

Industry Indepth

미디어

Overweight (신규)

2018년에는 미디어를 믿어

Part I 투자전략 및 Valuation

Part II 미디어/광고 산업 트렌드

Part III 2018년 미디어/광고 시장 전망



통신/미디어

Analyst 정지수

02. 6098-6681

jisoo.jeong@meritz.co.kr



Top Picks

종목	투자판단	적정주가
제이콘텐트리(036420)	Buy(신규)	6,300원
이노션(214320)	Buy(신규)	94,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
제일기획(030000)	Buy(신규)	24,000원
CJ E&M(130960)	Trading Buy(신규)	106,000원
스카이라이프(053210)	Buy	17,000원
CJ헬로비전(037560)	Trading Buy	7,800원



Contents

Summary	3
Key Chart	4
1. 투자전략 및 Valuation	6
1) 투자전략 및 Top Picks	6
2) Valuation	7
2. 미디어/광고 산업 트렌드	10
1) 2017 년 미디어/광고 업종 Review	10
2) 디지털 광고 성장 지속	12
3) 웹드라마, 등장 후 4 년간의 기록	14
3. 2018 년 미디어/광고 시장 전망	17
1) 광고: 우호적인 대내외 시장 상황	17
2) 콘텐츠: 완전 경쟁 시대	19
3) 유료방송: 진화를 위한 성장통	22
기업분석	
제이콘텐트리(036420) - 주력 사업들의 동반 성장	26
이노션(214320) - 월드컵과 신차 효과가 기대되는 2018 년	32
제일기획(030000) - 긍정적인 업황 회복의 시그널	38
CJ E&M(130960) - 독보적인 콘텐츠 경쟁력	44
스카이라이프(053210) - OTT 는 대체재가 아닌 보완재	50
CJ 헬로비전(037560) - 주요 지표는 흔들림이 없다	55

Summary

미디어/광고 투자 의견 Overweight으로 커버리지 개시

미디어/광고 업종에 대한 투자 의견 Overweight으로 커버리지를 개시한다. 2017년 상반기 국내 미디어/광고 시장은 대내외 불확실성 확대로 부진한 실적과 주가 흐름을 나타냈다. 2018년에는 파업중인 지상파 방송 재개와 글로벌 스포츠 이벤트가 개막되고, 최근 관계 개선 기대감이 고조되고 있는 중국 시장이 회복됨에 따라 미디어/광고 업종의 반등이 예상된다.

미디어/광고 업종 Top Picks 이노션과 제이콘텐트리

미디어/광고 업종 내 최선호주로 이노션(214320)과 제이콘텐트리(036420)를 제시한다. 이노션은 주 광고주인 현대기아차의 신차 출시 마케팅 확대가 예상되며, 글로벌 스포츠 이벤트 효과까지 기대된다. 제이콘텐트리는 방송 사업 내 콘텐츠 경쟁력 강화로 JTBC 채널 내 드라마 편성을 확장할 계획이며, 영화 사업도 꾸준히 점유율을 확대함에 따라 주력 사업들의 동반 성장이 기대된다.

2017년 미디어/광고 주가 수익률 시장 성장 상회

2017년 미디어/광고주들의 주가 수익률은 대체로 시장 성장을 상회했다. 국내 광고시장은 지상파 방송국 파업과 싸드(THAAD) 배치 등 대내외 이슈에도 중국과의 관계 회복 기대감에 주가 반등이 나타났다. 방송시장은 종편 채널의 시청률과 광고비 상승이 두드러졌으며, 중국 외 국가로의 콘텐츠 판매를 확대하며 수출 다변화 기반을 다졌다. 유료방송 시장은 가입자와 ARPU 등 주요 지표 회복에도 불구하고 지속되는 경쟁력 악화 우려로 주가 하락이 지속되고 있다.

2018년 국내 광고시장, M&A 통한 비유기적 성장 기대

2018년 국내 광고 시장은 11조 6,669억원(+4.5% YoY)을 기록할 전망이다. 지상파TV 등 전통 매체 광고비는 소폭 성장에 그치나, 모바일 광고가 20%대 고성장을 지속할 전망이다. M&A를 통한 비유기적 성장도 지속된다. 제일기획은 기존 사업부 성장 외에도 가치 있는 글로벌/중소형 대행사 인수를 통해 2020년까지 매출총이익 2조원을 달성한다는 계획이다. 이노션도 연내 미국 기아차 광고제작 대행사 인수를 통해 매출총이익 성장을 도모한다.

2018년 국내 방송시장, 콘텐츠 위주로 시장 재편

2Q17 기준 방송 수출은 전년 대비 +108.8% 증가하며 콘텐츠 사업 내 수출 1위를 기록했다. 방송 업계는 한한령으로 인한 콘텐츠 수출 둔화를 중국 외 시장을 적극 개척함으로써 타개해 나가고 있다. 콘텐츠 제작이 용이해지고 형식이 자유로워짐에 따라 시장은 Seller Market 위주로 변하고 있다. 이는 국내에서 독보적인 플랫폼과 제작 역량을 보유한 CJ E&M, 제이콘텐트리의 중장기 성장에 긍정적으로 작용될 전망이다.

2018년 국내 유료방송 시장, 시장 재편 필요성 공론화 전망

2018년 유료방송 사업자들의 순이익은 수익성 위주의 사업 전략과 VOD 매출 증가로 전년 대비 +16.3% 성장이 예상된다. 새로운 성장 동력으로 추진 중인 신규 OTT 서비스는 자유로운 규제 환경 속에서 시장에 빠르게 안착할 전망이다. 유료방송 시장 재편 필요성에 모두가 공감하는 만큼 현재 산적해 있는 공영방송 정상화 등 주요 이슈들이 마무리되는 시점인 2018년에는 또 다시 유료방송 인수합병이 공론화될 전망이다.

Key Chart

그림1 2017년 미디어/광고주 상대주가 추이

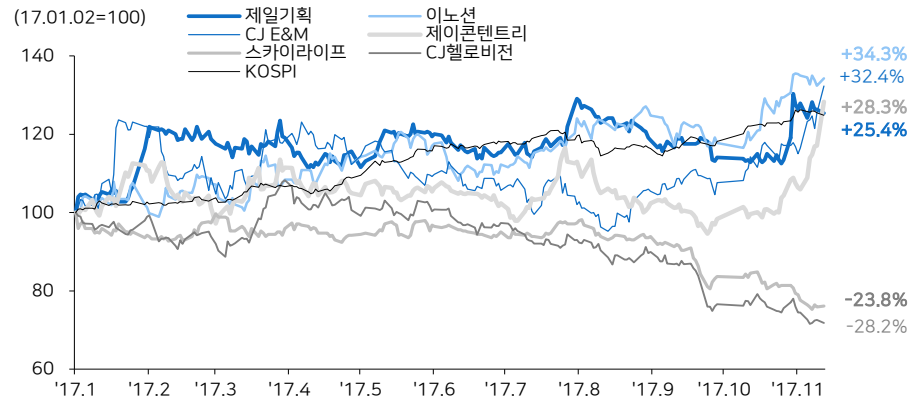


그림2 디지털 동영상 광고시장 성장세 지속

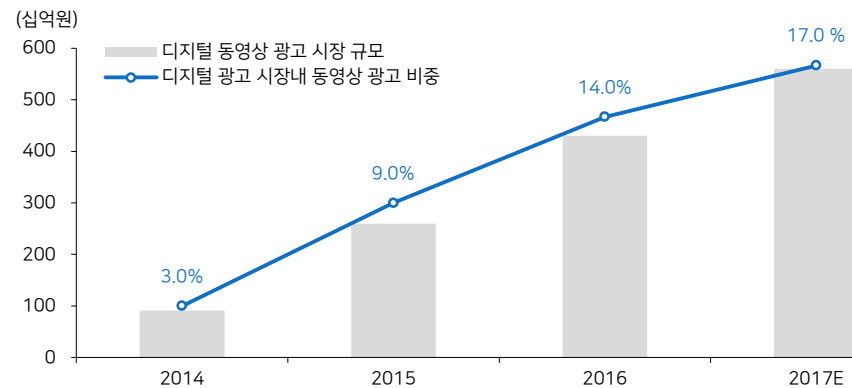


그림3 네이버tv캐스트 등록 웹드라마 수: 꾸준히 증가하는 웹드라마 제작

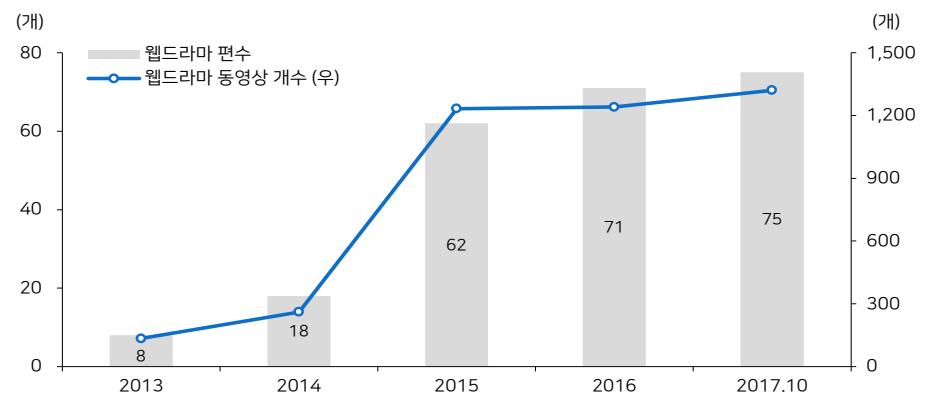
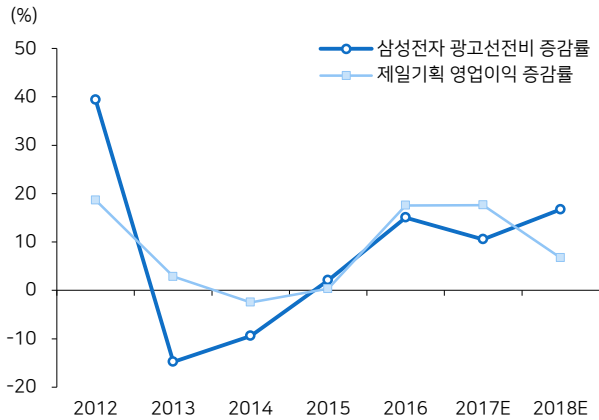
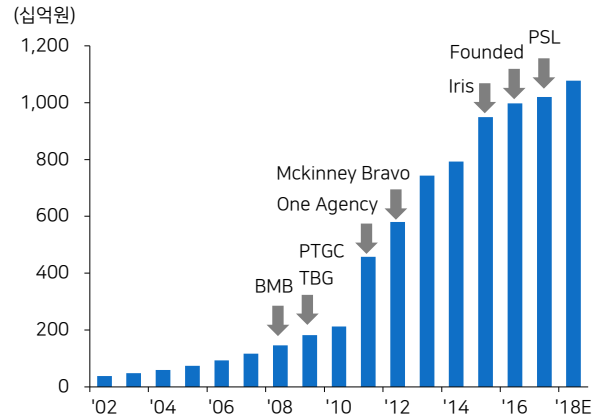


그림4 광고: 주 광고주의 마케팅 확대 수혜 예상



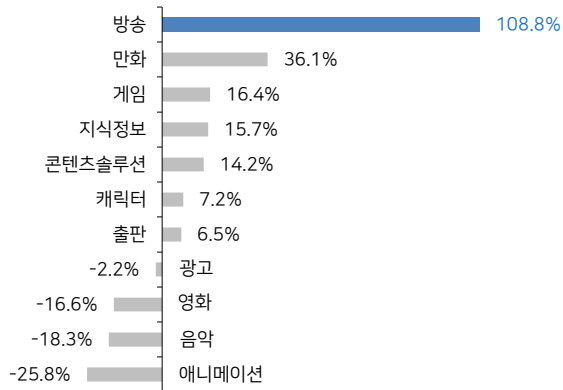
자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 광고: M&A를 통한 비유기적 성장 지속



자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 방송: 국내 콘텐츠산업 내 방송 수출 성장세 1위



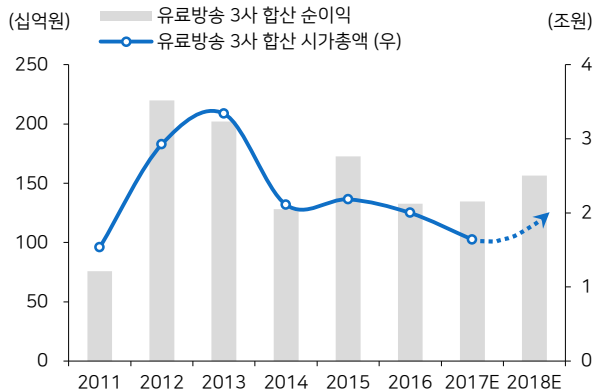
자료: 한국콘텐츠진흥원, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 방송: 토종 콘텐츠의 글로벌 경쟁력 강화



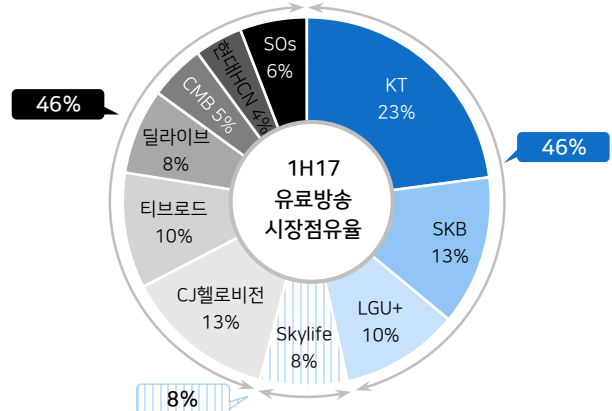
자료: ABC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 유료방송: 케이블/위성 사업자들의 기초체력은 견조



자료: 각 사, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 유료방송: 포화된 시장 구조, 재편은 선택 아닌 필수



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권증권 리서치센터

1. 투자전략 및 Valuation

1) 투자전략 및 Top Picks

미디어/광고 업종 투자의견
Overweight으로 커버리지 개시

미디어/광고 업종에 대한 투자의견 Overweight으로 커버리지를 개시한다. 2017년 상반기 국내 미디어/광고 시장은 정치 이슈에 따른 광고 집행 둔화와 중국과의 관계 회복 지연으로 부진한 실적과 주가 흐름을 나타냈다. 하지만, 최근 중국에서 한국 단체 여행 상품이 재등장하면서 중국과의 관계 회복 기대감이 고조되고 있다. 더불어, 국내에서 파업 중인 지상파 방송 재개와 글로벌 스포츠 이벤트가 개막되는 2018년부터는 본격적인 미디어/광고 업종 반등이 예상된다.

2018년 국내 광고시장은 대내외 불확실성 해소와 M&A를 통한 비유기적 성장을 앞세워 전년 대비 +4.5% 성장이 기대된다. 국내 방송시장의 경우 유통 채널 다변화로 콘텐츠 제작 물량이 증가함에 따라 플랫폼과 제작 역량을 모두 보유한 CJ E&M과 제이콘텐트리에게 기회요인으로 작용할 전망이다. 유료방송 시장은 플랫폼 간 가입자 유치 경쟁 완화로 케이블/위성 사업자들의 사업 전략이 외형 성장보다는 수익성 개선에 집중되며, 신규 OTT 서비스 출시 등 신사업을 통한 성장 노력을 지속할 전망이다.

미디어/광고 업종 내 최선호주는
이노션과 제이콘텐트리

미디어/광고 업종 내 최선호주로 이노션(214320)과 제이콘텐트리(036420)를 제시한다. 이노션은 국내 광고시장 내 안정적인 Captive를 확보한 광고대행사로 주 광고주인 현대기아차의 신차 출시에 따른 마케팅 확대가 예상되며, 글로벌 스포츠 이벤트(2월 평창 동계올림픽, 6월 러시아 월드컵) 효과도 기대할 수 있다. 제이콘텐트리는 방송 부문 콘텐츠 경쟁력 강화로 자사 JTBC 채널 내 드라마 슬롯을 기존 1개에서 2개로 확장할 계획이며, 영화 부문도 꾸준히 점유율을 확대함에 따라 주력 사업들의 동반 성장이 기대된다.

표1 커버리지 종목 투자의견 및 적정주가

종목	투자의견	적정주가	현재주가	상승여력	투자 포인트
제이콘텐트리	Buy (신규)	6,300원	4,890원	28.8%	<ul style="list-style-type: none"> 방송 프로그램 시청률 증가에 힘입어 JTBC 드라마 편성 확대 운영 계획 콘텐츠 제작 경쟁력 회복으로 해외 플랫폼 사업자와의 판권 계약 체결 증가
이노션	Buy (신규)	94,000원	76,300원	23.2%	<ul style="list-style-type: none"> 2018년 글로벌 스포츠 이벤트 효과로 매출총이익 +6.7% YoY 성장 전망 미국 시장 G70 출시와 더불어 기아차 광고제작 대행사 인수 효과 기대
제일기획	Buy (신규)	24,000원	20,000원	20.0%	<ul style="list-style-type: none"> 삼성전자의 신홍국 마케팅 확대에 광고선전비 구조적 증가 전망 본업에서의 성장과 M&A를 통해 2020년까지 매출총이익 2조원 달성 계획
CJ E&M	Trading Buy (신규)	106,000원	94,900원	11.7%	<ul style="list-style-type: none"> 디지털 광고와 티빙(Tving)사업 확대에 방송 매출은 전년 대비 +5.1% 성장 중국과의 관계 회복으로 수출 재개. 동남아 등 신흥 시장 콘텐츠 계약도 지속
스카이라이프	Buy	17,000원	13,100원	29.8%	<ul style="list-style-type: none"> 신사업 론칭에 따른 전반적인 비용 수준 증가로 2H17~1H18 아쉬운 실적 지속 신규 OTT 서비스 '텔레비(TELEBEE)'를 통한 중장기 성장 전략은 긍정적
CJ헬로비전	Trading Buy	7,800원	6,730원	15.9%	<ul style="list-style-type: none"> 케이블TV 가입자 순증 지속, VOD 매출도 4Q16 바닥으로 점진적 개선 추세 망 도매대가 전년 대비 7.2% 인하됨에 따라 비용 부담 완화

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2) Valuation

이노션, 제일기획 '18년 PER
16.3배, 16.5배로 낮은 수준

이노션과 제일기획의 2018년 예상 PER은 각각 16.3배, 16.5배로 과거 3~4년 평균인 20배와 비교해 낮은 수준이다. 이노션은 주 광고주인 현대기아차의 브랜드 구축 및 신차 출시 계획으로 국내외 마케팅 비용 증가가 예상되며, 제일기획 역시 삼성전자가 향후 1~2년 인도 등 신흥국 해외 마케팅을 확대함에 따라 광고선전비가 구조적으로 증가할 전망이다.

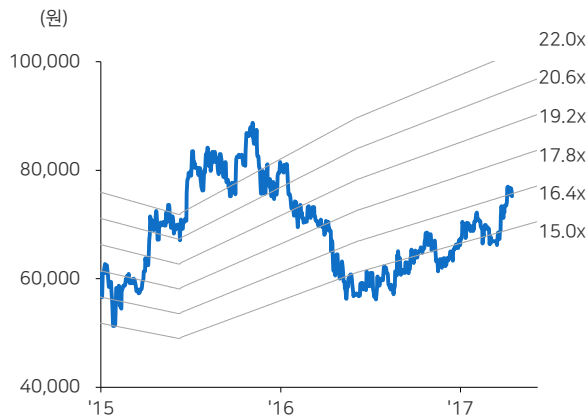
표2 글로벌 광고 Peer Valuation

(십억달러)	시가 총액	PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		매출액		영업이익		EBITDA		ROE (%)	
		2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
이노션	0.5	19.8	16.3	2.3	2.1	6.8	5.3	1.29	1.36	0.13	0.15	0.13	0.15	11.3	12.5
제일기획	3.3	15.7	16.5	3.2	2.7	8.7	7.8	3.82	3.90	0.20	0.21	0.23	0.23	17.7	14.8
WPP (영국)	157.2	16.7	16.0	3.9	3.8	10.1	10.0	58.7	60.2	15.3	15.6	18.1	18.4	23.0	24.0
Omnicom (미국)	70.5	14.6	13.9	2.5	2.2	10.3	9.8	31.0	32.5	8.1	8.5	8.9	9.3	18.7	17.2
Publicis (프랑스)	52.8	14.3	12.7	2.9	2.7	9.1	8.4	30.0	31.6	6.9	7.4	7.5	8.0	21.2	21.1
Interpublic (미국)	10.3	6.5	6.3	1.7	1.5	7.1	6.7	13.2	13.3	2.8	2.9	3.0	3.2	31.4	25.7
Dentsu (일본)	3.5	19.1	19.0	0.6	0.6	10.6	10.0	5.7	5.8	0.2	0.2	0.4	0.4	3.0	2.8
Hakuhodo (일본)	4.8	14.1	13.2	0.8	0.8	6.5	6.3	3.7	3.8	0.4	0.5	0.6	0.6	5.9	5.8
Guangdong AD (중국)	4.7	37.6	29.5	4.2	3.7	38.7	29.1	0.3	0.4	0.1	0.2	0.1	0.2	11.2	12.6
BlueFocus (중국)	3.6	27.9	22.9	2.5	2.2	23.9	19.1	0.6	0.7	0.1	0.2	0.2	0.2	8.4	9.5

주: 제일기획, 이노션은 당사 추정치, 나머지는 Bloomberg Consensus

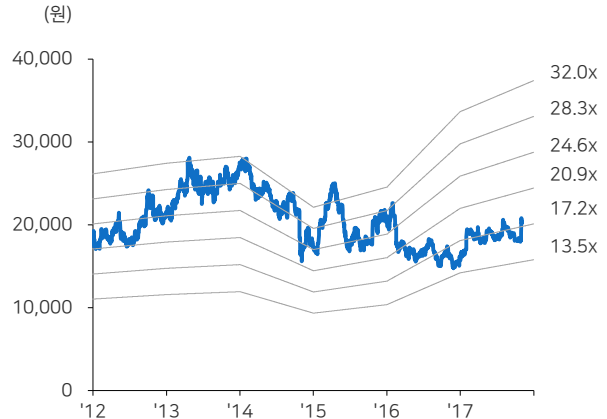
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 이노션 PER 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 제일기획 PER 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

2018년 제이콘텐츠리와 CJ E&M 안정적인 이익 성장 전망

제이콘텐츠리의 2018년 예상 PER은 16.7배까지 내려온 상황이다. 콘텐츠 경쟁력을 기반으로 안정적인 성장을 지속 중인 방송 사업과 시장 점유율을 확대 중인 영화 사업의 동반 성장으로 내년 이익 전망이 밝다. CJ E&M의 최근 주가는 넷마블게임즈의 흥행과 드라마 제작사 '스튜디오드래곤' 상장 기대감이 반영된 결과로 내년부터는 디지털 광고 성장과 방송과 연계한 음악 사업 실적 개선 등 본업에서의 경쟁력도 두드러질 전망이다.

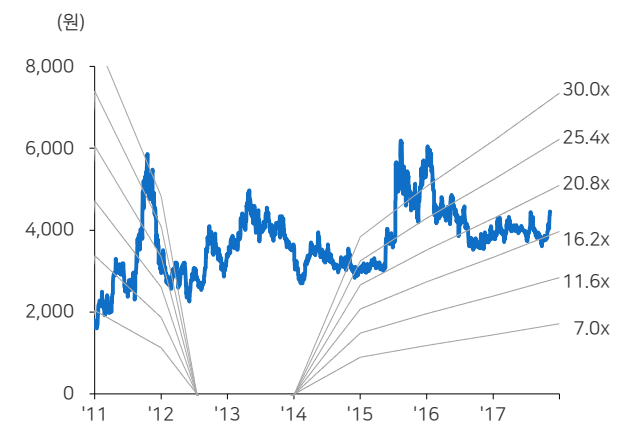
표3 글로벌 미디어 콘텐츠 Peer Valuation

(십억달러)	시가 총액	PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		매출액		영업이익		EBITDA		ROE (%)	
		2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
제이콘텐츠리	0.5	41.9	16.7	24.1	9.8	11.9	11.2	0.44	0.47	0.04	0.04	0.07	0.07	12.6	25.9
CJ E&M	3.1	7.4	22.0	1.7	1.6	6.3	6.4	1.98	2.07	0.09	0.12	0.40	0.26	26.9	7.3
Walt Disney (미국)	157.2	16.7	16.0	3.9	3.8	10.1	10.0	58.7	60.3	15.4	15.6	18.1	18.4	23.0	24.0
Time Warner (미국)	70.5	14.6	13.9	2.5	2.2	10.3	9.8	31.0	32.5	8.1	8.5	8.9	9.3	18.7	17.2
21C Fox (미국)	52.8	14.3	12.7	2.9	2.7	9.1	8.4	30.0	31.6	6.9	7.4	7.5	8.0	21.4	21.2
Viacom (미국)	10.3	6.5	6.3	1.7	1.5	7.1	6.7	13.2	13.3	2.8	2.9	3.0	3.2	31.4	25.7
Fuji Media (일본)	3.5	19.5	19.0	0.6	0.6	10.8	10.0	5.7	5.8	0.2	0.2	0.4	0.4	3.0	2.9
Nippon TV (일본)	4.9	14.3	13.4	0.8	0.8	6.7	6.4	3.7	3.8	0.4	0.5	0.6	0.6	5.9	5.8
Beijing Enlight (중국)	4.7	37.8	29.6	4.2	3.7	38.8	29.2	0.3	0.4	0.1	0.2	0.1	0.2	11.2	12.6
Huayi Bros. (중국)	3.6	28.5	23.4	2.5	2.3	24.4	19.4	0.6	0.7	0.1	0.2	0.2	0.2	8.4	9.5

주: 제이콘텐츠리, CJ E&M은 당사 추정치, 나머지는 Bloomberg Consensus

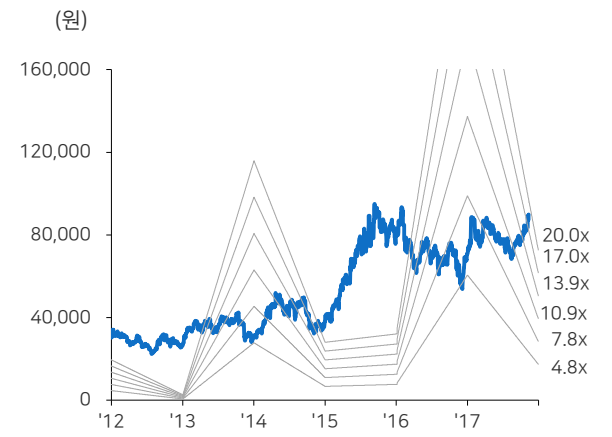
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 제이콘텐츠리 PER 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 CJ E&M PER 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

유료방송 시장에 대한 우려 대비 과도한 주가 하락

스카이라이프와 CJ헬로비전의 2018년 PER은 각각 9.9배, 10.6배에 불과하다. 10월 들어 유료방송 사업자들의 주가가 급락하며 밸류에이션이 역사적 저점에 도달했다. 가입자 이탈이나 ARPU 하락 등 주요 지표의 악화나 시장 펀더멘털의 변화가 감지된 것이 아닌 만큼 현재 수준에서 추가적인 주가 하락은 제한적이다. 향후 계획중인 UHD 방송 본격화, OTT 시장 진출에 따른 가입자 다변화 역시 긍정적 요인으로 해석된다.

