

미디어/광고

# Digital Chaser





## 미디어/광고

# Digital Chaser

Overweight

### Top Picks

종목	투자판단	적정주가
이노션 (214320)	Buy	79,000원
CJ ENM (130960)	Buy(신규)	290,000원

### 관심 종목

종목	투자판단	적정주가
CJ CGV (079160)	Buy(신규)	50,000원
스카이라이프 (053210)	Buy	14,000원
제일기획 (030000)	Trading Buy	25,000원
CJ헬로 (037560)	Trading Buy	10,000원



통신/미디어

Analyst 정지수

02. 6098-6681

jisoo.jeong@meritz.co.kr



## 미디어/광고

### Contents

<b>Part I</b>	<b>Valuation 및 Top Picks</b>	<b>7</b>
<b>Part II</b>	<b>산업 전망 (1): 디지털 영역 확장</b>	<b>15</b>
<b>Part III</b>	<b>산업 전망 (2): 국내 및 중국 영화시장 전망</b>	<b>27</b>
<b>기업분석</b>	<b>이노션(214320) 2019년 미주 신차 대행 효과 본격화</b>	<b>36</b>
	<b>CJ ENM(035760) 미디어 사업 성장 궤도에 진입</b>	<b>41</b>
	<b>CJ CGV(079160) 바닥을 다진 영화산업</b>	<b>47</b>
	<b>스카이라이프(053210) 2019년 중순 이후 실적 회복 전망</b>	<b>55</b>
	<b>제일기획(030000) 닷컴 비즈니스에 기반한 성장</b>	<b>59</b>
	<b>CJ헬로(037560) 인수 가치로서의 매력은 여전</b>	<b>63</b>

### I Valuation 및 Top Picks

- 2018년 미디어/광고 업종 주가 수익률은 시장 환경보다는 일감 몰아주기, 유료방송 M&A 등 개별 이슈에 따라 차별적 움직임
- 2019년 미디어/광고 업종 투자의견 Overweight, Top Picks는 이노션(214320)과 CJ ENM(035760)
- 이노션은 2019년 현대기아차 신차 대행 효과가 본격화될 전망이며, CJ ENM은 콘텐츠 경쟁력을 기반으로 미디어 사업 성과가 가시화

### II 2019년 산업 전망 (1): 디지털 영역 확장

- 2019년 국내 광고 시장은 11.9조원(+2.9% YoY)이 예상되며, 디지털 광고 시장은 전년 대비 +6.8% 성장하며 전체 광고 시장을 견인
- 제일기획, 이노션 등 국내 광고대행사들의 해외 실적 개선은 2019년에도 지속되며, 디지털 광고 역량을 통한 추가적인 성장 동력 확보
- 글로벌 광고 회사 중 IT/컨설팅 관련 업체 비중 확대가 두드러지며, 제일기획은 주 광고주의 닷컴 비즈니스 대행으로 디지털 비중 확대
- 이노션은 '이노션 트레이딩 데스크(ITD)' 구축으로 미디어랩을 통한 기존 방식에서 AD Exchange 방식으로 수익 구조 변화

### III 2019년 산업 전망 (2): 국내와 중국 영화산업

- 안정기에 접어든 국내 극장 관람객수로 인해 2019년 국내 박스오피스는 1조 8,115억원(+1.6% YoY) 전망
- 과거 티켓 가격 상승은 최저임금 상승과 맞물려 효과가 크지 않으며, 극장사업자들은 프리미엄관 위주로 성장을 도모
- 중국 완다시네마는 16개월간 지속된 거래 정지 상태에서 벗어나 지난 11월 5일 거래가 재개됐으나 이후 4일 연속 하한가 기록
- 거래 정지 기간 동안 완다시네마는 스크린수 +50.2% 확대, 극장매출은 +15% 성장하며 중국 시장 내 영향력은 오히려 확대
- 2018년 중국 박스오피스는 594억위안(+6.2% YoY)이 예상되며, 매년 꾸준히 성장하며 관련 우려를 불식

# Part I

## Valuation 및 Top Picks





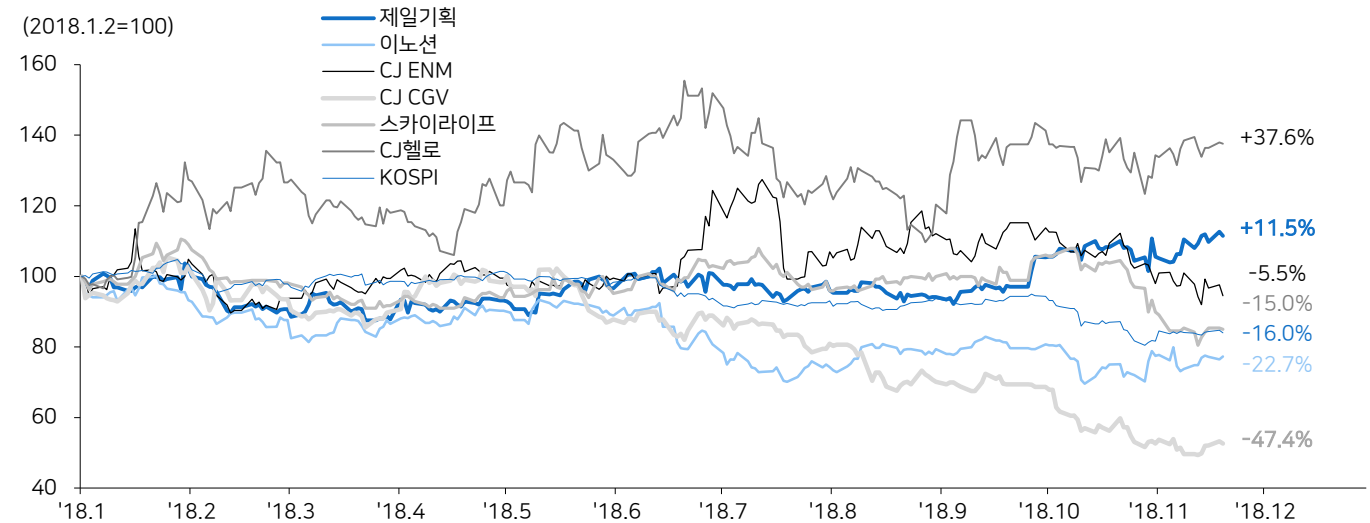
## 2018년 Review\_미디어/광고 주가 수익률

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

### 개별 이슈에 따라 움직인 미디어/광고 업종 주가지수

- 2018년 미디어/광고 업종 주가 수익률은 시장 환경보다는 개별 이슈에 따라 상이
- 광고대행사는 정부 규제 대상 여부에 따라 제일기획(+11.5%)과 이노션(-22.7%)의 주가 차별성이 뚜렷
- 국내 위성/케이블TV 시장이 침체된 가운데 CJ헬로는 M&A 기대감에 연초 대비 +37.6% 주가 상승
- CJ CGV는 성숙기에 접어든 국내 시장 상황과 해외 환율로 연초 대비 -47.4% 주가 수익률 기록

### 2018년 미디어/광고 주요 종목 상대주가지수



자료: WiseFn, 메리츠증권리서치센터

# 국내 광고 시장 Valuation

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

## 2019년 국내 광고대행사 성장 감안 시 PER 18~20배 타당

- 글로벌 주요 광고대행사의 PER(주가수익률)은 12~18배 수준
- 광고 시장 성장은 GDP 성장률과 연동되어 큰 폭의 이익 변동 없이 안정적인 사업 영위가 가능
- 유기적인 성장이 어려운 만큼 M&A를 통한 비유기적 성장을 통한 사업 확장이 보편화
- 2019년 광고 시장 회복과 비유기적 성장 감안 시 국내 광고대행사에 대한 PER 18~20배 부여는 타당

## 글로벌 광고 Peer Valuation

(십억달러)	시가 총액	PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		매출액		영업이익		EBITDA		ROE (%)	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
이노션	1.0	14.1	13.1	1.6	1.4	3.0	2.8	1.12	1.22	0.10	0.11	0.11	0.12	11.4	11.4
제일기획	2.3	18.9	17.3	2.8	2.6	10.0	9.3	3.19	3.36	0.16	0.18	0.19	0.21	15.5	15.9
WPP (영국)	13.9	7.9	8.0	1.8	1.7	6.8	7.0	19.57	19.81	2.59	2.41	2.97	2.89	14.1	13.3
Omnicom (미국)	17.2	13.6	13.3	6.4	5.9	8.7	8.6	15.30	15.42	2.10	2.13	2.35	2.38	46.2	44.5
Publicis (프랑스)	14.2	11.5	11.0	1.9	1.7	8.4	8.0	10.65	10.96	1.69	1.80	1.89	1.97	16.4	16.1
Interpublic (미국)	9.0	13.5	13.0	3.7	3.3	8.4	7.5	7.97	8.69	1.04	1.11	1.28	1.44	28.3	26.2
Dentsu (일본)	12.8	17.2	16.2	1.2	1.1	9.8	8.8	8.84	9.46	1.08	1.25	1.54	1.72	7.2	7.4
Hakuhodo (일본)	5.8	21.6	14.3	1.9	1.8	10.7	8.6	12.41	12.66	0.49	0.59	0.54	0.64	9.4	12.3
Guangdong AD (중국)	11.7	18.4	17.1	2.2	2.1	11.8	10.8	1.73	1.90	0.83	0.90	0.98	1.06	12.1	12.5
BlueFocus (중국)	1.5	18.5	15.2	1.6	1.5	12.4	10.8	3.02	3.75	0.10	0.13	0.15	0.17	9.0	10.8

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

# 국내 방송 시장 Valuation

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

## 방송 부문 실적 개선으로 밸류에이션 상향 적용 가능

- 글로벌 주요 방송 사업자의 PER은 10~20배로 다양하게 분포
- CJ ENM은 콘텐츠 경쟁력을 바탕으로 3Q18 미디어 사업부 사상 최대 이익을 기록했으나, 주가는 합병 시너지에 대한 의구심으로 밴드 하단 수준
- 방송 부문에서의 실적 개선이 지속될 경우 국내 방송 사업자에 대한 밸류에이션 상향 적용 가능

## 글로벌 방송 Peer Valuation

(십억달러)	시가 총액	PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		매출액		영업이익		EBITDA		ROE (%)	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
CJ E&M	4.1	16.4	13.7	1.8	1.6	9.9	9.4	3.34	3.98	0.26	0.34	0.59	0.61	12.5	14.8
SBS	0.3	74.4	11.7	0.7	0.6	10.5	5.0	0.77	0.73	0.00	0.03	0.03	0.06	0.9	5.6
Walt Disney (미국)	171.7	16.7	16.1	3.7	3.1	11.0	11.1	58.93	61.65	14.81	14.69	17.64	17.50	24.4	20.5
21C Fox (미국)	90.5	25.6	24.5	4.7	3.2	14.9	14.3	29.97	31.58	6.34	6.66	7.00	7.32	20.8	17.5
Viacom (미국)	12.9	8.7	8.2	1.9	1.6	7.3	7.0	12.84	13.26	2.72	2.85	2.99	3.08	24.3	20.9
Fuji Media (일본)	3.5	18.7	15.8	0.6	0.5	11.4	10.2	6.09	5.57	0.21	0.24	0.41	0.43	3.1	3.4
Nippon TV (일본)	4.2	13.8	12.1	0.7	0.6	5.7	5.5	3.98	3.78	0.45	0.43	0.61	0.59	5.1	5.3
Beijing Enlight (중국)	3.2	9.2	19.7	2.1	2.0	17.0	22.2	0.27	0.33	0.39	0.16	0.19	0.15	24.0	10.0
Huayi Bros. (중국)	2.1	18.5	15.1	1.4	1.3	17.7	15.2	0.65	0.76	0.12	0.15	0.15	0.18	6.9	7.9

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

# 국내 영화 시장 Valuation

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

## 글로벌 평균 대비 낮은 국내 영화 사업자 밸류에이션

- 글로벌 주요 영화 사업자의 EV/EBITDA는 약 10배 수준
- 중국 완다시네마는 최근 거래가 재개됐으나 연이은 주가 하락으로 밸류에이션 하향 조정 중
- CJ CGV는 중국 및 동남아 시장을 겨냥한 공격적인 확장 전략으로 외형 확대를 지속 중이나, 수익성 회복이 더디게 나타나며 글로벌 평균 대비 낮은 10배 이하의 밸류에이션 적용

## 글로벌 영화 Peer Valuation

(십억달러)	시가 총액	PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		매출액		영업이익		EBITDA		ROE (%)	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
CJ CGV	0.7	N/A	18.0	2.6	2.3	8.5	7.6	1.61	1.77	0.07	0.10	0.22	0.25	1.4	13.8
Wanda Cinema (중국)	5.9	19.6	16.0	3.0	2.7	13.1	10.5	2.28	2.67	0.32	0.39	0.50	0.62	14.1	15.0
IMAX China Holdings (중국)	0.9	17.2	16.2	3.0	2.6	9.1	8.3	0.13	0.14	0.06	0.07	0.08	0.09	19.0	17.9
Cinemark Holdings (미국)	4.3	17.9	15.8	2.9	2.6	8.0	7.6	3.16	3.28	0.44	0.43	0.76	0.79	17.6	17.7
AMC Entertainment (미국)	1.4	N/A	42.4	1.0	0.9	7.2	6.9	5.43	5.61	0.27	0.33	0.90	0.94	-1.0	2.3
Marcus Corporation (미국)	1.2	22.7	20.7	2.4	2.2	10.4	9.7	0.68	0.71	0.08	0.09	0.14	0.15	10.9	10.4
Cineplex (캐나다)	1.3	21.2	18.8	1.8	2.5	8.8	8.2	1.23	1.28	N/A	N/A	0.19	0.21	10.7	13.0
Cineworld Group (영국)	4.9	13.7	11.3	1.2	1.1	9.5	7.9	4.26	4.79	0.56	0.70	0.90	1.08	13.6	13.6

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

# 국내 유료방송 시장 Valuation

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

## 가입자 이탈로 국내 유료방송 밸류에이션 하락 지속

- 글로벌 주요 유료방송 사업자의 PBR(주가순자산비율)은 1.0~4.0배로 다양하게 분포
- 국내 위성/케이블TV 사업자들은 유료방송 가입자 이탈에 따른 밸류에이션 하락 지속
- 다만, CJ헬로의 경우 유료방송 시장 재편에 대한 기대감으로 PER 20배 수준에서 거래

## 글로벌 유료방송 Peer Valuation

(십억달러)	시가 총액	PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		매출액		영업이익		EBITDA		ROE (%)	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
스카이라이프	0.5	9.7	9.1	0.9	0.8	3.3	3.2	0.60	0.62	0.06	0.07	0.14	0.14	9.1	9.1
CJ헬로비전	0.7	22.2	19.1	0.7	0.7	4.2	4.1	1.03	1.05	0.06	0.06	0.29	0.30	3.3	3.7
Comcast (미국)	173.7	14.9	13.7	2.4	2.1	8.0	7.5	91.24	99.36	19.27	21.24	29.66	31.82	16.5	15.9
Liberty Global (미국)	17.6	N/A	102.9	3.3	3.4	7.2	7.3	13.97	13.86	1.93	2.12	6.33	6.30	-6.1	8.6
Charter (미국)	82.4	62.2	44.2	1.9	1.9	9.6	9.2	43.55	45.62	5.23	6.17	15.99	16.74	3.4	4.3
Dish Network (미국)	14.7	10.4	12.8	1.7	1.5	10.1	11.7	13.61	12.78	2.11	1.72	2.82	2.42	21.1	14.7
Shaw Communications (캐나다)	9.8	22.7	18.2	2.2	2.1	8.3	7.8	3.99	4.12	0.82	0.88	1.58	1.66	4.8	11.4
Sky Perfect (일본)	1.6	14.0	13.6	N/A	N/A	N/A	N/A	1.57	1.46	0.15	0.15	N/A	N/A	5.4	5.2
Beijing Gehua (중국)	1.8	17.6	17.6	1.0	0.9	6.1	5.8	0.40	0.41	0.07	0.08	0.16	0.17	5.5	5.1

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

# Top Picks 및 관심종목

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

## Top Picks: 이노션, CJ ENM

- 2019년 미디어/광고 업종 Top Picks는 이노션(214320)과 CJ ENM(035760)
- 이노션은 2019년 현대기아차의 미주 지역 신차 대행에 따른 마케팅 확대 수혜 본격화
- CJ ENM은 양질의 콘텐츠 경쟁력을 앞세운 디지털 광고 성장이 전체 미디어 사업 실적을 견인

## 커버리지 종목 투자 포인트

종목	투자의견	적정주가	현재주가	투자포인트
이노션(214320)	Buy	79,000원	67,000원	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 현대차 미주 신차 대행으로 2019년 매출총이익 4,871억원(+4.7% YoY), 영업이익 1,263억원(+6.9% YoY) 전망</li> <li>■ 국내 프로그래매틱 바이팅 역량 강화를 통해 미디어랩을 통한 기존 방식에서 AD Exchange 방식으로 수익 구조 변화</li> </ul>
CJ ENM(035760)	Buy(신규)	290,000원	224,100원	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 콘텐츠 경쟁력을 바탕으로 미디어 부문 실적 개선 지속. 디지털 광고 성장이 전체 미디어 실적을 견인</li> <li>■ 2019년에도 방송 계절성을 고려한 전략적 콘텐츠 라인업 구축으로 전사 영업이익 3,604억원(+11.7% YoY) 기대</li> </ul>
CJ CGV(079160)	Buy(신규)	50,000원	41,100원	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 2019년 다수의 MARVEL 영화 개봉으로 국내 시장 회복이 기대되며, 4DX는 일본, 중국 등 주요국 성장세 지속</li> <li>■ CGV 베트남 상장은 철회됐으나, 베트남 영화시장은 연평균 +15.7% 고성장이 예상되는 만큼 기대감은 유효</li> </ul>
스카이라이프(053210)	Buy	14,000원	10,100원	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 유료방송 가입자는 최근 4개 분기 연속 순감을 기록하며 부진했으나, UHD 가입자 증가는 긍정적</li> <li>■ 커머스 사업 등 안정적인 수익 구조의 신규 서비스 사업 정상화는 2019년 중순 이후부터 본격화</li> </ul>
제일기획(030000)	Trading Buy	25,000원	20,400원	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 주 광고주의 광고선전비 증가 기조 속에 BTL 중심의 유럽 및 해외 지역 프로모션 확대는 긍정적</li> <li>■ 주 광고주의 닷컴 비즈니스를 대행하며 전통 광고 영역 외에도 디지털 역량을 추가로 강화</li> </ul>
CJ헬로(037560)	Trading Buy	10,000원	9,100원	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 2018년 케이بلTV 가입자는 하나방송 인수 효과에도 불구하고 4.3만명 순증에 그치며 부진할 전망</li> <li>■ 케이بلTV 및 알뜰폰 가입자 감소가 관련 비용 절감으로 이어지며 2019년 영업이익 728억원(+9.1% YoY) 예상</li> </ul>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## Part II

### 2019년 산업 전망 (1): 디지털 영역 확장

## [광고] 국내 광고 시장 현황 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

### 2019년 국내 광고 시장 11.9조원(+2.9% YoY) 전망

- 2019년 국내 광고 시장은 전년 대비 +2.9% 성장한 11조 9,402억원 전망
- 인쇄 광고는 역성장이 불가피하나, 방송 광고는 IPTV 성장세가 지속되며 전년 대비 +1.5% 성장 전망
- 디지털 광고 시장은 모바일 부문의 고성장에 힘입어 전년 대비 +6.8% 성장 전망

### 매체별 광고 시장 추이 및 전망

구분	매체	광고비(십억원)					성장률(%)	
		2015	2016	2017	2018E	2019E	2018E	2019E
방송	지상파TV	1,970.2	1,731.2	1,522.3	1,596.5	1,598.1	4.9	0.1
	라디오	296.7	304.0	278.5	285.0	288.4	2.3	1.2
	케이블/중편	1,776.8	1,747.4	1,837.6	1,895.6	1,939.9	3.2	2.3
	IPTV	80.1	84.6	91.5	102.9	110.7	12.5	7.6
	위성,DMB 등 기타	104.3	181.4	200.4	206.2	209.2	2.9	1.5
	<b>방송 계</b>	<b>4,228.1</b>	<b>4,048.6</b>	<b>3,930.3</b>	<b>4,086.2</b>	<b>4,146.4</b>	<b>4.0</b>	<b>1.5</b>
인쇄	신문	1,501.1	1,471.2	1,405.6	1,385.0	1,368.4	-1.5	-1.2
	잡지	416.7	378.0	343.8	340.0	336.6	-1.1	-1.0
	<b>인쇄 계</b>	<b>1,917.8</b>	<b>1,849.2</b>	<b>1,749.4</b>	<b>1,725.0</b>	<b>1,705.0</b>	<b>-1.4</b>	<b>-1.2</b>
디지털	PC	1,721.6	1,637.2	1,624.5	1,660.0	1,689.9	2.2	1.8
	모바일	1,280.2	1,745.3	2,215.7	2,471.0	2,720.6	11.5	10.1
	<b>디지털 계</b>	<b>3,001.8</b>	<b>3,382.5</b>	<b>3,840.2</b>	<b>4,131.0</b>	<b>4,410.5</b>	<b>7.6</b>	<b>6.8</b>
OOH	옥외	359.2	351.2	339.2	340.0	335.9	0.2	-1.2
	극장	212.0	225.1	228.0	240.0	247.9	5.3	3.3
	교통	433.9	432.8	435.2	470.0	494.4	8.0	5.2
	<b>OOH계</b>	<b>1,005.1</b>	<b>1,009.1</b>	<b>1,002.4</b>	<b>1,050.0</b>	<b>1,078.3</b>	<b>4.7</b>	<b>2.7</b>
제작		574.2	642.5	607.2	608.0	600.1	0.1	-1.3
<b>총 계</b>		<b>10,727.0</b>	<b>10,931.8</b>	<b>11,129.5</b>	<b>11,600.2</b>	<b>11,940.2</b>	<b>4.2</b>	<b>2.9</b>

