

## 미디어

Results Comment  
2013. 10. 29

(Maintain)	Trading Buy
목표주가 (원, 12M)	34,000
현재주가(13/10/28, 원)	29,800
상승여력	14%

영업이익(13F,십억원)	97
Consensus 영업이익(13F,십억원)	98
EPS 성장률(13F,%)	32.2
MKT EPS 성장률(13F,%)	18.8
P/E(13F,x)	19.1
MKT P/E(13F,x)	10.8
KOSPI	2,048.14
시가총액(십억원)	1,425
발행주식수(백만주)	48
유동주식비율(%)	49.5
외국인 보유비중(%)	18.9
베타(12M,일간수익률)	-0.04
52주 최저가(원)	25,500
52주 최고가(원)	43,100
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	2.4 -25.5 4.6
상대주가	0.6 -30.8 -3.7



## 미디어 / 통신서비스

문지현  
02-768-3615  
jehyun.moon@dwsec.com

## 스카이라이프 (053210)

## 점진적인 불확실성 해소 국면

What's New?: 3분기 이익 예상치 상회, 서비스 매출 둔화 가운데 해지 약간 감소

스카이라이프의 3분기 실적은 매출의 경우 예상과 유사했으나, 이익은 예상치를 상회했다. 순증 가입자 규모가 상반기 대비 둔화되면서 **변동비 성격인 설치비와 수수료 등의 지출이 예상보다 적었고, 그 외에는 특별한 비용 증가가 없었기 때문이다.**

서비스 매출은 점차 둔화되고 있다. 작년 서비스 매출은 매분기 전년 동기 대비 10%대 성장을 보였는데, 올해 3분기에는 전년 동기 대비 5.7% 성장률로 둔화되었다. **순증 가입자 규모가 둔화됨과 동시에 ARPU(인당 매출액)가 하락하고 있기 때문이다.** ARPU는 OTS(Olleh TV Skylife, KT IPTV와의 결합 상품)의 가입자 비중이 상승할수록 하락하는 추세이다. OTS의 가입자 비중은 전년 동기 대비 8%p 상승한 52%를 기록했다. 8월부터 시작된 가격 할인 정책도 ARPU에 일부 영향을 준 것으로 파악된다. 다만 해지 가입자 규모가 전분기 대비 9.6% 감소하여, 할인 정책이 해지 안정화에 기여하는지 지속성 여부에 대한 관찰이 필요해 보인다.

Catalyst: 불확실성 해소 좀더 필요, 상품 경쟁력에 기여할 신규 서비스 출시에도 관심

스카이라이프 등 유료방송 기업 주식들은 최근 들어 주가에 악재가 반영되는 것이 일단락되면서 점차 주가가 회복하고 있다. **향후 스카이라이프의 주가의 촉매는 불확실성의 해소이다.** 1) 홈쇼핑 매출의 협상 완료, 2) 해지 안정화, 3) 가입자 규제 가능성 해소 등이다. 우선 사업의 수익성에 크게 영향을 미치는 홈쇼핑 송출 수수료 매출은 연내에는 협상이 완료될 것으로 기대된다. 관련 협상 상황은 4분기에 일시 계상될 전망이다. 가입자 해지 추세와 KT IPTV와의 가입자 합산 규제 가능성은 확인하기에는 좀더 시간이 소요될 것으로 예상된다.

PVR(Personal Video Recorder), DCS(Dish Convergence Solution) 등 준비 중인 신규 서비스는 상품 경쟁력을 보완해줄 것이므로 각각의 상용화 시점에도 관심이 요구된다.

Valuation: 목표주가는 34,000원으로 6% 상향, 투자의견은 Trading Buy 유지

스카이라이프의 목표주가를 기준 32,000원에서 34,000원으로 상향한다. **부진했던 홈쇼핑 송출수수료 협상이 연내에는 완료될 것으로 전망되고, 비용의 제한적 상승세를 이번 실적 발표를 통해 확인하여 기존 추정치 대비 예상 EPS를 상향 조정했기 때문이다.** 목표 PER 20배는 글로벌 유료방송 업종의 12개월 Forward PER 평균에 스카이라이프와 글로벌 업종 간의 ROE 차이를 프리미엄으로 부여한 값이다.

