

# 미디어업

# 광고가 좋다!



김희재  
769.3540  
khjae@daishin.com

투자의견

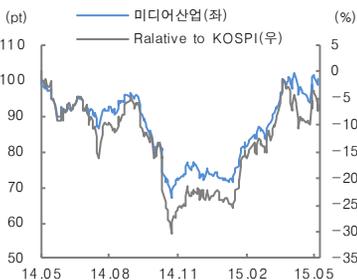
## Overweight

비중확대, 상향

### Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
스카이라이프	Buy	37,000원
SBS	Buy	52,000원
제일기획	Buy	30,000원
CJ E&M	Buy	84,000원
CJ헬로비전	Marketperform	13,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.1	20.7	36.3	1.8
상대수익률	0.9	11.5	26.2	-3.7



### 미디어업종 투자의견 비중확대(Overweight), Top Picks: 스카이라이프, SBS 제시 광고가 좋다!

- 2014년 광고시장은 역성장에 대한 우려가 많았지만, 2013년 대비 0.6% 증가
- 2015년 광고시장은 2014년 대비 3.2% 성장 전망. 정부의 광고 관련 규제 완화 조치 및 기저효과에 따라 지상파 TV가 3.4% 성장하면서, 광고시장 회복 전망
- 중장기적으로는 CJ E&M과 JTBC를 중심으로 한 종편의 시청률 및 점유율 상승 전망
- 규제 완화의 수혜로 향후 2~3년간 지상파 TV 광고 상승을 기대할 수 있지만, 근본적으로 CJ E&M 및 JTBC 등의 종편으로 분산된 시청률을 되찾을 수 있는 콘텐츠 경쟁력 필요
- CJ E&M의 주요 콘텐츠들은 지상파에 버금가는 시청률을 보이고 있지만, 채널 경쟁력 및 광고단가는 아직 부진. 앵커 프로그램들은 주로 22~23시에 편성하면서 지상파와 직접 경쟁을 피하고 있고, 22시 콘텐츠 광고단가는 평균 320만원으로 지상파의 25% 수준

### 광고시장 규제 완화

- 2011년에 등장한 민영 미디어렐이 첫 번째 광고시장 규제 완화. 광고단가 상승 효과
- 2000년 이후 최초의 방송산업 전략인 창조경제 시대의 방송산업발전 종합계획 (2013.12.10)에서 광고 규제 완화 방안 제시. 소비자에 대한 불편 야기가 적은 순서대로 규제혁신 전망. 광고총량제 도입 → 공영방송 수신료 인상 → 중간광고 허용
- 광고총량제, 4/24 방통위, 방송법 시행령 일부 개정안 의결. 6~7월 공포 후 3Q15부터 시행 전망. 지상파 TV 광고시장 1.1천억원(+6.4% yoy)~2.5천억원(+14.8% yoy) 증가 전망

### 유료방송, 디지털 전환 지속, 경쟁 심화

- 디지털 전환 막바지. 2016년까지는 경쟁이 지속적으로 강화될 것으로 전망
- 유료방송 가입자 점유율이 CATV에서 통신사 진영으로 옮겨가면서 CATV의 성장은 정체되고 수익은 줄어드는 모습 예상
- 통신사 진영으로의 가입자 유입 이유는 가격경쟁력. 아날로그에서 디지털로 전환시 서비스요금 인상에 따른 통신사 상품의 상대적 가격경쟁력과, 유료선 결합에 따른 할인 혜택

### Top Picks: 스카이라이프, SBS

- 스카이라이프: UHD를 계기로 부활 전망. 6월 UHD 상용서비스를 계기로 KT와의 공조마케팅이 강화되면서 순증 가입자 증가 전망
- SBS: 1Q15 TV 기본판매율 회복, 2Q15 광고 기저효과 및 성수기 효과, 3Q15 월드컵 기저효과, 4Q15 광고 성수기 효과, 2016년 광고총량제 도입 효과

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	6,366	6,588	7,129	7,835	8,645
영업이익	368	281	469	596	733
세전순이익	337	190	545	576	711
총당기순이익	280	413	426	439	541
지배지분순이익	280	404	425	437	531
EPS	2,295	3,252	3,423	3,518	4,277
PER	28.6	13.9	18.7	18.2	15.0
BPS	30,196	34,357	37,600	40,321	43,615
PBR	2.1	1.3	1.7	1.6	1.5
ROE	7.7	10.1	9.5	9.0	10.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 스카이라이프, SBS, 제일기획, CJ E&M, CJ헬로비전 합산, 대신증권 리서치센터

## Contents

I. 광고가 좋다!	3
II. 광고시장 규제 완화	10
III. 유료방송, 디지털 전환 지속, 경쟁 강화	22
IV. Appendix: Value Chain	33
V. 기업분석	37

# I. 광고가 좋다!

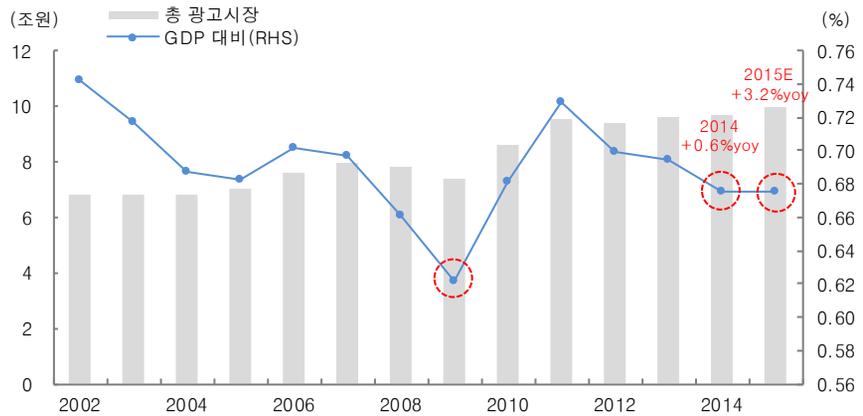
## 2015년 광고 시장 회복. +3.2% 전망

### TV 중심 회복 전망

2014년 광고시장은 역성장에 대한 우려가 많았지만, 2013년 대비 소폭 증가한 9.65조원 (+0.6% yoy)으로 마감했다. 4매체(TV, 라디오, 신문, 잡지) 광고 현황을 보면, 1Q -12.2% yoy, 2Q -7.3% yoy, 3Q -3.6% yoy, 4Q -4.3% yoy로, 상반기는 2013년대비 큰 폭의 역성장으로 시작했지만, 하반기에 광고가 다소 회복되면서 우려보다는 양호한 수준으로 마감했다.

2015년 광고는 9.95조원으로 2014년 대비 3.2% 성장할 것으로 전망한다. 광고시장 성장의 근거는 1) GDP 대비 광고시장 0.68%로 역대 최저 규모이므로, 2) GDP +3.3% 성장에 따른 자연스런 광고시장 성장이 예상되고, 3) 정부의 광고 관련 규제 완화 조치(광고총량제 도입, 가상, 간접광고 확대 등) 및 기저효과에 따라 지상파 TV 시장의 회복이 예상되기 때문이다.

그림 1. 광고시장 2014년 9.65조원(+0.6% yoy), 2015년 9.95조원(+3.2% yoy) 전망



자료: 제일기획, 대신증권 리서치센터

그림 2. 2015 GDP 성장률 +3.3% yoy, 광고 성장률 +3.2% yoy 전망



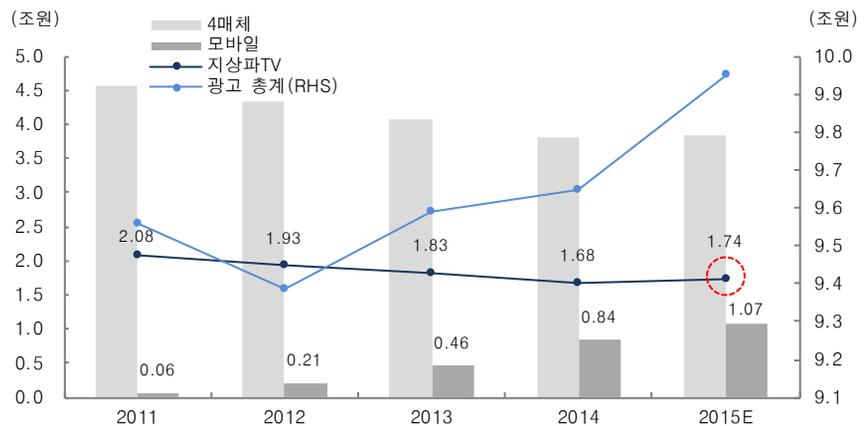
자료: IMF, 추정은 대신증권 리서치센터

2014년에도 4매체 광고는 역성장을 기록했지만, 모바일이 4,600억원 대비 8,391억원으로 82.4% 성장하면서 전체 광고시장의 소폭 성장을 이끌었다. 모바일은 2015년에도 27.5% 성장한 1.07조원을 기록하여 사상 처음으로 1조원을 넘어설 것으로 전망한다. 모바일 광고는 2016년 이후에도 연간 20% 정도의 성장을 지속해서 전체 광고시장의 성장을 이끌겠지만, 우선 2015년은 지상파 TV의 부활을 눈여겨볼 필요가 있다. 지상파 TV 광고는 2012년부터 3년 연속 감소해왔지만, 2015년에는 3.4% 상승할 것으로 전망한다.

지상파 TV 광고는 이미 지난 1~2월에 +6% yoy 성장하면서 순조로운 출발을 보이고 있다. 지상파 TV의 회복에 힘입어 1Q15 4매체 광고비는 전년 동기대비 3.1% 증가하고, 100대 광고주의 광고비도 0.9% 증가한 것으로 추정된다.

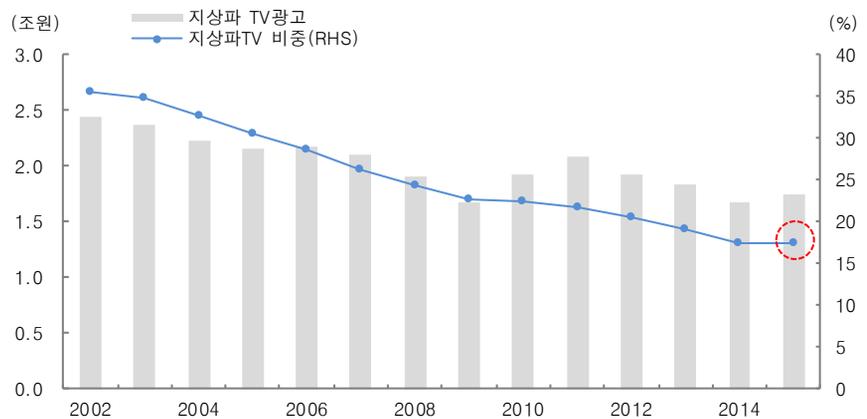
1Q15 실적을 발표한 SBS에 따르면, 1Q15 TV 기본판매율은 37.8%로 전년 동기대비 5.6% 상승했다. 이는 2Q12의 런던올림픽 효과를 제외하면 2012년 이후 첫 판매율 상승이다.

그림 3. 2015년 광고시장 성장은 지상파 TV의 반등과 모바일의 성장 지속 영향



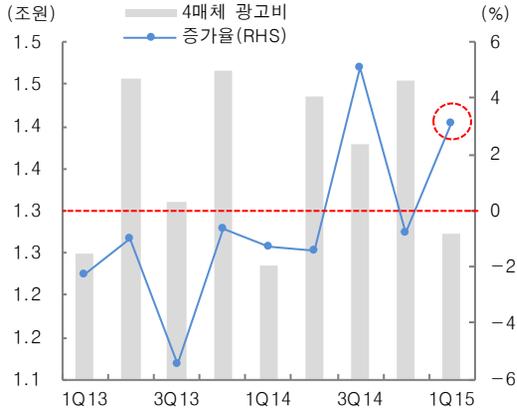
자료: 제일기획, 대신증권 리서치센터

그림 4. 지상파 TV 광고 감소 추세. 2015년 회복 전망 +3.4% yoy



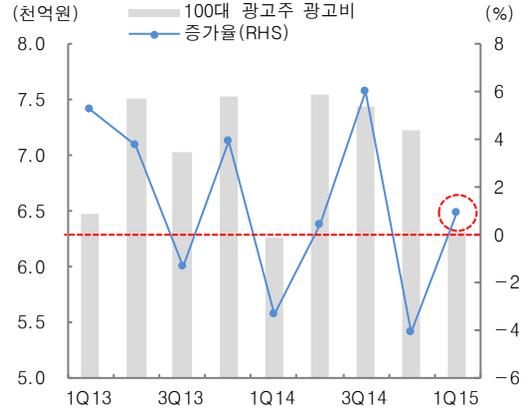
자료: 제일기획, 대신증권 리서치센터

그림 5. 1Q15 4매체 광고비 +3.1% yoy



자료: 광고정보센터, 대신증권 리서치센터

그림 6. 1Q15 100대 광고주 광고비 +0.9% yoy



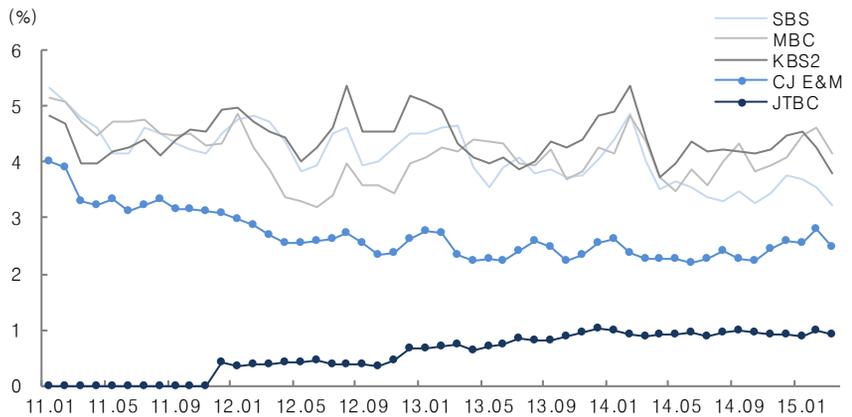
자료: 광고정보센터, 대신증권 리서치센터

### 지상파 TV 정채 속 CJ E&M 과 종편 부각

지상파 주춤 vs. E&M JTBC 상승

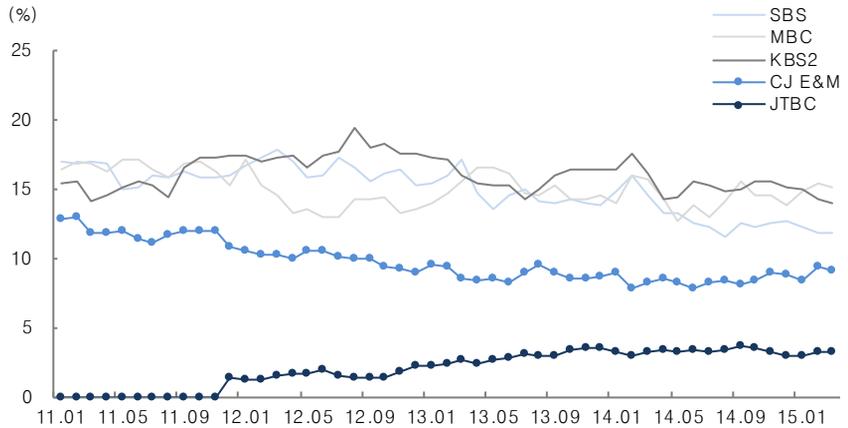
2014년 지상파 TV 광고의 주춤에 대한 기저효과로 2015년 지상파 TV 광고 시장은 3.4% 성장할 것으로 전망하나, 지상파의 현상황이 좋은 편은 아니다. CJ E&M과 JTBC를 중심으로 한 종편의 시청률 및 점유율 상승 속에, 지상파의 시청률과 점유율은 지속적으로 하락 추세를 보이고 있다.

그림 7. 시청률 현황. CJ E&M, JTBC 상승



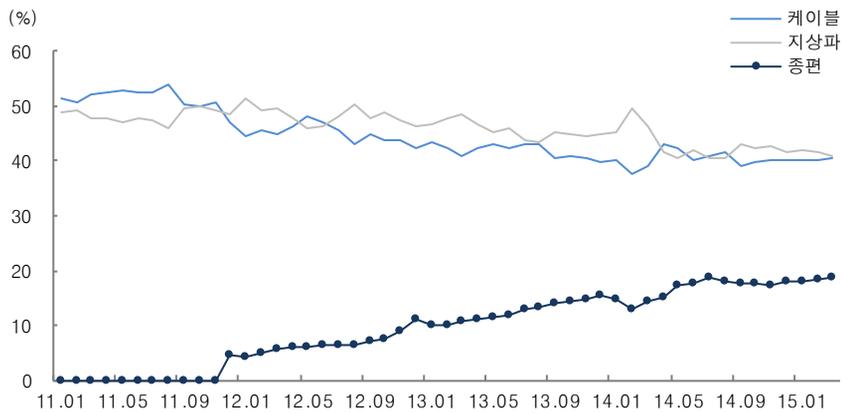
자료: CJ E&M, 대신증권 리서치센터

그림 8. 시청 점유율 현황. CJ E&M, JTBC 상승



자료: CJ E&M, 대신증권 리서치센터

그림 9. 시청 점유율 현황. 종편 점유율 증가



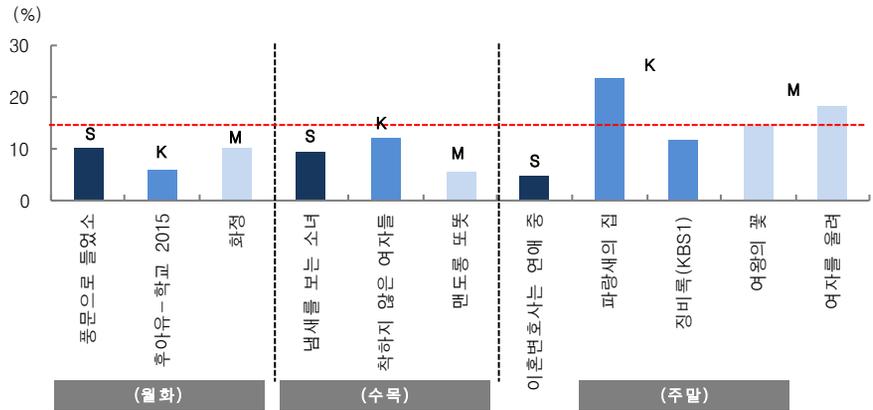
자료: CJ E&M, 대신증권 리서치센터

지상파 주춤 vs. E&M JTBC 상승

지난 5월 첫째 주 지상파 TV 시청률 현황을 보더라도, 흔히 말하는 대작 기준인 시청률 15%(불과 2~3년 전에는 20% 이상을 대작으로 분류)를 넘는 주중 SA급 드라마는 한 편도 없었다. 그나마 주말 드라마 중 한 편만이 15%를 넘었을 뿐이다. 물론, 시청률을 지상파의 주수익원인 광고와 단순하게 연결시킬 수는 없다. 시청률이 낮아도 광고가 완 판되는 사례가 많기 때문이다. 2014년에 방영된 SBS의 SA급 드라마 15개는 모두 평균 시청률이 15%를 넘지 못했지만, 이 중 6개는 광고 완판을 기록했다. 시청률과 무관하게 작품의 스토리 및 광고주의 선호 배우 출연 여부에 따라 광고 판매가 이루어지는 경우가 많기 때문이고, 이는 판권 수출의 경우에도 해당된다.