자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터



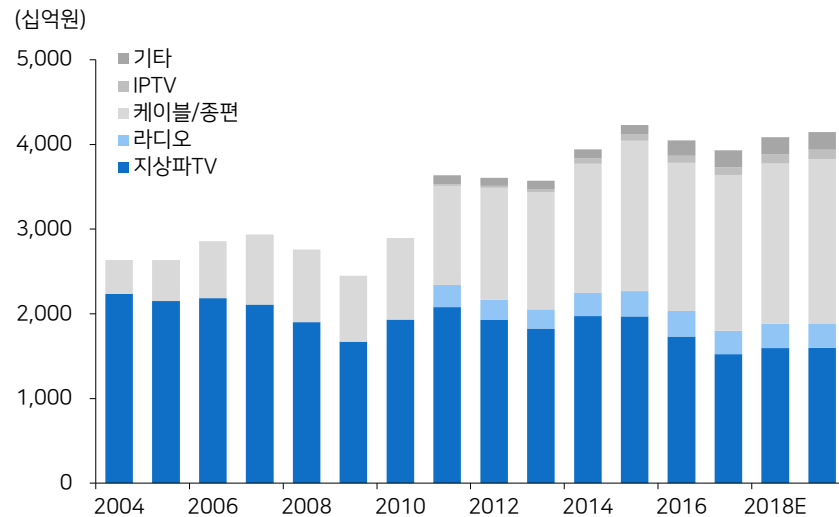
## [광고] 국내 디지털 광고 시장 고성장 지속

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

### 디지털 광고 시장이 전체 광고 시장 성장 견인

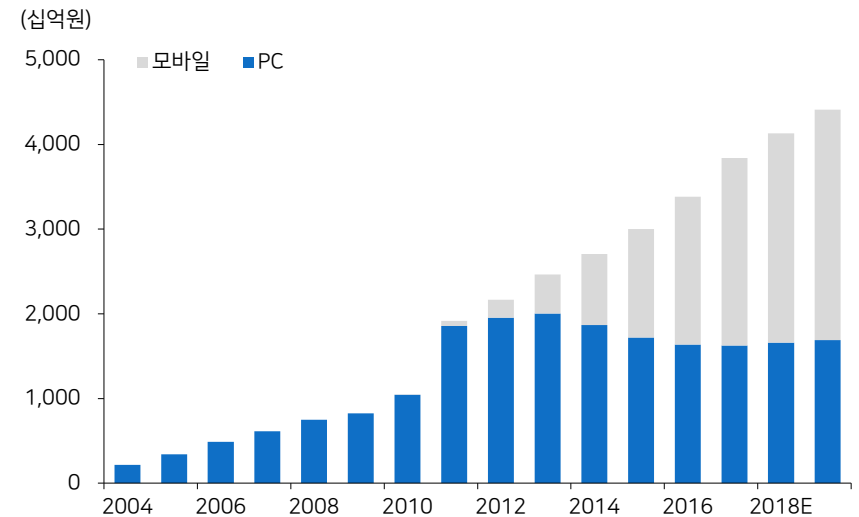
- 국내 디지털 광고 시장은 2018년 처음으로 4조원을 돌파하며 방송 광고 시장을 역전
- 디지털 광고 시장의 성장은 인터넷과 스마트폰 보급률 확대와 다양한 매체 증가로부터 기인
- 2019년 디지털 광고 시장은 4.41조원(+6.8% YoY)으로 방송 광고(4.15조원)와의 격차를 더욱 확대

### 방송 광고 카테고리별 시장전망



자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

### 디지털 광고 카테고리별 시장전망



자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

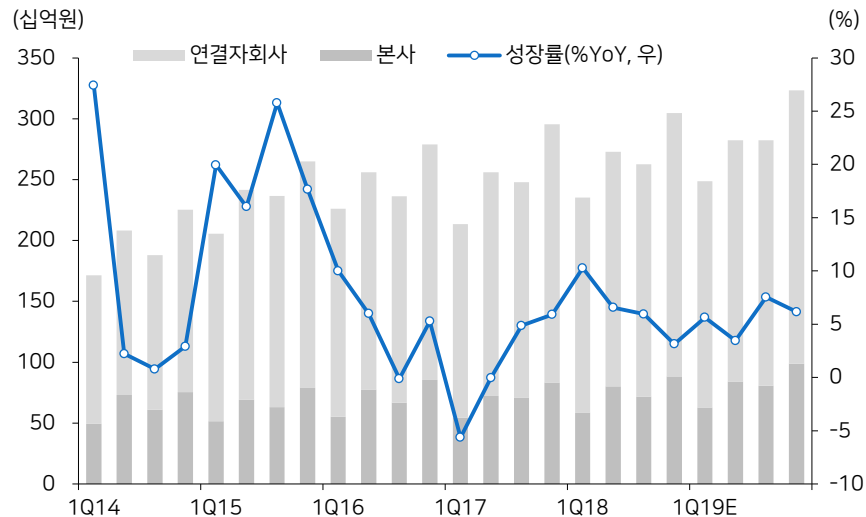
## [광고] 2019년 국내 광고대행사 점진적 실적 개선 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

### 2019년 국내 광고대행사 실적 개선 지속

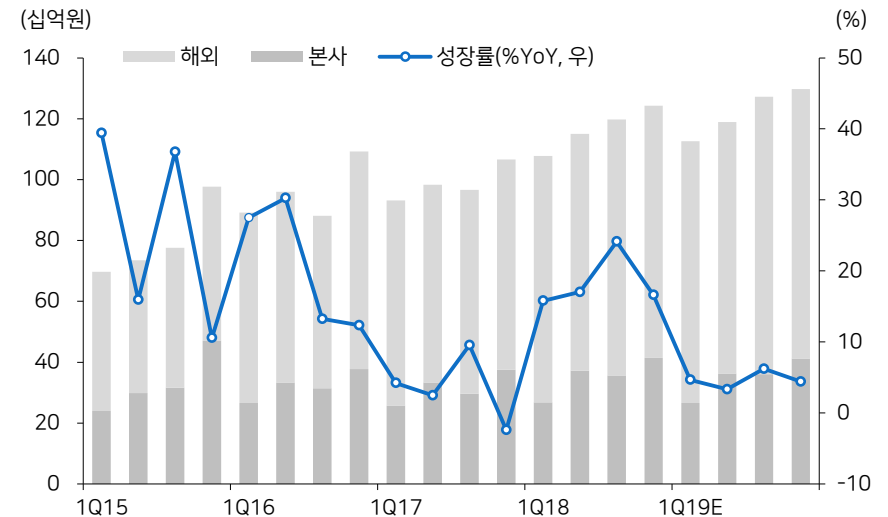
- 2019년 국내 광고대행사들은 디지털 광고 부문 경쟁력 강화로 점진적인 실적 개선이 가능
- 제일기획은 닷컴 비즈니스와 BTL 확대에 따른 주 광고주 물량 증가로 2019년 +5.7% YoY 성장 전망
- 이노션은 현대기아차의 본격적인 미주 신차 프로모션 진행으로 해외 시장 위주로 성장 예상

### 제일기획 분기 매출총이익 추이 및 전망



자료: 제일기획, 메리츠증권리서치센터

### 이노션 분기 매출총이익 추이 및 전망



자료: 이노션, 메리츠증권리서치센터

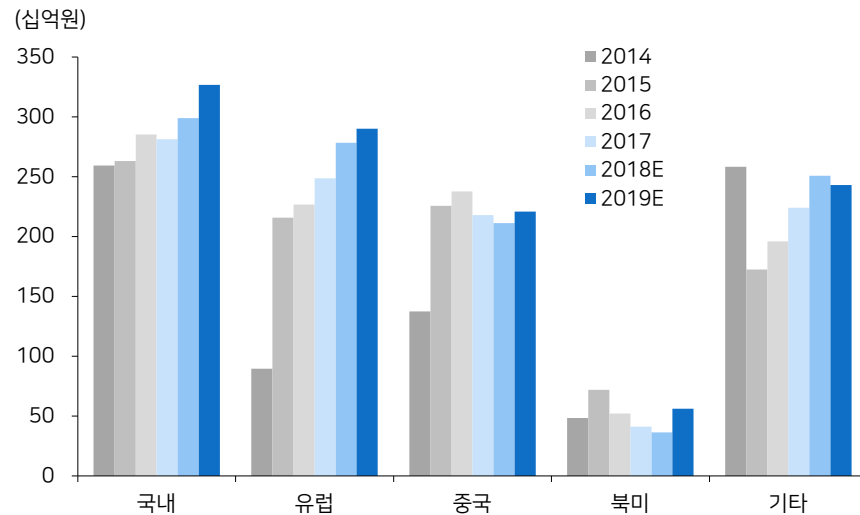
## [광고] 국내 광고대행사 실적 개선은 해외 시장에서

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_Digital Chaser

### 국내 광고대행사 실적 개선은 해외 시장 성장에 기인

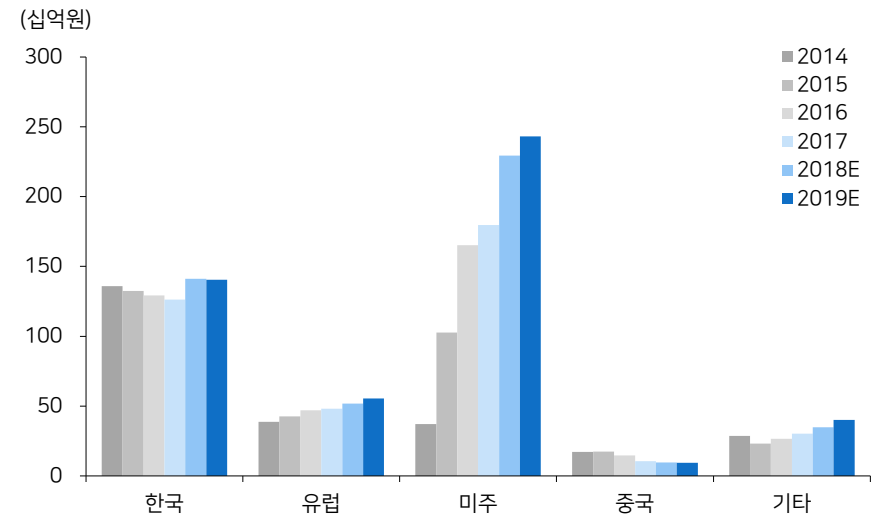
- 2018년 제일기획과 이노션은 대내외 불확실성으로 부진했던 해외 시장에서 성장 재개
- 제일기획은 유럽, 신흥시장 성장과 북미, 중국 시장 회복으로 해외 매출총이익 +4.3% YoY 성장 전망
- 이노션은 신차 대행 효과가 예상되는 미주 지역 위주로 해외 매출총이익 +6.9% YoY 성장 전망

### 제일기획 지역별 매출총이익 추이 및 전망



자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

### 이노션 지역별 매출총이익 추이 및 전망



자료: 이노션, 메리츠증권증권 리서치센터

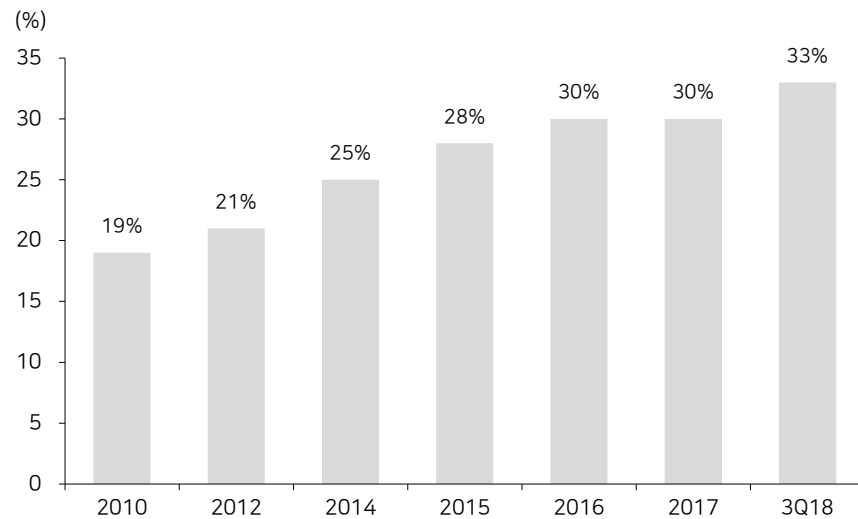
## [광고] 국내 광고대행사의 디지털 광고 비중 확대

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

### 국내 광고대행사의 디지털 광고 비중 확대 지속

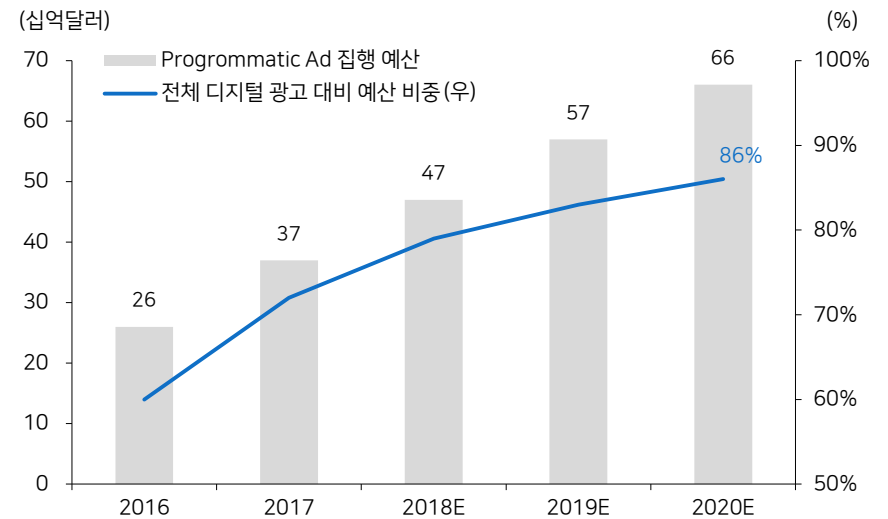
- 2019년에는 국내 광고대행사의 디지털 경쟁력 강화로 디지털 광고 사업 비중 확대가 예상
- 제일기획은 2010년 19%에 불과했던 디지털 매출 비중이 3Q18 기준 33%까지 확대
- 이노션은 프로그래매틱 바잉 역량 강화로 전사 매출총이익 내 디지털 광고 비중 확대 예상

### 제일기획의 디지털 사업 비중



자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

### 미국 내 Programmatic Ad 예산 추이 및 전망



자료: 이노션, 메리츠증권증권 리서치센터

## [광고] 글로벌 광고 시장 내 디지털 영향력 확대

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

### 글로벌 컨설팅 회사와 경쟁하는 광고업체들

- 글로벌 광고 회사 Top 10 중 IT/컨설팅 관련 업체는 2015년 3개에서 2017년 5개 업체로 증가
- 광고 시장 내 IT/컨설팅 업체들은 기존 광고 회사와 달리 두 자릿수 이상의 가파른 매출 성장세 기록
- 이는 점차 중요성이 높아지고 있는 디지털 광고에서 마케팅과 커뮤니케이션 역량이 필수적이며, 컨설팅 회사들의 강점인 리서치와 사업 및 재무 이해도에 따라 비용 효율화 작업이 수월하기 때문

### 글로벌 광고 회사 Top 10 순위 변화: 디지털 광고 부문 성장 두각

순위	2015년 업체 (국가)	순위	2017년 업체 (국가)	매출액 (\$BN)	(% YoY)
1	WPP(London)	1	WPP(London)	19.7	+1.7
2	Omnicom Group(New York)	2	Omnicom Group(New York)	15.3	-0.9
3	Publicis Groupe(Paris)	3	Publicis Groupe(Paris)	10.9	+1.4
4	Interpublic Group of Cos.(New York)	4	Interpublic Group of Cos.(New York)	7.9	+0.5
5	Dentsu(Tokyo)	5	Dentsu(Tokyo)	7.8	+8.0
6	Havas(France)	6	Accenture's Accenture Interactive(New York)	6.5	+34.8
7	Alliance Data Systems Corp.(Texas)	7	PwC's PwC Digital Services(New York)	5.1	+54.9
8	Hakuhodo DY Holdings(Tokyo)	8	Deloitte's Deloitte Digital(New York)	4.1	+30.9
9	IBM Corp.'s IBM Interactive Experience(New York)	9	Cognizant's Cognizant Interactive(New York)	3.9	+28.7
10	Deloitte's Deloitte Digital(New York)	10	IBM Corp.'s IBM Interactive Experience(New York)	3.5	+18.1

자료: Adage, 메리츠증권증권 리서치센터

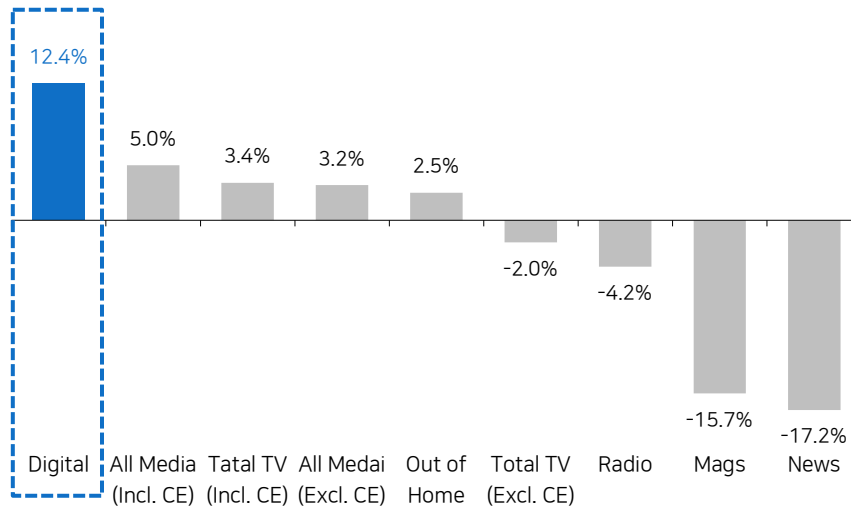
## [광고] 제일기획의 디지털 광고 역량 강화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

### 제일기획의 디지털 역량 강화

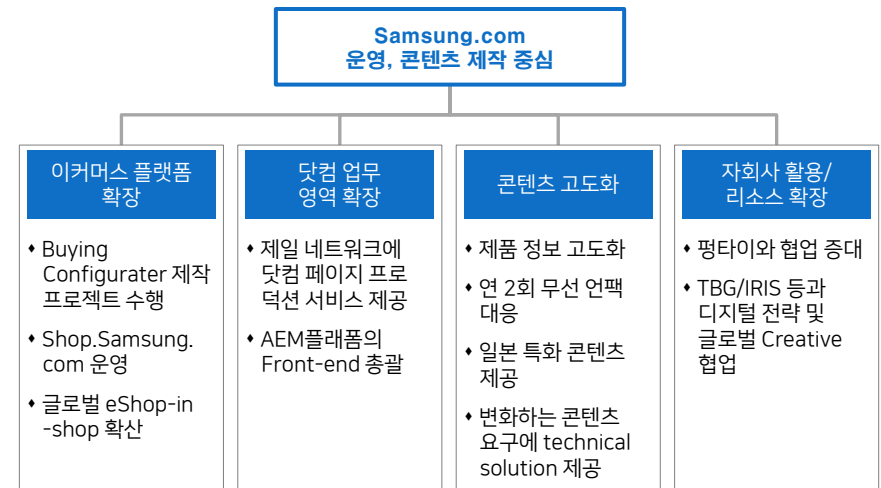
- 제일기획은 주 광고주의 닷컴 비즈니스를 대행하며 디지털 역량 강화 중
- 닷컴은 BPO(Business Process Outsourcing) 비즈니스로 Payroll, Finance 등에서 출발해 최근 IT로 확대
- 닷컴 비즈니스의 장점은 비용 절감과 업무 속도 증가, 내부 조직 변화에 신속한 대응
- 제일기획은 전통 광고 영역에서 벗어나 IT/컨설팅 업체들이 주도하는 디지털 영역으로 사업 영역 확장

### 2018년 미국 카테고리별 광고 매출 성장 예상



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 제일기획 디지털 플랫폼 그룹 현황



자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

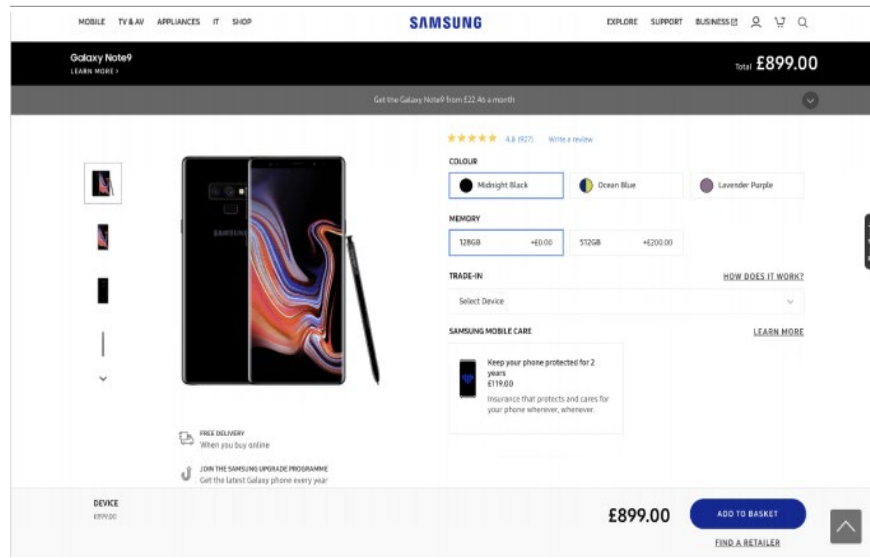
## [광고] 제일기획의 디지털 광고 역량 강화 II

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

### 제일기획 닷컴 비즈니스 전략

- 제일기획은 현재 삼성전자 이커머스 글로벌 플랫폼 지원 업무를 수행 중  
- samsung.com에서 유통되는 대부분의 콘텐츠 제작을 담당
- 닷컴 관련 비즈니스는 2017년 전체 매출총이익의 약 10% 비중으로 파악되며,  
현재 플랫폼 운영 및 콘텐츠 제작에서 향후 데이터 분석까지 그 영역을 확대할 전망

### 제일기획, 삼성전자의 이커머스 글로벌 플랫폼 지원 업무 수행



자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

### 삼성전자 일본 전용 모델 페이지



자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

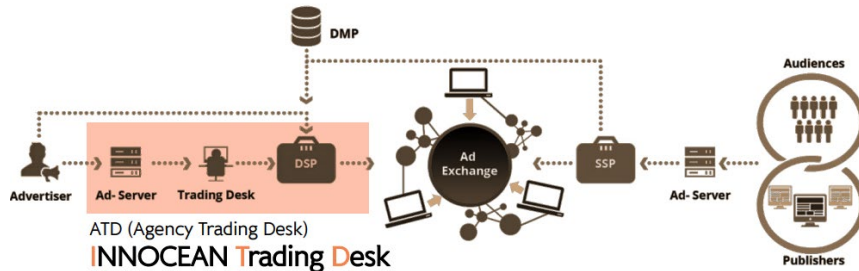
## [광고] 이노션의 디지털 광고 역량 강화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

### 이노션의 디지털 역량 강화

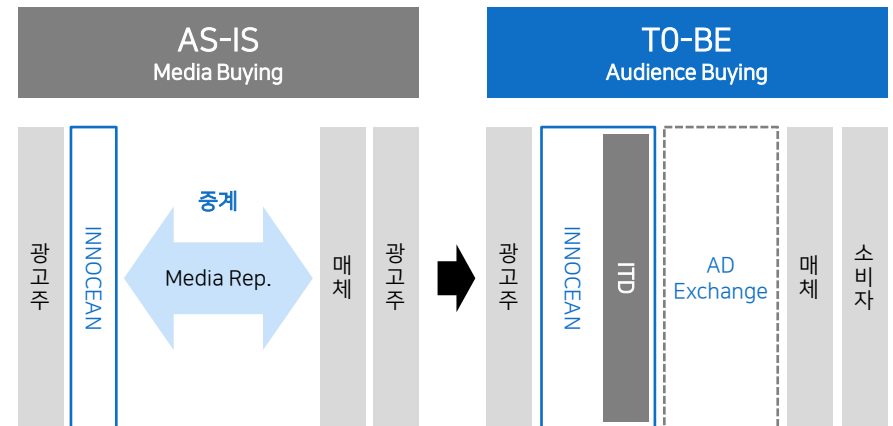
- 이노션은 디지털 역량 강화를 위해 '이노션 트레이딩 데스크(ITD; INNOCEAN Trading Desk)' 구축
- ITD는 고객 데이터와 실시간 입찰 알고리즘을 바탕으로 자동화된 플랫폼을 활용한 디지털 광고
- 이를 통해 미디어랩을 통한 기존 방식에서 DSP를 활용한 AD Exchange 방식으로 수익 구조 변화

