2023년 전망 시리즈 10

통신/미디어

# Baton Pass

meritz 메리츠증권

2023년 전망 시리즈 10

# Baton Pass

## 통신 Overweight

| Top Pick | 투자판단 | 적정주가 |
|---|---|---|
| KT (030200) | Buy | 51,000원 |

| 관심 종목 | 투자판단 | 적정주가 |
|---|---|---|
| SK텔레콤 (017670) | Buy | 68,000원 |
| LG유플러스 (032640) | Buy | 17,000원 |

## 미디어 Overweight

| Top Picks | 투자판단 | 적정주가 |
|---|---|---|
| 제일기획 (030000) | Buy | 37,000원 |
| 스튜디오드래곤 (253450) | Buy | 105,000원 |

| 관심 종목 | 투자판단 | 적정주가 |
|---|---|---|
| 이노션 (214320) | Buy | 60,000원 |
| 스카이라이프 (053210) | Buy | 12,500원 |
| CJ ENM (035760) | Buy | 130,000원 |
| 콘텐트리중앙 (036420) | Buy | 43,000원 |
| CJ CGV (079160) | Buy | 23,000원 |
| 에이스토리 (241840) | Not Rated | - |
| 팬엔터테인먼트 (068050) | Not Rated | - |



**통신/미디어/엔터**
Analyst **정지수**
02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

# Contents


| | | |
|---|---|---|
| Part I | 통신서비스 | 07 |
| 기업분석 | KT (030200) | 22 |
| | SK텔레콤 (017670) | 27 |
| | LG유플러스 (032640) | 32 |

| | | |
|---|---|---|
| Part II | 광고/영화/유료방송 | 37 |
| 기업분석 | 제일기획 (030000) | 52 |
| | 이노션 (214320) | 58 |
| | CJ CGV (079160) | 63 |
| | 스카이라이프 (053210) | 69 |

| | | |
|---|---|---|
| Part III | 미디어/콘텐츠 | 75 |
| 기업분석 | CJ ENM (035760) | 110 |
| | 스튜디오드래곤 (253450) | 115 |
| | 콘텐트리중앙 (036420) | 122 |
| | 에이스토리 (241840) | 131 |
| | 팬엔터테인먼트 (068050) | 137 |

## Summary

## Baton Pass — Overweight

**통신서비스** I

- 5G 상용화 3년차부터 외국인 순매수가 지속되며 통신 섹터 2022년 YTD 주가 수익률은 -6.8%로 KOSPI(-22.1%) 상회
- 2023년 탑라인 성장 둔화가 예상되는 가운데 비용 효율화를 통한 실적 개선 전망. 통신서비스 섹터 주가는 상중하저 예상
- 2022년 말 5G 가입자수는 2,791만명으로 핸드셋 가입자 대비 56.9% 비중. 2023년 5G 보급률은 70.3% 전망
- 2023년 보급률 60%를 돌파하며 성숙기에 진입한 5G 서비스 영향으로 통신 3사 무선서비스 매출액 성장 둔화 불가피
- 2023년 실적 최대 화두는 비용 효율화를 통한 실적 차별화이며, 통신 3사 영업이익은 전년 대비 +2~5% 성장 전망
- 추가적인 성장 동력 확보를 위해 비통신 사업 진출은 필연적이며, 2023년 미디어 사업 중심으로 비통신 확장 전망

**광고/영화/유료방송** II

- 국내 광고대행사 중 제일기획은 2022년 실적 컨센서스 상향 조정과 함께 +6.9% 주가 수익률 기록하며 시장 성장 상회
- 2022년 +8.7% 성장이 예상되는 글로벌 광고 시장은 경기 둔화 우려로 2023년, 2024년 각각 +5.4%, +5.1% 성장 전망
- 2023년 국내 광고 시장은 디지털 부문 고성장으로 인해 전년 대비 +3.3% 성장한 13조 4,263억원 전망
- 국내외 극장사업자의 주가 약세는 지속되고 있으나, 국내 박스오피스는 코로나19 이전 수준까지 회복되며 펀더멘털 개선
- 반등에 어려움을 겪고 있는 국내 유료방송 시장은 2023년에도 가입자 및 매출액 감소 추세가 지속될 전망
- 다만, 스카이라이프의 경우 채널 역량을 종편 수준까지 끌어올릴 경우 이론적으로 전사 영업이익의 32% 기여 가능