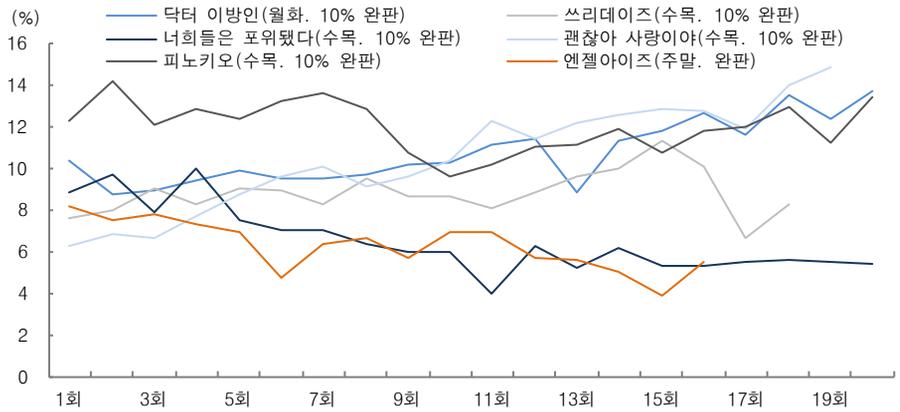
하지만, 시청률의 부진은 분명히 우려사항인 것은 맞다. 2014년 지상파 TV 광고 부진에 대한 지지효과와, 뒤에서 언급할 광고시장 규제 완화에 의해 2015년을 포함해서 향후 2~3년 정도는 지상파 TV 광고의 상승을 기대해볼 수 있지만, 근본적으로는 CJ E&M 및 JTBC 등의 종편으로 분산된 시청률을 되찾을 수 있는 콘텐츠 경쟁력이 필요하다.

그림 10. 지상파TV 주요 드라마 시청률 현황(5월 둘째 주)



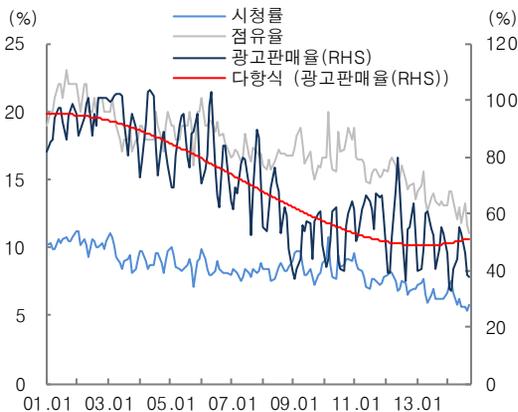
자료: AGB Nielsen, 대신증권 리서치센터

그림 11. SBS SA급 드라마 시청률 및 광고 판매 현황. 2015년 15개 중 6개 완판



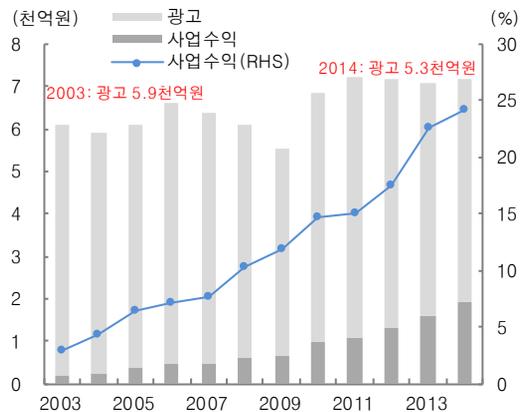
자료: AGB Nielsen, 대신증권 리서치센터

그림 12. SBS. 점유율 감소)시청률 감소, 판매율 유지



자료: SBS, 대신증권 리서치센터

그림 13. SBS. 광고수익 감소 이상의 사업수익 증가



자료: SBS, 대신증권 리서치센터

## CJ E&M. 방송계의 루키

### 시청률 호조 광고는 아직 부진

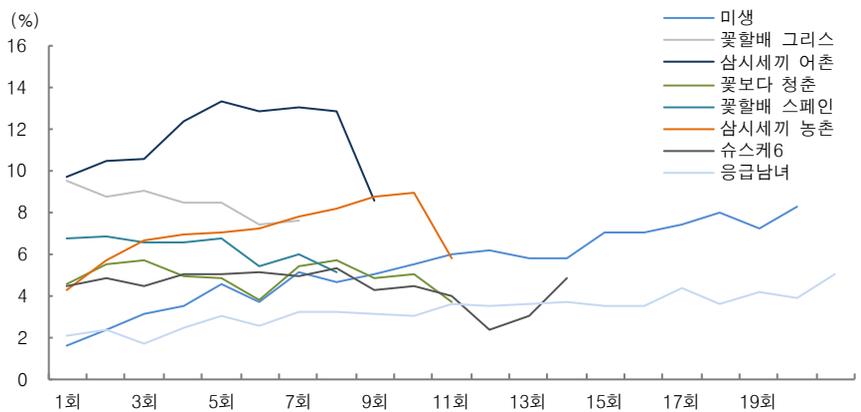
시청률 현황만 놓고 본다면, CJ E&M의 상황은 좋다. 2011년초 4%의 평균 시청률이 2013년에 2%대 초반으로 하락했지만, 2015년에는 다시 2%대 후반으로 상승 중이다. 점유율도 2011년 12%대에서 2014년에는 7%대로 하락했지만, 2015년에는 다시 9%대로 상승중이다. 특히, E&M의 대표 채널인 tvN의 평균 시청률이 0.8% 수준인데 비해, 주요 콘텐츠들은 5~10% 정도의 시청률을 보이고있다.

주요 콘텐츠의 시청률 증가에 힘입어 방송 매출은 2011년 6,720억원에서 2014년 8,260억원으로 23% 증가했다. 동기간 콘텐츠 비용은 3,140억원에서 3,730억원으로 19% 증가에 그쳤고, 특히 2013년과 2014년은 각각 3,720억원과 3,730억원을 집행하면서, 콘텐츠 비용이 안정화 단계에 들어서고 있음을 보여주고있다.

두 가지 아쉬운점은 E&M의 채널 경쟁력 및 광고단가이다. 앵커 프로그램들이 주로 22시 또는 23시에 편성되고 있는데, 높은 시청률을 보여주는 주요 콘텐츠들은 주로 금요일~일요일 22시 또는 23시에 방송되는 콘텐츠들이다. 지상파 TV가 월요일~목요일 20~23시, 금요일 20~22시, 토요일 18시~22시, 일요일 18~23시를 타겟으로 주요 콘텐츠를 편성하고 있기 때문에, 아직까지는 지상파와의 직접 경쟁을 피하고 있는 상황이다. 광고단가도 15.4월 기준 E&M의 22시 콘텐츠는 금요일만 15초당 920만원이고, 나머지는 170~350만원 수준에 불과하다. 반면, 지상파의 22시 콘텐츠 광고단가는 15초당 1,300만원 수준이다. 평균으로 비교시 E&M의 22시 slot의 광고단가는 15초당 320만원이고 지상파는 1,300만원이다.

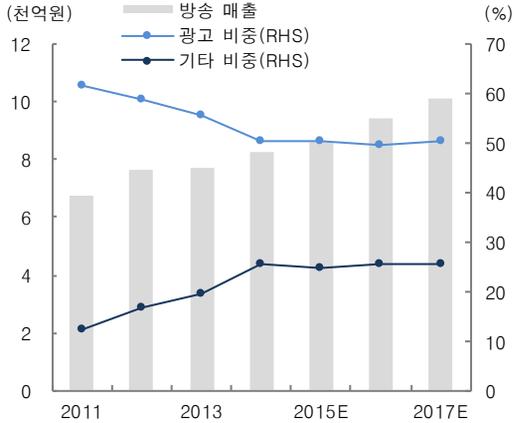
이러한 채널 편성 시간대의 차이와 광고 단가의 차이 때문에, 아직까지는 E&M의 콘텐츠 경쟁력이 광고매출로 이어지지 못하고 있는 상황이다. 실제로 2011년부터 2014년까지 방송매출이 23% 증가했지만, 광고매출은 4,100억원으로 동일하다. 동기간 매출 증가는 대부분 판권 판매를 포함한 기타 매출의 증가에 기인한다.

그림 14. CJ E&M 주요 콘텐츠 시청률 현황



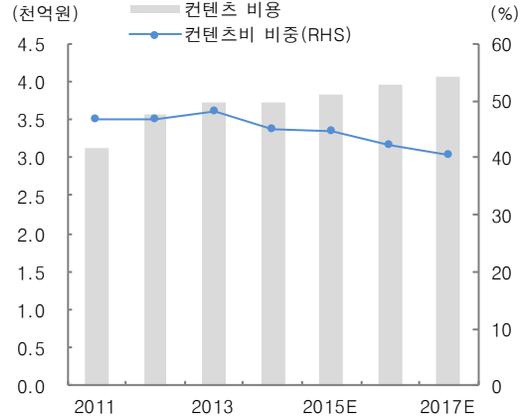
자료: AGB Nielsen, 대신증권 리서치센터

그림 15. CJ E&M, 방송 매출 증가 추세



자료: CJ E&M, 추정은 대신증권 리서치센터

그림 16. CJ E&M, 콘텐츠 비용 부담 완화



자료: CJ E&M, 추정은 대신증권 리서치센터

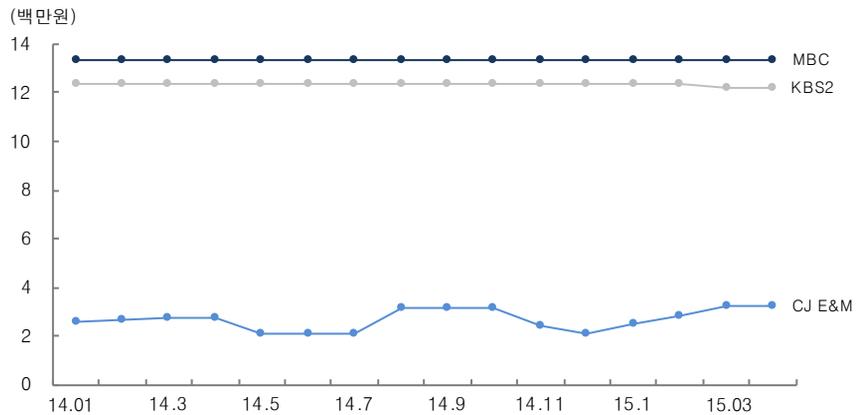
표 1. 광고 단가 비교(2015.4월) 22시 slot

(천원)

요일	MN	KBS2	MBC
월	1,725	13,200	13,485
화	1,725	13,200	13,485
수	1,725	13,200	13,485
목	2,300	13,200	13,485
금	9,200	10,935	12,150
토	3,450	9,075	13,605
일	2,300	12,630	13,605
<b>평균</b>	<b>3,204</b>	<b>12,206</b>	<b>13,329</b>

자료: CJ E&M, 대신증권 리서치센터

그림 17. 22시 slot 광고 단가 현황



자료: CJ E&M, 대신증권 리서치센터

## II. 광고시장 규제 완화

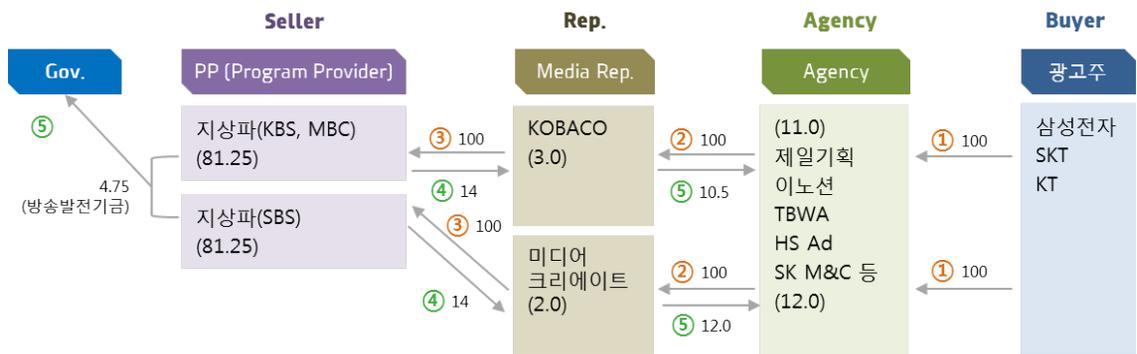
### 민영 미디어렙 등장. 2000년 이후 첫 번째 광고시장 규제 완화

#### 1공영 1민영 체제

미디어렙(Media Representative)은 PP(Program Provider)를 대신해서 광고 슬롯을 광고주에게 판매하는 역할을 하는 회사이다. 1980년에 한국방송광고공사(KOBACO)가 설립되어 독점으로 사업을 영위해왔으나, 2008년 KOBACO의 판매대행 독점에 대한 헌법 불합치 판결을 계기로 민영 미디어렙이 등장하게된다. 현재 미디어렙 체제는 1공영, 1민영 체제이다. KBS와 MBC는 공영 미디어렙인 KOBACO를 이용하고, SBS는 2011년에 설립된 미디어 크리에이트(SBS의 지분을 40%)를 이용 중이다.

민영 미디어렙 등장은 2000년 이후에 등장한 첫 번째 광고시장 규제 완화로 볼 수 있다.

그림 18. 미디어렙. 1공영 1민영 체제



자료: 대신증권 리서치센터

### 민영 미디어렙. 광고단가 상승 효과

#### 민영 미디어렙은 SBS에게 기회 요인

미디어렙의 가장 기본적인 역할은 광고주(Buyer)와 PP(Seller)의 중간에서 판매를 대행해 주는 것이다. 여기에 부가적으로 광고분석 등의 컨설팅 역할을 담당하고 있다.

광고주와 PP가 직접 만날 수 없는 이유는 방송의 공공성 때문이다. PP의 매체력으로 광고주에게 광고를 강요할 수 있고, 반대로 광고주가 자본력을 앞세워 매체를 상업화할 수 있기 때문이다.

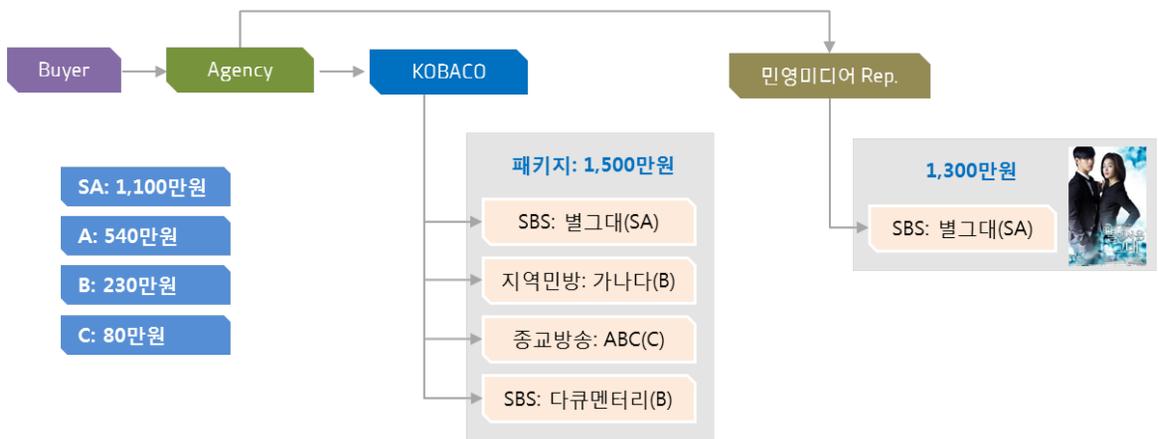
광고 판매는 패키지 형태가 많다. 특히, KOBACO의 경우는 방송의 공공성을 위해 광고주의 선호도가 떨어지는 다큐멘터리 등의 프로그램, 그리고 지역방송 및 특수방송 등에 대해서도 일정부분 지원을 해줘야하기 때문에 패키지 형태의 광고를 많이 구성한다. 광고주 입장에서는 특정 작품에 대해서만 광고를 내보내고 싶지만, 패키지로 구성되면서 가격이 올라가는 부담이 발생한다. KOBACO의 또 다른 역할은 광고단가에 대한 결정권을 행사함으로써 물가수준을 조정하는 역할이다.

반면 민영 미디어랩은 상업적 성격이 더 강하기 때문에, 패키지 구성에 있어서 비교적 자유롭다. 따라서, 인기있는 작품에 대해서만 광고 슬롯을 판매하되, 기존의 패키지 가격 보다는 낮지만, 해당 광고의 단가를 올리는 것이 가능하다. 물론, 인기 없는 프로그램의 경우는 그만큼 할인을 많이 해야하는 부담도 있다.

SBS는 2011년부터 민영 미디어랩을 통해 광고를 판매해왔고, 2013년부터는 일부 프로그램(일요일이 좋다, 8뉴스, 정글의 법칙 등)의 기본 단가가 상승했다.

현재 KBS와 MBC만 공영 미디어랩을 이용해야하는 제약이 있고, SBS와 종편 및 기타 PP들은 제약이 없다. 따라서, 이러한 PP들은 양질의 프로그램만 생산해낸다면, 수요와 공급의 법칙에 따라 광고 단가를 올릴 수 있는 길이 열린 셈이다.

그림 19. 민영미디어랩 등장으로 광고단가 상승 가능성. 일부 콘텐츠는 13.4월부터 단가 상승



자료: 대신증권 리서치센터

### 창조경제 시대의 방송산업발전 종합계획

#### 2000년 이후 최초의 방송산업 전략

미래창조과학부와 방송통신위원회, 그리고 문화체육관광부는 창조경제 시대의 방송산업 발전 종합계획(2013.12.10)을 발표했다. 이 계획은 2000년 이후 최초의 방송산업 전략이다. 이 계획에서 제시하는 비전은 방송산업 발전으로 방송통신융합, ICT 산업 및 문화 산업, 관광, 제조, 유통업까지 가치사슬이 연계 발전하는 창조적 생태계를 구축하는 것이고, 그 중 방송산업 발전을 위한 전략으로 제시된 내용은 국민편익, 혁신촉진, 시장자유성 제고를 위한 방송산업의 규제혁신이다.

표 2. 창조경제 시대의 방송산업발전 종합계획(2013.12.10) 주요내용 요약

항목	내용
추진배경	2000년 이후 최초의 방송산업 전략(‘13~’ 17)에 해당 본 계획은 방송산업 활성화를 위한 로드맵을 제시하고, 연관산업 생태계를 아우르는 종합 전략 수립을 목표로 함
비전 및 정책목표	방송산업 발전으로 방송통신융합, ICT 산업 및 문화산업, 관광, 제조, 유통업까지 가치사슬이 연계 발전하는 창조적 생태계 구축 규제완화 및 방송콘텐츠 생태계 개선으로 산업경쟁력을 제고하고, 기술의 발전을 적극 수용하여 방송통신융합 및 새로운 시장 창출 촉진 5대 전략 19개 정책과제 제시
전략 1	국민편익, 혁신촉진, 시장자유성 제고를 위한 방송산업 규제혁신
1-2	방송제작 자원구조 개선 ① 공영방송 수신료 현실화 <현황 및 문제점> <b>공영방송 수신료는 1981년 2,500원으로 책정된 이후 32년간 동결</b> , 2012년 전체 재원중 수신료 비중은 KBS는 39%, EBS는 6%에 불과 <정책방안> <b>공영방송 수신료 현실화</b> ② 방송제작 기반 안정화를 위한 방송광고 제도 개선 <현황 및 문제점> 광고시장 경쟁심화, 지상파 방송광고 수익 감소 추세(‘02~12년간 -2.0%), 엄격한 광고규제 등에 따라 방송사의 콘텐츠 투자 여력 약화 (광고편성 규제) 지상파는 <b>중간광고 금지</b> 및 프로그램(6분), 토막(3분), 자막(40초), 시보(20초) 광고 등 <b>유형별로 규제 적용</b> (총 10분) - 유료방송은 중간광고 허용 및 총량제 적용(시간당 평균 10분, 최대 12분) (간접광고 규제) 오락, 교양 프로그램에 한해 허용(시간 5%, 크기 1/4) <정책방안> 방송광고 제도 개선  <b>- 규제 완화 등 방송광고 제도 개선 로드맵 수립, 광고금지 품목 개선 등</b>

자료: 미래창조과학부, 방송통신위원회, 문화체육관광부, 대신증권 리서치센터

방송산업의 규제혁신은 크게 세가지로 구분된다. 공영방송 수신료 현실화와 중간광고 허용 및 광고총량제 도입이다. 하지만, 규제혁신이 단기적으로는 소비자에게 불편을 야기할 수 있기 때문에 소비자에 대한 불편 야기가 적은 순서대로 규제혁신이 이루어질 것으로 전망한다. 당사가 판단하는 규제혁신 순서는 광고총량제 도입 → 공영방송 수신료 인상 → 중간광고 허용이다.