**스카이라이프에 대한 Trading Buy 의견을 유지하는 이유는 4분기 들어 센티먼트 악화는 다소 진정되었으나, 해지율 상승 및 규제 우려 등 대내외 불확실성이 아직 해소되지 않았기 때문이다.** 향후 순증 가입자와 ARPU 등 사업 지표가 개선되는 속도와 규제 리스크 해소 여부가 확인되는 추세에 따라 투자의견을 재검토할 예정이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	427	460	551	596	634	677
영업이익(십억원)	45	41	67	97	109	122
영업이익률 (%)	10.6	8.8	12.2	16.3	17.2	18.0
순이익(십억원)	34	31	56	74	82	94
EPS (원)	858	670	1,178	1,557	1,717	1,955
ROE (%)	34.8	16.4	17.6	19.7	18.6	18.3
P/E (배)	0.0	40.9	28.4	19.1	17.4	15.2
P/B (배)	0.0	5.3	5.2	3.8	3.2	2.7

주: K-IFRS 개별 기준

자료: 스카이라이프, KDB대우증권 리서치센터

## 실적 전망

표 1. 스카이라이프의 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	2012	2013F	2014F
영업수익	122	131	138	161	149	147	149	151	551	596	634
서비스	86	89	92	95	96	97	97	98	362	387	401
플랫폼	16	19	21	24	26	26	26	31	80	109	133
비용성	12	12	12	20	14	14	14	13	57	54	63
기타	7	10	13	22	13	11	12	10	52	46	36
영업이익	18	17	17	16	32	21	25	20	67	97	109
영업이익률	14.9	12.9	12.0	9.8	21.3	14.4	16.5	12.9	12.1	16.3	17.2
순이익	15	13	17	12	26	14	18	15	56	74	82
순이익률	12.2	9.7	12.2	7.3	17.7	9.7	12.4	10.2	10.2	12.5	13.0
<b>영업수익 비중</b>											
서비스	70.9	68.2	66.7	58.9	64.3	65.6	65.3	64.6	65.7	64.9	63.3
플랫폼	13.4	14.6	14.9	15.0	17.7	17.4	17.5	20.7	14.5	18.3	21.0
비용성	10.0	9.3	8.8	12.6	9.3	9.3	9.1	8.4	10.3	9.0	9.9
기타	5.9	7.4	9.6	13.8	8.7	7.7	8.0	6.3	9.5	7.7	5.7
<b>YoY 성장률</b>											
영업수익	8.5	13.9	17.1	34.4	22.1	12.8	8.0	-6.0	18.7	8.2	6.3
서비스	11.2	11.2	10.2	11.1	10.8	8.5	5.7	3.2	10.9	7.0	3.7
플랫폼	80.0	76.4	69.8	105.9	61.0	34.0	27.0	30.3	83.2	36.6	21.6
비용성	-12.3	-18.3	-8.5	74.3	13.5	12.4	11.6	-37.3	5.7	-5.2	17.2
영업이익	66.3	77.1	37.2	71.4	74.0	24.9	49.1	23.9	60.0	45.1	12.5
순이익	69.8	86.4	79.7	83.4	77.7	13.0	10.0	31.9	79.8	32.6	10.3
<b>주요 변수 및 가정</b>											
누적 가입자 수 (천명)	3,339	3,456	3,617	3,791	3,903	4,007	4,103	4,206	3,791	4,206	4,542
OTS 결합률 (%)	39	41	44	47	49	49	52	54	47	54	60

주: K-IFRS 개별 기준, 자료: 스카이라이프, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 스카이라이프 3분기 주요 손익 추정 및 컨센서스

(십억원, %)

	3Q12	2Q13	3Q13P			증감률	
			실적	대우 예상치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	138	147	149	144	166	8.0	1.1
영업이익	17	21	25	15	26	49.1	16.0
영업이익률	12.0	14.4	16.5	10.4	15.4		
순이익	17	14	18	12	22	10.0	27.7