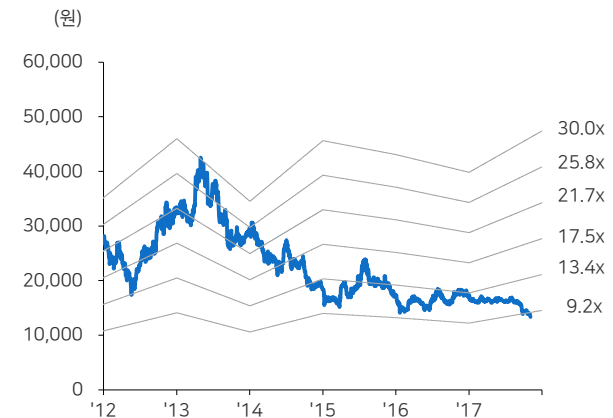
표4 글로벌 유료방송 Peer Valuation

(십억달러)	시가 총액	PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		매출액		영업이익		EBITDA		ROE (%)	
		2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
스카이라이프	0.5	11.0	9.9	1.2	1.1	2.8	2.4	0.71	0.71	0.08	0.10	0.18	0.18	10.2	10.6
CJ헬로비전	3.3	15.2	10.6	2.2	1.8	3.6	3.1	1.24	1.27	0.08	0.10	0.34	0.36	3.5	4.9
Comcast	157.2	16.7	16.0	3.9	3.8	10.1	10.0	58.7	60.2	15.3	15.6	18.1	18.4	23.0	24.0
Liberty Global	70.5	14.6	13.9	2.5	2.2	10.3	9.8	31.0	32.5	8.1	8.5	8.9	9.3	18.7	17.2
Charter	52.8	14.3	12.7	2.9	2.7	9.1	8.4	30.0	31.6	6.9	7.4	7.5	8.0	21.2	21.1
Dish Network	10.3	6.5	6.3	1.7	1.5	7.1	6.7	13.2	13.3	2.8	2.9	3.0	3.2	31.4	25.7
Shaw Communications	3.5	19.1	19.0	0.6	0.6	10.6	10.0	5.7	5.8	0.2	0.2	0.4	0.4	3.0	2.8
British Sky	4.8	14.1	13.2	0.8	0.8	6.5	6.3	3.7	3.8	0.4	0.5	0.6	0.6	5.9	5.8
Sky Perfect	4.7	37.6	29.5	4.2	3.7	38.7	29.1	0.3	0.4	0.1	0.2	0.1	0.2	11.2	12.6
Beijing Gehua	3.6	27.9	22.9	2.5	2.2	23.9	19.1	0.6	0.7	0.1	0.2	0.2	0.2	8.4	9.5

주: 스카이라이프, CJ헬로비전은 당사 추정치, 나머지는 Bloomberg Consensus

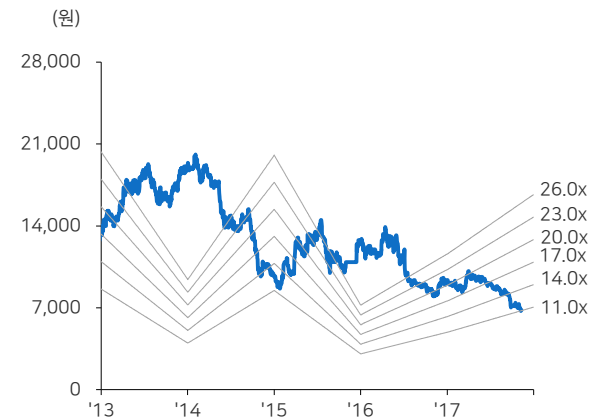
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 스카이라이프 PER 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 CJ헬로비전 PER 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

2. 미디어/광고 산업 트렌드

1) 2017년 미디어/광고 업종 Review

국내 광고시장 Review

: 대외 이슈 회복 국면

KOSPI가 사상 최고치를 경신하며 연초 대비 +24.9% 상승하는 동안 미디어/광고주들의 2017년 주가 수익률은 대체로 시장 성장을 상회했다. 국내 광고시장은 정치 이슈와 지상파 방송국 파업으로 광고주들의 광고 집행이 둔화됐고, 싸드(THAAD) 이슈로 인한 한중 양국간 관계 회복이 예상보다 길어지면서 중국 내 매체 물량 감소가 두드러지게 나타났다. 하지만, 작년 하반기 기저효과와 최근 중국과의 관계 회복 기대감에 분위기가 반전되면서 제일기획과 이노션의 주가 수익률은 연초 대비 각각 +25.4%, +34.3% 상승했다.

국내 방송시장 Review

: 종편 채널 성장 지속 &
중국 외 콘텐츠 판매 다변화

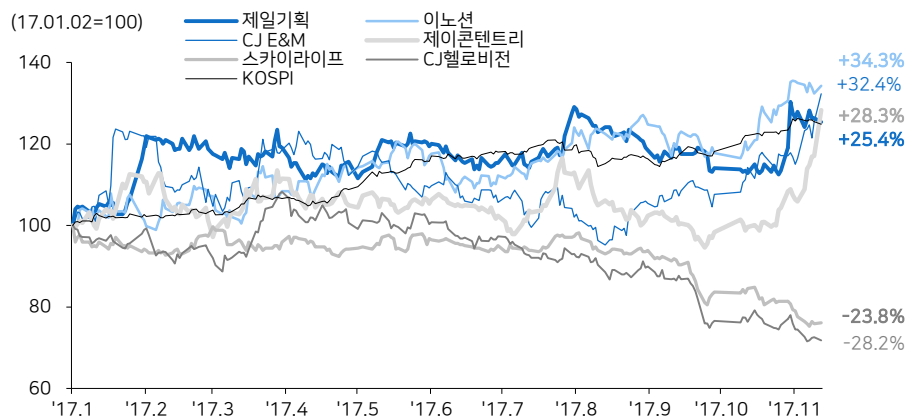
국내 방송시장은 예능과 드라마에서 성공작들을 잇따라 쏟아낸 종편 채널의 시청률과 광고비 상승이 두드러졌다. 싸드(THAAD) 이슈로 인해 중국향 판권 매출은 부진했지만, 중국 외 국가로 콘텐츠 판매를 다변화하면서 활로를 모색했다. CJ E&M과 제이콘텐트리의 연초 대비 주가 수익률은 각각 +32.4%, +28.3%로 대외 이슈 해소와 방송/영화 등 콘텐츠 중심의 실적 개선 기대감이 주가에 반영되고 있다.

국내 유료방송 시장 Review

: 주요 지표 회복에도 우려 지속

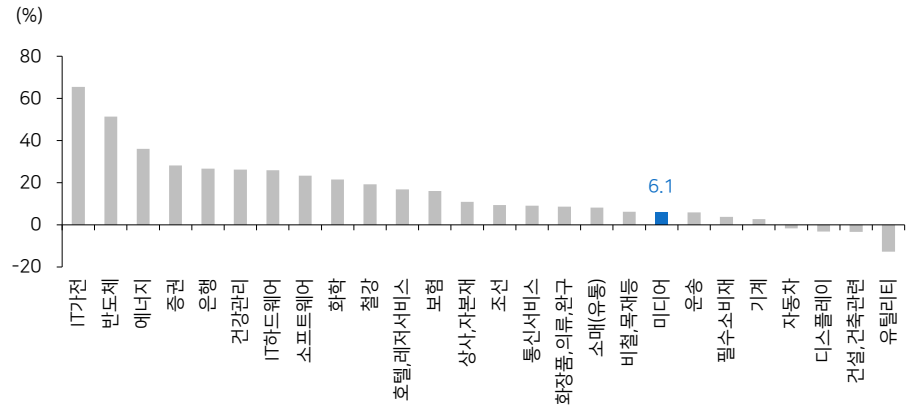
국내 유료방송 시장은 기존 케이블/위성 플랫폼과 IPTV 간의 출혈 경쟁이 완화되면서 가입자 안정화가 나타나고 있다. 유료방송 ARPU도 하락세를 멈추고 반등하며 전반적인 지표 회복이 지속되고 있으나, 주가 측면에서는 최악의 한 해를 맞이하고 있다. 스카이라이프와 CJ헬로비전의 주가 수익률은 연초 대비 각각 -23.8%, -28.2%를 기록 중이다. 시장 펀더멘털의 변화가 없는 상황에서 신사업 진출에 대한 과도한 우려 등이 주가 하락으로 이어졌다는 판단이다.

그림16 2017년 미디어/광고주 상대주가 추이



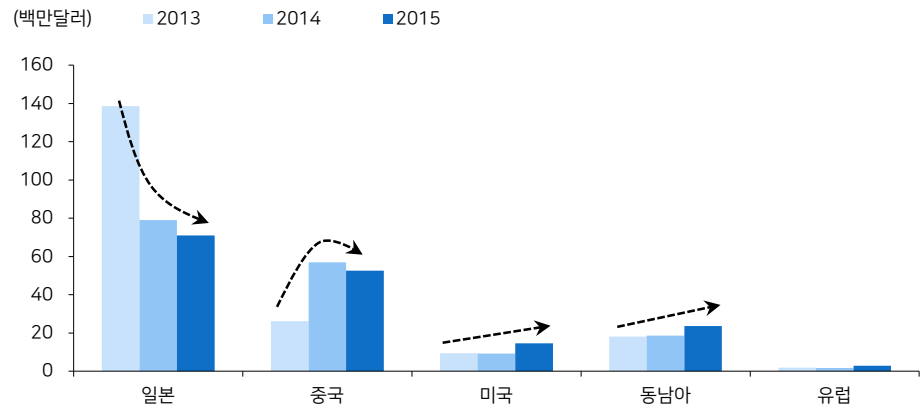
자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

그림17 섹터별 연초 대비 주가 수익률 현황



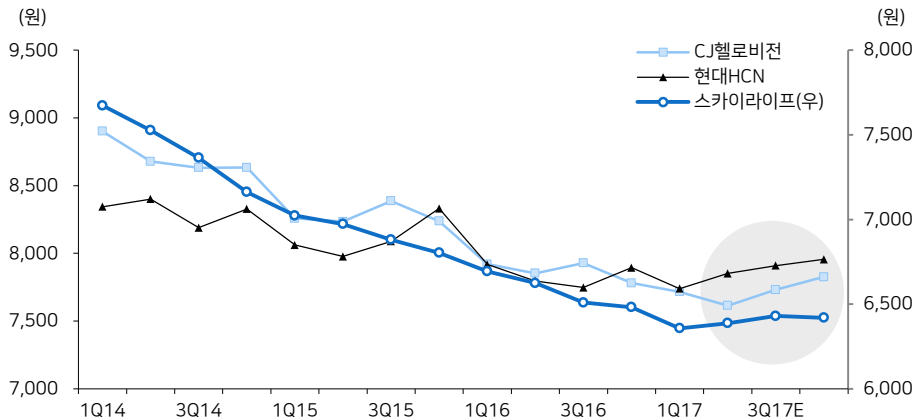
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 방송 국가별 수출액: 중국 리스크에서 벗어나 중국 외 수출 비중 확대



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 유료방송 3사 ARPU: 시장 편더맨털은 오히려 개선



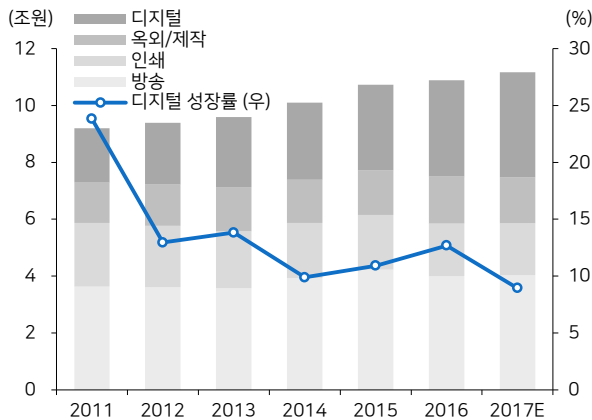
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

2) 디지털 광고 성장 지속

콘텐츠 소비 습관 변화에 따른
디지털 광고 성장 지속

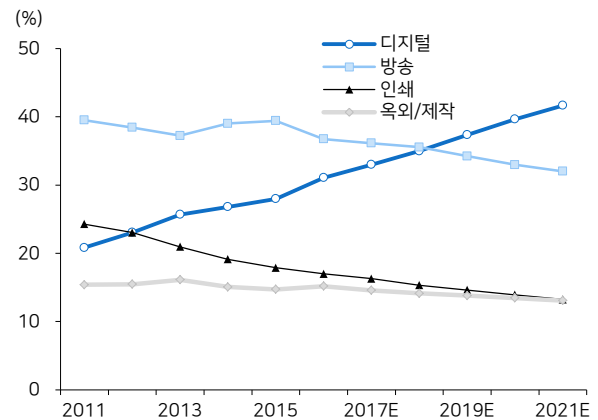
디지털 광고 시장은 소비자들의 콘텐츠 소비 습관 변화에 따라 국내 광고 시장 내에서 꾸준히 두 자릿수 성장세를 지속해 왔다. 이러한 성장세는 올해도 이어져 2017년 디지털 광고비는 국내 총광고비의 약 33% 비중인 3.7조원을 기록할 전망이다. 디지털 광고 집행에 따른 마케팅 성과가 구체화되면서 광고주들의 인식 또한 빠르게 변하고 있다. 최근 조사에 따르면 전체 광고비 중 50% 이상을 온라인 광고비에 사용한 기업은 2015년 27%, 2016년 37%에 달했고, 2017년에는 45%까지 증가할 전망이다.

그림20 국내 광고시장 매체별 광고비



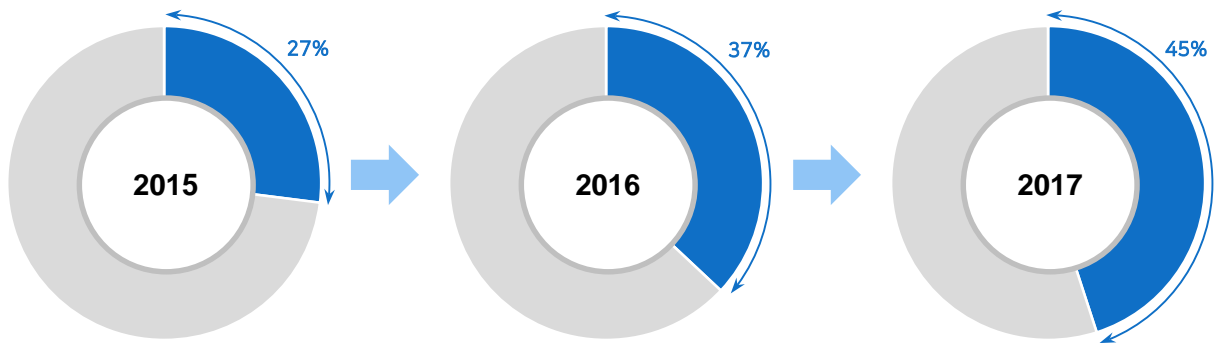
자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 국내 광고시장 매체별 비중 추이 및 전망



자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 전체 광고비 중 50% 이상을 온라인 광고에 집행한 기업 비중

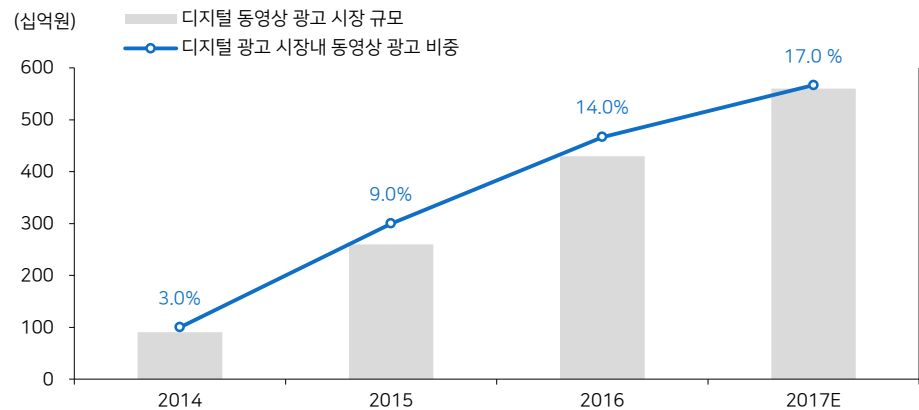


자료: Criteo, 메리츠증권증권 리서치센터

동영상 소비 확산에 따른
모바일 광고 성장세 지속

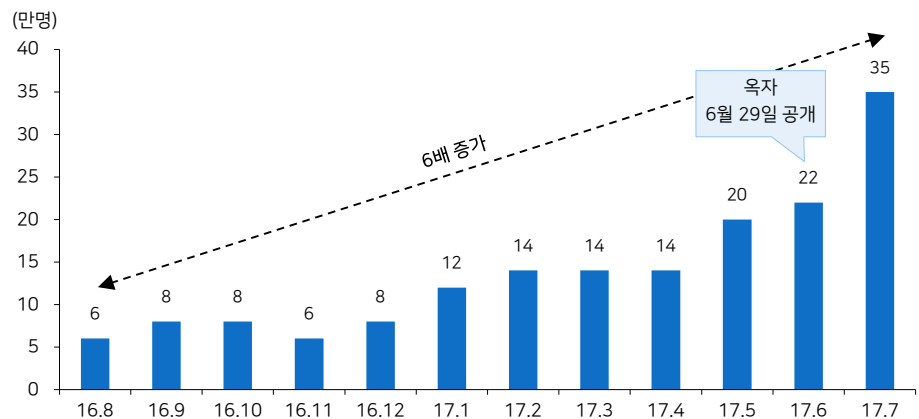
디지털 광고 매출 내에서도 PC 광고 매출은 소폭 하락세를 나타내고 있으나 모바일 광고 매출은 동영상 광고의 높은 성장세를 바탕으로 빠르게 증가하고 있다. 실제로 구글, 페이스북 등 글로벌 인터넷 사업자들의 동영상 광고 비중이 늘고 있고, 기존 방송사들도 모바일에 최적화된 콘텐츠 제작에 적극적으로 나서고 있다. 국내외 주요 OTT(Over The Top) 서비스들 역시 공격적인 가입자 확대를 기반으로 모바일 동영상 소비를 부추기고 있다. 2014년 910억원 수준에 불과했던 동영상 광고 시장은 2017년 5,600억원으로 6배 성장하며, 2018년에도 두 자릿수 성장세를 이어갈 전망이다.

그림23 디지털 동영상 광고시장 성장세 및 시장 내 비중



자료: 나스미디어, 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 국내 넷플릭스 가입자 추이



자료: 와이즈앱, 메리츠증권증권 리서치센터

웹드라마 전용 채널 개설 후
제작편수 급증

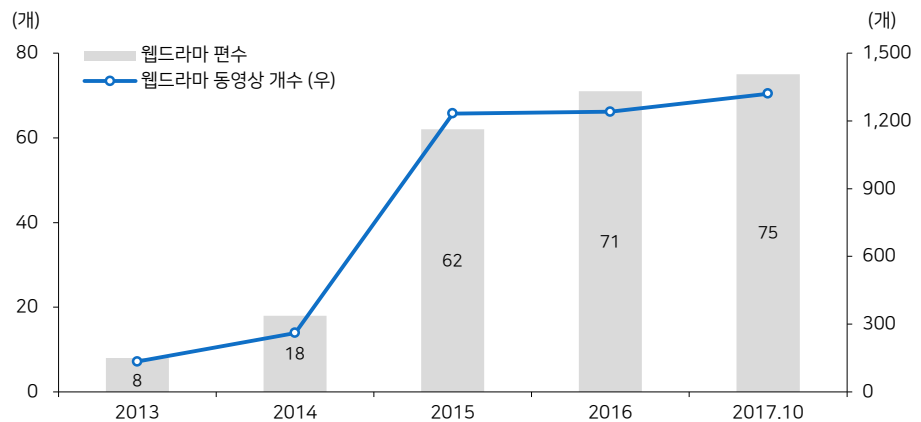
중국에서도 큰 성공을 거둔
토종 웹드라마들의 등장

3) 웹드라마, 등장 후 4년간의 기록

2012년 7월 국내 최초의 웹드라마 <러브 인 메모리>가 공개된 이후 전파가 아닌 인터넷으로 유통되는 웹콘텐츠의 보급이 빠르게 늘어났다. 이러한 인기로 힘입어 네이버tv캐스트는 웹드라마 전용 채널을 만들었고, 2013년 8편에 불과했던 웹드라마는 2014년 18편, 2015년 62편으로 급격히 증가했다.

2016년 10월 네이버tv캐스트를 통해 방영된 웹드라마 <마음의 소리>는 온라인에서의 성공을 바탕으로 공중파에 입성했고, 본방송부터 재방송까지 광고 완판을 기록했다. 또한, 중국 '텐센트'에 진출해 조회수 1억 5,000만 뷰를 넘어섰고, 넷플릭스와 공급계약 체결 후 전 세계 서비스를 시작했다. 롯데면세점이 자체 제작한 웹드라마 <첫키스만 일곱번째>는 반한 감정이 고조된 시기에도 웨이보에서 1억 2,000만 뷰를 돌파하며 큰 인기를 끌었다.

그림25 네이버tv캐스트 등록된 웹드라마 수



자료: 네이버tv캐스트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 웹드라마 <마음의 소리>와 <첫 키스만 일곱 번째>



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

브랜드 및 제품 홍보 수단으로써 웹드라마의 가치 상승

웹드라마의 수익 구조는 온라인 동영상 플랫폼 광고 수익, 간접광고(PPL), 해외 수출로 구분되며 가장 중요하게 생각되는 수익원은 PPL이다. 기업들이 광고 자체를 콘텐츠화하기 시작하면서 자사의 제품과 브랜드 홍보에 웹드라마를 적극 활용하는 사례가 늘고 있다. 중국에서 흥행에 성공한 <첫키스만 일곱번째>는 롯데면세점이 기업 홍보용으로 만든 작품이었다. 삼성도 자사 브랜드 홍보에 <무한동력>, <긍정이 체질> 등 웹드라마를 이용하며 간접 광고효과를 톡톡히 봤다. 현대자동차는 웹드라마 <특근>에서 신형 그랜저를 최초 공개했다. 웹드라마는 광고 심의/제작 규정이 없어 원하는 제품을 원하는 방식으로 홍보할 수 있다는 점에서 브랜드 및 제품 홍보 수단으로써 가치가 높다. 향후에도 공공기관 및 기업체 주도로 웹드라마 제작은 더욱 활기를 띠 전망이다.

그림27 웹드라마 <첫키스만 일곱번째> 주요 배경으로 나오는 롯데면세점



자료: 언론, 메리츠종합증권 리서치센터

그림28 <특근>에서 최초로 공개된 현대자동차 신형 그랜저



자료: 언론, 메리츠종합증권 리서치센터

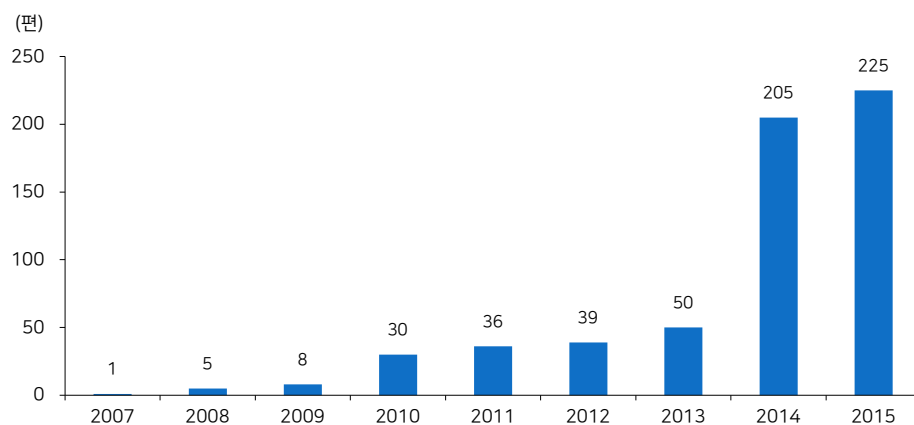
중국 인터넷을 매개로 웹드라마 성장세 가파르게 지속

중국은 한국보다 웹드라마에 대한 반응이 더욱 뜨겁다. 중국 웹드라마의 콘텐츠 경쟁력이 높아지면서 웹드라마가 중국 영상 문화의 주류로 떠오르고 있고, 방송국 드라마가 웹드라마의 스타일을 모방할 정도로 산업적 파장이 크다. 중국 또한 동영상 플랫폼들의 자체 제작 드라마가 큰 인기를 끌고 있다. 드라마를 자체 제작할 경우 배급 비용 절감, 방영 시기 조율, 적극적 홍보 등의 장점이 있고, 관련 광고 및 관련 판매를 통한 수익 확보가 가능하기 때문이다. 2010년 30편에 불과하던 중국 웹드라마 작품 수는 2015년 225개로 7.5배 급증했다.

