2013. 02. 26

Analyst
최 훈 02) 3777-8075
hchoi@kbsec.co.kr

스카이라이프 (053210)

목표주가 상향

투자의견 (유지)	BUY
목표주가 (상향)	50,000 (원)

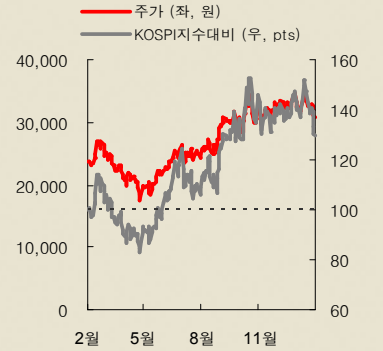
Upside / Downside (%)	60.8
현재가 (02/25, 원)	31,100
Consensus target price (원)	40,000
Difference from consensus (%)	25.0

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	464	555	642	734
영업이익 (십억원)	42	69	110	189
순이익 (십억원)	31	56	89	152
EPS (원)	656	1,178	1,866	3,183
증감률 (%)	n/a	79.6	58.5	70.6
PER (X)	41.8	26.4	16.7	9.8
EV/EBITDA (X)	14.5	11.6	7.8	4.7
PBR (X)	5.3	4.9	3.7	2.7
ROE (%)	14.4	17.7	22.9	29.9

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(4.2)	(5.5)	21.0	30.7
KOSPI대비 상대수익률	(7.4)	(10.6)	16.3	31.2



Trading Data

시가총액 (십억원)	1,486
유통주식수 (백만주)	20
Free Float (%)	41.8
52주 최고/최저 (원)	34,650 / 17,400
거래대금 (3M, 십억원)	6
외국인 소유지분율 (%)	12.0
주요주주 지분율 (%) ㈜케이티 외 6인	50.3

자료: Fnguide, KB투자증권

딸 수 있는 별이 있다

높은 실적 가시성과 가입자 기반 장기 성장성을 반영하여 목표주가를 39% 상향 조정한 50,000원으로 제시한다. 2013년까지는 유료방송시장을 상회하는 가입자 증가를 기반으로 과거 SKT와 DirecTV 사례를 감안 시 성장프리미엄 추가 반영이 필요하다. 2014년부터는 홈쇼핑 송출수익 증가가 지속되는 가운데 판매수수료 감소와 감가상각비/프로그램사용료/위성임차료 증가율 둔화로 인해 본격적인 이익 성장 구간에 진입할 전망이다. 성장성과 안정성을 갖춘 최고의 장기 투자 주식이다.

2013년 성장 프리미엄 38% 추가 반영 필요

2013년 스카이라이프 가입자 수는 433만명 (+14.3% YoY)으로 2010년 이후 두 자리 성장률이 지속될 전망이다. 전체 유료방송 가입자 증가율을 3배 상회하는 성장성이 고PER을 정당화시키는 요인이다. KT의 44%에 달하는 인터넷 점유율을 기반으로 한 OTS 비중 확대는 해지율하락 (월평균 2010년 1.2% → 2015년 0.6%)으로 연결되면서 이동통신사 2.7% 대비 가입자 질이 우수하다. 현 주가는 2013년 PER 16.5X로 1995~1999년 SKT와 2006년 DirecTV의 가입자 확대 기간 중 평균 PER 22.7X와 비교 시 38%의 성장 프리미엄 추가 반영이 필요하다.

2014년 이후 이익 성장에 대한 확신 증대

2013년을 정점으로 가입자 증가율이 둔화되는 2014년 영업이익은 1,893억원 (+72.3% YoY), 영업이익률은 25.6% (+8.6%P YoY)로 본격적인 이익 성장 구간 진입이 예상된다. 전체 영업비용의 72%를 차지하는 4가지 주요 비용 변화를 살펴보면 스카이라이프의 실적 가시성은 매우 높다. 가입자 증가가 정점에 이르는 2013년 전후 3년간 연평균 증감률 측면에서 판매수수료는 +14.8%에서 -17.6%, 감가상각비는 +31.8%에서 +4.9%로 하락할 전망이다. 위성임차료와 프로그램사용료 역시 향후 3년 연평균 +5.6와 +2.3% 증가에 그칠 전망이다.

홈쇼핑 송출수익 모멘텀은 2015년까지 지속 전망

OTS 비중 확대에 따른 홈쇼핑 구매액 증가로 홈쇼핑 송출수익은 2013년 1,046억원 (+63.1%YoY)에서 2016년 2,173억원으로 연평균 +27.6% 증가할 전망이다. CATV 대비 가입자당 송출수익은 2013년 53%에서 2016년 62%까지 상승할 전망이다. 2010년 이후 2013년까지는 연간 홈쇼핑 송출수익 증가가 영업이익 증가의 114%를 담당하면서 가입자 확보를 위한 영업비용 증가 기간 중 이익 성장을 견인할 것으로 예상된다. 2014~2016년 홈쇼핑 송출수익의 영업이익 증가 기여도는 61%로 낮아지면서 가입자를 통한 이익 창출이 예상된다.

목표주가 39% 상향 조정, 성장성과 안정성을 모두 갖춘 최고의 장기 투자 주식

높은 실적 가시성 기반의 장기 성장성을 반영한 DCF valuation을 적용하여 기존 대비 39% 상향한 목표주가 50,000원을 제시하며 투자의견 BUY를 유지한다. 목표주가는 본격적으로 이익성장 구간으로 진입하는 2014년 PER 기준 15.6X를 부여한 것이다. 이는 가입자 증가 이후 이익 성장을 나타낸 2007~2009년 DirecTV 평균 PER 18.7X와 비교할 때 -16.6% 할인된 수준이다. 가입자 증가 정점 이후 하락세를 나타낸 SKT와 DirecTV의 2001년과 2007년 이후 3년간 PER 하락 추이를 2014~2016년 스카이라이프 PER과 비교 시 현주가 기준 평균 -52%, 목표주가 기준 -23% 할인된 수준이다.

Contents

I. Focus Charts 4

II. Executive Summary 5

III. Valuation 6

IV. Investment Points 8

1. 유료방송시장 내 점유율 확대 지속 8
2. 2014년 이후 이익 성장에 대한 확신 증대 10
3. 홈쇼핑 송출수익 모멘텀은 2015년까지 지속 전망 13

V. 연간 실적 전망 15

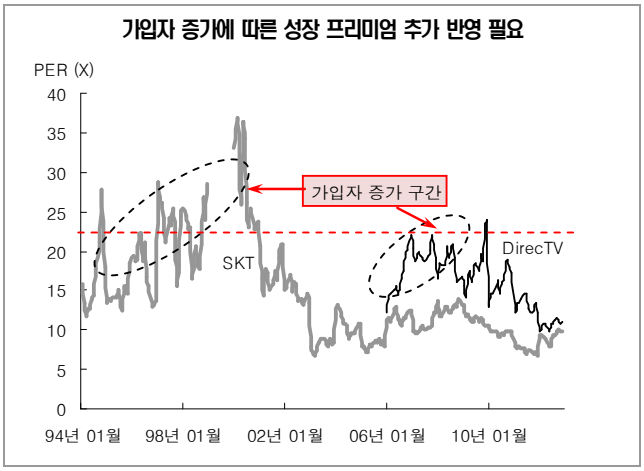
VI. Consensus와의 차이 16

VII. 주가 Performance 17

VIII. Risk요인 18

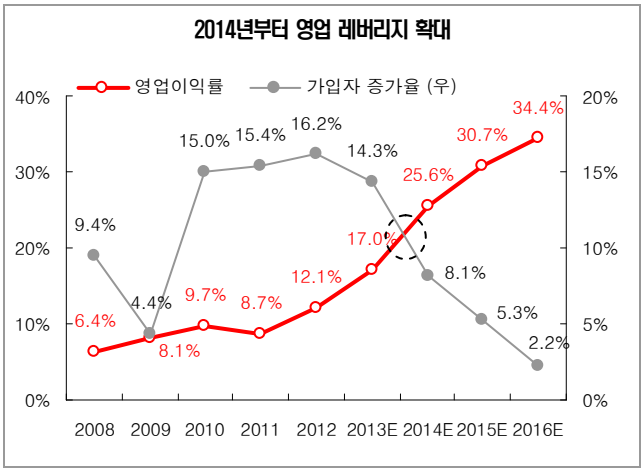
Appendix-Peers Comparison 19

I. Focus Charts



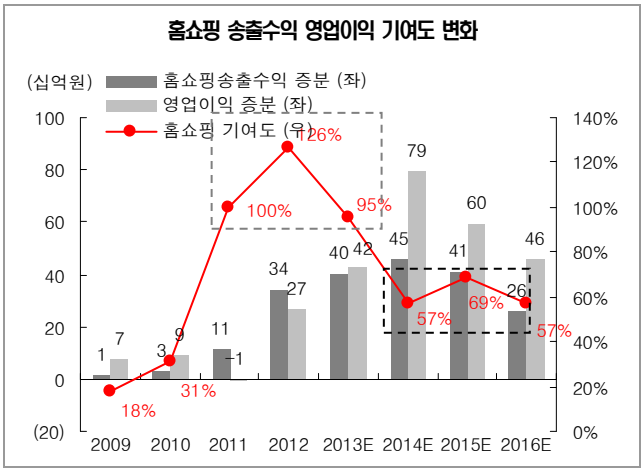
자료: KB투자증권
주: 가입자 증가 구간, SKT는 1995~1999, DirecTV는 2006년 기준

- 유료방송시장 대비 가입자 증가율 상회에 따른 고PER 부여
- SKT와 DirecTV 가입자 증가 기간 중 평균 PER은 22.7X
- 현 주가 2013년 PER 기준 16.5X로 외형성장 프리미엄 38% 추가 반영 필요
- 가입자 증가 이후 PER 하락세 반영하더라도 SKT와 DirecTV 대비 현 주가 기준 −52%, 목표주가 기준 −23% 할인된 수준



자료: KB투자증권

- 2013년 가입자 증가율 정점 이후 본격적인 이익 성장 구간 진입
- 2014년 영업이익 1,893억원, 영업마진 25.6%으로 전년 대비 각각 +72.3% 증가 및 +8.6%P 상승 예상
- 실적 가시성 증대로 영업 레버리지 발생에 대한 확신 증대



자료: KB투자증권

- 홈쇼핑 송출수익은 2013년 1,046억원에서 2016년 2,173억원 전망
- 2011~13년 가입자 증가 구간 이익훼손을 홈쇼핑 송출수익이 만회
- 2014년부터는 홈쇼핑 송출수익과 더불어 기존 수신료 수익의 이익 기여도 확대 예상

II. Executive Summary

목표주가 50,00원 +38.9% 상향 조정

스카이라이프의 높은 실적 가시성과 가입자 증가 이후 장기적인 이익 성장성을 반영하여 목표주가를 기존 대비 +38.9% 상향 조정한 50,000원으로 제시하고 투자의견 BUY를 유지한다. 2013년말 가입자 수는 433만명으로 2010년 이후 연평균 +15.3% 성장세가 이어질 전망이다. 국내 전체 유료방송 가입자 증가율 대비 3배를 상회하는 가입자 증가를 통한 홈쇼핑 송출 수익 급성장과 가입자 증가 이후 비용 증가율 둔화 이후에는 본격적인 이익 성장이 예상된다.