주: K-IFRS 개별 기준,

자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 스카이라이프 수익 예상 변경

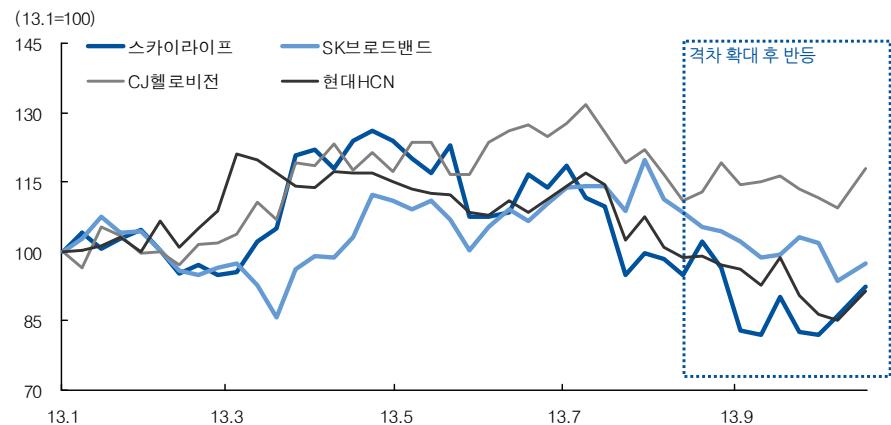
(십억원, 원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경 근거	
	13F	14F	13F	14F	13F	14F		
매출액	598	649	596	634	-0.3	-2.3	- ARPU 소폭 하향 조정	
영업이익	83	92	97	109	16.9	18.5	- 프로그램 사용료, 설치비, 광고비 추정치 하향 조정	
순이익	66	72	74	82	12.1	13.9		
EPS	1,371	1,496	1,557	1,717	13.6	14.8		
영업이익률	13.8	14.1	16.3	17.2				
순이익률	11.0	11.0	12.5	13.0				

주: K-IFRS 개별 기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터

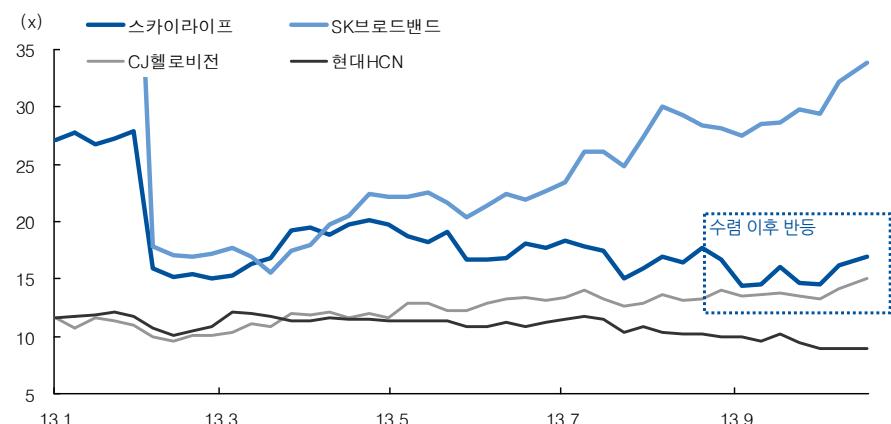
## 유료방송 주가 및 Valuation

그림 1. 국내 주요 유료방송 주가는 10월 초 이후 회복세



주: 스카이라이프는 위성, SK브로드밴드는 IPTV, CJ헬로비전과 현대HCN은 케이블SO  
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 국내 주요 유료방송 주식 12개월 Forward PER 추이



주: 스카이라이프는 위성, SK브로드밴드는 IPTV, CJ헬로비전과 현대HCN은 케이블SO  
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

## 스카이라이프 (053210)

### 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>매출액</b>	<b>551</b>	<b>596</b>	<b>634</b>	<b>677</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>551</b>	<b>596</b>	<b>634</b>	<b>677</b>
<b>판매비와관리비</b>	<b>484</b>	<b>499</b>	<b>525</b>	<b>555</b>
<b>조정영업이익</b>	<b>67</b>	<b>97</b>	<b>109</b>	<b>122</b>
<b>영업이익</b>	<b>67</b>	<b>97</b>	<b>109</b>	<b>122</b>
<b>비영업손익</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>
순금융비용	-2	-4	-1	-3
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0
<b>세전계속사업손익</b>	<b>73</b>	<b>98</b>	<b>108</b>	<b>123</b>
계속사업법인세비용	16	24	26	30
계속사업이익	56	74	82	94
증단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>56</b>	<b>74</b>	<b>82</b>	<b>94</b>
지배주주	56	74	82	94
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>55</b>	<b>75</b>	<b>82</b>	<b>94</b>
지배주주	55	75	82	94
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	122	147	159	163
FCF	75	76	135	135
EBITDA마진율 (%)	22.2	24.7	25.1	24.1
영업이익률 (%)	12.2	16.3	17.2	18.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.2	12.5	13.0	13.8