**미디어/콘텐츠** III

- Netflix 위기와 더불어 글로벌 경쟁 OTT는 세력 확장 중이며, 새로운 트렌드인 FAST의 약진으로 스트리밍 시장 성장 지속
- 한국은 Netflix 글로벌 Top 10 제작 국가별 점유율에서 2022년 3분기 누적 13.1%를 기록하며 전년 대비(4.5%) 급등
- 한국형 IP의 시작을 알린 <이상한 변호사 우영우>처럼 국내 제작사의 IP 보유 부가가치를 창출하는 사례는 보편화될 전망
- 국내 콘텐츠 투자금액은 2022년부터 2025년까지 연평균 +19.2% 성장할 전망이며, 제작편수 또한 꾸준히 증가 예상
- 글로벌 OTT와의 협상력 강화, 시즌제 드라마 확대 등으로 2023년 국내 콘텐츠 제작사 실적 개선 및 리레이팅 전망

2023년 전망 시리즈 10

통신/미디어

# 통신서비스 기업분석

| 종목 | 투자판단 | 적정주가 |
|---|---|---|
| KT (030200) | Buy | 51,000원 |
| SK텔레콤 (017670) | Buy | 68,000원 |
| LG유플러스 (032640) | Buy | 17,000원 |

# KT(030200) DIGICO KT가 선보이는 2023년

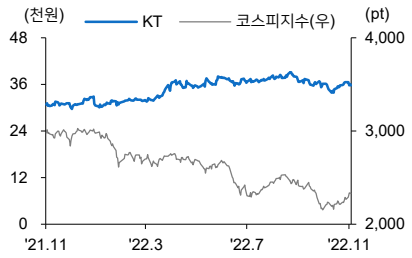
Analyst **정지수** 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

## Buy

| | |
|---|---|
| **적정주가 (12개월)** | **51,000원** |
| **현재주가 (11. 3)** | **35,800원** |
| **상승여력** | **42.5%** |
| KOSPI | 2,329.17pt |
| 시가총액 | 93,478억원 |
| 발행주식수 | 26,111만주 |
| 유동주식비율 | 68.26% |
| 외국인비중 | 44.22% |
| 52주 최고/최저가 | 39,150원/29,700원 |
| 평균거래대금 | 287.4억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 국민연금공단 | 10.74 |
| 현대자동차 외 1 인 | 7.79 |
| 신한은행 외 2 인 | 5.48 |

| **주가상승률(%)** | **1개월** | **6개월** | **12개월** |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -1.1 | 1.7 | 17.4 |
| 상대주가 | -8.5 | 17.0 | 50.0 |

**주가그래프**




### 임단협 지연으로 무난한 3Q22 실적 기대

- 3Q22 연결 매출액과 영업이익은 각각 6.47조원(+4.1% YoY), 4,423억원(+15.7% YoY)으로 시장 기대치 부합 전망
- 임금단체협상 타결이 4Q22로 지연됨에 따라 인건비 부담은 제한적. 마케팅비용 안정화 역시 지속

### 2023년 연결 영업이익 1조 9,059억원(+4.7% YoY) 전망

- 2023년 연결 실적은 매출액 26조 3,379억원(+2.8% YoY), 영업이익 1조 9,059억원(+4.7% YoY) 전망
- 2023년 말 기준 5G 가입자는 1,037만명으로 핸드셋 가입자 대비 70.9% 보급률을 기록할 전망
- 2023년 무선 ARPU 31,488원(-2.5% YoY), 무선 서비스수익 6.2조원(-0.5% YoY)으로 성장 지표는 다소 부진
- KT스튜디오지니 중심의 미디어 사업 성장 전망. 콘텐츠 방영편수 2022년 9편에서 2023년 13~15편으로 확대 예상