### 광고총량제

#### 3Q15 시행 전망

지난 4/24(금) 방송통신위원회는 전체회의를 열고 방송법 시행령 일부 개정안을 의결했다. 이 개정안에는 광고총량제 도입, 가상/간접광고 및 협찬고지 관련 규제 완화가 포함 되어있고, 방통위는 이후에도 방송광고 금지품목에 대한 규제 완화 등 규제개선을 지속적으로 추진할 예정이다.

시행령 개정안을 의결했기 때문에 이후 과정은 법제처 심사와 차관회의 심의, 국무회의 심의 및 대통령 재가를 거쳐 공포되게된다. 6~7월경 공포되면 3Q15부터는 광고총량제가 시행될 것으로 전망한다.

광고총량제의 효과에 대해서는 다양한 분석이 존재한다. 제일기획에서는 지상파 TV 광고시장이 약 300억원(2014년 지상파 광고 1.68조원 대비 1.8%) 미만으로 증가할 것으로 전망하고있고, 신문사들은 2천억원 이상, 방송사 및 미디어랩사들은 500억원 증가할 것으로 전망한다(제일기획 인용). 당사는 광고총량제 도입으로 지상파 TV 광고시장이 1,100억원(+6.4% yoy)에서 2,500억원(+14.8% yoy) 가량 증가할 것으로 전망한다.

표 3. 광고총량제 도입 영향

(원, %)

구분	시급	편성분수	편성비중	광고편수	자원비중	추가분수	총편성분수	편성비중	총광고편수	자원비중
SA	11,000,000	1,800	17.9	720	54.4	210	2,010	19.5	804	57.2
A	5,400,000	1,410	14.0	564	20.9		1,410	13.7	564	19.7
B	2,300,000	2,310	22.9	924	14.6		2,310	22.4	924	13.7
C	800,000	4,560	45.2	1,824	10.0		4,560	44.3	1,824	9.4
		10,080		4,032			10,290		4,116	

자료: 대신증권 리서치센터

표 4. 광고총량제 도입 영향(SBS 사례)

(억원, %)

광고총량제 도입 전			광고총량제 도입 후					
자원	판매율	매출	Case	자원	판매율	매출	증감	증감
7,566	43.0	3,253	#1	8,046	43.0	3,460	207	6.4
7,566	43.0	3,253	#2	8,046	46.4	3,734	480	14.8

자료: 대신증권 리서치센터

주: 광고총량제 도입 전 판매율은 SBS의 2014년 TV 기본 판매율 적용  
 주: Case1은 총량제 도입 시간대의 광고 판매율도 43% 적용  
 주: Case2는 총량제 도입 시간대의 광고 판매율은 100% 적용

**프로그램 광고  
6분→9분으로 확대**

현행 지상파 TV 광고는 프로그램 전후에 프로그램 광고, 토막광고, 자막광고, 시보광고로 구성되어있고, 60분 기준 총 광고 허용시간은 최대 10분이다. 프로그램 광고는 프로그램 시간의 10%인 6분, 토막광고는 3분, 자막광고와 시보광고는 1분이다. 광고총량제는 10분의 광고시간은 유지하되 각 형태에 무관하게 광고를 편성할 수 있고, 프로그램 광고는 최대 9분까지 허용하는 제도이다.

프로그램 광고는 소위 말하는 CM(Commercial Material)으로 제품 광고를 의미한다. SA급(통상 평일 기준 20시~23시 시간대)의 경우 광고단가는 15초당 1,100~1,300만원 정도이다. 지난 4월 15일에 KBS2의 서울지역 22시의 단가를 보면, 프로그램 광고는 1,320만원, 토막광고는 810만원, 자막광고는 160만원, 시보광고는 90만원이다. 광고총량제가 도입되면 단가가 높은 프로그램 광고 위주로 편성하면서 광고매출이 증가할 수 있게된다.

표 5. TV 광고 유형 및 허용량

구분	허용량	초수	비고
1. 프로그램 광고	프로그램의 10/100	15"	프로그램의 스폰서로 참여하여 본 방송 전후에 방송되는 광고
2. 토막광고(Station Break, SB)	매시간 2회, 1분 30초 이내	20", 30"	프로그램과 프로그램 사이의 광고
3. 자막광고(D, 이어서)	매시간 4회, 1회 10초, 화면 1/4 이내	10"	방송순서고지(굳이어), 방송국명칭고지(D)시 화면 하단에 방송되는 자막형태의 광고
4. 시보광고	매시간 2회, 1일 10회, 1회 10초 이내	10"	현재시간 고지시 함께 방송되는 광고
5. 간접광고	프로그램의 5/100 이내	-	방송프로그램 안에서 상품을 소품으로 활용하여 그 상품을 노출시키는 형태의 광고
6. 가상광고	프로그램의 5/100 이내	-	방송프로그램에 컴퓨터 그래픽을 이용하여 만든 가상의 이미지를 삽입하는 형태의 광고

자료: 한국방송광고공사, 대신증권 리서치센터

그림 20. 광고총량제



주: 15.4.15 KBS2 서울 22:00 기본단가(원/15초) 기준

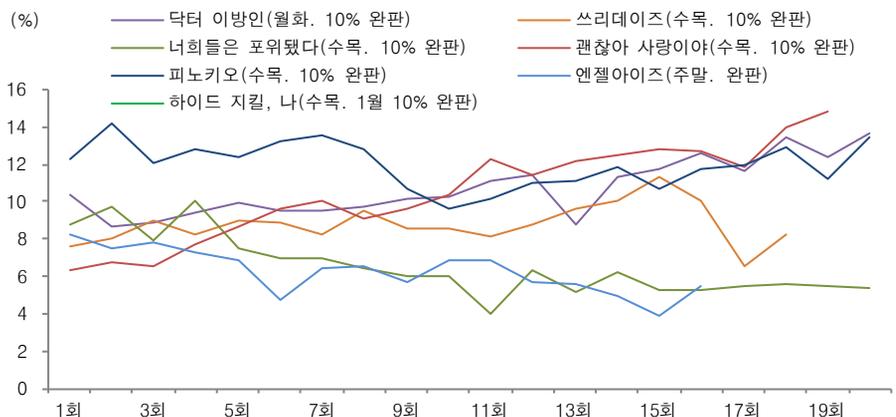
자료: 한국방송광고공사, 대신증권 리서치센터  
 주: 15.4.15 KBS2 서울 22:00 기본단가(원/15초) 기준

SA급 완판 드라마  
 위주 도입 전망  
 SBS, 제일기획 수혜

하지만, 현재 TV 광고판매율은 SBS의 2014년 TV 기본 판매율 기준으로 43%에 불과하기 때문에, 광고총량제가 시행되어도 TV 광고가 크게 증가하지는 않을 것으로 전망한다. 기존 6분 편성에서 2.6분 밖에 프로그램 광고를 내보내지 못한다면 총량제가 도입되어도 광고는 증가하지 않는다. 따라서, 광고가 완판되는 프로그램 위주로 총량제가 도입되게 되고, 현재 SA급 시간대의 주요 드라마는 완판이 이루어지고 있기 때문에, 하루에 한 시간 정도는 광고총량제의 효과가 발생할 것으로 전망한다.

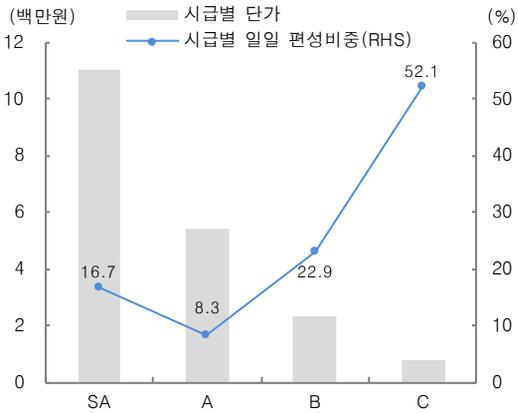
이러한 전망하에 추정된 광고총량제 도입 효과가 1,100억원(+6.4% yoy)에서 2,500억원(+14.8% yoy)이다. 광고총량제 등장은 2000년 이후에 등장한 두 번째 광고시장 규제 완화로 볼 수 있다.

그림 21. 광고 총량제는 완판 드라마 위주로 도입될 것으로 전망



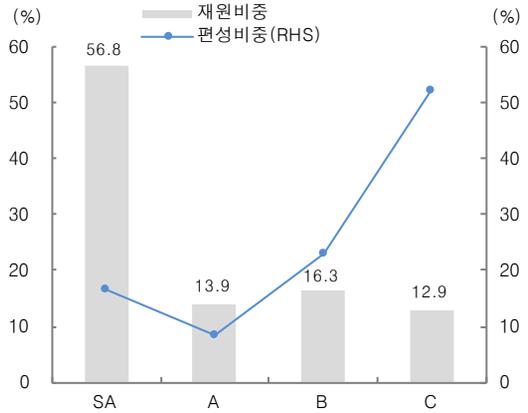
자료: AGB Nielsen, SBS, 대신증권 리서치센터

그림 22. 시급별 편성비중



자료: 대신증권 리서치센터

그림 23. 시급별 자원 비중



자료: 대신증권 리서치센터

그림 24. 1. 프로그램 광고



자료: 대신증권 리서치센터

그림 25. 1. 프로그램 광고



자료: 대신증권 리서치센터

그림 26. 2. 토막광고(주로 캠페인, 공연)



자료: 대신증권 리서치센터

그림 27. 2. 토막광고(주로 캠페인, 공연)



자료: 대신증권 리서치센터

그림 28. 3. 자막광고(끝이어)



자료: 대신증권 리서치센터

그림 29. 3. 자막광고(ID)



자료: 대신증권 리서치센터

그림 30. 4. 시보광고



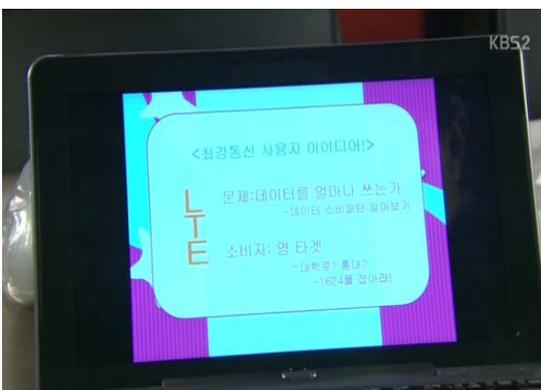
자료: 대신증권 리서치센터

그림 31. 5. 간접광고



자료: 대신증권 리서치센터

그림 32. 5. 협찬광고



자료: 대신증권 리서치센터

그림 33. 5. 협찬광고



자료: 대신증권 리서치센터

그림 34. 6. 가상광고



자료: 대신증권 리서치센터

### 공영방송 수신료 인상

#### SBS의 반사이익

창조경제 시대의 방송산업발전 종합계획(2013.12.10)에서 제시한 규제혁신 중 광고총량제 도입 이후에 추진할 것으로 전망하는 사항은 공영방송(KBS) 수신료 인상이다. 현재 KBS1은 수신료로 프로그램 제작비를 충당하고 있지만, KBS2는 광고로 제작비를 충당하고 있다. KBS 수신료 인상은 공영방송의 공공성을 강화하기 위해 추진하는 사항이고, 현재 가구별 월 2,500원씩 납부하는 수신료를 4천원 수준으로 인상시키는 방안이다.

광고총량제는 광고의 총 시간이 유지되는 것이어서 제도의 도입 전 후 소비자가 큰 차이를 느끼지 못 할 수 있지만, 수신료 인상의 경우 당장 가구당 지출이 증가하게 되므로, 제도 도입까지는 다소 시간이 소요될 것으로 전망한다.

수신료가 현행 2,500원에서 4,000원으로 인상될 경우, KBS의 수신료 수입은 약 3,500억 원 가량 증가하게된다. KBS는 수신료 인상에 따라 중장기적으로는 광고를 폐지하게되므로, 적어도 수신료 인상분인 3,500억원에 해당하는 광고는 SBS와 MBC, 종편 및 기타 PP로 분배될 것으로 전망한다.

표 6. KBS 수신료 인상에 따른 효과

수신료	KBS 수신료 증가	수신료 증가만큼 광고 폐지 SBS 40% 적용시
2,500원 → 4,000원	3,511 억원	+1,404 억원 / +37.9%

자료: 대신증권 리서치센터 추정

### 중간광고 도입

**SBS, 제일기획 수혜** 창조경제 시대의 방송산업발전 종합계획(2013.12.10)에서 제시한 규제혁신 중 광고총량제 도입과 공영방송 수신료 인상 이후에 추진할 것으로 전망하는 사항은 지상파 중간광고 도입이다. 중간광고는 종편과 기타 PP에서는 이미 허용되고 있는 제도이지만, 지상파 TV에서의 도입은 쉽지 않을 것으로 보이나, 만일 지상파 TV에 중간광고가 도입된다면 8.2%~34.8% 정도 광고시장이 커지는 효과가 있을 것으로 전망한다.

표 7. 중간광고 도입에 따른 효과. SBS 사례

(억원, %)

	중간광고 도입 전			중간광고 도입 후			증감
	자원	판매율	매출	자원	판매율	매출	
1. 중간광고 판매율을 2014년 TV 평균 기본 판매율로 적용시	7,566	43.0	3,253	8,184	43.0	3,519	+266억원 / +8.2%
2. 중간광고 판매율을 100%로 적용시	7,566	43.0	3,253	8,184	53.6	4,386	+1,132억원 / +34.8%

자료: 대신증권 리서치센터 추정

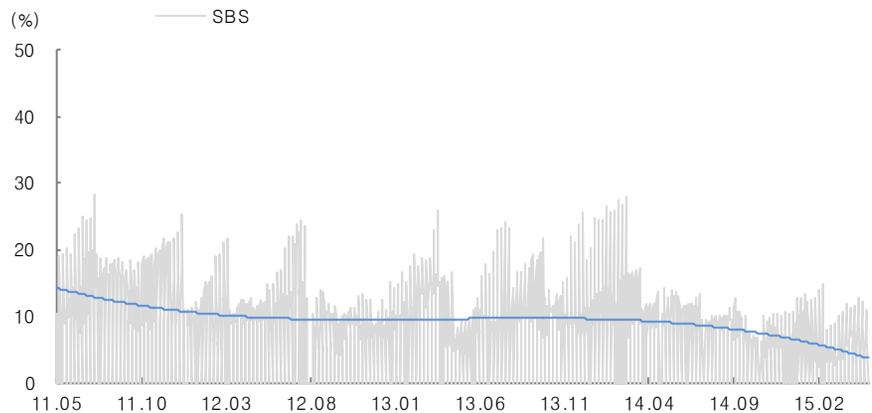
주: SA급 단가 1,100만원. 중간광고는 20% 프리미엄 적용. 중간광고는 1시간 기준 3회 이내로 제한하고, 모두 SA급 시간대에 편성된다고 가정

### 지상파 TV. 콘텐츠가 가장 중요

#### 콘텐츠가 중요

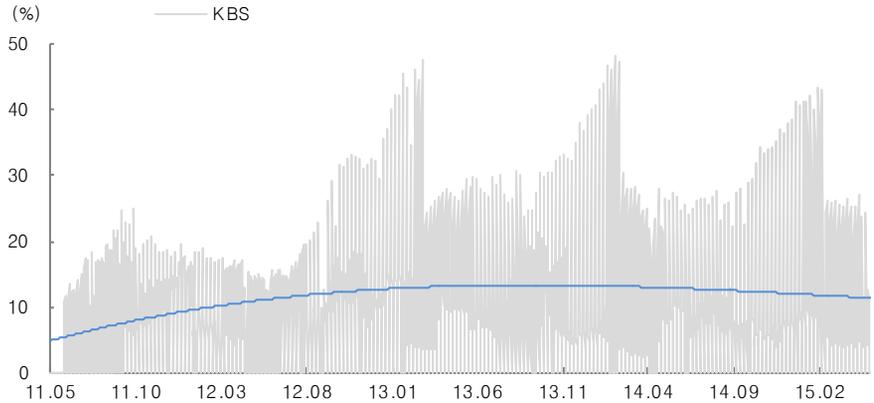
2014년 지상파 TV 광고 부진에 따른 2015년 기저효과 및 정부의 규제 완화 등 지상파 TV 광고가 부활할 수 있는 제반 여건은 갖춰졌다. 중요한 것은 본연의 경쟁력인 양질의 콘텐츠이다. 매체의 다변화 속에 전반적으로 지상파 TV의 시청률과 점유율이 감소추세임에는 분명하나, 콘텐츠만 뒷받침된다면 시청률의 상승은 충분히 가능하다. 2011년 이후 SA급 드라마의 시청률 현황을 보면, SBS는 시청률이 하락하는 추세를 보이고 있으나, KBS는 유지하는 모습이고, MBC는 오히려 증가 추세를 보이고있다.

그림 35. 2011년 이후 SA급 드라마(월화/수목/주말드라마) 시청률 현황. SBS



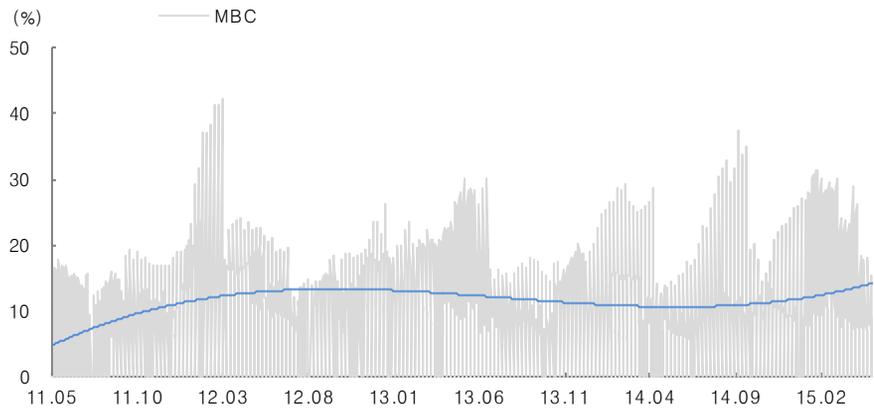
자료: AGB Nielsen, 대신증권 리서치센터

그림 36. 2011년 이후 SA 급 드라마(월화/수목/주말드라마) 시청률 현황. KBS



자료: AGB Nielsen, 대신증권 리서치센터

그림 37. 2011년 이후 SA 급 드라마(월화/수목/주말드라마) 시청률 현황. MBC



자료: AGB Nielsen, 대신증권 리서치센터

### 지상파 TV 콘텐츠의 제 값 받기, 재전송료

#### 콘텐츠 제 값 받기

SBS, KBS1, KBS2, MBC, EBS를 지상파라고 표현하는 이유는, 전파를 통해 콘텐츠를 송신하기 때문이다. 전파가 잘 도달하지 않는 지역에서 지상파의 콘텐츠를 자기들이 구축한 유선 N/W으로 전송해주는 사업자를 SO(System Operator)라고 표현한다. SO는 1990년대 말에 등장하였고, 전국 각 지역을 77개 권역으로 나눠서 각 권역별로 지상파 콘텐츠의 “재전송” 및 기타 콘텐츠의 전송을 담당하고있다.

지난 10여년간은 SO들의 지상파 콘텐츠 “재전송”의 역할이 더 부각되었으나, 2000년대 후반부터 디지털 콘텐츠 제작을 계기로 콘텐츠의 가치가 중요해지면서 지상파 콘텐츠는 단순히 SO에 의해 재전송되는 것이 아니라, 콘텐츠의 값을 받고 유료로 전송되고있다.

그림 38. 유료방송 개념도



자료: DTV Korea, 대신증권 리서치센터

CPS 인상 움직임

지상파 콘텐츠의 재전송료는 가입자당 일정 금액으로 책정되어있다. 이를 CPS(Cost Per Subscriber)라한다. CPS는 지상파 사업자들과 SO간에 정기적으로(1년 또는 2년 단위) 협상을 통해 결정되고있고, 현재 CPS는 2009년 7월 이후 가입한 HD 방송 가입자당 월 280원이다.