가입자 증가에 따른 고PER 성장성 프리미엄 추가 반영

2013년까지 가입자 증가가 지속되는 가운데 스카이라이프 주가는 고PER 구간에 위치하고 있다. 그러나 스카이라이프와 동일한 가입자 수익모델인 SK텔레콤과 미국 위성방송업체 DirecTV의 가입자 증가 구간 평균 PER과 비교 시 고PER의 타당성이 존재한다. 현 주가는 2013년 PER 16.5X로 1995~1999년 SK텔레콤의 이동전화 가입자 확대 기간 중 평균 PER 23.3X와 2006년 DirecTV PER 22.1X 감안 시 37.6%의 성장 프리미엄 추가 반영이 필요하다.

주용 영업비용 추이 감안 시 장기 성장성 확신 증대

스카이라이프의 장기 성장성에 대한 확신은 실적 가시성 특히 비용 구조에서 기인한다. 2013년 기준으로 전체 영업비용의 71.7%는 4가지 비용 항목이 차지하고 있으며, 이는 프로그램사용료, 위성임차료, 판매수수료, 감가상각비로 구성된다. 전체 영업비용의 38.1%를 차지하고 있는 프로그램사용료와 위성임차료가 2013년 이후 향후 3년 연평균 +5.6%와 +2.3%의 낮은 증가율을 나타내는 가운데 가입자 증가와 연동되는 판매수수료와 감가상각비는 연평균 -17.6%와 +4.9%로 낮아질 전망이다 (2010~2013년 연평균 증가율은 각각 +14.8%와 +31.8%).

홈쇼핑 송출수익 모멘텀 지속 가입자 이익 창출력 확대

월평균 2.7%의 이동통신사 대비 0.8%의 낮은 해지율과 M/S 44%인 인터넷서비스를 기반으로 한 OTS 가입자 증가는 홈쇼핑 송출수익 성장으로 연결되고 있다. 2013년 홈쇼핑 송출수익은 1,046억원 (+63.1% YoY)에서 2016년 2,173억원으로 연평균 +27.6% 증가할 전망이다. 홈쇼핑 송출수익은 2010~2013년 연평균 영업이익 증가의 113.9%를 기여하면서 가입자 증가 기간 중 이익성장을 견인할 전망이다. 2014~2016년 영업이익 기여도는 60.8%로 낮아지면서 홈쇼핑 송출수익과 더불어 수신료 수익을 통한 이익 창출이 더해질 전망이다.

영업 레버리지의 점증적 확대

2013년 매출액은 6,419억원 (+16.4% YoY), 영업이익은 1,098억원 (+62.9% YoY)으로 예상된다. 2014년 매출액은 7,344억원 (+14.4% YoY)으로 예상되는 가운데 영업이익은 전년 대비 +72.3% 증가한 1,893억원으로 영업이익률 역시 전년 대비 +8.6%P 상승한 25.6%를 나타내면서 영업 레버리지 확대가 본격화될 전망이다. 2014년 매출액과 영업이익 추정치는 컨센서스와 유사한 수준이나 2013년 영업이익은 컨센서스 대비 -13.0% 하회하고 있다. 이는 2013년 신규 가입자 증가를 위한 판매수수료 및 광고선전비 등이 상대적으로 높게 반영된 결과이다.

성장성과 안정성 갖춘 최고의 장기 투자 주식

스카이라이프 주가는 IPO 이후 KOSPI 대비 +57.6%, 절대수익률 기준 +78.2%의 양호한 주가수익률을 나타내고 있다. 2011년 10월 이후 KT 영업망 위축에 따른 순증가입자 증가율 감소로 인해 2012년 5월까지 주가 하락세를 나타냈다. 그러나 2012년 6월 이후 월별 순증가입자 증가세 지속으로 주가 역시 상승 반전하면서 가입자 증가와 주가가 연동하는 모습을 나타내고 있다. 2012년 4월 이후 컨센서스 역시 상향 조정되고 있다. 2014년 이후 실적 가시성 확대 및 이익성장을 감안할 때, 성장성과 안정성을 모두 갖춘 최고의 장기 투자 주식으로 추천한다.

III. Valuation

목표주가 50,000원 (39% 상향), 투자의견 BUY 유지

장기 성장성을 반영 목표주가 +38.9% 상향

스카이라이프에 대한 목표주가를 기존 대비 38.9% 상향한 50,000원으로 제시하고 투자의견 BUY를 유지한다. 2013년 가입자증가가 정점을 기록한 이후 2014년부터 본격적인 이익 성장이 나타날 전망이다. 가입자 기반 수익모델 특성상 실적의 가시성이 높고 국내 유료방송시장 내 점유율 확대와 홈쇼핑 송출수익 증가를 통한 장기 성장성에 초점을 맞추어 DCF valuation을 통해 목표주가를 산출하였다.

SKT와 DirecTV 사례 적용 시 성장 프리미엄 추가 반영 필요

현 주가는 2013년 예상 EPS 대비 PER 16.5X로 가입자 증가 기반의 성장 프리미엄 반영이 필요하다. 가입자 증가 기간이었던 1995~1999년 SKT 평균 PER은 평균 23.3X (최고 28.6X), 2006년 DirecTV PER은 22.1X를 나타냈다. 가입자 증가 기간 중 SKT와 DirecTV의 평균 PER 22.7X를 감안할 때, 현 주가에는 +37.6%의 성장 프리미엄 추가 반영이 필요하다.

목표주가에 적용한 PER 부담 無

목표주가는 본격적인 이익성장 구간으로 진입하는 2014년 PER 기준 15.6X를 부여한 것이다. 가입자 증가율이 정점을 지난 2001년 SK텔레콤 PER 17.7X와 2007년 DirecTV의 PER 19.8X와 비교 시 2014년 Target PER 15.6X 적용에는 무리가 없다는 판단이다.

표 1. DCR Valuation 산출

(단위:십억원, 원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2022
Sales	641.9	734.4	807.6	854.2	879.9	906.3	933.5	961.5	990.3	1,020.0	1,020.0
EBIT	109.8	189.3	249.0	295.1	303.9	313.0	322.4	332.1	342.1	352.3	352.3
NOPLAT	86.8	149.5	196.7	233.1	240.1	247.3	254.7	262.4	270.2	278.3	278.3
Depr. & amort.	63.4	69.2	72.2	71.8	74.0	81.7	82.5	83.9	85.9	89.1	89.1
Gross Cash Flow	150.2	218.7	269.0	304.9	314.1	329.0	337.2	346.2	356.2	367.4	367.4
Net Working Capital inc(dec.)	(4.0)	(5.8)	(4.8)	(2.9)	(2.1)	(4.0)	(1.5)	(2.0)	(2.3)	(2.6)	(2.6)
Capex	83.8	76.9	69.0	71.5	76.0	88.5	85.0	84.9	88.0	91.7	91.7
Investing Cash Flow	79.7	71.1	64.2	68.7	73.9	84.4	83.5	82.9	85.7	89.1	89.1
Free Cash Flow	70.4	147.6	204.8	236.3	240.2	244.6	253.8	263.3	270.5	278.3	278.3

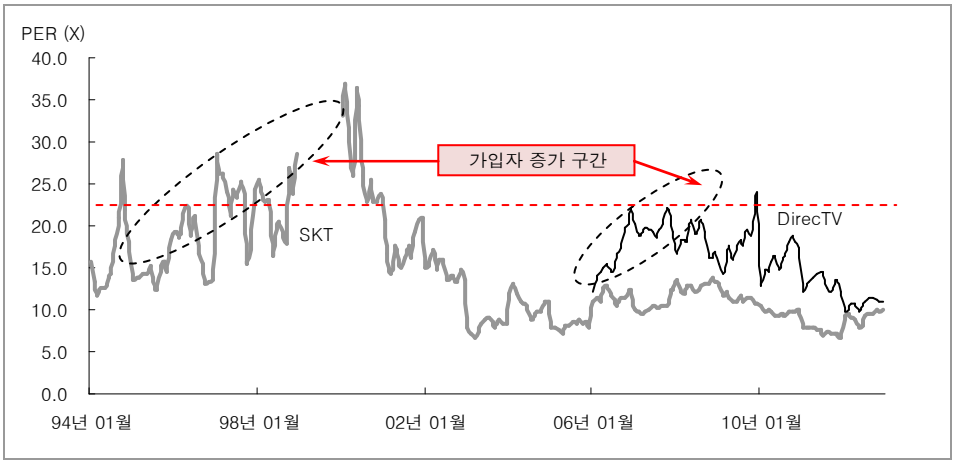
NPV of FCF	1,353.7
NPV of CV	819.2
CV	2,286.7
Enterprize Value	2,172.9
Non-Operating Value	162.0
Debt	90.7
Net Enterprize Value	2,244.1
Equity Value	2,244.1
No. of Shares (thou.)	45,167
Fair Price -DCF	49,686

WACC 산정을 위한 주요 가정

무위험이자율: 4%
Adjusted beta: 1.0
리스크프리미엄 8.5%
타인자본비용: 8.0%

자료: KB투자증권

그림 1. 가입자 증가 구간의 SKT와 DirecTV PER 추이



자료: KB투자증권

가입자 증가 이후 PER multiple은 하락 전환

과거 SKT와 DirecTV의 PER 추이를 살펴보면 가입자 증가 정점 이후 점진적인 PER 하락세를 나타냈다. SKT의 경우 1999년 가입자 증가율이 전년 대비 +64.7%를 나타내며 정점을 기록하였고 PER multiple은 2000년에 36.8X로 정점에 이른 이후 2001년부터 PER 하락 추세가 이어지고 있다. DirecTV는 2006년 가입자 증가율이 전년 대비 +11.6%를 나타내며 PER 22.1X를 기록한 이후 2007년부터 SKT 대비 상대적으로 완만한 PER 하락 추세를 나타냈다.