### 대표이사 재선임 여부가 단기 주가의 Key Factor

- 구현모 대표이사 재선임 여부가 주가에 Key Factor로 재선임에 실패할 경우 KT 주가에 부정적
- 반면, 재선임될 경우 2022년까지 유효한 배당정책의 연장 및 자사주 매입 등 주주환원 정책 기대 가능
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 Target Multiple 조정으로 기존 45,000원에서 51,000원으로 +13.3% 상향

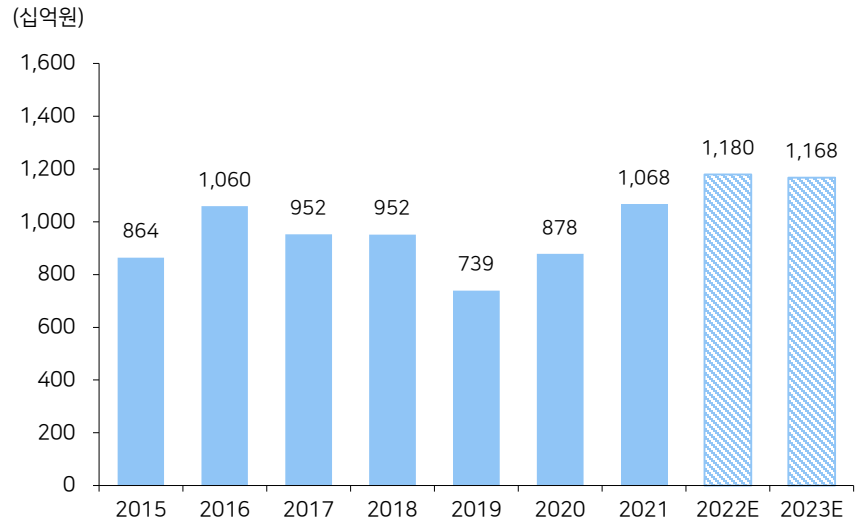
| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020 | 23,916.7 | 1,184.1 | 658.0 | 2,520 | 5.6 | 53,661 | 9.5 | 0.4 | 2.6 | 4.8 | 116.5 |
| 2021 | 24,898.0 | 1,671.8 | 1,356.9 | 5,197 | 107.5 | 57,357 | 5.9 | 0.5 | 2.9 | 9.4 | 124.3 |
| 2022E | 25,620.2 | 1,819.9 | 1,207.5 | 4,624 | -4.7 | 59,922 | 7.7 | 0.6 | 2.9 | 7.9 | 113.6 |
| 2023E | 26,337.9 | 1,905.9 | 1,292.6 | 4,950 | 7.2 | 62,715 | 7.2 | 0.6 | 2.6 | 8.1 | 105.1 |
| 2024E | 26,900.6 | 2,081.5 | 1,401.8 | 5,369 | 8.3 | 65,828 | 6.7 | 0.5 | 2.4 | 8.4 | 97.0 |

