상각비	2,095.0	2,134.1	2,654.8	2,641.7	2,611.5
무형자산상각비	356.2	437.2	396.9	378.8	367.8
운전자본의 증감	-2,356.3	-2,704.4	-282.6	-295.4	-290.0
투자활동 현금흐름	-2,866.7	-2,998.2	-2,385.2	-2,296.3	-2,242.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,288.4	-2,535.7	-2,105.0	-1,995.0	-1,920.0
투자자산의 감소(증가)	-84.0	-64.3	-0.1	-0.6	-1.3
재무활동 현금흐름	-573.7	-252.0	-928.3	-864.4	-768.4
차입금증감	-19.1	339.2	-648.9	-585.0	-489.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	64.3	-275.1	50.1	168.7	340.1
기초현금	770.3	834.6	559.6	609.6	778.3
기말현금	834.6	559.6	609.6	778.3	1,118.4
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	31,850	32,919	32,948	33,139	33,579
EPS(지배주주)	1,519	1,426	1,355	1,377	1,509
CFPS	13,891	14,043	9,100	8,990	8,981
EBITDAPS	8,091	8,175	9,150	9,083	9,118
BPS	18,701	19,404	20,120	20,857	21,726
DPS	650	650	650	650	650
배당수익률(%)	5.9	6.4	6.4	6.4	6.4
Valuation(Multiple)					
PER	7.3	7.2	7.5	7.3	6.7
PCR	0.8	0.7	1.1	1.1	1.1
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
EBITDA(십억원)	3,532.4	3,569.3	3,995.1	3,965.8	3,981.2
EV/EBITDA	3.2	3.2	2.7	2.5	2.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.4	7.5	6.9	6.7	7.1
EBITDA이익률	25.4	24.8	27.8	27.4	27.2
부채비율	134.0	129.5	116.5	104.8	94.5
금융비용부담률	1.3	1.7	1.7	1.5	1.4
이자보상배율(x)	6.0	4.1	4.0	4.4	5.0
매출채권회전율(x)	8.0	8.3	8.0	7.7	7.4
재고자산회전율(x)	59.5	49.5	40.6	40.7	40.8

# 스카이라이프 (053210) 실적만큼 낮은 기대감

Analyst 정지수 02. 6454-4863  
jisoo.jeong@meritz.co.kr

**Hold** (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	5,700원
현재주가 (11.5)	5,020원
상승여력	13.5%

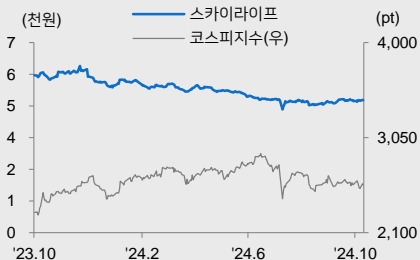
KOSPI	2,576.88pt
시가총액	2,386억원
발행주식수	4,752만주
유동주식비율	48.79%
외국인비중	6.10%
52주 최고/최저가	6,310원/4,665원
평균거래대금	1.0억원

## 주요주주(%)

케이티 외 1 인	50.31
한국방송공사	6.82

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.1	-8.1	-17.0
상대주가	1.9	-4.5	-23.7

## 주가그래프



## 3Q24 Preview: 시장 컨센서스 부합 전망

- 3Q24 연결 실적은 매출액 2,635억원(+2.1% YoY), 영업이익 43억원(+55.6% YoY)으로 시장 컨센서스 부합 전망
- 위성전용 가입자는 전 분기 대비 6천명 증가했으나, GTS 가입자는 2만명 감소하며 가입자 순감 지속
- 방송발전기금의 분기 평탄화 효과와 KT와의 인터넷 망사용료 재협상 성과로 영업비용은 전년 대비 +1.5% 증가 전망
- 2024년 연결 매출액과 영업이익은 각각 1조 331억원(+0.7% YoY), 60억원(-57.5% YoY) 전망

## 2025년 연결 영업이익 211억원(+253.4% YoY) 전망

- 2025년 연결 매출액과 영업이익은 각각 1조 379억원(+0.5% YoY), 211억원(+253.4% YoY) 전망
- 부실 가입자 정리에 따라 ARPU는 소폭 개선되며, 비용 절감 노력과 망사용료 협상 등의 영향으로 별도 실적의 점진적 개선 전망

## 투자의견 Hold, 적정주가 5,700원 유지

- 스카이TV는 콘텐츠 투자비 감소로 편성 규모가 줄었음에도 불구하고 채널 및 광고 점유율이 개선되는 등 지표 개선 지속
- 4Q24 <나의 해리에게>, <희한한 로맨스>, <악인전기>, <백종원의 레미제라블> 등 드라마 및 예능 라인업 강화 계획

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1,013.7	63.2	22.4	468	-63.0	17,235	17.4	0.5	2.5	2.8	58.7
2023	1,025.6	14.1	-97.9	-2,049	적전	14,756	-2.9	0.4	1.5	-12.8	64.9
2024E	1,033.1	6.0	0.4	8	흑전	14,416	612.2	0.3	1.4	0.1	60.3
2025E	1,037.9	21.1	11.5	241	2,816.7	14,309	20.8	0.4	0.5	1.7	59.2
2026E	1,050.1	126.0	84.0	1,767	633.3	15,727	2.8	0.3	-0.3	11.8	52.4

# 스카이라이프 – 실적만큼 낮은 기대감

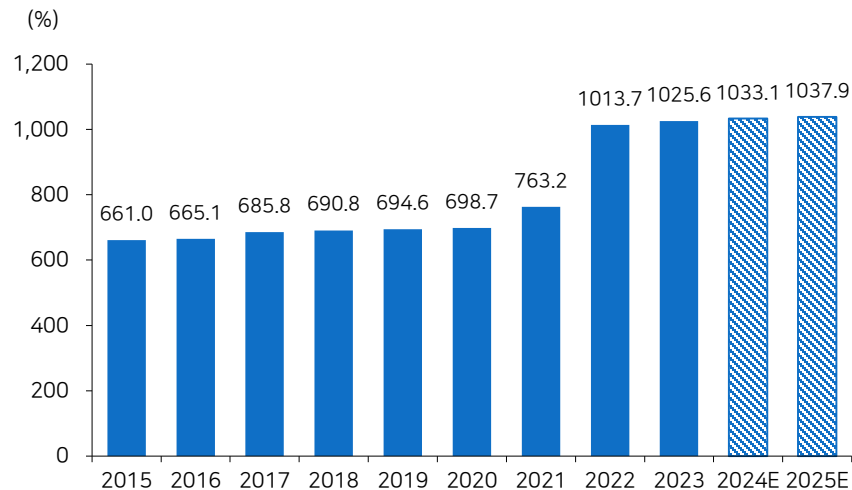
2025년 전망 시리즈 13

통신/미디어

비용의 균등 반영으로 상저하고  
실적 흐름 전망

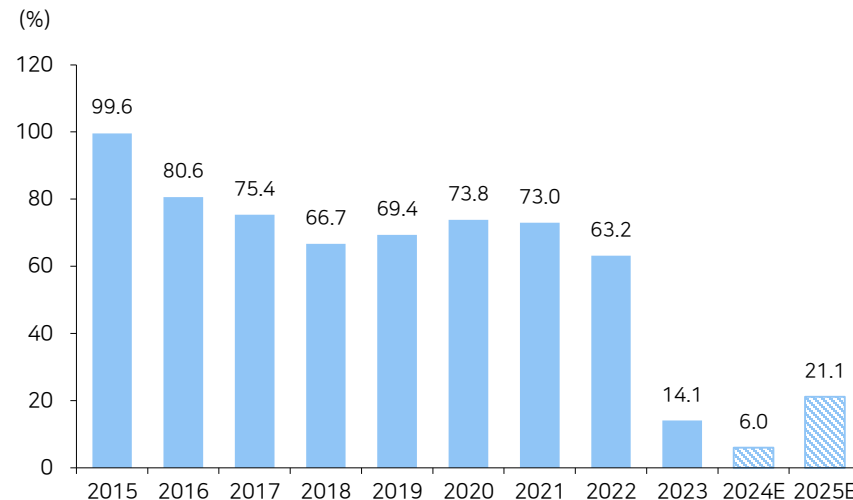
- 3Q24 연결 매출액 2,635억원(+2.1% YoY), 영업이익 43억원(+55.6% YoY)으로 시장 컨센서스 부합 전망
- 콘텐츠 투자비 감소로 편성 규모가 줄었음에도 불구하고 채널 및 광고 점유율 개선
- 2024년 연결 매출액과 영업이익은 각각 1조 331억원(+0.7% YoY), 60억원(-57.5% YoY) 전망
- 스카이TV는 회계 기준 변경으로 자체 제작 콘텐츠의 상각 기간이 조정(5년 → 2년)되어 4Q24까지 영업적자 지속 전망

스카이라이프 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 스카이라이프, 메리츠증권 리서치센터

스카이라이프 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 스카이라이프, 메리츠증권 리서치센터

# 스카이라이프 – 실적만큼 낮은 기대감

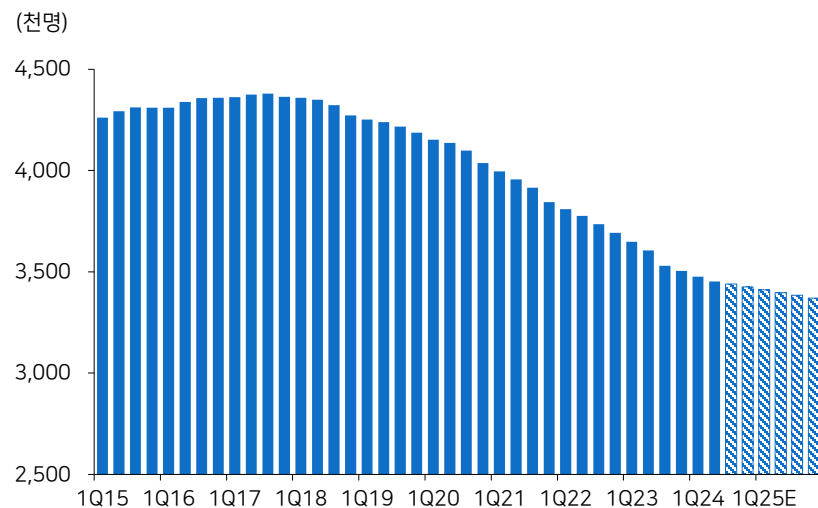
2025년 전망 시리즈 13

통신/미디어

## 부실 가입자 정리로 실적 개선

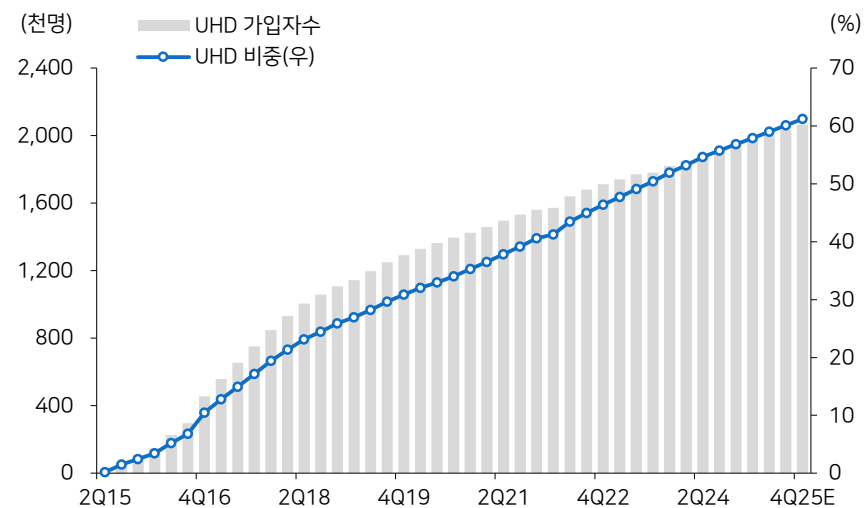
- 2025년 연결 매출액과 영업이익은 각각 1조 379억원(+0.5% YoY), 211억원(+253.4% YoY) 전망
- 위성전용 가입자는 전 분기 대비 6천명 증가했으나, GTS 가입자 2만명 감소하며 가입자 순감 지속
- 가입자 지표는 부진할 수 있으나, 비용 절감과 망사용료 협상 등의 영향으로 별도 실적은 점진적 개선 전망

## 스카이라이프 유료방송 가입자 추이



자료: 스카이라이프, 메리츠증권 리서치센터

## 스카이라이프 UHD 가입자 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

# 스카이라이프 실적 추이 및 전망

2025년 전망 시리즈 13  
통신/미디어

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>249.4</b>	<b>256.4</b>	<b>258.2</b>	<b>261.6</b>	<b>254.4</b>	<b>254.6</b>	<b>263.5</b>	<b>260.5</b>	<b>1,025.6</b>	<b>1,033.1</b>	<b>1,037.9</b>
% YoY	4.4%	1.7%	-2.6%	1.5%	2.0%	-0.7%	2.1%	-0.4%	1.2%	0.7%	0.5%
서비스	100.0	99.4	100.6	98.3	98.5	95.7	96.6	96.4	398.4	387.2	383.2
통신서비스	41.9	43.6	45.0	46.3	47.3	48.6	49.8	50.6	176.7	196.3	208.3
플랫폼	81.9	86.9	85.6	89.1	82.1	85.5	87.2	87.7	343.5	342.5	337.6
콘텐츠	2.2	2.6	2.3	3.7	5.2	2.2	2.3	2.4	10.8	12.1	10.6
기타	23.4	24.0	24.7	24.1	21.3	22.6	27.6	23.4	96.2	94.9	98.2
<b>영업비용</b>	<b>233.9</b>	<b>239.6</b>	<b>255.5</b>	<b>282.6</b>	<b>251.5</b>	<b>254.8</b>	<b>259.3</b>	<b>261.5</b>	<b>1,011.5</b>	<b>1,027.1</b>	<b>1,016.8</b>
% YoY	9.8%	4.7%	1.7%	9.7%	7.5%	6.3%	1.5%	-7.5%	6.4%	1.5%	-1.0%
중계기임차료	12.6	12.6	12.6	12.6	12.6	12.6	12.6	12.6	50.2	50.2	50.2
망사용료	28.3	28.2	29.9	32.4	31.9	27.8	29.0	29.2	118.8	117.9	119.3
프로그램사용료	43.6	44.1	43.5	50.1	45.8	45.8	45.0	47.7	181.3	184.3	184.5
마케팅비용	44.1	45.3	43.9	44.2	43.3	44.6	45.5	48.6	177.5	182.0	189.3
상각비용	37.0	39.2	41.2	59.3	45.5	45.8	42.9	46.1	176.7	180.2	172.1
기타관리비용	70.3	84.4	84.1	72.6	73.8	84.3	77.3	71.4	84.1	72.6	78.3
<b>영업이익</b>	<b>15.5</b>	<b>16.8</b>	<b>2.7</b>	<b>-21.0</b>	<b>2.9</b>	<b>-0.2</b>	<b>4.3</b>	<b>-1.0</b>	<b>14.1</b>	<b>6.0</b>	<b>21.1</b>
% YoY	-39.7%	-27.6%	-80.7%	-43914.6%	-81.5%	-100.9%	55.6%	-95.3%	-77.7%	-57.5%	253.4%
영업이익률 (%)	6.2%	6.6%	1.1%	-8.0%	1.1%	-0.1%	1.6%	-0.4%	1.4%	0.6%	2.0%
법인세차감전순이익	12.2	18.6	2.9	-142.2	2.6	-2.0	3.4	-1.9	-108.5	2.1	17.1
법인세비용	5.9	3.4	3.1	-7.2	1.3	-0.1	0.8	-0.5	5.3	1.6	3.8
<b>당기순이익</b>	<b>6.3</b>	<b>15.2</b>	<b>-0.3</b>	<b>-135.0</b>	<b>1.3</b>	<b>-1.9</b>	<b>2.6</b>	<b>-1.5</b>	<b>-113.7</b>	<b>0.5</b>	<b>13.3</b>
당기순이익률 (%)	2.5%	5.9%	-0.1%	-51.6%	0.5%	-0.7%	1.0%	-0.6%	-11.1%	0.0%	1.3%
<b>주요 지표 (천명)</b>											
전체 가입자	3,649	3,606	3,529	3,504	3,476	3,453	3,439	3,425	3,685	3,678	3,671
위성단독	2,652	2,659	2,647	2,664	2,667	2,676	2,682	2,687	2,643	2,638	2,632
OTS	997	948	882	841	809	777	757	738	1,042	1,040	1,038

자료: 스카이라이프, 메리츠증권 리서치센터



## 스카이라이프 (053210)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,013.7	1,025.6	1,033.1	1,037.9	1,050.1
매출액증가율(%)	32.8	1.2	0.7	0.5	1.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,013.7	1,025.6	1,033.1	1,037.9	1,050.1
판매비와관리비	950.5	1,011.5	1,027.1	1,016.8	924.1
영업이익	63.2	14.1	6.0	21.1	126.0
영업이익률(%)	6.2	1.4	0.6	2.0	12.0
금융손익	1.8	-2.0	3.2	2.2	2.2
종속/관계기업관련손익	-0.8	-1.1	0.0	-0.3	-0.3
기타영업외손익	-30.8	-119.5	-7.1	-5.9	-5.9
세전계속사업이익	33.4	-108.5	2.1	17.1	122.0
법인세비용	10.4	5.3	1.6	3.8	24.4
당기순이익	23.1	-113.8	0.5	13.3	97.6
지배주주지분 순이익	22.4	-97.9	0.4	11.5	84.0
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	406.5	425.0	470.0	557.3	684.7
현금및현금성자산	98.7	129.8	172.9	259.1	383.5
매출채권	122.7	115.1	116.0	116.5	117.9
재고자산	1.2	1.8	1.9	1.9	1.9
비유동자산	954.8	790.7	685.9	585.3	532.4
유형자산	258.3	234.8	174.9	114.8	94.3
무형자산	489.8	384.8	339.8	299.3	266.7
투자자산	49.9	27.0	27.1	27.1	27.3
자산총계	1,361.3	1,215.7	1,155.9	1,142.7	1,217.1
유동부채	274.7	353.8	315.7	310.9	308.5
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	45.7	0.0	30.0	27.0	24.3
유동성장기부채	0.0	100.0	30.0	27.0	24.3
비유동부채	229.0	124.8	119.2	114.0	109.8
사채	149.8	49.9	49.9	49.9	49.9
장기차입금	0.0	0.0	-6.0	-11.4	-16.3
부채총계	503.8	478.6	434.9	424.9	418.3
자본금	119.6	119.6	119.6	119.6	119.6
자본잉여금	175.4	175.4	175.4	175.4	175.4
기타포괄이익누계액	2.3	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
이익잉여금	534.0	413.8	397.7	392.6	460.0
비지배주주지분	33.3	35.9	35.9	37.8	51.4
자본총계	857.5	737.1	721.0	717.8	798.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	176.4	207.2	105.9	114.3	151.7
당기순이익(손실)	23.1	-113.8	0.5	13.3	97.6
유형자산감가상각비	76.4	69.2	59.9	60.1	20.5
무형자산상각비	51.2	107.5	45.0	40.5	32.6
운전자본의 증감	-26.1	3.9	0.6	0.4	0.9
투자활동 현금흐름	-78.9	-125.3	-0.3	-0.2	-0.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-59.9	-47.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-16.1	23.0	-0.1	-0.1	-0.2
재무활동 현금흐름	-79.5	-50.8	-62.5	-27.9	-26.8
차입금증감	-30.8	-49.3	-45.9	-11.4	-10.2
자본의증가	13.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	18.0	31.1	43.2	86.2	124.4
기초현금	80.7	98.7	129.8	172.9	259.1
기말현금	98.7	129.8	172.9	259.1	383.5
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	21,197	21,463	21,738	21,840	22,096
EPS(지배주주)	468	-2,049	8	241	1,767
CFPS	4,425	4,517	2,156	2,313	3,429
EBITDAPS	3,989	3,992	2,333	2,562	3,770
BPS	17,235	14,756	14,416	14,309	15,727
DPS	350	350	350	350	350
배당수익률(%)	4.3	5.9	7.0	7.0	7.0
Valuation(Multiple)					
PER	17.4	-2.9	612.2	20.8	2.8
PCR	1.8	1.3	2.3	2.2	1.5
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	0.5	0.4	0.3	0.4	0.3
EBITDA(십억원)	190.8	190.7	110.9	121.8	179.1
EV/EBITDA	2.5	1.5	1.4	0.5	-0.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.8	-12.8	0.1	1.7	11.8
EBITDA이익률	18.8	18.6	10.7	11.7	17.1
부채비율	58.7	64.9	60.3	59.2	52.4
금융비용부담률	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	11.3	2.6	1.4	6.2	40.7
매출채권회전율(x)	8.9	8.6	8.9	8.9	9.0
재고자산회전율(x)	505.1	666.2	560.0	559.3	561.3