웹드라마를 통한 새로운 시장 개척 가능성

작년 큰 성공을 거둔 <마음의 소리>처럼 웹드라마 제작은 기존 드라마 제작 비용의 1/10 수준에 불과하고, 방송사 드라마보다 광고 및 대사에 대한 규제가 덜해 누구나 쉽게 진입할 수 있다. 향후에는 기존 방송국 드라마의 중국 판권 계약뿐만 아니라 국내 웹드라마의 중국 판권 계약으로 영역이 확산되어 중소 제작사들의 새로운 수익원으로 자리매김할 전망이다.

그림29 중국 웹드라마 작품 수: 2014년부터 성장 본격화



자료: 중국산업정보망, 메리츠증권 리서치센터

3. 2018년 미디어/광고 시장 전망

2018년 국내 광고 시장
+4.5% YoY 성장 전망

1) 광고: 우호적인 대내외 시장 상황

당사의 2018년 GDP 성장률 전망치는 +2.7% 수준이나, 내년 2월 평창 동계올림픽과 6월 러시아 월드컵 등 글로벌 스포츠 이벤트 개최 효과로 2018년 국내 광고 시장은 전년 대비 +4.5% 성장한 11조 6,669억원을 전망한다. 매체별 광고비의 경우, 성장이 정체된 지상파TV 및 라디오 등 전통 매체 광고비는 글로벌 스포츠 이벤트 효과로 전년 대비 +2.8% 성장이 예상된다. 광고 효과를 극대화하기 위해서는 디지털 매체와 기존 전통 매체 광고를 병행해야 하기 때문에 향후에도 전통 광고 매체는 현재 수준을 크게 벗어나지 않을 전망이다. 디지털 광고는 PC 광고의 역성장에도 불구하고 모바일 광고가 2017년에 이어 2018년에도 약 20%대 고성장을 지속하며 4조 808억원(+10.7% YoY)을 기록할 전망이다.

표5 국내 매체별 광고비 추이 및 전망

구분	매체	광고비(십억원)					성장률(%)	
		2014	2015	2016	2017E	2018E	2017E	2018E
방송	지상파TV	1,974.4	1,970.2	1,657.6	1,690.6	1,767.2	2.0	4.5
	라디오	274.3	296.7	289.0	297.7	301.1	3.0	1.1
	케이블/중편	1,522.3	1,776.8	1,865.5	1,858.1	1,889.1	-0.4	1.7
	IPTV	63.5	80.1	76.8	78.0	78.4	1.6	0.5
	위성, DMB 등	105.4	104.3	111.0	110.1	110.7	-0.8	0.6
	방송 계	3,939.8	4,228.1	3,999.9	4,034.5	4,146.5	0.9	2.8
인쇄	신문	1,494.3	1,501.1	1,471.2	1,452.0	1,437.4	-1.3	-1.0
	잡지	437.8	416.7	378.0	366.5	352.2	-3.0	-3.9
	인쇄 계	1,932.0	1,917.8	1,849.2	1,818.2	1,789.5	-1.7	-1.6
디지털	PC	1,867.4	1,721.6	1,637.2	1,535.8	1,481.7	-6.2	-3.5
	모바일	839.1	1,280.2	1,745.3	2,149.3	2,599.2	23.1	20.9
	디지털 계	2,706.5	3,001.8	3,382.5	3,685.1	4,080.8	8.9	10.7
OOH	옥외	371.3	359.2	351.2	340.6	333.5	-3.0	-2.1
	극장	176.4	212.0	225.1	231.8	240.3	3.0	3.7
	교통	388.5	433.9	432.8	454.4	463.0	5.0	1.9
	OOH계	936.2	1,005.1	1,009.1	1,026.8	1,036.8	1.8	1.0
제작		585.0	574.2	642.5	600.5	613.2	-6.5	2.1
총 계		10,099.5	10,727.0	10,883.2	11,165.1	11,666.9	2.6	4.5

자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

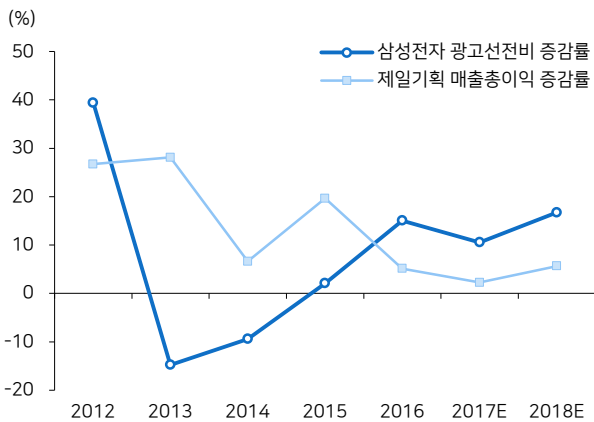
국내 광고대행사들은 주 광고주의 마케팅 확대 수혜 예상

국내 광고대행사들은 주 광고주의 마케팅 확대에 따른 수혜가 예상된다. 제일기획은 삼성전자가 향후 18~24개월 동안 마케팅 확대 계획을 세움에 따라 유럽과 인도 지역 계열 물량 확대가 예상된다. 이노션은 현대기아차의 신차 출시 효과와 중국 시장 내 판매 지표 회복으로 마케팅 비용이 확대될 것으로 기대된다.

M&A 등 비유기적 성장도 지속

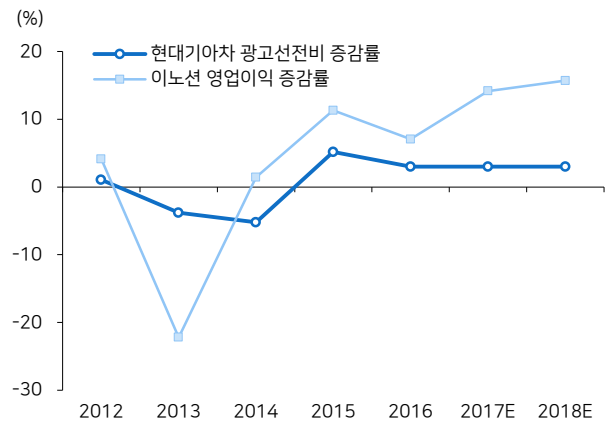
2018년 M&A를 통한 비유기적 성장도 지속된다. 제일기획은 기존 사업부 성장 외에도 가치 있는 글로벌/중소형 대행사 인수를 통해 2020년까지 매출총이익 2조 원을 달성한다는 계획이다. 이노션도 이르면 연내에 미국 기아차 광고제작 대행사 인수를 통해 연간 매출총이익에 200억~400억원 규모의 추가 상승 효과를 기대하고 있다.

그림30 삼성전자 광고선전비와 제일기획 영업이익 증감률



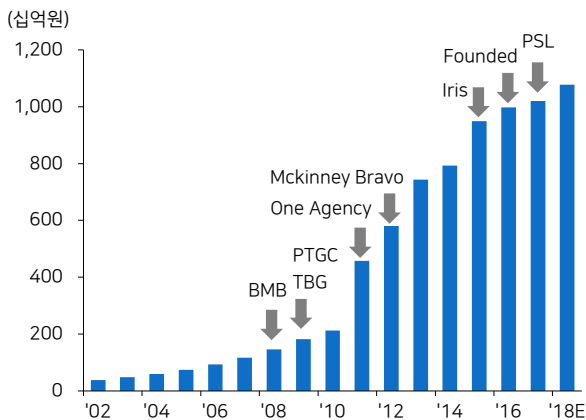
자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

그림31 현대차 광고선전비와 이노션 영업이익 증감률



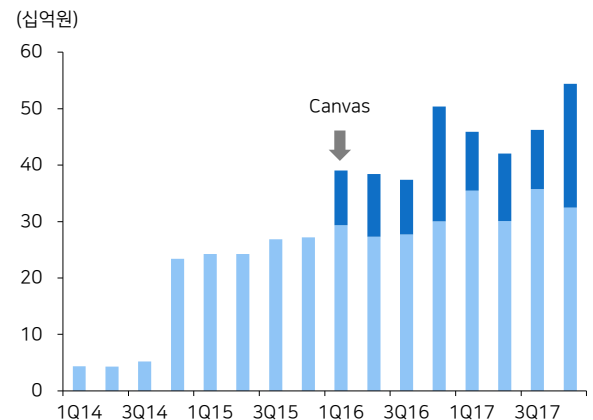
자료: 이노션, 메리츠증권증권 리서치센터

그림32 M&A를 통한 성장: 제일기획 연간 매출총이익



자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

그림33 M&A를 통한 성장: 이노션 미주 지역 매출총이익



자료: 이노션, 메리츠증권증권 리서치센터

2) 콘텐츠: 완전 경쟁 시대

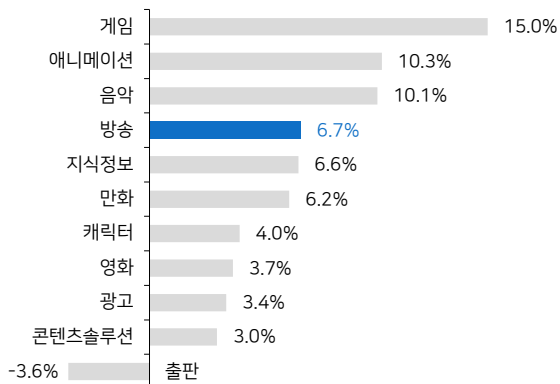
국내 콘텐츠, 중국 외 해외 시장
적극 개척

최근 콘텐츠 동향 자료에 따르면, 2Q17 방송 매출은 전년 대비 +6.7% 증가한 반면 방송 수출은 동 기간 +108.8% 증가하면서 콘텐츠 산업 내 수출 1위를 기록했다. 그 동안 토종 콘텐츠의 중국 편중 현상 심화로, 중국과의 관계가 악화된 올해 상반기 국내 대다수 콘텐츠 업체들은 실적 부진과 주가 하락을 경험했다. 하지만, 방송 업계는 중국의 한한령으로 인한 콘텐츠 수출 둔화를 중국 외 기타 시장을 적극 개척함으로써 타개해 나가고 있다.

성공적인 국내 콘텐츠의 해외
판권 수출 사례

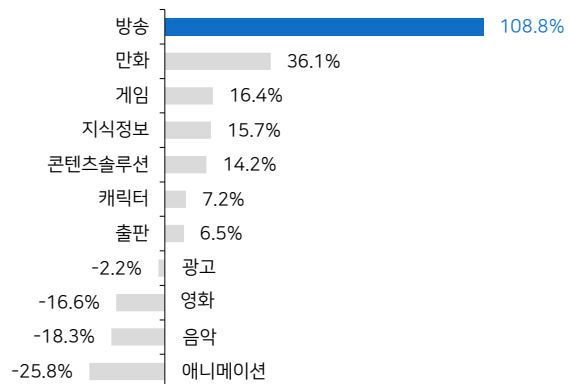
지난 6월 OCN에서 역대 드라마 최고 시청률을 기록한 <터널>이 일본 CS위성 극장 채널에 정식 방송되기로 결정됐고, <꽃보다 할배>의 미국 NBC 리메이크판 제작도 확정됐다. 최근에는 KBS 드라마 <굿 닥터>를 미국 지상파 ABC가 리메이크 판으로 제작해 최고 시청자수를 기록하면서 흥행 돌풍을 일으키고 있다.

그림34 2Q17 콘텐츠산업 매출 증감률



자료: 한국콘텐츠진흥원, 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 2Q17 콘텐츠산업 수출 증감률



자료: 한국콘텐츠진흥원, 메리츠증권증권 리서치센터

그림36 OCN 드라마 <터널>



자료: OCN, 메리츠증권증권 리서치센터

그림37 미국판 <굿 닥터(Good Doctor)>



자료: ABC, 메리츠증권증권 리서치센터

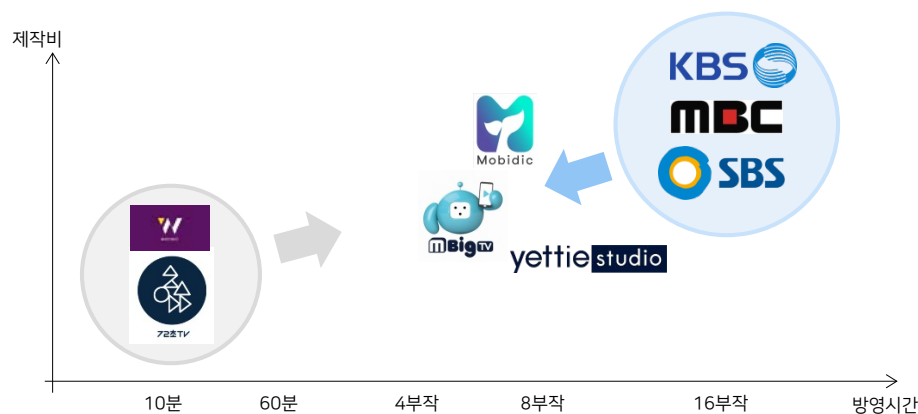
콘텐츠 제작 완전 경쟁 시대

과거 프로그램 제작과 유통이 명확히 구분되었던 시기와 비교해 지금은 경계가 모호해진 완전 경쟁 시대에 진입했다고 볼 수 있다. 과거 지상파 방송국들의 전유물이었던 드라마를 이제는 누구나 손 쉽게 제작할 수 있는 환경이 주어졌고, 입소문만으로 큰 흥행도 넘볼 수 있는 시대가 되었다. 이러한 흐름에 맞춰 콘텐츠도 소비자들의 시청 패턴에 맞춰 스스로 진화하고 있다.

콘텐츠 제작은 소비자들의 시청 패턴에 맞게 스스로 진화

과거 단막극, 미니시리즈, 중편/장편 드라마로 구분됐던 국내 드라마 시장도 최근에는 형식이 자유로워지면서 방영 시간 및 회차가 세분화되고 있다. 불과 2~3년 전만 하더라도 TV 드라마 제작사들은 고유의 영역에서 콘텐츠 경쟁력을 높이기 위해 애써왔다. 하지만 최근 tvN이 기존 16부작이 아닌 4부작이나 8부작 드라마 편성을 늘리고 있고, 지상파 역시 모비딕(SBS), 엠빅(MBC), 예뵤 스튜디오(KBS) 등 모바일 콘텐츠 전용 제작 채널을 구축해 웹콘텐츠 제작에 역량을 집중하고 있다. 반대로, 10~15분 내외 짤막한 웹드라마를 제작하던 중소 제작사 '72초 TV'는 SNS를 통해 얻은 인기를 바탕으로 장편 웹드라마 '페이크(FAKE)' 제작에 직접 나서기도 하였다.

그림38 경계가 사라지고 있는 콘텐츠 제작 시장



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

플랫폼과 제작 역량 동시 보유한 CJ E&M과 제이콘텐트리에 기회

국내 통신사들도 콘텐츠 제작에 열을 올리고 있다. KT는 CJ E&M 다이나TV와 공동제작한 웹드라마 <29그램>을 올레tv 모바일에 공개했다. 11월부터는 오리지널 콘텐츠 <폐쇄병동>을 공개할 예정이다. SK브로드밴드 역시 자사 OTT 플랫폼 '옥수수(oksusu)' 경쟁력 강화를 위해 JTBC와 전략적으로 협업해 신규 웹예능 <사서고생>을 공개했으며, 중소형 제작사들과 공동제작한 웹콘텐츠 라인업 공개를 예고하고 있다. 결론적으로 특정 플랫폼에 종속되지 않는 경쟁력 있는 콘텐츠 제작이 늘어남에 따라 콘텐츠 자체를 활용한 마케팅 및 타겟팅이 더욱 활성화되고 있고, 이는 국내에서 독보적인 플랫폼과 제작 역량을 보유한 CJ E&M과 제이콘텐트리의 중장기 성장에 긍정적으로 작용할 전망이다.

그림39 KT와 다이아TV가 공동제작한 <29그램>, SK브로드밴드와 JTBC의 <사서고생>



자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

표6 SK브로드밴드 '옥수수(oksusu)' 오리지널 콘텐츠 제작 편수 확대

장르	프로그램명	공개일	출연진
드라마	72초 데스크	2016.02.02	N/A
	통 메모리즈	2016.07.22	이학주, 허지원
	1%의 어떤 것	2016.09.30	하석진, 전소민
	더 페이스테일 시즌1	2016.10.14	이주연, 최태환
	애타는 로맨스	2017.04.14	김영윤, 김하나
	수요일 오후 3시 30분	2017.05.31	이홍빈, 진기주
	뇌맘대로 로맨스 LR	2017.07.29	공명, 김재영
	복수노트	2017.10.27	차은우, 김향기
	멜로홀릭	2017.11.01	정윤호, 경수진
예능	회사를 관두는 최고의 순간	2017.12(예정)	정연주, 고원희
	마녀를 부탁해	2016.02.16	송은이, 김숙 등
	국가화장품수사대	2016.03.23	김활란, 손대식
	아이돌 인턴왕	2016.09.28	허영지, 소현 등
	옥수리오형제	2016.09.28	이진호, 양세형
	Remember, I'm your S.E.S	2016.12.05	S.E.S
	김수용의 구경	2017.02.23	김수용
	지속이의 혼밥 연구소	2017.04.26	레인보우 지속
	NCT LIFE in Osaka	2017.06.08	NCT
	LEVEL UP Project	2017.07.27	레드벨벳
	사서고생	2017.09.14	박준형, 소유 등
	정준영 with Drug Restaurant in Europe	2017.10.24	정준영
	박나래의 복불쇼	2017.10.23	박나래

자료: oksusu, 메리츠증권증권 리서치센터

3) 유료방송: 진화를 위한 성장통

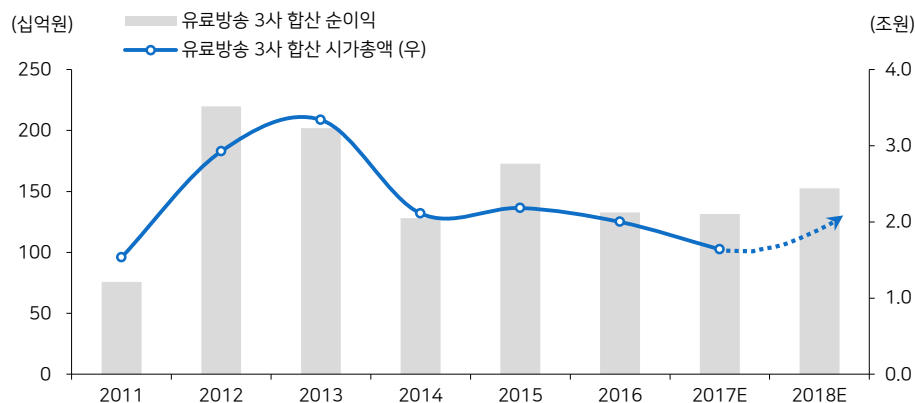
유료방송 외형 +2.3% 성장
이익 성장은 다소 둔화

유료방송 사업자들의 시가총액은 순이익과 동행하는 모습을 보인다. 2017년 유료방송 사업자들의 실적은 작년 프로그램 사용료 등 대규모 일회성 비용 발생으로 인한 반등을 예상했으나, 마케팅 비용 확대로 큰 폭의 기저효과는 보지 못했다. 2018년에는 유료방송 사업자들의 순이익이 전년 대비 약 +16.3% 성장할 전망이다. 가입자 시장 안정화로 사업자들이 외형 확대보다는 수익성 위주로 사업 전략을 꾸리고 있고, VOD와 티커머스 매출이 안정적으로 유지되고 있기 때문이다.

주요 지표는 안정적인 수준 유지

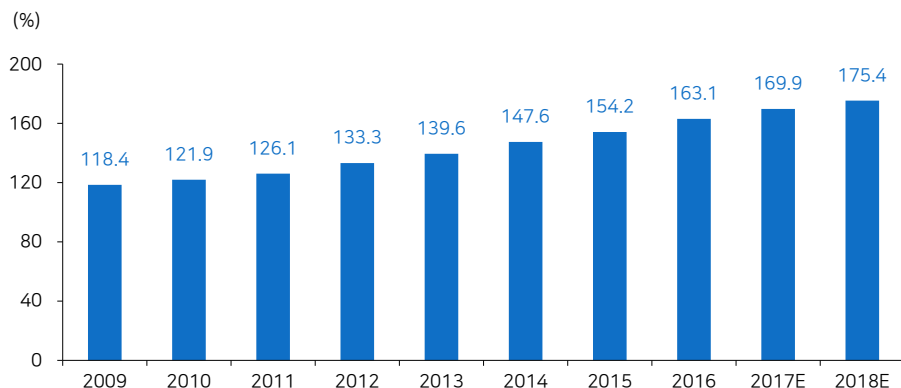
주요 지표를 살펴보면, 유료방송 ARPU는 수익성 위주의 사업 전략 변화로 전년 대비 +1.9% 성장이 예상된다. 유료방송 가입자는 IPTV 가입자 성장세가 둔화되는 상황에서 위성/케이블 사업자들의 해지율 감소로 가입자 이탈이 제한될 전망이다. 가구수 기준 유료방송 보급률은 2017년 170% → 2018년 175%로 소폭 상승이 예상된다.

그림40 유료방송 3사 합산 순이익 및 시가총액



자료: 각 사, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림41 가구수 기준 유료방송 보급률 추이 및 전망



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권증권 리서치센터

낮은 규제로 OTT 서비스의 빠른 시장 안착 전망

새로운 성장 동력을 찾기 위한 신사업 추진은 유료방송 사업자들에게 위기(마케팅 비용 증가)이자 기회(신규 가입자 확보) 요인이다. 최근 케이블/위성 사업자들은 상대적으로 가입 비중이 낮은 20~30대를 겨냥한 신규 OTT 서비스를 출시하고 있다. OTT 사업이 방송법으로 분류되지 않아 합산규제 영향에서 자유로운 만큼 가입자 다변화에 용이하다는 판단이다. 2008년 IPTV가 방송법이 아닌 IPTV 특별법을 통해 서비스를 시작해 고성장을 이어온 것처럼 OTT 서비스도 낮은 규제 속에서 빠르게 시장에 안착할 것으로 예상된다.

신규 OTT 사업에 뛰어드는 유료방송 사업자들

스카이라이프와 CJ헬로비전은 각각 지난 9월과 10월 신규 OTT 서비스 '텔레비(TELEBEE)'와 '뷰잉(Viewing)'을 출시했다. 스카이라이프 'TELEBEE'는 기존 옥션 외에도 G마켓, 11번가, 쿠팡 등으로 판매처를 빠르게 확대 중이며, CJ헬로비전 'Viewing'은 폭(Pooq)과 티빙(Tving) 1년 무료 이용권을 제공하면서 판매 시작 6분만에 예약 물량이 모두 소진되기도 하였다.

표7 2015년 방송 연령별 이용률 총괄표

구분	전체	연령대					
		10대	20대	30대	40대	50대	60세 이상
응답자(명)	7,553	721	1,151	1,294	1,431	1,372	1,583
지상파방송	93.8%	89.0%	91.2%	92.9%	93.4%	95.8%	97.3%
케이블방송	56.8%	52.0%	47.8%	47.9%	54.6%	63.6%	69.0%
위성방송	9.2%	7.1%	6.3%	6.9%	6.8%	10.9%	14.7%
IPTV	33.7%	34.2%	42.0%	37.7%	47.0%	38.2%	29.7%
DMB	16.4%	21.8%	22.8%	18.5%	19.6%	15.8%	5.1%

자료: 방송통신위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

표8 유료방송 언더독의 반란 - 신규 OTT 서비스 론칭

구분	딜라이브 플러스	텔레비(Telebee)	뷰잉(Viewing)
사진			
출시일	2016년 6월	2017년 9월	2017년 10월
가격	95,000원	80,000원	99,000원
사이즈(mm)	95x95x18	101x101x19.5	140x127x29
제휴 콘텐츠	Netflix	왓차, 해피독플러스	Netflix, Tving, Pooq

자료: 각 사, 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

내년 6월 유료방송 합산규제
일몰 가능성 낮음

2018년 국내 유료방송 시장에서 가장 중요한 이슈는 6월 예고된 유료방송 합산 규제 일몰 여부다. 유료방송 합산규제는 특정 유료방송 사업자가 특수 관계자 포함 전체 유료방송 가입자 수의 1/3를 넘지 못한다는 규제로, 위성 TV 스카이라이프를 보유한 KT로 인해서 생겨났다. 현재는 합산규제 일몰을 찬성하는 KT와 시장 독과점을 우려하는 경쟁 사업자들의 반대가 팽팽하게 대립 중이다. 지금까지 새정부의 스탠스는 독과점을 규제하고 경쟁은 독려하는 기조를 보여왔다. 따라서 내년 유료방송 합산규제는 일몰보다는 연장 가능성이 높으며, 공정성과 다양성 저해 이슈가 받아들여질 경우 점유율 상향 조정 수준에서 절충될 것으로 판단한다.