다수의 언론 보도에 의하면 지상파는 CPS의 인상을 추진하고 있는 것으로 알려져있다. HD에 이어 UHD로까지 진화하면서 콘텐츠 제작 비용 증가에 따른 콘텐츠 제 값 받기가 진행중이다. 콘텐츠의 적정 가격이 어느 수준이라고 단정지을 수는 없지만, 콘텐츠를 실어나르는 유료방송 사업자들의 가입자당 단위 매출을 비교해보면, 미국은 USD70~130인데 비해, CJHV의 ARPS는 12천원에 불과하다. 따라서, 당분간 지상파 TV를 필두로 콘텐츠 가격의 인상 움직임이 지속되면서 지상파 TV를 포함한 PP의 주수익원이 중장기적으로는 광고에서 콘텐츠로 옮겨질 것으로 전망한다.

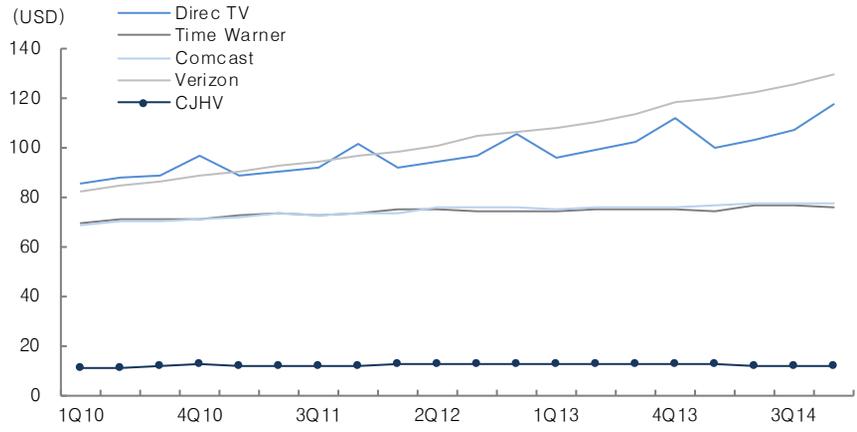
표 8. 재전송 수수료 현황(2009년 7월 이후 디지털 가입자 대상, 2014년말 가입자 기준)

(명, 원, 억원)

SO	디지털 가입자수	CPS	재전송 수수료	CPS	재전송 수수료
Oleh TV	1,760,106	280	59.1	400	84.5
B TV	1,414,471	280	47.5	400	67.9
U+ TV	974,600	280	32.7	400	46.8
SkyLife	1,500,000	280	50.4	400	72.0
티브로드	657,070	280	22.1	400	31.5
CJ헬로비전	877,417	280	29.5	400	42.1
C&M	459,878	280	15.5	400	22.1
CMB	79,632	280	2.7	400	3.8
HCN	229,286	280	7.7	400	11.0
기타	102,704	280	3.5	400	4.9
소계	8,055,162		<b>270.7</b>		<b>386.6</b>
아날로그	3,773,283	280	126.8	400	181.1
총계			<b>397.4</b>		<b>567.8</b>

자료: 각 사 R 수수료 추정은 대신증권 리서치센터

그림 39. US Pay TV ARPU vs. CJHV ARPS



자료: 각 사 IR 대신증권 리서치센터

### III. 유료방송: 디지털 전환 지속, 경쟁 강화

#### 2015~2016년 디지털 전환 막바지

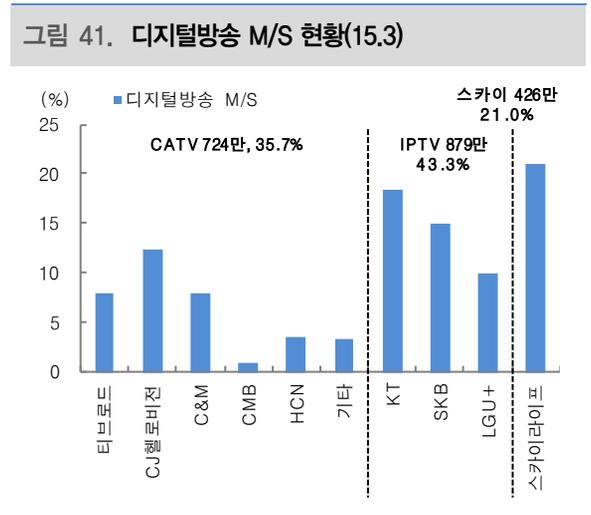
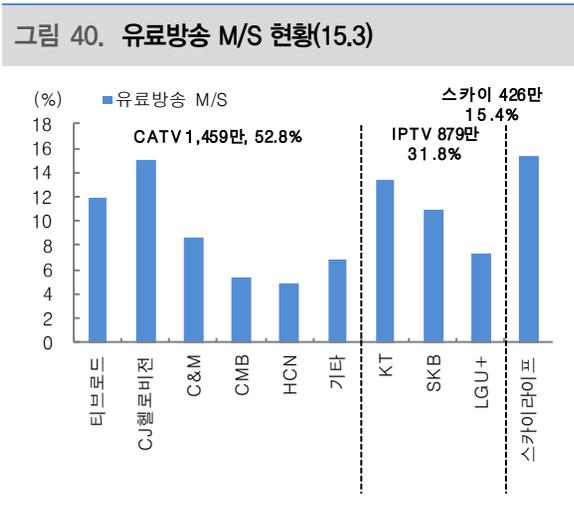
**경쟁 강화**

미디어 업종내에서 광고는 기저효과 및 규제완화로 회복이 예상되지만, 유료방송은 디지털전환 막바지에 접어들면서 2016년까지는 경쟁이 지속적으로 강화될 것으로 전망한다. 특히, 유료방송의 가입자 점유율이 기존 SO(CATV)에서 통신사 진영으로 옮겨가면서, SO들의 성장은 정체되고 수익은 줄어드는 모습이 예상된다.

하지만, 유료방송 가입자 점유율 1위이고, KT와 공동마케팅 재개로 지난 2년간의 정체에서 벗어나 가입자 증가가 예상되며, 차세대 방송인 UHD(Ultra High Definition, 초고화질) 사업에서 가장 앞서있는 스카이라이프는 주목할 필요가 있다.

유료방송의 가구당 보급률은 149%이므로 추가 성장은 매우 제한적이다. 따라서, 유료방송 시장의 경쟁은 15.3월 기준 734만명인 아날로그 가입자를 누가 가장 많이 전환 흡수할 수 있는가의 경쟁이다.

디지털 전환이 본격화된 2012년 이후의 성과는, 통신사 진영이 크게 앞서고 있다.



자료: 각 사 R, 한국케이블TV방송협회, 대신증권 리서치센터

자료: 각 사 R, 한국케이블TV방송협회, 대신증권 리서치센터

**표 9. 유료방송 가입자 현황(2015.3)**

(천명, %)

	티브로드	CJHV	C&M	CMB	HCN	기타	KT	SKB	LGU+	스카이	총계
아날로그	1,690	1,676	779	1,318	647	1,236					7,344
M/S	23.0	22.8	10.6	17.9	8.8	16.8					
디지털	1,599	2,499	1,597	176	705	673	3,721	3,029	2,040	4,262	20,302
M/S	7.9	12.3	7.9	0.9	3.5	3.3	18.3	14.9	10.0	21.0	
전체	3,289	4,175	2,376	1,494	1,351	1,909	3,721	3,029	2,040	4,262	27,647
M/S	11.9	15.1	8.6	5.4	4.9	6.9	13.5	11.0	7.4	15.4	

자료: 각 사 R, 한국케이블TV방송협회, 대신증권 리서치센터

표 10. 유료방송 가입자 현황(2006~2015.3)

(천명, %)

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015.3
위성방송	스카이	1,966	2,152	2,354	2,457	2,826	3,262	3,791	4,181	4,261	4,262
	KT	12	325	773	1,085	1,442	1,872	2,258	2,735	3,520	3,721
IPTV	SKB	151	807	775	856	948	981	1,445	2,096	2,829	3,029
	LGU+	-	-	65	344	613	862	1,054	1,550	1,949	2,040
	소계	163	1,132	1,614	2,286	3,003	3,716	4,757	6,381	8,298	8,790
	티브로드	2,630	2,728	2,842	3,411	3,234	3,185	3,139	3,336	3,203	3,289
CATV	CJHV	-	-	2,523	2,540	3,097	3,447	3,506	4,037	4,216	4,175
	C&M	2,426	2,078	2,576	2,611	2,717	2,712	2,457	2,459	2,379	2,376
	CMB	1,202	1,209	1,229	1,285	1,290	1,344	1,349	1,518	1,496	1,494
	HCN	1,112	1,194	1,174	1,351	1,338	1,319	1,304	1,400	1,361	1,351
	기타	6,799	7,556	4,852	4,097	3,400	2,925	3,149	2,096	1,922	1,909
	소계	14,169	14,764	15,197	15,295	15,077	14,932	14,905	14,846	14,677	14,594
총계		16,298	18,048	19,165	20,038	20,905	21,910	23,453	25,409	27,236	27,647
증감			1,913	1,116	873	868	1,005	1,543	1,955	1,827	411

자료: 각 사 R, 한국케이블TV방송협회, 대신증권 리서치센터

주: KT와 스카이라이프의 결합상품인 OTS(Oleh TV SkyLife)는 스카이라이프의 가입자로 집계

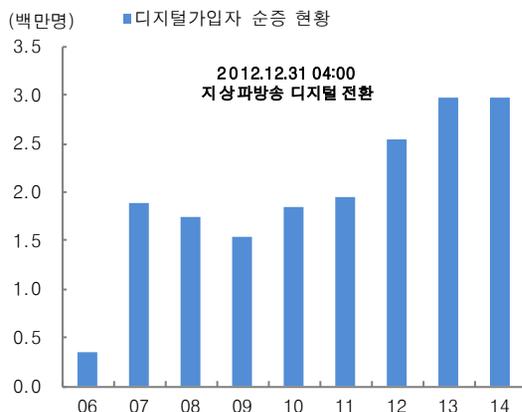
### 디지털 전환. Telco 진영 강세

#### 디지털 전환계기로 IPTV 가입자 증가

CATV 가입자는 2009년 1,530만명을 정점으로 지난 15.3월 1,459만명까지 지속적으로 감소 추세를 보이고있다. 동기간 통신사의 IPTV는 229만명에서 879만명까지 4배 수준으로 성장했다(주: OTS 가입자를 KT의 IPTV로 분류해서 집계하면, 1,111만명).

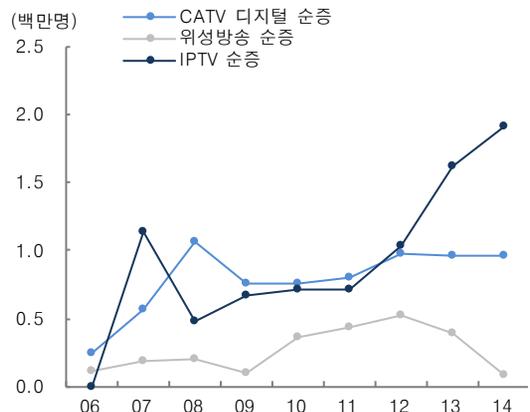
IPTV 가입자는 2012년부터 본격화된 디지털 전환(지상파 방송은 2012.12.31 04:00부터 모든 콘텐츠를 디지털 방식으로만 전송)을 계기로 가입자가 크게 증가하고있다. 2012년 이후 CATV는 아날로그 가입자가 331만명 감소하고 디지털 가입자가 302만명 증가하여 29만명의 순감을 나타내고있다. 반면, IPTV는 507만명, 위성방송인 스카이라이프도 100만명의 순증을 기록중이다.

그림 42. 디지털 전환 계기로 디지털 가입자 증가



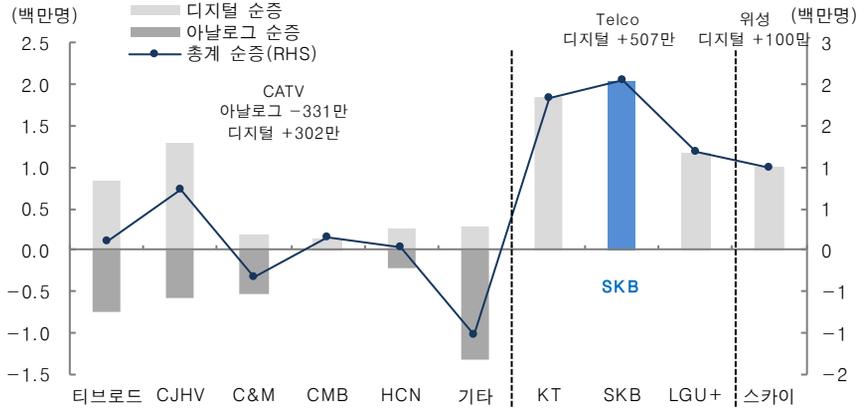
자료: 각 사 R, 한국케이블TV방송협회, 대신증권 리서치센터

그림 43. IPTV 강세



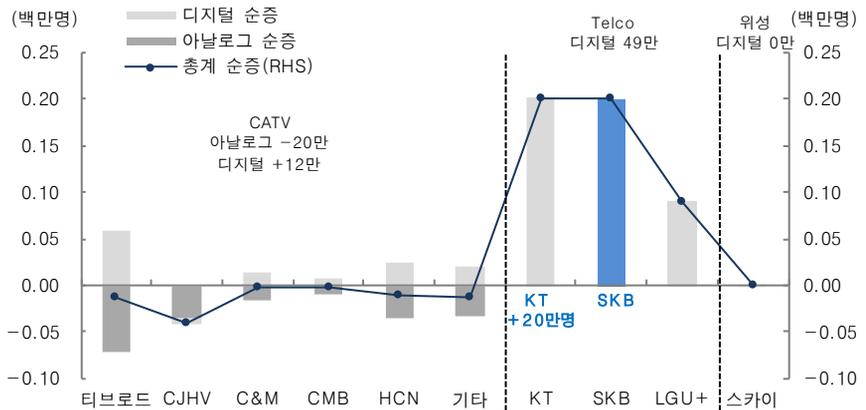
자료: 각 사 R, 한국케이블TV방송협회, 대신증권 리서치센터

그림 44. 2012년 이후 순증 현황



자료: 각 사 IR, 한국케이블TV방송협회, 대신증권 리서치센터

그림 45. 2015년 순증 현황



자료: 각 사 IR, 한국케이블TV방송협회, 대신증권 리서치센터

Telco의 가격경쟁력

Telco 진영으로의 가입자 유입 이유는 가격경쟁력이다. 디지털 상품의 기본 가격 자체는 단순 비교가 어렵다. 채널의 개수 및 부가서비스 제공 여부에 따라 다양한 상품이 존재하기 때문이다. 하지만, CATV내에서 아날로그와 디지털 간의 가격차이는 매우 크다. 기존 아날로그 상품은 4~7천원 수준이었지만, 디지털 상품은 최저 가격 기준으로 8~23천 원에 형성되어있다. 실제로 CJHV의 ARPU를 보면, 1Q15 기준 아날로그는 4,012원이지만, 디지털은 10,737원으로 2.7배 수준이다. 여기서 소비자들의 고민이 발생한다. 기존에는 4천원 수준으로 저렴하기 때문에 CATV의 아날로그 상품을 사용했었지만, 디지털 TV를 보기 위해 1만원 이상을 지불해야 한다면, 기존에 이용하던 CATV외에 다른 상품은 없을까하는 고민을 할 수밖에 없다. 바로 이 부분에서 Telco 진영 상품의 가격경쟁력이 부각된다. Telco 상품이나 CATV의 디지털 상품이나 가장 보편적인 상품의 가격은 1만원대 초반으로 비슷하지만, CATV는 기존 아날로그 대비 가격이 인상된 것이고, Telco 상품은 원래 그 가격이기 때문이다. 더군다나, Telco의 유무선 결합을 감안하면 실질 가격은 Telco 상품이 더 저렴하기 때문에, 가입자 유입은 지속될 것으로 전망한다.

표 11. CATV vs. 스카이라이프 비교

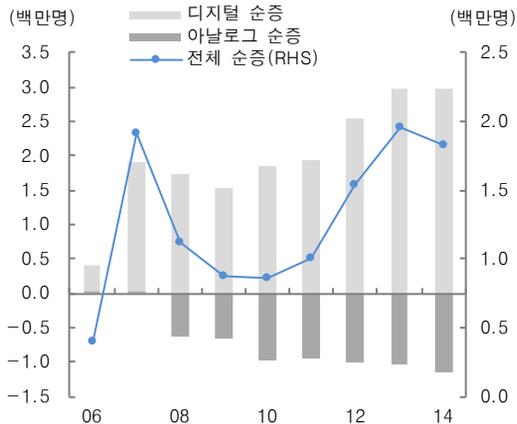
(원, %, 개)

사업자	구분	Min. 가격	Max. 가격	평균 가격	증감율	Min. 채널 수	Max. 채널 수	평균 채널 수
CJ헬로비전	아날로그	4,000	10,000	7,000		24	61	43
	디지털	17,200	29,000	23,100	330	121	244	183
티브로드	아날로그	4,000	15,000	9,500		21	74	48
	디지털	22,800	30,000	26,400	470	110	169	140
CMB	아날로그	7,000	8,000	7,500		68	68	68
	디지털	8,000	23,000	15,500	14	152	152	152
현대HCN	아날로그	4,000	14,000	9,000		22	65	155
	디지털	14,800	31,000	22,900	270	90	220	52
C&M	아날로그	4,000	17,000	10,500		24	80	52
	디지털	15,000	40,000	27,500	275	153	251	202
스카이라이프	디지털	9,000	66,000	37,500		165	201	183

자료: 각 사 R 대신증권 리서치센터

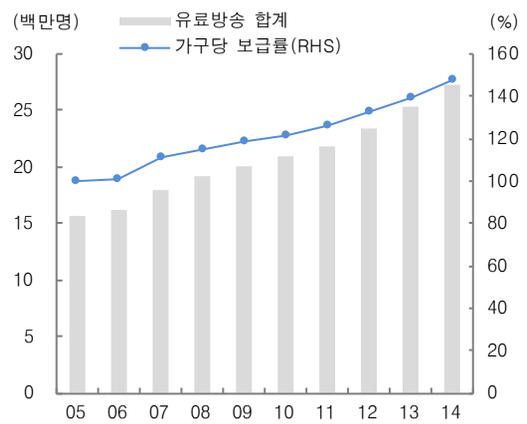
주: 부가세 포함 전 기준. Min. 가격은 3년 약정 기준. Max. 가격은 무약정 기준

그림 46. 디지털 순증은 아날로그 전환 + 신규 유입



자료: 각 사 R, 한국케이블TV방송협회, 대신증권 리서치센터

그림 47. 유료방송 보급률, 추가 신규 유입은 어려움



자료: 각 사 R, 한국케이블TV방송협회, 대신증권 리서치센터

### 스카이라이프, UHD를 계기로 부활한다

#### KT와의 결합 강화 UHD 선도

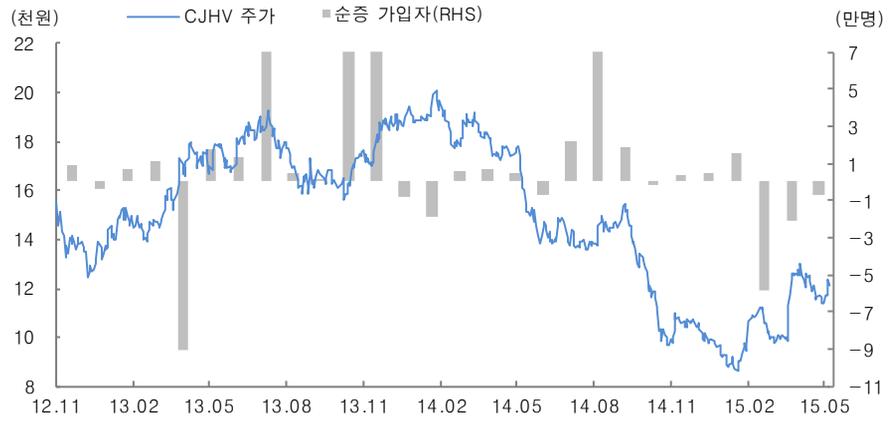
유료방송의 주수입원은 수신료 수익이고 부수입은 홈쇼핑 수수료이다. 주수입이나 부수입 모두 기본적으로는 가입자가 가장 중요하다. 실제로 유료방송 사업자들의 주가는 순증 가입자 규모와 밀접하게 움직인다. 특히, 스카이라이프의 경우는 순증 규모가 2012년을 정점으로 감소하고 있지만, 비용 절감과 홈쇼핑 수수료 증가에 힘입어 매출과 이익이 모두 증가하고 있음에도 불구하고, 주가는 순증가입자 부진에 따라 감소 추세를 보여왔다. 시장에서 인식하고 있는 주가 연계 지표가 순증 가입자에서 매출이나 수익성 등으로 쉽게 바뀌기는 어렵겠지만, 현재의 투자지표인 순증 가입자의 회복이 예상된다는 점에서 유료방송 분야에서는 스카이라이프를 눈여겨 볼 필요가 있다.