# KT – DIGICO KT가 선보이는 2023년

**통신 본업의 성장은 제한적**

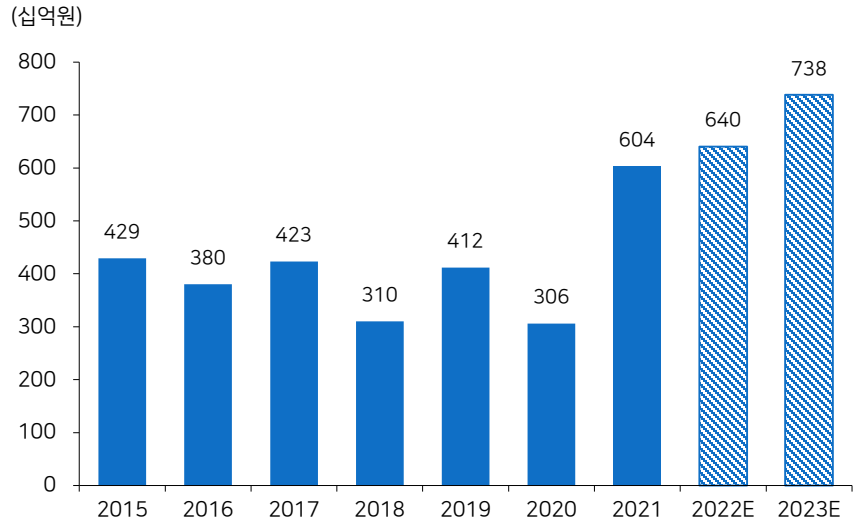
- 3Q22 연결 매출액과 영업이익은 각각 6.47조원(+4.1% YoY), 4,423억원(+15.7% YoY) 전망
- 임금단체협상 타결이 4Q22로 지연됨에 따라 인건비 부담은 제한적. 마케팅비용 안정화 역시 지속
- 2023년 연결 실적은 매출액 26조 3,379억원(+2.8% YoY), 영업이익 1조 9,059억원(+4.7% YoY) 전망
- 2023년 말 기준 5G 가입자는 1,037만명으로 핸드셋 가입자 대비 70.9% 보급률 기록 전망
- 2023년 무선 ARPU 31,488원(-2.5% YoY), 무선 서비스수익 6.2조원(-0.5% YoY)으로 성장 지표 부진

**KT 별도 영업이익 추이 및 전망**




자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

**KT 연결 자회사 합산 영업이익 추이 및 전망**



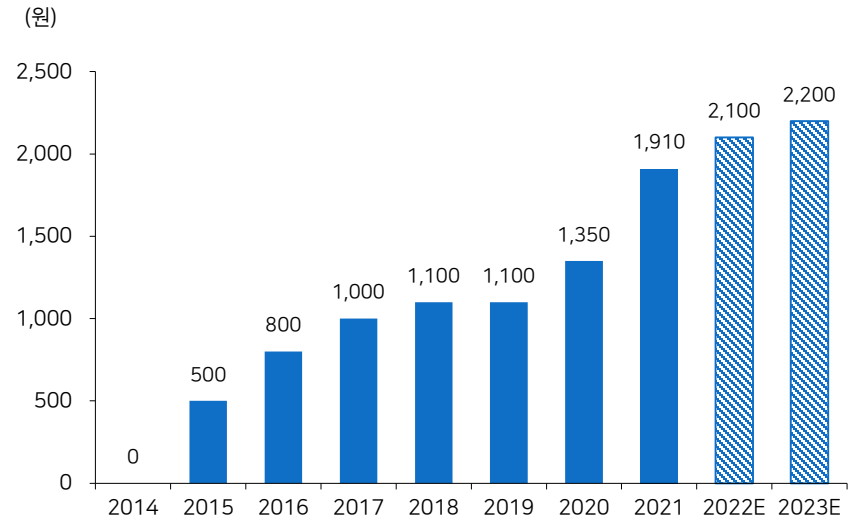

자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

# KT – DIGICO KT가 선보이는 2023년

**미디어 중심의 비통신 사업이 2023년 KT의 핵심**

- 2023년 KT스튜디오지니 중심의 그룹 미디어 사업 성장에 주목
  KT스튜디오지니 콘텐츠 방영편수는 2022년 9편에서 2023년 13~15편으로 확대 예상
- B2B 사업은 고객사의 클라우드/IDC 수요 증가로 수주 잔고 확대 중
- 구현모 대표이사 재선임 여부가 주가에 Key Factor로 재선임에 실패할 경우 KT 주가에 부정적
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 Target Multiple 조정(3.5배 → 3.9배)을 반영해
  기존 45,000원에서 51,000원으로 +13.3% 상향