### 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>유동자산</b>	<b>282</b>	<b>349</b>	<b>477</b>	<b>607</b>
현금 및 현금성자산	117	119	239	360
매출채권 및 기타채권	113	123	130	139
재고자산	2	2	2	3
기타유동자산	0	0	0	0
<b>비유동자산</b>	<b>341</b>	<b>351</b>	<b>304</b>	<b>267</b>
관계기업투자등	3	3	3	3
유형자산	246	251	207	172
무형자산	40	37	33	30
<b>자산총계</b>	<b>623</b>	<b>701</b>	<b>780</b>	<b>873</b>
<b>유동부채</b>	<b>189</b>	<b>205</b>	<b>218</b>	<b>232</b>
매입채무 및 기타채무	163	176	187	200
단기금융부채	1	1	1	1
기타유동부채	26	28	30	32
<b>비유동부채</b>	<b>86</b>	<b>88</b>	<b>89</b>	<b>91</b>
장기금융부채	81	80	80	80
기타비유동부채	5	8	9	10
<b>부채총계</b>	<b>275</b>	<b>293</b>	<b>307</b>	<b>323</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>348</b>	<b>408</b>	<b>473</b>	<b>551</b>
자본금	120	120	120	120
자본잉여금	161	162	162	162
이익잉여금	67	126	191	268
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>348</b>	<b>408</b>	<b>473</b>	<b>551</b>

### 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>159</b>	<b>129</b>	<b>138</b>	<b>138</b>
당기순이익	56	76	82	94
비현금수익비용가감	73	74	77	69
유형자산감가상각비	47	44	44	35
무형자산상각비	8	7	7	6
기타	-3	-3	-2	-2
영업활동으로인한자산및부채의변동	37	7	5	5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-10	-8	-8	-9
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	48	13	11	13
법인세납부	-7	-27	-26	-30
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-60</b>	<b>-108</b>	<b>2</b>	<b>4</b>
유형자산처분(취득)	-95	-49	0	0
무형자산감소(증가)	-3	-3	-3	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	30	-62	0	0
기타투자활동	8	5	5	7
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-23</b>	<b>-19</b>	<b>-21</b>	<b>-21</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-21	0	0	0
자본의 증가(감소)	3	1	0	0
배당금의 지급	0	-17	-17	-17
기타재무활동	-4	-3	-4	-4
<b>현금의증가</b>	<b>76</b>	<b>2</b>	<b>119</b>	<b>121</b>
기초현금	41	117	119	239
기말현금	117	119	239	360

### 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	28.4	19.1	17.4	15.2
P/CF (x)	14.4	11.4	10.8	10.6
P/B (x)	5.2	3.8	3.2	2.7
EV/EBITDA (x)	12.4	8.7	7.3	6.4
EPS (원)	1,178	1,557	1,717	1,955
CFPS (원)	2,330	2,604	2,765	2,817
BPS (원)	6,434	7,757	9,204	10,877
DPS (원)	350	350	350	350
배당성향 (%)	29.8	22.4	20.3	17.8
배당수익률 (%)	1.1	1.2	1.2	1.2
매출액증가율 (%)	19.9	8.2	6.3	6.7
EBITDA증가율 (%)	38.8	20.1	8.3	2.3
영업이익증가율 (%)	66.7	44.1	12.2	11.5
EPS증가율 (%)	75.7	32.2	10.3	13.9
매출채권 회전율 (회)	5.0	5.1	5.0	5.0
재고자산 회전율 (회)	261.0	275.9	273.6	274.1
매입채무 회전율 (회)				
ROA (%)	9.8	11.3	11.1	11.3
ROE (%)	17.6	19.7	18.6	18.3
ROIC (%)	22.0	32.8	42.1	62.0
부채비율 (%)	79.2	71.8	64.8	58.7
유동비율 (%)	149.0	170.7	219.0	261.4
순차입금/자기자본 (%)	-24.5	-35.2	-55.5	-69.8
영업이익/금융비용 (x)	15.1	36.5	27.6	30.8

자료: 스카이라이프, KDB대우증권 리서치센터

#### Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 에널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유기증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 에널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대비 기준, 주가(—), 목표주가(=), Not covered(▨))
  - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
  - 본 조사분석자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이다. 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 저작재산권은 당시에 있으므로 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