### 디지털 광고 캠페인 최적화의 이노션 ITD(INNOCEAN Trading Desk)



자료: 이노션, 메리츠증권증권 리서치센터

### 이노션의 광고 수익 구조의 변화



자료: 이노션, 메리츠증권증권 리서치센터

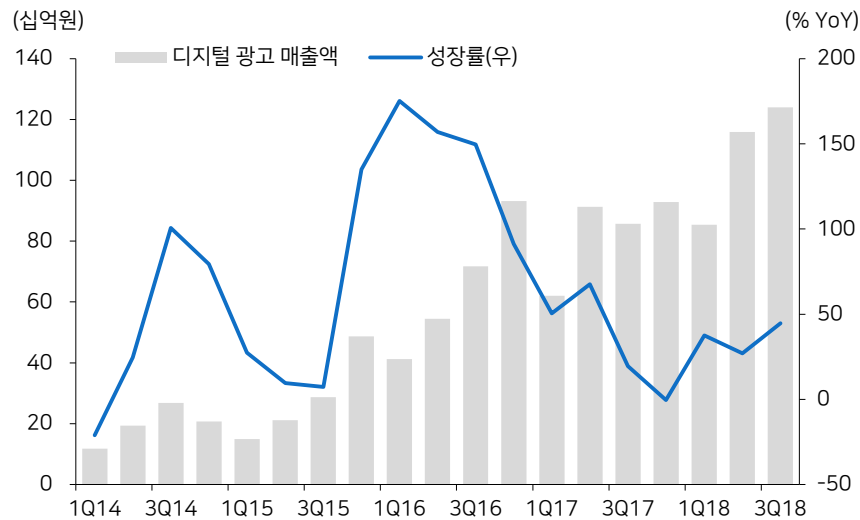


## [광고] CJ ENM 디지털 광고 부문 성장 지속

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_Digital Chaser

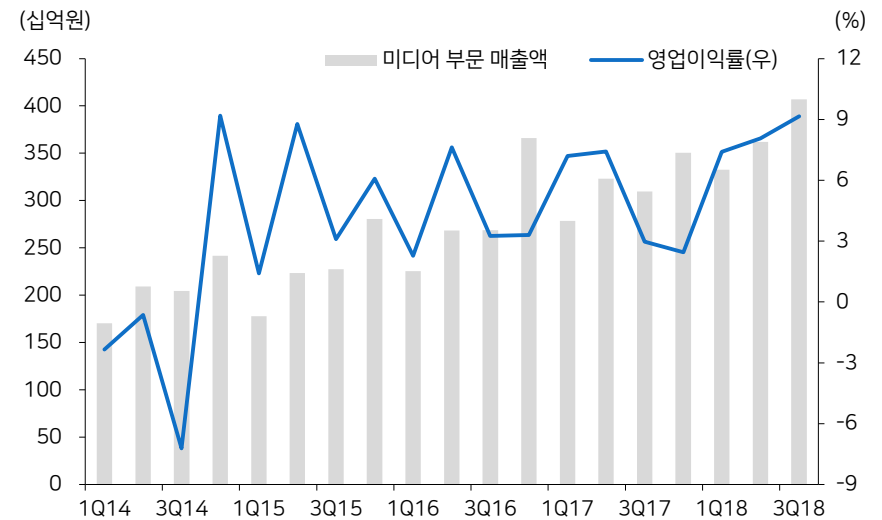
- CJ ENM 디지털 광고 성장 지속**
- CJ ENM 3Q18 디지털 광고 매출액은 1,240억원(+44.6% YoY)으로 분기 사상 최대 실적 기록
  - 디지털 광고 실적 호조에 힘입어 CJ ENM 미디어 사업부는 3Q18 매출액 4,068억원(+31.4% YoY), 영업이익 372억원(+304.8% YoY) 고성장 지속
  - CJ ENM이 보유한 콘텐츠 경쟁력을 바탕으로 디지털 광고 부문 성장은 지속될 전망

### CJ ENM 디지털 광고 매출액 추이



자료: CJ ENM, 메리츠증권리서치센터

### CJ ENM 미디어 부문 실적 개선 추이



자료: CJ ENM, 메리츠증권리서치센터



# Part III

## 2019년 산업 전망 (2): 국내 및 중국 영화시장 전망

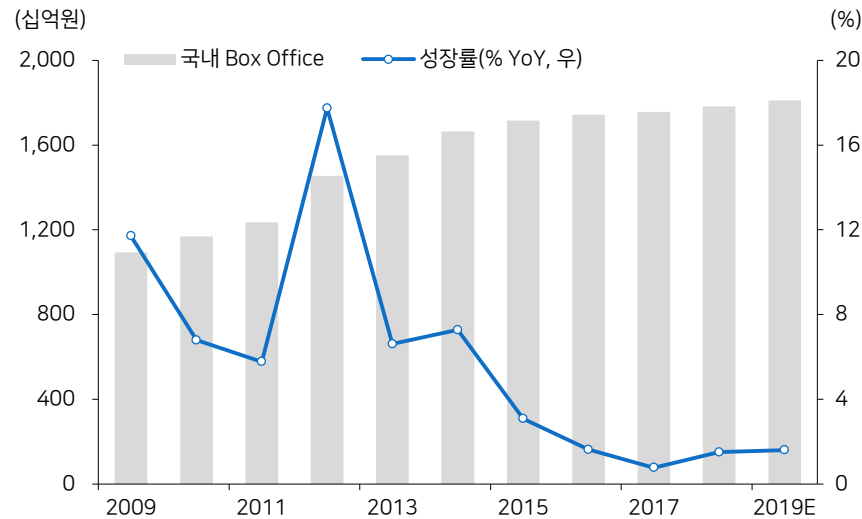
## [영화] 국내 영화시장 현황 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_Digital Chaser

### 성숙기에 접어든 국내 극장 관람객수

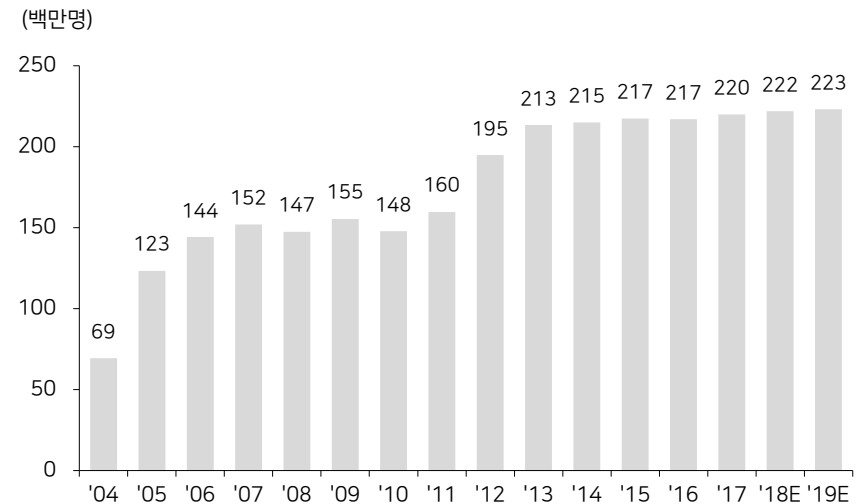
- 2017년 국내 박스오피스는 흥행작 부재와 THAAD 이슈 등으로 역대 가장 낮은 +0.8% 성장률 기록
- 2019년 국내 박스오피스는 전년 대비 +1.6% 성장한 1조 8,115억원 전망
- 안정기에 접어든 국내 극장 관람객수로 인해 과거와 같은 고성장을 기대하기 힘든 상황이나, 전국 스크린수 증가와 여가 시간의 확대로 관람객수 하방 우려는 제한적

### 국내 박스오피스 추이 및 전망



자료: 영화진흥위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

### 국내 영화관 관람객수 추이 및 전망



자료: KOFIC, 메리츠증권증권 리서치센터

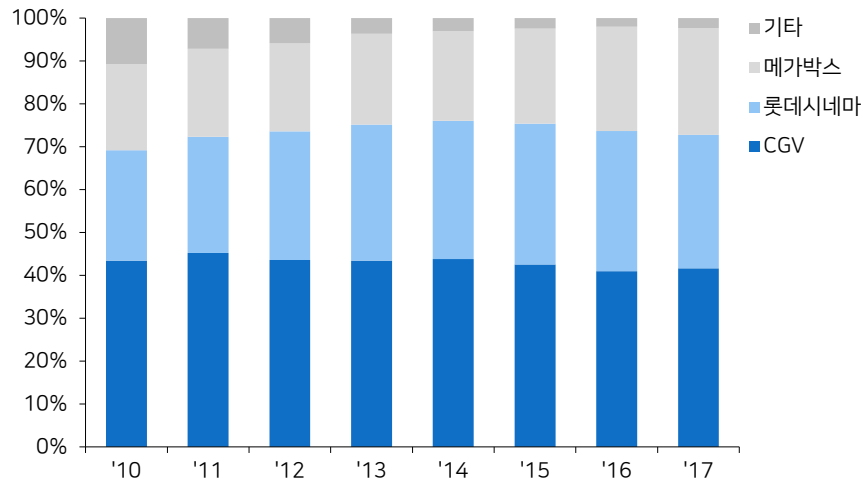
## [영화] 국내 극장사업자간 시장점유율 고착화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

### 국내 극장사업자들의 시장점유율 고착화 지속

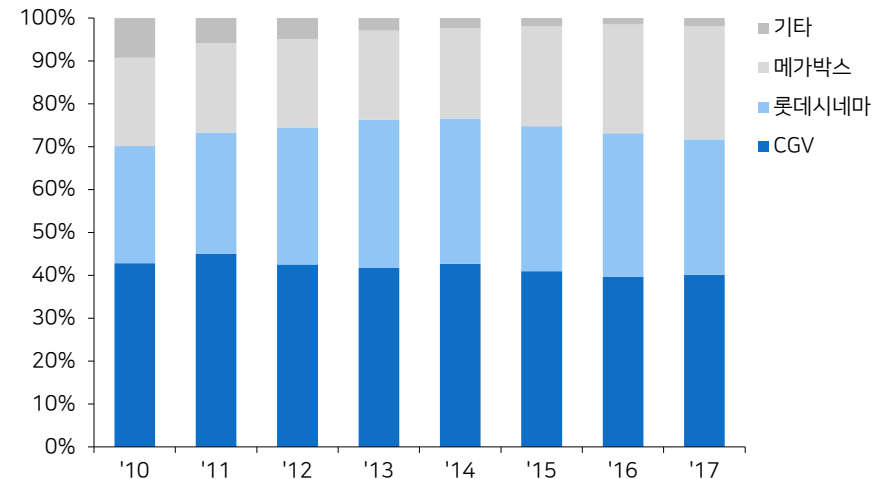
- 국내 대표 극장사업자인 CJ CGV, 롯데시네마, 메가박스의 시장점유율 고착화 지속  
- 2017년 스크린 수 기준 3사 시장점유율: CJ CGV 41.7%, 롯데시네마 31.1%, 메가박스 25.0%
- 메가박스는 최근 3년 공격적인 출점을 지속했으나 사업 전략을 수익성 위주로 선회
- 최저임금 상승의 인건비 부담으로 인해 공격적인 출점이 제한적인 만큼 점유율 고착화 지속 전망

### 국내 멀티플렉스 사업자 스크린수 기준 시장점유율



자료: 영화진흥위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

### 국내 멀티플렉스 사업자 사이트수 기준 시장점유율



자료: 영화진흥위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

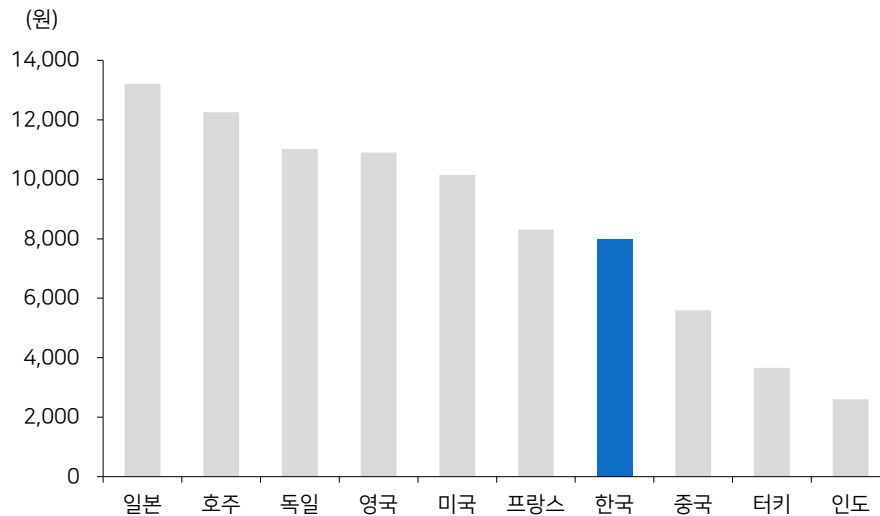
## [영화] 영화 티켓 가격 상승 효과는 기대보다 저조

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_Digital Chaser

과거 티켓 가격 인상 노력에도  
불구하고 실적 개선은 미미

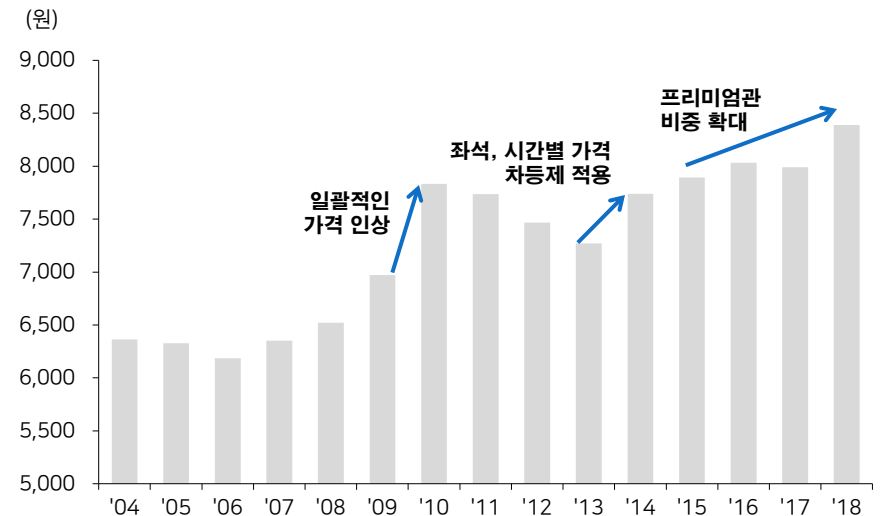
- 국내 영화 티켓 가격은 글로벌 평균 대비 여전히 낮은 수준으로 향후 성장 여력은 여전히 존재
- 국내 극장사업자들은 과거 여러 차례의 티켓 가격 인상을 통한 수익성 제고 노력 지속
- 다만, 최근에는 최저임금 상승과 맞물려 수익성 개선에는 큰 효과를 보지 못하고 있는 상황

세계 주요 국가들의 평균 영화 티켓 가격 비교



주: 프랑스(2016), 인도(2012)를 제외하고 모두 2017년 기준  
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

국내 상영관 ATP 변화



주: 2018년 ATP는 11월 19일까지의 누적 매출 기준  
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## [영화] 프리미엄관 위주로 성장하는 국내 극장 산업

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

### 프리미엄관을 통한 차별화 노력 지속

- 국내 극장사업자들은 글로벌 사업자들과 마찬가지로 프리미엄관을 통해 성장 정체를 타개
- 최근 4DX, IMAX, 스크린X 등 다양한 포맷이 적용된 프리미엄관 인기는 지속될 전망
- 해외 진출에 적극적인 CJ CGV는 다양한 프리미엄관을 통해 로컬 사업자들과의 차별화 노력 지속

CJ CGV의 스크린X로 관람하는 영화 <보헤미안 랍소디>



자료: CJ CGV, 메리츠증권리서치센터

일본에 수출된 CJ CGV의 4DX



자료: CJ CGV, 메리츠증권리서치센터

## [영화] 중국 완다시네마 16개월만에 거래 재개

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_Digital Chaser

### 중국 완다시네마 16개월만에 선전거래소 거래 재개

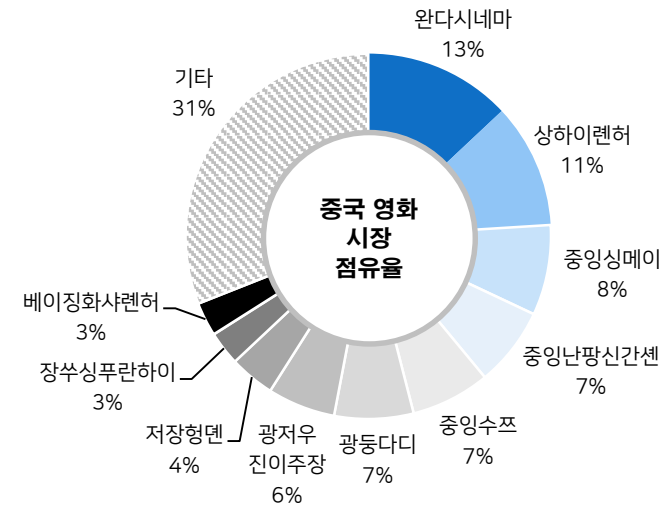
- 중국 완다시네마는 완다미디어 지분 인수 공시 이후인 2017년 7월 거래가 정지됐으나, 16개월만인 지난 11월 5일 선전거래소에서 거래 재개
- 거래 정지 기간 동안 단행한 무상증자로 거래 재개 이후 4일 연속 하한가 기록하며 -34.4% 급락
- 완다시네마 주가 하락에는 중국 영화시장에 대한 투자심리 악화와 정치적 이슈 등이 포함

### 완다시네마 최근 3년 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

### 중국 영화 시장 점유율



주: 2016년 11월 20일 기준 10대 영화관 티켓 판매 비율  
자료: 뉴스핌, 광전총국, 즈엔컨설팅, 메리츠증권리서치센터



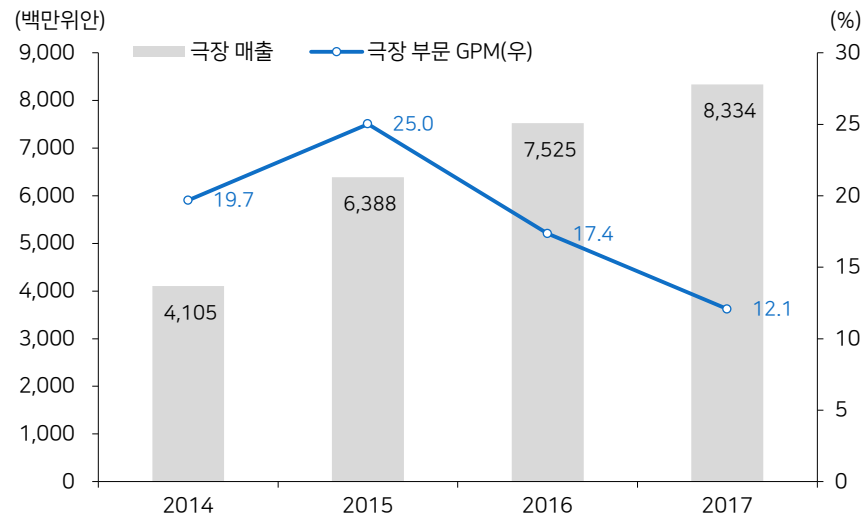
## [영화] 중국 완다시네마 자국 영향력은 더욱 확대

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

### 거래 정지 기간 동안 자국 내 영향력은 더욱 확대

- 거래 정지 기간 동안 중국 완다시네마의 자국 내 영향력은 더욱 확대
  - 스크린수는 2017년 초 3,573개에서 현재 5,011개로 +50.2% 증가
  - 영화관련 매출은 2016년 76.0억위안에서 3Q18 누적 기준 75.4억위안으로 +15% 상회하는 성장 지속
- 한편, 중국 영화시장은 성장 둔화 우려에도 불구하고 상반기 '전랑2' 외 자국영화들이 선전하며 1Q18 사상 최초로 미국 박스오피스를 역전하는 성과 기록

### 완다시네마 극장 매출 및 매출총이익률 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

### 중국 박스오피스 1위를 달성한 <전랑2>



자료: 뉴스핌, 메리츠증권증권 리서치센터

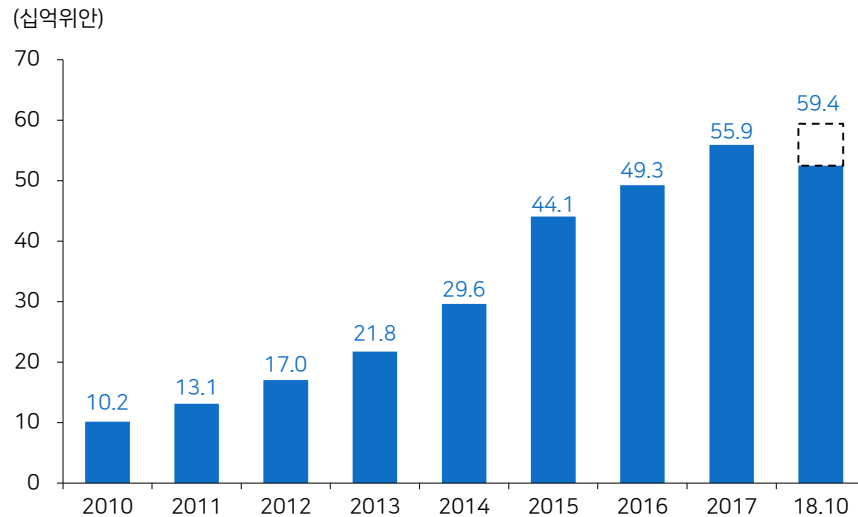
## [영화] 중국 영화시장은 여전히 성장 중

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

### 2018년 중국 박스오피스 594억위안(+6.2% YoY) 전망

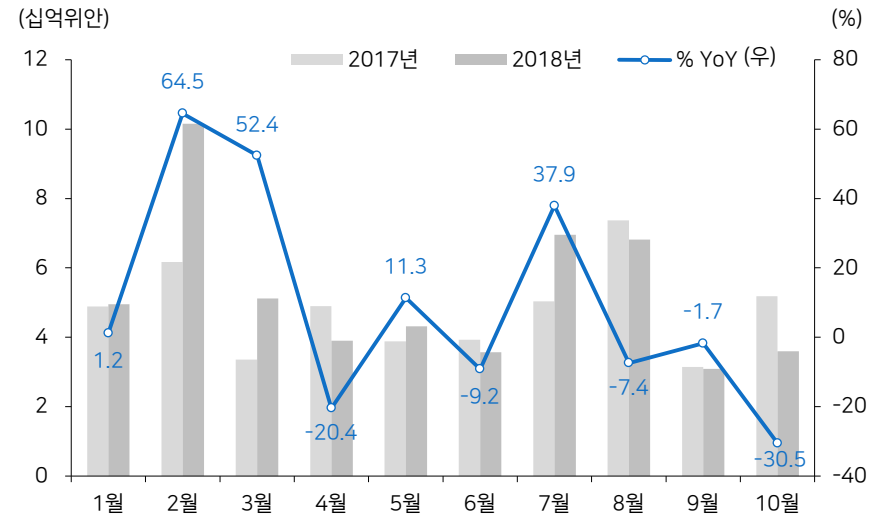
- 올해 초부터 중국 영화 업계는 2018년 중국 박스오피스 600억위안 달성 여부가 초미의 관심사
- 2018년 10월 중국 누적 박스오피스는 525억위안으로 상반기와 달리 하반기 중국 영화 시장이 침체  
- 이는 중국 정부가 지난 9월 발표한 온라인 티켓판매 플랫폼의 할인티켓 금지 영향
- 2018년 중국 연간 박스오피스는 전년 대비 +6.2% 성장한 594억위안 전망  
⇒ 일부 우려에도 불구하고 중국 박스오피스는 지속 가능한 성장 잠재력을 보유