# 기업분석

## [미디어]

종목명	투자판단	적정주가
콘텐트리중앙 (036420)	Buy	15,000원
제일기획 (030000)	Buy	23,500원
이노션 (214320)	Buy	29,700원
CJ ENM (035760)	Buy	105,000원
스튜디오드래곤 (253450)	Buy	54,000원
CJ CGV (079160)	Buy	9,000원

# 콘텐츠리중앙 (036420) 올해보다는 내년 회복을 기대

Analyst 정지수 02. 6454-4863  
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	15,000원
현재주가 (11. 5)	9,290원
상승여력	61.5%

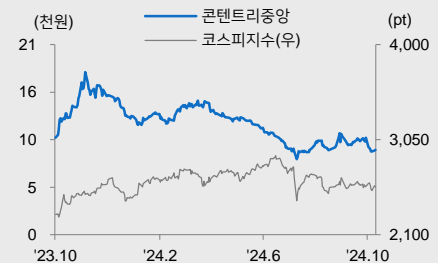
KOSPI	2,576.88pt
시가총액	1,789억원
발행주식수	1,926만주
유동주식비율	56.94%
외국인비중	0.46%
52주 최고/최저가	17,800원/8,280원
평균거래대금	4.9억원

## 주요주주(%)

중앙피앤아이 외 2 인	42.24
--------------	-------

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.3	-29.9	-24.9
상대주가	-5.6	-27.2	-31.0

## 주가그래프



## 3Q24 Preview: 시장 컨센서스 하회 전망

- 3Q24 연결 실적은 매출액 1,974억원(-26.5% YoY), 영업적자 -129억원(적전 YoY)으로 시장 컨센서스 하회 전망
- 방영 회차 감소와 상각비 부담 지속으로 SLL 매출액 938억원(-43.2% YoY), 영업적자 -138억원(적전 YoY)을 전망
- 3Q24 전국 영화 관람객수 3,392만명(+158만명 QoQ)을 기록했으나, 플러스엠 배급 수익이 미미해 수익성 측면에서 다소 부진하며 매출액 714억원(-0.3% YoY), 영업적자 -11억원(적축 YoY)을 전망
- 2024년 연결 실적은 매출액 8,771억원(-11.6% YoY), 영업적자 -298억원(적축 YoY)을 전망
- 4Q24 주요 콘텐츠 라인업은 <정숙한 세일즈>, <조립식 가족>, <옥씨부인전> 등 38회로 소폭 회복될 전망

## 2025년 연결 영업이익 366억원(흑전 YoY) 전망

- 2025년 연결 실적은 매출액 9,508억원(+8.3% YoY), 영업이익 366억원(흑전 YoY)을 전망
- Wiip 작품 공급이 재개될 경우 BEP 수준의 수익성 달성 가능하며, 광고 업황 회복 등으로 2025년 실적 회복 가능
- 공간 사업 플레이타임 역시 부실 점포 철수 및 해외 시장 진출 성과가 2025년부터 본격화될 전망
- 2025 주요 콘텐츠 라인업은 넷플릭스 <캐셔로>, <자백의 대가>, 디즈니플러스 <파인>, <넉오프> 등

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	852.1	-71.6	-40.2	-2,111	적지	7,324	-13.5	3.9	20.0	-25.4	298.8
2023	993.0	-68.1	-123.1	-6,392	적지	2,559	-2.4	6.0	16.2	-129.4	380.9
2024E	878.0	-32.4	-56.3	-2,923	적지	-364	-3.2	-25.5	13.3	-266.3	408.3
2025E	950.8	36.6	9.9	511	흑전	148	18.2	62.9	9.4	-473.2	389.9
2026E	1,024.9	60.9	33.3	1,726	148.0	1,874	5.4	5.0	7.7	170.8	354.1

# 콘텐츠리중앙 – 올해보다는 내년 회복을 기대

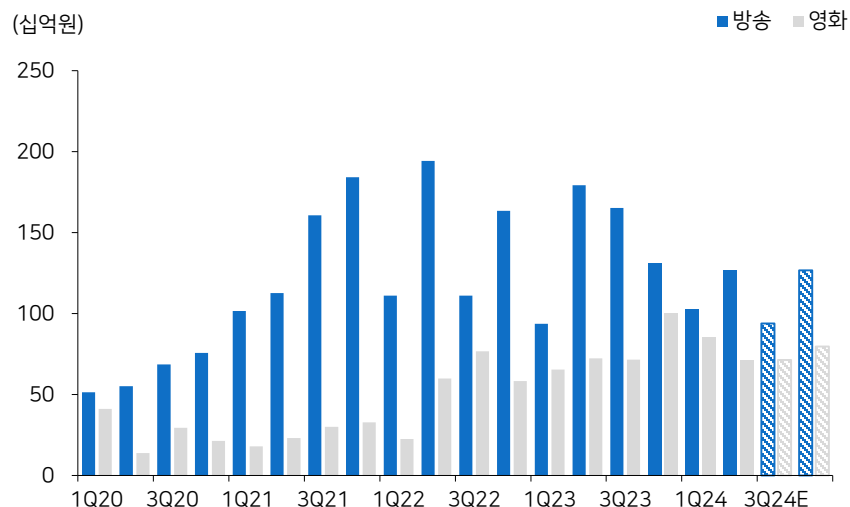
2025년 전망 시리즈 13

통신/미디어

## 3Q24 영업적자 전환 예상

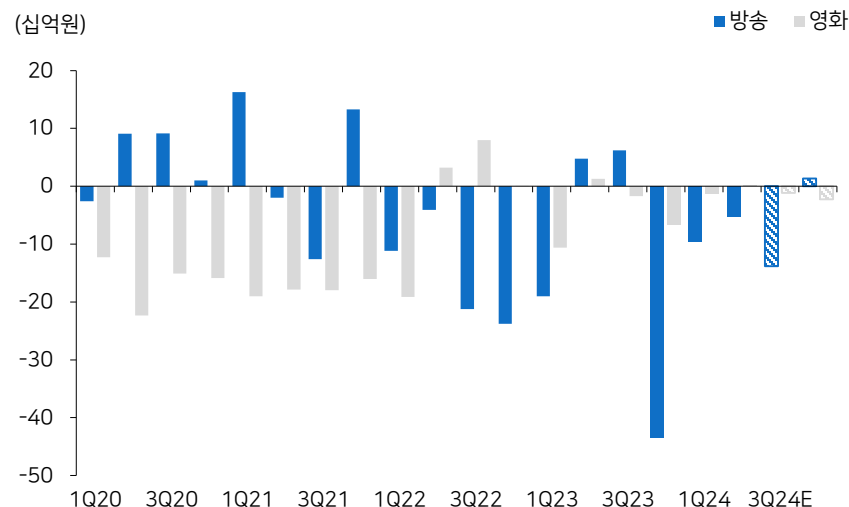
- 3Q24 연결 실적은 매출액 1,974억원(-26.5% YoY), 영업적자 -129억원(적전 YoY)으로 컨센서스 하회 전망
- 방영 회차 감소와 상각비 부담 지속으로 SLL 매출액 938억원(-43.2% YoY), 영업적자 -138억원(적전 YoY) 전망
- 3Q24 전국 영화 관람객수 3,392만명(+158만명 QoQ)을 기록했으나, 플러스엠 배급 수익이 미미해 수익성 측면에서 다소 부진하며 매출액 714억원(-0.3% YoY), 영업적자 -11억원(적축 YoY)을 전망

## 콘텐츠리중앙 매출액 추이 및 전망



자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

## 콘텐츠리중앙 영업이익 추이 및 전망



자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

# 콘텐츠리중앙 – 올해보다는 내년 회복을 기대

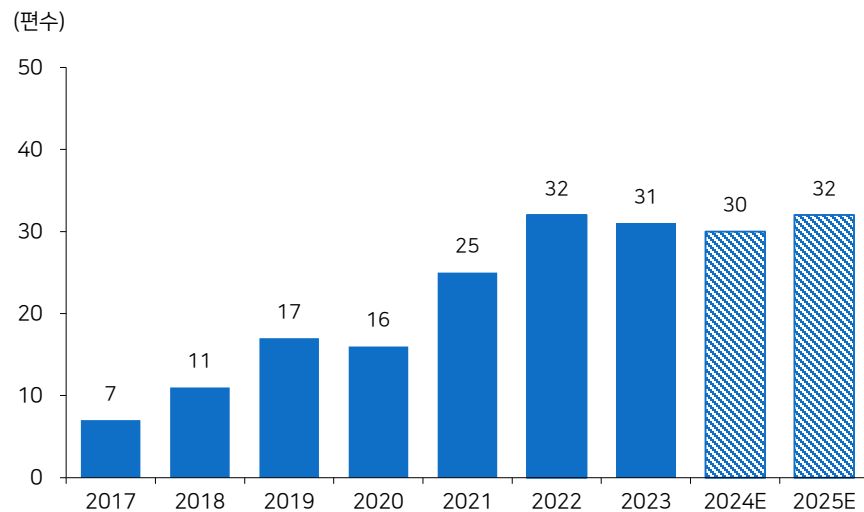
2025년 전망 시리즈 13

통신/미디어

2025년 연결 영업이익  
366억원(흑전 YoY) 전망

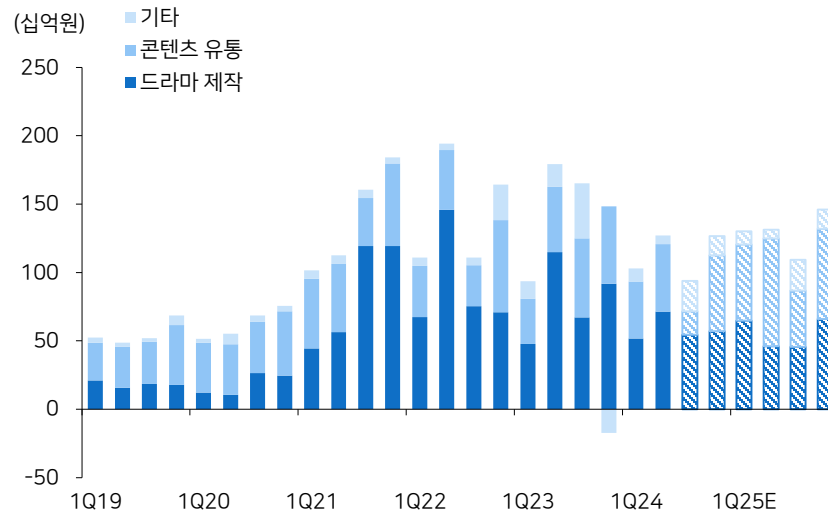
- 2024년 연결 실적은 매출액 8,771억원(-11.6% YoY), 영업적자 -298억원(적축 YoY)을 전망
- Wiip 작품 공급이 재개될 경우 BEP 수준의 수익성 달성 가능하며, 광고 업황 회복 등으로 2025년 실적 회복 가능
- 2025 주요 콘텐츠 라인업은 넷플릭스 <캐셔로>, <자백의 대가>, 디즈니플러스 <파인>, <넉오프> 등
- 2025년 연결 실적은 매출액 9,508억원(+8.3% YoY), 영업이익 366억원(흑전 YoY)을 전망

## 연간 제작편수 추이 및 전망



자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

## 방송 부문 매출액 추이 및 전망



자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

# 콘텐츠리중앙 – 올해보다는 내년 회복을 기대

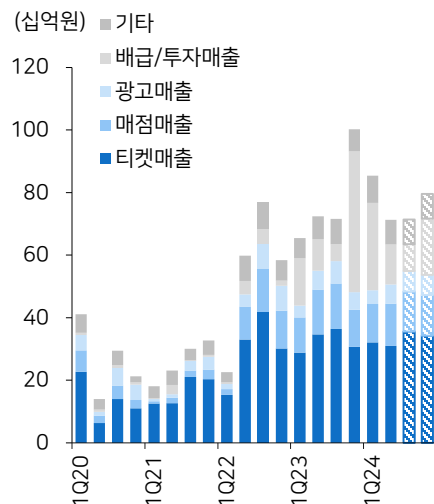
2025년 전망 시리즈 13

통신/미디어

국내 박스오피스 정상화에 따른  
실적 개선 기대

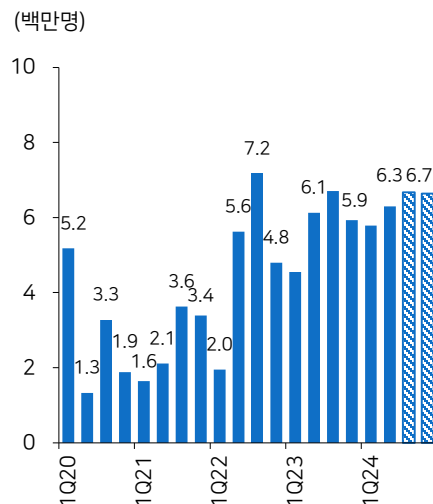
- 4Q24 주요 영화 개봉 기대작은 <베놈: 라스트 댄스>, <글래디에이터 2>, <모아나 2> 등
- 2025년 영화 사업 매출액과 영업이익은 각각 3,164억원(+2.9% YoY), 44억원(흑전 YoY) 전망
- 공간 사업 플레이타임 역시 부실 점포 철수 및 해외 시장 진출 성과가 2025년부터 본격화될 전망

영화 부문별 매출액 추이 및 전망



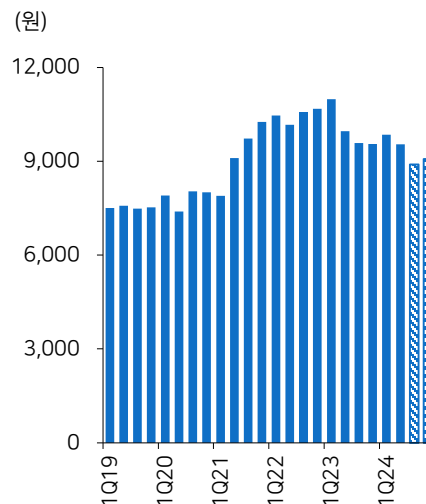
자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

Megabox 관객수 추이 및 전망



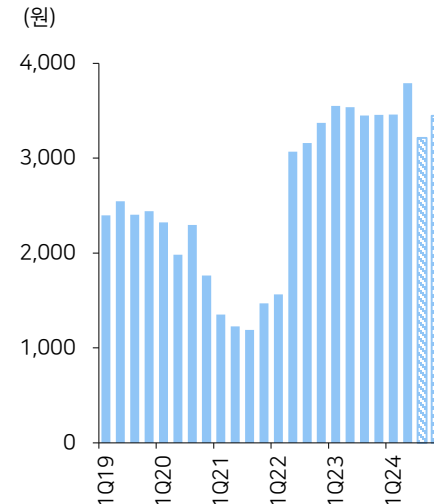
자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

ATP(평균티켓가격) 추이 및 전망



자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

CPP(매점매출가격) 추이 및 전망



자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

# 콘텐츠리중앙 실적 추이 및 전망

2025년 전망 시리즈 13

통신/미디어

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	187.1	279.4	268.8	256.9	220.9	226.8	197.7	232.5	993.0	878.0	950.8
% YoY	38.0%	5.1%	31.4%	4.4%	18.1%	-18.8%	-26.5%	-9.7%	16.5%	-11.6%	8.3%
방송	93.6	179.2	165.2	131.1	103.0	127.1	93.8	126.6	569.1	450.4	516.9
드라마 제작	47.7	114.9	67.2	74.4	46.3	71.4	54.6	57.0	321.5	234.8	222.5
콘텐츠 유통	33.0	47.8	57.8	56.6	41.8	49.4	17.1	55.5	195.2	163.8	241.9
기타	12.9	16.5	40.2	0.1	14.9	6.2	22.1	14.0	52.3	51.9	52.5
영화	65.5	72.4	71.6	100.2	69.5	71.2	71.4	79.6	309.6	307.6	316.4
티켓매출	28.9	34.6	36.4	30.7	32.1	31.0	35.5	34.2	130.6	132.8	143.8
매점매출	11.2	14.3	14.5	11.9	12.3	13.5	12.8	13.0	51.9	51.6	58.2
광고매출	3.8	6.0	7.2	5.6	4.4	6.1	6.5	6.5	22.6	23.5	26.4
배급/투자매출	15.2	10.2	5.4	45.1	12.0	12.8	8.6	18.0	75.8	67.4	56.1
기타	6.4	7.2	8.1	7.0	8.7	7.8	7.9	7.9	28.7	32.3	31.9
매출원가	143.5	199.4	187.3	225.1	159.1	163.7	138.0	160.1	763.3	620.9	611.7
% YoY	26.7%	-4.1%	25.9%	18.2%	10.9%	-17.9%	-26.4%	-31.3%	15.5%	-18.7%	-1.5%
방송	87.7	148.6	134.3	149.2	87.9	108.9	84.6	98.7	519.8	380.1	381.8
영화	33.2	30.9	27.6	58.9	28.7	31.1	27.8	36.5	150.5	140.0	132.8
매출총이익	43.7	80.0	81.5	31.8	61.8	63.1	59.7	72.5	229.7	257.1	339.1
% YoY	96.0%	38.1%	46.1%	-42.7%	41.6%	-21.1%	-26.7%	194.9%	20.0%	11.9%	31.9%
GPM(%)	23.3	28.6	30.3	12.4	28.0	27.8	30.2	31.2	23.1	29.3	35.7
판관비	73.8	72.2	75.0	81.4	71.8	69.7	72.5	75.2	297.8	289.2	301.4
% YoY	36.5%	22.0%	7.5%	1.8%	-2.7%	-3.5%	-3.4%	-2.0%	13.2%	-2.9%	4.2%
방송	24.9	25.8	24.6	25.4	24.6	23.5	23.0	26.6	100.8	97.6	102.3
영화	42.9	40.2	45.7	48.0	42.2	40.0	44.7	45.3	176.8	172.2	179.2
영업이익	-30.2	7.8	6.5	-49.6	-10.0	-6.5	-12.9	-3.0	-68.1	-32.4	36.6
% YoY	적축	흑전	흑전	적축	적축	적전	적전	적축	적축	적축	흑전
영업이익률	-16.1%	2.8%	2.4%	-19.3%	-4.5%	-2.9%	-6.5%	-1.3%	-6.9%	-3.7%	3.9%
방송	-19.0	4.8	6.2	-43.5	-9.5	-5.3	-13.8	1.3	-51.6	-27.3	32.8
영화	-10.6	1.3	-1.7	-6.7	-1.4	0.1	-1.1	-2.2	-17.7	-4.6	4.4
법인세차감전순이익	-49.7	-9.9	-14.1	-41.7	-33.1	-25.4	-21.1	6.4	-157.8	-73.2	19.7
법인세비용	-0.6	5.1	0.3	16.7	-2.7	0.2	-0.6	1.0	13.5	-2.2	3.8
당기순이익	-49.2	-15.0	-14.4	-58.5	-30.5	-25.5	-20.5	5.5	-171.3	-71.0	15.9
당기순이익률	-26.3%	-5.4%	-5.4%	-22.8%	-13.8%	-11.3%	-10.4%	2.4%	-17.3%	-8.1%	1.7%
주요지표 (백만명, 원)											
전국 관객수	25.1	33.2	35.5	31.2	30.9	32.0	33.9	33.7	125.1	130.6	143.6
Megabox 관객수	4.6	6.1	6.7	5.9	5.8	6.3	6.7	6.6	23.3	25.4	28.3
평균티켓가격(ATP)	10,984	9,963	9,581	9,550	9,851	9,546	8,893	9,069	10,020	9,340	8,845
인당매점소비(SPP)	3,551	3,535	3,450	3,454	3,459	3,790	3,214	3,444	3,498	3,477	3,583