**KT DPS(주당배당금) 추이 및 전망**




자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

**KT Valuation**

| (십억원) | 12M FW EBITDA | 적용 EV/EBITDA (배) | 적정가치 | 비고 |
|---|---|---|---|---|
| **영업가치 (A)** | **4,285.5** | **3.9** | **16,713.4** | SKT & LGU+ 평균 Multiple 적용 |
| **비영업가치 (B)** | | | **2,782.9** | |
| 상장사 | | | 532.3 | 시장가치 30% 할인 |
| 스카이라이프(유료방송) | | | 162.3 | |
| KT알파(커머스) | | | 141.2 | |
| 나스미디어(디지털광고) | | | 83.1 | |
| 지니뮤직(음원콘텐츠) | | | 66.0 | |
| KT서브마린(통신케이블) | | | 40.1 | |
| 플레이디(디지털광고) | | | 12.6 | |
| 비상장사 | | | 2,250.6 | 취득가액 30% 할인 |
| 비씨카드(금융) | | | 308.0 | |
| KT에스테이트(부동산) | | | 759.2 | |
| KT클라우드(데이터센터) | | | 630.0 | |
| KT SAT(위성서비스) | | | 273.4 | |
| 스튜디오지니(미디어콘텐츠) | | | 198.5 | |
| **순차입금 (C)** | | | **6,161.2** | 2Q22 기준 |
| **총기업가치 (A+B-C)** | | | **13,335.0** | |
| 발행주식수 (천주) | | | 261,112 | |
| **적정가치 (원)** | | | **51,070** | |
| **적정주가 (원)** | | | **51,000** | |