### 중국 박스오피스 추이 및 전망



자료: Box Office Mojo, 메리츠증권증권 리서치센터

### 2017년과 2018년 중국 박스오피스 비교



자료: Box Office Mojo, 메리츠증권증권 리서치센터

## 미디어/광고

### 기업분석

종목	투자판단	적정주가
이노션(214320)	Buy	79,000원
CJ ENM(035760)	Buy(신규)	290,000원
CJ CGV(079160)	Buy(신규)	50,000원
스카이라이프(053210)	Buy	14,000원
제일기획(030000)	Trading Buy	25,000원
CJ헬로(037560)	Trading Buy	10,000원

# 이노션(214320) 2019년 미주 신차대행 효과 본격화

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

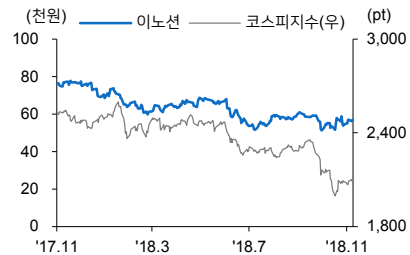
Buy

적정주가 (12개월)	79,000원
현재주가 (11.20)	56,900원
상승여력	38.8%
KOSPI	2,082.58pt
시가총액	11,380억원
발행주식수	2,000만주
유동주식비율	58.75%
외국인비중	30.18%
52주 최고/최저가	77,800원/51,200원
평균거래대금	21.1억원

주요주주(%)	
정성이 외 2 인	39.00
NHPEA IV Highlight Holdings AB	18.00
국민연금	11.09

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.1	-16.9	-23.9
상대주가	6.7	-1.9	-7.7

주가그래프



## 2019년 현대기아차 미주 지역 신차 대행 효과 본격화

- 미주 제네시스 G70 출시는 판매망 관련 이슈로 다소 지연됐으나, 1Q19부터 실적에 본격적으로 반영
- 미주 신타페 출시를 시작으로 제네시스 G70, 프리미엄 친환경 신차 등 다양한 프로모션 진행 기대
- 2019년 연결 매출총이익 4,871억원(+4.7% YoY), 영업이익 1,263억원(+6.9% YoY) 전망

## 프로그래매틱 바이팅 역량 강화에 따른 디지털 매출 성장 기대

- 국내 프로그래매틱 바이팅 역량 강화를 통해 디지털 사업 분야에서 영향력 확대 전략
- '이노션 트레이딩 데스크(ITD)'를 통해 디지털 광고 캠페인을 위한 최적화 프로세스 구축
- 기존 미디어랩을 통한 매체 바이팅에서 DSP를 활용한 AD Exchange 방식으로 광고 수익 구조의 변화

## 투자의견 Buy, 적정주가 79,000원으로 유지

- 비계열 광고주 영입을 지속하며 2017년 15% 수준이던 비계열 물량이 3Q18 기준 20%까지 확대
- 일감 몰아주기 규제로 인한 일시적인 주가 하락은 규제 해소 이후 빠르게 회복될 전망
- 2018년에 나타난 D&G 인수 효과와 같이, 2019년 추가적인 M&A를 통해 비유기적 성장 지속 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,051.6	99.4	65.4	3,267	-5.4	32,728	17.5	1.7	4.7	10.4	147.0
2017	1,138.7	96.7	61.5	3,074	-3.0	33,615	23.8	2.2	7.5	9.3	137.2
2018E	1,240.5	118.2	79.5	3,974	26.3	36,589	14.1	1.5	2.9	11.3	134.4
2019E	1,366.4	126.3	86.1	4,307	6.6	39,896	13.0	1.4	2.1	11.3	133.5
2020E	1,512.3	137.6	94.3	4,713	8.7	43,610	11.9	1.3	1.4	11.3	133.1

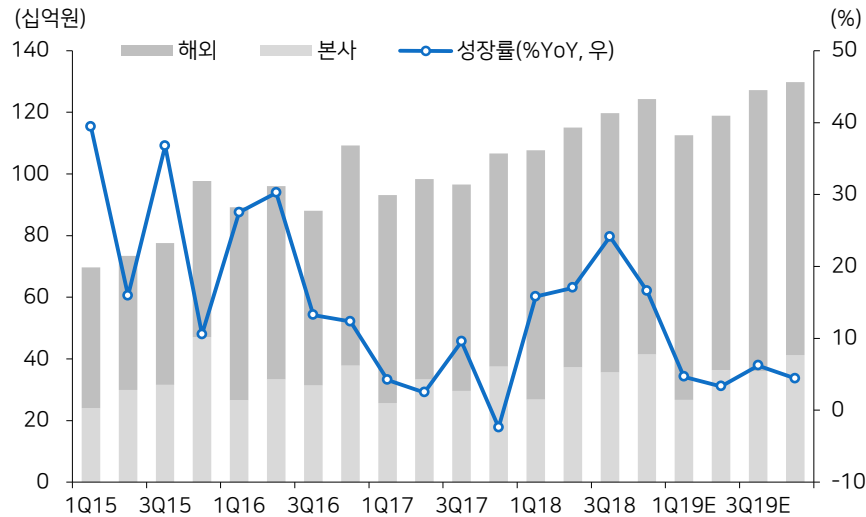
# 이노션 - 2019년 신차대행 효과 본격화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

## 미주 신차 대행 효과와 디지털 광고 성장 부각

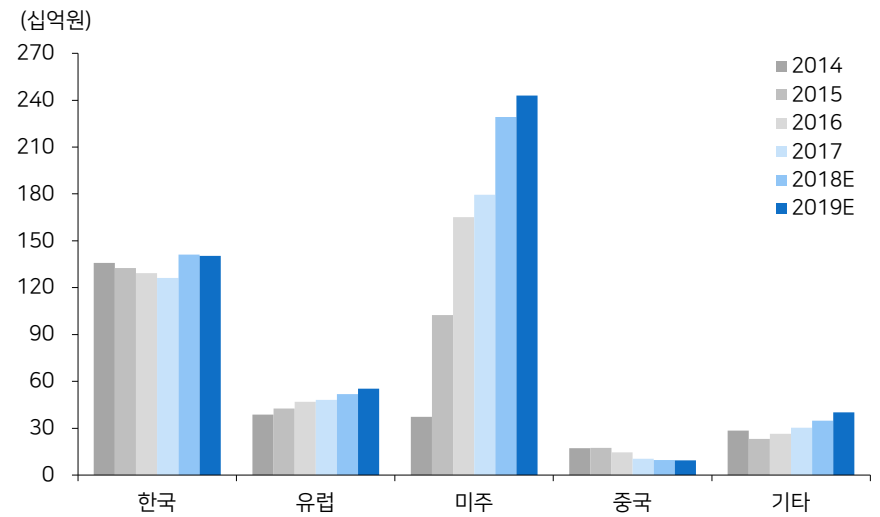
- 미주 제네시스 G70 출시는 판매망 관련 이슈로 다소 지연됐으나, 1Q19부터 실적에 본격적으로 반영
- 미주 싼타페 출시를 시작으로 제네시스 G70, 프리미엄 친환경 신차 등 다양한 프로모션 진행 기대
- 국내 프로그래매틱 바이팅 역량 강화를 통해 디지털 사업 분야에서 영향력 확대 전략
- 2019년 연결 매출총이익 4,871억원(+4.7% YoY), 영업이익 1,263억원(+6.9% YoY) 전망

## 이노션 분기 매출총이익 추이 및 전망



자료: 이노션, 메리츠증권증권 리서치센터

## 이노션 지역별 매출총이익 추이 및 전망



자료: 이노션, 메리츠증권증권 리서치센터

# 이노션 - 현대·기아차 18년·19년 주요시장 신차출시 일정

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

	출시시장	2017	1H18	2H18	2019
현대차	한국	<ul style="list-style-type: none"> <li>쏘나타 F/L (3월)</li> <li>코나 (6월)</li> <li>그랜저 HEV (5월)</li> <li>제네시스 G70 (9월)</li> <li>벨로스터 신형 (11월)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>싼타페 신형 (3월)</li> <li>투싼 기반 FCEV (3월)</li> <li>코나 EV (4월)</li> <li>투싼 F/L (5월)</li> <li>벨로스터 N (5-6월)</li> <li>i40 (5-6월)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>아반떼 F/L (9월)</li> <li>EQ900 F/L (11-12월)</li> <li>E-seg SUV 신형 (12월)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>A-seg SUV 신형 (2Q)</li> <li>쏘나타 신형 (2Q)</li> <li>제네시스 G80 신형 (3Q)</li> <li>제네시스 GV80 D-seg SUV (4Q)</li> <li>쏘나타 EV, G80 EV (2H)</li> </ul>
	미국	<ul style="list-style-type: none"> <li>신형 i30 (3월, 수출)</li> <li>아이오닉 (4월, 수출)</li> <li>쏘나타 F/L (8월)</li> <li>신형 엑센트 (10월, 멕시코)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>신형 벨로스터 (3월)</li> <li>코나 (4월)</li> <li>제네시스 G70 (4월)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>싼타페 신형 (7월)</li> <li>아반떼 F/L (6-7월)</li> <li>코나 EV, NEXO (8-9월, 수출)</li> <li>투싼 F/L (10월, 수출)</li> <li>벨로스터 N (3Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>A-seg SUV 신형 (2Q)</li> <li>E-seg SUV 신형 (2Q)</li> <li>쏘나타 신형 (3Q)</li> <li>아이오닉 신형 (3Q)</li> </ul>
	중국	<ul style="list-style-type: none"> <li>위애둥 신형 (1월), 위애둥 신형 EV (8월)</li> <li>Reina, C1-seg Sedan (9월)</li> <li>ix35, C-seg SUV 신형 (11월)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>쏘나타 PHEV (2월)</li> <li>코나 (3월)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>아반떼 PHEV (7-8월)</li> <li>투싼 F/L (9-10월)</li> <li>A-seg SUV 신형 (10월)</li> <li>싼타페 신형 (11월)</li> <li>SQ, 현지모델 C2-seg Sedan (11-12월)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>아반떼 F/L (1H)</li> <li>쏘나타 신형 (3Q)</li> <li>ix25 F/L (2H)</li> <li>G70, G80, EQ900 (4Q)</li> </ul>
	유럽	<ul style="list-style-type: none"> <li>아이오닉 EV (4월, 수출)</li> <li>i30 신형 (2월, 수출)</li> <li>코나 (10월, 수출)</li> <li>N 브랜드 i30 (10월)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>싼타페 신형 (수출, 4월)</li> <li>코나 EV (4-5월)</li> <li>FE (4-5월)</li> <li>i20 F/L (5-6월)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>투싼 F/L (3Q)</li> <li>i30 F/L (3Q)</li> <li>PD N (12월)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>A-seg SUV 신형 (1Q)</li> <li>E-seg SUV 신형 (12월)</li> <li>아이오닉 신형 (2Q)</li> <li>G80, i10 신형 (2H)</li> </ul>
기아차	한국	<ul style="list-style-type: none"> <li>신형 모닝 (1월)</li> <li>니로 PHEV (5월)</li> <li>스팅어 (5월)</li> <li>스토닉 (7월)</li> <li>쏘렌토 F/L (7월)</li> <li>신형 프라이드 (9월)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>K3 신형 (3월)</li> <li>K5 F/L (2월)</li> <li>K9 신형 (4월)</li> <li>카니발 F/L (4월)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>니로 EV (7월)</li> <li>스포티지 F/L (7월)</li> <li>쏘울 신형 (10월)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>B-seg SUV (2Q월)</li> <li>K5 신형 (2H)</li> <li>Mohave F/L (1H)</li> <li>쏘울 EV (1Q)</li> <li>니로 F/L (1H)</li> <li>K7 F/L (1H)</li> </ul>
	미국	<ul style="list-style-type: none"> <li>K2 신형 (8월)</li> <li>스팅어 (9월)</li> <li>니로 PHEV (10월)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>쏘렌토 F/L (4월)</li> <li>카니발 F/L (4월)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>K5 F/L (7월)</li> <li>K3 신형 (8-9월)</li> <li>K9 신형 (8-9월)</li> <li>니로 EV (11월)</li> <li>쏘울 신형 (12월)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>E-seg SUV, ON (1Q)</li> <li>스포티지 F/L (1Q)</li> <li>쏘울 EV (1Q)</li> <li>B-seg SUV (3Q)</li> <li>K5 신형 (4Q)</li> <li>니로 F/L (2H)</li> <li>K7 F/L (2H)</li> </ul>
	중국	<ul style="list-style-type: none"> <li>KX7, 쏘렌토 동급 SUV (3월)</li> <li>K2 Cross, (B-seg SUV, 7월)</li> <li>페가소 B1-seg sedan (AB, 9월)</li> <li>K4 F/L (9월)</li> <li>Forte 신형 (11월)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>NP (현지모델 C-seg SUV, 3월)</li> <li>K5 F/L (6월)</li> <li>K5 PHEV (6-7월)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>QE (A-seg SUV, 9월)</li> <li>K3 신형 (9월)</li> <li>KX3 (10월)</li> <li>B-seg SUV EV (10월)</li> <li>K3 PHEV (11월)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>B-seg SUV (1H)</li> <li>스포티지 F/L (1H)</li> <li>K3 PHEV, EV (2H)</li> <li>K2 F/L (2H)</li> <li>KX3 EV (2H)</li> </ul>
	유럽	<ul style="list-style-type: none"> <li>신형 모닝 (1월, 수출)</li> <li>K2 신형 (2월, 수출)</li> <li>K5 웨건 PHEV (6월)</li> <li>쏘렌토 F/L (3Q)</li> <li>스팅어 (3Q)</li> <li>스토닉 (3Q)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>K5 F/L (5월)</li> <li>Ceed 신형 (6월)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>니로 EV (9월)</li> <li>스포티지 F/L (9월)</li> <li>쏘울 신형 EV (12월)</li> <li>Ceed 파생모델 (웨건, 고성능, 2H)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>니로 F/L (1H)</li> <li>K5 신형 (2H)</li> <li>Ceed 기반 B-seg CUV (2H)</li> </ul>

자료: 현대차, 기아차, 메리츠증권증권 리서치센터

# 이노션 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출총이익	107.2	114.8	119.5	124.0	112.2	118.6	126.9	129.4	393.2	465.4	487.1
% YoY	15.8%	17.0%	24.1%	16.6%	4.7%	3.3%	6.2%	4.4%	3.1%	18.4%	4.7%
I. 본사	26.8	37.3	35.6	41.4	26.7	36.3	36.1	41.3	126.2	141.2	140.3
1. 매체대행	12.6	20.7	22.0	28.2	12.4	19.8	22.5	27.9	74.4	83.5	82.5
1) 국내매체대행	11.9	16.7	14.0	18.9	11.7	15.7	14.4	18.4	55.7	61.5	60.1
지상파	3.1	3.8	2.8	3.8	3.4	3.9	3.3	3.4	13.4	13.6	14.0
인쇄	2.0	3.2	2.4	2.5	1.6	2.4	2.0	2.5	8.7	10.0	8.6
뉴미디어 등	6.8	9.7	8.8	12.6	6.7	9.3	9.1	12.5	33.6	37.9	37.6
2) 해외매체대행	0.7	4.1	7.9	9.3	0.7	4.1	8.1	9.5	18.7	22.0	22.4
2. 광고제작	4.5	4.8	5.0	4.4	4.0	4.1	4.4	4.2	15.2	18.7	16.6
3. 옥외광고	1.8	2.3	2.3	1.8	1.9	2.5	2.5	1.9	7.8	8.3	8.9
4. 프로모션	4.1	5.5	2.2	3.6	4.1	5.6	2.1	3.6	14.6	15.3	15.4
5. 기타	3.9	4.0	4.1	3.4	4.3	4.3	4.6	3.7	14.2	15.3	16.9
II. 해외	80.9	77.8	84.1	82.9	85.9	82.6	91.1	88.5	268.5	325.7	348.1
1. 유럽	14.0	12.6	12.6	12.7	14.8	13.4	13.5	13.6	48.1	51.9	55.4
2. 미주	57.6	53.9	60.6	57.2	61.1	57.1	64.2	60.6	179.6	229.3	243.0
3. 중국	1.9	2.3	2.5	2.9	1.4	1.6	3.8	2.7	10.5	9.6	9.5
4. 기타	7.5	9.1	8.4	10.0	8.6	10.4	9.6	11.5	30.3	34.9	40.2
판관비	82.9	85.0	89.0	90.3	87.9	87.6	88.1	97.1	296.5	347.2	360.8
% YoY	16.5%	17.6%	25.5%	10.0%	6.0%	3.1%	-1.0%	7.6%	5.2%	17.1%	3.9%
인건비	63.3	64.4	67.5	67.8	67.3	65.5	66.9	72.7	218.7	263.0	272.4
영업이익	24.3	29.8	30.4	33.7	24.3	31.0	38.7	32.3	96.7	118.1	126.3
% YoY	13.3%	15.6%	20.4%	39.1%	0.0%	4.0%	27.5%	-4.1%	-2.8%	22.2%	6.9%
OP/GP(%)	22.7%	25.9%	25.5%	27.2%	21.7%	26.1%	30.5%	24.9%	24.6%	25.4%	25.9%
법인세차감전순이익	27.2	33.4	33.0	35.8	27.1	33.7	41.3	34.8	104.5	129.5	137.0
법인세비용	7.5	8.7	8.1	9.5	7.0	8.6	10.5	8.9	28.8	33.9	35.1
당기순이익	19.7	24.7	24.9	26.3	20.1	25.1	30.8	25.9	75.7	95.6	101.9
당기순이익률(%)	6.4%	8.3%	8.3%	7.9%	5.8%	7.7%	9.4%	7.0%	6.6%	7.7%	7.5%
국내 매체별 광고비											
전파매체	309.1	437.3	362.0	748.1	302.9	428.5	354.7	733.1	1,988.3	1,793.0	1,715.7
인쇄매체	376.5	435.8	418.5	539.7	369.0	427.1	410.2	528.9	1,894.3	1,873.9	1,904.9
뉴미디어(유료방송)	1,265.1	1,747.1	1,385.6	1,626.6	1,326.8	1,832.2	1,453.1	1,705.8	5,731.3	6,024.3	6,317.9
광고물제작(BTL)	218.1	292.6	238.8	280.4	220.0	303.8	240.9	282.8	1,026.8	1,038.3	1,047.5

자료: 이노션, 메리츠증권 리서치센터

## 이노션 (214320)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,051.6	1,138.7	1,240.5	1,366.4	1,512.3
매출액증가율(%)	6.4	8.3	8.9	10.2	10.7
매출원가	670.3	745.5	775.1	879.3	997.4
매출총이익	381.3	393.2	465.4	487.1	514.8
판매비와관리비	281.9	296.5	347.3	360.8	377.3
영업이익	99.4	96.7	118.2	126.3	137.6
영업이익률(%)	9.5	8.5	9.5	9.2	9.1
금융손익	8.7	6.9	10.3	9.8	9.7
충속/관계기업관련손익	4.7	1.0	1.3	1.2	1.2
기타영업외손익	-3.4	-0.0	-0.3	-0.4	-0.4
세전계속사업이익	109.5	104.5	129.5	137.0	148.1
법인세비용	31.5	28.8	33.9	35.1	37.3
당기순이익	78.0	75.7	95.6	101.9	110.8
지배주주지분 순이익	65.4	61.5	79.5	86.1	94.3
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,549.9	1,509.2	1,659.2	1,833.9	2,031.8
현금및현금성자산	231.2	330.2	374.8	419.1	466.0
매출채권	841.3	718.1	782.3	861.7	953.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	125.2	117.3	125.2	134.3	145.1
유형자산	31.2	32.6	38.8	45.8	54.0
무형자산	60.2	54.1	53.6	53.0	52.5
투자자산	28.6	24.3	26.4	29.1	32.2
자산총계	1,675.1	1,626.5	1,784.4	1,968.2	2,176.9
유동부채	975.3	891.7	971.4	1,070.0	1,184.3
매입채무	868.8	798.0	869.3	957.5	1,059.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	21.5	49.2	51.8	55.1	58.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	996.8	940.9	1,023.2	1,125.1	1,243.1
자본금	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
자본잉여금	132.9	132.9	132.9	132.9	132.9
기타포괄이익누계액	-7.1	-20.4	-20.4	-20.4	-20.4
이익잉여금	518.8	560.2	619.7	685.8	760.1
비지배주주지분	23.7	13.3	29.4	45.2	61.6
자본총계	678.3	685.6	761.2	843.1	933.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	114.3	115.5	116.0	127.5	141.5
당기순이익(손실)	78.0	75.7	95.6	101.9	110.8
유형자산감가상각비	4.9	5.2	7.7	10.0	12.8
무형자산상각비	0.9	1.2	0.6	0.5	0.5
운전자본의 증감	17.0	21.9	12.1	15.0	17.4
투자활동 현금흐름	-105.7	35.0	-51.4	-63.2	-74.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-11.9	-8.8	-14.0	-17.0	-21.0
투자자산의 감소(증가)	-1.4	5.4	-2.2	-2.7	-3.1
재무활동 현금흐름	-25.2	-31.6	-20.0	-20.0	-20.0
차입금증감	1.1	18.8	0.0	0.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-10.5	99.0	44.6	44.3	46.9
기초현금	241.7	231.2	330.2	374.8	419.1
기말현금	231.2	330.2	374.8	419.1	466.0
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	52,578	56,934	62,023	68,319	75,613
EPS(지배주주)	3,267	3,074	3,974	4,307	4,713
CFPS	5,559	5,469	6,380	6,814	7,445
EBITDAPS	5,264	5,154	6,321	6,844	7,543
BPS	32,728	33,615	36,589	39,896	43,610
DPS	950	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	1.7	1.4	1.8	1.8	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	17.5	23.8	14.1	13.0	11.9
PCR	10.3	13.4	8.8	8.2	7.5
PSR	1.1	1.3	0.9	0.8	0.7
PBR	1.7	2.2	1.5	1.4	1.3
EBITDA	105.3	103.1	126.4	136.9	150.9
EV/EBITDA	4.7	7.5	2.9	2.1	1.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.4	9.3	11.3	11.3	11.3
EBITDA이익률	10.0	9.1	10.2	10.0	10.0
부채비율	147.0	137.2	134.4	133.5	133.1
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	2,323.1	1,832.3	1,180.4	1,261.8	1,374.2
매출채권회전율(x)	1.4	1.5	1.7	1.7	1.7
재고자산회전율(x)					



# CJ ENM(035760) 미디어 사업 성장 궤도에 진입

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

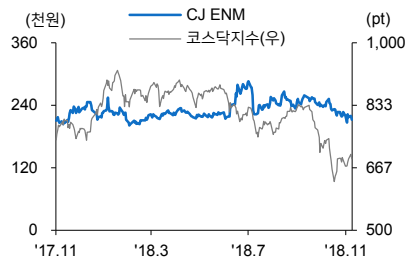
## Buy (신규)

적정주가 (12개월)	290,000원
현재주가 (11.20)	212,500원
상승여력	36.5%
KOSDAQ	690.81pt
시가총액	46,594억원
발행주식수	2,193만주
유동주식비율	46.83%
외국인비중	18.83%
52주 최고/최저가	286,400원/201,500원
평균거래대금	225.0억원

주요주주(%)	
CJ 외 5 인	42.71
국민연금	5.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.6	-5.0	1.6
상대주가	-7.4	19.5	15.5

### 주가그래프



## 콘텐츠 경쟁력을 확인한 3Q18 실적

- 3Q18 미디어 부문 매출액과 영업이익은 각각 4,068억원(+31.4% YoY), 372억원(+304.8% YoY) 기록
- 비수기임에도 <미스터 션샤인>을 필두로 한 콘텐츠 경쟁력을 바탕으로 분기 사상 최대 미디어 실적 기록
- 특히, 디지털 광고는 3Q18 1,240억원으로 전년 동기 대비 +44.6% 성장하며 미디어 실적을 견인