이익 성장 속도가 PER multiple 하락 속도 상회

2001년과 2007년 이후 3년간 SKT와 DirecTV의 PER 하락 추이를 2014~2016년 스카이라이프 PER과 비교 시 현 주가 기준으로는 평균 -52.1%, 목표주가 기준으로는 -22.7% 할인된 수준이다. 가입자 증가 모멘텀이 주가에 반영된 이후 이익 성장 속도가 PER multiple 하락 속도를 상회하면서 장기적인 기업가치 상승 여력이 충분하다는 판단이다.

표 2. 가입자 증가 정점 이후 PER 추이와 스카이라이프 할인율 비교

(단위: X, %)		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
SKT		17.4	14.8	8.1	10.7	8.1	11.6	10.4	12.8	11.4	9.7	7.4	9.2
		2007	2008	2009	2010	2011	2012						
DirecTV		19.8	18.3	18.1	16.1	13.3	10.7						
평균		18.7	16.6	13.1	13.4	10.7	11.2						
		2014	2015	2016									
스카이라이프	목표주가	15.6	11.9	10.1									
	(할인율)	-16.7%	-28.1%	-23.2%									
	현주가	10.2	7.8	6.6									
	(할인율)	-48.4%	-55.4%	-52.4%									

자료: KB투자증권

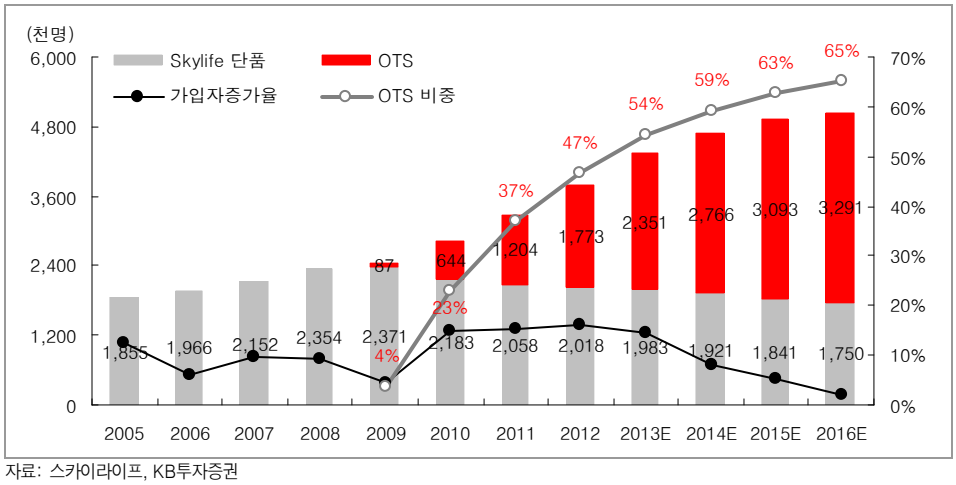
IV. Investment Points

1. 유료방송시장 내 점유율 확대 지속

2013년 가입자 수 433만명 2010년 이후 증가세 지속 중

2013년 스카이라이프 가입자 수는 433만명으로 전년 대비 +14.3% 증가할 전망이다. 2010년 이후 연평균 +15.3%의 가입자 증가세를 나타내며 2013년 유료방송시장 내 스카이라이프 점유율은 17.6%로 전년 대비 +1.4%P 상승할 전망이다. 2013년 스카이라이프 가입자 중 OTS 가입자 수는 235만명으로 전년 대비 +32.6% 증가하면서 가입자 내 비중은 54.2%로 예상된다.

그림 2. 스카이라이프 가입자 증가과 OTS 비중 확대

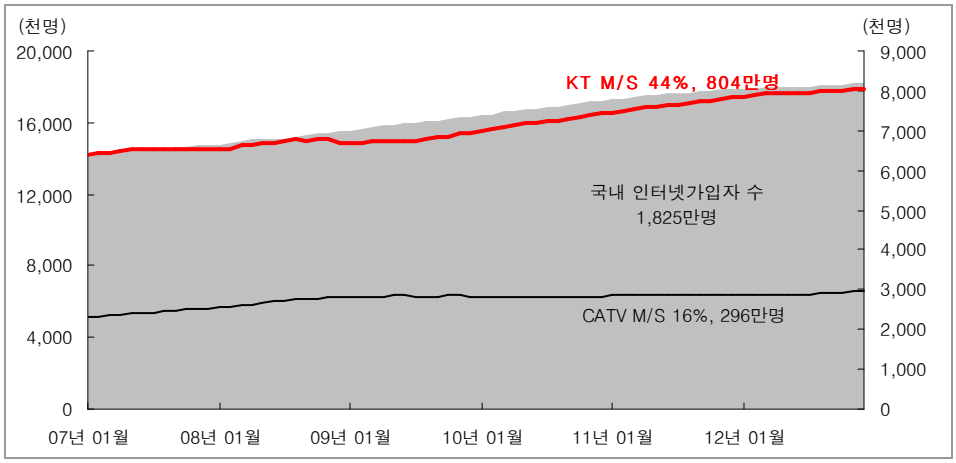


자료: 스카이라이프, KB투자증권

KT 인터넷점유율 44% OTS 영업력 확대 기반

스카이라이프 모회사인 KT의 국내 인터넷점유율 44.0% (804만명) 기반의 위성방송과 IPTV 결합상품인 OTS(Olleh TV Skylife) 영업력 확대는 OTS를 중심으로 한 스카이라이프의 유료방송시장 내 견고한 가입자 점유율 유지를 가능하게 만드는 요인으로 판단된다.

그림 3. 스카이라이프 가입자 증가과 OTS 비중 확대



자료: 스카이라이프, KB투자증권

표 3. 사업자별 국내 유료방송 가입자 수 및 점유율 현황

(단위: 천명)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
유료방송가입자	20,180	20,426	20,634	20,905	21,152	21,350	21,593	21,867	22,215	22,613	22,985	23,452
CATV	15,265	15,226	15,174	15,077	15,006	14,965	14,957	14,933	14,906	14,886	14,893	14,905
(Analogue)	12,408	12,128	11,909	11,651	11,397	11,146	10,944	10,707	10,467	10,217	10,146	9,709
(Digital)	2,857	3,097	3,265	3,426	3,609	3,819	4,013	4,226	4,439	4,669	4,746	5,196
Skylife	2,487	2,614	2,672	2,826	3,011	3,067	3,157	3,262	3,339	3,456	3,617	3,791
(SKL)	2,338	2,291	2,255	2,183	2,163	2,096	2,067	2,058	2,034	2,032	2,023	2,018
(OTS)	149	323	417	644	848	971	1,090	1,204	1,305	1,425	1,594	1,773
IPTV	2,577	2,910	3,205	3,646	3,983	4,289	4,569	4,876	5,275	5,695	6,070	6,529
KT	1,312	1,569	1,790	2,085	2,393	2,622	2,813	3,003	3,316	3,571	3,783	4,030
OTV	1,163	1,246	1,373	1,441	1,545	1,651	1,723	1,800	2,011	2,146	2,188	2,257
OTS	149	323	417	644	848	971	1,090	1,204	1,305	1,425	1,594	1,773
SKT	883	893	885	948	912	911	923	953	1,067	1,187	1,307	1,445
LGU	381	447	530	613	678	756	833	919	893	938	980	1,054
CATV	*75.6%*	*74.5%*	*73.5%*	*72.1%*	*70.9%*	*70.1%*	*69.3%*	*68.3%*	*67.1%*	*65.8%*	*64.8%*	*63.6%*
Skylife(OTS포함)	*12.3%*	*12.8%*	*13.0%*	*13.5%*	*14.2%*	*14.4%*	*14.6%*	*14.9%*	*15.0%*	*15.3%*	*15.7%*	*16.2%*
IPTV(OTS 미포함)	*12.0%*	*12.7%*	*13.5%*	*14.4%*	*14.8%*	*15.5%*	*16.1%*	*16.8%*	*17.9%*	*18.9%*	*19.5%*	*20.3%*
Skylife (OTS미포함)	*11.6%*	*11.2%*	*10.9%*	*10.4%*	*10.2%*	*9.8%*	*9.6%*	*9.4%*	*9.2%*	*9.0%*	*8.8%*	*8.6%*
IPTV(OTS포함)	*12.8%*	*14.2%*	*15.5%*	*17.4%*	*18.8%*	*20.1%*	*21.2%*	*22.3%*	*23.7%*	*25.2%*	*26.4%*	*27.8%*