자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

## 콘텐츠리중앙 (036420)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	852.1	993.0	878.0	950.8	1,024.9
매출액증가율(%)	25.8	16.5	-11.6	8.3	7.8
매출원가	660.6	763.3	620.9	611.7	653.1
매출총이익	191.5	229.7	257.1	339.1	371.7
판매비와관리비	263.1	297.8	289.2	301.4	310.2
영업이익	-71.6	-68.1	-32.4	36.6	60.9
영업이익률(%)	-8.4	-6.9	-3.7	4.0	6.0
금융손익	-31.4	-91.6	-48.2	-35.6	-28.2
종속/관계기업관련손익	34.2	-14.7	5.5	15.2	10.3
기타영업외손익	-13.6	16.7	2.1	3.5	5.1
세전계속사업이익	-82.4	-157.8	-73.2	19.7	48.1
법인세비용	-5.6	13.5	-2.2	3.8	8.7
당기순이익	-76.9	-171.3	-71.0	15.9	39.4
지배주주지분 순이익	-40.2	-123.1	-56.3	9.9	33.3
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	659.7	535.8	432.3	457.5	510.9
현금및현금성자산	207.3	178.4	168.2	193.4	228.1
매출채권	155.9	197.5	120.0	110.0	118.6
재고자산	75.6	4.4	3.9	4.2	4.5
비유동자산	1,928.4	1,917.3	1,799.5	1,771.3	1,734.3
유형자산	209.3	277.9	248.9	238.6	230.0
무형자산	657.5	592.6	516.7	490.6	453.8
투자자산	454.5	483.0	470.0	478.2	486.6
자산총계	2,588.1	2,453.1	2,231.8	2,228.8	2,245.2
유동부채	1,162.3	1,149.3	1,047.8	1,059.7	1,066.4
매입채무	25.2	11.1	9.8	10.7	11.5
단기차입금	224.1	184.4	182.6	180.7	171.7
유동성장기부채	439.6	563.7	418.0	394.6	372.6
비유동부채	776.8	793.7	744.9	714.2	684.5
사채	168.7	291.7	273.3	255.8	239.2
장기차입금	96.3	9.3	10.3	9.8	9.4
부채총계	1,939.1	1,942.9	1,792.7	1,773.8	1,750.8
자본금	96.3	96.3	96.3	96.3	96.3
자본잉여금	166.2	150.9	150.9	150.9	150.9
기타포괄이익누계액	27.4	67.5	67.5	67.5	67.5
이익잉여금	-143.4	-260.0	-316.3	-306.5	-273.2
비지배주주지분	508.0	460.8	446.1	452.1	458.3
자본총계	649.1	510.1	439.1	455.0	494.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	50.1	-84.9	216.3	194.2	201.1
당기순이익(손실)	-76.9	-171.3	-71.0	15.9	39.4
유형자산감가상각비	67.0	84.0	84.0	62.5	58.2
무형자산상각비	111.9	107.2	75.9	71.1	76.8
운전자본의 증감	-48.5	-187.7	127.5	44.6	26.6
투자활동 현금흐름	-362.3	-2.2	-34.7	-110.1	-102.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-28.8	-42.7	-55.0	-52.3	-49.6
투자자산의 감소(증가)	-179.4	-28.5	13.0	-8.2	-8.4
재무활동 현금흐름	201.1	58.0	-191.8	-58.8	-63.6
차입금증감	236.6	91.4	-191.8	-58.8	-63.7
자본의증가	-5.0	-15.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-113.6	-28.9	-10.2	25.2	34.7
기초현금	320.9	207.3	178.4	168.2	193.4
기말현금	207.3	178.4	168.2	193.4	228.1
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	44,748	51,553	45,580	49,363	53,205
EPS(지배주주)	-2,111	-6,392	-2,923	511	1,726
CFPS	6,853	9,119	8,107	11,163	12,421
EBITDAPS	5,636	6,387	6,614	8,839	10,170
BPS	7,324	2,559	-364	148	1,874
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-13.5	-2.4	-3.2	18.2	5.4
PCR	4.2	1.7	1.1	0.8	0.7
PSR	0.6	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	3.9	6.0	-25.5	62.9	5.0
EBITDA(십억원)	107.3	123.0	127.4	170.3	195.9
EV/EBITDA	20.0	16.2	13.3	9.4	7.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-25.4	-129.4	-266.3	-473.2	170.8
EBITDA이익률	12.6	12.4	14.5	17.9	19.1
부채비율	298.8	380.9	408.3	389.9	354.1
금융비용부담률	5.8	8.7	9.5	8.0	7.1
이자보상배율(x)	-1.4	-0.8	-0.4	0.5	0.8
매출채권회전율(x)	5.4	5.6	5.5	8.3	9.0
재고자산회전율(x)	11.3	24.8	211.9	234.8	234.2



# 제일기획 (030000) 주변 상황을 타하지 않는 실적 우등생

Analyst 정지수 02. 6454-4863  
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	23,500원
현재주가 (11. 5)	18,210원
상승여력	29.0%

KOSPI	2,576.88pt
시가총액	20,949억원
발행주식수	11,504만주
유동주식비율	59.46%
외국인비중	22.17%
52주 최고/최저가	20,700원/16,600원
평균거래대금	46.4억원

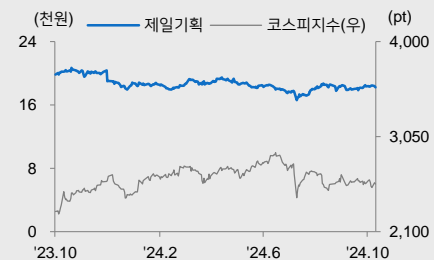
## 주요주주(%)

삼성전자 외 5 인	28.57
국민연금공단	11.00

## 주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.7	-5.6	-9.9
상대주가	1.4	-2.0	-17.1

## 주가그래프



## 3Q24 Review: 시장 컨센서스 부합

- 3Q24 연결 실적은 매출총이익 4,285억원(+6.9% YoY), 영업이익 956억원(+2.3% YoY)으로 시장 컨센서스 부합
- 국내 매출총이익은 주요 광고주의 마케팅 효율화 지속에도 비계열 광고주들의 마케팅 재개로 968억원(+9.9% YoY) 기록
- 해외는 유럽(+0.1% YoY)과 중국(+0.4% YoY)을 제외한 인도(+12.1% YoY), 중남미(+15.6% YoY), 중동(+18.4% YoY), 북미(+17.3% YoY) 등 두 자릿수 성장이 나타나며 3,317억원(+6.0% YoY)의 매출총이익을 기록
- 2024년 연결 매출총이익과 영업이익은 각각 1조 7,199억원(+6.2% YoY), 3,168억원(+3.0% YoY) 전망

## 2025년 연결 영업이익 3,254억원(+2.7% YoY) 전망

- 2025년 연결 매출총이익과 영업이익은 각각 1조 7,779억원(+3.4% YoY), 3,254억원(+2.7% YoY) 전망
- 경기 불확실성으로 매체 집행에 보수적이었던 광고주들 중 일부가 마케팅을 재개하며 2025년 업황 회복에 대한 기대감 증가
- 해외 지역 중 부진한 유럽의 경우 자회사 IRIS의 회복 전까지 BTL 및 성수기 프로모션 등으로 방어할 계획
- 3Q24 진행된 인력 효율화로 향후 인건비 증가율 역시 타라인 성장 수준으로 하락할 전망

## 투자의견 Buy, 적정주가 23,500원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	4,253.4	311.4	193.7	1,684	16.8	10,536	13.7	2.2	5.8	16.6	125.3
2023	4,138.3	307.5	187.3	1,628	-2.9	11,184	11.7	1.7	4.4	15.0	122.7
2024E	4,544.7	316.8	217.9	1,894	16.2	12,101	9.6	1.5	4.1	16.3	123.5
2025E	4,729.7	325.4	221.0	1,921	1.4	13,009	9.5	1.4	3.8	15.3	119.1
2026E	5,044.0	337.5	235.1	2,043	6.3	13,996	8.9	1.3	3.5	15.1	117.4

# 제일기획 – 주변 상황을 탓하지 않는 실적 우등생

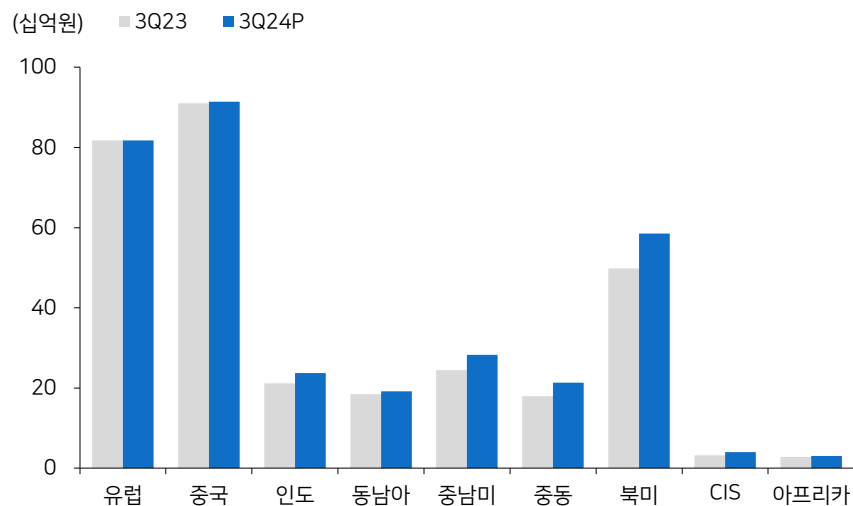
2025년 전망 시리즈 13

통신/미디어

3Q24 연결 영업이익  
956억원(+2.3% YoY)

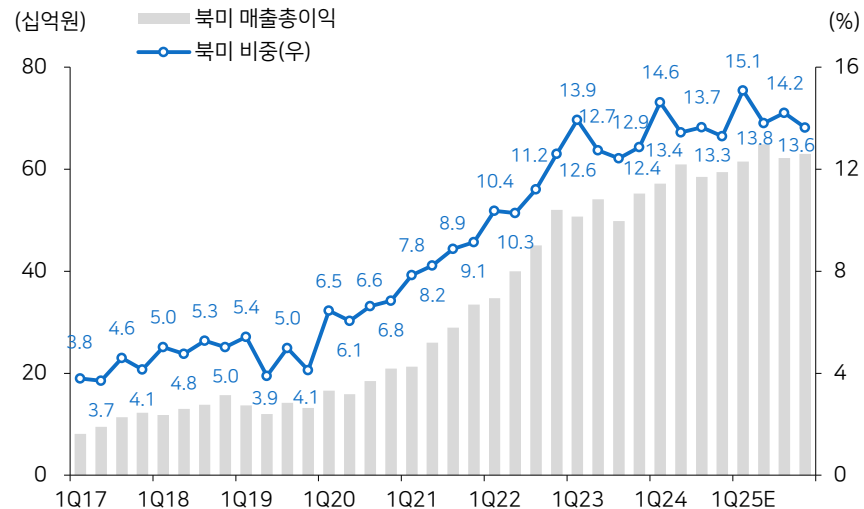
- 3Q24 연결 실적은 매출총이익 4,285억원(+6.9% YoY), 영업이익 956억원(+2.3% YoY)으로 컨센서스 부합
- 국내 매출총이익은 비계열 광고주들의 마케팅 재개로 968억원(+9.9% YoY) 기록
- 인도(+12.1% YoY), 중남미(+15.6% YoY), 중동(+18.4% YoY), 북미(+17.3% YoY) 등 두 자릿수 성장이 나타나며 3,317억원(+6.0% YoY)의 매출총이익을 기록

## 3Q22 vs 3Q23 지역별 매출총이익 비교



자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

## 제일기획 북미 매출총이익 및 비중



자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

# 제일기획 – 주변 상황을 탓하지 않는 실적 우등생

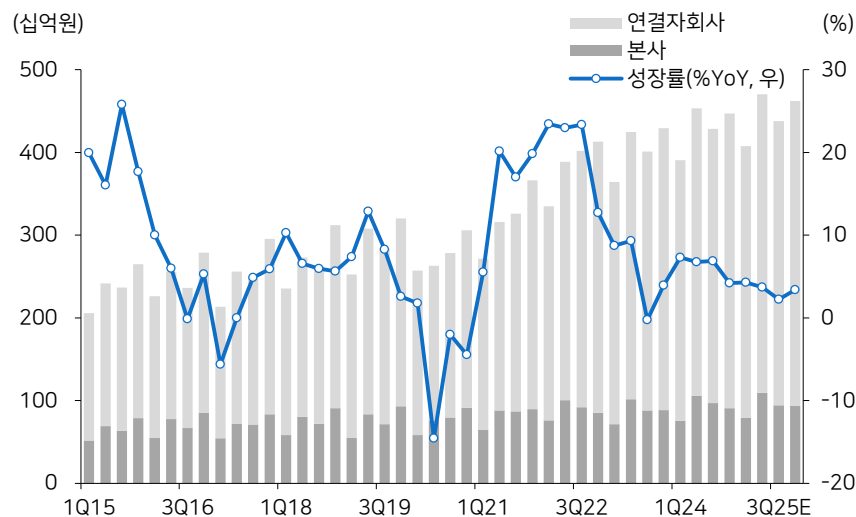
2025년 전망 시리즈 13

통신/미디어

2025년 전반적인 광고 업황  
회복 전망

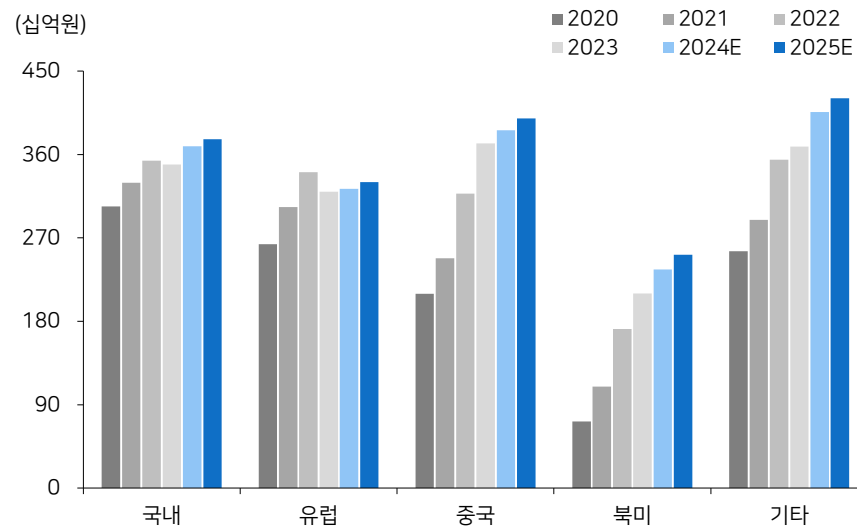
- 2025년 연결 매출총이익과 영업이익은 각각 1조 7,779억원(+3.4% YoY), 3,254억원(+2.7% YoY) 전망
- 매체 집행에 보수적이었던 광고주들 중 일부가 마케팅을 재개하며 2025년 업황 회복에 대한 기대감 증가
- 해외 지역 중 부진한 유럽의 경우 자회사 IRIS의 회복 전까지 BTL 및 성수기 프로모션 등으로 방어할 계획
- 3Q24 진행된 인력 효율화로 향후 인건비 증가율 역시 타라인 성장 수준으로 하락할 전망