## 본격적인 성장 궤도에 오른 미디어 사업

- 4Q18 <알함브라 궁전의 추억>, <남자친구> 등 텐트폴 드라마 방영은 TV 및 디지털 광고 성장에 긍정적
- 2019년에도 방송 계절성을 고려한 전략적인 콘텐츠 라인업 구축으로 안정적인 실적 지속 전망
- 2019년 연결 매출액 4조 5,650억원(+5.7% YoY), 영업이익 3,604억원(+11.7% YoY) 전망

## 투자의견 Buy, 적정주가 290,000원으로 커버리지 개시

- 커머스 사업은 홈쇼핑송출수수료 증가로 일시 부진했으나, 미디어와 결합한 시너지 기대
- 음악 사업은 4Q18부터 '아이즈원(IZ · ONE)' 활동이 본격화되며 2017년 보여준 '워너원' 효과 기대
- 투자의견 Buy, 적정주가 290,000원으로 커버리지 개시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	2,208.6	178.9	23.4	3,769	-70.9	147,596	43.2	1.1	4.3	2.6	102.0
2017	2,260.0	224.5	130.9	21,054	340.2	165,443	11.0	1.4	5.1	13.5	88.8
2018E	4,318.1	266.3	233.3	16,518	-25.6	54,854	13.3	4.0	10.2	20.9	107.7
2019E	4,565.0	360.4	289.5	13,202	-17.6	65,370	16.6	3.4	8.3	22.0	96.6
2020E	4,759.4	400.3	319.0	14,550	10.0	77,233	15.1	2.8	7.5	20.4	86.3

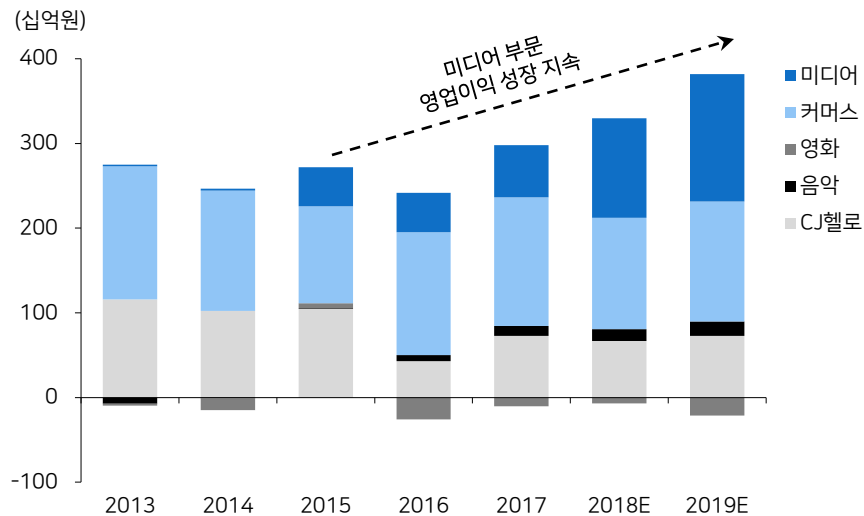
## CJ ENM - 성장 궤도에 오른 미디어 사업

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

### 미디어 사업 호조 지속

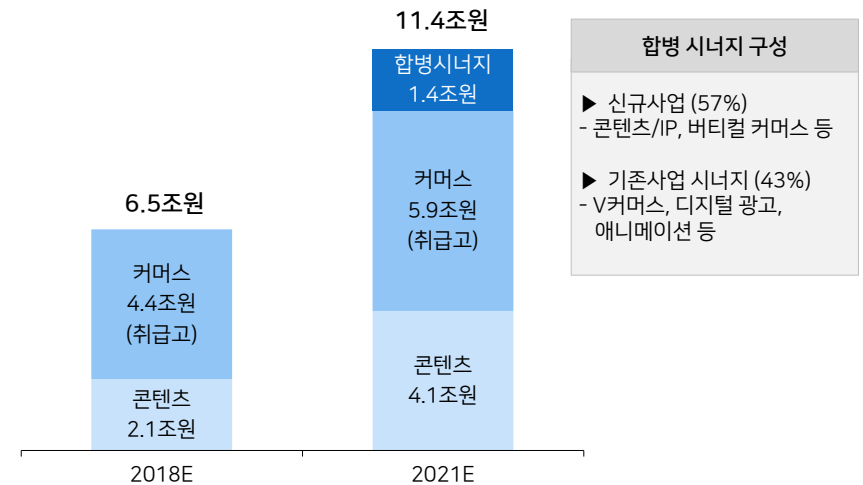
- 3Q18 미디어 사업 영업이익 372억원(+304.8% YoY)으로 분기 사상 최대 실적 기록
- 디지털 광고 매출은 1,240억원으로 전년 대비 +44.6% 성장하며 미디어 사업 실적을 견인
- 2019년 연결 매출액 4조 5,650억원(+5.7% YoY), 영업이익 3,604억원(+11.7% YoY) 전망

### CJ ENM 사업부별 영업이익 추이 및 전망



자료: CJ ENM, 메리츠증권리서치센터

### CJ ENM 중장기 성장 목표



자료: CJ ENM, 메리츠증권리서치센터

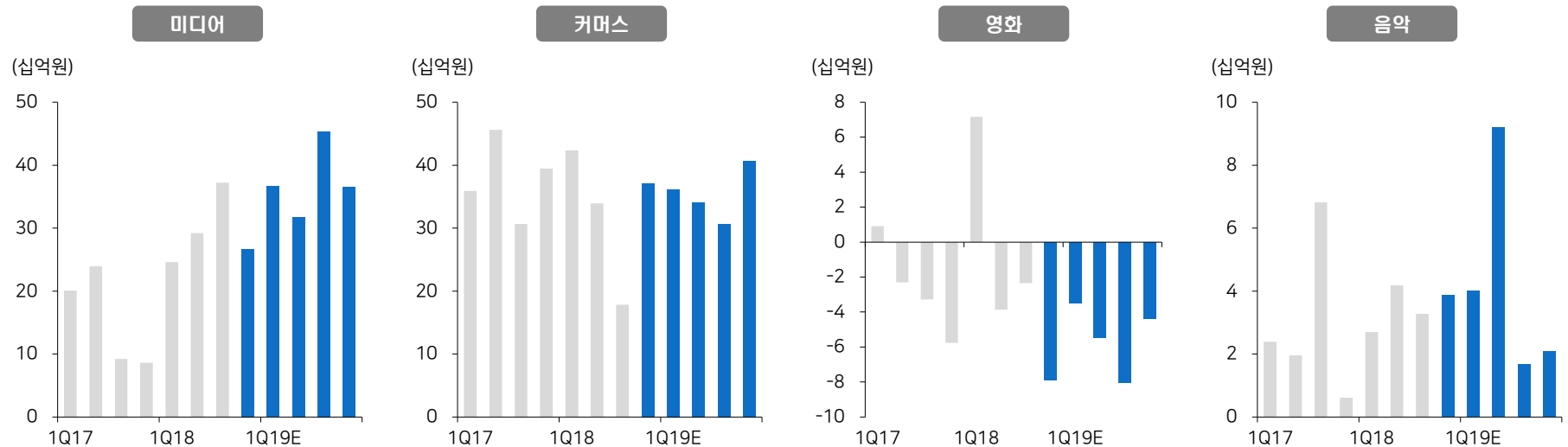
## CJ ENM - CJ ENM 사업부별 실적 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_Digital Chaser

### 2019년 미디어/커머스/음악 등 전 사업부 실적 개선 기대

- 미디어 사업은 2019년에도 계절성을 고려한 콘텐츠 라인업 구축으로 안정적인 실적 지속 전망
- 커머스 사업은 홈쇼핑송출수수료 증가로 일시 부진했으나, 시너지를 통한 점진적인 실적 개선 가능
- 영화 사업은 성숙기에 접어든 국내 영화 시장 상황을 반영해 보수적으로 전망
- 음악 사업은 <프로듀스>, <쇼미더머니> 등 성공적인 포맷 기반의 안정적 실적 전망

### CJ E&M 사업부별 영업이익의 추이 및 전망



자료: CJ E&M, 메리츠증권 리서치센터

# CJ ENM - SOTP Valuation

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

**CJ ENM 투자의견 Buy,**  
**적정주가 290,000원**

- CJ ENM 투자의견 Buy, 적정주가 290,000원으로 커버리지 개시
- 커머스와 미디어 영업가치는 국내 유통 및 미디어 업종 평균 PER을 각각 적용한 3조 1,713억원 추정
- 비영업가치는 넷마블, 스튜디오드래곤 등 보유 지분가치에 30% 할인을 적용한 3조 7,325억원 추정

## CJ ENM SOTP Valuation

	12MF 순이익 (십억원)	Multiple (배)	적정가치 (십억원)	비고
CJ ENM 커머스 영업가치 (A)	103.7	11.0	1,141.0	유통업종 평균 PER
CJ ENM 미디어 영업가치 (B)	101.5	20.0	2,030.3	넷마블, 스튜디오드래곤 가치 제거 / 미디어 업종 평균 PER
비영업가치 (C)			3,732.5	
넷마블 지분가치			1,731.1	지분율 22%, 할인율 30% 적용
스튜디오드래곤 지분가치			1,629.7	지분율 71%, 할인율 30% 적용
CJ헬로 지분가치			303.7	지분율 54%, 할인율 30% 적용
삼성생명 지분가치			68.0	지분율 0.5%, 할인율 30% 적용
순차입금 (D)			560.6	
<b>총기업가치 (E=A+B+C-D)</b>			<b>6,343.2</b>	
발행주식수 (F / 만주)			2,193	
<b>적정주가 (E/F)</b>			<b>289,245</b>	

자료: CJ ENM, 메리츠증권증권 리서치센터

# CJ ENM 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>1,031.7</b>	<b>1,049.0</b>	<b>1,096.3</b>	<b>1,141.0</b>	<b>1,095.3</b>	<b>1,119.8</b>	<b>1,137.9</b>	<b>1,211.9</b>	<b>3,973.4</b>	<b>4,318.1</b>	<b>4,565.0</b>
% YoY	10.6%	7.3%	12.7%	4.7%	6.2%	6.7%	3.8%	6.2%	6.4%	8.7%	5.7%
미디어	332.5	361.9	406.8	391.2	355.0	387.8	434.9	419.9	1,261.9	1,492.4	1,597.6
광고	119.6	141.9	145.3	148.2	129.2	153.3	156.9	160.1	495.7	555.0	599.4
수신료	50.2	50.1	49.6	52.6	49.8	49.8	50.1	56.0	203.8	202.5	205.6
기타	162.7	169.8	212.0	190.3	176.1	184.7	227.9	203.9	562.4	734.8	792.6
커머스	290.9	307.5	295.0	314.8	319.1	322.7	292.4	347.1	1,193.3	1,208.1	1,281.3
TV	154.1	154.1	145.4	158.8	161.4	156.5	132.7	170.7	645.8	612.5	621.4
디지털	96.4	105.5	99.2	108.3	114.4	116.2	113.0	127.4	385.7	409.5	471.0
기타	40.3	47.9	50.3	47.6	43.3	50.0	46.7	49.0	161.7	186.1	188.9
영화	80.0	36.0	45.0	67.2	71.3	40.5	52.9	69.7	225.2	228.1	234.4
극장	41.5	12.4	28.1	30.1	39.6	20.0	31.8	29.7	111.2	112.1	121.1
부가판권	10.5	7.4	6.9	7.6	9.3	7.6	7.1	7.8	33.2	32.4	31.8
뮤지컬	14.4	7.4	4.3	9.0	8.8	4.0	8.3	11.5	26.6	35.1	32.5
기타	13.6	8.8	5.7	20.5	13.7	8.9	5.8	20.7	54.2	48.5	49.0
음악	56.2	66.5	58.2	71.8	58.6	69.5	58.4	74.1	230.7	252.7	260.6
음반/음원	28.2	29.0	23.0	33.1	33.2	33.8	33.9	34.4	92.2	113.3	135.3
기타	28.0	37.5	35.2	38.7	25.5	35.7	24.5	39.7	138.6	139.4	125.4
CJ헬로	272.1	277.2	291.4	296.1	291.3	299.4	299.2	301.1	1,062.3	1,136.8	1,191.1
<b>영업이익</b>	<b>89.9</b>	<b>79.2</b>	<b>76.5</b>	<b>77.1</b>	<b>86.6</b>	<b>92.7</b>	<b>88.3</b>	<b>92.8</b>	<b>287.6</b>	<b>322.8</b>	<b>360.4</b>
% YoY	17.0%	-10.4%	23.6%	27.4%	-3.7%	17.1%	15.4%	20.3%	33.2%	12.2%	11.7%
미디어	24.6	29.2	37.2	26.7	36.7	31.8	45.4	36.6	61.8	117.7	150.4
커머스	42.3	33.9	17.8	37.1	36.1	34.1	30.6	40.7	151.6	131.2	141.5
영화	7.2	-3.9	-2.3	-7.9	-3.5	-5.5	-8.0	-4.4	-10.4	-7.0	-21.4
음악	2.7	4.2	3.3	3.9	4.0	9.2	1.7	2.1	11.8	14.0	17.0
CJ헬로	13.1	15.7	20.5	17.4	13.4	23.0	18.6	17.8	72.9	66.8	72.8
<b>법인세차감전순이익</b>	<b>120.2</b>	<b>97.8</b>	<b>72.6</b>	<b>87.0</b>	<b>100.6</b>	<b>102.6</b>	<b>96.1</b>	<b>103.5</b>	<b>776.6</b>	<b>377.5</b>	<b>402.9</b>
법인세비용	11.1	13.3	16.1	12.8	13.9	16.0	16.2	15.0	211.2	82.9	93.5
<b>당기순이익</b>	<b>96.4</b>	<b>78.8</b>	<b>54.2</b>	<b>65.3</b>	<b>78.1</b>	<b>79.0</b>	<b>73.1</b>	<b>79.1</b>	<b>565.4</b>	<b>294.7</b>	<b>309.4</b>
<b>이익률 (%)</b>											
영업이익률	8.7	7.5	7.0	6.8	7.9	8.3	7.8	7.7	7.2	7.5	7.9
당기순이익률	9.3	7.5	4.9	5.7	7.1	7.1	6.4	6.5	14.2	6.8	6.8

자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,208.6	2,260.0	4,318.1	4,565.0	4,759.4
매출액증가율(%)	-4.3	2.3	91.1	5.7	4.3
매출원가	999.6	988.0	1,374.7	1,447.2	1,531.0
매출총이익	1,209.0	1,272.0	2,943.4	3,117.8	3,228.5
판매비와관리비	1,030.2	1,047.5	2,677.1	2,757.4	2,828.2
영업이익	178.9	224.5	266.3	360.4	400.3
영업이익률(%)	8.1	9.9	6.2	7.9	8.4
금융손익	-14.8	-13.0	-2.5	-4.8	-5.5
중속/관계기업관련손익	-11.1	6.1	64.2	66.9	69.4
기타영업외손익	-90.9	-33.2	-17.2	-18.1	-18.3
세전계속사업이익	62.1	184.3	310.8	404.3	446.0
법인세비용	29.6	40.9	68.2	93.9	104.4
당기순이익	32.6	143.4	242.6	310.5	341.6
지배주주지분 순이익	23.4	130.9	233.3	289.5	319.0
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	689.0	664.0	898.7	952.5	1,049.3
현금및현금성자산	103.2	114.3	101.7	109.9	170.8
매출채권	326.8	320.2	358.7	379.2	395.3
재고자산	62.2	76.4	146.1	154.4	161.0
비유동자산	2,064.6	2,137.9	2,564.8	2,821.1	3,052.2
유형자산	814.9	815.6	806.9	788.6	757.4
무형자산	933.9	950.3	1,205.9	1,453.6	1,694.9
투자자산	255.2	288.2	468.3	495.1	516.1
자산총계	2,753.6	2,801.8	3,463.6	3,773.6	4,101.5
유동부채	1,017.3	731.5	1,150.6	1,208.9	1,255.4
매입채무	40.0	36.0	68.8	72.7	75.8
단기차입금	157.0	21.8	21.8	21.8	21.8
유동성장기부채	268.1	151.9	63.0	60.4	58.8
비유동부채	373.4	586.2	645.1	645.3	644.1
사채	299.5	511.1	502.9	495.0	487.4
장기차입금	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,390.7	1,317.7	1,795.8	1,854.2	1,899.5
자본금	31.1	31.1	31.1	31.1	31.1
자본잉여금	84.9	80.4	80.4	80.4	80.4
기타포괄이익누계액	1.9	5.1	5.1	5.1	5.1
이익잉여금	811.9	924.1	1,098.6	1,329.2	1,589.3
비지배주주지분	445.5	455.8	465.1	486.0	508.6
자본총계	1,362.9	1,484.1	1,667.8	1,919.4	2,202.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	416.1	330.0	888.2	653.9	708.8
당기순이익(손실)	32.6	143.4	242.6	310.5	341.6
유형자산감가상각비	168.7	165.7	238.7	243.7	252.1
무형자산상각비	98.3	78.9	44.4	67.3	89.5
운전자본의 증감	16.3	-94.4	362.5	32.5	25.6
투자활동 현금흐름	-329.1	-256.4	-785.6	-576.2	-579.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-127.7	-183.2	-230.0	-225.4	-220.9
투자자산의 감소(증가)	-20.9	-27.0	-180.1	-26.8	-21.1
재무활동 현금흐름	-298.0	-61.9	-115.2	-69.4	-68.0
차입금증감	-291.8	-40.5	-97.1	-10.5	-9.1
자본의증가	-1.0	-4.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-210.8	11.1	-12.6	8.2	60.9
기초현금	314.1	103.2	114.3	101.7	109.9
기말현금	103.2	114.3	101.7	109.9	170.8
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	355,336	363,607	305,700	208,194	217,064
EPS(지배주주)	3,769	21,054	16,518	13,202	14,550
CFPS	73,481	76,426	42,770	32,962	36,190
EBITDAPS	71,726	75,472	38,897	30,616	33,838
BPS	147,596	165,443	54,854	65,370	77,233
DPS	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
배당수익률(%)	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	43.2	11.0	13.3	16.6	15.1
PCR	2.2	3.0	5.1	6.7	6.1
PSR	0.5	0.6	0.7	1.1	1.0
PBR	1.1	1.4	4.0	3.4	2.8
EBITDA	445.8	469.1	549.4	671.3	741.9
EV/EBITDA	4.3	5.1	10.2	8.3	7.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.6	13.5	20.9	22.0	20.4
EBITDA이익률	20.2	20.8	12.7	14.7	15.6
부채비율	102.0	88.8	107.7	96.6	86.3
금융비용부담률	1.2	0.9	0.4	0.4	0.3
이자보상배율(x)	7.0	11.1	14.6	21.5	24.3
매출채권회전율(x)	7.0	7.0	12.7	12.4	12.3
재고자산회전율(x)	35.7	32.6	38.8	30.4	30.2

주: 1H18 이전 실적은 합병이전 기준

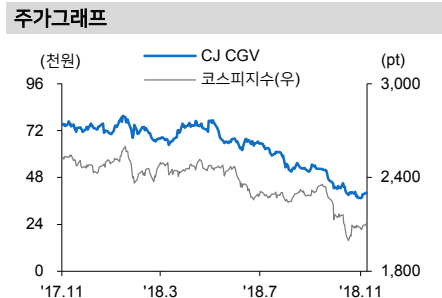
## Buy (신규)

적정주가 (12개월)	50,000원
현재주가 (11.20)	39,800원
상승여력	30.7%

KOSPI	2,082.58pt
시가총액	8,422억원
발행주식수	2,116만주
유동주식비율	60.90%
외국인비중	9.30%
52주 최고/최저가	79,700원/37,350원
평균거래대금	89.8억원

주요주주(%)	
CJ 외 2 인	39.06
국민연금	9.90

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.4	-47.4	-47.1
상대주가	-3.0	-37.8	-35.8



## 국내와 중국 실적 개선 전망

- 국내는 2019년 <캡틴 마블>, <어벤저스4>, <스파이더맨> 등 다수의 MARVEL 영화 개봉으로 성장 예상
- 중국 시장은 온라인 플랫폼의 할인티켓 금지, 자국 흥행작 부족에도 불구하고 2018년 순성장 지속
- 4DX는 이달 연 관람객 2천만명을 최초로 돌파하며 일본, 중국, 프랑스, 미국 등 주요국에서 성장세 지속

## 상장은 무산됐으나, 베트남 성장성은 유효

- 당사는 CJ CGV 베트남 상장을 추진했으나, 수요예측 후 적정 기업가치 평가 어려움으로 상장 철회
- 다만, 베트남 영화시장은 연평균 +15.7%의 고성장이 예상되는 만큼 성장성은 여전히 유효하다는 판단
- 2019년 베트남 매출액 1,618억원으로 전년 대비 +14.2% 성장 전망

## 투자의견 Buy, 적정주가 50,000원으로 커버리지 개시

- 4Q18 국내 영화시장은 전년도 <범죄도시>, <신과함께> 등 흥행작에 따른 기저효과로 다소 부담
- 최근 리라화 가치 하락에 따른 동사의 주가 하락은 환율 정상화 시 회복될 것으로 기대
- 투자의견 Buy, 적정주가는 각 지역별 가치를 합산한 SOTP Valuation을 활용해 50,000원으로 커버리지 개시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,432.3	70.3	12.3	583	-89.2	17,654	120.7	4.0	14.1	3.1	176.1
2017	1,714.4	86.2	-1.4	-66	78.5	14,554	-1,119.5	5.1	11.7	-0.4	216.3
2018E	1,783.8	89.8	0.4	17	-125.4	14,221	2,336.2	2.8	6.0	0.1	216.0
2019E	1,923.8	118.3	-8.0	-376	-2,334.5	13,495	-104.6	2.9	5.6	-2.7	205.5
2020E	2,091.1	147.8	-11.7	-552	46.8	12,593	-71.2	3.1	5.3	-4.2	191.1

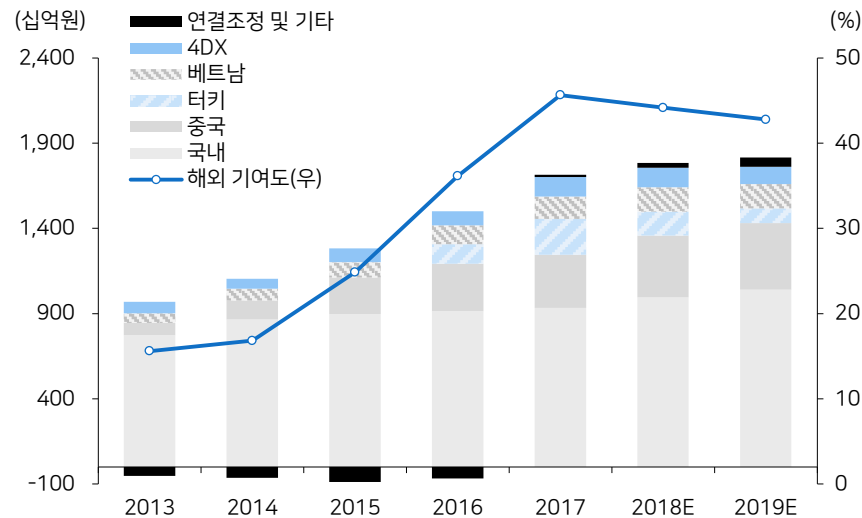
## CJ CGV - CGV 지역별 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_Digital Chaser