그림 48. 스카이라이프 주가 vs. 순증 가입자



자료: 스카이라이프 R 대신증권 리서치센터

그림 49. CJHV 주가 vs. 순증 가입자



자료: CJHVR 대신증권 리서치센터

그림 50. SKB 주가 vs. 순증 가입자



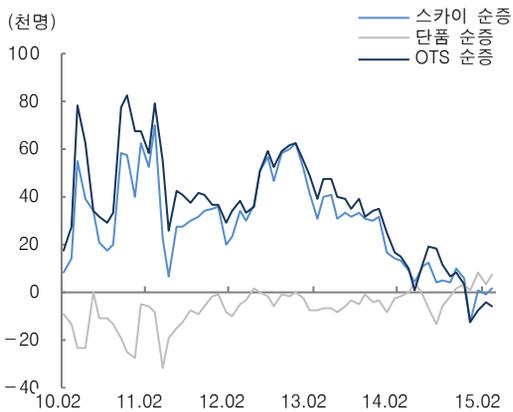
자료: SKB R 대신증권 리서치센터

**2H13부터 순증 둔화  
KT 실적부진이 원인**

스카이라이프의 주력 상품은 KT와의 결합상품인 OTS이다. 그리고, OTS는 KT의 영업 창구를 통한 모집 비율이 50% 이상이다. 4Q09에 등장한 이후로 크게 증가해오던 OTS 가입자는 2H13부터 둔화되기 시작했다. 바로 KT의 실적부진 때문이다. KT가 LTE에서의 대응이 늦어지면서 지난 2년간 실적이 부진한 상황에서 스카이라이프와의 공동 마케팅을 지속하기는 어려웠다. OTS의 경우 스카이라이프와 KT가 수익을 분배해야 하기때문에, KT가 홈상품(인터넷 + TV)을 판매할때 대비 OTS 판매시는 가입자당 5.2천원 정도 수익이 적다. 반면, 마케팅비용은 추가로 분담해야하므로, 당사 추정 연간 약 1천억 원 정도의 손익이 감소한다(BEP 시점인 1년 이후에는 다시 손익 증가). 지난 2년간 KT의 상황에서는 매우 큰 금액이다.

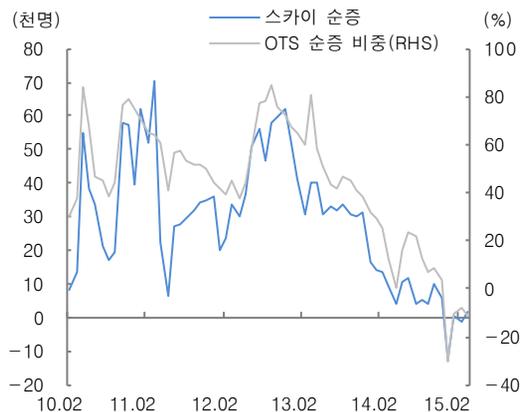
KT의 OTS 지원은 줄어들었지만, KT 그룹의 순증은 2010년 이후 꾸준히 월 7~8만명 수준을 유지하고 있기 때문에, 전략적으로 KT가 OTS로의 마케팅을 강화하면, OTS 가입자는 크게 증가할 것으로 전망한다.

**그림 51. 2H13 부터 순증 둔화**



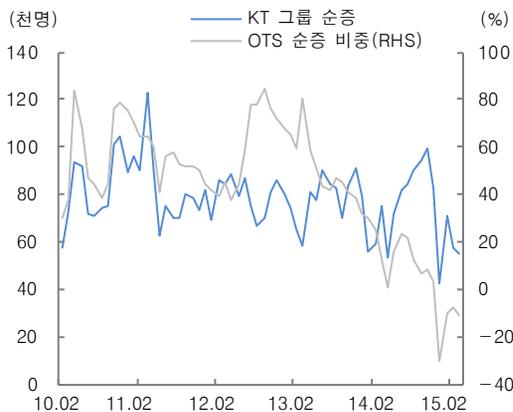
자료: 스카이라이프 R 대신증권 리서치센터

**그림 52. OTS 순증 비중 감소**



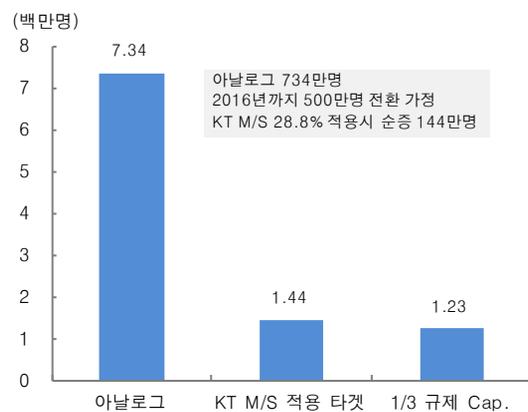
자료: 스카이라이프 R 대신증권 리서치센터

**그림 53. KT 그룹 순증 유지, OTS 순증 비중 감소**



자료: 스카이라이프 R KT R 대신증권 리서치센터

**그림 54. 통합규제의 우려는 크지 않다**



자료: 스카이라이프 R KT R 대신증권 리서치센터

표 12. OTS 수익 배분 구조

(원)

KT 상품	금액	OTS	금액	스카이라이프	KT
홈상품(인터넷 + TV)	30,000	Skylife HD + O!leh TV VOD + 인터넷 라이트	32,000		
		인터넷 라이트			20,000
		Skylife HD(60%)		7,200	
		O!leh TV VOD(40%)			4,800
	30,000			7,200	24,800

자료: 대신증권 리서치센터  
 주: OTS 이코노미 제휴결합 기준

UHD 계기로 OTS 마케팅 강화 전망

1Q15 KT 실적 컨퍼런스콜 중 발췌

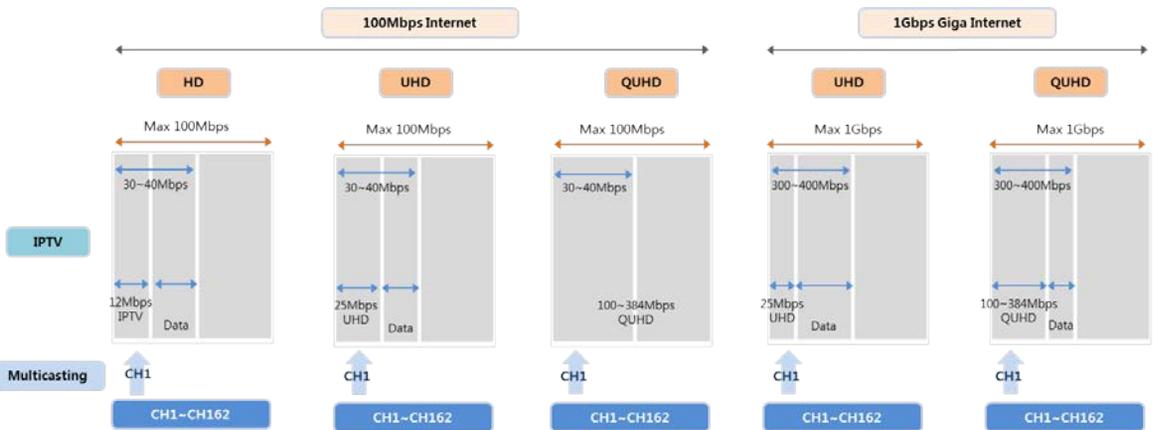
“가입자 전략은 OTV, OTS에 대한 고객의 선호도에 따름. 하지만, OTS 가입자가 일시적으로 부진하기 때문에, 두 상품간 균형을 유지할 필요가 있다고 판단. 고가 요금제 확대 전략에 따라 UHD 상품 프로모션을 강화하는 상황에서 스카이라이프의 UHD STB가 새로 출시되면 OTS에 대한 선호도도 높아질 것. 영업 측면에서 스카이라이프와 협업하고, 기기인터넷 보급을 병행해 공동주택 영업강화로 OTS 판매 늘려나갈 것”

스카이라이프는 6월초 UHD STB를 출시하면서, UHD 전용 채널을 기존 1개에서 3개로 늘릴 계획이다. 이에 맞춰 KT와의 공조 마케팅도 강화될 것으로 전망한다.

UHD는 기존 HD 대비 최소 2배 이상의 데이터를 실어 날라야하기 때문에, 주파수 대역폭만 조정하면 되는 스카이라이프가 N/W 증설이 필요한 IPTV보다 유리하고, 같은 주파수 전송 방식이어도 아날로그, SD, HD 및 UHD를 모두 운용해야 하는 CATV대비로도 HD와 UHD로만 구성된 스카이라이프가 유리하다.

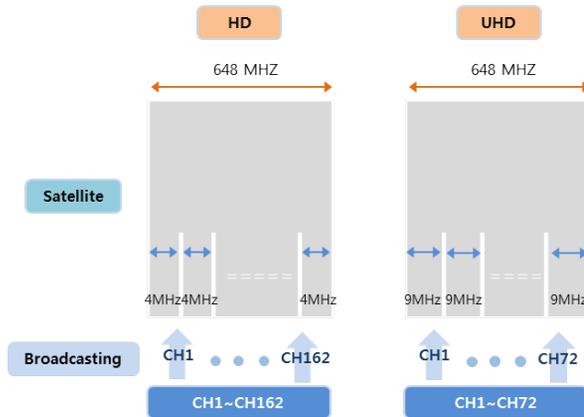
(당사 리포트 “GiGA와 DRAM의 콜라보, UHD. 2015.4.2” 참조)

그림 55. HD vs. UHD IPTV



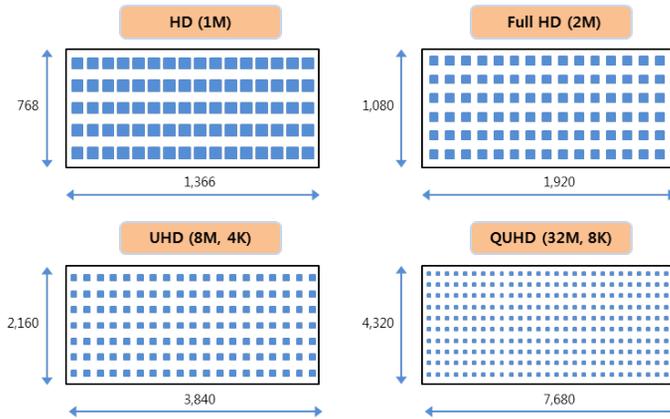
자료: 대신증권 리서치센터

그림 56. HD vs. UHD Satellite



자료: 대신증권 리서치센터

그림 57. HD vs. UHD



자료: 대신증권 리서치센터

### 홈쇼핑 수수료. 유료방송 업계의 부가 수익

#### 가입자가 중요

유료방송의 주수입원은 수신료이고, 부수입원은 홈쇼핑 수수료이다. 홈쇼핑 수수료는 특별한 원가 또는 비용이 수반되지 않는 매출이기 때문에, 사실상 고스란히 이익으로 반영된다고 볼 수 있다. 홈쇼핑 수수료는 홈쇼핑 사업자들이 유료방송사의 채널에서 영업을 통해 벌어들인 수익 중 일정 금액을 채널 사용료로 유료방송사에게 지급하는 금액이고, 연간 1조원 정도의 규모이다. 수수료 책정 방식은 홈쇼핑 사업자들이 유료방송사의 각 채널에서 벌어들인 금액과 향후 전망을 토대로 홈쇼핑 사업자들과 유료방송 사업자들이 개별적으로 계약하는 방식이다. 유료방송 사업자별로, 그리고 지역별로 소비자들이 홈쇼핑을 이용하는 금액은 다르겠지만, 어느 정도는 유사하다고 추정된다. 따라서, 홈쇼핑 수수료는 가입자당 연평균 수수료 기준으로 일정 규모로 형성되는 것이 타당하다고 볼 수 있다. 하지만, IPTV와 스카이라이프는 2010년 이후로 가입자가 본격적으로 증가하기 시작하면서 가입자당 홈쇼핑 수수료가 아직 CATV의 절반 수준에 불과하기 때문에, 가입자의 증가와 무관하게 CATV 수준인 연간 5만원 수준을 향해 꾸준히 증가할 것으로 전망한다.

표 13. 홈쇼핑 수수료 현황

(억원)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
티브로드	819	943	1,231	1,517	1,928	2,056	2,159	2,223
CJHV	633	857	1,015	1,372	1,971	2,092	2,211	2,262
C&M	580	648	802	1,093	1,134	1,192	1,252	1,289
HCN	278	353	400	492	724	756	794	818
CMN	170	168	254	340	511	530	557	574
기타	916	856	647	709	688	863	891	933
CATV 소계	3,396	3,825	4,349	5,523	6,955	7,489	7,863	8,099
KT					430	590	826	1,074
SKB				126	300	450	630	819
LGU+					250	300	337	438
IPTV 소계		105	319	579	1,074	1,332	1,793	2,331
스카이라이프	148	162	191	301	641	824	999	1,199
총계	3,544	4,092	4,859	6,403	8,670	9,645	10,655	11,629

자료: 스카이라이프, 방송사업자 재산상황보고(2013년), 추정은 대신증권 리서치센터

표 14. 가입자당 홈쇼핑 수수료 현황(연간)

(원, %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
티브로드	29,310	31,615	37,076	47,303	61,351	64,457	64,880	
CJHV	28,662	33,942	34,362	39,592	56,528	56,854	53,124	
C&M	27,410	30,002	36,823	40,312	43,931	48,331	51,197	
HCN	23,430	26,768	29,761	37,071	55,462	54,066	57,364	
CMN	13,917	13,202	19,557	25,876	37,934	37,070	37,043	
기타	16,643	16,953	15,823	24,119	22,633	31,469	44,470	
CATV 평균	22,594	24,990	28,642	36,907	46,676	50,251	52,763	54,346
- 증감		10.6	14.6	28.9	26.5	7.7	5.0	30
KT					20,285	23,797	26,452	
SKB				13,624	24,772	25,432	25,489	
LGU+					26,342	21,888	18,863	
IPTV 소계		5,780	12,108	17,315	25,088	23,862	24,291	
스카이라이프	6,504	6,732	7,207	9,622	18,061	20,356	23,532	27,487
- 증감		3.5	7.1	33.5	87.7	12.7	15.6	168
- 가입자 증감		5.4	10.1	17.9	13.7	14.0	4.9	27
CATV 대비	28.8	26.9	25.2	26.1	38.7	40.5	44.6	50.6

자료: 스카이라이프, 방송사업자 재산상황보고(2013년), 추정은 대신증권 리서치센터

T커머스로 중요

홈쇼핑 업계는 여전히 TV 중심으로 시장이 형성되어 있지만, 그 형태는 기존 쇼호스트 중심의 판매에서 추가로 T커머스 형태로도 진화되고 있다. T커머스의 성공 여부는 더 지켜봐야겠지만, 일단 홈쇼핑 채널이 증가하게 되고, 2015년에 제7홈쇼핑도 등장할 예정이기 때문에, 홈쇼핑 수수료를 받는 유료방송 업계 입장에서는 나쁘지 않은 환경이 형성되고 있다.

표 15. 홈쇼핑 사업자 매출 현황

(억원, %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E
GS 홈쇼핑	5,982	6,939	7,922	9,061	10,196	10,417	10,607	
CJ 오쇼핑	5,424	6,442	7,112	8,947	10,773	12,607	12,773	
현대홈쇼핑	4,140	5,157	5,814	7,116	7,605	7,999	8,679	
롯데홈쇼핑	3,067	4,341	5,266	6,360	6,701	7,732	8,692	
NS 쇼핑	2,398	2,743	2,858	2,927	3,088	3,471	3,904	
홈&쇼핑				41	2,076	3,382	3,779	
아이디디지털홈쇼핑						5	29	
총계	21,010	25,622	28,972	34,453	40,439	45,609	48,434	53,277
증가율	9.0	22.0	13.1	18.9	17.4	12.8	6.2	10.0
SO 송출수수료	3,177	4,092	4,859	6,403	8,670	9,645	10,655	11,721
비중	15.1	16.0	16.8	18.6	21.4	21.1	22.0	22.0

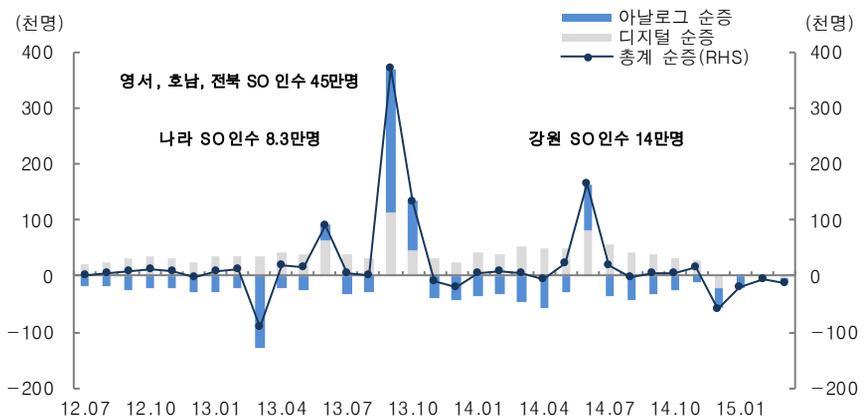
자료: 각 사 R, 추정은 대신증권 리서치센터

### CJHV, TV 사업의 회복이 중요

#### 가입자가 중요

유료방송은 주수익원은 TV 사업의 수신료 수익과 홈쇼핑 수수료이다. 홈쇼핑 수수료는 원가가 수반되지 않기 때문에, 사실상 매출이 그대로 영업이익으로 반영된다. MVNO가 도입되기 전인 2011년에는 홈쇼핑 수수료가 1,372억원이었고, 영업이익이 1,517억원이었으므로, 방송 및 인터넷에서 145억원의 수익이 발생한 것으로 볼 수 있다. MVNO 도입 후인 2014년에는 홈쇼핑 수수료가 2,211억원이었으나, 영업이익은 1,021억원으로 감소했다. MVNO의 영업손실이 115억원인 점을 감안하면, 방송 및 인터넷의 손실이 1,075억원 발생한 것으로 볼 수 있다(VoIP, 광고, nScreen, 기타 매출의 손익은 고려하지 않음). 가입자 정책과 통신사의 결합상품에 대응하기 위한 할인 정책으로 수익성이 악화된 것으로 분석된다. 방송 가입자는 2013년에 53만명이 증가했으나, M&A로 인한 가입자 증가가 53만명이었고, 2014년에는 18만명이 증가했으나, 역시 M&A로 인한 가입자 증가가 14만명이었으므로, 사실상 영업에 의한 가입자 증가는 없다고 볼 수 있다.