제일기획 분기 매출총이익 추이 및 전망



자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

제일기획 지역별 매출총이익 추이 및 전망



자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

# 제일기획 실적 추이 및 전망

2025년 전망 시리즈 13  
통신/미디어

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출총이익</b>	<b>364.1</b>	<b>424.7</b>	<b>400.9</b>	<b>429.2</b>	<b>390.7</b>	<b>453.4</b>	<b>428.5</b>	<b>447.2</b>	<b>1,618.9</b>	<b>1,719.9</b>	<b>1,777.9</b>
% YoY	8.7%	9.3%	-0.3%	3.9%	7.3%	6.8%	6.9%	4.2%	5.2%	6.2%	3.4%
본사	71.3	101.5	88.0	88.3	75.7	105.8	96.8	90.7	349.2	369.0	376.5
매체	16.2	24.3	24.7	32.1	16.5	23.7	28.1	32.8	97.3	101.0	115.4
전파매체	2.8	3.3	2.8	2.6	2.4	3.2	4.6	3.3	11.4	13.4	14.2
인쇄매체	4.4	7.0	7.3	11.2	4.9	7.1	7.5	10.2	29.9	29.7	30.2
뉴미디어 등	9.0	14.1	14.6	18.3	9.2	13.4	16.0	19.3	56.0	57.9	71.1
광고물제작 등	55.1	77.2	63.3	56.2	59.2	82.1	68.7	57.9	251.9	267.9	261.0
연결자회사	292.8	323.2	312.9	340.9	315.0	347.6	331.7	356.5	1,269.8	1,350.9	1,401.4
<b>판관비</b>	<b>310.7</b>	<b>340.0</b>	<b>307.5</b>	<b>353.2</b>	<b>336.2</b>	<b>365.2</b>	<b>332.9</b>	<b>368.8</b>	<b>1,311.4</b>	<b>1,403.1</b>	<b>1,452.5</b>
% YoY	12.4%	13.1%	-0.4%	3.5%	8.2%	7.4%	8.3%	4.4%	6.9%	7.0%	3.5%
인건비	224.1	244.9	218.2	244.7	245.8	264.4	244.6	256.5	931.9	1,011.3	1,032.1
지급수수료	22.0	25.1	23.6	32.2	23.5	28.1	26.7	34.0	102.9	112.3	124.3
임차료	12.7	13.6	13.2	13.0	13.6	14.0	15.2	12.8	52.5	55.6	57.6
감가상각비	3.9	4.1	4.3	4.4	4.3	4.6	5.0	5.0	16.7	18.9	19.6
무형자산상각비	2.3	2.3	2.3	2.0	2.2	2.2	2.5	2.5	9.0	9.5	10.1
기타	45.7	49.9	45.9	56.9	46.7	51.9	38.8	58.0	198.4	195.5	208.8
<b>영업이익</b>	<b>53.4</b>	<b>84.7</b>	<b>93.4</b>	<b>76.0</b>	<b>54.5</b>	<b>88.2</b>	<b>95.6</b>	<b>78.4</b>	<b>307.5</b>	<b>316.8</b>	<b>325.4</b>
% YoY	-8.7%	-3.8%	0.3%	5.8%	2.1%	4.2%	2.3%	3.2%	-1.2%	3.0%	2.7%
영업이익률 (%)	5.7%	8.7%	8.7%	6.6%	5.4%	8.1%	7.8%	6.5%	7.4%	7.0%	6.9%
OP/GP	14.7%	19.9%	23.3%	17.7%	14.0%	19.5%	22.3%	17.5%	19.0%	18.4%	18.3%
법인세차감전순이익	60.1	90.7	100.3	33.6	63.4	93.1	101.3	66.2	284.8	324.0	334.3
법인세비용	18.8	25.5	34.1	16.4	20.0	27.8	33.4	21.8	94.7	103.0	110.3
<b>당기순이익</b>	<b>41.4</b>	<b>65.3</b>	<b>66.2</b>	<b>17.3</b>	<b>43.4</b>	<b>65.3</b>	<b>67.9</b>	<b>44.3</b>	<b>190.1</b>	<b>220.9</b>	<b>224.0</b>
당기순이익률 (%)	4.4%	6.7%	6.1%	1.5%	4.3%	6.0%	5.5%	3.7%	4.6%	4.9%	4.7%
<b>주요 지표(광고비)</b>											
4대매체	543.2	750.1	829.8	974.2	751.5	1,037.8	823.1	966.2	3,608.0	3,578.7	3,597.8
뉴미디어(유료방송)	509.1	703.0	553.5	649.8	512.1	707.1	560.8	658.4	2,406.7	2,438.4	2,472.0
디지털광고	1,934.1	2,670.9	2,532.0	2,972.3	2,441.2	3,371.2	2,673.7	3,138.7	11,008.5	11,624.7	12,351.2
광고물제작(BTL)	162.9	225.0	196.3	230.4	180.7	249.6	198.0	232.4	853.4	860.7	867.6

자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

## 제일기획(030000)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4,253.4	4,138.3	4,544.7	4,729.7	5,044.0
매출액증가율(%)	27.9	-2.7	9.8	4.1	6.6
매출원가	2,715.0	2,519.3	2,824.8	2,951.8	3,206.5
매출총이익	1,538.4	1,618.9	1,719.9	1,777.9	1,837.5
판매비와관리비	1,226.9	1,311.4	1,403.1	1,452.5	1,500.0
영업이익	311.4	307.5	316.8	325.4	337.5
영업이익률(%)	7.3	7.4	7.0	6.9	6.7
금융손익	0.5	3.8	18.4	17.7	19.8
종속/관계기업관련손익	0.6	0.7	2.0	2.1	2.1
기타영업외손익	-12.1	-27.2	-13.2	-11.0	-3.9
세전계속사업이익	300.4	284.8	324.0	334.3	355.5
법인세비용	104.6	94.7	103.0	110.3	117.3
당기순이익	195.8	190.1	220.9	224.0	238.2
지배주주지분 순이익	193.7	187.3	217.9	221.0	235.1

Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,194.0	2,372.4	2,642.5	2,826.5	3,060.1
현금및현금성자산	541.1	607.2	703.9	809.0	908.5
매출채권	1,386.5	1,474.3	1,619.1	1,685.0	1,797.0
재고자산	56.5	53.1	58.3	60.6	64.7
비유동자산	557.5	517.1	500.3	489.8	484.8
유형자산	80.9	84.9	67.5	58.3	53.2
무형자산	165.8	129.8	126.5	123.4	120.4
투자자산	97.6	100.4	104.4	106.2	109.3
자산총계	2,751.5	2,889.5	3,142.8	3,316.3	3,544.9
유동부채	1,335.6	1,375.0	1,510.1	1,571.6	1,676.0
매입채무	602.1	605.5	664.9	692.0	738.0
단기차입금	14.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	194.4	216.7	226.5	230.9	238.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,530.0	1,591.7	1,736.5	1,802.5	1,914.4
자본금	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0
자본잉여금	123.9	123.9	123.9	123.9	123.9
기타포괄이익누계액	-27.8	-15.9	-15.9	-15.9	-15.9
이익잉여금	1,440.7	1,503.1	1,608.6	1,713.1	1,826.7
비지배주주지분	9.4	11.2	14.2	17.3	20.4
자본총계	1,221.4	1,297.8	1,406.3	1,513.8	1,630.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	184.2	266.7	237.9	241.0	241.1
당기순이익(손실)	195.8	190.1	221.0	224.0	238.2
유형자산감가상각비	63.9	66.0	38.4	29.2	24.1
무형자산상각비	9.6	9.0	3.3	3.1	3.0
운전자본의 증감	-143.8	-59.4	-24.8	-15.3	-24.2
투자활동 현금흐름	16.4	-7.5	-34.2	-26.0	-29.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-18.7	-21.8	-21.0	-20.0	-19.0
투자자산의 감소(증가)	-31.0	-2.8	-4.0	-1.8	-3.1
재무활동 현금흐름	-163.3	-192.3	-107.0	-110.0	-112.3
차입금증감	-8.1	-23.8	5.4	2.5	4.2
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	36.8	66.1	96.7	105.1	99.6
기초현금	504.3	541.1	607.2	703.9	809.0
기말현금	541.1	607.2	703.9	809.0	908.5

Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	36,973	35,972	39,505	41,113	43,845
EPS(지배주주)	1,684	1,628	1,894	1,921	2,043
CFPS	3,490	3,450	3,065	3,047	3,158
EBITDAPS	3,346	3,325	3,116	3,110	3,169
BPS	10,536	11,184	12,101	13,009	13,996
DPS	1,150	1,110	1,110	1,150	1,200
배당수익률(%)	5.0	5.8	6.1	6.3	6.6
Valuation(Multiple)					
PER	13.7	11.7	9.6	9.5	8.9
PCR	6.6	5.5	5.9	6.0	5.8
PSR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR	2.2	1.7	1.5	1.4	1.3
EBITDA(십억원)	385.0	382.5	358.5	357.8	364.6
EV/EBITDA	5.8	4.4	4.1	3.8	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.6	15.0	16.3	15.3	15.1
EBITDA이익률	9.1	9.2	7.9	7.6	7.2
부채비율	125.3	122.7	123.5	119.1	117.4
금융비용부담률	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	45.0	28.2	30.6	30.7	31.3
매출채권회전율(x)	3.3	2.9	2.9	2.9	2.9
재고자산회전율(x)	91.7	75.6	81.6	79.5	80.5

# 이노션 (214320) 잘나가는 Captive 덕에 줄어든 고민

Analyst 정지수 02. 6454-4863  
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	29,700원
현재주가 (11.5)	20,250원
상승여력	46.7%

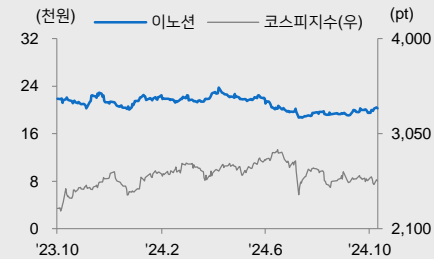
KOSPI	2,576.88pt
시가총액	8,100억원
발행주식수	4,000만주
유동주식비율	70.71%
외국인비중	26.02%
52주 최고/최저가	23,750원/18,700원
평균거래대금	6.9억원

## 주요주주(%)

정성이 외 3 인	28.73
NHPEA IV Highlight Holdings AB	18.00
롯데쇼핑 외 1 인	10.30

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.9	-14.7	-6.6
상대주가	5.6	-11.4	-14.1

## 주가그래프



## 3Q24 Preview: 인력 충원에 따른 판관비 부담

- 3Q24 연결 매출총이익과 영업이익은 각각 2,225억원(+5.2% YoY), 419억원(+2.6% YoY)으로 컨센서스 부합 전망
- 본사와 해외 매출총이익은 각각 510억원(+4.2% YoY), 1,720억원(+5.7% YoY)을 전망
- 최근 'AI 얼라이언스' 업무협약을 체결함에 따라 1H24 IT 인력이 증가하며 3Q24 판관비는 1,806억원(+5.8% YoY) 전망
- 2024년 연결 실적은 매출총이익 9,218억원(+8.5% YoY), 영업이익 1,551억원(+3.8% YoY) 전망

## 2025년 연결 영업이익 1,632억원(+5.2% YoY) 전망

- 2025년 연결 실적은 매출총이익 9,496억원(+3.0% YoY), 영업이익 1,632억원(+5.2% YoY) 전망
- 2025년 본사 매출총이익은 전년 대비 +3.0%, 해외 역시 유럽과 미주 지역 성장에 힘입어 전년 대비 +3.0% 증가할 전망

## 투자의견 Buy, 적정주가 29,700원 유지

- 1H24 선제적인 인력 충원으로 판관비 부담이 증가한 것은 사실이나, 추가적인 인건비 증가 유인은 제한적인 상황
- 2022년과 2023년 4분기에 각각 183억원, 195억원 반영했던 Wellcom 관련 영업권 상각은 2024년 142억원 수준으로 줄어들며 순이익 개선에 기여할 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1,750.4	136.9	70.6	1,765	3.0	21,241	11.7	1.0	1.8	8.5	162.0
2023	2,092.9	150.0	101.8	2,544	30.1	22,771	8.4	0.9	2.2	11.6	173.1
2024E	1,891.7	155.1	102.1	2,552	1.0	23,893	7.9	0.8	2.1	10.9	148.5
2025E	1,940.5	163.2	107.7	2,693	6.0	25,156	7.5	0.8	1.8	11.0	142.3
2026E	1,980.3	168.3	112.2	2,806	3.8	26,482	7.2	0.8	1.4	10.9	135.9

# 이노션 – 잘나가는 Captive 덕에 줄어든 고민

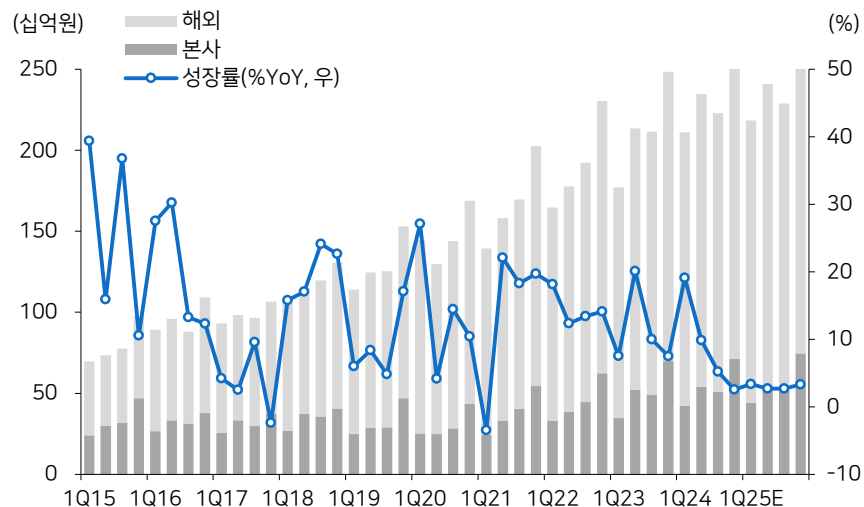
2025년 전망 시리즈 13

통신/미디어

2025년 연결 영업이익  
1,632억원(+5.2% YoY)  
전망

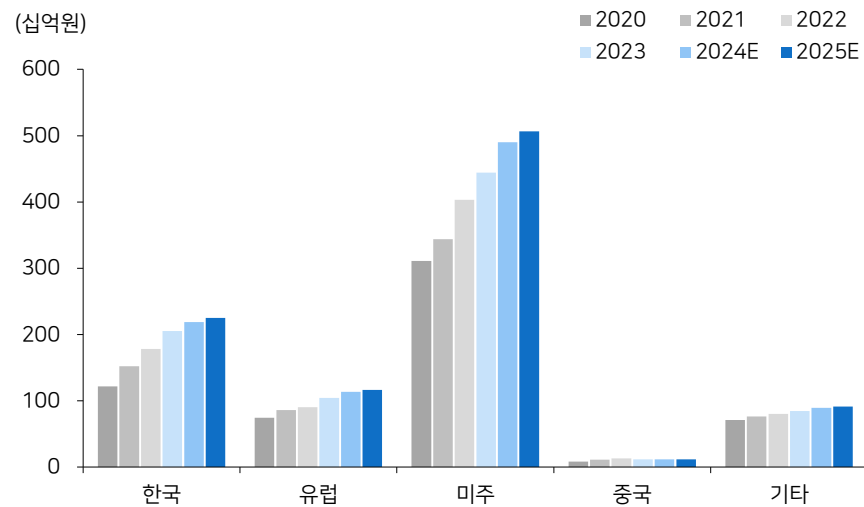
- 3Q24 연결 매출총이익과 영업이익은 각각 2,225억원(+5.2% YoY), 419억원(+2.6% YoY) 전망
- 본사와 해외 매출총이익은 각각 510억원(+4.2% YoY), 1,720억원(+5.7% YoY)을 전망
- 최근 국내외 AI 기업 10곳과 ‘AI 얼라이언스’ 업무협약을 체결함에 따라 1H24 IT 인력이 증가하며 3Q24 판관비는 1,806억원(+5.8% YoY) 전망
- 2025년 연결 실적은 매출총이익 9,496억원(+3.0% YoY), 영업이익 1,632억원(+5.2% YoY) 전망

## 이노션 분기 매출총이익 추이 및 전망



자료: 이노션, 메리츠증권 리서치센터

## 이노션 지역별 매출총이익 추이 및 전망



자료: 이노션, 메리츠증권 리서치센터

# 이노션 실적 추이 및 전망

2025년 전망 시리즈 13  
통신/미디어

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출총이익	177.1	213.4	211.5	247.7	211.0	234.4	222.5	254.0	849.7	921.8	949.6
% YoY	7.5%	20.1%	10.0%	7.5%	19.1%	9.8%	5.2%	2.5%	11.1%	8.5%	3.0%
I. 본사	34.6	52.2	48.9	69.8	42.2	54.0	51.0	71.5	205.5	218.7	225.2
1. 매체대행	12.5	21.6	21.1	29.6	16.3	21.6	23.0	30.6	84.8	91.6	95.8
1) 국내매체대행	12.1	18.1	19.0	27.4	15.6	20.6	20.8	28.3	76.6	85.4	89.5
지상파	2.3	3.1	3.3	4.0	2.6	2.4	3.2	4.0	12.6	12.2	12.6
인쇄	2.8	5.6	5.7	8.2	3.2	4.8	5.4	7.0	22.3	20.4	21.1
뉴미디어 등	7.0	9.4	10.1	15.1	9.9	13.4	12.2	17.3	41.7	52.8	55.8
2) 해외매체대행	0.5	3.5	2.1	2.2	0.7	1.0	2.2	2.3	8.2	6.1	6.4
2. 광고제작	9.3	15.6	14.3	19.6	11.1	18.7	13.8	19.8	58.9	63.3	62.9
3. 옥외광고	2.1	2.6	2.9	2.4	2.2	2.3	3.1	2.5	10.1	10.1	10.7
4. 프로모션	5.6	8.5	6.1	12.0	9.2	6.9	6.5	12.2	32.3	34.8	35.6
5. 기타	5.1	3.9	4.3	6.1	3.4	4.5	4.6	6.4	19.4	18.9	20.3
II. 해외	142.6	161.3	162.7	178.7	168.9	180.9	172.0	183.0	645.3	704.8	726.1
1. 유럽	20.8	25.7	24.9	33.0	25.5	28.3	26.1	33.5	104.3	113.5	116.6
2. 미주	100.2	111.7	113.5	118.7	120.8	126.6	120.7	122.0	444.1	490.0	506.4
3. 중국	1.9	3.0	2.6	4.5	1.5	3.0	2.6	4.5	12.0	11.6	11.7
4. 기타	19.6	20.9	21.7	22.6	21.2	22.9	22.6	23.0	84.9	89.7	91.4
판관비	157.9	171.7	170.7	200.0	180.5	197.7	180.6	207.9	700.3	766.7	786.4
% YoY	13.1%	13.2%	9.4%	10.5%	14.3%	15.2%	5.8%	3.9%	11.5%	9.5%	2.6%
인건비	121.6	134.6	133.9	158.0	141.4	155.1	144.5	162.1	548.2	603.0	613.5
영업이익	19.2	41.7	40.8	47.7	30.5	36.7	41.9	46.1	149.4	155.1	163.2
% YoY	-23.5%	60.5%	12.5%	-3.6%	58.5%	-12.1%	2.6%	-3.3%	9.2%	3.8%	5.2%
OP/GP	10.9%	19.5%	19.3%	19.2%	14.4%	15.6%	18.8%	18.1%	17.6%	16.8%	17.2%
법인세차감전순이익	27.8	49.8	48.3	34.7	41.1	39.9	45.8	40.0	160.6	166.8	173.0
법인세비용	4.1	17.0	5.1	18.5	11.6	13.1	12.6	11.6	44.6	48.9	48.1
당기순이익	23.7	32.8	43.2	16.3	29.4	26.8	33.2	28.4	116.0	117.9	124.9
당기순이익률	5.7%	7.6%	10.0%	3.0%	6.8%	5.6%	7.6%	5.2%	6.4%	6.2%	6.4%
국내 매체별 광고비											
전파매체	289.7	400.0	382.3	448.8	342.3	472.7	374.9	440.1	1,662.3	1,630.0	1,613.4
인쇄매체	253.5	350.1	447.5	525.4	409.2	565.1	448.2	526.2	1,945.7	1,948.7	1,984.4
뉴미디어(유료방송)	2,443.2	3,373.9	3,085.5	3,622.1	2,953.3	4,078.3	3,234.5	3,797.0	13,415.2	14,063.1	14,823.1
광고물제작(BTL)	162.9	225.0	196.3	230.4	180.7	249.6	198.0	232.4	853.4	860.7	867.6