### 해외 사업 성과가 전사 실적 방향성을 좌우

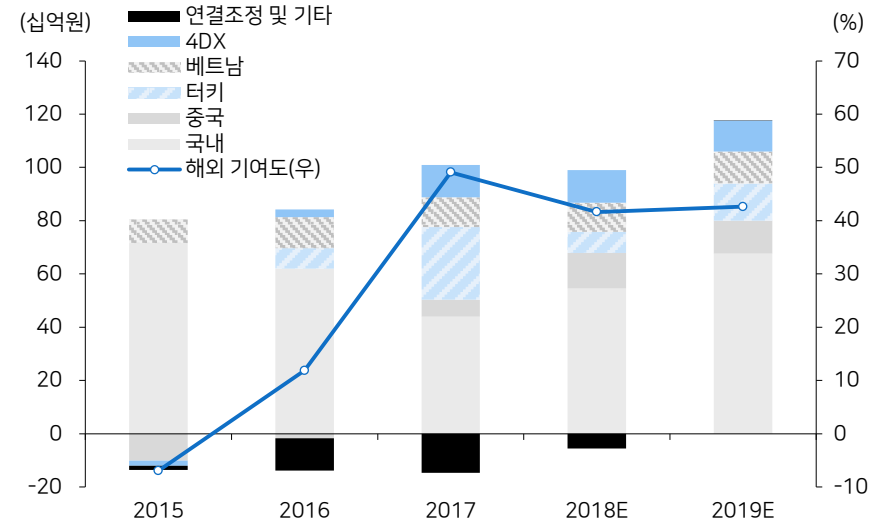
- 성숙기에 접어든 국내 영화시장 감안 시 가파른 성장세를 기대하기는 힘든 상황
- CJ CGV 외형 성장 및 수익성 개선 모두 중국, 베트남, 터키 등 해외 시장 성과가 좌우
- 2019년 지역별 매출액 성장률은 중국 +7.6%, 베트남 +14.2%, 터키 +4.4%, 인도네시아 +30.4% 전망

### CGV 국가별 매출액 추이 및 전망



자료: CJ CGV, 메리츠증권리서치센터

### CGV 국가별 영업이익 추이 및 전망



자료: CJ CGV, 메리츠증권리서치센터



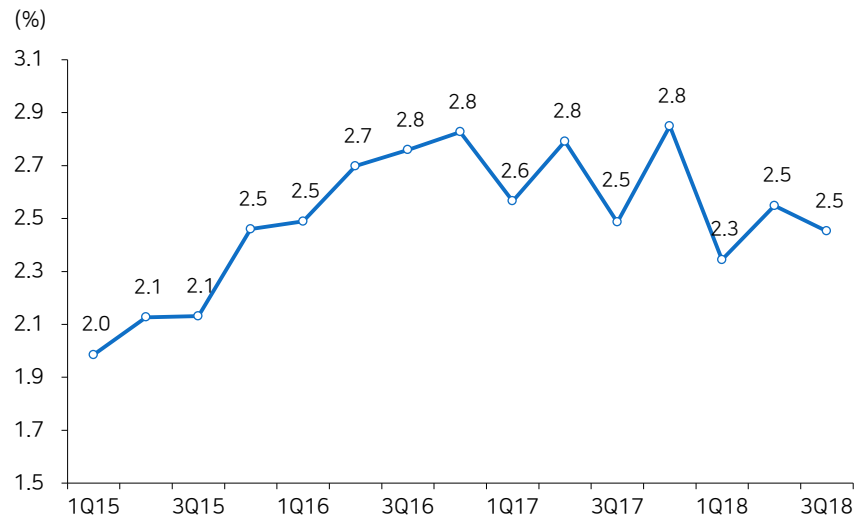
## CJ CGV - 중국 영화시장 회복 기대

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_Digital Chaser

### 중국 영화시장 회복과 CGV 중국 실적 개선 기대

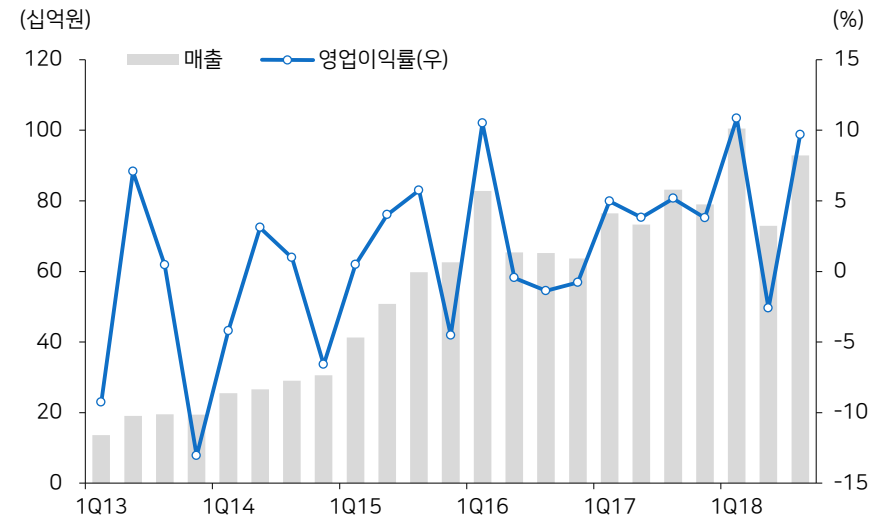
- CJ CGV 중국 시장점유율은 2015년부터 의미 있게 성장했으나 최근 들어 성장세가 둔화
- 사업 초기 공격적인 출점 전략에 따른 부진한 수익성은 점진적으로 회복 중
- 중국 영화시장은 티켓 보조금 금지 영향으로 9월부터 역성장을 기록했으나 중장기 성장 전망은 유효

### CGV 중국 내 점유율 추이



자료: CJ CGV, 메리츠증권증권 리서치센터

### 중국 사업 성과: 흑자전환



자료: CJ CGV, 메리츠증권증권 리서치센터

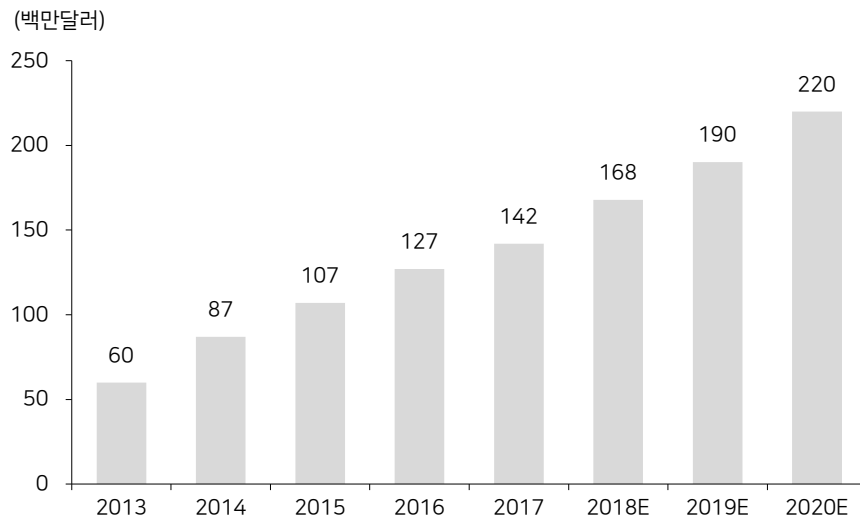
## CJ CGV - 베트남 영화시장 성장성은 유효

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_Digital Chaser

### 베트남 영화시장 성장성은 여전히 유효

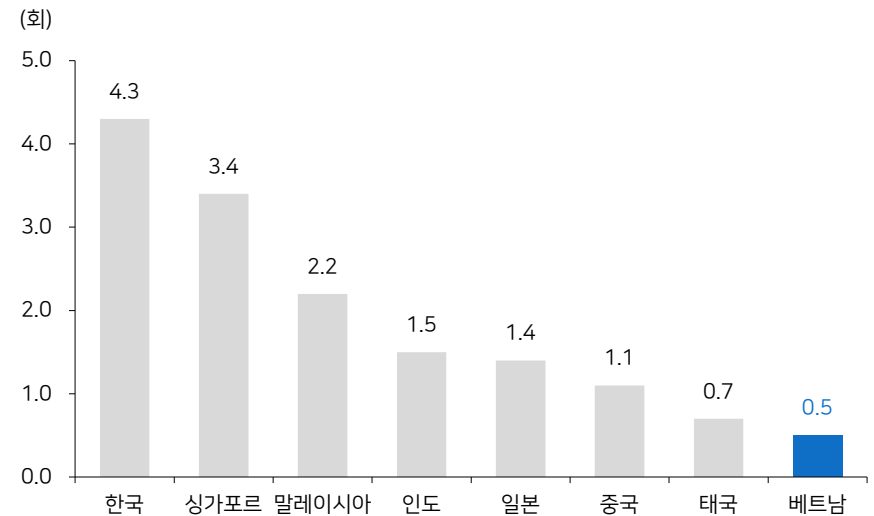
- 2017년 1.42억달러(+11.8% YoY)를 기록한 베트남 박스오피스는 2018년 1.68억달러(+18.2% YoY) 전망
- 베트남 박스오피스는 향후 3년간 연평균 +15.7% 성장해 2020년 2.20억달러 전망
- 베트남 인구 1인당 영화관람 횟수는 전세계에서 가장 낮은 0.5회 수준으로 향후 높은 성장 가능성

### 베트남 박스오피스 추이 및 전망



자료: CJ CGV 메리츠증권증권 리서치센터

### 아시아 주요국 인구 1인당 영화관람 편수 비교



자료: CJ CGV, 메리츠증권증권 리서치센터

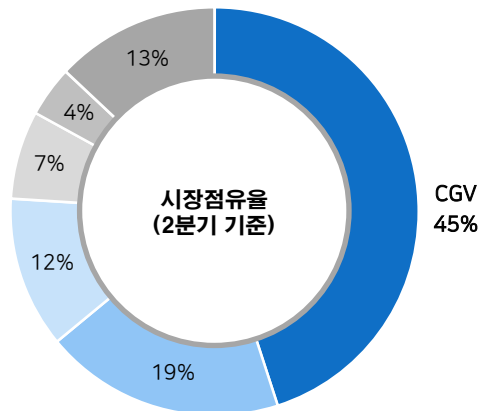
## CJ CGV - 베트남 CGV 사이트 확대 전략

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_Digital Chaser

### 베트남 CGV의 공격적인 출점 전략

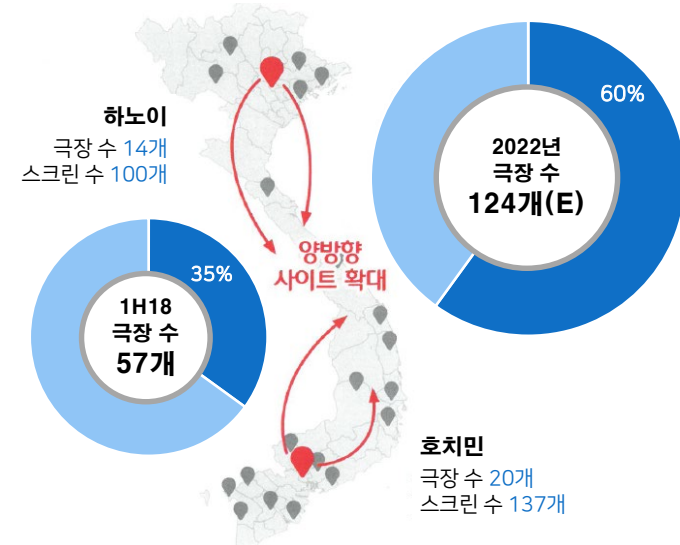
- 베트남 CGV는 1H18 기준 57개 사이트와 345개 스크린수를 보유하고 있으며, 베트남 박스오피스 내 약 45% 시장점유율로 1위 사업자 유지
- 현재 하노이와 호치민에 집중된 사이트를 양방향으로 확대해 2022년까지 사이트 124개 확보 전략

### 베트남 극장사업자 시장점유율 현황: CGV 베트남 45%로 1위



자료: CJ CGV, 메리츠증권리서치센터

### 베트남 CGV의 사이트 확대를 통한 매출 성장 지속



자료: CJ CGV, 메리츠증권리서치센터

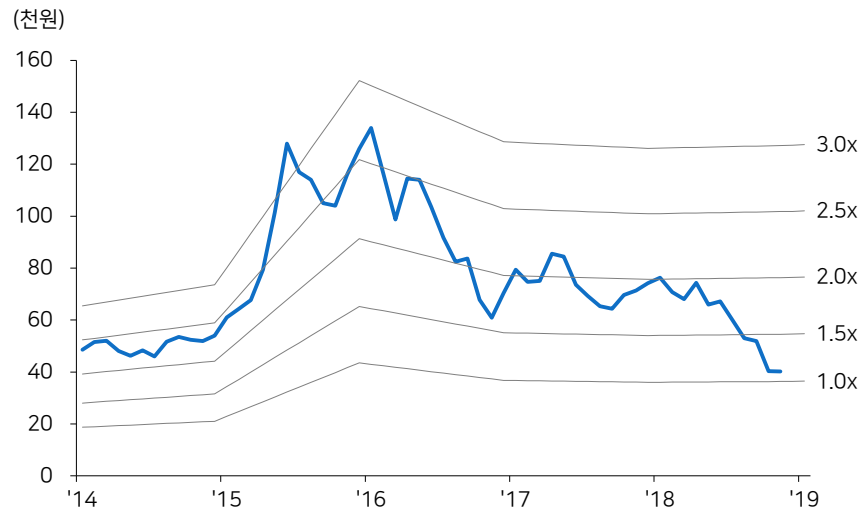
# CJ CGV - SOTP Valuation

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

투자의견 Buy, 적정주가  
50,000원으로 커버리지 개시

- 투자의견 Buy, 적정주가 50,000원으로 커버리지 개시
- 본사는 성숙 시장 멀티플인 7.5배를 적용했으며, 중국은 완다시네마 멀티플에 25% 할인 적용
- 터키, 베트남, 인도네시아 등 신흥시장의 경우 글로벌 극장사업자 평균 멀티플인 10배 동일 적용

## CJ CGV PBR 밴드



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

## CJ CGV Valuation

	EBITDA	EV/EBITDA	지분율 (%)	적정 EV	비고
<b>영업가치</b>				<b>2,018.6</b>	
본사	98.9	7.5	100.0	741.8	성숙 시장 멀티플
중국	70.6	9.0	99.3	630.8	완다시네마 대비 25% 할인
터키	25.4	10.0	39.3	99.9	글로벌 평균
베트남	26.9	10.0	80.0	215.6	글로벌 평균
인도네시아	24.3	10.0	51.0	123.7	글로벌 평균
4DX	25.4	9.0	90.5	206.9	IMAX China 멀티플 적용
<b>순차입금</b>				<b>957.3</b>	
<b>총기업가치</b>				<b>1,061.3</b>	
주식수 (천주)				<b>21,161</b>	
<b>적정주가 (원)</b>				<b>50,152</b>	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

# CJ CGV 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	441.2	404.8	473.0	464.8	447.5	450.0	508.4	517.8	1,714.4	1,783.8	1,923.8
% YoY	8.8%	5.8%	0.2%	2.4%	1.4%	11.2%	7.5%	11.4%	19.7%	4.0%	7.8%
한국(별도)	220.2	221.4	282.0	266.9	234.0	227.6	293.3	281.8	932.1	990.5	1,036.6
연결 자회사	221.0	183.4	191.0	197.9	213.6	222.5	215.1	236.0	782.3	793.3	887.2
중국	85.7	62.0	80.1	81.0	81.8	82.6	83.5	84.3	254.6	308.8	332.2
터키	62.7	31.7	21.2	28.0	42.9	33.0	26.8	47.1	210.9	143.6	149.9
베트남	32.0	40.3	34.5	34.9	35.8	47.6	38.6	39.7	130.6	141.7	161.8
4DX	21.8	29.4	37.4	32.0	30.2	34.6	39.3	35.9	115.3	120.6	140.0
매출원가	214.9	200.5	228.7	227.8	227.3	206.7	238.6	236.3	847.1	871.8	908.9
매출원가율(%)	48.7	49.5	48.3	49.0	50.8	45.9	46.9	45.6	49.4	48.9	47.2
매출총이익	226.3	204.3	244.3	237.0	220.3	243.3	269.8	281.6	867.3	912.0	1,014.9
판관비	207.1	204.1	211.7	199.3	205.0	226.1	233.1	232.4	781.0	822.2	896.6
영업이익	19.2	0.3	32.7	37.7	15.3	17.2	36.6	49.2	86.2	89.8	118.3
% YoY	31.5%	-108.5%	1.4%	-11.4%	-20.3%	6373.0%	12.2%	30.4%	22.6%	4.1%	31.7%
영업이익률(%)	4.3	0.1	6.9	8.1	3.4	3.8	7.2	9.5	5.0	5.0	6.1
한국(별도)	1.1	-1.2	25.6	24.1	-2.8	-5.3	23.9	28.8	43.9	49.6	44.6
연결 자회사	18.1	1.5	7.1	12.4	19.2	14.4	12.8	17.1	42.3	39.0	63.4
중국	8.4	-2.9	7.2	0.6	5.1	1.0	5.0	1.3	6.4	13.3	12.4
터키	12.8	-3.3	-6.8	4.6	8.8	1.7	1.7	7.0	27.3	7.3	19.2
베트남	2.2	5.2	1.1	2.5	4.6	5.7	1.0	2.5	11.1	11.0	13.9
4DX	-0.3	4.0	6.0	3.3	3.1	4.7	5.3	4.6	12.2	13.0	17.8
법인세차감전순이익	2.9	-18.6	-3.8	17.8	3.6	5.8	21.2	35.1	11.5	-1.7	65.6
법인세비용	0.0	1.3	-1.5	1.1	0.4	0.7	3.6	4.0	1.5	0.9	8.7
당기순이익	2.9	-19.9	-2.3	16.7	3.2	5.0	17.5	31.1	10.0	-2.5	56.9
당기순이익률(%)	0.7	-4.9	-0.5	3.6	0.7	1.1	3.4	6.0	0.6	-0.1	3.0

자료: CJ CGV, 메리츠증권증권 리서치센터

# CJ CGV (079160)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,432.3	1,714.4	1,783.8	1,923.8	2,091.1
매출액증가율(%)	20.0	19.7	4.0	7.8	8.7
매출원가	702.7	847.1	871.8	908.9	946.0
매출총이익	729.6	867.3	912.0	1,014.9	1,145.1
판매비와관리비	659.3	781.0	822.2	896.6	997.3
영업이익	70.3	86.2	89.8	118.3	147.8
영업이익률(%)	4.9	5.0	5.0	6.1	7.1
금융손익	-34.7	-83.9	-82.2	-49.9	-48.7
중속/관계기업관련손익	-5.6	4.7	5.0	4.9	4.9
기타영업외손익	-12.1	4.5	-14.3	-7.6	-7.7
세전계속사업이익	18.0	11.6	-1.7	65.6	96.2
법인세비용	12.3	1.5	0.9	8.7	12.7
당기순이익	5.6	10.0	-2.6	56.9	83.6
지배주주지분 순이익	12.3	-1.4	0.4	-8.0	-11.7
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	514.2	457.6	452.3	556.8	684.4
현금및현금성자산	199.5	132.6	114.2	192.1	287.9
매출채권	150.9	170.8	177.8	191.7	208.4
재고자산	16.8	17.9	18.6	20.1	21.8
비유동자산	2,027.6	2,002.5	1,973.6	1,940.0	1,916.6
유형자산	912.6	1,002.0	977.0	943.2	917.9
무형자산	892.7	727.7	720.2	713.0	706.0
투자자산	115.7	90.5	94.2	101.6	110.4
자산총계	2,541.8	2,460.1	2,425.9	2,496.8	2,601.0
유동부채	815.4	868.4	850.8	874.7	903.5
매입채무	117.0	118.0	122.8	132.4	143.9
단기차입금	212.5	254.7	244.7	232.7	217.7
유동성장기부채	136.8	130.1	103.0	99.4	96.0
비유동부채	805.9	814.1	807.5	804.9	804.1
사채	149.7	149.7	144.4	139.3	134.2
장기차입금	538.4	512.2	507.2	502.4	497.9
부채총계	1,621.3	1,682.4	1,658.2	1,679.6	1,707.6
자본금	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6
자본잉여금	89.9	89.9	89.9	89.9	89.9
기타포괄이익누계액	-46.8	-102.5	-102.5	-102.5	-102.5
이익잉여금	329.9	319.9	312.9	297.5	278.5
비지배주주지분	546.9	469.7	466.8	531.7	626.9
자본총계	920.5	777.7	767.7	817.2	893.4

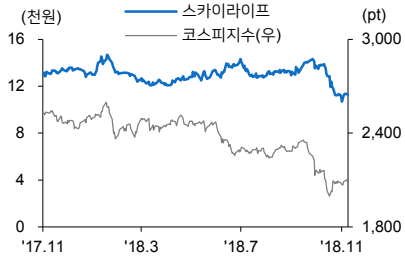
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	187.8	194.3	290.8	349.7	371.9
당기순이익(손실)	5.6	10.0	-2.6	56.9	83.6
유형자산감가상각비	102.0	131.0	275.0	263.8	255.3
무형자산상각비	30.7	38.4	7.6	7.2	6.9
운전자본의 증감	10.1	-59.4	10.8	21.8	26.1
투자활동 현금흐름	-835.4	-285.9	-254.7	-239.5	-241.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-191.3	-278.2	-250.0	-230.0	-230.0
투자자산의 감소(증가)	33.2	25.2	-3.7	-7.4	-8.8
재무활동 현금흐름	705.4	36.0	-54.6	-32.3	-34.7
차입금증감	491.6	44.4	-47.2	-24.9	-27.3
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	60.2	-67.0	-18.4	77.9	95.9
기초현금	139.3	199.5	132.6	114.2	192.1
기말현금	199.5	132.6	114.2	192.1	287.9
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	67,682	81,015	84,295	90,910	98,815
EPS(지배주주)	583	-66	17	-376	-552
CFPS	10,153	13,720	14,938	17,478	18,376
EBITDAPS	9,595	12,080	17,597	18,396	19,375
BPS	17,654	14,554	14,221	13,495	12,593
DPS	350	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	120.7	-1,119.5	2,336.2	-104.6	-71.2
PCR	6.9	5.4	2.6	2.2	2.1
PSR	1.0	0.9	0.5	0.4	0.4
PBR	4.0	5.1	2.8	2.9	3.1
EBITDA	203.1	255.6	372.4	389.3	410.0
EV/EBITDA	14.1	11.7	6.0	5.6	5.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.1	-0.4	0.1	-2.7	-4.2
EBITDA이익률	14.2	14.9	20.9	20.2	19.6
부채비율	176.1	216.3	216.0	205.5	191.1
금융비용부담률	2.5	2.3	2.2	1.9	1.7
이자보상배율(x)	2.0	2.2	2.3	3.2	4.1
매출채권회전율(x)	10.7	10.7	10.2	10.4	10.5
재고자산회전율(x)	94.2	98.8	97.8	99.5	99.8

# 스카이라이프(053210) 2019년 중순 이후 실적 회복 전망

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

Buy

적정주가 (12개월)	14,000원
현재주가 (11.20)	11,300원
상승여력	23.9%
KOSPI	2,082.58pt
시가총액	5,404억원
발행주식수	4,782만주
유동주식비율	42.28%
외국인비중	16.30%
52주 최고/최저가	14,700원/10,700원
평균거래대금	8.9억원
주요주주(%)	
케이티	49.99
신영자산운용 외 1 인	7.00
한국방송공사	6.78
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-18.1 -14.4 -13.7
상대주가	-15.2 1.1 4.7
주가그래프	