자료: 메리츠증권 리서치센터

# KT 실적 추이 및 전망



| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22E | 4Q22E | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **영업수익** | **6,277.7** | **6,312.2** | **6,473.1** | **6,557.3** | **6,429.5** | **6,680.8** | **6,567.9** | **6,659.7** | **24,898.0** | **25,620.2** | **26,337.9** |
| % YoY | 4.1% | 4.7% | 4.1% | -1.0% | 2.4% | 5.8% | 1.5% | 1.6% | 4.1% | 2.9% | 2.8% |
| **KT** | **4,608.4** | **4,517.8** | **4,682.6** | **4,692.8** | **4,661.0** | **4,719.1** | **4,710.3** | **4,721.8** | **18,387.5** | **18,501.6** | **18,812.2** |
| TELCO B2C | 2,353.5 | 2,371.9 | 2,390.3 | 2,388.6 | 2,382.3 | 2,379.1 | 2,373.5 | 2,363.2 | 9,339.5 | 9,504.3 | 9,498.1 |
| DIGICO B2C | 549.3 | 554.4 | 565.2 | 573.6 | 583.0 | 591.6 | 600.8 | 609.5 | 2,144.3 | 2,242.6 | 2,384.8 |
| TELCO B2B | 519.7 | 529.9 | 531.3 | 535.0 | 553.8 | 563.7 | 565.6 | 569.6 | 1,981.1 | 2,116.0 | 2,252.7 |
| DIGICO B2B | 539.6 | 481.0 | 445.4 | 429.0 | 443.0 | 485.2 | 449.7 | 432.9 | 2,038.9 | 1,895.1 | 1,810.8 |
| **그룹사** | **2,801.8** | **3,157.7** | **2,864.4** | **3,179.8** | **2,788.3** | **3,066.0** | **2,939.4** | **3,263.8** | **11,100.7** | **12,003.7** | **12,057.5** |
| 스카이라이프 | 240.8 | 254.2 | 225.3 | 222.8 | 212.9 | 218.8 | 222.7 | 221.7 | 763.2 | 943.1 | 876.1 |
| 콘텐츠 | 270.4 | 285.3 | 294.7 | 303.6 | 317.2 | 330.9 | 344.8 | 358.9 | 929.2 | 1,154.0 | 1,351.8 |
| BC카드 | 902.2 | 991.2 | 895.2 | 952.8 | 907.6 | 997.2 | 900.6 | 958.5 | 3,579.6 | 3,741.4 | 3,763.8 |
| 에스테이트 | 150.5 | 97.7 | 115.2 | 127.7 | 97.8 | 108.5 | 126.7 | 139.2 | 576.7 | 491.1 | 472.2 |
| 기타 | 1,237.8 | 1,399.6 | 1,334.0 | 1,573.0 | 1,252.7 | 1,410.8 | 1,344.7 | 1,585.5 | 5,251.8 | 5,544.3 | 5,593.6 |
| (연결조정) | -1,132.5 | -1,363.3 | -1,075.9 | -1,200.5 | -985.3 | -1,127.9 | -1,101.6 | -1,248.2 | -4,590.1 | -4,772.2 | -4,463.0 |
| **영업비용** | **5,651.1** | **5,853.0** | **6,030.8** | **6,265.4** | **5,908.3** | **6,155.6** | **6,091.9** | **6,276.2** | **23,226.2** | **23,800.3** | **24,432.0** |
| % YoY | 1.2% | 5.4% | 3.4% | 0.2% | 4.6% | 5.2% | 1.0% | 0.2% | 2.2% | 2.5% | 2.7% |
| 인건비 | 1,040.4 | 1,120.9 | 1,065.1 | 1,081.0 | 1,052.9 | 1,109.2 | 1,077.9 | 1,108.4 | 4,215.8 | 4,307.4 | 4,348.4 |
| 사업경비 | 2,471.0 | 2,560.2 | 2,599.6 | 2,681.5 | 2,551.2 | 2,702.3 | 2,667.7 | 2,717.1 | 9,750.5 | 10,312.4 | 10,638.3 |
| 서비스구입비 | 799.6 | 863.0 | 869.3 | 921.2 | 846.6 | 888.3 | 869.0 | 935.2 | 3,375.2 | 3,453.1 | 3,539.2 |
| 판매관리비 | 573.2 | 606.0 | 599.6 | 622.0 | 604.4 | 624.4 | 597.3 | 602.8 | 2,425.7 | 2,400.8 | 2,428.8 |
| 상품구입비 | 766.9 | 703.0 | 897.1 | 959.6 | 853.2 | 831.3 | 879.9 | 912.8 | 3,458.6 | 3,326.6 | 3,477.2 |
| **영업이익** | **626.6** | **459.2** | **442.3** | **291.9** | **521.2** | **525.2** | **476.1** | **383.5** | **1,671.8** | **1,819.9** | **1,905.9** |
| % YoY | 41.0% | -3.5% | 15.7% | -21.0% | -16.8% | 14.4% | 7.6% | 31.4% | 41.2% | 8.8% | 4.7% |
| 영업이익률 | 10.0% | 7.3% | 6.8% | 4.5% | 8.1% | 7.9% | 7.2% | 5.8% | 6.7% | 7.1% | 7.2% |
| 법인세차감전순이익 | 642.2 | 539.7 | 490.1 | 312.9 | 555.4 | 572.7 | 534.8 | 451.4 | 1,978.6 | 1,984.8 | 2,114.4 |
| 법인세비용 | 186.8 | 176.3 | 140.6 | 89.8 | 166.7 | 166.9 | 156.6 | 133.1 | 519.1 | 593.6 | 623.4 |
| **당기순이익** | **455.4** | **363.3** | **349.4** | **223.1** | **388.6** | **405.8** | **378.2** | **318.3** | **1,459.4** | **1,391.3** | **1,491.0** |
| 당기순이익률 | 7.3% | 5.8% | 5.4% | 3.4% | 6.0% | 6.1% | 5.8% | 4.8% | 5.9% | 5.4% | 5.7% |
| **주요지표 (천명)** | | | | | | | | | | | |
| 무선통신 가입자수 | 23,060 | 23,409 | 23,526 | 23,620 | 23,715 | 23,857 | 23,967 | 24,075 | 22,799 | 23,620 | 24,075 |
| 5G 가입자수 | 6,949 | 7,479 | 7,989 | 8,491 | 8,978 | 9,449 | 9,907 | 10,374 | 6,378 | 8,491 | 10,374 |
| 5G 침투율 | 30.1% | 31.9% | 34.0% | 35.9% | 37.9% | 39.6% | 41.3% | 43.1% | 28.0% | 35.9% | 43.1% |