자료: 방송통신위원회, 케이블방송협회, KB투자증권

표 4. 사업자별 유료방송 가입자 수 및 점유율 전망

(단위: 천명)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
유료방송가입자	15,985	16,285	18,048	19,165	20,038	20,905	21,867	23,452	24,560	25,403	25,977	25,997
CATV	14,129	14,169	14,764	15,197	15,295	15,077	14,933	14,905	14,756	14,535	14,244	13,817
(M/S)	*88.4%*	*87.0%*	*81.8%*	*79.3%*	*76.3%*	*72.1%*	*68.3%*	*63.6%*	*60.1%*	*57.2%*	*54.8%*	*53.1%*
Skylife	1,855	1,966	2,152	2,354	2,457	2,826	3,262	3,791	4,334	4,687	4,934	5,042
(M/S)	*11.6%*	*12.1%*	*11.9%*	*12.3%*	*12.3%*	*13.5%*	*14.9%*	*16.2%*	*17.6%*	*18.5%*	*19.0%*	*19.4%*
IPTV		151	808	840	2,286	3,002	3,672	4,756	5,470	6,181	6,799	7,139
(M/S)		*0.9%*	*4.5%*	*4.4%*	*11.4%*	*14.4%*	*16.8%*	*20.3%*	*22.3%*	*24.3%*	*26.2%*	*27.5%*

자료: KB투자증권
주: OTS는 Skylife에 포함시켜 산출

2. 2014년 이후 이익 성장에 대한 확신 증대

2014년 영업이익률 추가 상승

2013년 가입자 증가율이 정점을 나타낸 이후 2014년 영업이익은 1,893억원 (+72.3% YoY), 영업이익률은 25.6% (+8.6%P YoY)로 본격적인 이익 성장 구간 진입이 예상된다. 2014년 이후 주요 비용 변화 요인을 살펴보면 프로그램사용료와 위성임차료의 완만한 증가율이 유지되는 가운데 신규 가입자 증가율 둔화에 따른 판매수수료와 감가상각비 증가율 하락으로 인해 영업 레버리지가 확대될 전망이다.

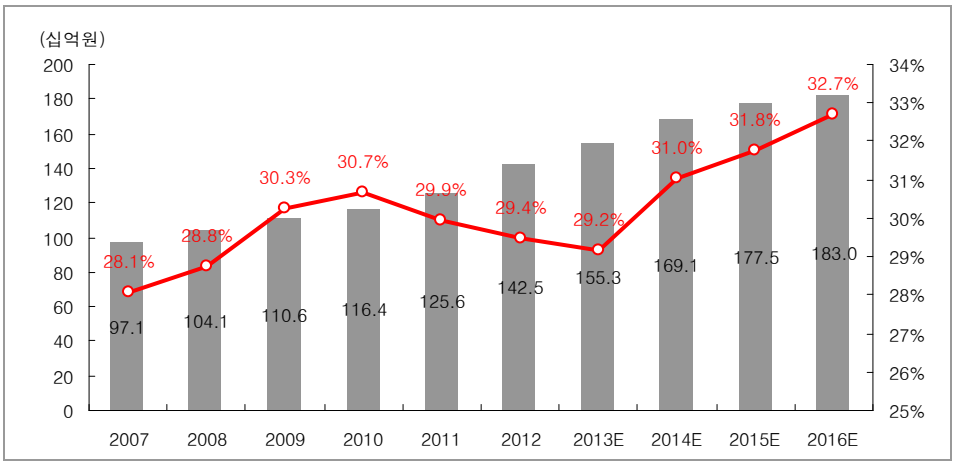
프로그램사용료와 위성임차료의 완만한 증가율 예상

스카이라이프의 주요 4개 영업비용은 위성임차료, 프로그램사용료, 판매수수료, 감가상각비로 구성되며, 이들 4개 비용이 전체 영업비용의 71.7%를 차지하고 있다. 우선 전체 영업비용에서 9.0%를 차지하고 있는 위성임차료는 2013년 476억원에서 2016년 510억원으로 연평균 +2.3% 증가하면서 고정비적 성격을 나타내고 있다. 2013년 프로그램사용료는 1,553억원으로 2013년 전체 영업비용에서 29.2%를 차지할 것으로 예상된다. 프로그램사용료 내에는 지상파 재전송 대가가 반영되었다.

DirecTV 대비 낮은 프로그램사용료 증가율

프로그램사용료의 경우 가입자의 수신료 수익에 연동하여 지급되며, 채널별 시청률에 따라 프로그램 공급자에게 배분되는 방식이다. 또한 전체 프로그램사용료 중 30%는 채널임대수익으로 충당되는 구조이다. 이에 따라 스카이라이프 프로그램사용료 지급에 따른 비용 부담은 미국 위성방송업체 DirecTV 대비 낮게 나타나고 있다.

그림 4. 연간 프로그램사용료와 영업비용 내 비중



자료: 스카이라이프, KB투자증권

표 5. 스카이라이프와 DirecTV 프로그램사용료 비교

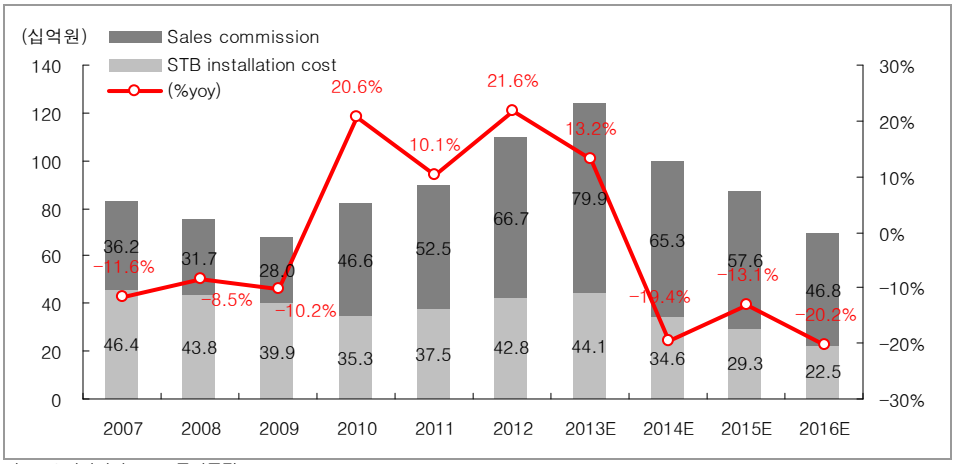
		2007	2008	2009	2010	2011	2012
영업비용 비중	스카이라이프	28.1%	28.8%	30.3%	30.7%	29.9%	29.4%
	DirecTV	49.8%	48.8%	48.0%	49.9%	51.6%	52.8%
연간 증가율	스카이라이프	4.9%	7.2%	6.2%	5.3%	7.9%	13.4%
	DirecTV	18.5%	13.0%	9.2%	11.1%	15.7%	11.8%

자료: 스카이라이프, DirecTV, KB투자증권

가입자 증가율 하락 후 판매수수료 감소 전환

2013년 전체 영업비용에서 23.3%를 차지하고 있는 판매수수료는 1,240억원으로 예상되며 2010년 이후 연평균 +14.8% 증가하면서 신규 가입자 유입에 비례하여 증가하고 있다. 그러나 2014년부터 신규 가입자 증가율이 둔화되면서 관련 판매수수료 역시 감소될 전망이며, 2016년까지 연평균 -17.6% 감소할 것으로 예상된다. 이에 따라 영업비용에서 차지하는 비중 역시 2014년 18.3%에서 2016년에는 12.4%로 낮아질 전망이다.

그림 5. 2014년부터 판매수수료 감소로 전환

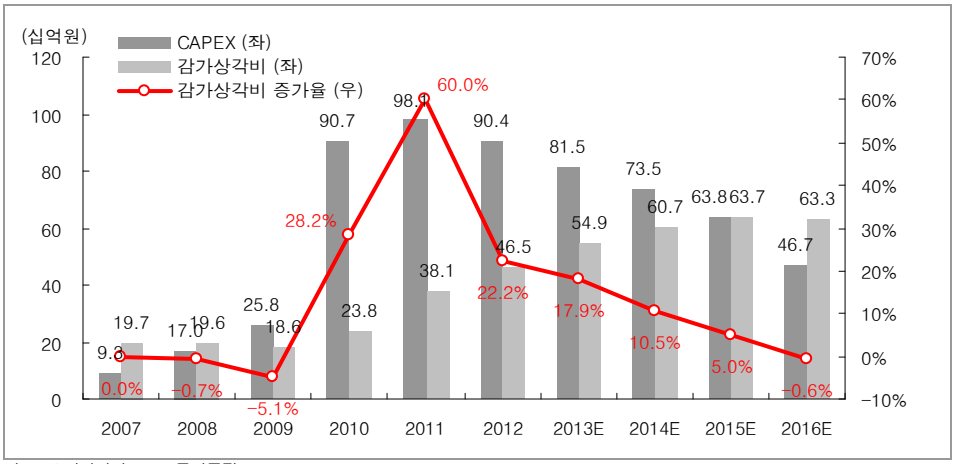


자료: 스카이라이프, KB투자증권

셋탑박스 가격 인하로 감가상각비 증가율 둔화

전체 영업비용에서 10.3%를 차지하는 감가상각비의 경우 신규 가입자 증가율 감소와 더불어 셋탑박스 가격 인하로 인해 2012년부터 증가율이 둔화되기 시작했으며, 2013년을 전후한 3년 평균 증가율 역시 +31.8%에서 +4.9%으로 하락할 전망이다.