## 유료방송 가입자 순감 우려 지속

- 3Q18 영업이익은 전반적인 비용 증가로 시장 컨센서스인 150억원을 크게 하회한 90억원(-34.6% YoY) 기록
- 유료방송 가입자는 최근 4개 분기 연속 순감을 기록하며 부진했으나, UHD 가입자 증가는 긍정적
- 한편, 방송발전기금과 마케팅비용 증가 등 전반적인 비용 부담이 지속되어 단기 실적 개선은 어려운 상황

## 2019년 커머스, 인터넷 등 신사업 정상화 기대

- 2019년 별도 실적은 매출액 6,733억원(+2.6% YoY), 영업이익 662억원(+4.9% YoY) 전망
- 커머스 사업 내 가전 결합 판매는 10% 가까운 영업이익률을 기록 중이며, 향후 유통망을 통한 사업 확대 시 외형 성장 및 수익성 개선에 긍정적 기여가 가능

## 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 15,000원에서 14,000원으로 하향

- 홈쇼핑송출수수료 및 T커머스 성장에 대한 기대감은 낮아졌으나, 광고 매출은 지속적인 성장이 가능
- 신규 서비스들의 사업 정상화가 나타날 2019년 중순 이후 실적 개선 및 투자 매력도 부각 전망
- 실적 추정치 변경 없이 할인율 상향 조정(25% → 30%)으로 적정주가 기존 15,000원에서 14,000원으로 하향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	625.1	78.1	65.9	1,379	-11.4	11,353	12.5	1.5	4.2	12.7	40.5
2017	646.8	74.3	55.2	1,154	-16.3	12,049	11.7	1.1	3.5	9.9	34.5
2018E	656.2	63.1	49.8	1,042	-9.7	12,742	13.2	1.1	3.5	8.4	23.1
2019E	673.3	66.2	51.7	1,081	3.7	13,475	12.7	1.0	3.2	8.2	22.4
2020E	687.4	76.3	59.9	1,252	15.9	14,379	11.0	1.0	2.8	9.0	21.4

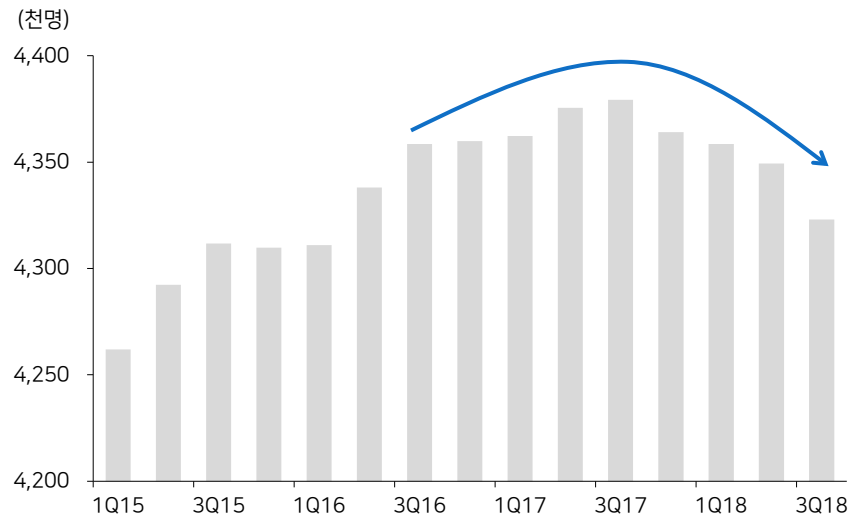
## 스카이라이프 - 2019년 가입자 및 실적 회복 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_Digital Chaser

가입자 감소에도 불구하고  
방송 ARPU 개선은 긍정적

- 유료방송 가입자는 최근 4개 분기 연속 순감을 기록하며 실적 부진으로 연결
- UHD 가입자 순증 지속과 그에 따른 유료방송 ARPU 개선이 나타난 점은 긍정적
- 가입자 이탈 지속에 따른 투자 심리 위축을 반영해 할인율은 상향 조정(25% → 30%)하며, 적정주가 기존 15,000원에서 14,000원으로 하향

### 스카이라이프 유료방송 가입자 추이



자료: 스카이라이프, 메리츠증권증권 리서치센터

### 스카이라이프 Valuation

구분	내용 (십억원)	비고
EBITDA	141.5	12M FWD EBITDA
Target EV/EBITDA(배)	3.4	과거 4년 평균에 30% 할인
영업가치	484.4	
순차입금	-181.8	
적정기업가치	666.2	
발행주식수(천주)	47,822	
<b>적정주가(원)</b>	<b>13,930</b>	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터



# 스카이라이프 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>158.2</b>	<b>164.2</b>	<b>167.3</b>	<b>166.5</b>	<b>162.3</b>	<b>167.1</b>	<b>172.7</b>	<b>171.2</b>	<b>646.8</b>	<b>656.2</b>	<b>673.3</b>
% YoY	1.8%	5.5%	1.5%	-2.6%	2.6%	1.7%	3.2%	2.8%	3.5%	1.4%	2.6%
서비스매출	81.8	83.1	81.4	86.1	86.3	86.6	87.1	87.6	335.1	332.3	347.5
플랫폼매출	54.6	56.1	58.9	57.1	53.6	56.8	59.9	59.4	220.2	226.7	229.7
비용성매출	0.9	1.3	1.3	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	30.3	4.1	0.0
기타매출	20.9	23.7	25.7	22.7	22.5	23.8	25.6	24.2	61.3	93.0	96.1
<b>영업비용</b>	<b>139.5</b>	<b>145.6</b>	<b>158.3</b>	<b>149.7</b>	<b>145.0</b>	<b>150.1</b>	<b>159.4</b>	<b>152.6</b>	<b>572.5</b>	<b>593.1</b>	<b>607.1</b>
% YoY	6.4%	7.1%	4.7%	-3.0%	4.0%	3.1%	0.7%	1.9%	4.7%	3.6%	2.4%
중계기임차료	11.0	11.0	11.6	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	44.2	44.7	44.2
프로그램사용료	30.5	30.4	30.5	33.8	31.2	30.6	30.0	33.7	144.8	125.1	125.5
마케팅비용	35.5	38.4	39.6	40.1	40.7	44.4	45.5	41.2	144.6	153.7	171.8
상각비용	20.3	20.2	20.0	19.9	20.3	19.9	19.6	19.3	81.1	80.3	79.0
기타관리비용	42.2	45.6	56.6	44.9	41.8	44.2	53.3	47.4	157.9	189.2	186.6
<b>영업이익</b>	<b>18.7</b>	<b>18.6</b>	<b>9.0</b>	<b>16.8</b>	<b>17.3</b>	<b>17.0</b>	<b>13.2</b>	<b>18.6</b>	<b>74.3</b>	<b>63.1</b>	<b>66.2</b>
% YoY	-22.9%	-6.1%	-34.6%	1.7%	-7.5%	-8.5%	47.2%	10.8%	-4.8%	-15.1%	4.9%
영업이익률 (%)	11.8%	11.3%	5.4%	10.1%	10.7%	10.2%	7.7%	10.9%	11.5%	9.6%	9.8%
법인세차감전순이익	20.2	19.7	8.4	17.3	17.8	17.4	13.7	19.1	73.2	65.4	68.0
법인세비용	4.5	4.8	2.0	4.2	4.2	4.2	3.3	4.6	18.0	15.5	16.3
<b>당기순이익</b>	<b>15.6</b>	<b>15.0</b>	<b>6.4</b>	<b>13.1</b>	<b>13.6</b>	<b>13.2</b>	<b>10.4</b>	<b>14.5</b>	<b>55.2</b>	<b>49.8</b>	<b>51.7</b>
당기순이익률 (%)	9.9%	9.1%	3.8%	7.9%	8.4%	7.9%	6.0%	8.5%	8.5%	7.6%	7.7%
<b>주요 지표 (천명)</b>											
전체 가입자	4,359	4,349	4,323	4,312	4,321	4,332	4,343	4,332	4,364	4,312	4,332
위성단독	2,559	2,587	2,599	2,638	2,630	2,667	2,704	2,742	2,527	2,638	2,742
OTS	1,799	1,762	1,724	1,674	1,691	1,665	1,638	1,590	1,837	1,674	1,590

자료: 스카이라이프, 메리츠증권 리서치센터

## 스카이라이프 (053210)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	625.1	646.8	656.2	673.3	687.4
매출액증가율(%)	-0.2	3.5	1.4	2.6	2.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	625.1	646.8	656.2	673.3	687.4
판매비와관리비	547.1	572.5	593.1	607.1	611.2
영업이익	78.1	74.3	63.1	66.2	76.3
영업이익률(%)	12.5	11.5	9.6	9.8	11.1
금융손익	2.2	2.0	4.5	2.9	3.4
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.3	-3.1	-2.2	-1.1	-0.9
세전계속사업이익	78.0	73.2	65.4	68.0	78.8
법인세비용	12.0	18.0	15.5	16.3	19.0
당기순이익	65.9	55.2	49.8	51.7	59.9
지배주주지분 순이익	65.9	55.2	49.8	51.7	59.9
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	351.0	319.8	308.0	336.8	372.8
현금및현금성자산	63.6	59.7	50.1	79.5	116.4
매출채권	112.7	133.7	129.7	125.8	122.0
재고자산	1.5	4.1	4.2	4.3	4.3
비유동자산	411.8	455.1	442.0	451.9	462.3
유형자산	283.5	274.0	285.2	296.2	307.9
무형자산	38.7	40.5	37.3	34.2	31.2
투자자산	41.5	96.1	75.0	77.0	78.6
자산총계	762.8	774.8	750.0	788.7	835.0
유동부채	145.1	180.1	121.9	125.0	127.7
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	60.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	74.8	18.5	18.8	19.3	19.7
사채	59.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	219.9	198.6	140.7	144.3	147.4
자본금	119.6	119.6	119.6	119.6	119.6
자본잉여금	161.5	161.5	161.5	161.5	161.5
기타포괄이익누계액	0.1	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
이익잉여금	268.5	302.4	335.6	370.7	413.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	542.9	576.2	609.4	644.4	687.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	136.5	83.8	135.5	137.8	143.6
당기순이익(손실)	65.9	55.2	49.8	51.7	59.9
유형자산감가상각비	79.4	78.3	76.7	76.0	74.3
무형자산상각비	2.0	2.8	3.2	3.1	3.0
운전자본의 증감	-12.0	-65.0	5.7	7.0	6.4
투자활동 현금흐름	-195.5	-68.0	-68.4	-91.8	-89.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-68.4	-57.8	-88.0	-87.0	-86.0
투자자산의 감소(증가)	3.6	-54.5	21.1	-2.0	-1.6
재무활동 현금흐름	-16.7	-19.7	-76.6	-16.7	-16.7
차입금증감	0.1	0.1	-60.0	0.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-75.6	-3.9	-9.6	29.4	37.0
기초현금	139.2	63.6	59.7	50.1	79.5
기말현금	63.6	59.7	50.1	79.5	116.4
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	13,072	13,526	13,721	14,079	14,375
EPS(지배주주)	1,379	1,154	1,042	1,081	1,252
CFPS	3,490	3,391	2,937	2,982	3,169
EBITDAPS	3,334	3,250	2,991	3,036	3,211
BPS	11,353	12,049	12,742	13,475	14,379
DPS	415	350	350	350	350
배당수익률(%)	2.4	2.6	2.5	2.5	2.5
Valuation(Multiple)					
PER	12.5	11.7	13.2	12.7	11.0
PCR	5.0	4.0	4.7	4.6	4.3
PSR	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0
PBR	1.5	1.1	1.1	1.0	1.0
EBITDA	159.4	155.4	143.0	145.2	153.6
EV/EBITDA	4.2	3.5	3.5	3.2	2.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.7	9.9	8.4	8.2	9.0
EBITDA이익률	25.5	24.0	21.8	21.6	22.3
부채비율	40.5	34.5	23.1	22.4	21.4
금융비용부담률	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	47.3	43.1	59.6	50.0	63.4
매출채권회전율(x)	6.2	5.3	5.0	5.3	5.5
재고자산회전율(x)	309.4	232.3	159.4	160.3	159.9

# 제일기획(030000) 닷컴 비즈니스에 기반한 성장

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

## Trading Buy

적정주가 (12개월)	25,000원
현재주가 (11.20)	22,850원
상승여력	9.4%
KOSPI	2,082.58pt
시가총액	26,287억원
발행주식수	11,504만주
유동주식비율	59.60%
외국인비중	35.94%
52주 최고/최저가	23,100원/17,950원
평균거래대금	58.1억원

주요주주(%)	
삼성전자 외 4 인	28.43
국민연금	9.20
Matthews International Capital Management LLC	7.41

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.9	15.7	12.3
상대주가	6.6	36.7	36.3

### 주가그래프



## 내수 경기 회복 지연에도 실적 호조 지속

- 2018년 본사 매출총이익은 내수 경기 회복 지연에도 불구하고 전년 대비 +6.3% 성장 전망
- 해외 매출총이익은 유럽, 신흥시장 성장과 북미, 중국 시장 회복으로 전년 대비 +6.2% 성장 전망
- 주 광고주의 광고선전비 증가 기조 속에 BTL 중심의 유럽 및 해외 지역 프로모션 확대는 긍정적

## 닷컴 비즈니스로 지속적인 성장 가능

- 동사는 주 광고주의 닷컴 비즈니스를 대행하며 전통 광고 영역 외 디지털 역량을 추가로 강화
- 2010년 전체 매출총이익의 19% 수준에 불과한 디지털 비중은 3Q18 기준 33%까지 확대
- 2019년 연결 매출총이익 1조 1,366억원(+5.7% YoY), 영업이익 2,062억원(+9.9% YoY) 전망

## 투자의견 Trading Buy, 적정주가 25,000원 유지

- 2019년 유럽, 미국 시장 등 디지털 분야 경쟁력이 뛰어난 업체 인수를 통해 비유기적 성장 지속 전망
- 주주친화적 배당 정책으로 투자에 필요한 재원을 고려하더라도 전년 수준의 배당 성향 유지 전망
- 투자의견 Trading Buy, 적정주가 25,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	3,232.6	149.6	88.3	767	10.9	6,633	20.5	2.4	7.5	11.4	177.1
2017	3,375.0	156.5	127.2	1,105	41.6	7,354	19.2	2.9	10.8	15.8	161.5
2018E	3,639.1	187.7	123.3	1,072	-2.9	7,758	18.5	2.6	8.6	14.2	164.8
2019E	3,756.3	206.3	153.0	1,330	24.2	8,418	14.9	2.4	7.7	16.4	156.6
2020E	3,933.4	213.3	160.5	1,395	4.9	9,144	14.2	2.2	7.1	15.9	150.8

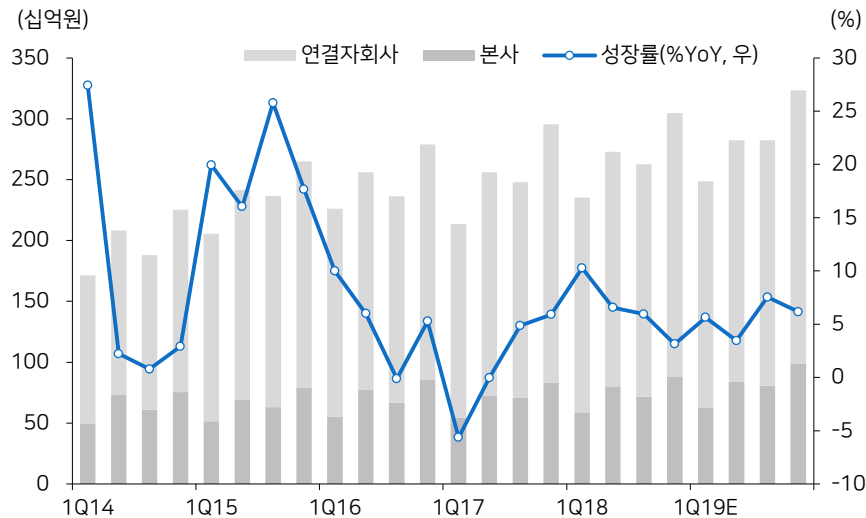
## 제일기획 - 닷컴 비즈니스 기반 디지털 광고 역량 강화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

하반기 우호적인 국내외 시장  
환경으로 실적 개선 전망

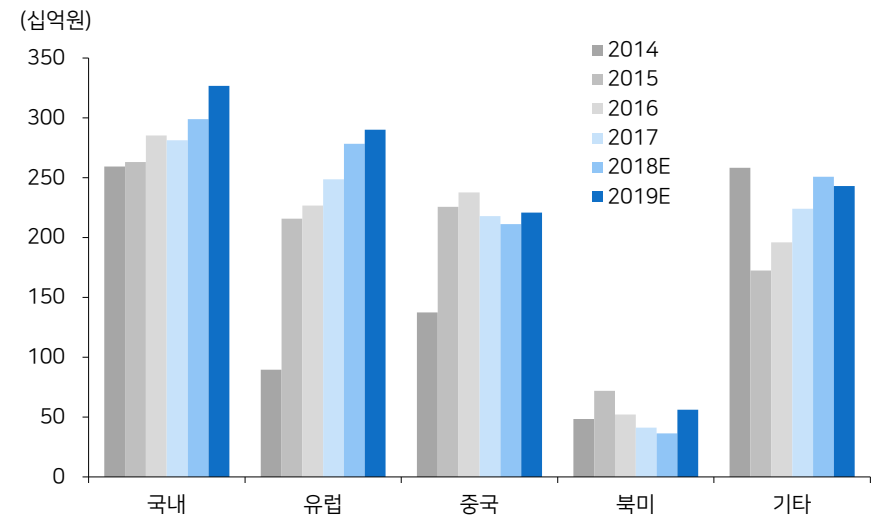
- 주 광고주의 광고선전비 증가 기조 속에 BTL 중심의 해외 지역 프로모션 확대는 긍정적
- 주 광고주의 닷컴 비즈니스 대행으로 전통 광고 영역 외 디지털 역량을 추가로 강화
- 2019년 연결 매출 총이익 1조 1,366억원(+5.7% YoY), 영업이익 2,062억원(+9.9% YoY) 전망

제일기획 분기 매출총이익 추이 및 전망



자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

제일기획 지역별 매출총이익 추이 및 전망



자료: 제일기획, 메리츠증권증권 리서치센터

# 제일기획 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>매출총이익</b>	<b>235.3</b>	<b>272.8</b>	<b>262.5</b>	<b>304.7</b>	<b>248.6</b>	<b>282.3</b>	<b>282.3</b>	<b>323.5</b>	<b>1,012.6</b>	<b>1,075.3</b>	<b>1,136.6</b>
% YoY	10.3%	6.6%	6.0%	3.1%	5.6%	3.5%	7.5%	6.2%	1.5%	6.2%	5.7%
본사	58.3	80.2	71.9	88.4	62.9	84.3	80.8	98.8	281.1	298.7	326.7
매체	26.0	37.1	36.9	41.3	29.7	40.5	40.2	48.9	129.1	141.3	159.3
전파매체	4.7	5.4	4.6	5.7	4.4	5.3	5.1	5.7	20.7	20.4	20.5
인쇄매체	5.4	7.1	7.7	6.8	4.3	6.7	5.6	7.2	26.3	27.0	23.7
뉴미디어 등	15.9	24.5	24.6	28.9	21.0	28.5	29.5	36.1	82.2	93.8	115.1
광고물제작 등	32.3	43.2	34.9	47.1	33.2	43.8	40.6	49.8	151.9	157.5	167.4
연결자회사	177.0	192.6	190.7	216.3	185.7	198.0	201.5	224.7	731.5	776.6	809.9
<b>판관비</b>	<b>209.3</b>	<b>214.6</b>	<b>216.4</b>	<b>247.4</b>	<b>216.5</b>	<b>221.9</b>	<b>230.5</b>	<b>261.5</b>	<b>856.0</b>	<b>887.6</b>	<b>930.3</b>
% YoY	10.1%	5.3%	1.8%	-0.9%	3.5%	3.4%	6.5%	5.7%	1.0%	3.7%	4.8%
인건비	140.3	118.3	124.6	141.8	133.0	125.6	131.1	146.7	476.7	525.0	536.4
지급수수료	16.0	16.5	12.5	24.7	17.6	15.9	16.6	26.5	69.1	69.7	76.7
임차료	11.2	11.3	12.1	13.1	12.6	12.7	13.2	13.6	45.0	47.5	52.2
감가상각비	4.3	4.2	4.3	5.2	4.1	4.5	4.7	5.7	17.4	18.0	19.0
무형자산상각비	4.9	5.0	3.8	5.8	4.4	4.9	4.9	6.2	19.0	19.6	20.4
기타	32.6	59.3	59.2	56.8	44.7	58.2	60.0	62.8	228.8	207.8	225.7
<b>영업이익</b>	<b>26.0</b>	<b>58.2</b>	<b>46.1</b>	<b>57.3</b>	<b>32.0</b>	<b>60.4</b>	<b>51.8</b>	<b>62.0</b>	<b>156.6</b>	<b>187.7</b>	<b>206.2</b>
% YoY	11.6%	11.4%	31.2%	25.1%	23.0%	3.7%	12.4%	8.2%	4.7%	19.9%	9.9%
영업이익률 (%)	3.2%	6.4%	5.3%	5.5%	4.0%	6.6%	5.6%	5.6%	4.6%	5.2%	5.5%
OP/GP	11.1%	21.3%	17.6%	18.8%	12.9%	21.4%	18.4%	19.2%	15.5%	17.5%	18.1%
법인세차감전순이익	27.2	64.9	47.1	61.0	35.6	64.5	55.3	65.7	165.3	200.1	221.1
법인세비용	7.9	18.7	15.4	18.6	10.7	19.5	16.7	19.5	37.0	60.6	66.4
<b>당기순이익</b>	<b>19.3</b>	<b>46.2</b>	<b>31.7</b>	<b>42.4</b>	<b>25.0</b>	<b>45.0</b>	<b>38.6</b>	<b>46.2</b>	<b>128.4</b>	<b>139.5</b>	<b>154.8</b>
당기순이익률 (%)	2.4%	5.1%	3.6%	4.0%	3.1%	4.9%	4.2%	4.2%	3.8%	3.8%	4.1%
<b>주요 지표(광고비)</b>											
전파매체	335.4	297.8	411.2	326.1	382.8	298.4	412.1	326.9	1,355.8	1,418.0	1,421.1
인쇄매체	455.5	362.3	500.3	396.8	465.8	358.0	494.4	392.1	1,749.4	1,725.0	1,705.0
뉴미디어(유료방송)	1,571.9	1,298.5	1,793.1	1,422.1	1,669.5	1,368.1	1,889.2	1,498.3	2,716.5	2,792.4	2,852.2
광고물제작(BTL)	270.6	226.0	312.1	247.5	290.6	232.2	320.6	254.3	454.4	490.7	516.3