자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

# KT (030200)

## Income Statement

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **23,916.7** | **24,898.0** | **25,620.2** | **26,337.9** | **26,900.6** |
| 매출액증가율(%) | -1.7 | 4.1 | 2.9 | 2.8 | 2.1 |
| 매출원가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매출총이익 | 23,916.7 | 24,898.0 | 25,620.2 | 26,337.9 | 26,900.6 |
| 판매비와관리비 | 22,732.6 | 23,226.2 | 23,800.3 | 24,432.0 | 24,819.0 |
| **영업이익** | **1,184.1** | **1,671.8** | **1,819.9** | **1,905.9** | **2,081.5** |
| 영업이익률(%) | 5.0 | 6.7 | 7.1 | 7.2 | 7.7 |
| 금융손익 | -8.8 | 163.0 | 39.3 | 47.9 | 31.6 |
| 종속/관계기업관련손익 | 18.0 | 116.1 | 59.4 | 87.7 | 81.9 |
| 기타영업외손익 | -218.3 | 27.6 | 66.3 | 72.9 | 91.0 |
| 세전계속사업이익 | 975.1 | 1,978.4 | 1,984.9 | 2,114.4 | 2,286.1 |
| 법인세비용 | 271.7 | 519.0 | 593.6 | 623.4 | 670.9 |
| **당기순이익** | **703.4** | **1,459.4** | **1,391.3** | **1,491.0** | **1,615.2** |
| 지배주주지분 순이익 | 658.0 | 1,356.9 | 1,207.5 | 1,292.6 | 1,401.8 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 11,154.2 | 11,858.4 | 12,228.0 | 13,025.8 | 13,934.2 |
| 현금및현금성자산 | 2,634.6 | 3,019.6 | 3,166.3 | 3,742.6 | 4,477.4 |
| 매출채권 | 3,056.1 | 2,982.9 | 3,069.4 | 3,155.4 | 3,222.8 |
| 재고자산 | 534.6 | 514.2 | 529.1 | 543.9 | 555.5 |
| 비유동자산 | 22,508.4 | 25,301.0 | 24,986.5 | 24,600.0 | 24,225.7 |
| 유형자산 | 14,206.1 | 14,464.9 | 14,392.1 | 14,284.7 | 14,140.0 |
| 무형자산 | 2,161.3 | 3,447.3 | 3,166.3 | 2,848.1 | 2,587.9 |
| 투자자산 | 1,102.2 | 2,110.8 | 2,150.2 | 2,189.2 | 2,219.9 |
| **자산총계** | **33,662.6** | **37,159.3** | **37,214.5** | **37,625.9** | **38,159.9** |
| 유동부채 | 9,192.5 | 10,072.4 | 9,649.8 | 9,468.8 | 9,277.0 |
| 매입채무 | 1,239.7 | 1,537.2 | 1,581.7 | 1,626.0 | 1,660.8 |
| 단기차입금 | 95.8 | 338.9 | 318.9 | 298.9 | 278.9 |
| 유동성장기부채 | 1,322.3 | 1,389.5 | 1,050.0 | 950.0 | 850.0 |
| 비유동부채 | 8,918.6 | 10,519.8 | 10,144.0 | 9,808.7 | 9,508.3 |
| 사채 | 5,720.0 | 6,205.1 | 5,885.1 | 5,605.1 | 5,365.1 |
| 장기차입금 | 178.2 | 501.2 | 451.2 | 401.2 | 351.2 |
| **부채총계** | **18,111.1** | **20,592.2** | **19,793.8** | **19,277.5** | **18,785.3** |
| 자본금 | 1,564.5 | 1,564.5 | 1,564.5 | 1,564.5 | 1,564.5 |
| 자본잉여금 | 1,440.3 | 1,440.3 | 1,440.3 | 1,440.3 | 1,440.3 |
| 기타포괄이익누계액 | 86.1 | 117.5 | 117.5 | 117.5 | 117.5 |
| 이익잉여금 | 12,155.4 | 13,287.4 | 13,957.2 | 14,686.5 | 15,499.4 |
| 비지배주주지분 | 1,540.0 | 1,590.6 | 1,774.4 | 1,972.8 | 2,186.1 |
| **자본총계** | **15,551.4** | **16,567.2** | **17,420.7** | **18,348.4** | **19,374.6** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | **4,739.8** | **5,561.8** | **4,841.0** | **5,076.7** | **5,329.3** |
| 당기순이익(손실) | 703.4 | 1,459.4 | 1,391.3 | 1,491.0 | 1,615.2 |
| 유형자산감가상각비 | 3,039.5 | 3,042.6 | 3,158.8 | 3,316.8 | 3,482.6 |
| 무형자산상각비 | 628.2 | 604.7 | 681.0 | 593.2 | 521.5 |
| 운전자본의 증감 | -600.4 | 31.7 | -390.0 | -324.3 | -290.0 |
| **투자활동 현금흐름** | **-3,761.5** | **-5,137.5** | **-3,526.3** | **-3,524.4** | **-3,630.4** |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -3,207.6 | -3,495.0 | -3,086.0 | -3,209.4 | -3,337.8 |
| 투자자산의 감소(증가) | -12.9 | -1,008.6 | -39.3 | -39.1 | -30.7 |
| **재무활동 현금흐름** | **-647.6** | **-41.3** | **-1,168.1** | **-975.9** | **-964.1** |
| 차입금증감 | 62.8 | 1,371.6 | -717.7 | -438.2 | -400.8 |
| 자본의증가 | -1.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **현금의증가(감소)** | 328.7 | 385.0 | 146.7 | 576.3 | 734.8 |
| 기초현금 | 2,305.9 | 2,634.6 | 3,019.6 | 3,166.3 | 3,742.6 |
| 기말현금 | 2,634.6 | 3,019.6 | 3,166.3 | 3,742.6 | 4,477.4 |