자료: 이노션, 메리츠증권 리서치센터



## 이노션(214320)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,750.4	2,092.9	1,891.7	1,940.5	1,980.3
매출액증가율(%)	16.5	19.6	-9.6	2.6	2.0
매출원가	985.3	1,243.2	969.9	990.9	1,007.1
매출총이익	765.1	849.7	921.8	949.6	973.2
판매비와관리비	628.2	700.3	766.7	786.4	804.9
영업이익	136.9	149.4	155.1	163.2	168.3
영업이익률(%)	7.8	7.1	8.2	8.4	8.5
금융손익	21.8	29.6	22.6	22.4	22.2
중속/관계기업관련손익	1.3	0.8	0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-17.0	-19.2	-11.0	-12.6	-12.0
세전계속사업이익	142.9	160.6	166.8	173.0	178.5
법인세비용	53.2	44.6	48.9	48.1	48.9
당기순이익	89.7	116.0	117.9	124.9	129.6
지배주주지분 순이익	70.6	101.8	102.1	107.7	112.2
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,800.4	2,006.1	1,923.4	2,023.4	2,121.6
현금및현금성자산	553.7	529.3	588.6	654.1	724.2
매출채권	321.2	393.9	356.0	365.2	372.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	489.8	554.1	556.7	558.6	558.7
유형자산	35.2	53.7	57.8	58.6	57.7
무형자산	318.3	303.6	304.2	304.9	305.4
투자자산	24.7	30.2	28.0	28.6	29.0
자산총계	2,290.1	2,560.2	2,480.1	2,582.0	2,680.3
유동부채	1,219.8	1,407.0	1,272.4	1,305.2	1,331.8
매입채무	304.3	210.1	189.9	194.8	198.8
단기차입금	2.7	3.5	4.0	4.0	4.0
유동성장기부채	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
비유동부채	196.4	215.7	209.6	211.1	212.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
부채총계	1,416.2	1,622.7	1,482.0	1,516.2	1,544.1
자본금	10.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	132.4	122.3	122.3	122.3	122.3
기타포괄이익누계액	26.7	33.5	33.5	33.5	33.5
이익잉여금	748.6	805.0	849.8	900.4	953.4
비지배주주지분	24.3	26.6	42.4	59.6	77.0
자본총계	874.0	937.5	998.1	1,065.8	1,136.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	149.2	83.3	128.3	141.6	145.9
당기순이익(손실)	89.7	116.7	117.9	124.9	129.6
유형자산감가상각비	38.0	40.6	10.9	11.2	10.9
무형자산상각비	10.2	11.1	4.4	4.4	4.4
운전자본의 증감	-8.3	-90.1	-4.8	1.2	1.0
투자활동 현금흐름	15.4	-12.9	-6.1	-20.4	-17.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-11.2	-28.3	-15.0	-12.0	-10.0
투자자산의 감소(증가)	-10.7	-5.5	2.2	-0.5	-0.4
재무활동 현금흐름	-118.4	-105.3	-62.9	-55.7	-58.0
차입금증감	-7.6	37.9	-5.7	1.5	1.2
자본의증가	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	72.7	-24.4	59.3	65.5	70.1
기초현금	481.0	553.7	529.3	588.6	654.1
기말현금	553.7	529.3	588.6	654.1	724.2
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	43,760	52,322	47,292	48,514	49,507
EPS(지배주주)	1,765	2,544	2,552	2,693	2,806
CFPS	4,880	5,276	4,146	4,260	4,333
EBITDAPS	4,626	5,044	4,260	4,469	4,590
BPS	21,241	22,771	23,893	25,156	26,482
DPS	1,075	1,400	1,430	1,430	1,480
배당수익률(%)	5.2	6.5	7.1	7.1	7.3
Valuation(Multiple)					
PER	11.7	8.4	7.9	7.5	7.2
PCR	4.2	4.1	4.9	4.8	4.7
PSR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
EBITDA(십억원)	185.0	201.8	170.4	178.8	183.6
EV/EBITDA	1.8	2.2	2.1	1.8	1.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.5	11.6	10.9	11.0	10.9
EBITDA이익률	10.6	9.6	9.0	9.2	9.3
부채비율	162.0	173.1	148.5	142.3	135.9
금융비용부담률	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	42.9	26.7	25.6	27.2	27.8
매출채권회전율(x)	5.5	5.9	5.0	5.4	5.4
재고자산회전율(x)					

# CJ ENM (035760) 이익 개선 기조는 유지

Analyst 정지수 02. 6454-4863  
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

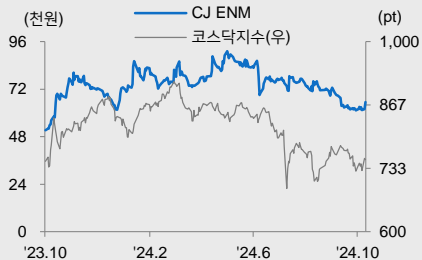
적정주가 (12개월)	105,000원
현재주가 (11. 5)	65,400원
상승여력	60.6%

KOSPI	751.81pt
시가총액	14,342억원
발행주식수	2,193만주
유동주식비율	51.83%
외국인비중	15.21%
52주 최고/최저가	91,100원/56,300원
평균거래대금	45.6억원

주요주주(%)	
CJ 외 5 인	42.70

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.8	-16.6	16.2
상대주가	-2.6	-4.0	20.8

주가그래프



## 3Q24 Preview: 영업이익 426억원으로 시장 컨센서스 하회 전망

- 3Q24 연결 매출액 1조 2,247억원(+10.2% YoY), 영업이익 426억원(+474.6% YoY)으로 시장 컨센서스 하회 전망
- 미디어플랫폼은 Tving 광고 요금제 성장에 매출액 3,443억원(+9.6% YoY), 영업이익 178억원(+841.0% YoY) 전망
- 피프스시즌의 예상보다 적은 작품 수 공급으로 매출액 3,740억원(+14.6% YoY), 영업적자 -91억원(적축 YoY) 전망
- 음악은 자체 아티스트 성과에도, 독일에서 2회 진행된 KCON의 수익성 부진으로 영업이익 133억원(-14.2% YoY) 예상
- 커머스는 계절적 비수기 영향으로 179억원(+153.1% YoY)의 영업이익 전망

## 완전한 회복이 기대되는 2025년

- 2025년 연결 매출액은 5조 3002억원(+5.9% YoY), 영업이익 2,367억원(+42.6% YoY) 전망
- 미디어플랫폼은 Tving 연말 가입자 544만명 돌파에 힘입어 자체 사업만으로 BEP가 가능할 전망
- 영화드라마는 피프스시즌이 당초 계획한 2024년 작품 대부분을 4Q24에 공급하며 2025년 정상화 기대
- 음악 사업은 독일에서 진행한 <K-Con>으로 유럽 진출을 본격화함에 따라 전년 동기 수준의 외형 및 수익성 회복 전망
- 라이브시티 계약 해지로 인한 약 3천억원 규모의 영업외손실 반영 시기 및 규모가 불확실하나, 관련 우려는 이미 주가에 선반영

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	4,792.2	137.4	-120.1	-5,476	적전	161,984	-19.1	0.6	3.8	-3.3	137.8
2023	4,368.4	-14.6	-315.9	-14,405	적지	147,691	-5.0	0.5	4.9	-9.3	138.2
2024E	5,007.0	166.0	-28.1	-3,398	적지	144,293	-19.2	0.5	4.0	-2.3	147.1
2025E	5,300.2	236.7	86.3	3,797	흑전	146,956	17.2	0.4	3.9	2.6	145.7
2026E	5,483.3	279.2	135.8	6,052	59.4	151,495	10.8	0.4	3.7	4.1	141.4

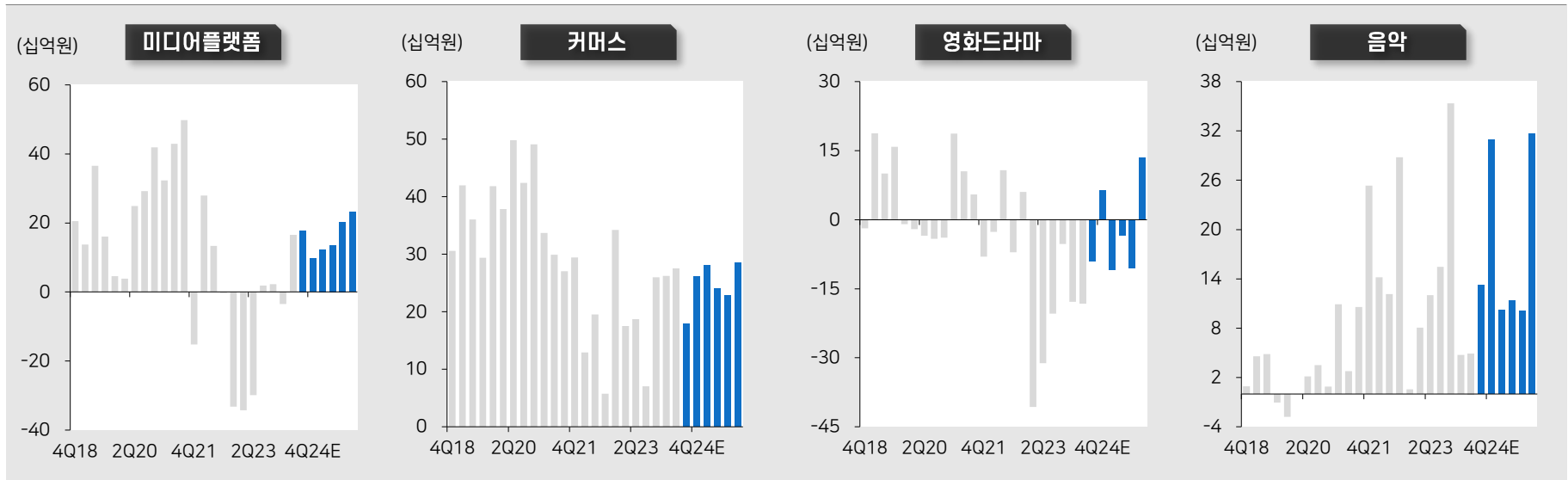
# CJ ENM – 이익 개선 기조는 유지

2025년 전망 시리즈 13  
통신/미디어

## 2024년 실적 반등 기대

- 3Q24 연결 매출액 1.22조원(+10.2% YoY), 영업이익 426억원(+474.6% YoY)으로 컨센서스 상회 전망
- 미디어플랫폼은 Tving 광고 요금제 성장에 영업이익 178억원(+841.0% YoY) 전망
- 피프스시즌은 적은 작품 수 공급으로 매출액 3,740억원(+14.6% YoY), 영업적자 -91억원(적축 YoY) 전망
- 음악 사업은 독일에서 2회 진행된 KCON의 수익성 부진으로 영업이익 133억원(-14.2% YoY) 예상

## CJ ENM 사업부별 영업이익 추이 및 전망



자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

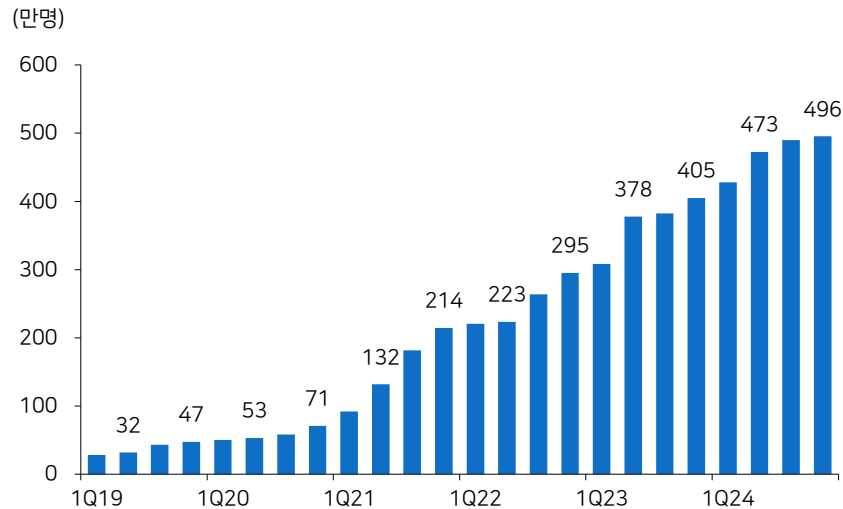
# CJ ENM – 이익 개선 기조는 유지

2025년 전망 시리즈 13  
통신/미디어

## 2024년 4분기 반등 기대

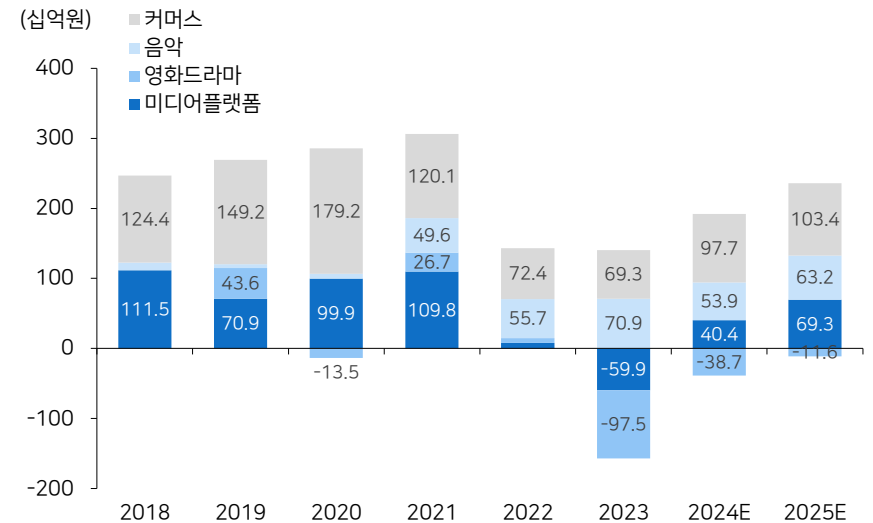
- 2024년 연결 매출액은 5조 70억원(+14.6% YoY), 영업이익 1,660억원(흑전 YoY) 전망
- 미디어플랫폼은 Tving 연말 가입자 496만명 돌파에 힘입어 자체 사업만으로 BEP가 가능할 전망
- 피프스시즌이 당초 계획한 2024년 공급 작품 대부분이 4Q24에 몰려 있는 만큼 2년만에 영업흑자 전환 기대
- 음악 사업은 <JO1>과 <INI>의 앨범 발매 및 일본 아레나 공연이 예정되어 있어 전년 동기 수준의 외형 및 수익성 회복 전망

## Tving 추정 유료 가입자 수 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

## CJ ENM 사업부별 영업이익 추이 및 전망



자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

# CJ ENM 실적 추이 및 전망

2025년 전망 시리즈 13  
통신/미디어

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	949.0	1,048.9	1,110.9	1,259.6	1,154.1	1,164.7	1,224.7	1,463.4	4,368.4	5,007.0	5,300.2
% YoY	-0.9%	-12.0%	-5.7%	-14.0%	21.6%	11.0%	10.2%	16.2%	-8.8%	14.6%	5.9%
미디어플랫폼	277.9	342.8	314.3	327.1	314.2	352.9	344.3	354.0	1,262.0	1,365.4	1,434.1
TV광고	88.7	107.5	89.6	82.7	78.1	95.5	85.9	83.8	367.9	343.3	357.1
수신료	67.1	66.5	66.4	60.7	74.1	68.8	66.2	66.7	260.7	275.8	268.0
기타	122.1	168.7	158.3	183.7	162.0	188.6	192.2	203.5	633.4	746.4	809.0
영화드라마	236.1	229.6	326.2	300.1	366.4	287.6	374.0	450.8	1,092.0	1,478.8	1,707.8
콘텐츠 판매	171.6	200.7	287.2	265.8	326.0	271.6	310.4	367.8	908.5	1,275.8	1,507.9
영화/공연	43.8	8.6	17.3	26.1	18.9	11.0	54.3	44.0	95.7	128.2	123.1
기타	20.8	20.2	21.8	8.3	21.4	5.0	9.3	39.0	87.8	74.7	76.9
음악	119.0	130.8	170.0	256.7	125.8	152.3	171.0	258.5	676.5	707.6	733.2
음반/음원	25.0	28.1	27.0	37.6	22.2	28.2	27.5	38.3	117.7	116.3	118.6
콘서트	18.0	20.9	24.0	71.5	17.6	46.2	35.9	76.1	134.5	175.8	160.7
기타	76.0	81.8	119.0	147.6	86.0	77.9	107.5	144.1	424.3	415.4	453.9
커머스	316.1	345.7	300.3	375.7	347.8	371.9	335.4	400.2	1,337.9	1,455.3	1,425.0
TV	120.1	115.1	107.4	118.9	115.9	114.9	123.4	135.8	461.5	489.9	482.8
디지털	160.7	181.2	158.9	198.4	186.9	187.9	172.7	199.2	699.1	746.8	744.1
기타	35.3	49.5	34.0	58.5	45.0	69.2	39.3	65.1	177.3	218.6	198.1
영업이익	-50.3	-30.4	7.4	58.7	12.3	35.3	42.6	75.8	-14.6	166.0	236.7
% YoY	적전	적전	-71.0%	787.6%	흑전	흑전	474.6%	29.0%	적전	흑전	42.6%
미디어플랫폼	-34.3	-29.9	1.9	2.3	-3.5	16.5	17.8	9.7	-59.9	40.4	69.3
영화드라마	-40.7	-31.1	-20.4	-5.3	-17.8	-18.2	-9.1	6.4	-97.5	-38.7	-11.6
음악	8.1	12.0	15.5	35.4	4.8	4.9	13.3	30.9	70.9	53.9	63.2
커머스	17.5	18.7	7.1	26.0	26.2	27.5	17.9	26.1	69.3	97.7	103.4
법인세차감전순이익	-80.4	-113.3	-42.1	-102.2	-17.0	29.4	16.3	-29.8	-335.1	-1.0	138.4
법인세비용	8.5	9.9	10.1	33.0	17.8	19.3	3.6	-6.6	61.7	34.1	30.5
당기순이익	-88.9	-123.2	-52.3	-135.2	-34.8	10.2	12.7	-23.2	-396.8	-35.1	107.9
이익률 (%)											
영업이익률	-5.3	-2.9	0.7	4.7	1.1	3.0	3.5	5.2	-0.3	3.3	4.5
당기순이익률	-9.4	-11.7	-4.7	-10.7	-3.0	0.9	1.0	-1.6	-9.1	-0.7	2.0