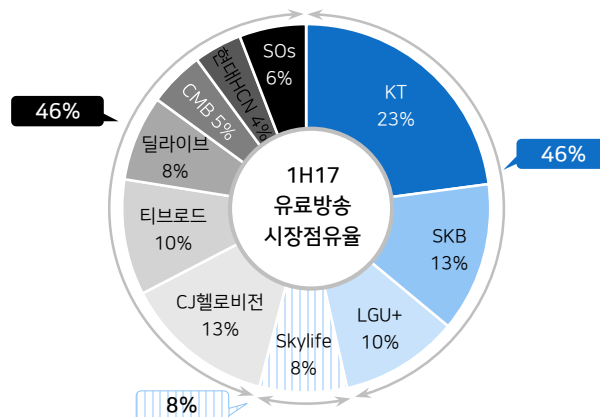
2018년 유료방송 시장 재편
필요성에 대한 공론화 예상

국내 유료방송 시장은 전세계적으로 가장 낮은 수신료를 받고 있음에도 권역별로 최소 4~5개 사업자가 가입자 유치 경쟁을 벌이는 과포화 시장이다. 특히, 가입자 이탈과 수익성 감소의 이중고를 겪고 있는 대다수 케이블 사업자들로 인해 유료방송 시장 구조조정 필요성은 모두가 공감하고 있는 사실이다. 따라서 현재 산적해 있는 공영방송 정상화, 종편 의무전송 채널 심사 등 주요 이슈들이 마무리되는 시점에 다시 한번 유료방송 시장 재편에 대한 필요성이 공론화될 전망이다.

위성/케이블 사업자들에 대한
투자자들의 관심 회복 전망

위성 사업자인 스카이라이프는 최근 출시한 OTT 서비스 TELEBEE 외에도 SLT(Skylife LTE TV), 인터넷 재판매 사업 등을 세 가지 신사업을 동시에 추진 중이다. 사업 초기 비용 발생으로 단기 실적에는 다소 부정적이나 사업들이 정상화 단계에 들어설 것으로 예상되는 2018년 하반기부터는 본격적인 성장세로 돌아설 전망이다. CJ헬로비전과 현대HCN 등 케이블 사업자들도 새로운 먹거리 도전을 통한 성장 동력을 모색 중이며, 이와 별개로 내년부터 공론화 가능성이 높은 유료방송 시장 재편 수혜주로서 투자자들의 관심이 재차 높아질 전망이다.

그림42 유료방송 시장 점유율 현황



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권 리서치센터



기업분석

종목	투자판단	적정주가
제이콘텐츠리(036420)	Buy(신규)	6,300원
이노션(214320)	Buy(신규)	94,000원
제일기획(030000)	Buy(신규)	24,000원
CJ E&M(130960)	Trading Buy(신규)	106,000원
스카이라이프(053210)	Buy	17,000원
CJ헬로비전(037560)	Trading Buy	7,800원

Industry Indepth
2017. 11. 14

▲ 통신/미디어

Analyst 정지수

02. 6098-6681

jisoo.jeong@meritz.co.kr

제이콘텐트리 034120

주력 사업들의 동반 성장

- ✓ 2018년 영업이익 393억원(+20.6% YoY)으로 높은 이익 성장 전망
- ✓ 방송 프로그램 시청률 증가에 힘입어 JTBC 드라마 편성 확대 운영 계획
- ✓ 콘텐츠 제작 경쟁력 회복으로 해외 플랫폼 사업자들과의 판권 계약 체결 증가
- ✓ 한중 양국간 관계 회복 시 중국 시장 콘텐츠 수출도 재개될 전망
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 6,300원으로 커버리지 개시

Buy (신규)

적정주가 (12개월) 6,300원
현재주가 (11.13) 4,890원
상승여력 28.8%

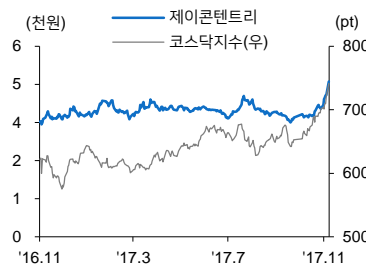
KOSDAQ 741.38pt
시가총액 5,578억원
발행주식수 11,407만주
유동주식비율 65.45%
외국인비중 2.04%
52주 최고/최저가 4,890원/3,605원
평균거래대금 41.3억원

주요주주(%)

중앙미디어네트워크 외 2 인 33.23

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	28.9	20.4	31.6
상대주가	15.2	4.6	10.4

주가그래프



2018년 영업이익 393억원(+20.6% YoY) 전망

2018년 매출액과 영업이익은 각각 4,203억원(+6.3% YoY), 393억원(+20.6% YoY)을 전망한다. 방송 콘텐츠 경쟁력 강화로 유통 채널이 다변화되고 있고, 시청률 상승에 기반한 VOD 매출 성장이 가시화된다. 지난 4월 드라마 '맨투맨' 방영 독점권을 넷플릭스에 판매한 사례처럼 글로벌 OTT들의 콘텐츠 수급 경쟁 심화는 시장 환경에 긍정적인 변화다. 한중 양국간의 관계 회복 시 그 동안 외면 받던 중국 시장으로의 콘텐츠 수출도 다시 탄력을 받을 전망이다.

방송 프로그램 제작/유통 경쟁력 강화 중

3Q17 누적 방송 매출액은 861억원으로 2016년 방송 매출액인 832억원을 이미 넘어섰다. 수익성 측면에서도 3Q17 누적 101억원의 영업이익을 기록하며 작년 84억원과 비교해 크게 개선됐다. JTBC 채널은 보도 역량뿐만 아니라 예능/드라마 등 방송 프로그램 전역에서 시청률 상승이 나타나고 있다. 올해 12월부터는 JTBC 드라마 편성을 기존 금/토 드라마 1개 슬롯에서 월/화 드라마를 추가해 총 2개 슬롯으로 운영할 예정이다. 이에 2018년 방송 매출은 전년 대비 +12.3%의 고성장을 지속할 전망이다.

투자의견 Buy, 적정주가 6,300 원으로 커버리지 개시

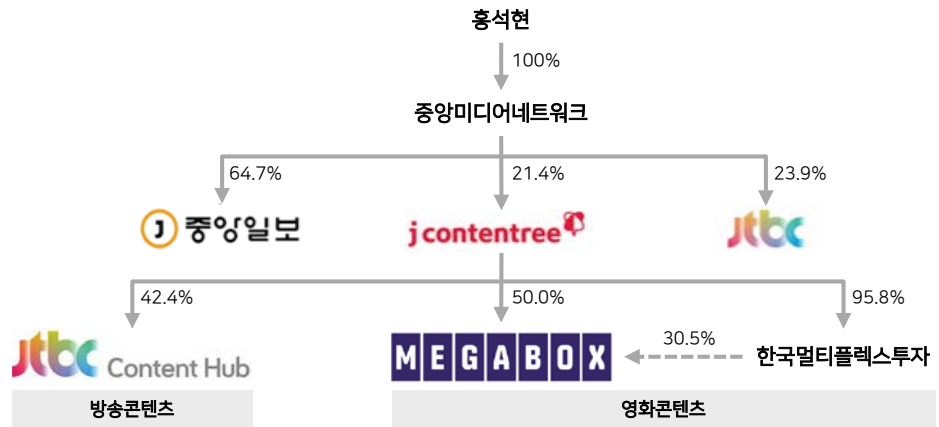
투자의견 Buy, 적정주가는 6,300원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 SOTP(Sum-of-the-Part) 밸류에이션을 활용해 방송 사업부 영업가치 4,306억 원에 영화 사업부 영업가치 4,159억원을 합산했다. 향후 콘텐츠 역량 강화에 따른 드라마 편성 확대와 VOD 및 해외판권 매출 증가 고려 시 적정 수준이라고 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	305.8	32.9	11.4	128	8.9	-127	43.9	-44.1	17.6	15.0	482.9
2016	335.2	28.9	19.2	169	-10.7	69	22.9	56.0	16.9	26.3	340.1
2017E	395.4	32.6	11.3	99	-33.8	172	41.9	24.1	11.9	12.6	318.4
2018E	420.3	39.3	28.4	249	92.1	424	16.7	9.8	11.2	25.9	267.4
2019E	445.5	42.4	32.6	285	14.9	713	14.5	5.8	10.7	23.3	226.4

2018년 영업이익
393억원(+20.6% YoY) 전망

2018년 매출액과 영업이익은 각각 4,203억원(+6.3% YoY), 393억원(+20.6% YoY)을 전망한다. 방송 콘텐츠 경쟁력 강화로 유통 채널이 다변화되고 있고, 시청률 상승에 기반한 VOD 매출 성장이 가시화된다. 지난 4월 드라마 '맨투맨' 방영 독점권을 넷플릭스에 판매한 사례처럼 글로벌 OTT들의 콘텐츠 수급 경쟁 심화는 시장 환경에 긍정적인 변화다. 한중 양국간의 관계 회복 시 그 동안 외면 받던 중국 시장으로의 콘텐츠 수출도 다시 탄력을 받을 전망이다.

그림43 제이콘텐트리 그룹 운영구도



자료: 제이콘텐트리, 메리츠증권증권 리서치센터

그림44 넷플릭스와 계약한 JTBC 드라마 '맨투맨'

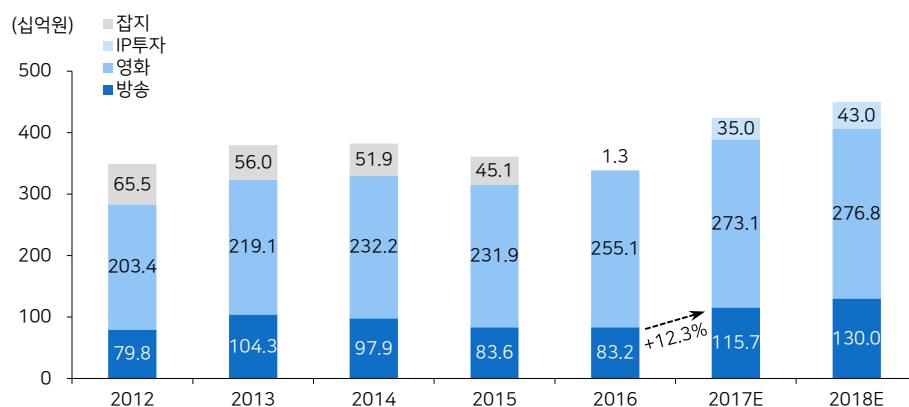


자료: JTBC, 메리츠증권증권 리서치센터

방송 프로그램 경쟁력 강화

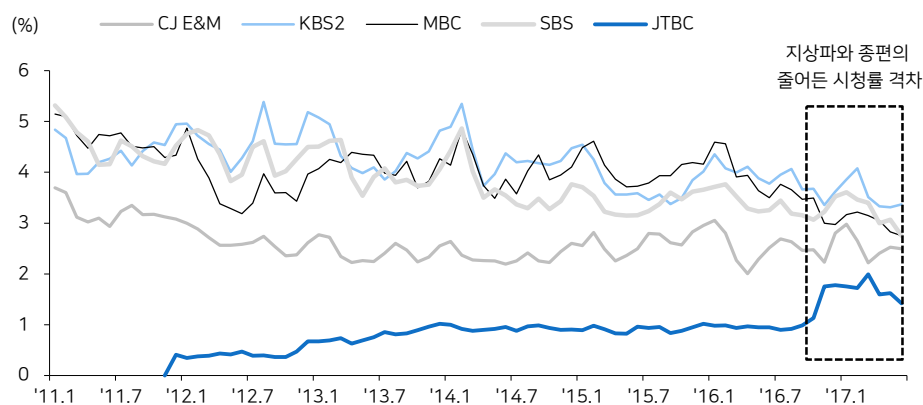
3Q17 누적 방송 매출액은 861억원으로 2016년 방송 매출액인 832억원을 이미 넘어섰다. 수익성 측면에서도 3Q17 누적 101억원의 영업이익을 기록하며 작년 84억원과 비교해 크게 개선됐다. JTBC 채널은 보도 역량뿐만 아니라 예능/드라마 등 방송 프로그램 전역에서 시청률 상승이 나타나고 있다. 올해 12월부터는 JTBC 드라마 편성을 기존 금/토 드라마 1개 슬롯에서 월/화 드라마를 추가해 총 2개 슬롯으로 운영할 예정이다. 이에 2018년 방송 매출은 전년 대비 +12.3%의 고성장을 지속할 전망이다.

그림45 제이콘텐트리 부문별 실적 추이 및 전망: 2018년 방송 부문 고성장 전망



자료: 제이콘텐트리, 메리츠증권증권 리서치센터

그림46 지상파와 종편 채널의 줄어든 시청률 격차



자료: CJ E&M, 메리츠증권증권 리서치센터

투자의견 Buy,
적정주가 6,300 원

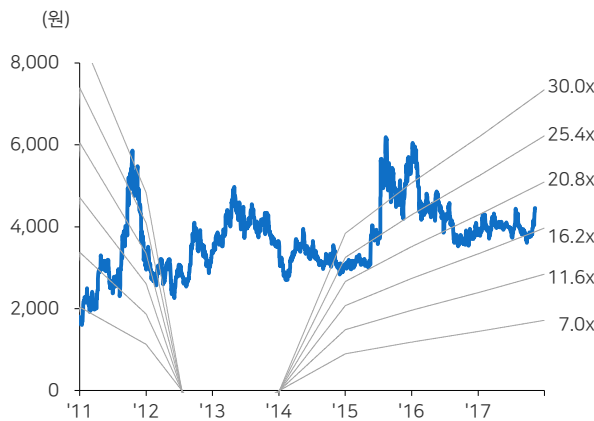
투자의견 Buy, 적정주가는 6,300원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 SOTP (Sum-of-the-Part) 밸류에이션을 활용해 방송 사업부 영업가치 4,306억원에 영화 사업부 영업가치 4,159억원을 합산했다. 향후 콘텐츠 역량 강화에 따른 드라마 편성 확대와 VOD 및 해외판권 매출 증가 고려 시 적정 수준이라고 판단한다.

표9 제이콘텐트리 SOTP Valuation

	2018년 순이익 (십억원)	적용 PER (배)	적정가치 (십억원)	비고
영업가치 (A)			846.4	
방송사업 가치	17.6	24.5	430.6	SBS CH '13~'14년 평균 PER
영화사업 가치	18.9	22.0	415.9	'18년 글로벌 극장 Peer 평균 PER
비영업가치 (B)			75.9	
매도가능금융자산			15.0	1H17 기준
관계기업투자주식			0.5	1H17 기준
투자부동산			60.4	1H17 기준
순차입금 (C)			203.0	
총기업가치 (D=A+B-C)			719.3	
발행주식수 (E)	(천주)		114,069	
적정주가 (D/E)	(원)		6,306	
현재주가	(원)		4,890	
Upside/Downside	(%)		29.0%	

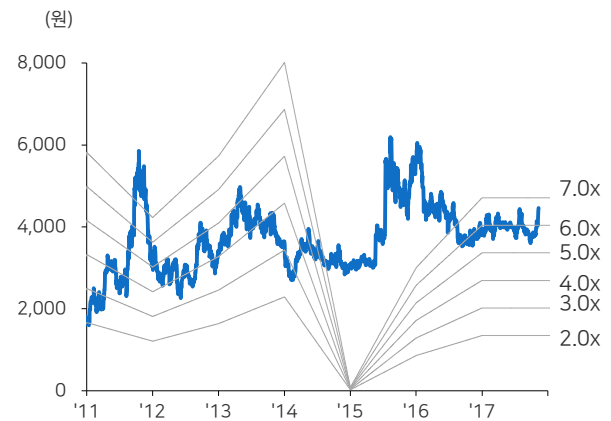
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림47 제이콘텐트리 PER 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림48 제이콘텐트리 PBR 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

표10 제이콘텐트리 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	91.8	79.7	105.7	58.0	86.9	96.6	115.8	96.2	335.1	395.4	420.3
% YoY	14.5%	2.5%	2.6%	-34.6%	-5.3%	21.2%	9.6%	65.7%	-4.2%	18.0%	6.3%
영화	64.1	51.4	78.3	61.2	68.3	57.3	84.4	63.0	255.1	273.1	276.8
상영	32.9	33.5	48.7	38.8	39.0	33.7	46.0	36.7	153.9	155.4	160.3
매점	8.8	8.6	12.7	9.8	10.2	8.8	11.4	9.3	39.8	39.7	41.4
광고/기타	22.4	9.4	16.9	12.7	19.1	14.9	27.0	17.0	61.3	78.0	75.1
방송	19.1	19.4	18.4	26.2	16.5	41.4	28.2	29.6	83.2	115.7	130.0
IP투자	0.0	0.0	0.0	0.0	3.7	12.8	9.0	9.5	0.0	35.0	43.0
영업비용	79.8	77.9	90.3	58.3	81.7	87.7	105.2	88.3	306.2	362.8	381.0
% YoY	1.7%	14.9%	-1.0%	-27.9%	2.4%	12.5%	16.5%	51.5%	-3.8%	18.5%	5.0%
매출원가	40.0	36.4	44.7	31.6	40.3	43.4	51.3	43.1	152.6	178.1	185.9
판관비	39.8	41.5	45.6	26.7	41.4	44.3	53.8	45.2	153.6	184.7	195.0
영업이익	12.0	1.8	15.4	-0.2	5.2	8.9	10.7	7.9	28.9	32.6	39.3
% YoY	596.7%	-82.2%	30.6%	적전	-56.8%	404.6%	-30.9%	흑전	-7.8%	12.7%	20.6%
영화	11.4	2.3	15.4	-6.9	4.3	0.0	9.1	4.3	22.3	17.7	23.9
방송	2.7	1.5	1.7	2.4	1.0	6.9	2.2	2.8	8.4	12.9	13.3
IP투자	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	2.2	0.0	0.9	0.0	3.1	3.3
법인세차감전순이익	8.3	0.9	15.5	10.4	5.1	8.8	12.7	10.5	35.1	37.1	44.0
법인세비용	1.7	1.8	3.2	2.5	1.3	2.5	11.0	7.4	9.2	22.3	15.5
당기순이익	6.6	-0.9	12.3	5.2	3.8	6.3	1.7	3.0	23.1	14.8	28.5
이익률 (%)											
영업이익률	13.1	2.2	14.6	-0.4	6.0	9.2	9.2	8.2	8.6	8.2	9.4
당기순이익률	7.2	-1.2	11.6	8.9	4.4	6.5	1.5	3.1	6.9	3.8	6.8

자료: 제이콘텐트리, 메리츠종금증권 리서치센터

제이콘텐트리 (036420)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	305.8	335.2	395.4	420.3	445.5
매출액증가율 (%)	-17.2	9.6	18.0	6.3	6.0
매출원가	140.3	152.6	178.1	185.9	196.7
매출총이익	165.5	182.5	217.3	234.4	248.8
판매관리비	132.6	153.6	184.7	195.1	206.4
영업이익	32.9	28.9	32.6	39.3	42.4
영업이익률	10.8	8.6	8.2	9.4	9.5
금융손익	-4.8	-1.2	-4.4	-5.5	-5.3
종속/관계기업손익	2.2	7.5	3.1	4.2	4.4
기타영업외손익	-0.4	-0.1	5.8	6.0	6.0
세전계속사업이익	29.9	35.1	37.1	44.0	47.6
법인세비용	10.3	9.2	22.3	15.5	14.8
당기순이익	19.6	22.4	14.8	28.5	32.8
지배주주지분 순이익	11.4	19.2	11.3	28.4	32.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	23.5	18.4	57.2	63.8	66.8
당기순이익(손실)	19.6	22.4	14.8	28.5	32.8
유형자산상각비	12.2	13.1	33.5	31.4	30.1
무형자산상각비	4.8	0.9	0.4	0.4	0.4
운전자본의 증감	-22.0	-5.4	8.4	3.5	3.5
투자활동 현금흐름	-15.3	-43.9	-36.6	-30.3	-31.4
유형자산의증가(CAPEX)	-16.3	-90.9	-24.0	-25.1	-26.2
투자자산의감소(증가)	4.3	20.9	-12.1	-5.0	-5.1
재무활동 현금흐름	-26.1	48.1	-2.3	-4.4	-4.3
차입금의 증감	69.7	40.4	-2.3	-4.4	-4.3
자본의 증가	-74.9	-0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-17.9	22.6	18.2	29.2	31.0
기초현금	50.7	32.7	55.3	73.6	102.7
기말현금	32.7	55.3	73.6	102.7	133.7

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	98.3	136.3	169.1	204.3	241.4
현금및현금성자산	32.7	55.3	73.6	102.7	133.7
매출채권	34.4	31.5	37.1	39.5	41.8
재고자산	14.2	23.4	27.6	29.3	31.0
비유동자산	357.7	413.9	416.1	414.3	415.0
유형자산	137.3	213.0	203.5	197.2	193.3
무형자산	77.0	76.1	75.6	75.2	74.8
투자자산	86.0	67.3	79.4	84.4	89.5
자산총계	456.0	550.2	585.2	618.6	656.4
유동부채	312.6	329.6	347.8	353.8	359.8
매입채무	10.5	10.4	12.3	13.1	13.9
단기차입금	159.9	193.4	193.4	193.4	193.4
유동성장기부채	58.4	34.8	34.8	33.3	31.6
비유동부채	65.1	95.6	97.5	96.4	95.5
사채	0.0	35.0	33.0	31.1	29.3
장기차입금	20.0	24.2	22.7	21.3	19.9
부채총계	377.7	425.2	445.3	450.2	455.3
자본금	57.0	57.0	57.0	57.0	57.0
자본잉여금	-51.1	-51.1	-51.1	-51.1	-51.1
기타포괄이익누계액	12.2	14.5	14.5	14.5	14.5
이익잉여금	49.4	68.6	79.9	108.3	140.9
비지배주주지분	15.8	41.1	44.6	44.8	45.0
자본총계	78.2	125.0	139.9	168.4	201.1

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	3,425	2,938	3,467	3,684	3,906
EPS(지배주주)	128	169	99	249	285
CFPS	650	340	610	614	588
EBITDAPS	558	377	583	623	639
BPS	-127	69	172	424	713
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	43.9	22.9	41.9	16.7	14.5
PCR	8.6	11.4	6.8	6.8	7.1
PSR	1.6	1.3	1.2	1.1	1.1
PBR	-44.1	56.0	24.1	9.8	5.8
EBITDA	49.9	42.9	66.5	71.1	72.9
EV/EBITDA	17.6	16.9	11.1	9.9	9.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.0	26.3	12.6	25.9	23.3
EBITDA 이익률	16.3	12.8	16.8	16.9	16.4
부채비율	482.9	340.1	318.4	267.4	226.4
금융비용부담률	3.2	2.8	2.5	2.4	2.2
이자보상배율(x)	3.4	3.1	3.2	4.0	4.3
매출채권회전율(x)	7.1	10.2	11.5	11.0	11.0
재고자산회전율(x)	28.3	17.8	15.5	14.8	14.8

Industry Indepth
2017. 11. 14

▲ 통신/미디어

Analyst 정지수
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy (신규)

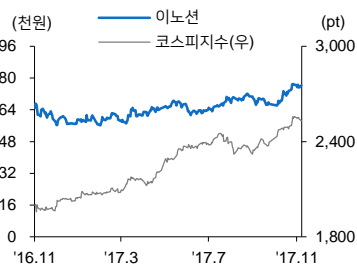
적정주가 (12개월) **94,000원**
현재주가 (11.13) **76,300원**
상승여력 **23.2%**

KOSPI	2,530.35pt
시가총액	15,260억원
발행주식수	2,000만주
유동주식비율	56.95%
외국인비중	32.69%
52주 최고/최저가	77,000원/56,200원
평균거래대금	25.1억원

주요주주(%)	
정성이 외 2 인	39.00
NHPEA IV Highlight Holdings AB	18.00
국민연금	8.05

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.4	16.5	24.1
상대주가	10.8	5.2	-2.7

주가그래프



이노션 214320

월드컵과 신차 효과가 기대되는 2018년

- ✓ 2018년 글로벌 스포츠 이벤트 효과로 매출총이익 +6.7% YoY 성장 전망
- ✓ 러시아 월드컵의 직접적 수혜와 평창 동계올림픽 비계열 광고 물량 증가 예상
- ✓ 미국 시장 G70 출시와 더불어 기아차 광고제작 대행사 인수 효과 기대
- ✓ 한중 양국간 관계 개선에 따른 중국 지역 회복과 신형 시장 성장세 지속 전망
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 94,000원으로 커버리지 개시

2018년 매출총이익 +6.7% YoY 성장 전망

2018년 매출총이익은 글로벌 스포츠 이벤트(2월 평창 동계올림픽, 6월 러시아 월드컵) 효과로 전년 대비 +6.7% 성장할 전망이다. 2014년 브라질 월드컵이 동사의 연간 매출총이익에 약 5% 기여한 점을 감안하면, 올해도 약 200억원 이상의 매출총이익 증가 효과가 기대된다. 내년 2월 개최되는 평창 동계올림픽의 경우 로컬 스폰서로 참여하는 만큼 비계열 광고 물량 수주에도 긍정적이다.

해외 시장에서의 고른 성장 기대

2018년 해외에서의 고른 성장도 기대된다. 우선, 1Q18 신차 G70의 미국 시장 론칭이 예고되어 있고, 현재 추진 중인 미국 기아차 광고제작 대행사 인수가 완료될 경우 연간 매출총이익의 약 200~400억원 추가 상승 효과가 발생한다. 중국 지역은 싸드(THAAD) 이슈로 부진했던 실적이 한중 양국간의 관계 회복이 구체화됨에 따라 계열 매체 물량도 점진적인 회복세에 접어들 전망이다. 러시아 등 신흥 시장 역시 올해 3분기까지 보여줬던 성장세가 내년에도 지속된다.