그림 58. CJHV 가입자 순증 현황. 2013년 53만명 순증. 2013년 M&A 53만명



자료: 각 사 IR, 한국케이블TV방송협회, 대신증권 리서치센터

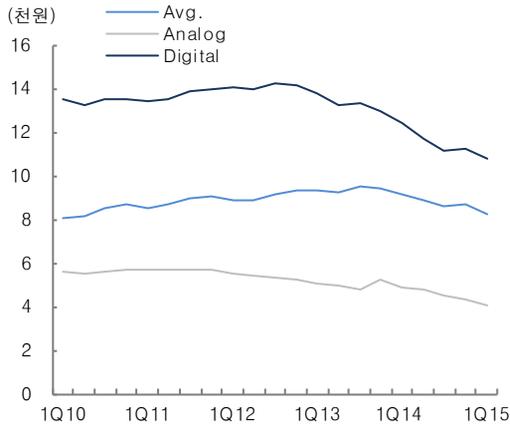
표 16. 2013년 CJHV M&A 현황

(억원, 천명, 천원)

SO	나라방송	영서방송	호남방송	전북방송	강원방송	총계
인수일	2013.01	2013.6.17	2013.6.25	2013.7.29	2013.12.16	
인수금액	225	482	1,240	584	654	3,184
가입자수	83	110	220	120	140	673
가입자당 인수 단가	271	438	564	486	467	473

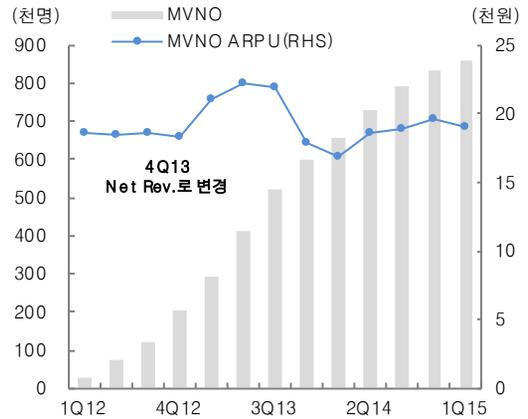
자료: 언론보도 종합, 대신증권 리서치센터

그림 59. CJHV 방송 ARPU 현황



자료: CJHV IR, 대신증권 리서치센터

그림 60. CJHV MVNO 현황

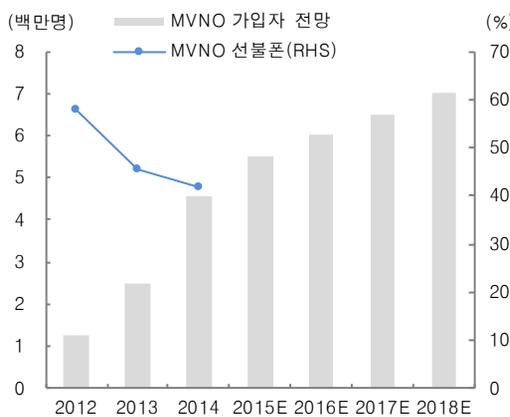


자료: CJHV IR, 대신증권 리서치센터

MVNO의 한계

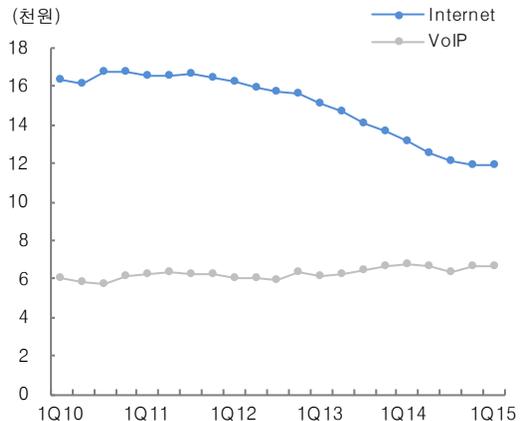
2012년부터 시작한 MVNO 사업은 통신사의 결합상품에 대응하기 위한 TPS(Triple Play Service. 방송, 인터넷, 모바일) 구성에 필수요소이다. 2015년에는 BEP 도달이 예상되지만, 단말기 유통법 시행 이후 과도한 보조금 지급이 금지되면서 통신사의 유무선 결합이 더욱 강화되고있고, 최근 통신사들이 데이터 중심 요금제를 출시하면서 2만원대 후반 요금제에서도 음성 무제한이 제공되고 있어서, MVNO 가입자 증가 및 추가 수익성 개선을 기대하기는 어려운 상황이다.

그림 61. MVNO 가입자의 40%는 선불폰(업계 평균)



자료: 미래창조과학부, 추정은 대신증권 리서치센터

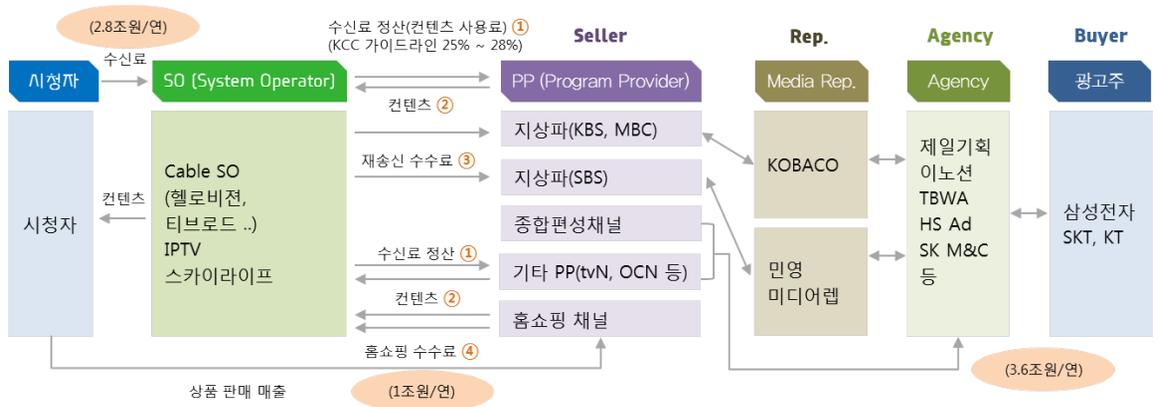
그림 62. CJHV 인터넷 ARPU 하락 추세



자료: CJHV IR, 대신증권 리서치센터

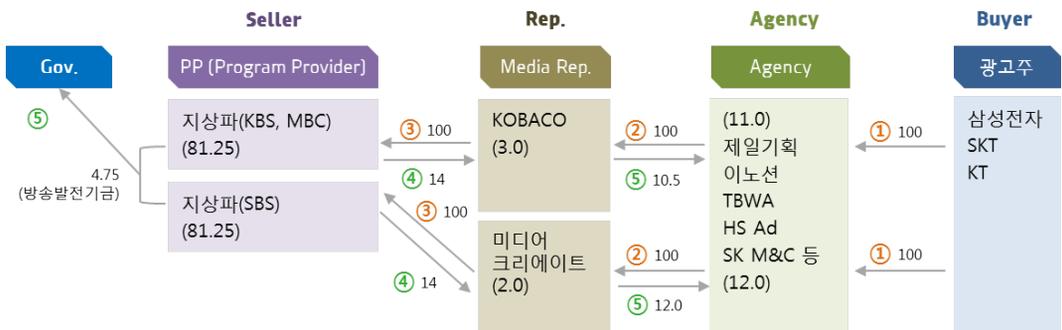
## IV. Appendix. Value Chain

그림 63. 방송/광고시장 구조



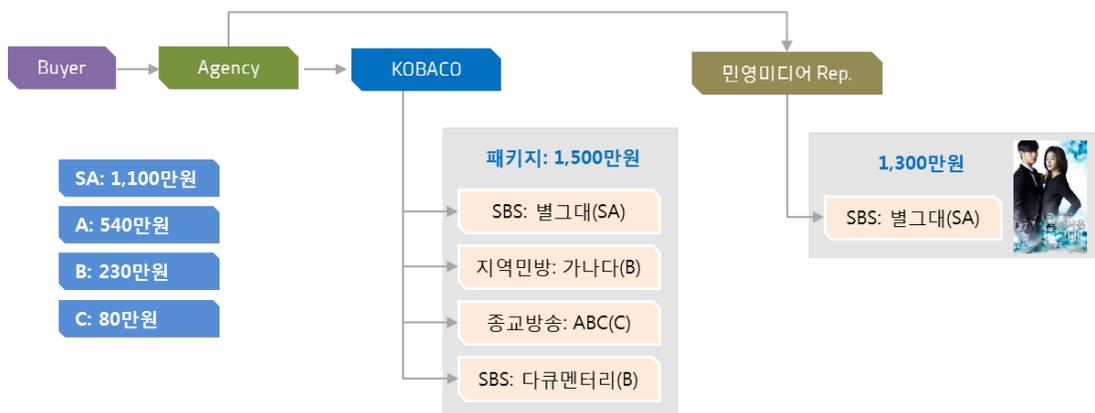
자료: 대신증권 리서치센터

그림 64. 미디어랩. 1 공영 1 민영 체제



자료: 대신증권 리서치센터

그림 65. 민영 미디어랩 도입 효과



자료: 대신증권 리서치센터

그림 66. 지상파 방송 개념도



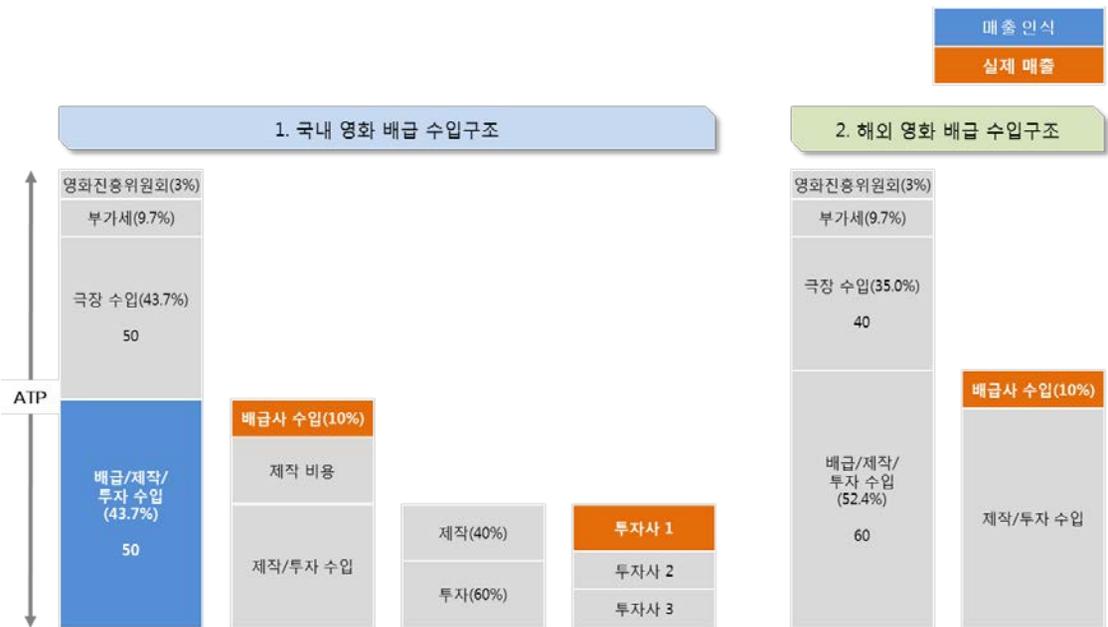
자료: DTV Korea, 대신증권 리서치센터

그림 67. 유료방송 개념도



자료: DTV Korea, 대신증권 리서치센터

그림 68. 영화 배급 수입구조



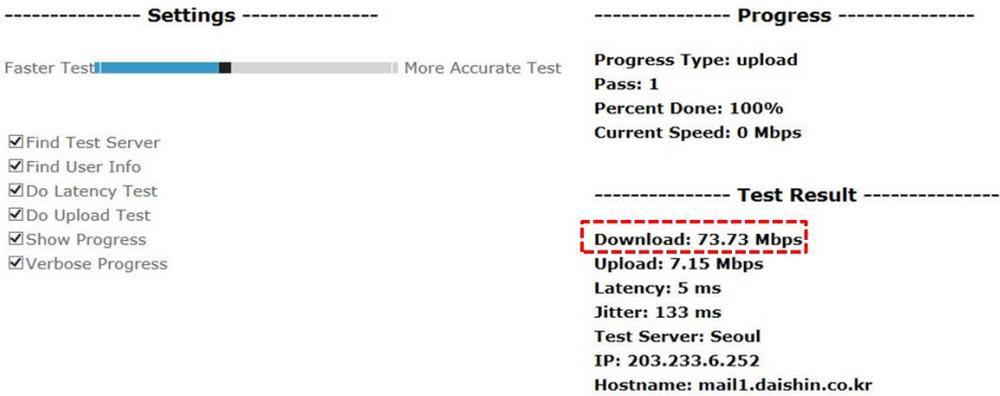
자료: 대신증권 리서치센터

그림 69. 100Mbps LAN 속도 측정



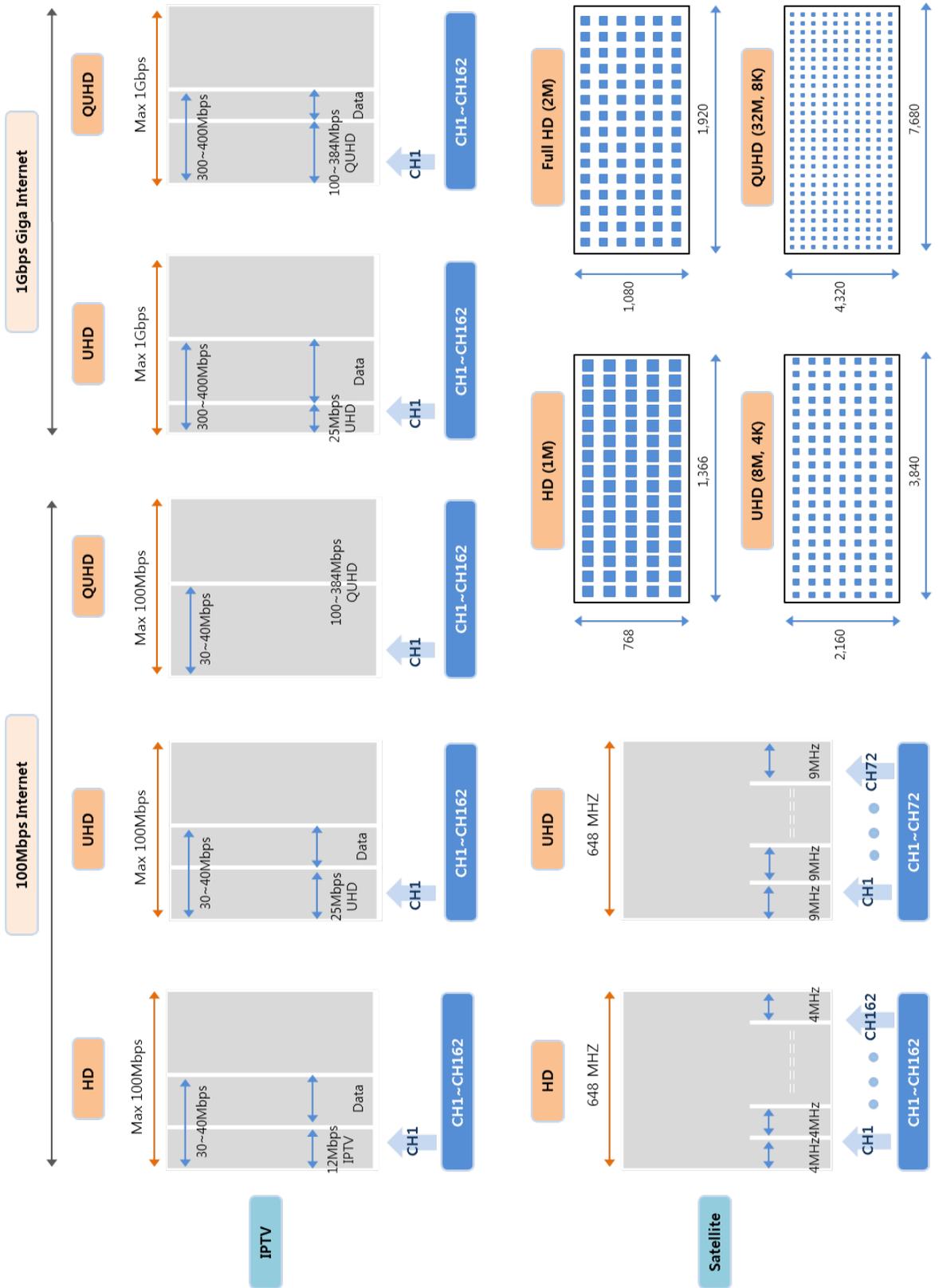
자료: 대신증권 리서치센터

그림 70. 100Mbps LAN 속도 측정



자료: 대신증권 리서치센터

그림 71. HD vs. UHD, IPTV vs. Satellite



자료: 대신증권 리서치센터

# 기업분석

# 스카이라이프 (053210)

김회재  
02.769.3540  
khjaej@dashin.com

투자의견 **BUY**  
매수, 유지

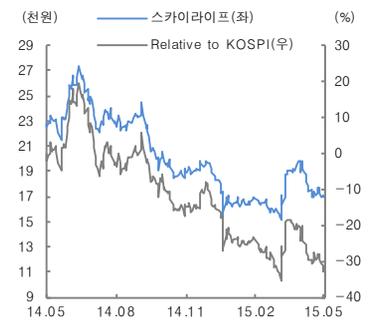
목표주가 **37,000**  
유지

현재주가 **16,950**  
(15.05.21)

미디어업종

KOSPI	2,122.81
시가총액	811십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	120십억원
52주 최고/최저	27,400원 / 15,150원
120일 평균거래대금	38억원
외국인지분율	13.59%
주요주주	케이티 외 1 인 50.11% Templeton Asset Management Ltd 외 2 인 6.89%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.3	-0.3	-10.6	-25.8
상대수익률	-9.4	-7.9	-17.2	-29.8



## UHD를 계기로 부활

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 37,000원 유지

- 12M FWD EPS 1,990원에 PER 18배 적용(2011~2013년 PER 하단 평균)

### KT와의 공조 마케팅 강화 전망

- 1Q15 KT 실적 컨퍼런스콜 중 발췌. “가입자 전략은 OTV, OTS에 대한 고객의 선호도에 따름. 하지만, OTS 가입자가 일시적으로 부진하기 때문에, 두 상품 간 균형을 유지할 필요가 있다고 판단. 고가 요금제 확대 전략에 따라 UHD 상품 프로모션을 강화하는 상황에서 스카이라이프의 UHD STB가 새로 출시 되면 OTS에 대한 선호도도 높아질 것. 영업 측면에서 스카이라이프와 협업하고, 기기인터넷 보급을 병행해 공동주택 영업강화로 OTS 판매 늘려나갈 것”
- 스카이라이프는 6월초 UHD STB를 출시하면서, UHD 전용 채널을 기존 1개에서 3개로 늘릴 계획. 이에 맞춰 KT와의 공조 마케팅도 강화될 것으로 전망
- UHD는 기존 HD 대비 최소 2배 이상의 데이터를 실어 날라야하기 때문에, 주파수 대역폭만 조정하면 되는 스카이라이프가 기기 인터넷으로의 N/W 증설이 필요한 IPTV보다 유리
- 같은 주파수 전송 방식이더라도 아날로그, SD, HD 및 UHD를 모두 운용해야 하는 CATV대비로도 HD와 UHD로만 구성된 스카이라이프가 유리
- 미래부는 지난 3/25에 K-ICT 전략 발표. UHD는 2017년까지 전체 유료방송 가구의 15%까지 확대하겠다는 계획. 이는 약 420만명 규모로 스카이라이프의 전체 가입자 규모에 맞먹는 수준
- UHD 활성화에 가장 중요한 요소인 콘텐츠는, 지상파 방송사들이 2015년 하반기에 시범방송 시작 예정. SBS는 2018년 평창 동계올림픽을 UHD로 생중계하고, 2025년까지는 UHD 전환을 완료할 계획. 따라서, 2016년 리우 올림픽의 일부 경기 UHD 생중계 등 2016년부터 본격적인 UHD 방송 시작 전망
- N/W 준비가 가장 잘되어 있는 스카이라이프를 주목할 필요가 있다고 판단
- 투자포인트: PER 9.5배로 저평가, 가입자 증가 전망(+22만명), 홈쇼핑 수수료 증가(+20%, 200억원), 고배당(DPS 550원, 수익률 3% 전망)

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	600	623	611	664	719
영업이익	102	78	112	150	208
세전순이익	99	69	113	150	209
총당기순이익	73	56	86	114	158
지배지분순이익	73	56	86	114	158
EPS	1,526	1,162	1,793	2,383	3,305
PER	19.4	15.8	9.5	7.1	5.1
BPS	8,517	9,109	10,554	12,390	14,974
PBR	3.5	2.0	1.6	1.4	1.1
ROE	19.3	13.2	18.2	20.8	24.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 스카이라이프, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	600	623	611	664	719
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	600	623	611	664	719
판매비와관리비	498	545	499	514	511
영업이익	102	78	112	150	208
영업이익률	17.0	12.5	18.3	22.6	28.9
EBITDA	165	149	190	225	279
영업외손익	-3	-8	2	0	0
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	7	8	7	7	8
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-4	-6	-3	-3	-3
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-6	-10	-2	-4	-4
법인세비용차감전순이익	99	69	113	150	209
법인세비용	-26	-14	-27	-36	-50
계속사업순이익	73	56	86	114	158
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	73	56	86	114	158
당기순이익률	12.2	8.9	14.0	17.2	22.0
비재배분순이익	0	0	0	0	0
재배분순이익	73	56	86	114	158
매도가능금융자산평가	1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익	1	-3	0	-1	-1
포괄순이익	74	52	85	111	156
비재배분포괄이익	0	0	0	0	0
재배분포괄이익	74	52	85	111	156