그림 6. 연간 CAPEX와 감가상각비 추이



자료: 스카이라이프, KB투자증권

표 6. 주요 영업비용 증가율 및 전체 영업비용 내 비중 변화

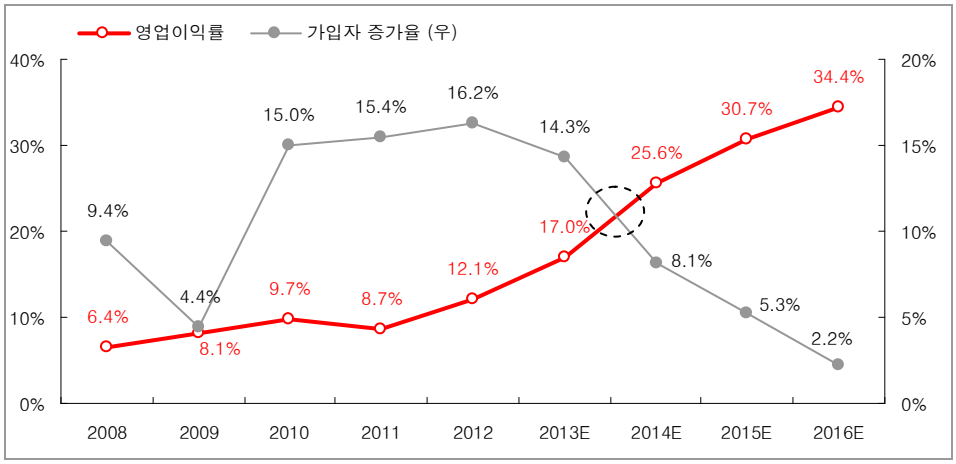
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
프로그램사용료	92.6	97.1	104.1	110.6	116.4	125.6	142.5	155.3	169.1	177.5
(%yoy)		4.9%	7.2%	6.2%	5.3%	7.9%	13.4%	9.0%	8.9%	5.0%
(weight)	24.5%	28.1%	28.8%	30.3%	30.7%	29.9%	29.4%	29.2%	31.0%	31.8%
위성임차료	49.3	49.3	51.4	48.9	48.8	50.5	45.4	47.6	49.1	50.0
(%yoy)		0.0%	4.3%	-4.9%	-0.1%	3.5%	-10.2%	5.0%	3.0%	2.0%
(weight)	13.0%	14.2%	14.2%	13.4%	12.9%	12.1%	9.4%	9.0%	9.0%	9.0%
판매수수료	93.5	82.6	75.6	67.9	81.8	90.1	109.5	124.0	99.9	86.8
(%yoy)		-11.6%	-8.5%	-10.2%	20.6%	10.1%	21.6%	13.2%	-19.4%	-13.1%
(weight)	24.7%	23.9%	20.9%	18.6%	21.6%	21.5%	22.6%	23.3%	18.3%	15.5%
STB installation cost	59.7	46.4	43.8	39.9	35.3	37.5	42.8	44.1	34.6	29.3
Sales commission	33.7	36.2	31.7	28.0	46.6	52.5	66.7	79.9	65.3	57.6
감가상각비	22.3	22.2	22.0	21.1	24.0	38.1	46.7	54.9	60.7	63.7
(%yoy)		-0.3%	-0.7%	-4.3%	13.5%	58.9%	22.5%	17.6%	10.5%	5.0%
(weight)	5.9%	6.4%	6.1%	5.8%	6.3%	9.1%	9.6%	10.3%	11.1%	11.4%
주요비용 합계	257.6	251.3	253.2	248.4	271.0	304.3	344.1	381.7	378.7	378.0
(%yoy)		-2.5%	0.8%	-1.9%	9.1%	12.3%	13.1%	11.0%	-0.8%	-0.2%
(weight)	68.1%	72.6%	69.9%	68.0%	71.4%	72.6%	71.1%	71.7%	69.5%	67.7%
전체 영업비용	378.4	346.3	362.2	365.2	379.4	419.4	483.9	532.1	545.1	558.6

자료: 스카이라이프, KB투자증권

주요 영업비용 증가율 둔화로 2015년 이후 영업마진 30% 상회

주요 영업비용의 증가율 둔화 및 감소로 인해 2014년부터 영업레버리지가 확대될 전망이다. 2013년까지는 가입자 증가가 주가의 방향성을 결정짓는다면, 2014년부터는 이익 성장에 따른 valuation merit가 주가에 반영될 전망이다. 2014년 영업이익률은 전년 대비 8.9%P 상승한 25.6%로 예상되며 2015년부터는 30%를 상회하는 영업이익률 창출이 예상된다.

그림 7. 2014년부터 영업 레버리지 본격화



자료: KB투자증권

3. 홈쇼핑 송출수익 모멘텀은 2015년까지 지속 전망

홈쇼핑 송출수익 향후 3년간 +27.6% 성장 전망

OTS 비중 확대에 따른 홈쇼핑 구매액 증가로 홈쇼핑 송출수익은 향후 3년간 연평균 +27.6% 증가할 전망이다. 가입자 증가를 통해 CATV와의 홈쇼핑 ARPU 격차가 축소되면서 홈쇼핑 송출수익 성장 모멘텀은 2015년까지 지속될 전망이다. 2010년 이후 2013년까지 홈쇼핑 송출수익 증가가 가입자 확보를 위한 영업비용 증가 기간 중 이익 성장을 견인할 것으로 예상된다. 2014~2016년 홈쇼핑 송출수익의 영업이익 증가 기여도는 61%로 낮아지면서 가입자를 통한 이익 창출이 예상된다.

13년 가입자당 홈쇼핑 송출수익 09년 CATV 수준에 불과

스카이라이프의 2013년 홈쇼핑 송출수익은 1,046억원으로 전년 대비 +63.1% 증가하면서 전체 영업이익 성장을 견인할 전망이다. 2013년 예상 가입자 수 433만명을 기준으로 가입자당 송출수익은 2009년 CATV 수준인 24,130원으로 추정된다. 홈쇼핑 송출수익은 2016년까지 연평균 +27.6% 증가하면서 2,173억원으로 증가할 전망이다. 가파른 증가에도 불구하고 2016년 가입자당 송출수익은 43,093원으로 2012년 CATV SO 수준에 불과하다.

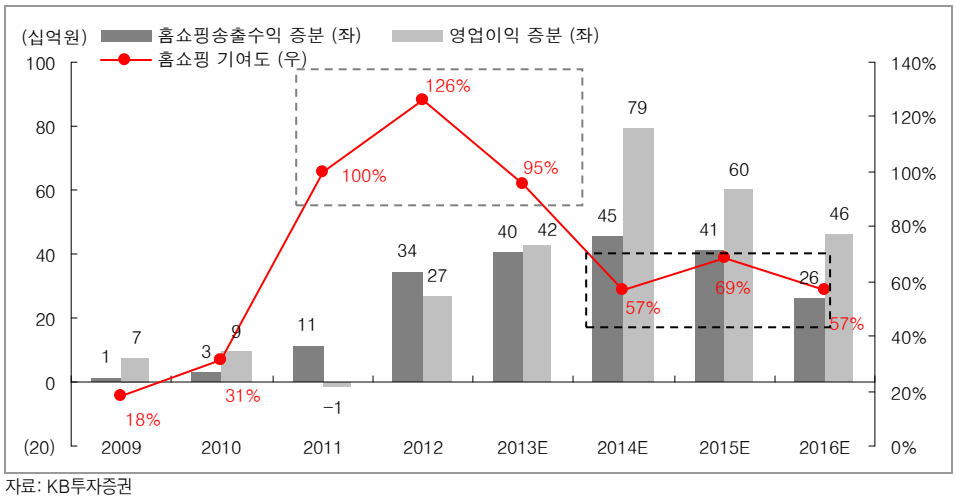
스카이라이프 홈쇼핑구매액 증가

2012년까지 최근 3년간 스카이라이프 홈쇼핑송출수익 연평균 58.2% 증가하면서 CATV SO +17.2% 대비 3.4배 빠른 증가율을 나타내고 있다. 같은 기간 스카이라이프의 가입자 수가 연평균 +15.5% 증가한 것을 감안할 때, 스카이라이프 가입자 수 증가 대비 홈쇼핑 매출 기여도가 더욱 빠르게 진행되고 있는 것을 알 수 있다. 따라서 홈쇼핑 송출수익 모멘텀은 2013년 이후에도 지속될 이익 성장 모멘텀으로 작용할 전망이다.

전체 영업이익 성장을 견인 중

2010년부터 2013년까지 홈쇼핑 송출수익은 전체 영업이익 성장을 이끌 전망이다. 2010년~2013년 연간 홈쇼핑 송출수익 증분의 합계는 884억원으로 연간 영업이익 증분 776억원의 113.9%를 설명해주고 있다. 가입자 증가율이 둔화되는 2014년 이후에도 전체 영업이익 증분의 60.8%를 차지하면서 홈쇼핑 송출수익의 이익 성장 모멘텀은 지속될 전망이다.

그림 8. 영업이익 증분에서 홈쇼핑 송출수익이 차지하는 비중



자료: KB투자증권

표 7. 유료방송사업자별 홈쇼핑 송출수익 현황

(단위: 십억원)		2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
홈쇼핑 GMS (TV부문)		3,437	3,674	4,481	5,550	6,490	7,800	8,970	10,316	11,863	13,642
(%YoY)		-3.1%	6.9%	22.0%	23.8%	16.9%	20.2%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
NSS		275	404	448	555	649					
Lotte		515	625	851	1,221	1,363					
CJ		894	882	1,076	1,221	1,493					
GS		997	955	1,120	1,332	1,493					
Hyundai		756	808	986	1,221	1,493					
홈쇼핑 송출수수료		320	358	409	486	640	768	884	1,016	1,169	1,344
(%of GMS)		9.3%	9.7%	9.1%	8.8%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%
NSS		38	40	45	51	58					
Lotte		51	62	77	103	139					
CJ		83	87	95	109	149					
GS		77	88	96	107	144					
Hyundai		72	81	97	115	149					
홈쇼핑송출수익	CATV	306	342	387	440	575	623	668	727	815	959
	MSO	236	278	318	390	488					
	T-broad	72	95	108	123	154					
	CJ hello	61	74	87	116	141					
	C&M	57	58	65	80	109					
	HCN	29	32	38	42	49					
	CMB	18	20	20	28	34					
	개별SO	70	64	69	50	87					
	SkyLife	14	15	16	19	30	64	105	150	191	217
	IPTV			6	27	35	81	111	139	162	168
가입자수	CATV	14,764	15,197	15,295	15,077	14,933	14,905	14,756	14,535	14,244	13,817
(천명)	MSO	10,919	11,083	11,313	11,228	12,008					
	T-broad	3,360	3,468	3,411	3,234	3,185					
	CJ hello	3,079	3,085	3,105	3,097	3,447					
	C&M	2,078	2,127	2,161	2,269	2,712					
	HCN	1,194	1,174	1,351	1,338	1,319					
	CMB	1,209	1,229	1,285	1,290	1,344					
	개별SO	3,846	4,113	3,981	3,849	2,925					
	SkyLife	2,152	2,354	2,457	2,826	3,262	3,791	4,334	4,687	4,934	5,042
	IPTV	808	840	2,286	3,002	3,672	4,756	5,470	6,181	6,799	7,139
가입자당	CATV	20,716	22,523	25,290	29,171	38,519	41,784	45,301	50,007	57,236	69,392
송출수익(원)	MSO	21,646	25,088	28,081	34,758	40,658					
	T-broad	21,319	27,251	31,746	38,148	48,471					
	CJ hello	19,888	23,849	28,041	37,595	40,993					
	C&M	27,248	27,270	29,983	35,360	40,306					
	HCN	24,596	27,540	27,904	31,675	37,310					
	CMB	14,490	15,978	15,438	21,590	25,281					
	개별SO	18,075	15,610	17,355	12,872	29,739					
	SkyLife	6,686	6,303	6,591	6,758	9,216	16,917	24,130	31,999	38,742	43,093
	IPTV	-	-	2,742	8,845	9,540	17,119	20,209	22,539	23,847	23,507
[CATV SO 대비 SkyLife 비교]											
가입자수		14.6%	15.5%	16.1%	18.7%	21.8%	25.4%	29.4%	32.2%	34.6%	36.5%
송출수익		4.7%	4.3%	4.2%	4.3%	5.2%	10.3%	15.6%	20.6%	23.4%	22.7%
가입자당 송출수익		32.3%	28.0%	26.1%	23.2%	23.9%	40.5%	53.3%	64.0%	67.7%	62.1%