투자의견 Buy, 적정주가 94,000 원으로 커버리지 개시

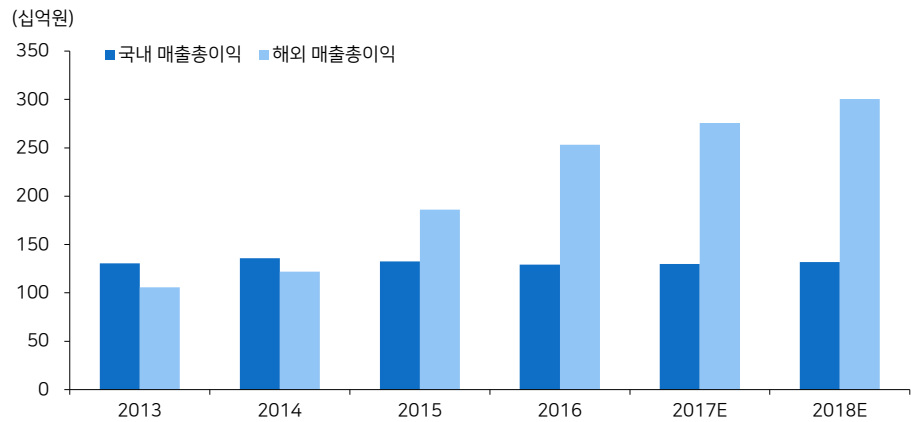
투자의견 Buy와 적정주가 94,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 2018년 예상 EPS에 Target PER 20배(최근 2년 평균)를 적용했다. 최근 중국 제재 완화 기대감에 주가가 단기 급등했으나, 미국 기아차 광고 물량 확대와 내년 상반기까지 이어질 실적 개선 흐름 감안 시 추가적인 상승 여력이 존재한다는 판단이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	987.9	92.9	70.0	3,696	-11.5	27,068	18.9	2.6	8.4	13.7	129.4
2016	1,051.6	99.4	65.4	3,267	-5.4	29,718	17.5	1.9	4.7	10.4	147.0
2017E	1,153.4	113.6	77.3	3,866	16.9	32,657	19.8	2.3	6.8	11.3	145.7
2018E	1,210.4	131.4	93.9	4,693	19.1	36,422	16.3	2.1	5.3	12.5	136.6
2019E	1,282.0	139.6	102.2	5,109	7.4	40,604	15.0	1.9	4.4	12.3	129.6

2018년 매출총이익 +6.7% YoY 성장 전망

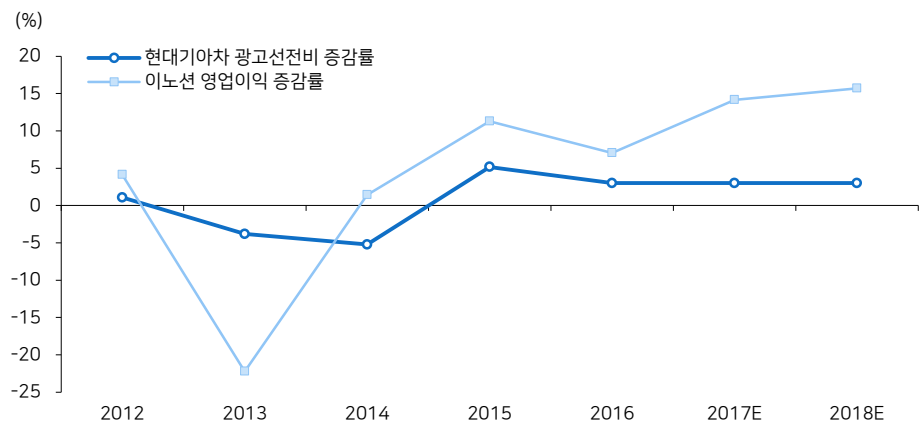
2018년 매출총이익은 글로벌 스포츠 이벤트(2월 평창 동계올림픽, 6월 러시아 월드컵) 효과로 전년 대비 +6.7% 성장할 전망이다. 2014년 브라질 월드컵이 동사의 연간 매출총이익에 약 5% 기여한 점을 감안하면, 올해도 약 200억원 이상의 매출총이익 증가 효과가 기대된다. 내년 2월 개최되는 평창 동계올림픽의 경우 로컬 스폰서로 참여하는 만큼 비계열 광고 물량 수주에도 긍정적이다.

그림49 이노션 매출총이익 추이 및 전망



자료: 스카이라이프, 메리츠증권증권 리서치센터

그림50 현대기아차 광고선전비와 이노션 영업이익률 상관 관계

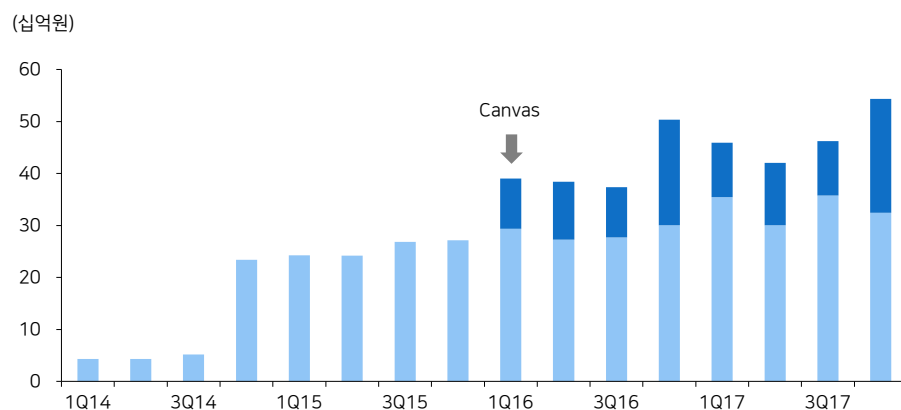


자료: 이노션, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

2017년에는 성장성보다는
수익성 위주의 사업 전략 기대

2018년 해외에서의 고른 성장도 기대된다. 우선, 1Q18 신차 G70의 미국 시장 론칭이 예고되어 있고, 현재 추진 중인 미국 기아차 광고제작 대행사 인수가 완료될 경우 연간 매출총이익의 약 200억~400억원 추가 상승 효과가 발생한다. 중국 지역은 싸드(THAAD) 이슈로 부진했던 실적이 한중 양국간의 관계 회복이 구체화됨에 따라 계절 매체 물량도 점진적인 회복세에 접어들 전망이다. 러시아 등 신흥 시장 역시 올해 3분기까지 보여줬던 성장세가 내년에도 지속된다.

그림51 이노션 미주 매출총이익 추이 및 전망



자료: 이노션, 메리츠증권증권 리서치센터

표11 현대차 17~18년 주요시장 신차 출시 일정

출시시장	1H17	2H17	1H18	2H18
한국	쏘나타 F/L (3월) 코나 (6월) 그랜저 HEV (5월)	제네시스 G70 (9월) 벨로스터 신형 (11월)	싼타페 신형 (2월) 투싼 기반 FCEV (3월) 투싼 F/L (4월) 코나 EV (5월)	아반떼 F/L (3Q) E-seg SUV 신형 (12월) A-seg SUV 신형 (12월 예상)
미국	신형 i30 (3월, 수출) 아이오닉 (4월, 수출)	쏘나타 F/L (8월) 신형 엑센트 (10월, 멕시코)	코나 (1월) 제네시스 G70 (3월, 수출) 신형 벨로스터 (5월)	싼타페 신형 (7월) 아반떼 F/L (7월) 투싼 F/L (10월, 수출) 코나 EV (3Q, 수출)
중국	위예둥 신형 (1월)	위예둥 신형 EV (8월) Reina, C1-seg Sedan (9월) Ix35, C-seg SUV 신형 (11월)	쏘나타 PHEV (1월) 아반떼 PHEV (1Q) 코나 (2월)	싼타페 신형 (11월) 현지모델 C2-seg Sedan (4Q) A-seg SUV 신형 (12월 예상)
유럽	아이오닉 EV (4월, 수출) i30 신형 (2월, 수출)	코나 (3Q, 수출) N 브랜드 (2H)	싼타페 신형 (수출, 1H)	

자료: 현대차, 메리츠증권증권 리서치센터

투자의견 Buy,
적정주가 94,000 원

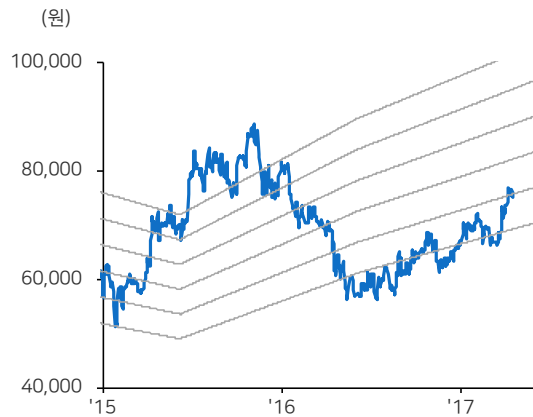
투자의견 Buy와 적정주가 94,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 2018년 예상 EPS에 Target PER 20배(최근 2년 평균)를 적용했다. 최근 중국 제재 완화 기대감에 주가가 단기 급등했으나, 미국 기아차 광고 물량 확대와 내년 상반기까지 이어질 실적 개선 흐름 감안 시 추가적인 상승 여력이 존재한다는 판단이다.

표12 이노션 Valuation

구분	내용 (십억원)	비고
2018년 지배주주순이익	93.9	
EPS(원)	4,693	
Target PER(배)	20.0	최근 2년 평균
적정주가(원)	93,864	

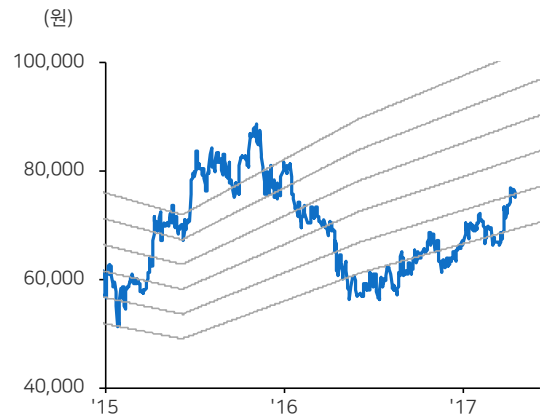
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림52 이노션 PER 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림53 이노션 PBR 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

표13 이노션 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	275.1	236.8	231.7	308.0	287.3	257.8	275.2	333.1	1,051.6	1,153.4	1,210.4
% YoY	21.1%	14.1%	-3.7%	-1.5%	4.5%	8.8%	18.8%	8.2%	6.4%	9.7%	4.9%
매출원가	186.2	141.1	143.8	199.1	194.7	159.7	178.9	216.2	670.3	749.5	779.6
매출총이익	88.8	95.7	87.8	108.9	92.6	98.1	96.2	116.9	381.3	403.8	430.8
% YoY	27.5%	30.3%	13.3%	12.3%	4.2%	2.5%	9.5%	7.4%	20.0%	5.9%	6.7%
I. 본사	26.7	33.4	31.4	37.8	25.7	33.4	29.7	41.0	129.2	129.7	131.9
1. 매체대행	13.5	21.7	18.9	23.5	13.2	18.3	17.7	26.6	77.5	75.8	78.1
1) 국내매체대행	11.2	14.6	13.0	17.0	11.4	14.4	13.9	19.9	55.8	59.6	61.6
지상파	4.0	4.9	3.8	4.2	3.8	3.7	3.5	4.8	17.0	15.8	16.1
인쇄	1.5	1.9	1.9	2.7	1.7	2.5	2.0	2.7	7.9	8.8	8.2
뉴미디어 등	5.7	7.8	7.2	10.1	5.9	8.2	8.4	12.4	30.9	34.9	37.2
2) 해외매체대행	2.3	7.0	5.9	6.5	1.9	3.9	3.8	6.7	21.8	16.3	16.6
2. 광고제작	4.3	3.0	3.5	4.1	3.0	4.4	4.1	5.0	14.9	16.5	16.0
3. 옥외광고	2.1	2.4	2.0	1.9	1.8	2.2	2.0	1.7	8.4	7.8	7.9
4. 프로모션	3.5	5.0	2.5	4.6	4.0	4.4	2.6	4.0	15.6	15.0	14.9
5. 기타	3.3	1.3	4.5	3.7	3.6	4.1	3.2	3.7	12.8	14.6	15.0
II. 해외	62.5	62.6	56.7	71.4	67.5	65.0	66.9	76.3	253.3	275.7	300.4
1. 유럽	13.6	11.5	11.5	10.4	12.7	11.9	11.6	10.3	47.0	46.5	49.2
2. 미주	39.1	38.4	37.4	50.4	45.9	42.1	46.2	54.4	165.2	188.6	207.0
3. 중국	4.1	5.4	1.8	3.4	2.5	3.2	1.7	3.7	14.6	11.1	11.8
4. 기타	5.8	7.4	6.1	7.3	6.4	7.9	7.4	7.9	26.5	29.5	32.4
판관비	68.7	69.2	66.4	77.5	71.1	72.3	71.0	75.8	281.8	290.2	299.4
% YoY	32.8%	28.8%	14.8%	26.2%	3.5%	4.5%	6.8%	-2.1%	25.4%	3.0%	3.1%
인건비	49.2	49.9	48.8	56.0	52.3	52.4	53.6	55.9	203.9	214.2	217.6
영업이익	20.1	26.5	21.4	31.5	21.4	25.8	25.3	41.1	99.5	113.6	131.4
% YoY	12.1%	34.3%	8.7%	-11.6%	6.6%	-2.8%	18.0%	30.7%	7.0%	14.2%	15.7%
영업이익률	7.3%	11.2%	9.2%	10.2%	7.5%	10.0%	9.2%	12.3%	9.5%	9.8%	10.9%
OP/GP	22.6%	27.7%	24.4%	28.9%	23.2%	26.3%	26.2%	35.2%	26.1%	28.1%	30.5%
법인세차감전순이익	24.8	29.9	22.1	32.6	20.9	32.1	27.8	44.6	109.5	125.6	145.6
법인세비용	7.5	6.4	6.1	11.3	6.8	7.4	7.7	12.5	31.4	34.4	36.9
당기순이익	17.3	23.5	16.0	21.3	14.0	24.7	20.1	32.1	78.1	91.2	108.6
당기순이익률	6.3%	9.9%	6.9%	6.9%	4.9%	9.6%	7.3%	9.6%	7.4%	7.9%	9.0%
국내 매체별 광고비											
전파매체	335.5	455.3	376.9	778.9	315.4	446.2	369.4	763.3	1,946.6	1,988.3	1,793.0
인쇄매체	397.6	453.8	435.8	562.0	384.2	444.7	427.1	550.8	1,849.2	1,894.3	1,873.9
뉴미디어(유료방송)	1,141.5	1,576.4	1,250.2	1,467.7	1,203.6	1,662.1	1,318.2	1,547.5	5,435.8	5,731.3	6,024.3
광고물제작(BTL)	211.9	292.6	232.1	272.5	215.6	297.8	236.2	277.2	1,009.1	1,026.8	1,038.3

자료: 이노션, 메리츠증권 리서치센터

이노션 (214320)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	987.9	1,051.6	1,153.4	1,210.4	1,282.0
매출액증가율 (%)	32.7	6.4	9.7	4.9	5.9
매출원가	670.3	670.3	749.6	779.6	831.6
매출총이익	317.7	381.3	403.8	430.8	450.4
판매관리비	224.7	281.9	290.3	299.4	310.8
영업이익	92.9	99.4	113.6	131.4	139.6
영업이익률	9.4	9.5	9.8	10.9	10.9
금융손익	7.9	8.7	9.4	10.7	10.8
종속/관계기업손익	4.8	4.7	1.9	2.8	2.8
기타영업외손익	1.8	-3.4	0.8	0.7	0.7
세전계속사업이익	107.5	109.5	125.6	145.6	153.9
법인세비용	29.4	31.5	34.4	36.9	37.2
당기순이익	78.0	78.0	91.2	108.6	116.7
지배주주지분 순이익	70.0	65.4	77.3	93.9	102.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	68.3	114.3	110.8	124.8	136.4
당기순이익(손실)	78.0	78.0	91.2	108.6	116.7
유형자산상각비	4.7	4.9	7.9	9.5	11.3
무형자산상각비	1.0	0.9	0.5	0.5	0.4
운전자본의 증감	-10.6	17.0	11.3	6.3	7.9
투자활동 현금흐름	-166.7	-105.7	-56.3	-39.4	-48.9
유형자산의증가(CAPEX)	-14.3	-11.9	-11.0	-14.0	-17.0
투자자산의감소(증가)	4.1	-1.4	-2.8	-1.6	-2.0
재무활동 현금흐름	121.3	-25.2	-18.9	-18.9	-18.9
차입금의 증감	0.0	1.1	0.1	0.1	0.1
자본의 증가	133.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	24.8	-10.5	35.6	66.5	68.6
기초현금	216.9	241.7	231.2	266.8	333.3
기말현금	241.7	231.2	266.8	333.3	401.9

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,319.7	1,549.9	1,713.2	1,851.3	2,009.7
현금및현금성자산	241.7	231.2	266.8	333.3	401.9
매출채권	693.7	841.3	922.7	968.3	1,025.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	110.8	125.2	130.5	136.2	143.4
유형자산	20.6	31.2	34.2	38.8	44.4
무형자산	63.6	60.2	59.8	59.3	58.9
투자자산	22.5	28.6	31.4	33.0	34.9
자산총계	1,430.5	1,675.1	1,843.8	1,987.4	2,153.0
유동부채	789.2	975.3	1,069.7	1,122.6	1,189.1
매입채무	700.2	868.8	952.9	1,000.0	1,059.2
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	17.8	21.5	23.6	24.8	26.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	806.9	996.8	1,093.3	1,147.4	1,215.3
자본금	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
자본잉여금	132.9	132.9	132.9	132.9	132.9
기타포괄이익누계액	-10.9	-7.1	-7.1	-7.1	-7.1
이익잉여금	472.9	518.8	577.1	652.0	735.2
비지배주주지분	18.7	23.7	37.6	52.3	66.8
자본총계	623.6	678.3	750.4	840.1	937.7

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	52,154	52,578	57,668	60,519	64,102
EPS(지배주주)	3,696	3,267	3,866	4,693	5,109
CFPS	5,329	5,559	6,221	7,237	7,682
EBITDAPS	5,207	5,264	6,098	7,065	7,570
BPS	27,068	29,718	32,657	36,422	40,604
DPS	900	950	950	950	950
배당수익률(%)	1.3	1.7	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	18.9	17.5	19.8	16.3	15.0
PCR	13.1	10.3	12.3	10.6	9.9
PSR	1.3	1.1	1.3	1.3	1.2
PBR	2.6	1.9	2.3	2.1	1.9
EBITDA	98.6	105.3	122.0	141.3	151.4
EV/EBITDA	8.4	4.7	6.7	5.3	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.7	10.4	11.3	12.5	12.3
EBITDA 이익률	10.0	10.0	10.6	11.7	11.8
부채비율	129.4	147.0	145.7	136.6	129.6
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	1,367.4	2,323.1	1,296.4	1,399.3	1,410.0
매출채권회전율(x)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
재고자산회전율(x)					

Industry Indepth
2017. 11. 14

▲ 통신/미디어

Analyst 정지수
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

제일기획 030000

긍정적인 업황 회복의 시그널

- ✓ 2018년 매출총이익 1조 775억원(+5.7% YoY) 전망
- ✓ 비계열 물량 회복과 삼성전자향 계열 물량 증가로 본사 매출총이익 성장 지속
- ✓ 삼성전자의 신홍국 마케팅 확대에 따라 광고선전비 구조적 증가 전망
- ✓ 본업에서의 성장과 M&A를 통해 2020년까지 매출총이익 2조원 달성 계획
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 24,000원으로 커버리지 개시

Buy (신규)

적정주가 (12개월) **24,000원**
현재주가 (11.13) **20,000원**
상승여력 **20.0%**

KOSPI	2,530.35pt
시가총액	23,008억원
발행주식수	11,504만주
유동주식비율	59.63%
외국인비중	33.47%
52주 최고/최저가	20,800원/14,750원
평균거래대금	58.4억원

주요주주(%)

삼성전자 외 5 인	28.41
국민연금	8.20
Matthews International Capital	5.97

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.1	3.6	24.2
상대주가	8.6	-6.4	-2.6

주가그래프



2018년 매출총이익 +5.7% YoY 성장 전망

2018년 매출총이익 1조 775억원(+5.7% YoY), 영업이익 1,877억원(+6.7% YoY)을 전망한다. 본사 매출총이익은 비계열 광고 물량의 점진적 회복과 3Q17 실적 호조를 견인한 삼성전자향 계열 물량 증가로 전년 대비 +10.6% 성장한 3,142억원을 예상한다. 해외 매출총이익은 삼성전자가 향후 18~24개월 동안 인도 등 신홍국 마케팅을 확대함에 따라 광고선전비가 구조적으로 증가하면서 전년 대비 +3.7%의 안정적인 성장을 지속할 전망이다.

M&A를 통한 비유기적 성장 지속

2018년 본업에서의 성장과 더불어 해외 시장 경쟁력 강화를 위한 M&A 전략도 유효하다. 현재 인도 등 신흥 시장에서 중소 규모 M&A를 진행 중이며, 내년에는 대규모 M&A도 함께 추진할 계획이다. 시장 우려와는 달리 기존 전통 매체뿐만 아니라 디지털 광고 시장에 대해서도 적극적으로 대응하고 있다. 팅타이(Pengtai), 아이리스(Iris) 등 현지 자회사를 통한 디지털 사업 비중은 매년 증가 추세다. 동사는 본업의 성장에 M&A를 통한 비유기적 성장을 더해 2020년까지 매출총이익 2조원을 달성한다는 계획이다.

투자의견 Buy, 적정주가 24,000 원으로 커버리지 개시

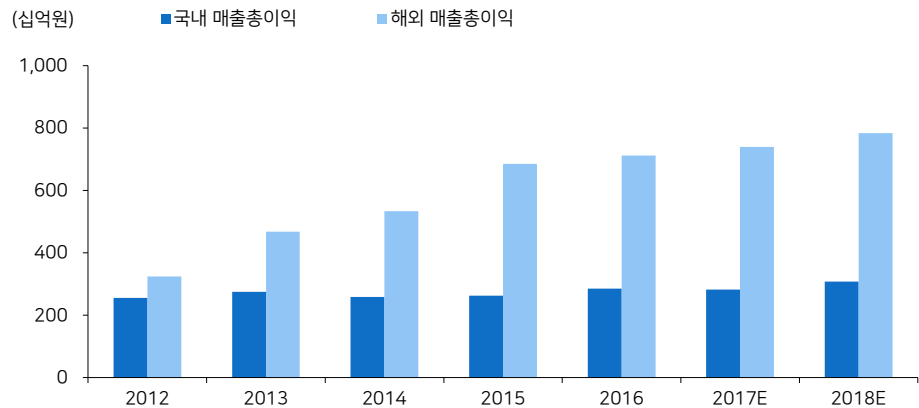
투자의견 Buy, 적정주가 24,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 2018년 예상 EPS에 Target PER 20.2배(과거 3년 평균에 20% 할인)를 적용했다. 3Q17 실적 개선의 주요인은 인건비율 회복 등 꾸준한 경비 절감 노력이었다. 2018년에도 매출총이익 성장과 함께 영업이익률 개선 노력도 지속될 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	2,806.7	127.2	79.5	691	-19.9	4,840	29.9	4.3	12.2	9.6	133.3
2016	3,232.6	149.6	88.3	767	10.9	5,161	20.5	3.1	7.5	11.4	177.1
2017E	3,409.0	175.9	145.3	1,263	61.3	6,217	15.7	3.2	8.7	17.7	162.2
2018E	3,483.3	187.7	138.4	1,203	-4.8	7,209	16.5	2.7	7.8	14.8	147.5
2019E	3,622.6	207.6	155.1	1,348	12.1	8,342	14.7	2.4	6.6	14.8	136.0

2018년 매출총이익 +5.7% YoY 성장 전망

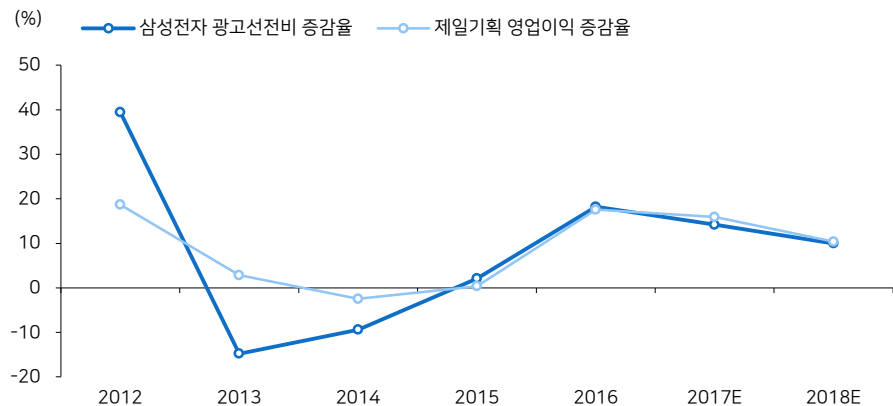
2018년 매출총이익 1조 775억원(+5.7% YoY), 영업이익 1,877억원(+6.7% YoY)을 전망한다. 본사 매출총이익은 비계열 광고 물량의 점진적 회복과 3Q17 실적 호조를 건인한 삼성전자향 계열 물량 증가로 전년 대비 +10.6% 성장한 3,142억원을 예상한다. 해외 매출총이익은 삼성전자가 향후 18~24개월 동안 인도 등 신흥국 마케팅을 확대함에 따라 광고선전비가 구조적으로 증가하면서 전년 대비 +3.7%의 안정적인 성장을 지속할 전망이다.