자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

## CJ ENM(035760)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4,792.2	4,368.4	5,007.0	5,300.2	5,483.3
매출액증가율(%)	34.9	-8.8	14.6	5.9	3.5
매출원가	3,043.4	2,851.4	3,002.5	3,142.4	3,229.6
매출총이익	1,748.8	1,517.0	2,004.5	2,157.8	2,253.8
판매비와관리비	1,611.5	1,531.6	1,840.3	1,926.0	1,979.4
영업이익	137.4	-14.6	166.0	236.7	279.2
영업이익률(%)	2.9	-0.3	3.3	4.5	5.1
금융손익	-67.6	-167.1	-93.5	-25.5	-10.2
종속/관계기업관련손익	-182.1	-58.7	52.4	17.1	20.2
기타영업외손익	-215.3	-94.8	-126.0	-89.9	-71.5
세전계속사업이익	-327.6	-335.1	-1.0	138.4	217.8
법인세비용	-150.8	61.7	34.1	30.5	48.1
당기순이익	-176.8	-396.8	-35.1	107.9	169.7
지배주주지분 순이익	-120.1	-315.9	-28.1	86.3	135.8
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	3,108.0	2,782.4	2,764.9	2,874.9	3,027.4
현금및현금성자산	1,133.7	1,032.6	759.3	751.9	831.0
매출채권	1,161.2	930.6	1,066.6	1,129.1	1,168.1
재고자산	97.2	116.0	132.9	140.7	145.6
비유동자산	7,224.2	7,167.5	7,327.3	7,357.6	7,343.3
유형자산	1,266.6	1,353.4	1,357.0	1,362.6	1,363.2
무형자산	2,768.4	2,856.9	2,765.3	2,676.3	2,590.3
투자자산	2,381.2	2,198.7	2,446.5	2,560.2	2,631.3
자산총계	10,332.3	9,949.9	10,092.2	10,232.5	10,370.6
유동부채	4,269.2	3,400.9	3,604.5	3,668.3	3,686.1
매입채무	327.0	244.5	280.3	296.7	306.9
단기차입금	1,984.8	912.9	897.9	846.4	799.0
유동성장기부채	339.0	442.5	362.0	340.0	319.6
비유동부채	1,718.7	2,371.2	2,403.1	2,400.4	2,388.0
사채	728.9	769.5	752.0	735.2	719.1
장기차입금	406.0	984.2	965.5	948.3	932.5
부채총계	5,987.9	5,772.1	6,007.6	6,068.6	6,074.1
자본금	110.6	110.6	110.6	110.6	110.6
자본잉여금	2,413.0	2,456.2	2,456.2	2,456.2	2,456.2
기타포괄이익누계액	189.7	161.1	161.1	161.1	161.1
이익잉여금	1,180.3	852.3	777.8	836.2	935.7
비지배주주지분	792.2	939.0	920.4	941.2	974.4
자본총계	4,344.3	4,177.8	4,084.6	4,163.8	4,296.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	1,650.8	1,296.1	1,016.5	1,081.1	1,097.3
당기순이익(손실)	-176.8	-396.8	-93.1	104.1	165.9
유형자산감가상각비	73.5	77.5	91.4	92.3	92.4
무형자산상각비	1,219.8	899.1	896.6	853.8	812.5
운전자본의 증감	351.4	484.7	121.7	31.0	26.6
투자활동 현금흐름	-3,006.8	-1,267.7	-1,163.2	-983.4	-895.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-199.5	-100.1	-95.0	-97.9	-93.0
투자자산의 감소(증가)	-73.1	123.8	-247.8	-113.7	-71.1
재무활동 현금흐름	1,203.4	-127.5	-126.5	-105.1	-123.2
차입금증감	1,469.0	-348.0	-126.5	-105.1	-98.4
자본의증가	-124.8	43.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-153.7	-101.1	-273.3	-7.4	79.1
기초현금	1,287.4	1,133.7	1,032.6	759.3	751.9
기말현금	1,133.7	1,032.6	759.3	751.9	831.0
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	218,533	199,203	228,327	241,696	250,046
EPS(지배주주)	-5,476	-14,405	-3,398	3,797	6,052
CFPS	67,740	47,181	51,004	55,195	56,656
EBITDAPS	65,244	43,868	52,544	53,710	53,771
BPS	161,984	147,691	144,293	146,956	151,495
DPS	0	0	0	1,200	1,600
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	1.9	2.6
Valuation(Multiple)					
PER	-19.1	-5.0	-18.2	16.3	10.2
PCR	1.5	1.5	1.2	1.1	1.1
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
EBITDA(십억원)	1,430.7	962.0	1,152.2	1,177.8	1,179.2
EV/EBITDA	3.8	4.9	4.0	3.8	3.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.3	-9.3	-2.3	2.6	4.1
EBITDA이익률	29.9	22.0	23.0	22.2	21.5
부채비율	137.8	138.2	147.1	145.7	141.4
금융비용부담률	1.9	4.0	3.2	2.9	2.7
이자보상배율(x)	1.5	-0.1	1.0	1.5	1.8
매출채권회전율(x)	4.9	4.2	5.0	4.8	4.8
재고자산회전율(x)	52.5	41.0	40.2	38.7	38.3

# 스튜디오드래곤 (253450) 2025년 제작편수 정상화 기대

Analyst 정지수 02.6454-4863  
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	54,000원
현재주가 (11.5)	43,800원
상승여력	23.3%

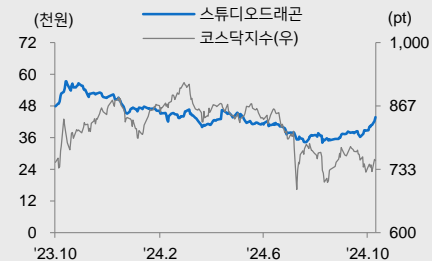
KOSPI	751.81pt
시가총액	13,166억원
발행주식수	3,006만주
유동주식비율	45.21%
외국인비중	8.51%
52주 최고/최저가	57,300원/34,100원
평균거래대금	21.9억원

## 주요주주(%)

CJ ENM 외 3 인	54.79
네이버	6.25

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.4	2.2	-17.0
상대주가	17.0	17.7	-13.7

## 주가그래프



## 3Q24 Preview: 방영 회차 감소에 따라 시장 컨센서스 하회 전망

- 3Q24 연결 매출액은 1,369억원(-37.0% YoY), 영업이익 89억원(-59.4% YoY)으로 시장 컨센서스 하회 전망
- 3Q24 라인업은 <엄마친구아들>, <감사합니다> 등 총 59회차(TV 38회, OTT 21회)로 3Q23 대비 16회 감소
- 방영회차 감소와 텐트폴 작품의 부재에 더불어, <눈물의 여왕> 상각비가 3Q24까지 영향을 미치면서 이익률이 둔화될 전망
- 2024 연결 매출액과 영업이익은 각각 5,894억원(-21.7% YoY), 381억원(-54.8% YoY) 전망
- 2024년 전체 방영회차는 228회로 2023년 341회 대비 113회 감소할 전망. 상반기(113회)와 하반기(115회) 방영회차는 유사한 규모이나, 통상적으로 4분기 매출원가와 판권비 부담이 크다는 점을 감안하면 하반기 수익성은 다소 부진할 전망

## 2025년 연결 영업이익 611억원(+176.1% YoY) 전망

- 2025 연결 매출액과 영업이익은 각각 7,044억원(+19.5% YoY), 611억원(+176.1% YoY) 전망
- 광고 업황 회복 및 채널 편성 확대로 2025년 방영회차는 283회로 정상화 기대

## 투자의견 Buy, 적정주가 54,000원 유지

- 넷플릭스와 진행 중인 재계약 협상 결과에 따라 작품별 마진율 개선 가능성 존재

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	698.0	65.2	50.6	1,684	29.4	21,982	51.1	3.9	12.1	7.5	65.1
2023	753.2	55.9	30.1	1,001	-40.6	23,546	51.5	2.2	6.5	4.4	54.3
2024E	589.4	38.1	24.2	806	-19.4	24,353	54.3	1.8	6.3	3.4	41.8
2025E	704.4	61.1	43.3	1,442	78.8	25,794	30.4	1.7	5.6	5.7	40.0
2026E	699.4	78.5	56.2	1,870	29.7	27,664	23.4	1.6	5.0	7.0	35.8

# 스튜디오드래곤 – 2025년 제작편수 정상화 기대

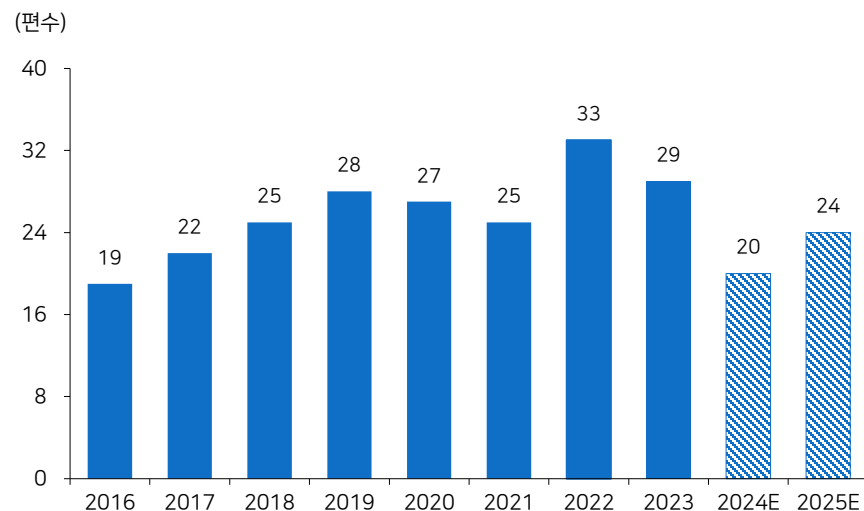
2025년 전망 시리즈 13

통신/미디어

편당 제작비 증가에 따른  
실적 성장 전망

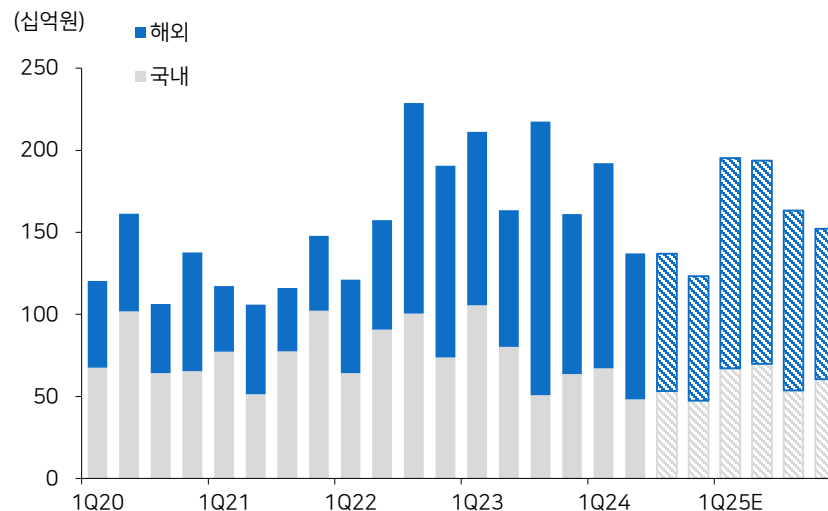
- 3Q24 연결 매출액은 1,369억원(-37.0% YoY), 영업이익 89억원(-59.4% YoY)으로 컨센서스 하회 전망
- 3Q24 라인업은 <엄마친구아들>, <감사합니다> 등 총 59회차(TV 38회, OTT 21회)로 3Q23 대비 16회 감소
- 방영회차 감소와 텐트폴 작품의 부재에 더불어, <눈물의 여왕> 상각비가 3Q24까지 영향을 미치면서 이익률이 둔화될 전망

연간 방영편수 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

국내/해외 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터



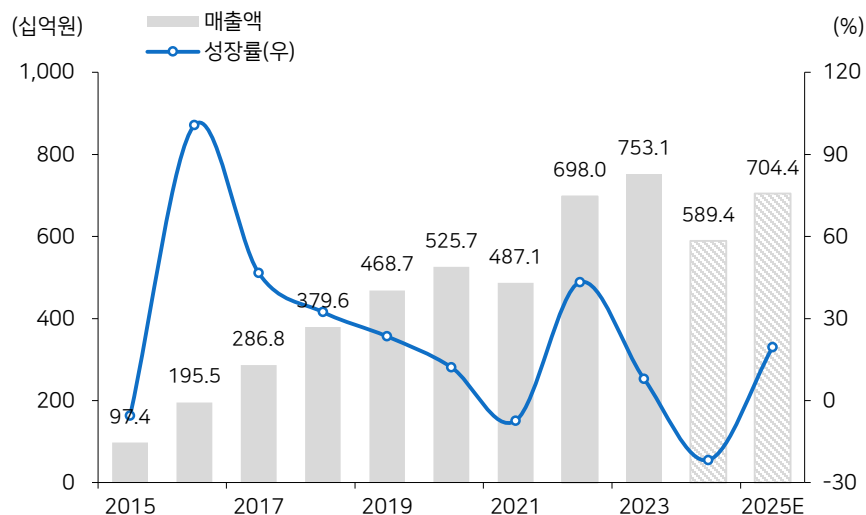
# 스튜디오드래곤 – 2025년 제작편수 정상화 기대

2025년 전망 시리즈 13  
통신/미디어

추가적인 글로벌 플랫폼  
확보 전망

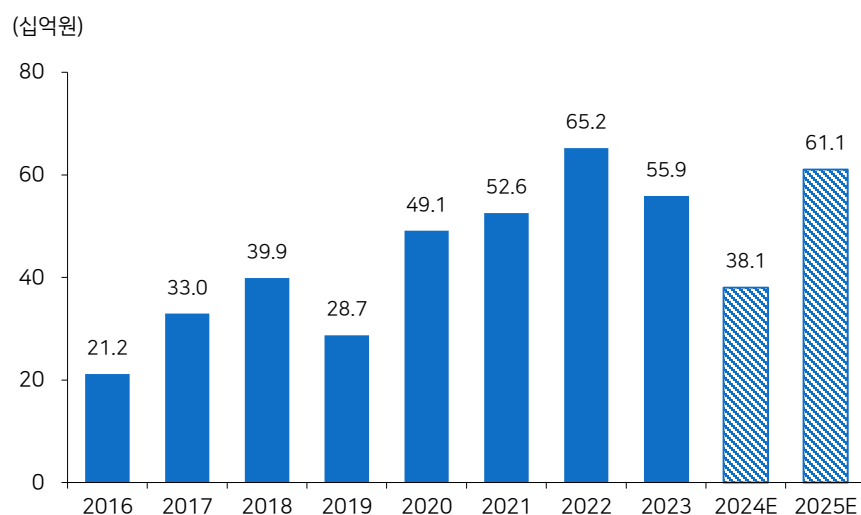
- 2024 연결 매출액과 영업이익은 각각 5,894억원(-21.7% YoY), 381억원(-54.8% YoY) 전망
- 2024년 전체 방영회차는 228회로 2023년 341회 대비 113회 감소할 전망
- 상반기(113회)와 하반기(115회) 방영회차는 유사한 규모이나, 통상적으로 4분기 매출원가와 판관비 부담이 크다는 점을 감안하면 하반기 수익성은 다소 부진할 전망
- 광고 업황 회복 및 채널 편성 확대로 2025년 방영회차는 283회로 정상화 기대

스튜디오드래곤 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 영업이익 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

# 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

2025년 전망 시리즈 13

통신/미디어

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>211.1</b>	<b>163.5</b>	<b>217.4</b>	<b>161.1</b>	<b>192.1</b>	<b>137.1</b>	<b>136.9</b>	<b>123.3</b>	<b>753.1</b>	<b>589.4</b>	<b>704.4</b>
% YoY	74.4%	3.8%	-5.0%	-15.4%	-9.0%	-16.1%	-37.0%	-23.5%	7.9%	-21.7%	19.5%
편성	43.2	42.5	35.0	33.4	47.3	30.7	25.9	17.6	154.1	121.5	154.5
판매	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	102.5	107.0	101.9	588.9	452.7	532.5
기타	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	3.9	4.0	3.7	10.1	15.1	17.4
<b>매출원가</b>	<b>180.3</b>	<b>139.6</b>	<b>188.6</b>	<b>156.8</b>	<b>163.4</b>	<b>119.0</b>	<b>120.8</b>	<b>117.7</b>	<b>665.3</b>	<b>520.8</b>	<b>611.5</b>
% YoY	88.6%	14.3%	-6.4%	-12.3%	-9.4%	-14.7%	-36.0%	-24.9%	11.3%	-21.7%	17.4%
제작원가	108.1	78.9	121.9	89.3	91.3	59.6	58.4	66.2	398.2	275.5	353.9
무형자산상각비	46.5	41.4	46.2	49.1	50.2	38.0	42.8	33.2	182.6	164.0	162.8
기타	25.7	19.3	20.5	18.4	21.9	21.4	19.6	18.3	84.4	81.3	94.7
<b>매출총이익</b>	<b>30.8</b>	<b>23.9</b>	<b>28.8</b>	<b>4.3</b>	<b>28.7</b>	<b>18.1</b>	<b>16.2</b>	<b>5.6</b>	<b>87.9</b>	<b>68.5</b>	<b>92.9</b>
% YoY	20.9%	-32.5%	5.2%	-63.1%	-7.0%	-24.2%	-43.9%	28.7%	-12.1%	-22.0%	35.6%
GPM	14.6%	14.6%	13.2%	2.7%	14.9%	13.2%	11.8%	4.5%	11.7%	11.6%	13.2%
<b>판관비</b>	<b>9.2</b>	<b>7.7</b>	<b>6.9</b>	<b>8.2</b>	<b>7.2</b>	<b>7.7</b>	<b>7.3</b>	<b>8.3</b>	<b>32.0</b>	<b>30.5</b>	<b>31.9</b>
% YoY	24.7%	-8.8%	-17.8%	-22.4%	-22.5%	0.3%	5.0%	2.2%	-8.0%	-4.8%	4.5%
인건비	5.1	4.2	3.6	4.5	3.2	3.8	3.7	4.6	17.3	15.3	16.1
유무형자산상각비	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	2.2	2.5	2.5
지급수수료	2.3	1.9	1.9	2.2	2.2	2.1	2.0	2.2	8.2	8.6	8.9
광고선전비	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0	0.3	0.4	0.4
기타	1.3	0.8	0.9	0.8	1.1	0.8	1.0	0.8	3.8	3.7	3.9
<b>영업이익</b>	<b>21.6</b>	<b>16.3</b>	<b>21.9</b>	<b>-3.8</b>	<b>21.5</b>	<b>10.5</b>	<b>8.9</b>	<b>-2.8</b>	<b>55.9</b>	<b>38.1</b>	<b>61.1</b>
% YoY	19.4%	-39.8%	15.4%	적전	-0.4%	-35.7%	-59.4%	적확	-52.0%	54.8%	176.1%
영업이익률	10.2%	9.9%	10.1%	-2.4%	11.2%	7.6%	6.5%	-2.3%	7.4%	6.5%	8.7%
법인세차감전순이익	22.1	15.8	25.1	-25.8	27.2	13.2	12.0	-17.5	37.2	34.9	57.8
법인세비용	3.7	5.6	6.9	-9.1	7.0	5.0	3.0	-4.4	7.1	10.6	14.4
<b>당기순이익</b>	<b>18.4</b>	<b>10.2</b>	<b>18.2</b>	<b>-16.7</b>	<b>20.2</b>	<b>8.2</b>	<b>9.0</b>	<b>-13.1</b>	<b>30.1</b>	<b>24.2</b>	<b>43.3</b>
당기순이익률	8.7%	6.2%	8.4%	-10.4%	10.5%	5.9%	6.6%	-10.6%	4.0%	4.1%	6.2%