자료: KB투자증권

V. 연간 실적 전망

2013년 영업이익 674억원 전년 대비 +66.7% 증가

2013년 매출액은 6,419억원으로 전년 대비 +16.4% 증가할 전망이다. 2013년 연말 누적 가입자 수 433만명 (+14.3% YoY)으로 수신료 매출액은 전년 대비 +13.2% 증가한 4,100억원으로 예상된다. 홈쇼핑 송출수익은 1,046억원으로 전년 대비 +63.1% 증가하면서 2010년 이후 고성장 추세가 유지될 전망이다. 2013년 영업이익은 674억원으로 전년 대비 +66.7% 증가할 전망이다. 가입자 수 증가에 따른 제반 비용 증가가 지속될 전망이나 홈쇼핑 송출수익 증가 영향으로 영업이익률은 전년 대비 +4.9%P 상승한 17.0%로 예상된다.

2014년에는 이익 성장 확대

2014년부터는 가입자 증가률 둔화에 따른 관련 비용 감소 효과로 인해 본격적인 영업 레버리지 확대가 예상된다. 2014년 영업이익은 1,893억원으로 전년 대비 +72.3% 증가하면서 성장률이 확대될 전망이다. 영업이익률 역시 25.6%로 전년 대비 +8.6%P 상승할 전망이다. 가입자 수가 500만명에 이르는 2016년 스카이라이프 매출액과 영업이익은 8,542억원과 2,951억원으로 예상되며, 영업이익률은 2013년의 2배인 34.4%까지 상승할 전망이다.

표 8. 스카이라이프 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
매출액	121.7	130.6	138.0	160.9	148.8	156.4	161.1	175.6	551.3	641.9	734.4	807.6	854.2
(%YoY)	9.4%	16.2%	18.1%	34.9%	22.2%	19.8%	16.7%	9.1%	19.9%	16.4%	14.4%	10.0%	5.8%
서비스	86.3	89.0	92.0	94.8	97.5	100.9	104.2	107.5	362.2	410.0	454.4	483.5	501.0
광고	1.6	2.4	3.9	6.6	1.8	2.7	4.3	7.2	14.5	15.9	17.5	19.3	21.2
홈쇼핑	14.4	16.4	16.5	16.9	23.8	27.1	26.7	27.0	64.1	104.6	150.0	191.2	217.3
비용성	12.1	12.2	12.2	20.2	12.4	12.4	12.4	20.5	56.7	57.8	58.9	60.0	61.2
기타	7.3	10.5	13.4	22.5	13.3	13.4	13.4	13.4	53.8	53.5	53.5	53.6	53.6
영업비용	103.6	113.7	121.4	145.1	126.8	127.8	129.2	148.3	483.9	532.1	545.1	558.6	559.2
(%YoY)	2.7%	9.4%	15.4%	32.7%	22.4%	12.4%	6.4%	2.2%	15.4%	10.0%	2.4%	2.5%	0.1%
프로그램사용료	33.5	32.8	34.3	41.9	35.6	36.4	37.2	46.1	142.5	155.3	169.1	177.5	183.0
위성임차료	11.3	11.3	11.3	11.3	11.9	11.9	11.9	11.9	45.4	47.6	49.1	50.0	51.0
판매수수료	19.6	25.3	32.1	32.6	32.5	30.9	30.1	30.5	109.5	124.0	99.9	86.8	69.3
STB	8.4	9.7	11.8	12.9	11.6	11.0	10.7	10.9	42.8	44.1	34.6	29.3	22.5
ommission	11.2	15.6	20.2	19.7	20.9	20.0	19.4	19.6	66.7	79.9	65.3	57.6	46.8
감가상각비	11.1	11.0	11.8	12.7	13.1	13.5	14.0	14.3	46.7	54.9	60.7	63.7	63.3
기타	28.0	33.3	32.0	46.5	33.8	35.0	36.1	45.5	139.8	150.3	166.4	180.5	192.6
영업이익	18.2	16.9	16.5	15.8	22.0	28.7	31.8	27.3	67.4	109.8	189.3	249.0	295.1
(%YoY)	74.7%	98.6%	42.4%	59.3%	21.2%	69.7%	92.5%	72.6%	66.7%	62.9%	72.3%	31.6%	18.5%
(OPM)	14.7%	12.9%	11.9%	9.8%	14.7%	18.2%	19.6%	15.5%	12.1%	17.0%	25.6%	30.7%	34.4%
세전이익	19.6	16.7	21.3	15.0	22.8	29.2	32.7	28.0	72.5	112.6	192.1	251.8	297.9
(%YoY)	123.2%	76.0%	73.1%	83.4%	15.9%	75.2%	53.6%	87.0%	87.3%	55.3%	70.6%	31.1%	18.3%
순이익	14.8	12.7	16.8	11.8	18.0	23.1	25.8	22.1	56.1	89.0	151.7	198.9	235.3
(%YoY)	69.8%	86.4%	79.7%	85.7%	21.3%	82.2%	53.5%	86.7%	79.6%	58.4%	70.6%	31.1%	18.3%
가입자 수(천명)	3,339	3,456	3,617	3,791	3,937	4,072	4,201	4,334	3,791	4,334	4,687	4,934	5,042
신규가입자	159	190	246	268	240	228	221	225	864	915	717	607	467
순증가입자	77	117	161	174	146	135	129	134	529	544	353	247	107
단품	2,034	2,032	2,023	2,018	2,012	2,004	1,995	1,983	2,018	1,983	1,921	1,841	1,750
신규가입자	55	64	69	81	77	73	69	66	269	286	233	189	154
OTS	1,305	1,425	1,594	1,773	1,925	2,067	2,206	2,351	1,773	2,351	2,766	3,093	3,291
신규가입자	105	126	177	187	163	155	152	160	595	630	484	418	313

자료: 스카이라이프, KB투자증권

VI. Consensus와의 차이

2013~2014년 KB추정치 컨센서스와 유사

2013년 KB투자증권 매출액 추정치는 컨센서스 수준과 유사하다. 스카이라이프측에서 제시한 2013년 가입자 가이던스는 434만명으로 시장 예상치와 유사한 상황이며, 특히 홈쇼핑 송출수익이 1,000억원 수준에서 결정될 것으로 예측되는 바 컨센서스 내 매출액 오차는 크지 않은 상황이다. 반면 2013년 KB투자증권 영업이익 추정치는 컨센서스 대비 -13.0% 낮은 상황이다. 2013년에도 가입자 증가 과정에서의 다소 공격적인 가입자 유치비용과 마케팅비 지출이 지속될 것으로 예상된다. 2014년 매출액과 영업이익 추정치는 컨센서스와 유사하다.

표 9. 2013~2014년 컨센서스와 KB투자증권 추정치 비교

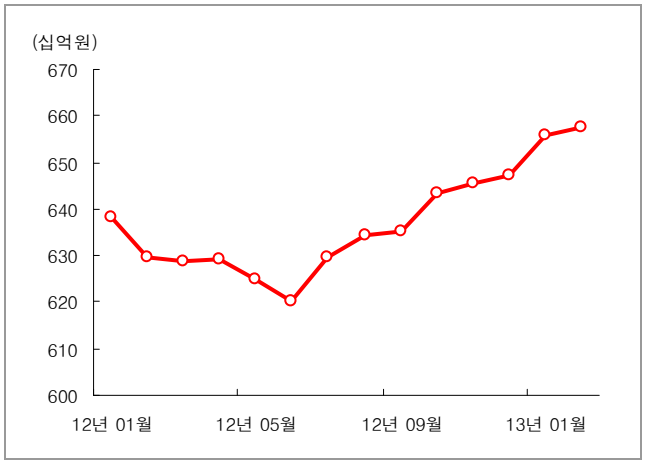
(단위: 십억원)	2013E			2014E		
	컨센서스	KB추정치	차이	컨센서스	KB추정치	차이
매출액	657.7	641.9	-2.4%	753.1	734.4	-2.5%
영업이익	126.2	109.8	-13.0%	190.2	189.3	-0.5%
순이익	101.1	89.0	-12.0%	153.6	151.7	-1.2%

자료: FnGuide, KB투자증권

2012년 4월 이후 2013년 컨센서스 상향 조정 중

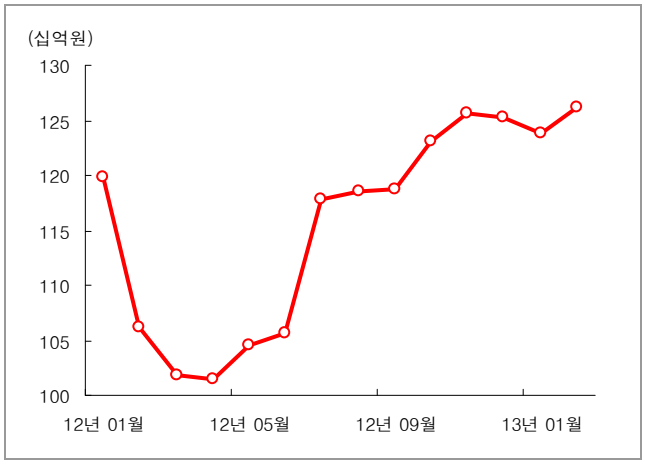
2012년 1분기 이후 모회사 KT의 OTS 판매 관련 영업력 회복에 따른 가입자 증가율이 반등하면서 2013년 매출액과 영업이익 컨센서스는 2012년 4월 이후 지속적으로 상향 조정되었다. 특히 매출액 컨센서스가 +4.6% 상향 조정된 반면 영업이익 컨센서스는 +24.4% 상향 조정됨으로써 영업 레버리지 발생에 대한 컨센서스가 형성되고 있음을 알 수 있다.