그림54 제일기획 매출총이익 성장



자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

그림55 삼성전자 광고선전비와 제일기획 영업이익 상관 관계



자료: 제일기획, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

M&A를 통한 비유기적 성장 지속 전망

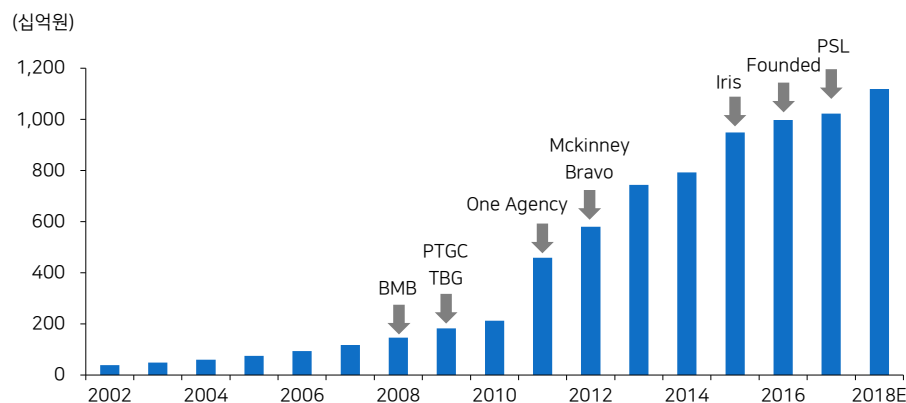
2018년 본업에서의 성장과 더불어 해외 시장 경쟁력 강화를 위한 M&A 전략도 유효하다. 현재 인도 등 신흥 시장에서 중소 규모 M&A를 진행 중이며, 내년에는 대규모 M&A도 함께 추진할 계획이다. 시장 우려와는 달리 기존 전통 매체뿐만 아니라 디지털 광고 시장에 대해서도 적극적으로 대응하고 있다. 평타이(Pengtai), 아이리스(Iris) 등 현지 자회사를 통한 디지털 사업 비중은 매년 증가 추세다. 동사는 본업의 성장에 M&A를 통한 비유기적 성장을 더해 2020년까지 매출총이익 2조원을 달성한다는 계획이다.

표14 제일기획 M&A 현황

인수시기	계열사	국가	사업영역	주요광고주
2008.11	BMB(Beattie McGuinness Bungay)	영국	ATL	ING Direct, Microsoft, New Balance
2009.09	Pengtai	중국	Digital	China Mobile, China Unicom, Huawei
2009.12	TBG(The Barbarian Group)	미국	Digital	GE, Google, Apple, Pepsi, IBM, Intel
2010.12	One Agency	UAE	Retail	Samsung, DU, GM
2012.07	Mckinney	미국	ATL	Carmax, ESPN, Lenovo
2012.08	Bravo Asia	중국	ATL	eBay, Pepsi, Porsche, New Balance
2014.11	Iris	영국	Retail	Shell, Guinness, BMW, Diageo, Mini
2016.04	Founded	영국	B2B	Sony, SAP, Financial Times, WePay
2017.03	PSL(Pricing Solutions Ltd)	캐나다	B2B	Lego, McDonald

자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

그림56 제일기획 매출총이익의 성장



자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

투자의견 Buy,
적정주가 24,000 원

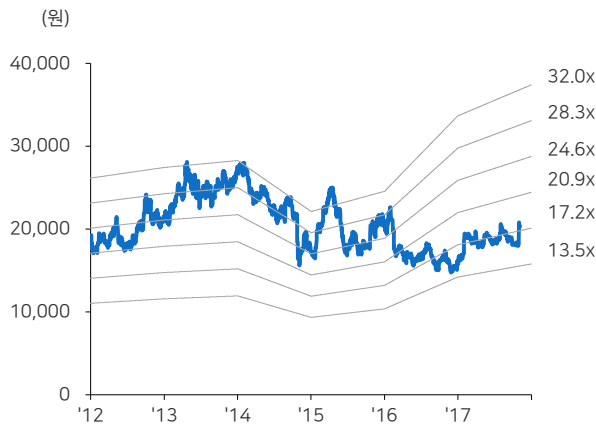
투자의견 Buy, 적정주가 24,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 2018년 예상 EPS에 Target PER 20.2배(과거 3년 평균에 20% 할인)를 적용했다. 3Q17 실적 개선의 주요인은 인건비율 회복 등 꾸준한 경비 절감 노력이었다. 2018년에도 매출총이익 성장과 함께 영업이익률 개선 노력도 지속될 전망이다.

표15 제일기획 Valuation

구분	내용 (십억원)	비고
2018년 지배주주순이익	139.2	
EPS(원)	1,203	
Target PER(배)	20.2	과거 3년 평균에 20% 할인
적정주가(원)	24,281	

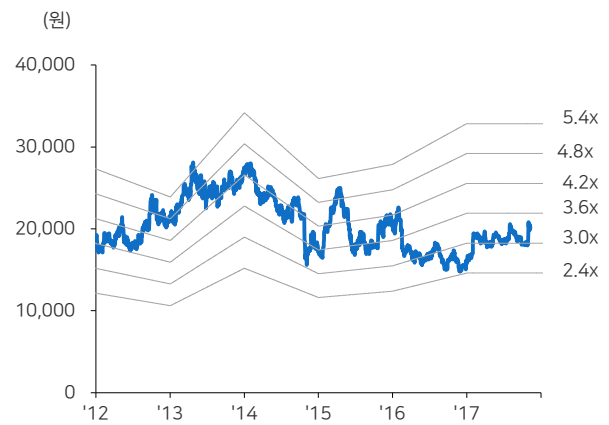
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림57 제일기획 PER 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림58 제일기획 PBR 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

표16 제일기획 연결 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	659.4	819.9	780.9	972.5	674.6	825.1	876.4	1,033.0	3,232.6	3,409.0	3,483.3
% YoY	14.6%	10.3%	14.3%	20.8%	2.3%	0.6%	12.2%	6.2%	15.2%	5.5%	2.2%
매출원가	433.2	563.8	544.6	693.5	461.2	569.1	628.6	730.3	2,235.2	2,389.2	2,405.8
매출총이익	226.1	256.1	236.3	279.0	213.4	256.0	247.8	302.7	997.4	1,019.9	1,077.5
% YoY	10.0%	6.0%	-0.1%	5.3%	-5.6%	0.0%	4.9%	8.5%	5.1%	2.2%	5.7%
본사	55.1	77.7	66.9	85.4	54.3	72.3	71.0	86.3	285.1	284.0	314.2
매체	25.0	36.8	29.2	41.2	23.1	32.6	18.3	46.3	132.3	120.3	154.2
전파매체	5.2	7.5	6.4	6.4	3.9	6.0	4.9	7.3	25.5	22.1	25.9
인쇄매체	4.0	7.7	2.7	7.4	5.1	6.8	6.2	5.9	21.8	23.9	22.0
뉴미디어 등	15.8	21.6	20.1	27.4	14.1	19.9	7.1	33.1	85.0	74.3	106.3
광고물제작 등	30.1	40.9	37.7	44.1	31.2	39.7	52.8	40.1	152.9	163.7	160.0
연결자회사	171.0	178.4	169.3	193.6	159.0	183.7	176.8	216.3	712.3	735.8	763.3
판관비	203.7	212.2	207.5	224.4	190.0	203.7	212.6	237.5	847.9	843.9	889.8
% YoY	12.2%	6.4%	-0.9%	-2.9%	-6.7%	-4.0%	2.5%	5.8%	3.2%	-0.5%	5.4%
인건비	114.6	119.9	114.4	123.7	104.9	115.1	119.4	134.0	472.7	473.3	496.4
지급수수료	12.4	14.1	16.3	19.9	13.4	13.8	18.6	21.7	62.7	67.5	73.2
임차료	11.1	12.3	11.2	11.9	10.4	11.2	13.0	13.3	46.5	47.9	50.5
감가상각비	5.1	5.1	4.6	4.5	4.2	4.3	4.9	5.7	19.2	19.2	20.0
무형자산상각비	4.5	4.8	4.7	4.9	4.5	4.4	5.2	6.1	19.0	20.2	21.0
기타	55.9	56.1	56.2	59.5	52.6	54.8	51.6	56.8	227.7	215.8	228.7
영업이익	22.4	43.8	28.8	54.5	23.3	52.3	35.1	65.2	149.5	175.9	187.7
% YoY	-6.9%	3.9%	6.1%	61.2%	4.1%	19.2%	22.2%	19.5%	17.6%	17.6%	6.7%
영업이익률	3.4%	5.3%	3.7%	5.6%	3.5%	6.3%	4.0%	6.3%	4.6%	5.2%	5.4%
OP/GP	9.9%	17.1%	12.2%	19.5%	10.9%	20.4%	14.2%	21.5%	15.0%	17.2%	17.4%
법인세차감전순이익	23.3	46.3	27.7	30.6	23.3	51.3	39.9	70.5	127.8	185.0	193.7
법인세비용	8.9	17.6	2.2	8.5	7.0	12.5	-1.8	21.2	37.2	38.9	54.5
당기순이익	14.4	28.7	25.5	22.1	16.4	38.8	41.7	49.4	90.6	146.2	139.2
당기순이익률	2.2%	3.5%	3.3%	2.3%	2.4%	4.7%	4.8%	4.8%	2.8%	4.3%	4.0%
주요 지표(광고비)											
전파매체	335.5	455.3	376.9	430.7	315.4	465.7	369.3	455.4	1,598.4	1,605.8	1,671.4
인쇄매체	397.6	453.8	435.8	592.7	384.2	534.0	423.5	499.6	1,879.9	1,841.3	1,811.6
뉴미디어(유료방송)	1,076.9	1,487.2	1,179.5	1,384.6	1,147.6	1,584.8	1,256.9	1,475.5	2,634.7	2,581.4	2,557.6
광고물제작(BTL)	212.1	292.9	232.3	272.7	208.2	287.6	228.1	267.7	432.8	454.4	463.0

자료: 제일기획, 메리츠증권리서치센터

제일기획 (030000)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,806.7	3,232.6	3,409.0	3,483.3	3,622.6
매출액증가율 (%)	5.3	15.2	5.5	2.2	4.0
매출원가	1,858.0	2,235.2	2,389.2	2,405.8	2,495.5
매출총이익	948.7	997.4	1,019.9	1,077.5	1,127.1
판매관리비	821.5	847.9	843.9	889.8	919.5
영업이익	127.2	149.6	175.9	187.7	207.6
영업이익률	4.5	4.6	5.2	5.4	5.7
금융손익	8.2	8.8	0.5	-5.1	-4.8
종속/관계기업손익	0.0	-0.1	0.1	0.4	0.4
기타영업외손익	14.1	-30.5	8.6	10.7	11.2
세전계속사업이익	149.5	127.8	185.1	193.7	214.4
법인세비용	67.8	37.2	38.9	54.5	58.4
당기순이익	81.7	90.7	146.2	139.2	156.0
지배주주지분 순이익	79.5	88.3	145.3	138.4	155.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	102.4	101.4	177.0	170.0	186.5
당기순이익(손실)	81.7	90.7	146.2	139.2	156.0
유형자산상각비	22.7	19.2	24.7	24.9	25.4
무형자산상각비	16.6	19.0	6.6	6.1	5.6
운전자본의 증감	-59.5	-45.8	-0.5	-0.2	-0.4
투자활동 현금흐름	98.8	-34.6	-30.7	-28.2	-31.5
유형자산의증가(CAPEX)	-17.7	-23.8	-24.6	-25.6	-26.6
투자자산의감소(증가)	-3.4	-12.5	-3.0	-1.3	-2.4
재무활동 현금흐름	-162.9	-46.1	-32.8	-32.4	-32.4
차입금의 증감	8.6	-7.5	-2.4	-2.0	-2.0
자본의 증가	0.0	-64.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	35.5	20.3	113.5	109.4	122.7
기초현금	316.8	352.2	372.6	486.0	595.5
기말현금	352.2	372.6	486.0	595.5	718.1

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,463.9	1,794.8	1,985.9	2,128.0	2,312.0
현금및현금성자산	352.2	372.6	486.0	595.5	718.1
매출채권	929.0	1,186.9	1,251.7	1,278.9	1,330.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	403.0	356.6	352.9	348.8	346.8
유형자산	94.3	102.8	102.7	103.4	104.6
무형자산	229.1	169.3	162.6	156.5	151.0
투자자산	43.1	55.6	58.7	59.9	62.3
자산총계	1,866.9	2,151.4	2,338.8	2,476.8	2,658.8
유동부채	1,004.3	1,244.9	1,309.4	1,335.6	1,386.4
매입채무	532.1	674.6	711.5	727.0	756.0
단기차입금	24.8	18.6	16.6	14.6	12.6
유동성장기부채	0.6	0.4	0.0	0.0	0.0
비유동부채	62.2	130.3	137.3	140.3	145.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1.4	0.4	0.4	0.4	0.4
부채총계	1,066.5	1,375.2	1,446.7	1,475.9	1,532.3
자본금	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0
자본잉여금	118.0	54.1	54.1	54.1	54.1
기타포괄이익누계액	-7.9	-23.2	-23.2	-23.2	-23.2
이익잉여금	937.0	996.2	1,111.1	1,219.1	1,343.8
비지배주주지분	14.4	13.3	14.2	15.1	15.9
자본총계	800.3	776.3	892.1	1,000.9	1,126.5

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	24,398	28,099	29,633	30,279	31,490
EPS(지배주주)	691	767	1,263	1,203	1,348
CFPS	1,696	1,784	1,826	1,880	2,041
EBITDAPS	1,447	1,632	1,802	1,901	2,073
BPS	4,840	5,161	6,217	7,209	8,342
DPS	300	300	300	300	300
배당수익률(%)	1.4	1.9	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	29.9	20.5	15.7	16.5	14.7
PCR	12.2	8.8	10.8	10.5	9.7
PSR	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6
PBR	4.3	3.1	3.2	2.7	2.4
EBITDA	166.5	187.8	207.3	218.7	238.5
EV/EBITDA	12.2	7.5	8.5	7.5	6.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.6	11.4	17.7	14.8	14.8
EBITDA 이익률	5.9	5.8	6.1	6.3	6.6
부채비율	133.3	177.1	162.2	147.5	136.0
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	43.5	67.9	101.7	123.4	155.9
매출채권회전율(x)	3.1	3.1	2.8	2.8	2.8
재고자산회전율(x)					

Industry Indepth
2017. 11. 14

▲ 통신/미디어

Analyst 정지수
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

CJ E&M 130960

독보적인 콘텐츠 경쟁력

- ✓ 방송과 음악 부문 호조로 2018년 영업이익 1,108억원(+36.7% YoY) 전망
- ✓ 디지털 광고와 티빙(Tving) 사업 확대로 방송 매출은 전년 대비 +5.1% 성장
- ✓ 중국과의 관계 회복으로 콘텐츠 유통 부문 실적 개선 기대감 고조
- ✓ 동남아, 남미 등 신흥 시장 진출을 통한 콘텐츠 계약도 지속
- ✓ 투자 의견 Trading Buy, 적정주가 106,000원으로 커버리지 개시

Trading Buy (신규)

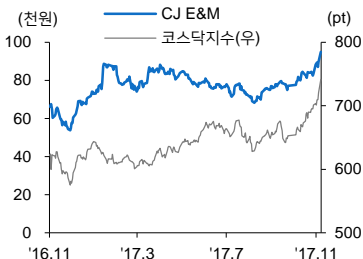
적정주가 (12개월) **106,000원**
현재주가 (11.13) **94,900원**
상승여력 **11.7%**

KOSDAQ	741.38pt
시가총액	36,757억원
발행주식수	3,873만주
유통주식비율	56.73%
외국인비중	28.40%
52주 최고/최저가	94,900원/53,800원
평균거래대금	216.6억원

주요주주(%)	
CJ 외 5 인	42.86
Wellington Management Hong Kong	5.05

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.9	14.6	57.4
상대주가	3.6	-0.5	32.0

주가그래프



2018년 영업이익 1,108억원(+36.7% YoY) 전망

2018년 영업이익은 일부 예능 및 드라마의 흥행으로 방송 부문 외형 성장이 지속되고, 음악 부문 수익성이 크게 개선되며 1,108억원(+36.7% YoY)을 기록할 전망이다. 방송 부문의 콘텐츠 제작 역량이 지속적으로 확대되면서 tvN, OCN 등 자사 채널뿐만 아니라 지상파를 포함한 기타 플랫폼과의 송출 계약이 이어지고 있다. PIP(Platform In Platform)와 MCN(Multi Channel Network) 등 디지털 광고와 티빙(Tving)을 활용한 콘텐츠 소싱으로 수신료 정제에도 불구하고 방송 매출은 전년 대비 +5.1% 성장이 예상된다.

중국 리스크 해소와 '스튜디오드래곤' 상장

드라마, 영화 등 국내 콘텐츠의 해외 수출도 활기를 띠 전망이다. 최근 중국과의 관계가 빠르게 개선되면서 그 동안 막혀있던 콘텐츠 수출이 재개될 것으로 기대된다. 또한, 낮아진 중국 의존도 속에서 동남아, 남미 등 기타 신흥 시장에 서도 콘텐츠 계약이 지속될 전망이다. 국내외 시장이 콘텐츠 중심의 Seller Market으로 변해감에 따라 상장을 앞둔 '스튜디오드래곤'의 콘텐츠 제작 역량은 더욱 부각될 전망이다. 스튜디오드래곤은 연간 20여편의 드라마를 자사 채널 및 지상파에 공급하고 있으며, 김은숙, 박지은 작가 등 흥행이 검증된 작가진 구성을 통해 양질의 한류 콘텐츠를 지속적으로 보급할 전망이다.

투자의견 Trading Buy, 적정주가 106,000 원으로 커버리지 개시

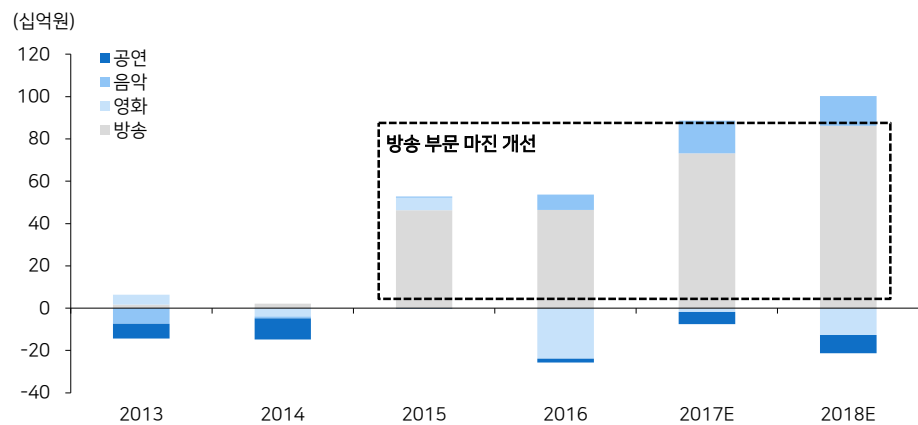
투자의견 Trading Buy, 적정주가 106,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주는 SOTP(Sum-of-the-Part) 밸류에이션을 활용해 기존 방송 영업가치 1조 357억원에 '넷마블'과 '스튜디오드래곤' 지분 가치를 합산했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	1,347.3	52.7	54.4	1,403	-77.3	23,195	57.4	3.5	8.3	3.6	51.6
2016	1,538.4	28.0	62.2	1,605	15.0	21,242	44.2	3.3	7.5	4.0	72.9
2017E	1,771.1	81.0	479.4	12,378	685.8	39,887	7.1	2.2	9.3	26.9	56.5
2018E	1,846.5	110.8	138.8	3,583	-71.6	45,937	24.7	1.9	13.2	6.7	54.6
2019E	1,912.3	121.6	150.6	3,888	8.3	50,725	22.7	1.7	16.0	6.8	52.4

2018년 영업이익 전년 대비 +36.7% 성장 전망

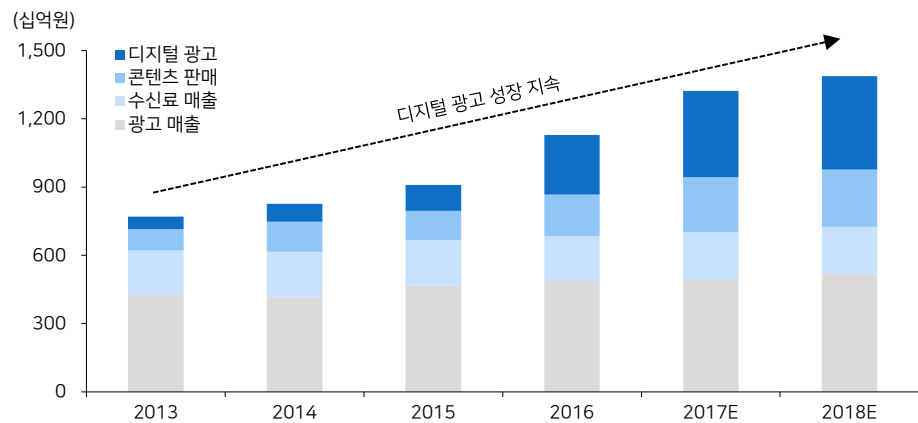
2018년 영업이익은 일부 예능 및 드라마의 흥행으로 방송 부문 외형 성장이 지속되고, 음악 부문 수익성이 크게 개선되며 1,108억원(+36.7% YoY)을 기록할 전망이다. 방송 부문의 콘텐츠 제작 역량이 지속적으로 확대되면서 tvN, OCN 등 자사 채널뿐만 아니라 지상파를 포함한 기타 플랫폼과의 송출 계약이 이어지고 있다. PIP(Platform In Platform)와 MCN(Multi Channel Network) 등 디지털 광고와 티빙(Tving)을 활용한 콘텐츠 소싱으로 수신료 정체에도 불구하고 방송 매출은 전년 대비 +5.1% 성장이 예상된다.

그림59 CJ E&M 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: CJ E&M, 메리츠증권증권 리서치센터

그림60 CJ E&M 방송 매출 내 디지털 광고 매출 성장 지속

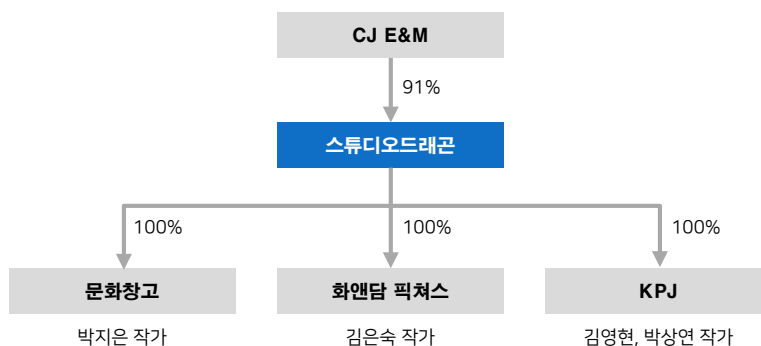


자료: CJ E&M, 메리츠증권증권 리서치센터

콘텐츠 제작 역량 바탕으로 해외 판권 계약 증가 전망

드라마, 영화 등 국내 콘텐츠의 해외 수출도 활기를 띠 전망이다. 최근 중국과의 관계가 빠르게 개선되면서 그 동안 막혀있던 콘텐츠 수출이 재개될 것으로 기대된다. 또한, 낮아진 중국 의존도 속에서 동남아, 남미 등 기타 신흥 시장에서도 콘텐츠 계약이 지속될 전망이다. 국내외 시장이 콘텐츠 중심의 Seller Market으로 변해감에 따라 상장을 앞둔 '스튜디오드래곤'의 콘텐츠 제작 역량은 더욱 부각될 전망이다. 스튜디오드래곤은 연간 20여편의 드라마를 자사 채널 및 지상파에 공급하고 있으며, <태양의 후예>, <도깨비>의 김은숙 작가, <별에서 온 그대>의 박지은 작가 등 흥행이 검증된 작가진 구성을 통해 양질의 한류 콘텐츠를 지속적으로 보급할 전망이다.

그림61 CJ E&M 드라마 제작/유통 계열사 지분 구조



자료: CJ E&M, 메리츠증권증권 리서치센터

그림62 '스튜디오드래곤' 제작 흥행 드라마들



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

투자의견 Trading Buy,
적정주가 106,000 원

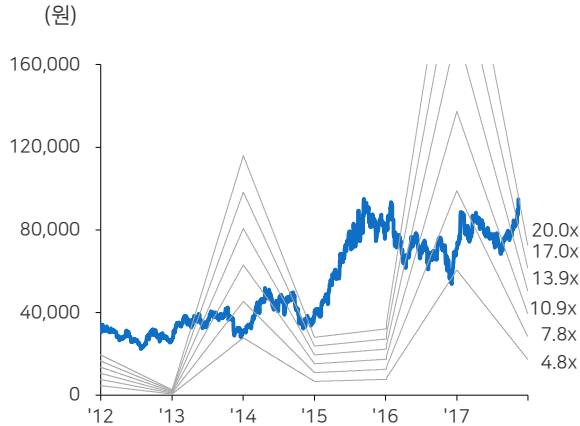
투자의견 Trading Buy, 적정주가 106,000원으로 커버리지를 개시한다. 적정주가는 SOTP(Sum-of-the-Part) 밸류에이션을 활용해 기존 방송 영업가치 1조 357억원에 '넷마블'과 '스튜디오드래곤' 지분 가치를 합산했다.