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	1,526	1,162	1,793	2,383	3,305
PER	19.4	15.8	9.5	7.2	5.2
BPS	8,517	9,109	10,554	12,330	14,974
PBR	3.5	2.0	1.6	1.4	1.1
EBITDAPS	3,454	3,115	3,974	4,707	5,827
EV/EBITDA	8.1	5.4	3.5	2.8	2.0
SPS	12,555	13,023	12,766	13,883	15,039
PSR	2.4	1.4	1.5	1.4	1.3
CFPS	3,570	3,287	4,082	4,783	5,899
DPS	455	350	550	725	1,000

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성					
매출액 증가율	89	37	-20	87	83
영업이익 증가율	51.2	-23.6	43.3	34.4	38.7
순이익 증가율	30.0	-23.9	54.4	32.9	38.7
수익성					
ROIC	19.4	14.7	19.7	25.5	31.9
ROA	15.8	11.7	16.0	19.5	23.9
ROE	19.3	13.2	18.2	20.8	24.2
안정성					
부채비율	63.3	53.9	43.7	36.7	30.6
순차입금비율	-17.8	-16.8	-30.3	-32.9	-37.3
이자보상배율	38.5	21.0	71.5	96.1	133.3

재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	271	249	311	359	440
현금및현금성자산	17	108	122	164	237
매출채권 및 기타채권	112	91	94	99	107
재고자산	5	3	3	3	4
기타유동자산	137	47	92	92	92
비유동자산	395	421	414	451	495
유형자산	289	309	344	381	425
관계기업투자금	20	25	25	25	25
기타비유동자산	86	87	45	45	45
자산총계	665	670	725	810	935
유동부채	173	221	150	146	148
매입채무 및 기타채무	149	136	136	136	136
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	1	80	0	0	0
기타유동부채	23	5	14	10	12
비유동부채	85	13	70	72	71
차입금	80	0	60	60	60
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	5	13	10	12	11
부채총계	258	235	220	217	219
자배지분	407	436	505	593	716
자본금	120	120	120	120	120
자본잉여금	161	161	161	161	161
이익잉여금	130	161	230	318	442
기타지분변동	-4	-7	-7	-7	-7
비재배지분	0	0	0	0	0
자본총계	407	436	505	593	716
순차입금	-72	-73	-153	-195	-267

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	130	128	164	179	219
당기순이익	73	56	86	114	158
비현금항목의 가감	98	102	109	115	124
감가상각비	63	71	78	75	71
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	35	31	31	40	53
자산부채의 증감	-10	-6	-8	-17	-18
기타현금흐름	-31	-23	-23	-32	-46
투자활동 현금흐름	-208	-12	-155	-110	-113
투자자산	-8	-22	1	0	0
유형자산	-107	-94	-110	-109	-113
기타	-93	104	-46	0	0
재무활동 현금흐름	-22	-24	-37	-26	-34
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	60	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-17	-22	-17	-26	-34
기타	-6	-2	-80	0	0
현금의 증감	-100	91	14	42	72
기초 현금	117	17	108	122	164
기말 현금	17	108	122	164	237
NOPLAT	75	62	85	114	158
FCF	27	35	53	79	116

자료: 스카이라이프, 대신증권 리서치센터

# SBS (034120)

김희재  
02.769.3540  
khjpeja@dashin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

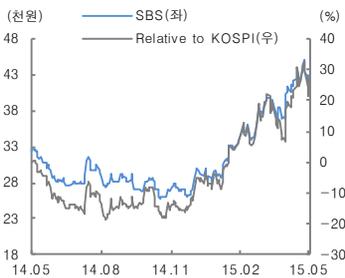
목표주가 **52,000**  
유지

현재주가 **43,050**  
(15.05.21)

미디어업종

KOSPI	2122.81
시가총액	786십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	91십억원
52주 최고/최저	45,000원 / 25,850원
120일 평균거래대금	24억원
외국인지분율	0.00%
주요주주	SBS미디어홀딩스 34.72% 한국투자신탁운용 12.10%

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.0	28.1	57.4	32.5
상대수익률	8.1	18.4	45.7	25.3



## 광고시장 회복의 주역

투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 52,000원 유지

- 목표주가는 12M FWD EPS 2,458원에 PER 21배(2011~2013년 평균) 적용

### 2015년 광고시장 회복의 주역

- 2014년 광고시장은 역성장에 대한 우려가 많았지만, 2013년 대비 소폭 증가한 9.65조원(+0.6% yoy)으로 마감
- 2015년 광고는 9.95조원으로 2014년 대비 3.2% 성장할 것으로 전망
- 정부의 광고 관련 규제 완화 조치(광고총량제 도입, 가상, 간접광고 확대 등) 및 기저효과에 따라 지상파 TV 시장의 회복이 광고시장의 회복을 이끌 것
- 실제로, SBS의 1Q15 TV 기본 판매율은 37.8%로 전년 동기대비 5.6% 상승. 런던올림픽 효과가 반영된 2Q12를 제외하면 2012년 이후 첫 판매율 상승
- 15.4월 광고판매율도 전년 동기대비 10% 이상 상승

### 시청률 감소 vs. 지상파의 저력. 양질의 콘텐츠 필요

- 매체 다변화에 따른 시청률 감소는 우려 사항
- 2014년에 방영된 SBS의 SA급 드라마 15개는 모두 평균 시청률이 15%를 넘지 못했지만, 이 중 6개는 광고 완판 기록
- 2015년에 방영된 SA급 드라마 6개의 평균 시청률 역시 10% 미만으로 부진하지만, 3개 광고 완판. 지상파의 저력
- 규제완화로 인한 외부 환경은 지상파 TV에 매우 우호적. 양질의 콘텐츠만 제작한다면, 지상파 TV의 제2의 전성기 도입도 가능. 지상파 TV의 평균 시청률 감소 추세에도 불구하고 MBC는 양질의 콘텐츠 제작으로 평균 시청률 상승
- 광고총량제는 7월 공포되면 바로 시행 가능. 당사 추정 광고총량제 효과는 SBS의 연간 광고판매액 207억원(+6.4% yoy)~480억원(+14.8% yoy) 증가
- 투자포인트: 실적개선 1Q 광고판매 회복, 2Q 광고 기저효과 및 성수기 효과, 3Q 월드컵 기저효과, 4Q 성수기 효과, 2016년 광고총량제 효과

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	708	796	739	848	784
영업이익	28	-13	45	66	79
세전순이익	35	-5	51	72	85
총당기순이익	27	-3	38	54	64
지배지분순이익	27	-3	38	54	64
EPS	1,460	-184	2,093	2,969	3,509
PER	28.5	NA	20.6	14.5	12.3
BPS	30,870	29,690	31,783	34,009	36,528
PBR	1.3	1.0	1.4	1.3	1.2
ROE	4.8	-0.6	6.8	9.0	9.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: SBS, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	708	796	739	848	784
매출원가	536	669	544	604	537
매출총이익	171	126	196	243	247
판매비와관리비	143	139	151	178	168
영업이익	28	-13	45	66	79
영업이익률	4.0	-1.6	6.1	7.7	10.0
EBITDA	58	18	72	92	104
영업외손익	7	8	6	6	6
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	5	4	5	5	5
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-3	-5	-3	-3	-3
외환관련손실	0	1	0	0	0
기타	5	9	4	4	4
법인세비용차감전순손익	35	-5	51	72	86
법인세비용	-8	1	-12	-18	-21
계속사업순손익	27	-3	38	54	64
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	27	-3	38	54	64
당기순이익률	3.8	-0.4	5.2	6.4	8.2
비재배분순이익	0	0	0	0	0
재배분순이익	27	-3	38	54	64
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	25	-6	36	52	61
비재배분포괄이익	0	0	0	0	0
재배분포괄이익	25	-6	36	52	61

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	1,460	-184	2,093	2,969	3,509
PER	28.5	NA	20.1	14.2	12.0
BPS	30,870	29,690	31,783	34,009	36,528
PBR	1.3	1.0	1.3	1.2	1.2
EBITDAPS	3,174	969	3,952	5,042	5,721
EV/EBITDA	12.6	27.1	9.2	6.9	5.5
SPS	38,768	43,593	40,504	46,437	42,953
PSR	1.1	0.7	1.1	0.9	1.0
CFPS	3,490	1,543	4,261	5,345	6,024
DPS	600	0	750	1,000	1,000

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성					
매출액 증가율	-6.5	12.4	-7.1	14.6	-7.5
영업이익 증가율	-30.2	적전	흑전	46.2	20.0
순이익 증가율	-7.8	적전	흑전	41.9	18.2
수익성					
ROIC	4.2	-1.7	6.8	10.0	12.0
ROA	3.5	-1.6	5.7	8.2	9.3
ROE	4.8	-0.6	6.8	9.0	9.9
안정성					
부채비율	42.3	47.6	32.6	32.6	29.3
순차입금비율	-4.8	-10.3	-18.1	-21.0	-28.6
이자보상배율	9.0	-4.0	14.0	24.4	29.0

자료: SBS, 대신증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	387	382	352	410	452
현금및현금성자산	26	38	21	55	111
매출채권 및 기타채권	172	177	165	189	175
재고자산	2	2	2	2	2
기타유동자산	187	165	165	165	165
비유동자산	415	418	417	413	410
유형자산	337	324	320	313	308
관계기업투자금	29	33	36	39	42
기타비유동자산	49	61	62	61	60
자산총계	802	800	769	823	862
유동부채	177	249	180	193	186
매입채무 및 기타채무	136	135	133	138	135
차입금	23	54	38	46	42
유동상채무	0	50	0	0	0
기타유동부채	18	9	9	9	9
비유동부채	61	9	9	9	9
차입금	50	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	12	9	9	9	9
부채총계	238	258	189	202	195
자배지분	563	542	580	621	667
자본금	91	91	91	91	91
자본잉여금	58	58	58	58	58
이익잉여금	414	397	436	476	522
기타자본변동	0	-5	-5	-5	-5
비재배지분	0	0	0	0	0
자본총계	563	542	580	621	667
순차입금	-27	-56	-105	-130	-191

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	0	67	135	121	160
당기순이익	27	-3	38	54	64
비현금항목의 가감	37	32	40	43	46
감가상각비	30	31	27	27	26
외환손익	0	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	8	-1	12	17	20
자산부채의 증감	-54	44	68	39	69
기타현금흐름	-10	-5	-11	-16	-19
투자활동 현금흐름	-21	-68	16	-23	-23
투자자산	1	-3	-3	-3	-3
유형자산	-107	-94	-110	-109	-28
기타	6	-49	-1	0	0
재무활동 현금흐름	-42	13	-67	-7	-23
단기차입금	0	0	-16	8	-4
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-31	30	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-11	-11	0	-14	-18
기타	-1	-6	-51	-1	-1
현금의 증감	-63	12	-17	34	56
기초 현금	90	26	38	21	55
기말 현금	26	38	21	55	111
NOPLAT	22	-9	34	49	59
FCF	22	4	80	56	65

# 제일기획 (030000)

김희재  
02.769.3540  
khjpeja@dashin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

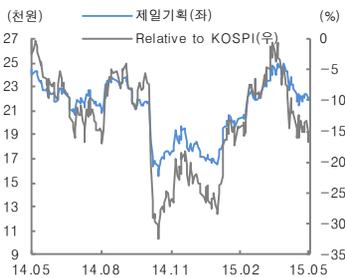
목표주가 **30,000**  
유지

현재주가 **22,050**  
(15.05.21)

미디어업종

KOSPI	2122.81
시가총액	2,537십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	23십억원
52주 최고/최저	25,000원 / 15,600원
120일 평균거래대금	154억원
외국인지분율	28.28%
주요주주	삼성물산 외 7 인 28.59%
	국민연금 10.37%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.3	8.6	25.6	-9.8
상대수익률	-8.3	0.4	16.3	-14.7



## 한 · 중 동시 성장

투자 의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 30,000원 유지

- 목표주가는 12M FWD EPS 1,156원에 PER 25배 적용(글로벌 확장 본격화한 '11~' 12년 평균)

### 2015년 영업총이익(GP) 20% 성장 전망

- 제일기획은 종합 광고대행사. 영업총이익(GP) 기준 국내 33%, 해외 67%. 국내에서는 매체 대행 53%, 광고물제작 47%. 매체 대행과 광고물제작 모두 기본적으로 경기에 민감한 사업. 2014년 국내 경기 부진에 따라 국내 GP는 6% 감소했지만, 해외 GP는 14% 증가, 총 7% 증가
- 광고대행은 주로 기업의 신제품을 홍보하는 역할. 신제품 출시 일정 및 기업의 철학과 비전 등을 같이 공유해야 하는 작업이므로, 통상 광고주와 계약을 하게 되면 5~10년간 장기계약 체제 유지
- 특히, 제일기획 GP의 60~70% 정도는 삼성이라는 매우 안정적인 기반
- 2015년 국내외 경기 회복 및 M&A(14.11월 영국 기반 IRIS 인수) 성과, 그리고 삼성전자의 마케팅 회복에 힘입어 제일기획의 2015년 GP는 20% 성장 전망

### 중국 사업의 시장가치는 2014년 8천억원, 2017E 1.3조원 전망

- 제일기획의 중국 사업 비중은 전체의 23%, 해외 중에서는 30%로 매우 중요한 시장. 중국 광고시장은 2014년 460억불(+10% yoy), 2015E 510억불(+11% yoy)로 두 자릿 수 성장 전망. 중국의 수익 규모는 이미 분사 수익 상회. 중국의 경기 성장 및 삼성의 적극적인 중국 진출(중저가 스마트폰 전략)로 이미 1Q15 중국 GP는 +18% yoy 성장
- 2014년 중국 순이익 239억원 X 33.3(중국 광고 상장사 평균 PER) = 8천억원. 중국 비중 23% 적용, 제일기획 적정 시가총액은 3.5조원, 목표주가 30천원
- 중국의 중장기 전략은 M&A 포함 2017년 중국 GP 3천억원 달성
- 2017E 중국 순이익 390억원(순이익률 13% 적용) 적용시, 중국 사업 시장가치는 1.3조원, 제일기획의 적정 시가총액은 5.6조원, 목표주가 50천원 가능

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	2,709	2,666	3,233	3,542	4,126
영업이익	130	127	157	185	218
세전순이익	139	140	168	196	223
총당기순이익	102	102	127	148	169
지배지분순이익	99	102	126	147	160
EPS	857	883	1,096	1,278	1,389
PER	32.1	19.5	20.1	17.3	15.9
BPS	5,759	7,636	8,732	9,613	10,532
PBR	4.8	2.3	2.5	2.3	2.1
ROE	14.7	13.2	13.4	13.9	13.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 제일기획, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	2,709	2,666	3,233	3,542	4,126
매출원가	1,966	1,873	2,281	2,521	2,930
매출총이익	744	793	952	1,020	1,196
판매비와관리비	614	666	795	835	979
영업이익	130	127	157	185	218
영업이익률	4.8	4.8	4.9	5.2	5.3
EBITDA	157	160	179	207	238
영업외손익	9	13	11	11	6
관계기업손익	1	0	0	0	0
금융수익	21	22	24	24	15
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-13	-15	-15	-15	-11
외환관련손실	12	13	13	13	11
기타	1	7	2	2	2
법인세비용차감전순손익	139	140	168	196	223
법인세비용	-36	-38	-41	-47	-54
계속사업순손익	102	102	127	148	169
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	102	102	127	148	169
당기순이익률	3.8	3.8	3.9	4.2	4.1
비재배분순이익	4	0	1	1	10
재배분순이익	99	102	126	147	160
매도가능금융자산평가	3	-9	-9	-9	-9
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	105	92	118	139	160
비재배분포괄이익	4	1	1	1	9
재배분포괄이익	101	91	116	137	151

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	857	883	1,096	1,278	1,389
PER	32.1	19.5	20.2	17.3	15.9
BPS	5,759	7,636	8,732	9,613	10,532
PBR	4.8	2.3	2.5	2.3	2.1
EBITDAPS	1,369	1,394	1,557	1,804	2,069
EV/EBITDA	18.3	9.5	11.2	9.4	8.0
SPS	23,551	23,177	28,104	30,785	35,865
PSR	1.2	0.7	0.9	0.8	0.7
CFPS	1,487	1,506	1,596	1,843	2,108
DPS	0	0	440	520	520

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성					
매출액 증가율	146	-1.6	21.3	9.5	16.5
영업이익 증가율	29	-2.5	23.8	17.9	17.6
순이익 증가율	2.8	-0.2	24.8	16.6	14.0
수익성					
ROIC	30.5	19.0	21.8	23.8	25.6
ROA	7.0	7.1	8.0	8.5	9.2
ROE	14.7	13.2	13.4	13.9	13.8
안정성					
부채비율	155.0	108.9	107.5	102.9	103.4
순차입금비율	-43.2	-53.0	-53.8	-54.4	-52.4
이자보상배율	143.1	68.8	113.6	111.5	0.0

자료: 제일기획, 대신증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	1,344	1,523	1,785	1,955	2,185
현금및현금성자산	262	317	461	495	533
매출채권 및 기타채권	907	900	1,084	1,186	1,379
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	174	307	241	274	274
비유동자산	361	321	309	297	288
유형자산	113	101	94	88	83
관계기업투자금	4	5	7	9	10
기타비유동자산	243	214	208	201	195
자산총계	1,705	1,844	2,093	2,252	2,473
유동부채	983	905	1,028	1,086	1,201
매입채무 및 기타채무	706	646	753	811	922
차입금	13	18	23	28	32
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	264	241	252	247	247
비유동부채	53	56	56	56	56
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	53	56	56	56	56
부채총계	1,036	961	1,085	1,142	1,257
자배지분	663	879	1,005	1,106	1,212
자본금	23	23	23	23	23
자본잉여금	107	118	118	118	118
이익잉여금	759	857	983	1,084	1,190
기타지분변동	-226	-119	-119	-119	-119
비재배지분	6	4	4	4	4
자본총계	669	883	1,009	1,110	1,216
순차입금	-289	-467	-542	-604	-637

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	-66	56	43	101	81
당기순이익	102	102	127	148	169
비현금항목의 가감	69	71	56	64	73
감가상각비	28	34	22	22	20
외환손익	0	0	-3	-3	-3
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	41	38	37	44	56
자산부채의 증감	-192	-77	-106	-70	-108
기타현금흐름	-46	-41	-35	-42	-54
투자활동 현금흐름	162	-127	57	-41	-8
투자자산	0	38	-2	-2	-2
유형자산	-107	-94	-110	-109	-20
기타	182	-130	68	-29	3
재무활동 현금흐름	-125	130	2	-43	-52
단기차입금	11	5	5	5	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-1	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	-46	-54
기타	-135	125	-2	-2	-2
현금의 증감	-33	55	144	34	38
기초 현금	295	262	317	461	495
기말 현금	262	317	461	495	533
NOPLAT	96	92	119	140	165
FCF	79	81	129	150	172

# CJ E&M (130960)

김희재  
02.769.3540  
khj@ejc@dashin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 신규

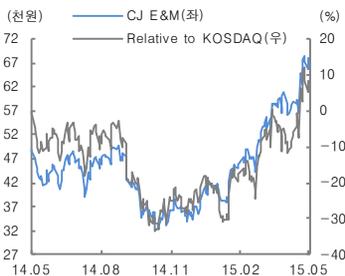
목표주가 **84,000**  
신규

현재주가 **68,100**  
(15.05.21)

미디어업종

KOSDAQ	715.64
시가총액	2,638십억원
시가총액비중	1.37%
자본금(보통주)	194십억원
52주 최고/최저	68,500원 / 32,300원
120일 평균거래대금	221억원
외국인지분율	12.32%
주요주주	CJ 외 5인 42.86% 국민연금 7.28%