그림 9. 2013년 매출액 컨센서스 추이



자료: FnGuide, KB투자증권

그림 10. 2013년 영업이익 컨센서스 추이



자료: FnGuide, KB투자증권

VII. 주가 Performance

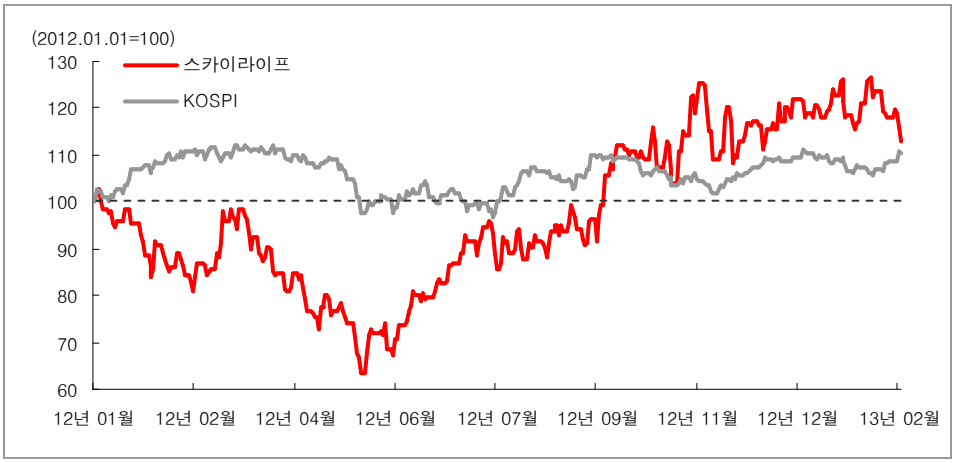
IPO 이후 KOSPI 상회 중

스카이라이프 주가는 2011년 6월 IPO 이후 KOSPI 대비 +57.6% 상회한 주가수익률을 기록하였으며, 절대수익률 기준으로도 +78.2%를 나타내고 있다. 유료방송시장 내 가입자 수 증가에 따른 시장점유율 확대 이후 실적 성장에 대한 기대감이 주가에 반영된 결과로 판단된다.

가입자 수 증가와 연동되고 있는 주가 수익률

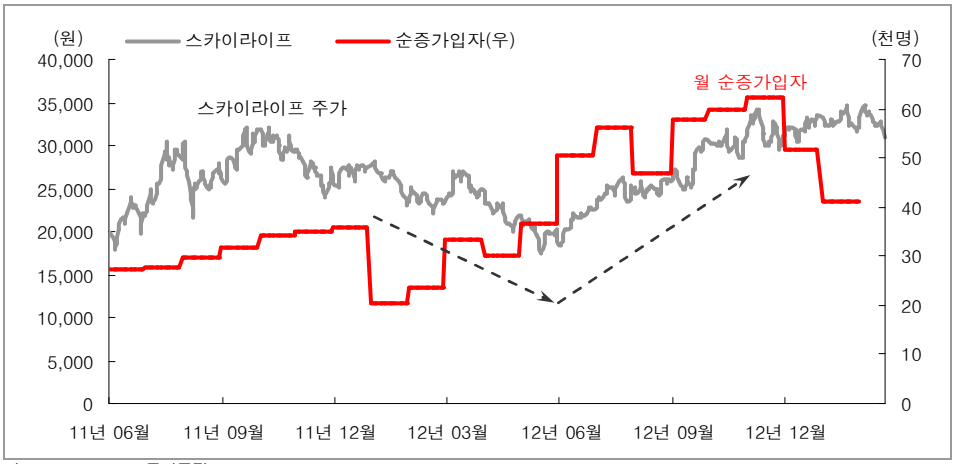
월별 3만명 수준을 유지하던 순증가입자 수가 2012년 1월 2만명 수준으로 낮아지면서 2012년 상반기 스카이라이프 주가는 -37.0% 하락하면서 부진한 모습을 나타냈다. 그러나 KT 영업력이 OTS 상품 판매에 재집중되면서 2012년 6월부터 월 순증가입자 수가 5만명을 상회, 주가는 반등하기 시작했다. PER 측면에서의 valuation 부담에도 불구하고 가입자 수 증가 이후의 영업 레버리지 효과가 선반영되면서 가입자 수 증가가 스카이라이프 주가의 방향성을 결정짓는 요인으로 작용하고 있다.

그림 11. 스카이라이프 주가 Performance



자료: FnGuide, KB투자증권

그림 12. 월 순증가입자 증가와 주가와의 연동 관계



자료: FnGuide, KB투자증권

VIII. Risk요인

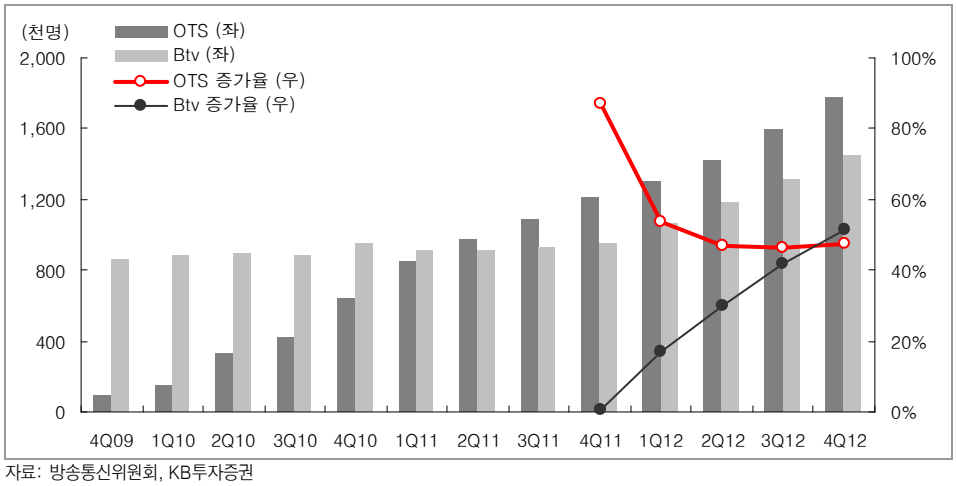
국내 유료방송시장 내 가입자 증대를 위한 경쟁 리스크

스카이라이프는 가입자 기반 수익모델인 만큼 유료방송시장 내 가입자 확보를 위한 경쟁 리스크가 존재한다. 특히 4Q12 SK브로드밴드의 IPTV 'Btv' 가입자 수는 145만명으로 전분기 대비 +10.6%, 전년 동기 대비 51.6% 증가하며 스카이라이프 OTS 가입자 수 증가율을 앞서고 있는 상황이다. SK브로드밴드의 이동통신시장에서의 점유율을 기반으로 IPTV와의 결합상품 판매 속도가 빠르게 진행되고 있는 것으로 판단된다. 따라서 SK브로드밴드 IPTV 가입자 증가 속도가 더욱 빠르게 진행될 경우 스카이라이프의 신규 가입자 확보에 영향을 미칠 수 있다.

최근 'Btv' 가입자 증가 속도 증대

그러나 국내 유료방송시장 SO 기존 CATV사업자 대비 IPTV사업자의 점유율 확대가 빠르게 진행되고 있다는 점에서 SK브로드밴드 가입자 증가에 따른 경쟁 리스크가 스카이라이프 OTS에 국한되지는 않는다는 판단이다. 또한 스카이라이프 OTS의 경우 44%의 시장점유율을 확보하고 있는 인터넷서비스를 기반으로 확산될 수 있다는 점에서 SKT의 이동통신점유율에 못지 않은 영업기반이 갖추어진 것으로 판단된다. 또한 유료방송서비스 특성상 이동통신 대비 해지율이 1/3 낮은 특성을 감안할 때, SK브로드밴드 IPTV의 공격적인 영업이 기존 스카이라이프 가입자 이탈로 연결되지는 않을 전망이다.