표17 CJ E&M SOTP Valuation

	2018년 순이익 (십억원)	적용 PER (배)	적정가치 (십억원)	비고
영업가치 (A)	51.8	20.0	1,035.7	지분가치 제거한 '18년 순이익
비영업가치 (B)			3,084.6	
넷마블 지분가치			2,428.7	지분율 22%, 할인율 30% 적용
스튜디오드래곤 지분가치			655.9	지분율 71%, Base Case 가정
총기업가치 (C=A+B)			4,120.3	
발행주식수 (D)	(천주)		38,732	
적정주가 (C/D)	(원)		106,379	
현재주가	(원)		94,900	
Upside/Downside	(%)		12.1%	

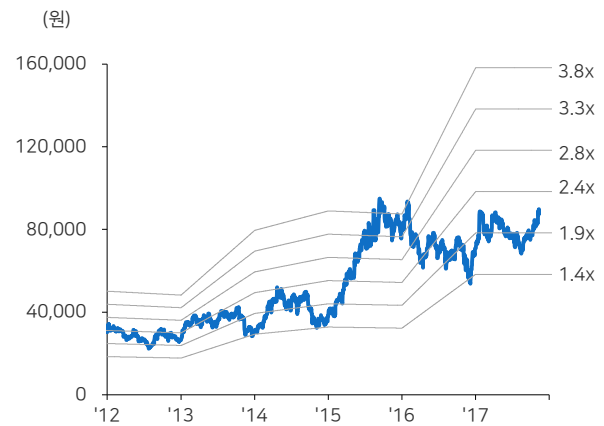
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림63 CJ E&M PER 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림64 CJ E&M PBR 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

표18 CJ E&M 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	313.5	357.3	378.8	488.8	394.2	425.4	440.1	511.4	1,538.4	1,771.1	1,846.5
% YoY	7.0%	19.4%	2.4%	27.0%	25.7%	19.1%	16.2%	4.6%	14.2%	15.1%	4.3%
방송	225.4	268.4	268.6	366.1	285.7	332.1	317.2	387.1	1,128.4	1,322.2	1,389.9
영화	40.3	40.6	56.2	52.4	56.5	44.5	47.6	54.2	189.6	202.9	206.7
음악	44.6	47.2	46.2	61.4	47.4	47.1	66.3	63.3	199.4	224.1	230.2
공연	3.3	1.1	7.8	8.9	4.6	1.6	8.9	6.8	21.0	21.9	19.7
영업비용	304.6	343.2	375.7	486.9	370.9	401.7	427.4	490.1	1,510.5	1,690.1	1,735.7
% YoY	7.3%	22.0%	5.4%	30.6%	21.7%	17.1%	13.7%	0.6%	16.7%	11.9%	2.7%
매출원가	236.7	269.8	290.8	392.2	287.2	312.2	337.9	400.1	1,189.5	1,337.4	1,364.1
판관비	67.9	73.3	85.0	94.7	83.7	89.5	89.4	90.0	320.9	352.7	371.6
영업이익	8.9	14.1	3.1	1.9	23.4	23.6	12.7	21.3	28.0	81.0	110.8
% YoY	-2.9%	-20.8%	-77.5%	-84.4%	162.2%	67.2%	316.3%	1032.3%	-46.9%	189.7%	36.7%
방송	5.1	20.5	8.7	12.1	20.1	24.0	9.2	19.9	46.5	73.1	88.2
영화	3.8	-6.6	-7.4	-13.6	1.9	-1.6	-1.7	-0.3	-23.9	-1.8	-2.0
음악	-0.1	1.3	2.4	3.6	2.4	2.0	6.8	4.3	7.2	15.4	33.1
공연	0.1	-1.0	-0.8	-0.2	-1.0	-0.7	-1.5	-2.5	-1.8	-5.8	-8.5
법인세차감전순이익	14.6	47.6	9.4	-4.2	45.2	537.2	23.9	32.5	67.5	638.8	179.0
법인세비용	2.2	4.8	7.0	-7.3	11.7	132.6	12.2	8.1	6.7	164.6	43.0
당기순이익	12.5	42.8	2.4	3.1	33.4	404.7	11.7	24.4	60.9	474.2	136.0
이익률 (%)											
영업이익률	2.8	4.0	0.8	0.4	5.9	5.6	2.9	4.2	1.8	4.6	6.0
당기순이익률	4.0	12.0	0.6	0.6	8.5	95.1	2.7	4.8	4.0	26.8	7.4

자료: CJ E&M, 메리츠증권리서치센터

CJ E&M (130960)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,347.3	1,538.4	1,771.1	1,846.5	1,912.3
매출액증가율 (%)	9.3	14.2	15.1	4.3	3.6
매출원가	1,019.4	1,189.6	1,337.4	1,364.1	1,391.4
매출총이익	327.9	348.9	433.7	482.4	520.9
판매관리비	275.2	320.9	352.7	371.6	399.3
영업이익	52.7	28.0	81.0	110.8	121.6
영업이익률	3.9	1.8	4.6	6.0	6.4
금융손익	-2.0	-17.8	-19.6	-18.5	-18.1
종속/관계기업손익	128.7	81.2	598.3	101.4	104.8
기타영업외손익	-120.1	-23.8	-22.4	-24.2	-24.5
세전계속사업이익	59.3	67.5	638.0	179.0	183.8
법인세비용	6.4	6.7	164.3	40.7	44.1
당기순이익	52.9	60.9	474.2	136.0	139.7
지배주주지분 순이익	54.4	62.2	474.2	131.4	142.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	295.5	258.8	715.9	244.4	196.1
당기순이익(손실)	52.9	60.9	473.1	128.8	139.7
유형자산상각비	13.9	15.8	21.2	21.6	22.0
무형자산상각비	306.1	383.8	250.5	103.3	42.6
운전자본의 증감	-42.0	-168.1	-28.8	-9.3	-8.1
투자활동 현금흐름	-188.9	-533.7	-153.3	-76.7	-72.0
유형자산의증가(CAPEX)	-8.0	-212.5	-40.0	-40.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	-128.3	-55.2	-99.6	-32.3	-28.2
재무활동 현금흐름	-94.3	306.0	-54.0	-20.2	-19.8
차입금의 증감	-93.0	235.8	-46.3	-12.5	-12.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	14.0	33.8	508.6	147.4	104.3
기초현금	33.5	47.5	81.3	589.8	737.3
기말현금	47.5	81.3	589.8	737.3	841.6

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	940.1	995.6	1,642.5	1,834.7	1,978.1
현금및현금성자산	47.5	81.3	589.8	737.3	841.6
매출채권	406.5	498.1	573.4	597.9	619.2
재고자산	3.9	4.7	5.4	5.6	5.8
비유동자산	1,424.7	1,797.3	1,665.3	1,612.7	1,616.3
유형자산	77.3	275.5	294.3	312.7	330.7
무형자산	653.2	723.5	473.1	369.8	327.2
투자자산	603.3	658.5	758.1	790.4	818.5
자산총계	2,364.9	2,793.0	3,307.8	3,447.4	3,594.4
유동부채	642.3	937.2	987.4	1,013.1	1,035.4
매입채무	107.1	128.2	147.6	153.9	159.3
단기차입금	54.6	267.9	267.9	267.9	267.9
유동성장기부채	121.2	100.7	65.0	62.8	60.8
비유동부채	162.5	240.2	239.4	232.3	225.1
사채	99.9	139.6	131.0	122.7	114.8
장기차입금	31.1	30.3	28.1	26.0	23.9
부채총계	804.8	1,177.4	1,226.9	1,245.4	1,260.4
자본금	193.7	193.7	193.7	193.7	193.7
자본잉여금	973.1	973.1	973.1	973.1	973.1
기타포괄이익누계액	-1.7	-100.2	-100.2	-100.2	-100.2
이익잉여금	370.0	419.5	886.1	1,009.8	1,144.8
비지배주주지분	8.6	69.3	68.1	65.5	62.4
자본총계	1,560.1	1,615.5	2,080.9	2,202.0	2,334.0

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	34,786	39,720	45,727	47,674	49,371
EPS(지배주주)	1,403	1,605	12,244	3,394	3,686
CFPS	9,938	11,014	23,690	7,677	6,432
EBITDAPS	9,621	11,040	9,105	6,085	4,806
BPS	23,195	21,242	39,753	45,614	50,200
DPS	200	200	200	200	200
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	57.4	44.2	7.2	26.0	24.0
PCR	8.1	6.4	3.7	11.5	13.7
PSR	2.3	1.8	1.9	1.9	1.8
PBR	3.5	3.3	2.2	1.9	1.8
EBITDA	372.7	427.6	352.7	235.7	186.2
EV/EBITDA	8.3	7.5	9.3	13.3	16.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.6	4.0	26.6	6.3	6.5
EBITDA 이익률	27.7	27.8	19.9	12.8	9.7
부채비율	51.6	72.9	59.0	56.6	54.0
금융비용부담률	1.0	0.8	0.9	0.8	0.7
이자보상배율(x)	3.8	2.3	5.4	7.8	8.8
매출채권회전율(x)	3.6	3.4	3.3	3.2	3.1
재고자산회전율(x)	294.2	357.1	350.3	334.1	333.0

Industry Indepth
2017. 11. 14

▲ 통신/미디어

Analyst 정지수
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

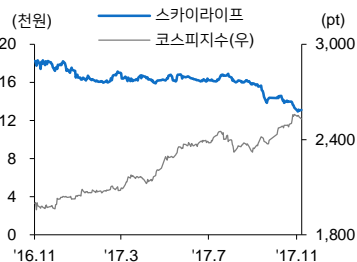
적정주가 (12개월) **17,000원**
현재주가 (11.13) **13,100원**
상승여력 **29.8%**

KOSPI	2,530.35pt
시가총액	6,265억원
발행주식수	4,782만주
유동주식비율	42.65%
외국인비중	16.73%
52주 최고/최저가	18,300원/12,950원
평균거래대금	10.0억원

주요주주(%)	
케이티 외 2인	50.00
Templeton Asset Management, Ltd.	7.45
한국방송공사	6.78

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.0	-21.6	-28.4
상대주가	-12.0	-29.1	-43.9

주가그래프



스카이라이프 053210

OTT 는 대체재가 아닌 보완재

- ✓ 2018년 별도 영업이익 850억원(+12.4% YoY) 전망
- ✓ 신사업 론칭에 따른 전반적인 비용 수준 증가로 2H17~1H18 아쉬운 실적 지속
- ✓ 신규 OTT 서비스 '텔레비(TELEBEE)'를 통한 중장기 성장 전략은 긍정적
- ✓ 신사업 안정화와 VOD 판매 증가가 예상되는 2H18부터 가파른 성장 전망
- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 17,000원으로 하향

중장기 전망은 밝으나, 단기 비용 증가는 불가피

2018년 별도 영업이익은 신사업 추진 관련 비용의 안정화로 850억원(+12.4% YoY)을 전망한다. 다만, 올해 영업이익은 프로그램 사용료 인상과 마케팅 비용 증가로 전년 대비 -3.2% 하락한 756억원이 예상된다. 광고선전비 등 신사업 추진에 따른 전반적인 비용 수준 증가는 2H17~1H18까지 이어질 전망이다. 다만, 새로운 사업들이 안정화 단계에 진입하는 2H18부터는 동사의 가파른 성장세가 예상된다.

신규 OTT 서비스 '텔레비(TELEBEE)'

지난 9월 출시한 신규 OTT 서비스 '텔레비(TELEBEE)'를 통한 중장기 성장 전략은 긍정적이다. 기본료 3천원에 채널당 500원의 추가 금액이 발생하며 약정이 없어 가입이나 해지가 용이하다. TELEBEE의 예상 ARPU는 6,500원 수준으로 기존 서비스 ARPU와 큰 차이는 없으나 타겟 연령층을 20~30대 가입자로 설정해 기존 40대 이상 가입자가 대부분이던 유료방송 가입 연령층을 다변화할 수 있다. 또한, 소비자 스스로 기기를 구입 및 설치함에 따라 판매촉진비 및 수수료를 절감해 수익성 측면에서 더욱 유리하다.

또 다른 성장 모멘텀, VOD 판매 증가

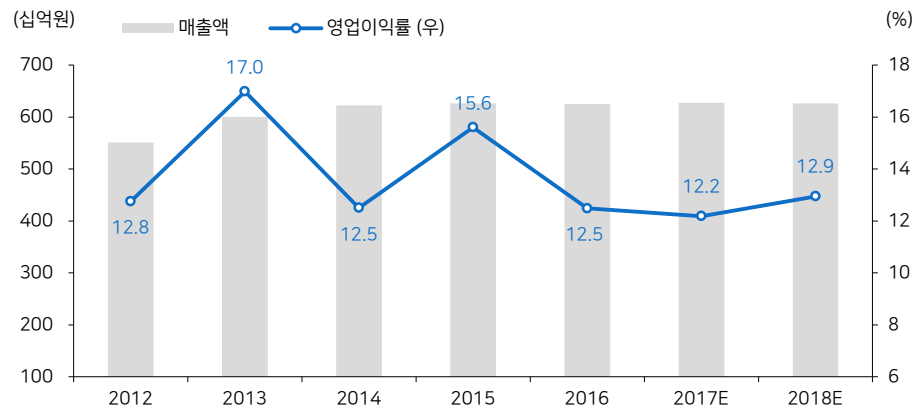
투자 의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 20,000원에서 17,000원으로 하향한다. 2018년 실적으로 기준을 변경함에 따라 Target EV/EBITDA(과거 4년 평균에 25% 할인)를 4.3배에서 3.6배로 낮추어 적용했다. 신사업과 더불어 또 다른 성장 모멘텀인 VOD 판매 증가 또한 2018년 말부터 본격화 됨에 따라 단기 실적 보다는 중장기 성장성에 초점을 맞추고 투자함이 바람직하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	626.4	97.8	74.4	1,557	34.0	9,518	11.1	1.8	4.1	16.0	41.4
2016	625.1	78.1	65.9	1,379	-11.4	10,544	12.5	1.6	4.2	12.7	40.5
2017E	633.1	75.6	57.2	1,196	-13.2	11,375	11.0	1.2	2.8	10.2	38.6
2018E	634.5	85.0	63.7	1,333	11.4	12,340	9.9	1.1	2.4	10.6	34.6
2019E	638.2	101.5	76.4	1,598	19.9	13,568	8.2	1.0	1.9	11.7	30.7

중장기 전망은 밝으나,
단기 비용 증가는 불가피

2018년 별도 영업이익은 신사업 추진 관련 비용의 안정화로 850억원(+12.4% YoY)을 전망한다. 다만, 올해 영업이익은 프로그램 사용료 인상과 마케팅 비용 증가로 전년 대비 -3.2% 하락한 756억원이 예상된다. 광고선전비 등 신사업 추진에 따른 전반적인 비용 수준 증가는 2H17~1H18까지 이어질 전망이다. 다만, 새로운 사업들이 안정화 단계에 진입하는 2H18부터는 동사의 가파른 성장세가 예상된다.

그림65 전체 프로그램 사용료 중 CPS 비중 크지 않음



자료: 스카이라이프, 메리츠증권증권 리서치센터

신규 OTT 서비스
텔레비(TELEBEE) 출시

지난 9월 출시한 신규 OTT 서비스 '텔레비(TELEBEE)'를 통한 중장기 성장 전략은 긍정적이다. 기본료 3천원에 채널당 500원의 추가 금액이 발생하며 약정이 없어 가입이나 해지에 용이하다. TELEBEE의 예상 ARPU는 6,500원 수준으로 기존 서비스 ARPU와 큰 차이는 없으나 타겟 연령층을 20~30대 가입자로 설정해 기존 40대 이상 가입자가 대부분이던 유료방송 가입 연령층을 다변화할 수 있다. 또한, 소비자 스스로 기기를 구입 및 설치함에 따라 판매촉진비 및 수수료를 절약해 수익성 측면에서 더욱 유리하다.

그림66 스카이라이프 신규 OTT 서비스 '텔레비(TELEBEE)'



자료: 스카이라이프, 메리츠증권증권 리서치센터

투자의견 Buy,
적정주가 17,000 원

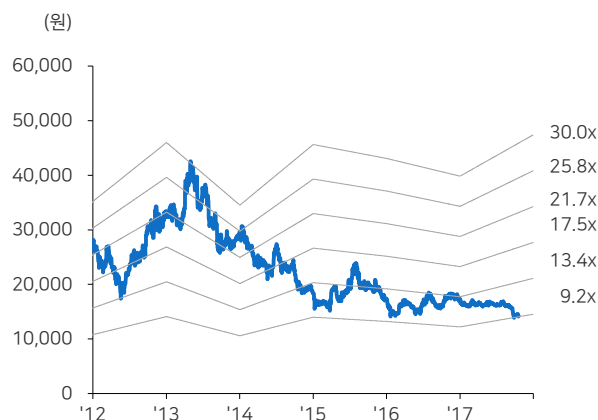
투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 20,000원에서 17,000원으로 하향한다. 2018년 실적으로 기준을 변경함에 따라 Target EV/EBITDA(과거 4년 평균에 25% 할인)를 4.3배에서 3.6배로 낮추어 적용했다. 신사업과 더불어 또 다른 성장 모멘텀인 VOD 판매 증가 또한 2018년 말부터 본격화 됨에 따라 단기 실적보다는 중장기 성장성에 초점을 맞추고 투자함이 바람직하다.

표19 스카이라이프 Valuation

구분	내용 (십억원)	비고
EBITDA	164.8	2018년 예상
Target EV/EBITDA(배)	3.6	과거 4년 평균에 25% 할인
영업가치	588.6	
순차입금	-237.5	
적정기업가치	826.1	
발행주식수(천주)	47,822	
적정주가(원)	17,275	

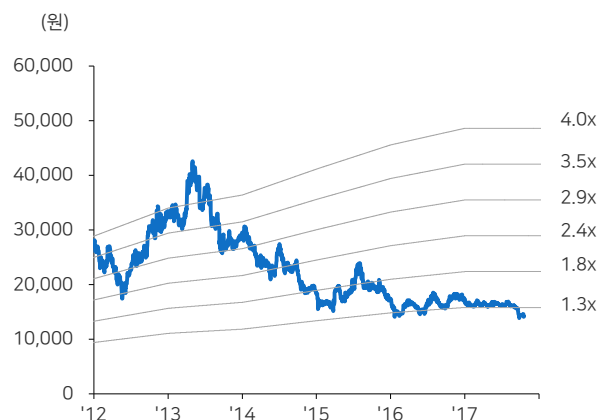
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림67 스카이라이프 PER 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림68 스카이라이프 PBR 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

표20 스카이라이프 별도 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	149.9	161.4	159.0	154.8	155.3	155.7	164.9	157.2	625.1	633.1	634.5
% YoY	1.7%	4.9%	-1.2%	-5.7%	3.6%	-3.5%	3.7%	1.5%	-0.2%	1.3%	0.2%
서비스매출	86.6	85.9	84.9	84.8	83.2	83.7	84.3	86.5	342.2	337.7	349.5
플랫폼매출	41.0	49.9	49.5	45.5	50.7	51.5	55.9	47.7	185.9	205.8	206.6
비용성매출	10.5	10.8	11.3	10.8	7.7	7.7	7.6	7.5	43.4	30.4	17.5
기타매출	11.8	14.8	13.2	13.8	13.8	12.9	17.0	15.5	53.6	59.2	60.9
영업비용	126.9	132.4	141.9	145.9	131.1	135.9	151.1	139.5	547.1	557.6	549.5
% YoY	8.5%	7.8%	-3.6%	3.0%	3.3%	2.7%	6.5%	-4.4%	3.5%	1.9%	-1.4%
중계기임차료	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	44.2	44.2	44.2
프로그램사용료	36.6	34.0	36.7	48.2	34.6	35.9	34.9	38.0	155.5	143.4	136.7
마케팅비용	26.6	35.2	35.0	29.0	29.8	35.3	39.8	34.1	125.9	139.0	136.5
상각비용	20.0	20.3	20.5	20.5	20.4	20.2	20.2	19.8	81.4	80.7	79.8
기타관리비용	32.6	31.8	38.6	37.1	35.2	33.5	45.1	36.5	140.1	150.3	152.3
영업이익	23.1	29.0	17.1	8.9	24.3	19.8	13.7	17.7	78.1	75.6	85.0
% YoY	-24.3%	-6.3%	24.6%	-60.6%	5.2%	-31.7%	-19.6%	99.3%	-20.1%	-3.2%	12.4%
영업이익률 (%)	15.4%	18.0%	10.8%	5.8%	15.6%	12.7%	8.3%	11.3%	12.5%	11.9%	13.4%
법인세차감전순이익	23.8	29.1	17.7	7.3	24.2	20.2	13.7	17.5	77.9	75.6	84.0
법인세비용	5.7	7.0	4.3	-5.1	5.8	4.9	3.3	4.2	11.9	18.3	20.3
당기순이익	18.0	22.1	13.4	12.4	18.4	15.3	10.4	13.3	65.9	57.3	63.7
당기순이익률 (%)	12.0%	13.7%	8.4%	8.0%	11.8%	9.8%	6.3%	8.4%	10.5%	9.1%	10.0%
주요 지표 (천명)											
전체 가입자	4,311	4,338	4,359	4,360	4,362	4,376	4,379	4,397	4,360	4,397	4,450
위성단독	2,147	2,219	2,283	2,336	2,381	2,434	2,485	2,522	2,336	2,522	2,625
OTS	2,228	2,200	2,075	2,024	1,982	1,941	1,894	1,874	2,024	1,874	1,825

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

스카이라이프 (053210)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	626.4	625.1	633.1	634.5	638.2
매출액증가율 (%)	0.6	-0.2	1.3	0.2	0.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	626.4	625.1	633.1	634.5	638.2
판매관리비	528.6	547.1	557.6	549.5	536.7
영업이익	97.8	78.1	75.6	85.0	101.5
영업이익률	15.6	12.5	11.9	13.4	15.9
금융손익	2.9	2.2	3.0	2.1	2.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.9	-2.3	-3.0	-3.1	-2.9
세전계속사업이익	98.8	78.0	75.6	84.1	100.8
법인세비용	24.3	12.0	18.3	20.3	24.4
당기순이익	74.4	65.9	57.4	63.7	76.4
지배주주지분 순이익	74.4	65.9	57.4	63.7	76.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	140.1	136.5	143.0	146.7	158.1
당기순이익(손실)	74.4	65.9	57.4	63.7	76.4
유형자산상각비	74.1	79.4	78.6	77.7	75.9
무형자산상각비	2.6	2.0	2.3	2.1	2.1
운전자본의 증감	-38.6	-12.0	5.3	3.6	4.1
투자활동 현금흐름	-72.0	-195.5	-75.6	-74.5	-74.8
유형자산의증가(CAPEX)	-81.4	-68.4	-90.0	-88.0	-87.0
투자자산의감소(증가)	-0.8	3.6	-0.5	-0.1	-0.3
재무활동 현금흐름	-37.0	-16.7	-17.7	-27.7	-27.7
차입금의 증감	-20.3	0.1	2.0	-8.0	-8.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	31.2	-75.6	49.7	44.5	55.5
기초현금	108.1	139.2	63.6	113.3	157.8
기말현금	139.2	63.6	113.3	157.8	213.4

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	271.1	351.0	383.0	411.0	451.4
현금및현금성자산	139.2	63.6	113.3	157.8	213.4
매출채권	88.2	112.7	109.4	106.1	102.9
재고자산	2.6	1.5	1.5	1.5	1.5
비유동자산	427.2	411.8	421.5	429.8	439.1
유형자산	297.7	283.5	294.9	305.3	316.3
무형자산	38.6	38.7	36.4	34.3	32.2
투자자산	45.1	41.5	42.1	42.2	42.4
자산총계	698.3	762.8	804.5	840.8	890.5
유동부채	132.8	145.1	156.9	157.3	158.1
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	10.0	10.0	10.0
비유동부채	71.7	74.8	67.0	59.0	51.1
사채	59.9	59.9	51.9	43.9	35.9
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	204.5	219.9	224.0	216.3	209.2
자본금	119.6	119.6	119.6	119.6	119.6
자본잉여금	161.5	161.5	161.5	161.5	161.5
기타포괄이익누계액	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	219.3	268.5	306.1	350.1	406.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	493.8	542.9	580.5	624.5	681.2

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	13,099	13,072	13,239	13,268	13,345
EPS(지배주주)	1,557	1,379	1,199	1,333	1,598
CFPS	3,881	3,490	3,217	3,381	3,691
EBITDAPS	3,649	3,334	3,271	3,445	3,753
BPS	9,518	10,544	11,378	12,342	13,571
DPS	350	415	415	415	415
배당수익률(%)	2.0	2.4	3.2	3.2	3.2
Valuation(Multiple)					
PER	11.1	12.5	11.0	9.9	8.2
PCR	4.5	5.0	4.1	3.9	3.6
PSR	1.3	1.3	1.0	1.0	1.0
PBR	1.8	1.6	1.2	1.1	1.0
EBITDA	174.5	159.4	156.4	164.8	179.5
EV/EBITDA	4.1	4.2	2.8	2.4	1.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.0	12.7	10.2	10.6	11.7
EBITDA 이익률	27.9	25.5	24.7	26.0	28.1
부채비율	41.4	40.5	38.6	34.6	30.7
금융비용부담률	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	46.7	47.3	40.2	42.7	52.0
매출채권회전율(x)	7.1	6.2	5.7	5.9	6.1
재고자산회전율(x)	217.5	309.4	424.7	422.5	423.3

Industry Indepth
2017. 11. 14

▲ 통신/미디어

Analyst 정지수
02. 6098-6681
jisoo.jeong@meritz.co.kr

CJ 헬로비전 037560

주요 지표는 흔들림이 없다

- ✓ 본업의 안정적인 성장으로 2018년 영업이익 877억원(+20.3% YoY) 전망
- ✓ 케이블TV 가입자 순증 지속, VOD 매출도 4Q16 바닥으로 점진적 개선 추세
- ✓ 알뜰폰(MVNO) LTE 전환을 빠르게 증가하며 3Q17 무선 ARPU 22,320원 기록
- ✓ 망 도매대가 전년 대비 평균 7.2% 인하됨에 따라 비용 부담 완화
- ✓ 투자 의견 Trading Buy 유지, 적정주가 7,800원으로 하향

Trading Buy

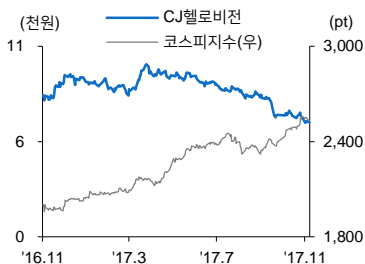
적정주가 (12개월) **7,800원**
현재주가 (11.13) **6,730원**
상승여력 **15.9%**

KOSPI	2,530.35pt
시가총액	5,212억원
발행주식수	7,745만주
유동주식비율	45.29%
외국인비중	6.41%
52주 최고/최저가	10,150원/6,710원
평균거래대금	10.2억원

주요주주(%)	
CJ오쇼핑	53.92
SK텔레콤	8.61
Sable (Asia) Limited	6.66

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.0	-30.3	-18.6
상대주가	-8.1	-37.1	-36.2

주가그래프



2018년 영업이익 877억원(+20.3% YoY) 전망

2016년 프로그램 사용료 관련 대규모 비용 효과로 2017년 영업이익은 전년 대비 +69.7% 증가한 729억원을 예상한다. 유료방송 시장 경쟁 완화로 케이블TV 가입자 순증세가 지속되고 있으며, VOD 매출도 4Q16를 바닥으로 점진적인 개선 추세다. 지난 10월 출시한 신규 OTT 서비스 뷰잉(Viewing)의 사전 예약 판매가 조기 종료되는 등 비용 증가 우려보다는 가입자 저변 확대에 따른 긍정적인 시각을 유지함이 바람직하다. 2018년은 본업의 안정적인 성장을 바탕으로 877억원(+20.3% YoY)의 영업이익을 기록할 전망이다.