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

## 스튜디오드래곤 (253450)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	698.0	753.1	589.4	704.4	699.4
매출액증가율(%)	43.3	7.9	-21.7	19.5	-0.7
매출원가	597.9	665.3	520.8	611.5	587.9
매출총이익	100.0	87.9	68.5	92.9	111.5
판매비와관리비	34.8	32.0	30.5	31.9	33.0
영업이익	65.2	55.9	38.1	61.1	78.5
영업이익률(%)	9.3	7.4	6.5	8.7	11.2
금융손익	2.2	-2.6	7.9	7.8	7.6
종속/관계기업관련손익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-8.9	-16.1	-11.1	-11.1	-11.2
세전계속사업이익	58.6	37.2	34.9	57.8	74.9
법인세비용	8.1	7.1	10.6	14.4	18.7
당기순이익	50.6	30.1	24.2	43.3	56.2
지배주주지분 순이익	50.6	30.1	24.2	43.3	56.2
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	400.1	404.5	352.6	391.1	423.2
현금및현금성자산	123.7	158.4	159.3	160.7	194.4
매출채권	141.7	149.1	116.7	139.4	138.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	690.5	687.7	685.4	694.3	706.1
유형자산	10.9	12.4	12.5	11.8	11.2
무형자산	377.8	358.9	359.9	367.0	379.6
투자자산	150.1	175.0	171.6	174.0	173.9
자산총계	1,090.7	1,092.2	1,037.9	1,085.3	1,129.3
유동부채	416.3	368.0	290.9	294.0	281.8
매입채무	16.2	11.1	8.7	10.4	10.3
단기차입금	170.0	170.0	136.0	108.8	97.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	13.7	16.5	15.0	16.0	16.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	429.9	384.5	305.9	310.0	297.8
자본금	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
자본잉여금	473.4	473.4	473.4	473.4	473.4
기타포괄이익누계액	-39.8	-22.4	-22.4	-22.4	-22.4
이익잉여금	212.6	242.0	266.3	309.6	365.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	660.7	707.8	732.0	775.3	831.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-62.9	44.7	201.4	202.7	219.9
당기순이익(손실)	50.6	30.1	24.2	43.3	56.2
유형자산감가상각비	3.3	3.0	2.9	2.7	2.5
무형자산상각비	150.0	183.1	164.0	162.8	162.4
운전자본의 증감	-279.6	-179.0	8.8	-6.2	0.3
투자활동 현금흐름	-43.4	-0.8	-158.2	-168.0	-169.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-4.5	-2.9	-3.0	-2.0	-1.8
투자자산의 감소(증가)	90.7	-24.9	3.5	-2.4	0.1
재무활동 현금흐름	165.3	-8.9	-42.3	-33.3	-16.4
차입금증감	171.6	-1.0	-34.4	-26.9	-10.9
자본의증가	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	59.1	34.7	0.9	1.4	33.7
기초현금	64.6	123.7	158.4	159.3	160.7
기말현금	123.7	158.4	159.3	160.7	194.4
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	23,250	25,056	19,607	23,435	23,266
EPS(지배주주)	1,684	1,001	806	1,442	1,870
CFPS	7,544	8,185	6,763	7,428	7,928
EBITDAPS	7,279	8,051	6,819	7,538	8,095
BPS	21,982	23,546	24,353	25,794	27,664
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	51.1	51.5	46.2	25.8	19.9
PCR	11.4	6.3	5.5	5.0	4.7
PSR	3.7	2.1	1.9	1.6	1.6
PBR	3.9	2.2	1.5	1.4	1.3
EBITDA(십억원)	218.5	242.0	205.0	226.6	243.3
EV/EBITDA	12.1	6.5	5.4	4.8	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.5	4.4	3.4	5.7	7.0
EBITDA이익률	31.3	32.1	34.8	32.2	34.8
부채비율	65.1	54.3	41.8	40.0	35.8
금융비용부담률	0.7	1.2	1.3	0.9	0.8
이자보상배율(x)	13.2	6.4	4.8	9.5	14.2
매출채권회전율(x)	5.3	5.2	4.4	5.5	5.0
재고자산회전율(x)					

# CJ CGV (079160) 안정감을 더해준 연결 편입 효과

Analyst 정지수 02. 6454-4863  
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	9,000원
현재주가 (11.5)	5,620원
상승여력	60.1%

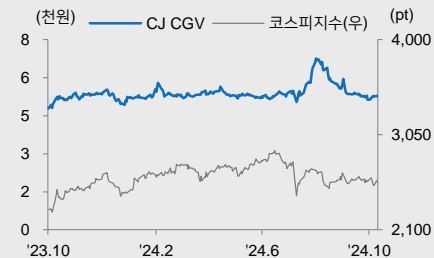
KOSPI	2,576.88pt
시가총액	9,306억원
발행주식수	16,558만주
유동주식비율	44.56%
외국인비중	5.74%
52주 최고/최저가	7,200원/5,260원
평균거래대금	47.3억원

## 주요주주(%)

CJ 외 2 인	50.92
----------	-------

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.6	-3.3	3.9
상대주가	-1.9	0.5	-4.5

## 주가그래프



## 3Q24 Preview: CJ올리브네트웍스 연결 편입 효과

- 3Q24 연결 실적은 매출액 5,440억원(+33.5% YoY), 영업이익 364억원(+19.4% YoY)으로 시장 컨센서스 하회 전망
- CJ올리브네트웍스는 3Q24 매출액 1,750억원, 영업이익 151억원을 기록하며 수익성 개선에 기여할 전망
- 국내는 기대 개봉작들의 흥행 부진으로 전년 대비 매출이 -6.5% 감소하며 영업이익 85억원(-35.1% YoY) 기록 예상
- 해외는 튀르키예와 인도네시아의 매출액이 전년 대비 +28.9%, +13.2% 증가하며 박스오피스 회복 흐름 유지 전망

## 2024년 연결 영업이익 1,106억원(+125.4 YoY) 전망

- 4Q24 주요 극장 개봉 라인업은 <베놈: 라스트 댄스>, <글래디에이터 2>, <모아나 2> 등
- 2024년 연결 실적은 매출액 1조 9,416억원(+25.6% YoY), 영업이익 1,106억원(+125.4 YoY) 전망

## 2025년 연결 영업이익 1,620억원(+46.5% YoY) 전망

- 2024년 연결 실적 중 CJ올리브네트웍스가 매출액과 영업이익에서 차지하는 비중은 각각 21.4%와 33.1%이며, 2025년 CJ CGV 매출액과 영업이익은 각각 2조 3,867억원(+22.9% YoY), 1,620억원(+46.5% YoY) 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1,273.2	-70.2	-166.2	-2,584	적지	5,371	-4.6	2.2	12.5	-55.2	816.2
2023	1,545.8	49.1	-96.2	-1,191	적지	3,441	-4.9	1.7	7.9	-24.1	1,122.7
2024E	1,941.6	110.6	-29.7	-243	적지	6,828	-23.2	0.8	5.6	-4.7	474.9
2025E	2,386.7	162.0	26.0	157	흑전	5,206	35.8	1.1	4.9	3.1	476.9
2026E	2,481.7	178.3	47.8	289	83.7	5,495	19.5	1.0	4.6	5.4	441.7

# CJ CGV – 안정감을 더해준 연결 편입 효과

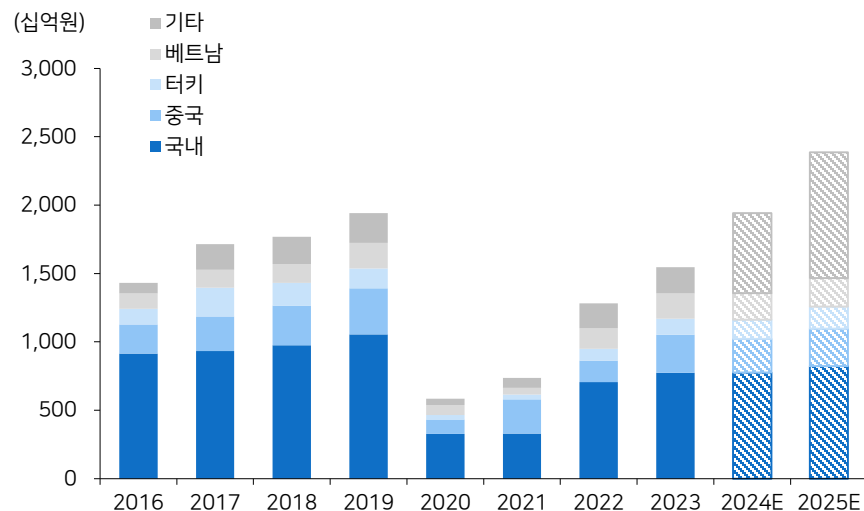
2025년 전망 시리즈 13

통신/미디어

2024년 연결 영업이익  
1,106억원  
(+125.4% YoY) 전망

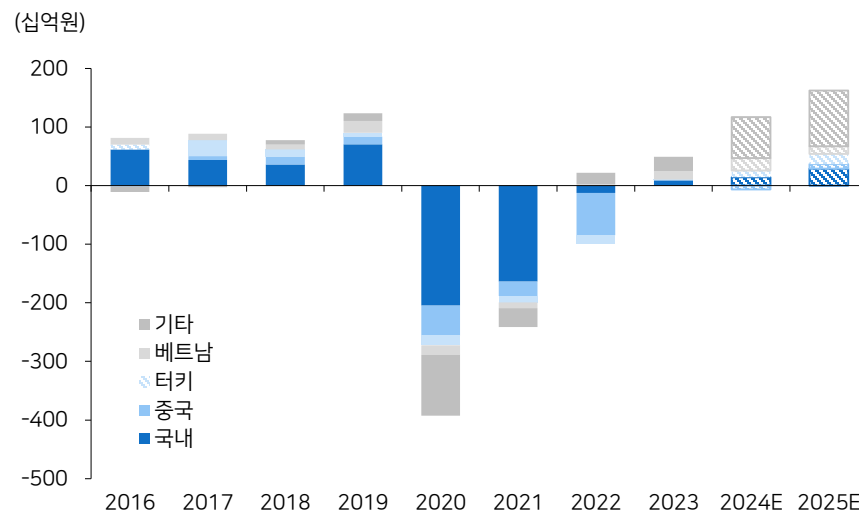
- 3Q24 연결 기준 매출액 5,440억원(+33.5% YoY), 영업이익 364억원(+19.4% YoY)으로 컨센서스 하회 전망
- CJ올리브네트웍스는 3Q24 매출액 1,750억원, 영업이익 151억원을 기록하며 수익성 개선에 기여할 전망
- 국내 기대작들의 흥행 부진으로 전년 대비 매출이 -6.5% 감소하며 영업이익 85억원(-35.1% YoY) 기록 예상

CJ CGV 국가별 매출액 추이 및 전망



자료: CJ CGV, 메리츠증권 리서치센터

CJ CGV 국가별 영업이익 추이 및 전망



자료: CJ CGV, 메리츠증권 리서치센터

# CJ CGV – 안정감을 더해준 연결 편입 효과

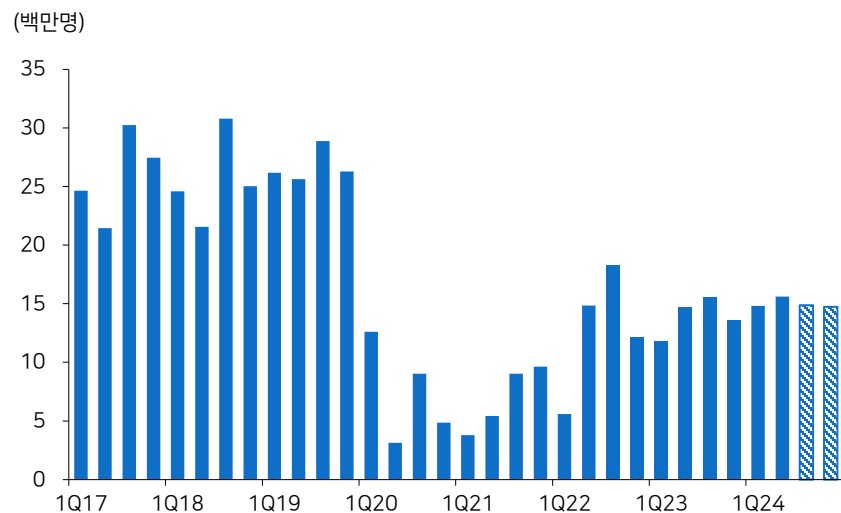
2025년 전망 시리즈 13

통신/미디어

2025년 연결 영업이익  
1,620억원  
(+46.5% YoY) 전망

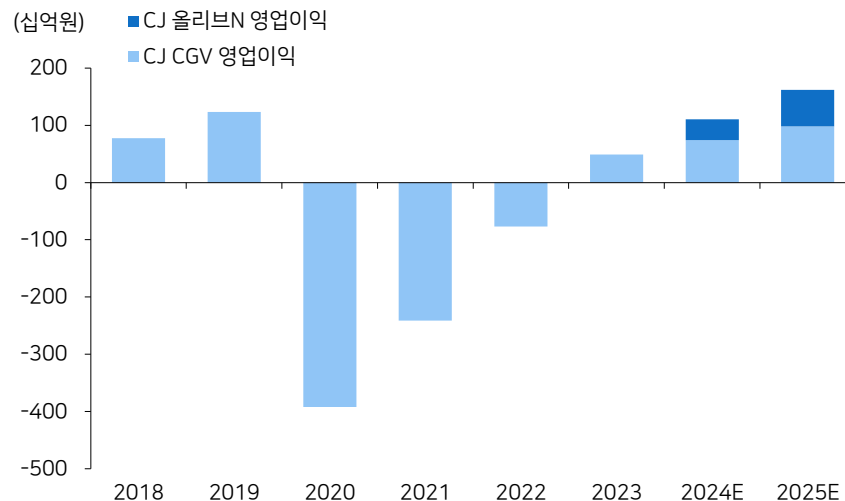
- 4Q24 주요 극장 개봉 라인업은 <베놈: 라스트 댄스>, <글래디에이터 2>, <모아나 2> 등
- 2024년 연결 실적은 매출액 1조 9,416억원(+25.6% YoY), 영업이익 1,106억원(+125.4 YoY) 전망
- 2024년 연결 실적 중 CJ올리브네트웍스가 매출액과 영업이익에서 차지하는 비중은 각각 21.4%와 33.1%, 2025년 CJ CGV 매출액과 영업이익 2조 3,867억원(+22.9% YoY), 1,620억원(+46.5% YoY) 전망

## CJ CGV 관객수 추이 및 전망



자료: CJ CGV, 메리츠증권 리서치센터

## CJ올리브네트웍스 연결 편입 후 CJ CGV 영업이익 전망



자료: CJ CGV, 메리츠증권 리서치센터

# CJ CGV 실적 추이 및 전망

2025년 전망 시리즈 13

통신/미디어

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
연결 매출액	393.6	401.7	407.6	343.0	392.9	429.9	544.0	574.7	1,545.8	1,941.6	2,386.7
% YoY	76.3%	26.1%	0.6%	2.5%	-0.2%	7.0%	33.5%	67.6%	20.6%	25.6%	22.9%
한국(별도)	176.4	196.8	207.4	192.7	180.1	193.7	193.9	209.8	773.3	777.5	823.9
연결 자회사	217.2	204.9	200.2	169.2	218.1	236.3	350.2	364.9	772.5	1,164.1	1,562.8
중국	74.3	62.9	88.0	52.9	68.2	44.6	66.0	65.5	278.1	244.3	273.4
터키	35.8	25.8	23.6	31.9	42.4	29.8	30.4	38.1	117.1	140.7	160.5
베트남	59.1	53.2	36.4	36.2	66.4	55.3	34.1	37.5	184.9	193.3	209.1
4DX	38.8	35.6	25.0	25.3	19.4	23.4	25.5	25.8	124.7	94.1	96.0
매출원가	260.4	255.9	233.4	199.1	246.6	272.7	370.7	349.4	948.9	1,239.4	1,872.8
매출원가율	66.2%	63.7%	57.3%	58.1%	62.8%	63.4%	68.1%	60.8%	61.4%	63.8%	78.5%
매출총이익	133.2	145.8	174.1	143.9	146.3	157.3	173.3	225.3	597.0	702.2	513.9
판관비	147.3	130.0	143.6	127.0	141.8	134.9	136.9	178.0	547.9	591.6	351.8
영업이익	-14.1	15.8	30.5	16.9	4.5	22.3	36.4	47.3	49.1	110.6	162.0
% YoY	적축	흑전	295.5	흑전	흑전	41.6	19.4	180.4	흑전	125.4	46.5
영업이익률	-3.6%	3.9%	7.5%	4.9%	1.2%	5.2%	6.7%	8.2%	3.2%	5.7%	6.8%
한국(별도)	-19.8	9.2	13.1	6.0	-14.7	3.7	8.5	16.9	8.6	14.4	28.8
연결 자회사	5.7	6.9	17.7	6.8	17.7	18.6	27.9	30.4	40.5	96.2	133.3
중국	-6.7	-6.2	14.6	-1.2	-1.1	-8.9	2.1	1.6	0.5	-6.3	8.0
터키	0.0	-1.7	-2.9	6.2	5.0	-2.0	2.6	5.9	1.6	11.5	17.1
베트남	9.3	5.9	0.1	-1.3	11.2	8.7	1.6	-0.5	14.0	21.0	13.4
4DX	4.9	4.4	5.5	0.3	1.3	5.0	2.8	2.8	15.1	11.9	10.6
법인세차감전순이익	-41.9	-54.8	21.9	-42.7	-48.0	-7.7	-0.4	14.7	-117.5	-41.3	35.7
법인세비용	-3.1	3.1	7.3	-9.5	-6.8	-1.1	0.0	1.5	-2.2	-6.4	5.1
당기순이익	-38.7	-57.9	14.6	-33.3	-41.2	-6.6	-0.4	13.2	-115.3	-34.9	30.6
당기순이익률	-9.8%	-14.4%	3.6%	-9.7%	-10.5%	-1.5%	-0.1%	2.3%	-7.5%	-1.8%	1.3%