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.5	48.7	87.3	39.5
상대수익률	14.3	26.6	42.4	6.4



## 방송계의 루키!

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 84,000원, 신규 커버

- 목표주가는 12M FWD EBITDA 4,193억원에 EV/EBITDA 7.3배 적용 (2011~2012년 평균, 2014년은 방송사업 수익 증가와 영화사업 흑자전환으로 2011~2012년 영업이익 수준 회복 전망)

### 방송계의 루키! 앵커프로그램 시청률 증가, 채널 경쟁력과 단가는 아쉬움

- CJ E&M의 사업구조는 2014년 기준 방송 67%, 영화 17%, 음악/공연 16%
- 방송수익의 50%(전체 수익의 33%)를 차지하는 광고에서의 성과가 가장 중요
- 광고시장은 지상파 TV의 +3.4% 성장에 힘입어 +3.2% 성장이 전망되고, CATV의 광고도 +3.1% 성장할 것으로 전망
- CJ E&M의 대표 채널인 tN의 평균 시청률은 0.8% 수준이지만, 주요 콘텐츠들은 지상파에 버금가는 5~10% 정도의 시청률 달성 중, 콘텐츠 경쟁력 부각
- 채널 경쟁력 및 광고단가는 다소 아쉬움, 앵커프로그램들은 주로 금~일요일 22시 또는 23시에 편성되어 지상파와의 직접 경쟁을 피하는 상황, 광고 단가도 15.4월 기준 22시 평균 320만원으로 지상파 1,300만원의 25% 수준에 불과
- 인지도 상승에 따라 단가 개선 중, 미생(금토 21시, 5%, 345만원) → 삼시세끼 어촌(금 22시, 12%, 690만원) → 꽃보다 할배 그리스(금 22시, 9%, 920만원)

### 영화, 관객수 증가 및 ATP 상승에 따라 배급의 안정성 부각

- 영화 배급 사업은 티켓 가격의 4.4%(국내 영화)~5.2%(외화)만큼 이익이 보장되는 매우 안정적인 사업이지만, 연간 15편 가량의 투자에 대한 손익은 불안정, 영화 투자에 대한 선별작업이 중요하지만, 기본적으로 영화 관객수 또는 티켓매출이 증가하면(ATP 상승 추세), 투자에 대한 리스크 감소, 4월 누적 전국 관객수는 전년 동기대비 0.9% 감소했지만, 티켓매출은 4.1% 증가
- CJ E&M의 배급 점유율은 2014년 24.7%였으나, 1Q15 30%, 2015년 전국 관객수는 2014년 대비 3% 증가한 2.2억명으로 전망, 배급 점유율 및 ATP 상승 추세로 영화부문 영업이익은 2014년 대비 흑자 전환한 126억원 전망

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	1,188	1,233	1,310	1,402	1,487
영업이익	-8	-13	46	67	96
세전순이익	-34	-50	130	58	90
총당기순이익	1	233	112	44	68
지배지분순이익	5	225	112	44	68
EPS	133	5,796	2,882	1,138	1,758
PER	229.0	6.6	23.6	59.9	38.7
BPS	31,849	38,970	41,851	42,989	44,747
PBR	1.0	1.0	1.6	1.6	1.5
ROE	0.4	16.4	7.1	2.7	4.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: CJ E&M, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	1,188	1,233	1,310	1,402	1,487
매출원가	950	977	986	1,024	1,060
매출총이익	238	255	324	378	427
판매비와관리비	246	268	278	311	331
영업이익	-8	-13	46	67	96
영업이익률	-0.7	-1.0	3.5	4.8	6.4
EBITDA	334	290	406	438	489
영업외손익	-26	-38	85	-9	-6
관계기업손익	2	10	120	27	31
금융수익	13	15	18	19	19
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-23	-23	-25	-25	-26
외환관련손실	7	5	0	0	0
기타	-18	-39	-29	-30	-30
법인세비용차감전순손익	-34	-50	130	58	90
법인세비용	9	-7	-19	-14	-22
계속사업순손익	-25	-57	112	44	68
중단사업순손익	26	290	0	0	0
당기순이익	1	233	112	44	68
당기순이익률	0.1	18.9	8.5	3.1	4.6
비재배지분순이익	-4	9	0	0	0
재배지분순이익	5	225	112	44	68
매도가능금융자산평가	5	-1	0	0	0
기타포괄이익	-9	-4	0	0	0
포괄순이익	-3	228	112	44	68
비재배지분포괄이익	-6	8	0	0	0
재배지분포괄이익	3	221	112	44	68

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	133	5,796	2,882	1,138	1,758
PER	2290	6.6	23.0	58.3	37.7
BPS	31,849	38,970	41,851	42,989	44,747
PBR	1.0	1.0	1.6	1.5	1.5
EBITDAPS	8,782	7,479	10,489	11,299	12,636
EV/EBITDA	3.8	4.7	5.8	5.5	4.9
SPS	31,263	31,825	33,812	36,190	38,402
PSR	1.0	1.2	2.0	1.8	1.7
CFPS	10,775	8,719	2,742	3,529	4,845
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성					
매출액 증가율	0.5	3.7	6.2	7.0	6.1
영업이익 증가율	적전	적지	흑전	46.6	43.8
순이익 증가율	-96.0	24,790.2	-52.2	-60.5	54.5
수익성					
ROIC	-0.4	-1.1	3.4	4.4	6.1
ROA	-0.4	-0.6	1.9	2.6	3.7
ROE	0.4	16.4	7.1	2.7	4.0
안정성					
부채비율	73.5	56.6	55.4	55.3	54.4
순차입금비율	3.1	-7.6	-12.3	-10.4	-9.9
이자보상배율	-0.6	-0.8	1.8	2.6	3.7

재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	1,005	1,039	1,062	1,080	1,121
현금및현금성자산	332	34	34	26	41
매출채권 및 기타채권	408	372	394	421	445
재고자산	7	5	6	6	6
기타유동자산	258	628	628	628	628
비유동자산	1,207	1,318	1,450	1,499	1,549
유형자산	135	88	96	103	111
관계기업투자금	137	377	486	503	522
기타비유동자산	935	852	869	893	915
자산총계	2,212	2,357	2,513	2,579	2,670
유동부채	536	581	574	597	621
매입채무 및 기타채무	392	363	367	372	377
차입금	78	45	64	83	102
유동상채무	4	102	1	1	1
기타유동부채	63	70	141	141	141
비유동부채	401	271	322	321	320
차입금	354	252	251	250	249
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	47	19	71	71	71
부채총계	937	852	896	918	941
자배지분	1,234	1,509	1,621	1,665	1,733
자본금	194	194	194	194	194
자본잉여금	973	973	973	973	973
이익잉여금	96	316	428	472	540
기타지분변동	-29	26	26	26	26
비재배지분	41	-4	-4	-4	-4
자본총계	1,275	1,506	1,617	1,661	1,729
순차입금	40	-115	-199	-172	-171

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	388	195	25	56	101
당기순이익	1	233	112	44	68
비현금항목의 가감	409	104	-5	93	120
감가상각비	342	302	361	371	394
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	-2	-10	-120	-27	-31
기타	69	-188	-246	-251	-243
자산부채의 증감	-5	-99	-57	-61	-59
기타현금흐름	-16	-44	-25	-20	-27
투자활동 현금흐름	-326	-640	-286	-213	-236
투자자산	-45	-5	-109	-16	-20
유형자산	-107	-94	-110	-109	-31
기타	-250	-617	-147	-165	-184
재무활동 현금흐름	104	146	49	150	150
단기차입금	41	19	19	19	19
사채	0	-1	-1	-1	-1
장기차입금	101	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-37	129	31	132	132
현금의 증감	167	-299	1	-9	16
기초 현금	165	332	34	34	26
기말 현금	332	34	34	26	41
NOPLAT	-6	-14	39	51	73
FCF	2	-59	16	18	43

자료: CJ E&M, 대신증권 리서치센터

# CJ헬로비전 (037560)

김희재  
02.769.3540  
khjpeja@dashin.com

투자이견 **Marketperform**  
시장수익률, 신규

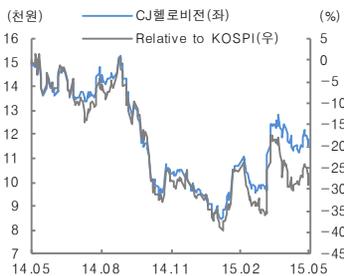
목표주가 **13,000**  
신규

현재주가 **12,000**  
(15.05.21)

미디어업종

KOSPI	2,122.81
시가총액	929십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	194십억원
52주 최고/최저	15,450원 / 8,640원
120일 평균거래대금	53억원
외국인지분율	9.46%
주요주주	CJ오쇼핑 53.92% 국민연금 7.70%

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.0	10.1	13.7	-20.8
상대수익률	-3.0	1.7	5.3	-25.1



## TV 사업의 회복 필요

투자이견 시장수익률(Marketperform), 목표주가 13,000원, 신규 커버

- 목표주가는 12M FWD EPS 898원에 PER 14배 적용(2012~2013년 평균)

### 유료방송 디지털 전환 지속, 경쟁강화, 가입자 정체

- CJHV의 사업구조는 2014년 기준 방송/인터넷 50%, 홈쇼핑 수수료 17%, MNNO 23%, 기타 10%. 모든 사업은 N/W 기반의 방송 가입자 확보가 중요
- 가장 근간이 되는 사업은 케이블 N/W에 기반한 방송, 인터넷, VoIP 등은 N/W에서 파생된 사업. 홈쇼핑 수수료는 방송 가입자에서 파생된 사업. MNNO는 통신사의 TPS(Triple Play Service, 방송, 인터넷, 모바일) 대응을 위한 사업
- 방송 가입자는 418만명, 유료방송 점유율 15.1%로 2위. CATV 가입자가 2009년 1,530만명을 정점으로 15.3월 1,459만명까지 감소 추세를 보이는 가운데, CJHV의 가입자는 동기간 254만명에서 418만명까지 증가
- 디지털 전환이 본격화된 2012년 이후 가입자 정체. 2012년 이후 73만명 증가하였지만, M&A로 인한 가입자 증가가 67만명. 가입자당 평균 인수단가는 47만원. 동기간 통신사 진영은 평균 보조금 10만원으로 607만명 수준 달성
- 통신사 진영으로의 가입자 유입 이유는 가격경쟁력. ARPU 4~7천원 수준의 아날로그 가입자들이 8~23천원의 디지털 상품으로 전환하는 과정에서, 기존 아날로그 CATV의 저가 매력 소멸에 대한 반대급부로 통신사 선택. 특히, 단말기 유통법 시행으로 유무선 결합이 강화되면서 통신사로의 유입 지속
- 유무선 결합에 대한 대응으로 MNNO 도입했지만, 시장 규모와 이통3사의 데이터 요금제 출시로, 2015년 BEP 도달 이후 추가 수익성 개선은 어려울 것

### UHD로의 신속한 전환 필요

- HD 전환이 늦어지면서 가입자 부진이 실적 악화로 이어짐. 아날로그, SD, HD, UHD를 모두 운용해야 하므로 UHD 채널 확장에 대한 부담은 스카이라이프 보다 크지만, 기본적으로 CATV에서 사용하는 주파수 전송방식은 IPTV 보다 유리하기 때문에, UHD를 선도하는 것이 악화된 수익을 개선하는 방법

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	1,160	1,270	1,236	1,380	1,528
영업이익	116	102	110	129	133
세전순이익	97	36	83	100	104
총당기순이익	77	26	64	78	81
지배지분순이익	77	26	64	78	81
EPS	1,031	332	821	1,005	1,050
PER	18.6	29.3	14.6	11.9	11.4
BPS	11,415	11,653	12,399	13,229	14,079
PBR	1.7	0.8	1.0	0.9	0.9
ROE	9.6	2.9	6.8	7.8	7.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: CJ헬로비전, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	1,160	1,270	1,236	1,380	1,528
매출원가	716	809	0	0	0
매출총이익	444	461	1,236	1,380	1,528
판매비와관리비	328	359	1,126	1,251	1,395
영업이익	116	102	110	129	133
영업이익률	10.0	8.0	8.9	9.3	8.7
EBITDA	342	387	382	412	431
영업외손익	-18	-67	-27	-29	-29
관계기업손익	1	-1	0	0	0
금융수익	10	9	9	9	9
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-26	-34	-33	-34	-34
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-3	-41	-4	-4	-4
법인세비용차감전순손익	97	36	83	100	104
법인세비용	-23	-10	-19	-22	-23
계속사업순손익	75	26	64	78	81
중단사업순손익	2	0	0	0	0
당기순이익	77	26	64	78	81
당기순이익률	6.6	2.0	5.1	5.6	5.3
비재배분순이익	0	0	0	0	0
재배분순이익	77	26	64	78	81
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	77	24	62	76	80
비재배분포괄이익	0	0	0	0	0
재배분포괄이익	77	24	62	76	80

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	1,031	332	821	1,005	1,050
PER	186	29.3	146	11.9	11.4
BPS	11,415	11,653	12,399	13,229	14,079
PBR	1.7	0.8	1.0	0.9	0.9
EBITDAPS	4,573	5,002	4,934	5,322	5,566
EV/EBITDA	6.9	4.3	4.8	4.5	4.5
SPS	14,981	16,403	15,964	17,816	19,734
PSR	1.3	0.6	0.7	0.7	0.6
CFPS	4,579	5,289	5,629	6,010	6,255
DPS	75	75	175	200	200

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성					
매출액 증가율	30.2	9.5	-2.7	11.6	10.8
영업이익 증가율	-22.5	-11.8	7.7	17.2	3.2
순이익 증가율	-26.3	-66.7	147.8	22.5	4.4
수익성					
ROIC	5.8	4.0	4.5	5.2	5.2
ROA	6.4	4.8	5.1	5.8	5.6
ROE	9.6	2.9	6.8	7.8	7.7
안정성					
부채비율	135.2	140.2	123.3	123.6	122.7
순차입금비율	96.9	99.5	92.7	91.2	91.0
이자보상배율	4.4	3.0	3.4	3.8	3.9

자료: CJ 헬퍼비전, 대신증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	400	413	333	399	443
현금및현금성자산	60	96	23	57	69
매출채권 및 기타채권	288	276	269	298	328
재고자산	23	19	19	21	23
기타유동자산	29	23	23	23	23
비유동자산	1,681	1,757	1,813	1,894	1,988
유형자산	778	782	798	830	871
관계기업투자금	4	4	42	80	118
기타비유동자산	899	971	974	985	999
자산총계	2,081	2,170	2,147	2,293	2,431
유동부채	419	510	329	332	335
매입채무 및 기타채무	219	211	211	214	216
차입금	163	93	93	93	93
유동상채무	20	181	1	1	1
기타유동부채	18	25	25	25	25
비유동부채	777	757	856	935	1,005
차입금	750	729	829	908	977
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	26	27	27	27	27
부채총계	1,196	1,267	1,185	1,267	1,340
자배지분	884	903	960	1,025	1,090
자본금	194	194	194	194	194
자본잉여금	193	193	193	193	193
이익잉여금	498	518	575	640	706
기타지분변동	-1	-2	-2	-2	-2
비재배지분	0	1	1	1	1
자본총계	885	904	961	1,026	1,091
순차입금	858	899	891	936	994

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	170	369	394	384	401
당기순이익	77	26	64	78	81
비현금항목의 가감	278	384	372	388	403
감가상각비	226	285	272	283	298
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	-1	0	0	0	0
기타	52	98	100	104	105
자산부채의 증감	-153	0	1	-35	-36
기타현금흐름	-32	-40	-43	-47	-47
투자활동 현금흐름	-576	-381	-325	-360	-389
투자자산	-240	-40	-38	-38	-38
유형자산	-229	-223	-180	-204	-223
기타	-107	-119	-107	-118	-128
재무활동 현금흐름	429	49	-87	66	54
단기차입금	-61	-80	0	0	0
사채	150	150	100	80	70
장기차입금	358	9	-1	-1	-1
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	-6	-6	-14	-15
기타	-18	-24	-181	0	0
현금의 증감	22	36	-73	35	11
기초 현금	38	60	96	23	57
기말 현금	60	96	23	57	69
NOPLAT	89	74	85	101	104
FCF	-45	2	26	18	8

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김희재)

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

[투자등급관련사항]

산업 투자의견

Overweight(비중확대):

향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립):

향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):

향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

Buy(매수):

향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):

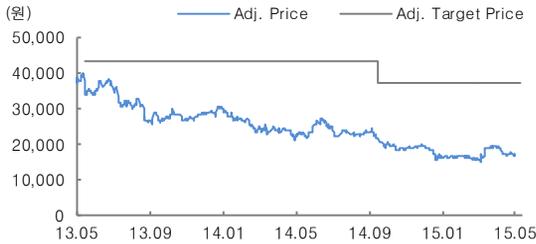
향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):

향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

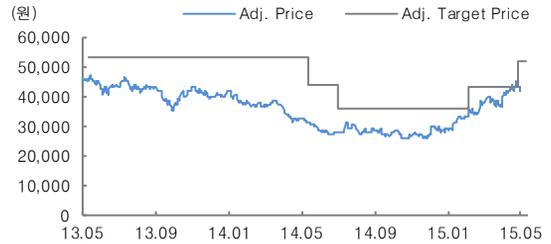
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

스카이라이프(053210) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



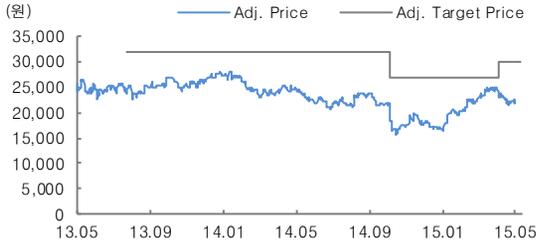
제시일자	150522	150428	150401	150326	141031	141005
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	37,000	37,000	37,000	37,000	37,000	37,000
제시일자	140729	140704	140429	140413	140213	140129
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000
제시일자	140115	140112	131209	131029	131008	131006
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000
제시일자	130808	130806	130729	130714	130708	130608
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000

SBS(034120) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



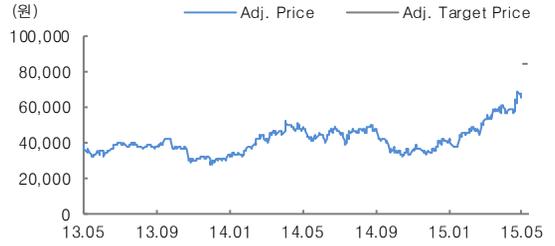
제시일자	150522	150517	150223	140721	140602	140116
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	52,000	52,000	43,000	36,000	44,000	53,000
제시일자	140115	131209	131008	130930	130903	130830
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	53,000	53,000	53,000	53,000	53,000	53,000
제시일자	130806	130724	130714	130708	130608	130602
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	53,000	53,000	53,000	53,000	53,000	53,000
제시일자						
투자의견						
목표주가						

제일기화(030000) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



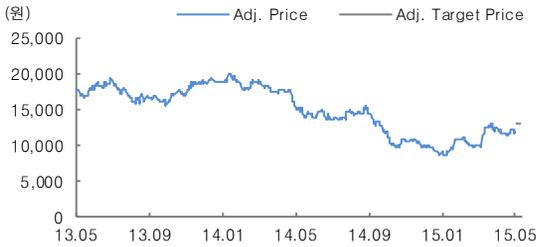
제시일자	150522	150423	150303	150130	150106	141126
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	30,000	30,000	27,000	27,000	27,000	27,000
제시일자	141024	141008	140910	140725	140708	140129
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	27,000	32,000	32,000	32,000	32,000	32,000
제시일자	140115	131209	131024	131008	130908	130812
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	32,000	32,000	32,000	32,000	32,000	32,000
제시일자						
투자의견						
목표주가						

CJ E&M(130960) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	150522
투자의견	Buy
목표주가	84,000
제시일자	
투자의견	
목표주가	
제시일자	
투자의견	
목표주가	

C헬로비전(037560) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	150522
투자의견	Marketperform
목표주가	13,000
제시일자	
투자의견	
목표주가	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
제시일자	
투자의견	
목표주가	