긍정 요인이 더 많은 알뜰폰(MVNO) 사업

MVNO 가입자는 2Q17에 이어 3Q17에도 순감을 기록했다. 다만, 이는 통신비 규제라는 시장 불확실성에 따라 가입 정책을 보수적으로 운용한 결과다. 이익 기여도가 높은 LTE 가입자는 오히려 더 빠르게 증가하면서 3Q17 무선 ARPU 22,320원을 기록했다. 최근 협상을 완료한 망 도매대가 인하의 경우 기존 예상한 10% 수준에는 미치지 못하나 전년 대비 평균 7.2% 인하됨에 따라 비용 부담 완화 측면에서 긍정적이다.

투자 의견 Trading Buy 유지, 적정주가는 7,800 원으로 하향

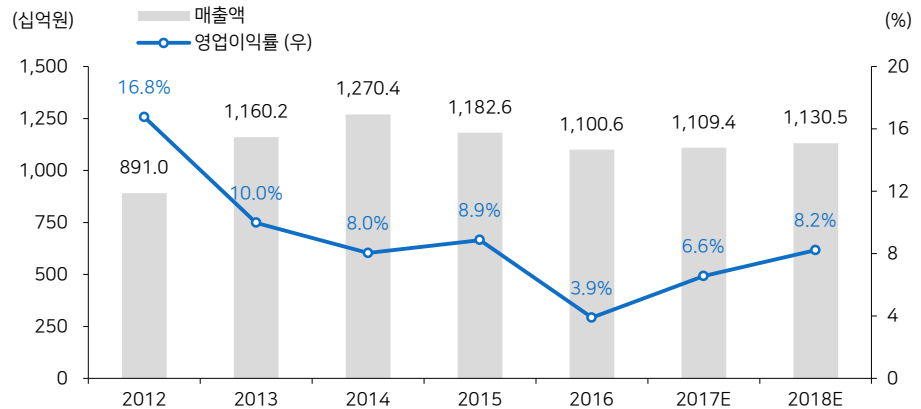
투자 의견은 Trading Buy 유지, 적정주가는 기존 10,500원에서 7,800원으로 하향한다. 적정주가 산정 기준 연도를 2018년으로 변경하고 Target EV/EBITDA는 과거 3년 평균에 25% 할인을 적용했다. 현재 주가는 역사적 저점 수준으로 기존 가입자나 ARPU 등 주요 지표가 견조한 상황에서 추가적인 주가 하락은 제한적이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	1,182.6	105.0	59.8	771	112.8	2,002	16.4	6.3	4.6	6.3	110.3
2016	1,100.6	42.9	21.5	278	-64.0	2,696	33.7	3.5	4.7	2.2	90.4
2017E	1,109.5	72.9	34.5	446	60.5	3,105	15.2	2.2	3.6	3.5	76.3
2018E	1,130.5	87.7	49.7	642	44.1	3,750	10.6	1.8	3.1	4.9	72.5
2019E	1,161.8	94.8	56.4	729	13.5	4,480	9.3	1.5	2.7	5.3	68.8

2018년 영업이익 전년 대비
+20.3% 성장 전망

2016년 프로그램 사용료 관련 대규모 비용 효과로 2017년 영업이익은 전년 대비 +69.7% 증가한 729억원을 예상한다. 유료방송 시장 경쟁 완화로 케이블TV 가입자 순증세가 지속되고 있으며, VOD 매출도 4Q16를 바닥으로 점진적인 개선 추세다. 지난 10월 출시한 신규 OTT 서비스 뷰잉(Viewing)의 사전 예약 판매가 조기 종료되는 등 비용 증가 우려보다는 가입자 저변 확대에 따른 긍정적인 시각을 유지함이 바람직하다. 2018년은 본업의 안정적인 성장을 바탕으로 877억원(+20.3% YoY)의 영업이익을 기록할 전망이다.

그림69 CJ헬로비전 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망

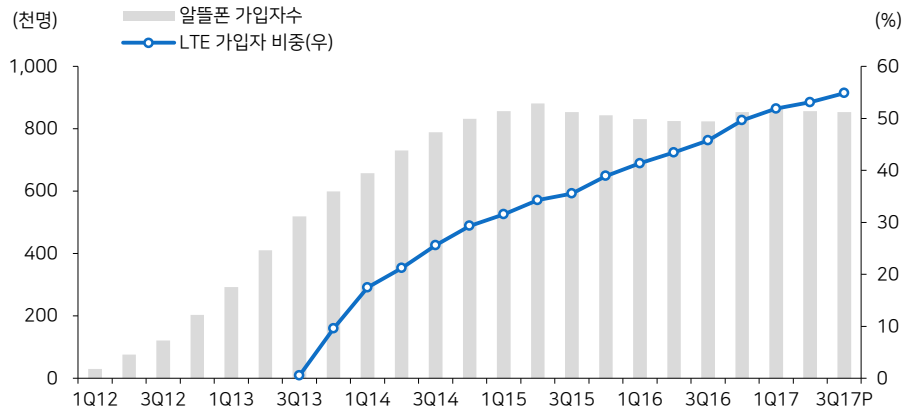


자료: CJ헬로비전, 메리츠증권 리서치센터

알뜰폰 망 도매대가 인하로
비용 부담 완화

MVNO 가입자는 2Q17에 이어 3Q17에도 순감을 기록했다. 다만, 이는 통신비 규제라는 시장 불확실성에 따라 가입 정책을 보수적으로 운용한 결과다. 이익 기여도가 높은 LTE 가입자는 오히려 더 빠르게 증가하면서 3Q17 무선 ARPU 22,320원을 기록했다. 최근 협상을 완료한 망 도매대가 인하의 경우 기존 예상한 10% 수준에는 미치지 못하나 전년 대비 평균 7.2% 인하됨에 따라 비용 부담 완화 측면에서 긍정적이다.

그림70 알뜰폰(MVNO) 가입자수 및 LTE 비중



자료: CJ헬로비전, 메리츠증권 리서치센터

투자의견 Trading Buy 유지,
적정주가 7,800 원으로 하향

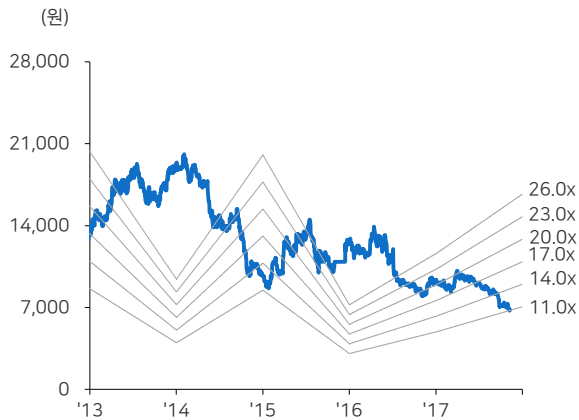
투자의견은 Trading Buy 유지, 적정주가는 기존 10,500원에서 7,800원으로 하향한다. 적정주가 산정 기준 연도를 2018년으로 변경하고 Target EV/EBITDA는 과거 3년 평균에 25% 할인을 적용했다. 현재 주가는 역사적 저점 수준으로 기존 가입자나 ARPU 등 주요지표가 견조한 상황에서 추가적인 주가 하락은 제한적이다.

표21 CJ헬로비전 Valuation

구분	내용 (십억원)	비고
EBITDA	321.9	2018년 예상
Target EV/EBITDA(배)	3.4	과거 3년 평균에 25% 할인
영업가치	1,080.1	
순차입금	476.0	
적정기업가치	604.1	
발행주식수(천주)	77,447	
적정주가(원)	7,800	

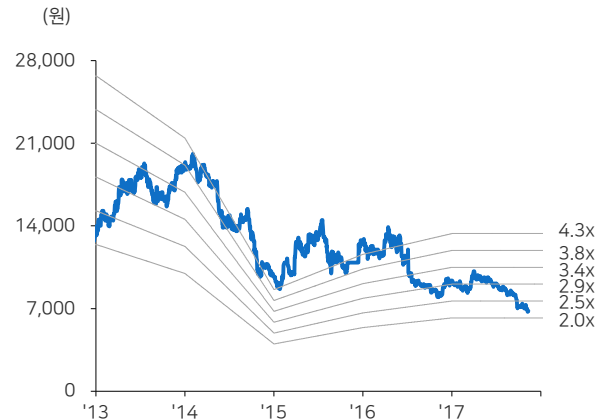
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림71 CJ헬로비전 PER 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림72 CJ헬로비전 PBR 밴드차트



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

표22 CJ헬로비전 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017	2018E
영업수익	278.6	280.3	280.3	261.5	275.2	275.7	278.2	280.3	1,100.6	1,109.4	1,130.5
% YoY	-4.9%	-7.3%	-5.2%	-10.3%	-1.2%	-1.6%	-0.7%	7.2%	-6.9%	0.8%	1.9%
TV	97.4	96.5	97.4	95.9	95.7	95.1	95.9	97.8	387.2	384.4	408.8
아날로그	14.8	14.2	13.6	13.0	12.9	12.5	12.4	12.0	55.6	49.8	45.0
디지털	82.6	82.4	83.8	82.9	82.8	82.6	83.5	85.7	331.6	334.6	363.9
초고속인터넷	31.2	30.5	29.8	29.3	28.8	28.5	28.2	28.0	120.8	113.5	109.9
인터넷 전화	11.4	10.7	10.4	10.3	10.3	10.1	9.4	9.4	42.7	39.1	37.1
광고사업 매출	67.4	66.2	68.0	50.6	63.5	66.4	62.5	65.2	252.1	257.6	253.2
알뜰폰(MVNO)	66.1	69.1	67.5	66.7	69.7	64.1	67.2	68.9	269.4	269.8	271.0
기타	5.0	7.4	7.1	8.8	7.2	11.7	15.0	11.1	28.3	45.1	50.5
영업비용	253.5	256.2	256.5	291.5	257.6	256.6	259.7	262.7	1,057.7	1,036.6	1,042.8
% YoY	-4.7%	-6.8%	-3.1%	7.1%	1.6%	0.2%	1.2%	-9.9%	-1.9%	-2.0%	0.6%
프로그램 사용료	36.3	34.7	36.1	62.5	40.2	40.3	40.7	40.5	169.7	161.7	162.2
통신설비 사용료	37.9	38.5	38.9	43.4	34.0	39.7	37.9	41.3	158.7	153.0	165.1
지급수수료	39.1	40.1	41.0	45.3	41.4	39.9	42.5	42.2	165.4	165.9	154.7
인건비	21.2	22.2	22.3	21.3	22.0	22.0	22.2	20.6	86.9	86.8	85.1
유무형자산상각비	63.5	62.7	62.0	61.1	59.8	57.8	54.8	60.1	249.3	232.5	234.2
영업이익	25.1	24.1	23.8	-30.0	17.6	19.1	18.5	17.6	42.9	72.9	87.7
% YoY	-6.6%	-12.4%	-23.5%	-253.8%	-29.9%	-20.7%	-22.1%	-158.8%	-59.1%	69.7%	20.3%
영업이익률 (%)	9.0%	8.6%	8.5%	-11.5%	6.4%	6.9%	6.7%	6.3%	3.9%	6.6%	7.8%
법인세차감전순이익	23.3	19.4	21.5	-38.2	12.8	11.6	13.1	11.5	26.0	49.0	65.0
법인세비용	4.3	4.4	4.9	-9.1	3.1	5.7	3.0	2.7	4.5	14.5	15.3
당기순이익	19.1	15.0	16.6	-29.1	9.8	5.9	10.1	8.8	21.5	34.5	49.7
당기순이익률 (%)	6.8%	5.4%	5.9%	-11.1%	3.6%	2.1%	3.6%	3.1%	2.0%	3.1%	4.4%
가입자 (천명)											
방송 가입자수	4,098	4,096	4,097	4,119	4,150	4,173	4,194	4,214	4,119	4,214	4,276
디지털 가입자수	2,567	2,581	2,601	2,645	2,688	2,710	2,721	2,755	2,645	2,755	2,881
디지털 전환율 (%)	62.6%	63.0%	63.5%	64.2%	64.8%	64.9%	64.9%	65.4%	64.2%	65.4%	67.4%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

CJ헬로비전 (037560)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,182.6	1,100.6	1,109.5	1,130.5	1,161.8
매출액증가율 (%)	9.0	-6.9	0.8	1.9	2.8
매출원가	760.1	739.3	745.2	759.4	780.4
매출총이익	422.5	361.3	364.2	371.1	381.4
판매관리비	317.5	318.4	291.3	283.5	286.6
영업이익	105.0	42.9	72.9	87.7	94.8
영업이익률	8.9	3.9	6.6	7.8	8.2
금융손익	-22.1	-17.1	-12.2	-10.6	-9.0
종속/관계기업손익	-0.3	0.3	-4.2	-4.4	-4.3
기타영업외손익	-6.6	-0.1	-7.5	-7.7	-7.8
세전계속사업이익	76.0	26.0	49.0	65.0	73.7
법인세비용	16.3	4.5	14.5	15.3	17.3
당기순이익	59.7	21.5	34.5	49.7	56.4
지배주주지분 순이익	59.8	21.5	34.5	49.7	56.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	368.2	275.8	276.6	291.9	297.3
당기순이익(손실)	59.7	21.5	34.5	49.7	56.4
유형자산상각비	161.9	158.6	157.5	156.2	156.2
무형자산상각비	109.2	90.6	75.0	78.0	77.9
운전자본의 증감	26.8	-3.9	9.6	7.9	6.8
투자활동 현금흐름	-160.6	-160.4	-192.1	-192.3	-192.5
유형자산의증가(CAPEX)	-125.0	-123.9	-120.0	-120.0	-120.0
투자자산의감소(증가)	417.9	1.3	-0.1	-0.3	-0.5
재무활동 현금흐름	-187.7	-171.6	-132.0	-23.9	-23.4
차입금의 증감	-81.9	-154.4	-126.2	-18.1	-17.6
자본의 증가	-112.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	19.9	-56.2	-47.5	75.7	81.4
기초현금	95.8	115.7	59.5	12.0	87.6
기말현금	115.7	59.5	12.0	87.6	169.0

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	373.6	315.3	269.8	350.4	439.0
현금및현금성자산	115.7	59.5	12.0	87.6	169.0
매출채권	212.5	217.0	218.7	222.9	229.0
재고자산	18.2	12.8	12.9	13.1	13.5
비유동자산	1,626.7	1,524.9	1,484.5	1,442.7	1,401.0
유형자산	737.1	693.7	656.2	620.0	583.8
무형자산	796.2	757.9	754.9	748.9	743.0
투자자산	17.2	15.9	16.0	16.3	16.8
자산총계	2,000.3	1,840.2	1,754.4	1,793.0	1,840.0
유동부채	527.8	565.1	434.5	413.1	393.3
매입채무	23.6	14.3	14.4	14.6	15.1
단기차입금	0.0	150.0	115.0	80.0	45.0
유동성장기부채	315.7	208.6	101.0	101.0	101.0
비유동부채	521.3	308.4	324.5	340.6	356.8
사채	349.2	299.5	291.5	283.5	275.5
장기차입금	160.5	2.0	26.0	50.0	74.0
부채총계	1,049.1	873.5	759.0	753.7	750.1
자본금	193.6	193.6	193.6	193.6	193.6
자본잉여금	190.1	190.1	190.1	190.1	190.1
기타포괄이익누계액	-0.6	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
이익잉여금	568.1	583.0	611.7	655.6	706.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	951.2	966.7	995.4	1,039.3	1,089.9

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	15,270	14,212	14,325	14,597	15,002
EPS(지배주주)	771	278	446	642	729
CFPS	5,049	4,000	3,838	4,031	4,085
EBITDAPS	4,856	3,773	3,943	4,156	4,247
BPS	2,002	2,696	3,105	3,750	4,480
DPS	75	75	75	75	75
배당수익률(%)	0.6	0.8	1.1	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	16.4	33.7	15.2	10.6	9.3
PCR	2.5	2.3	1.8	1.7	1.7
PSR	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5
PBR	6.3	3.5	2.2	1.8	1.5
EBITDA	376.1	292.2	305.4	321.9	328.9
EV/EBITDA	4.6	4.7	3.6	3.1	2.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.3	2.2	3.5	4.9	5.3
EBITDA 이익률	31.8	26.5	27.5	28.5	28.3
부채비율	110.3	90.4	76.3	72.5	68.8
금융비용부담률	2.4	1.9	1.6	1.4	1.3
이자보상배율(x)	3.6	2.0	4.1	5.6	6.3
매출채권회전율(x)	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
재고자산회전율(x)	64.7	71.1	86.5	86.9	87.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정지수)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

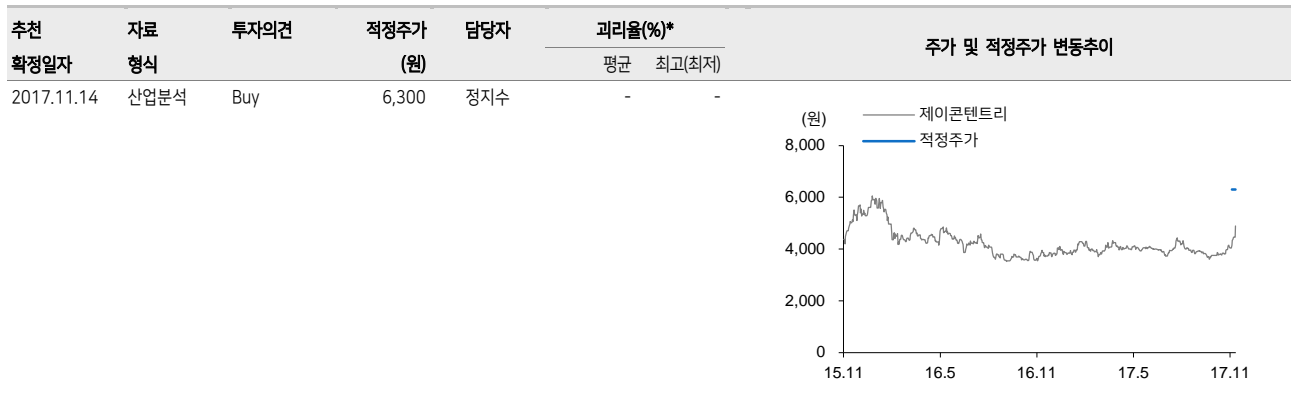
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

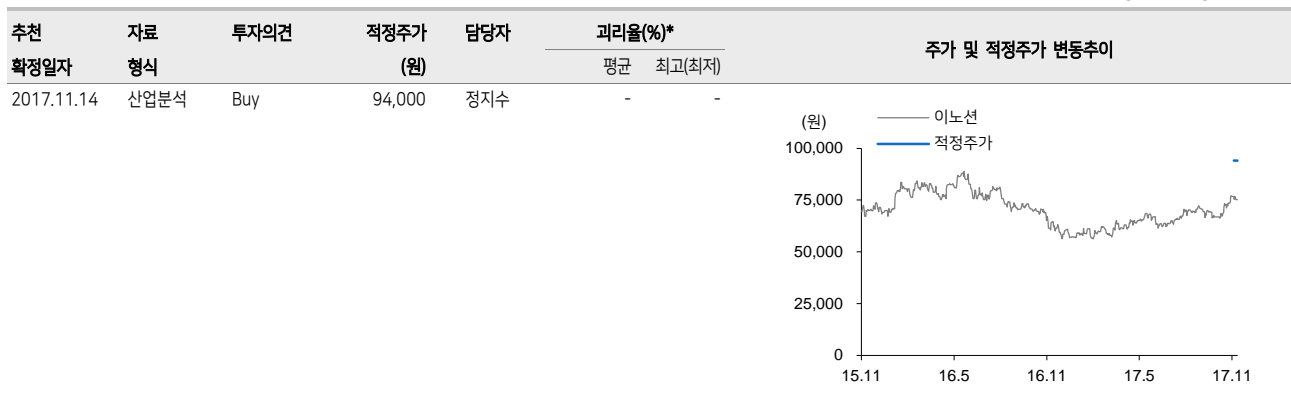
제이콘텐트리 (036420) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년



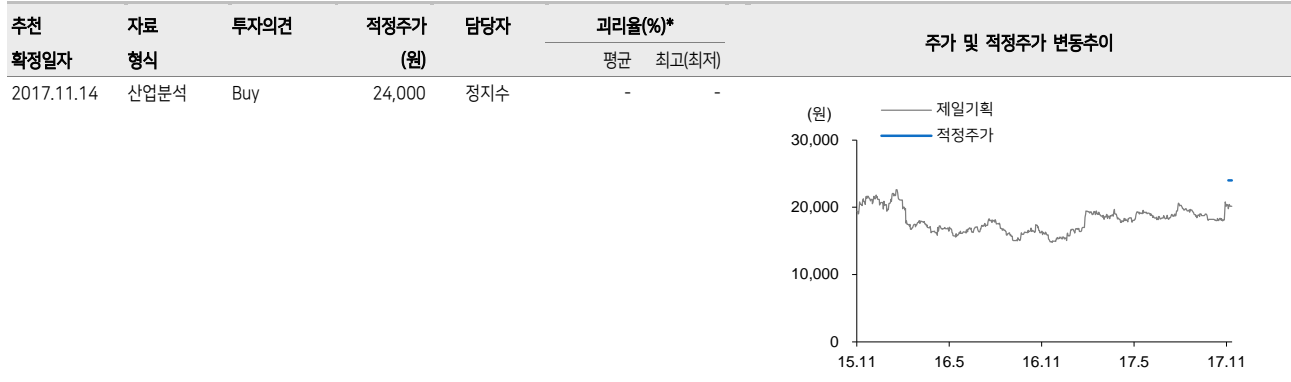
이노션 (214320) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년



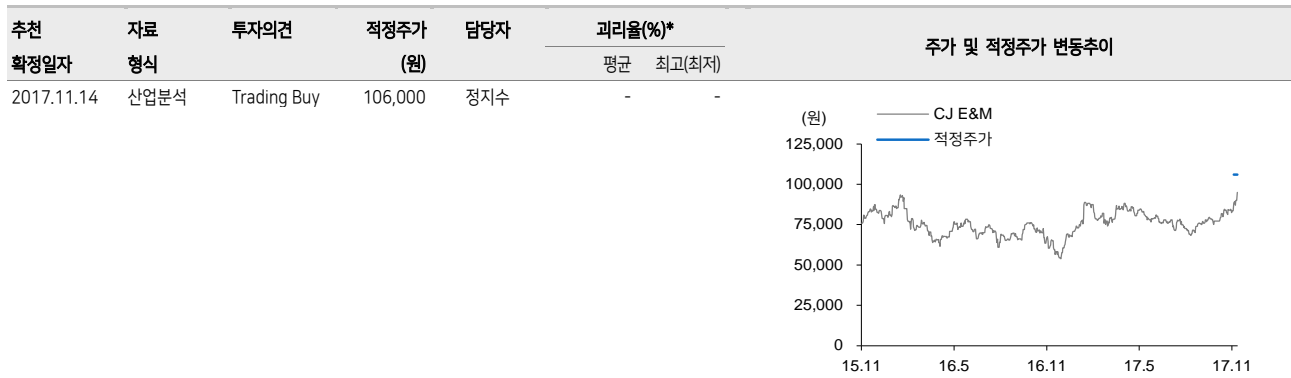
제일기획 (030000) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



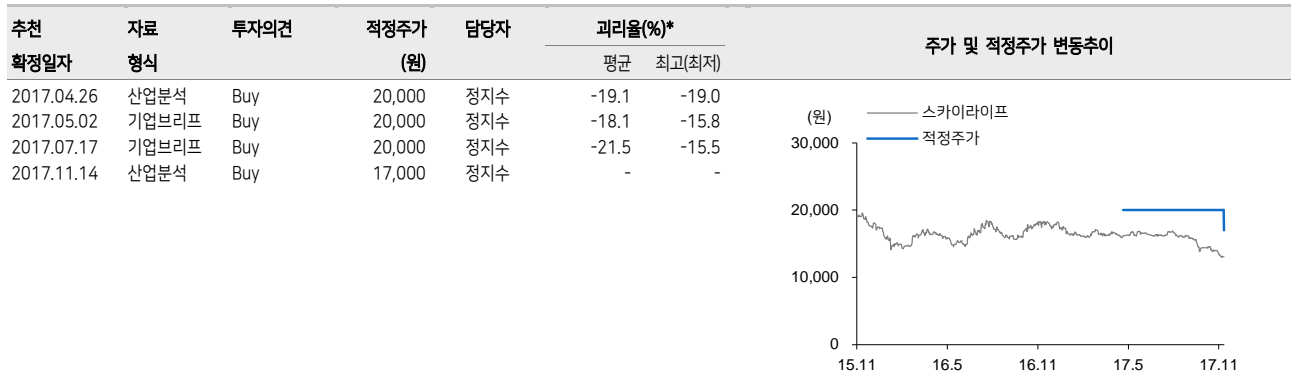
CJ E&M (130960) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



스카이라이프(053210) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



CJ 헬로비전(037560) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