그림 13. OTS를 빠르게 추격 중인 SK브로드밴드 IPTV 'Btv'



자료: 방송통신위원회, KB투자증권

Appendices – Peers Comparison

표 1. 해외 동종 업체 비교

	KT스카이라이프	Dish Network	Direc TV	평균
현재주가 (02/25, 원, 달러)	BUY	35.1	49.1	
시가총액 (십억원, 백만달러)	50,000	15,841	28,134	
절대수익률 (%)				
1M	(10.9)	(6.4)	(8.1)	(8.5)
3M	(4.6)	2.7	(0.5)	(0.8)
6M	27.3	14.3	(5.2)	12.1
12M	34.2	23.6	9.0	22.3
초과수익률 (%)				
1M	(12.0)	(8.2)	(9.9)	(10.0)
3M	(10.9)	(6.9)	(10.1)	(9.3)
6M	22.9	5.8	(13.7)	5.0
12M	34.7	9.4	(5.3)	12.9
PER (X)				
2011	41.8	12.4	14.5	22.9
2012C	26.4	15.3	9.9	17.2
2013C	16.7	14.4	8.4	13.2
PBR (X)				
2011	5.3	n/a	n/a	5.3
2012C	4.9	11.6	n/a	8.3
2013C	3.7	6.2	n/a	5.0
매출액성장률 (%)				
2011	7.7	11.1	13.0	10.6
2012C	19.6	4.3	17.4	13.8
2013C	15.6	3.5	7.0	8.7
영업이익성장률 (%)				
2011	11.9	20.5	18.8	17.1
2012C	64.5	(17.5)	9.8	18.9
2013C	60.0	3.3	8.4	23.9
순이익성장률 (%)				
2011	(22.6)	53.9	18.7	16.7
2012C	79.6	(32.9)	5.2	17.3
2013C	58.5	6.9	8.8	24.7
영업이익률 (%)				
2011	9.0	18.6	17.0	14.9
2012C	12.4	14.7	15.9	14.3
2013C	17.1	14.7	16.1	16.0
순이익률 (%)				
2011	6.7	10.8	9.6	9.0
2012C	10.1	6.9	8.6	8.5
2013C	13.9	7.2	8.7	9.9
ROE (%)				
2011	14.4	n/a	n/a	14.4
2012C	17.7	145.1	(48.2)	38.2
2013C	22.9	64.8	(48.6)	13.0

자료: Bloomberg, KB투자증권
주: KT스카이라이프는 KB투자증권 추정치, 해외사는 Bloomberg 컨센서스 수치, 초과수익률 비교지수 – KOSPI, S&P 500

손익계산서 [십억원]

	2010	2011	2012	2013E	2014E
매출액	431	464	555	642	734
증감률 (YoY %)	8.4	7.7	19.6	15.6	14.4
매출원가	249	0	0	0	0
판매 및 일반관리비	145	423	487	532	545
기타	(0)	0	0	0	(0)
영업이익	37	42	69	110	189
증감률 (YoY %)	15.7	11.9	64.5	60.0	72.3
EBITDA	64	89	123	173	258
증감률 (YoY %)	20.0	39.8	38.1	40.3	49.2
이자비용	8	8	7	6	6
이자수익	15	10	4	4	4
지분법손익	2	0	0	0	0
기타	3	(1)	2	0	0
세전계속사업손익	32	39	73	113	192
증감률 (YoY %)	28.3	21.6	87.3	55.3	70.6
법인세비용	(9)	7	16	24	40
당기순이익	40	31	56	89	152
증감률 (YoY %)	62.7	(22.6)	79.6	58.5	70.6
순손익의 귀속					
지배주주	0	0	0	0	0
비지배주주	0	0	0	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	8.7	9.0	12.4	17.1	25.8
EBITDA마진	14.8	19.3	22.2	27.0	35.2
세전이익률	7.4	8.3	13.1	17.5	26.2
순이익률	9.4	6.7	10.1	13.9	20.7

대차대조표 [십억원]

	2010	2011	2012	2013E	2014E
자산총계	532	523	593	695	867
유동자산	280	220	252	332	493
현금성자산	156	112	141	211	358
매출채권	102	106	108	118	132
재고자산	6	2	3	3	3
기타	17	0	0	0	0
비유동자산	252	303	341	364	374
투자자산	88	43	60	62	65
유형자산	144	200	242	269	282
무형자산	19	45	39	33	28
부채총계	387	233	249	263	284
유동부채	202	224	164	178	198
매입채무	128	114	153	168	188
유동성이자부채	60	100	1	1	1
기타	14	10	10	10	10
비유동부채	185	8	85	85	85
비유동이자부채	162	1	81	81	81
기타	23	7	4	4	4
자본총계	145	290	344	433	584
자본금	99	119	119	119	119
자본잉여금	6	158	158	158	158
이익잉여금	40	10	66	155	306
자본조정	0	3	0	0	0
지배주주지분	0	0	0	0	0
순차입금	66	(10)	(60)	(130)	(277)
이자지급성부채	222	102	81	81	81

현금흐름표 [십억원]

	2010	2011	2012	2013E	2014E
영업현금	91	90	150	157	227
당기순이익	40	31	56	89	152
자산상각비	27	48	55	63	69
기타비현금성손익	6	4	27	0	0
운전자본증감	12	(2)	17	4	6
매출채권감소 (증가)	(22)	16	(6)	(10)	(14)
재고자산감소 (증가)	7	4	(0)	(0)	(0)
매입채무증가 (감소)	32	(14)	39	14	20
기타	(6)	(8)	(16)	0	0
투자현금	(81)	(107)	(75)	(88)	(81)
단기투자자산감소 (증가)	(34)	(13)	33	(2)	(2)
장기투자증권감소 (증가)	(3)	13	(1)	(0)	(0)
설비투자	(91)	(98)	(90)	(81)	(74)
유무형자산감소 (증가)	(3)	(3)	(2)	(2)	(3)
재무현금	2	(19)	(21)	(1)	(1)
차입금증가 (감소)	2	(60)	(21)	0	0
자본증가 (감소)	0	41	0	(1)	(1)
배당금지급	0	0	0	1	1
현금 증감	12	(36)	54	68	145
총현금흐름 (Gross CF)	79	97	138	153	221
(-) 운전자본증가 (감소)	(24)	2	(37)	(4)	(6)
(-) 설비투자	91	98	90	81	74
(+) 자산매각	(3)	(3)	(2)	(2)	(3)
Free Cash Flow	9	(6)	82	73	150
(-) 기타투자	3	(13)	1	0	0
잉여현금	6	8	81	73	150

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표

	2010	2011	2012	2013E	2014E
Multiples (X, %, 원)					
PER	n/a	41.8	26.4	16.7	9.8
PBR	n/a	5.3	4.9	3.7	2.7
PSR	n/a	2.8	2.7	2.3	2.0
EV/ EBITDA	1.0	14.5	11.6	7.8	4.7
배당수익률	n/a	n/a	1.8	1.8	1.8
EPS	n/a	656	1,178	1,866	3,183
BPS	n/a	5,140	6,403	8,389	11,668
SPS	n/a	9,742	11,647	13,467	15,407
DPS	n/a	n/a	560	560	560
수익성지표 (%)					
ROA	8.2	5.9	10.1	13.8	19.4
ROE	32.4	14.4	17.7	22.9	29.9
ROIC	16.5	15.0	19.7	30.0	49.7
안정성지표 (%, X)					
부채비율	266.7	80.2	72.3	60.8	48.6
순차입비율	45.5	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	138.9	98.0	153.7	186.4	248.6
이자보상배율	5.6	22.8	n/a	n/a	n/a
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9
매출채권회전율	4.7	4.5	5.2	5.7	5.9
재고자산회전율	46.3	118.1	234.8	237.9	245.9
자산/자본구조 (%)					
투하자본	43.8	62.7	58.3	52.2	41.7
차입금	60.5	26.0	19.1	15.8	12.2

주: K-IFRS 별도, EPS는 완전희석 EPS

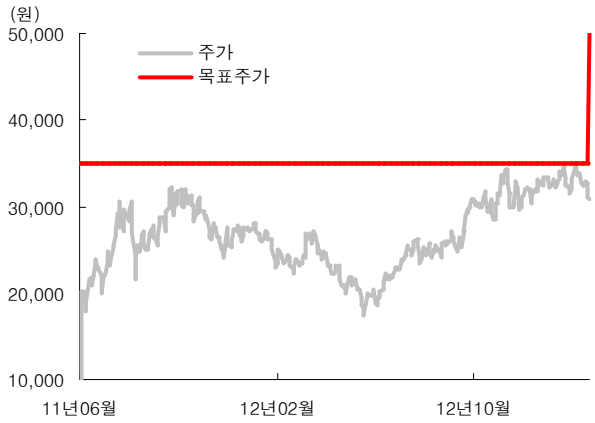
Compliance Notice

2013년 02월 26일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다.
본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고
스카이라이프	2011/09/06	BUY	35,000	
	2011/10/06	BUY	35,000	
	2011/11/07	BUY	35,000	
	2011/11/29	BUY	35,000	
	2012/01/03	BUY	35,000	
	2012/01/31	BUY	35,000	
	2012/02/06	BUY	35,000	
	2012/04/03	BUY	35,000	
	2012/08/06	BUY	35,000	
	2013/01/04	BUY	35,000	
	2013/02/26	BUY	50,000	

스카이라이프 주가 및 KB투자증권 목표주가



투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권㈜가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권㈜의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.

국민의 내일에 투자합니다

KB 투자증권

본사 및 지점망 고객만족센터 1599-7000/1544-6000

본 사	서울시 영등포구 여의도동 23-2 신한금융투자타워 17, 21, 22, 23F	02) 3777-8000
율 촌	서울시 영등포구 여의도동 24-1 율촌빌딩 2, 4, 5F	
압구정 PB 센터	서울시 강남구 신사동 617-3 LG패션 서관 3층	02) 2096-3004
도곡 PB 센터	서울시 강남구 도곡2동 467-14 삼성엔지니어링 빌딩 1층	02) 2096-3014
잠실중앙지점	서울시 송파구 잠실동 40번지 갤러리아팰리스 2층	02) 2096-3024
서 현 역 지 점	경기도 성남시 분당구 서현동 248-5 코코빌딩 2층	031) 8017-8614
목동 PB 센터	서울시 양천구 목동 907-16 KB국민은행 빌딩 2층	02) 2096-3044
여 의 도 지 점	서울시 영등포구 여의도동 36-3, KB국민은행 영업부 내	02) 2096-3054
강남 스타PB센터	서울시 강남구 역삼 1동 GFC빌딩 21층	02) 2096-3064
명동 스타PB센터	서울시 중구 수하동 센터원빌딩 서관 32층	02) 2096-3074
무역센터지점	서울시 강남구 삼성동 159-9 도심공항타워 2층	02) 2096-3084
평 촌 지 점	경기도 안양시 동안구 호계동 1041-1 국민은행빌딩 3층	031) 476-8145

현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 본 저작물은 KB투자증권㈜가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권㈜의 고객에게만 배포됩니다.
저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.