자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

## 제일기획 (030000)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,232.6	3,375.0	3,639.1	3,756.3	3,933.4
매출액증가율(%)	15.2	4.4	7.8	3.2	4.7
매출원가	2,235.2	2,362.4	2,563.7	2,619.7	2,738.9
매출총이익	997.4	1,012.6	1,075.3	1,136.6	1,194.5
판매비와관리비	847.9	856.0	887.6	930.4	981.2
영업이익	149.6	156.5	187.7	206.3	213.3
영업이익률(%)	4.6	4.6	5.2	5.5	5.4
금융손익	8.8	-3.3	8.4	8.5	8.3
중속/관계기업관련손익	-0.1	2.2	-20.9	1.0	1.0
기타영업외손익	-30.5	9.9	3.6	5.4	5.5
세전계속사업이익	127.8	165.3	178.8	221.1	228.2
법인세비용	37.2	37.0	54.2	66.4	65.8
당기순이익	90.7	128.4	124.6	154.8	162.3
지배주주지분 순이익	88.3	127.2	123.3	153.0	160.5
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,794.8	1,889.1	2,044.9	2,173.1	2,331.1
현금및현금성자산	372.6	327.9	361.5	435.5	511.6
매출채권	1,186.9	1,265.0	1,364.0	1,407.9	1,474.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	356.6	349.2	347.7	345.0	344.1
유형자산	102.8	95.3	98.1	100.9	103.9
무형자산	169.3	161.2	152.7	145.2	138.5
투자자산	55.6	53.9	58.1	60.0	62.8
자산총계	2,151.4	2,238.3	2,392.6	2,518.0	2,675.2
유동부채	1,244.9	1,281.3	1,380.1	1,424.2	1,490.7
매입채무	674.6	690.0	744.0	768.0	804.2
단기차입금	18.6	12.6	12.6	12.6	12.6
유동성장기부채	0.4	0.4	0.0	0.0	0.0
비유동부채	130.3	101.0	108.9	112.4	117.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
부채총계	1,375.2	1,382.3	1,489.0	1,536.6	1,608.4
자본금	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0
자본잉여금	123.9	123.9	123.9	123.9	123.9
기타포괄이익누계액	-25.2	-48.3	-48.3	-48.3	-48.3
이익잉여금	996.2	1,093.4	1,139.8	1,215.8	1,299.3
비지배주주지분	13.3	9.9	11.2	13.0	14.9
자본총계	776.3	856.0	903.7	981.5	1,066.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	99.8	39.1	145.0	181.4	186.5
당기순이익(손실)	90.7	128.4	124.6	154.8	162.3
유형자산감가상각비	19.2	17.4	23.2	24.2	25.2
무형자산상각비	19.0	19.0	8.5	7.5	6.7
운전자본의 증감	-47.4	-122.2	-11.4	-5.1	-7.6
투자활동 현금흐름	-33.0	-14.6	-33.9	-30.6	-33.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-23.8	-20.7	-26.0	-27.0	-28.1
투자자산의 감소(증가)	-12.5	1.7	-4.2	-1.9	-2.8
재무활동 현금흐름	-46.1	-52.7	-77.4	-77.0	-77.0
차입금증감	-7.5	-6.1	-0.4	0.0	0.0
자본의증가	5.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	20.3	-44.7	33.7	73.9	76.2
기초현금	352.2	372.6	372.9	361.6	435.5
기말현금	372.6	327.9	361.6	435.5	511.6
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	28,099	29,337	31,633	32,652	34,191
EPS(지배주주)	767	1,105	1,072	1,330	1,395
CFPS	1,784	1,783	1,787	2,145	2,195
EBITDAPS	1,632	1,678	1,907	2,068	2,131
BPS	6,633	7,354	7,758	8,418	9,144
DPS	300	760	760	760	760
배당수익률(%)	1.9	3.6	3.8	3.8	3.8
Valuation(Multiple)					
PER	20.5	19.2	18.5	14.9	14.2
PCR	8.8	11.9	11.1	9.3	9.0
PSR	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
PBR	2.4	2.9	2.6	2.4	2.2
EBITDA	187.8	193.0	219.4	237.9	245.2
EV/EBITDA	7.5	10.8	8.6	7.7	7.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.4	15.8	14.2	16.4	15.9
EBITDA이익률	5.8	5.7	6.0	6.3	6.2
부채비율	177.1	161.5	164.8	156.6	150.8
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	67.9	52.7	79.0	88.2	91.3
매출채권회전율(x)	3.1	2.8	2.8	2.7	2.7
재고자산회전율(x)					

# CJ헬로(037560) 인수 가치로서의 매력은 여전

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

## Trading Buy

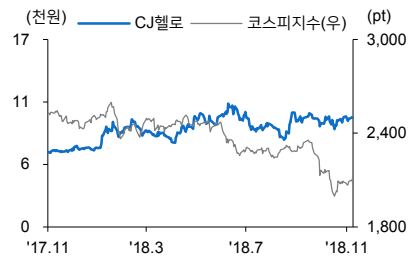
적정주가 (12개월)	10,000원
현재주가 (11.20)	9,780원
상승여력	2.2%

KOSPI	2,082.58pt
시가총액	7,574억원
발행주식수	7,745만주
유동주식비율	45.35%
외국인비중	7.53%
52주 최고/최저가	11,050원/6,710원
평균거래대금	46.4억원

주요주주(%)	
CJ ENM	53.92
SK텔레콤	8.61
Sable (Asia) Limited	6.66

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.8	-4.1	41.7
상대주가	5.4	13.3	72.0

### 주가그래프



## 2018년 주요지표는 전반적으로 부진

- 2018년 케이블TV 가입자는 하나방송 인수 효과에도 불구하고 4.3만명 순증에 그치며 부진할 전망
- 선택약정할인을 상향(20% → 25%)으로 알뜰폰(MVNO) 가입자는 전년 대비 -4.9만명 순감 예상
- 2018년 매출액은 신사업 추진으로 1.17조원(+4.6% YoY), 영업이익은 668억원(-8.4% YoY) 전망

## 더 이상 나빠질 것이 없는 실적, 2019년 반등 유력

- 2019년 매출액 1조 1,911억원(+1.7% YoY), 영업이익 728억원(+9.1% YoY)으로 실적 반등 예상
- 케이블TV 및 알뜰폰 가입자 감소는 지속되나 관련 프로그램 사용료 및 시설 설치비 역시 동시에 감소
- 렌탈/ESS 등 신규 서비스는 시작 단계에 불과하나, 안정적인 사업 구조로 인해 전사 수익성에 소폭 기여

## 유료방송 M&A 가시화, 인수 가치로의 매력 부각

- 가입자 이탈과 홈쇼핑송출수수료 감소 등 불리한 유료방송 시장 상황에도 불구하고, 유료방송 M&A 가치로서 시장 컨센서스 대비 저평가되어 있어 단기 Trading 관점에서 투자 매력 존재
- 투자의견 Trading Buy, 적정주가 10,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,100.6	42.9	21.5	278	-64.0	12,482	33.7	0.8	4.7	2.2	90.4
2017	1,119.9	72.9	28.9	373	34.3	12,746	19.0	0.6	3.9	3.0	89.3
2018E	1,171.5	66.8	38.0	490	31.5	13,161	19.1	0.7	3.7	3.8	84.0
2019E	1,191.1	72.8	44.3	572	16.6	13,658	16.3	0.7	3.4	4.3	82.8
2020E	1,203.1	73.3	46.0	594	3.8	14,177	15.7	0.7	3.1	4.3	81.4

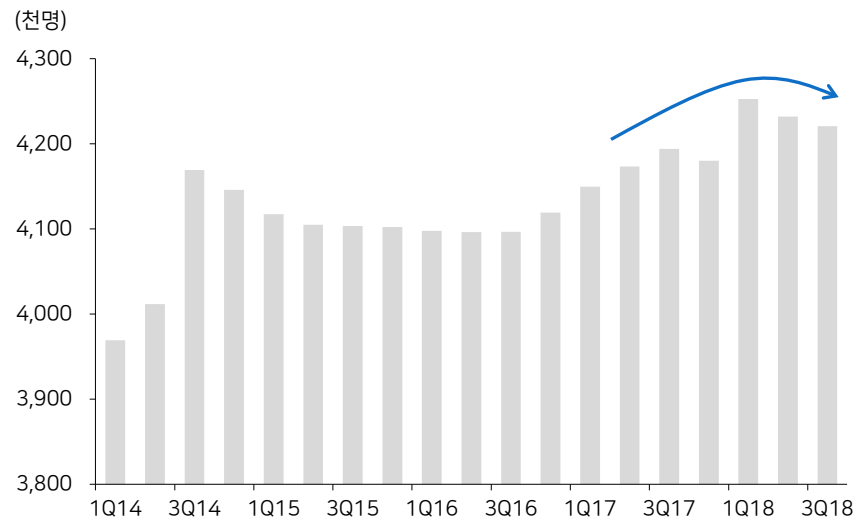
## CJ헬로 - 주요지표는 전반적으로 부진

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_Digital Chaser

### 케이블TV, 알뜰폰(MVNO) 가입자 이탈 지속

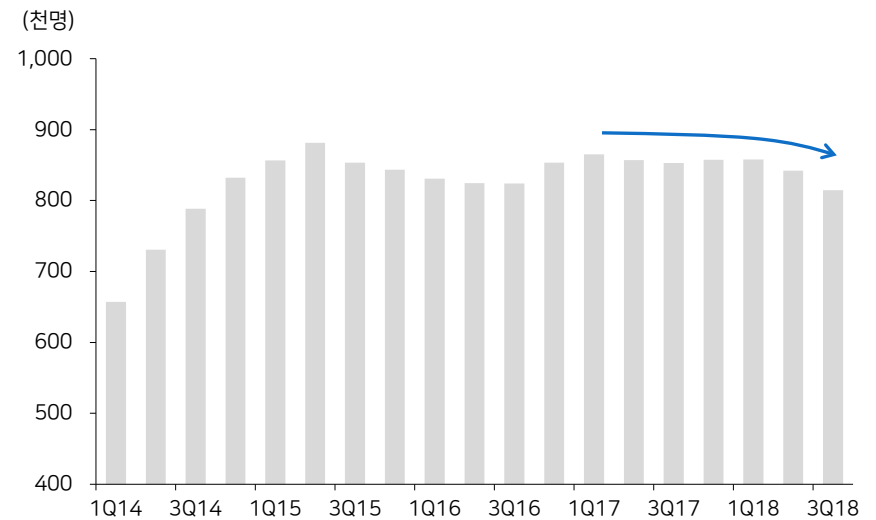
- CJ헬로 케이블TV 가입자는 1Q18 하나방송 인수 효과로 7.3만명 순증했으나, 2Q18와 3Q18 각각 -2.1만명, -1.2만명 순감하며 부진
- 알뜰폰(MVNO) 가입자 역시 선택약정할인율 상향(20% → 25%) 이후 뚜렷한 하락세 지속
- 케이블TV, 알뜰폰 가입자 등 주요지표는 어려운 시장 환경 감안 시 회복이 쉽지 않은 상황

### CJ헬로 케이블TV 가입자 추이



자료: CJ헬로, 메리츠증권증권 리서치센터

### CJ헬로 알뜰폰(MVNO) 가입자 추이



자료: CJ헬로, 메리츠증권증권 리서치센터



# CJ헬로 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 16  
미디어/광고\_ Digital Chaser

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
<b>영업수익</b>	<b>286.5</b>	<b>291.3</b>	<b>297.7</b>	<b>296.1</b>	<b>291.3</b>	<b>299.4</b>	<b>299.2</b>	<b>301.1</b>	<b>1,119.9</b>	<b>1,171.5</b>	<b>1,191.1</b>
% YoY	4.1%	5.6%	7.0%	1.8%	1.7%	2.8%	0.5%	1.7%	1.7%	4.6%	1.7%
TV	94.7	94.6	93.9	94.1	94.2	94.2	94.3	94.4	383.4	377.2	377.1
아날로그	13.3	13.2	12.8	12.4	12.1	11.8	11.6	11.3	50.0	51.8	46.9
디지털	81.4	81.4	81.0	81.6	82.0	82.3	82.7	83.1	333.3	325.4	330.2
초고속인터넷	28.2	28.4	27.9	27.4	27.3	27.2	27.1	27.0	113.4	111.8	108.6
인터넷 전화	7.5	6.6	6.1	5.8	5.6	5.4	5.3	5.1	39.7	26.1	21.4
광고사업 매출	62.6	66.6	65.5	67.9	61.3	65.8	64.8	66.5	260.6	262.6	258.4
알뜰폰(MVNO)	73.1	63.9	65.4	67.2	70.3	71.0	70.7	71.4	270.5	269.6	283.4
기타	20.4	31.2	39.0	33.7	32.6	35.8	37.1	36.6	52.3	124.3	142.1
<b>영업비용</b>	<b>273.4</b>	<b>275.6</b>	<b>277.1</b>	<b>278.7</b>	<b>278.0</b>	<b>276.4</b>	<b>280.6</b>	<b>283.3</b>	<b>1,047.0</b>	<b>1,104.8</b>	<b>1,118.2</b>
% YoY	6.1%	7.4%	6.7%	2.0%	1.7%	0.3%	1.3%	1.6%	-1.0%	5.5%	1.2%
프로그램 사용료	41.6	43.4	41.3	41.8	41.7	41.7	41.6	41.9	163.9	168.1	166.9
통신설비 사용료	40.4	37.5	37.5	40.6	41.8	41.5	41.2	41.0	151.5	156.1	165.6
지급수수료	30.4	32.2	32.3	35.8	35.9	35.6	35.1	36.3	165.3	130.7	142.8
인건비	24.6	25.6	25.7	26.7	25.5	26.3	26.1	27.7	91.9	102.6	105.6
유무형자산상각비	68.2	68.1	68.0	67.3	65.3	66.1	65.6	65.6	228.5	271.5	262.6
<b>영업이익</b>	<b>13.1</b>	<b>15.7</b>	<b>20.5</b>	<b>17.4</b>	<b>13.4</b>	<b>23.0</b>	<b>18.6</b>	<b>17.8</b>	<b>72.9</b>	<b>66.8</b>	<b>72.8</b>
% YoY	-25.4%	-17.7%	11.0%	-1.5%	1.7%	46.3%	-9.3%	2.7%	69.7%	-8.4%	9.1%
영업이익률(%)	4.6%	5.4%	6.9%	5.9%	4.6%	7.7%	6.2%	5.9%	6.5%	5.7%	6.1%
법인세차감전순이익	8.2	10.8	17.0	12.7	9.1	18.9	14.8	13.9	41.2	48.6	56.7
법인세비용	1.7	2.3	3.9	2.8	2.0	4.1	3.3	3.1	12.3	10.7	12.4
<b>당기순이익</b>	<b>6.5</b>	<b>8.5</b>	<b>13.1</b>	<b>9.9</b>	<b>7.1</b>	<b>14.8</b>	<b>11.5</b>	<b>10.9</b>	<b>28.9</b>	<b>38.0</b>	<b>44.3</b>
당기순이익률(%)	2.3%	2.9%	4.4%	3.3%	2.4%	4.9%	3.8%	3.6%	2.6%	3.2%	3.7%
<b>가입자(천명)</b>											
방송 가입자수	4,253	4,232	4,221	4,223	4,225	4,224	4,227	4,228	4,180	4,223	4,228
디지털 가입자수	2,703	2,685	2,701	2,720	2,738	2,754	2,773	2,791	2,707	2,720	2,791
디지털 전환율	63.6%	63.4%	64.0%	64.4%	64.8%	65.2%	65.6%	66.0%	64.8%	64.4%	66.0%

자료: CJ헬로, 메리츠증권 리서치센터

## CI헬로 (037560)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,100.6	1,119.9	1,171.5	1,191.1	1,203.1
매출액증가율(%)	-6.9	1.7	4.6	1.7	1.0
매출원가	739.3	723.0	756.4	769.0	776.8
매출총이익	361.3	396.9	415.2	422.1	426.4
판매비와관리비	318.4	324.0	348.4	349.3	353.1
영업이익	42.9	72.9	66.8	72.8	73.3
영업이익률(%)	3.9	6.5	5.7	6.1	6.1
금융손익	-17.1	-13.6	-9.9	-8.2	-6.5
중속/관계기업관련손익	0.3	0.4	-0.4	-0.0	0.1
기타영업외손익	-0.1	-18.4	-7.8	-7.8	-7.9
세전계속사업이익	26.0	41.2	48.6	56.8	59.0
법인세비용	4.5	12.3	10.7	12.5	12.9
당기순이익	21.5	28.9	38.0	44.3	46.0
지배주주지분 순이익	21.5	28.9	38.0	44.3	46.0
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	315.3	316.3	407.7	537.7	661.2
현금및현금성자산	59.5	64.7	145.2	270.8	391.5
매출채권	217.0	203.1	212.5	216.0	218.2
재고자산	12.8	19.1	20.0	20.3	20.5
비유동자산	1,524.9	1,551.9	1,467.7	1,396.0	1,331.0
유형자산	693.7	687.8	643.3	609.0	578.8
무형자산	757.9	746.1	704.1	665.8	630.5
투자자산	15.9	50.0	52.3	53.2	53.7
자산총계	1,840.2	1,868.2	1,875.4	1,933.7	1,992.2
유동부채	565.1	361.3	320.1	323.7	326.0
매입채무	14.3	16.7	17.4	17.7	17.9
단기차입금	150.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	208.6	151.9	101.0	101.0	101.0
비유동부채	308.4	519.7	536.1	552.2	568.3
사채	299.5	511.1	503.1	495.1	487.1
장기차입금	2.0	0.0	24.0	48.0	72.0
부채총계	873.5	881.0	856.1	875.9	894.2
자본금	193.6	193.6	193.6	193.6	193.6
자본잉여금	190.1	190.1	190.1	190.1	190.1
기타포괄이익누계액	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	583.0	603.4	635.6	674.1	714.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	966.7	987.1	1,019.3	1,057.8	1,098.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	275.8	281.3	306.9	305.7	300.8
당기순이익(손실)	21.5	28.9	38.0	44.3	46.0
유형자산감가상각비	158.6	157.0	159.5	154.3	150.2
무형자산상각비	90.6	71.6	112.0	108.3	105.3
운전자본의 증감	-3.9	-12.7	-2.6	-1.2	-0.7
투자활동 현금흐름	-160.4	-274.1	-187.6	-191.0	-190.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-116.2	-171.2	-115.0	-120.0	-120.0
투자자산의 감소(증가)	1.3	-34.1	-2.3	-0.9	-0.5
재무활동 현금흐름	-171.6	-2.0	-38.9	10.9	10.6
차입금증감	-154.4	-4.1	-33.1	16.7	16.4
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-56.2	5.2	80.5	125.6	120.8
기초현금	115.7	59.5	64.7	145.2	270.8
기말현금	59.5	64.7	145.2	270.8	391.5
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	14,212	14,460	15,127	15,379	15,535
EPS(지배주주)	278	373	490	572	594
CFPS	4,000	4,029	4,282	4,184	4,025
EBITDAPS	3,773	3,892	4,368	4,331	4,245
BPS	12,482	12,746	13,161	13,658	14,177
DPS	75	75	75	75	75
배당수익률(%)	0.8	1.1	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	33.7	19.0	19.1	16.3	15.7
PCR	2.3	1.8	2.2	2.2	2.3
PSR	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
PBR	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
EBITDA	292.2	301.4	338.3	335.4	328.8
EV/EBITDA	4.7	3.9	3.7	3.4	3.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.2	3.0	3.8	4.3	4.3
EBITDA이익률	26.5	26.9	28.9	28.2	27.3
부채비율	90.4	89.3	84.0	82.8	81.4
금융비용부담률	1.9	1.7	1.6	1.5	1.6
이자보상배율(x)	2.0	3.8	3.6	4.0	3.9
매출채권회전율(x)	5.1	5.3	5.6	5.6	5.5
재고자산회전율(x)	71.1	70.3	60.0	59.2	59.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 21일 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	96.3%
중립	3.8%
매도	0%

2018년 9월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에  
대하여 공표한 최근일  
투자등급의 비율

### 이노션 (214320) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.11.14	산업분석	Buy	94,000	정지수	-20.8	-17.2	
2018.01.24	기업브리프	Buy	94,000	정지수	-26.7	-17.2	
2018.04.30	기업브리프	Buy	92,000	정지수	-27.4	-25.3	
2018.06.05	산업분석	Buy	82,000	정지수	-28.8	-17.1	
2018.07.30	기업브리프	Buy	82,000	정지수	-29.4	-17.1	
2018.10.17	기업브리프	Buy	79,000	정지수	-31.6	-30.0	
2018.10.29	기업브리프	Buy	79,000	정지수	-29.9	-25.6	
2018.11.21	산업분석	Buy	79,000	정지수	-	-	

### CJ ENM (035760) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

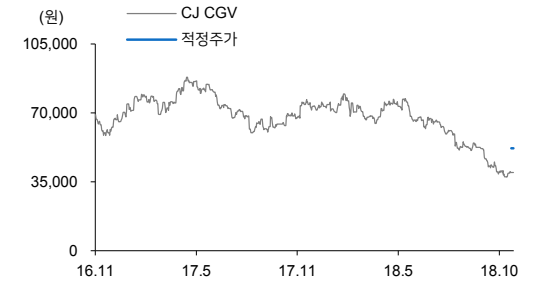
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.21	산업분석	Buy	290,000	정지수	-	-	

### CJ CGV (079160) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	

2018.11.21	산업분석	Buy	50,000	정지수	-	-	
------------	------	-----	--------	-----	---	---	--

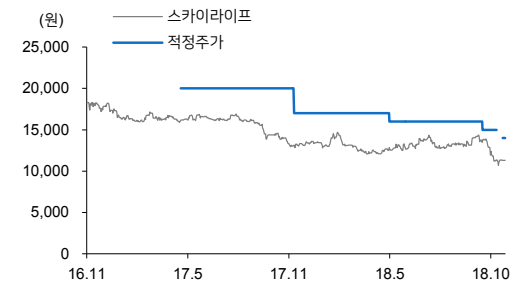


### 스카이라이프 (053210) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

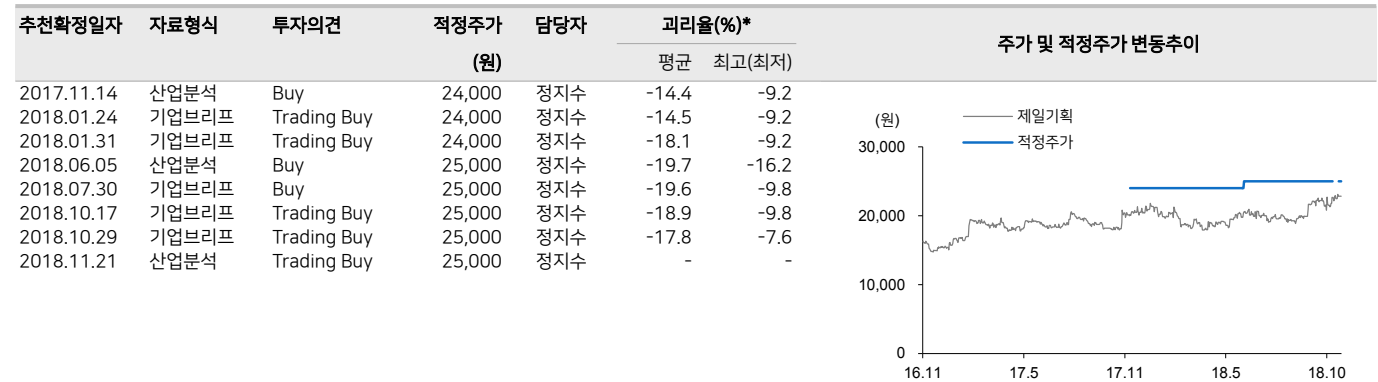
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	

2017.04.26	산업분석	Buy	20,000	정지수	-19.1	-19.0	
2017.05.02	기업브리프	Buy	20,000	정지수	-18.1	-15.8	
2017.07.17	기업브리프	Buy	20,000	정지수	-21.5	-15.5	
2017.11.14	산업분석	Buy	17,000	정지수	-21.3	-14.4	
2018.01.30	기업브리프	Buy	17,000	정지수	-23.3	-13.5	
2018.05.03	기업브리프	Buy	16,000	정지수	-17.0	-10.3	
2018.10.16	기업브리프	Buy	15,000	정지수	-9.9	-7.3	
2018.10.30	기업브리프	Buy	15,000	정지수	-18.5	-7.3	
2018.11.21	산업분석	Buy	14,000	정지수	-	-	



### 제일기획 (030000) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년



### CJ헬로 (037560) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