자료: CJ CGV, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,273.2	1,545.8	1,941.6	2,386.7	2,481.7
매출액증가율(%)	72.9	21.4	25.6	22.9	4.0
매출원가	0.0	0.0	1,239.4	1,872.8	2,533.4
매출총이익	1,273.2	1,545.8	702.2	513.9	-51.7
판매비와관리비	1,343.4	1,496.8	591.6	351.8	-230.0
영업이익	-70.2	49.1	110.6	162.0	178.3
영업이익률(%)	-5.5	3.2	5.7	6.8	7.2
금융손익	-129.5	-174.2	-153.5	-129.7	-110.0
중속/관계기업관련손익	-4.1	-1.6	-0.6	-0.7	-0.7
기타영업외손익	17.6	9.2	2.1	4.0	4.4
세전계속사업이익	-186.3	-117.5	-41.3	35.7	72.0
법인세비용	-23.1	-2.2	-6.4	5.1	15.7
당기순이익	-214.5	-115.3	-34.9	30.6	56.2
지배주주지분 순이익	-166.2	-96.2	-29.7	26.0	47.8
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	682.7	474.6	1,146.7	1,386.2	1,545.1
현금및현금성자산	395.0	190.5	759.6	927.2	1,068.7
매출채권	157.2	160.3	250.0	307.3	319.6
재고자산	17.0	19.0	23.8	29.3	30.5
비유동자산	2,918.8	2,719.6	2,709.1	2,659.7	2,559.0
유형자산	652.1	781.0	729.7	688.2	653.5
무형자산	167.7	203.4	286.8	317.6	299.8
투자자산	72.7	63.2	76.4	91.3	94.5
자산총계	3,601.5	3,194.2	3,855.8	4,045.9	4,104.1
유동부채	1,238.6	1,032.5	1,133.1	1,283.3	1,310.2
매입채무	87.8	100.5	115.0	141.4	147.0
단기차입금	322.3	326.1	325.0	324.0	323.1
유동성장기부채	393.6	46.4	122.0	115.9	110.1
비유동부채	1,969.7	1,900.5	2,051.9	2,061.3	2,036.3
사채	24.5	249.0	244.0	239.2	234.7
장기차입금	3.4	1.6	3.4	5.1	6.7
부채총계	3,208.4	2,933.0	3,185.1	3,344.6	3,346.5
자본금	23.9	61.2	82.8	82.8	82.8
자본잉여금	595.0	916.7	1,339.5	1,339.5	1,339.5
기타포괄이익누계액	-72.3	-42.0	-42.0	-42.0	-42.0
이익잉여금	-1,129.2	-1,243.0	-1,272.7	-1,246.7	-1,198.9
비지배주주지분	16.8	-160.0	-165.3	-160.7	-152.3
자본총계	393.1	261.2	670.7	701.3	757.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	107.6	180.1	326.4	434.6	377.0
당기순이익(손실)	-214.5	-123.4	-34.9	30.6	56.2
유형자산감가상각비	308.6	285.9	326.3	305.5	288.2
무형자산상각비	14.4	12.7	16.7	19.2	17.7
운전자본의 증감	-14.5	-48.4	18.4	79.3	14.9
투자활동 현금흐름	38.1	-99.0	-338.4	-282.0	-206.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-55.2	-85.2	-275.0	-264.0	-253.4
투자자산의 감소(증가)	12.6	9.5	-13.2	-14.9	-3.2
재무활동 현금흐름	-86.2	-279.8	581.1	14.9	-28.9
차입금증감	-364.1	-368.9	136.7	14.9	-28.9
자본의증가	155.5	359.1	444.4	0.0	0.0
현금의증가(감소)	56.7	-204.5	569.1	167.6	141.5
기초현금	338.3	395.0	190.5	759.6	927.2
기말현금	395.0	190.5	759.6	927.2	1,068.7
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	19,800	19,149	15,859	14,414	14,988
EPS(지배주주)	-2,584	-1,191	-243	157	289
CFPS	3,919	4,350	3,386	2,764	2,816
EBITDAPS	3,931	4,307	3,704	2,940	2,924
BPS	5,371	3,441	6,828	5,206	5,495
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-4.6	-4.9	-23.2	35.8	19.5
PCR	3.0	1.3	1.7	2.0	2.0
PSR	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4
PBR	2.2	1.7	0.8	1.1	1.0
EBITDA(십억원)	252.7	347.7	453.5	486.7	484.2
EV/EBITDA	12.5	7.9	5.6	4.9	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-55.2	-24.1	-4.7	3.1	5.4
EBITDA이익률	19.9	22.5	23.4	20.4	19.5
부채비율	816.2	1,122.7	474.9	476.9	441.7
금융비용부담률	12.0	9.5	7.2	6.0	5.8
이자보상배율(x)	-0.5	0.3	0.8	1.1	1.2
매출채권회전율(x)	9.6	9.7	9.5	8.6	7.9
재고자산회전율(x)	85.5	85.9	90.8	89.9	83.1



Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

[기업] 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상 <b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 <b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만
[산업] 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	<b>Overweight</b> (비중확대) <b>Neutral</b> (중립) <b>Underweight</b> (비중축소)

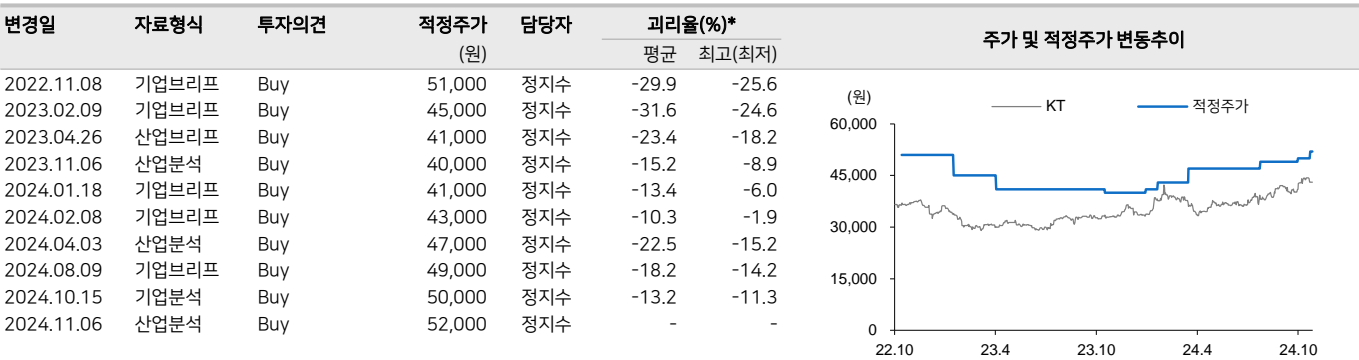
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

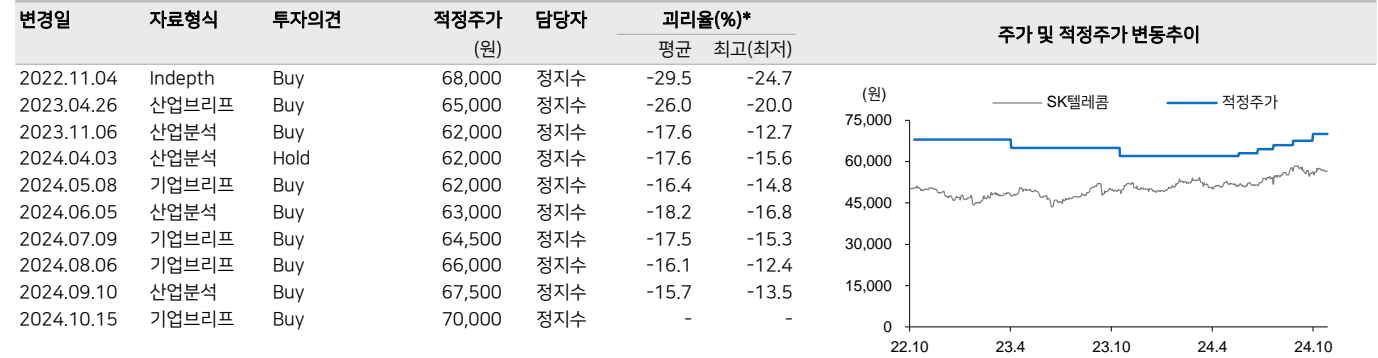
KT(030200) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



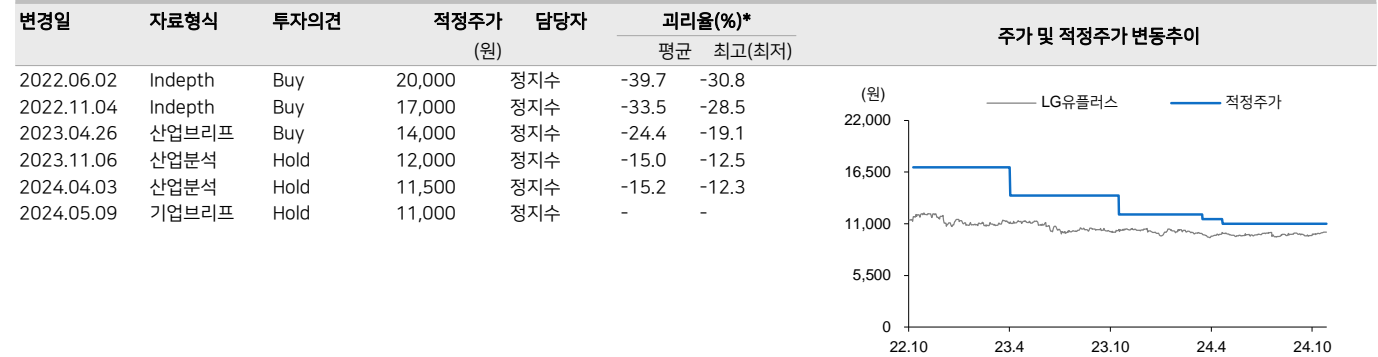
## SK텔레콤(017670) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



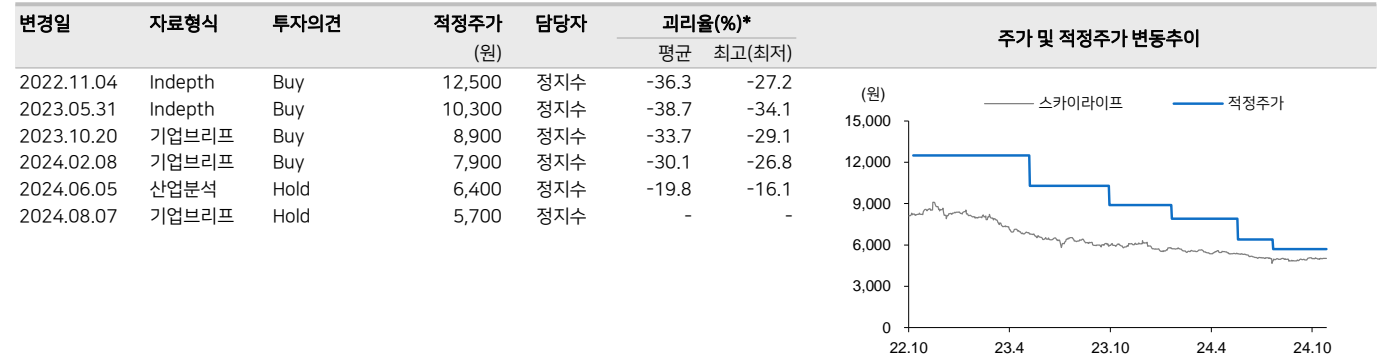
## LG유플러스(032640) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



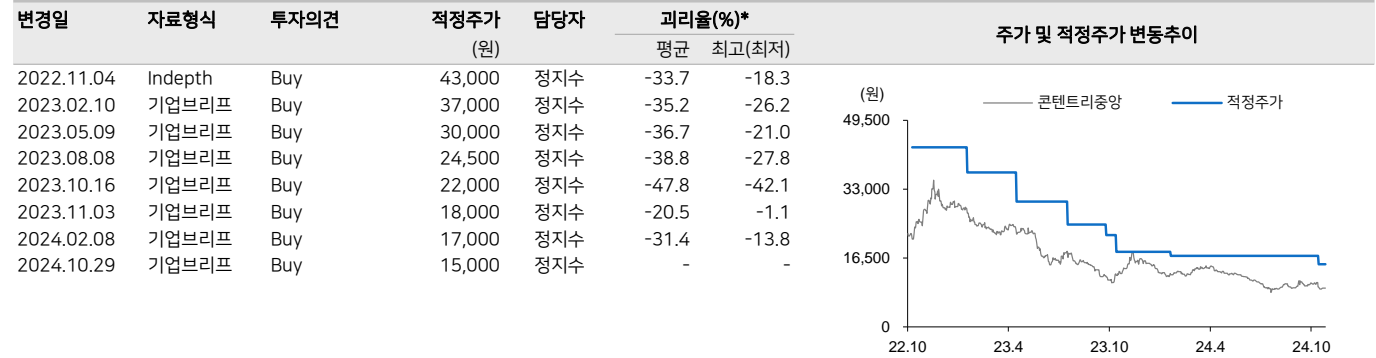
## 스카이라이프(053210) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



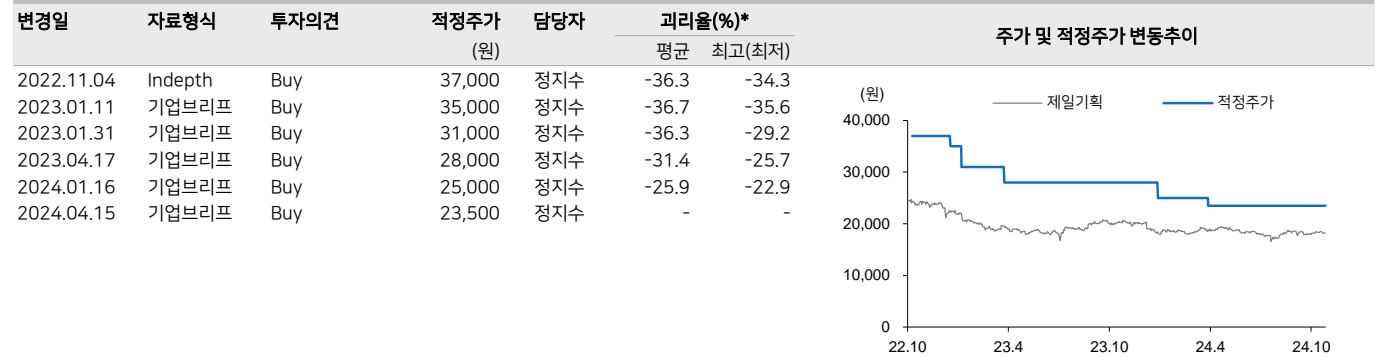
### 콘텐츠리중앙(036420) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



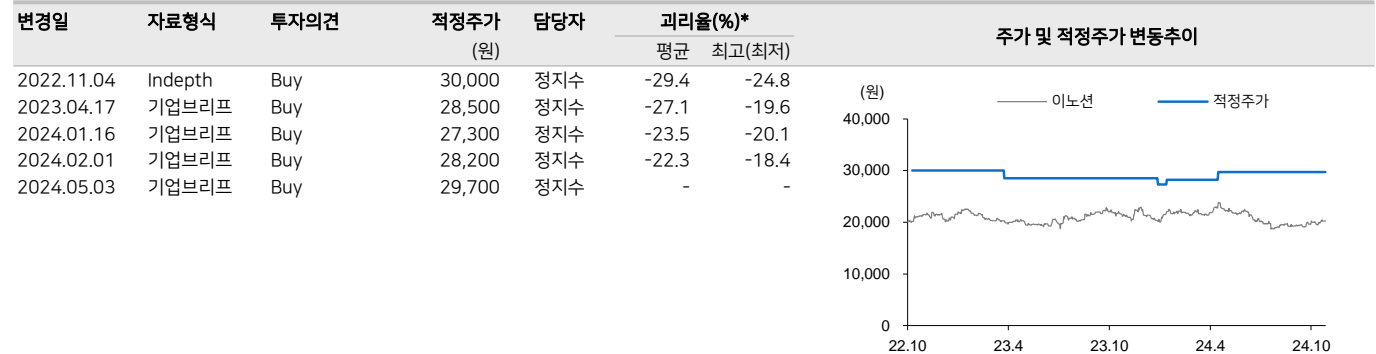
### 제일기획(030000) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



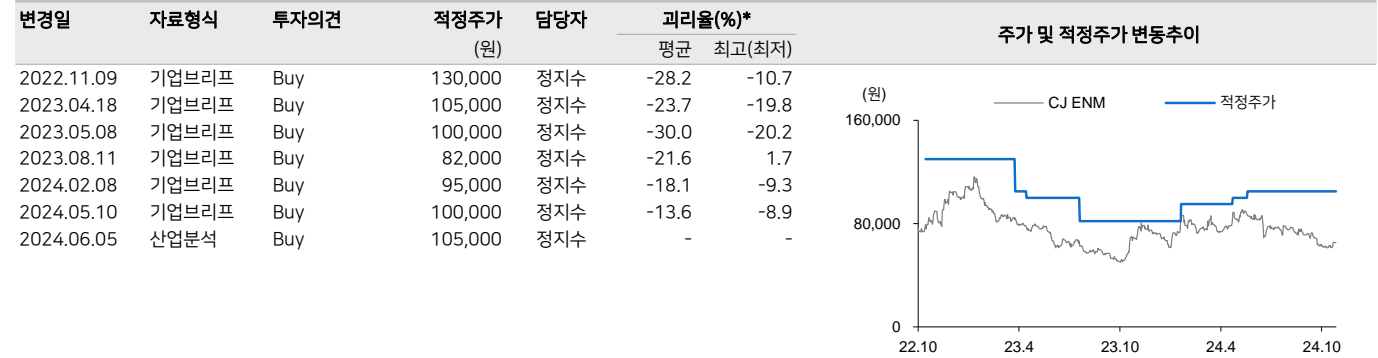
### 이노션(214320) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



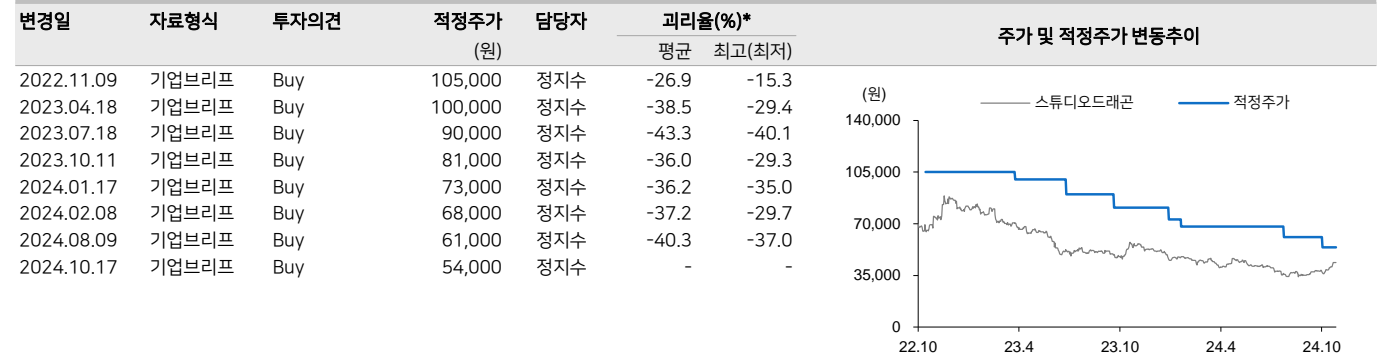
### CJ ENM(035760) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



### 스튜디오드래곤(253450) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



### CJ CGV(079160) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