## Key Financial Data

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 91,596 | 95,354 | 98,120 | 100,868 | 103,023 |
| EPS(지배주주) | 2,520 | 5,197 | 4,624 | 4,950 | 5,369 |
| CFPS | 20,473 | 22,205 | 22,237 | 22,845 | 23,647 |
| EBITDAPS | 18,581 | 20,371 | 21,676 | 22,274 | 23,307 |
| BPS | 53,661 | 57,357 | 59,922 | 62,715 | 65,828 |
| DPS | 1,350 | 1,910 | 2,100 | 2,200 | 2,300 |
| 배당수익률(%) | 5.6 | 6.2 | 5.9 | 6.1 | 6.4 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 9.5 | 5.9 | 7.7 | 7.2 | 6.7 |
| PCR | 1.2 | 1.4 | 1.6 | 1.6 | 1.5 |
| PSR | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| PBR | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| EBITDA | 4,851.7 | 5,319.2 | 5,659.7 | 5,815.9 | 6,085.6 |
| EV/EBITDA | 2.6 | 2.9 | 2.9 | 2.6 | 2.4 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 4.8 | 9.4 | 7.9 | 8.1 | 8.4 |
| EBITDA이익률 | 20.3 | 21.4 | 22.1 | 22.1 | 22.6 |
| 부채비율 | 116.5 | 124.3 | 113.6 | 105.1 | 97.0 |
| 금융비용부담률 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| 이자보상배율(x) | 4.5 | 6.3 | 6.7 | 7.4 | 8.5 |
| 매출채권회전율(x) | 7.7 | 8.2 | 8.5 | 8.5 | 8.4 |
| 재고자산회전율(x) | 39.9 | 47.5 | 49.1 | 49.1 | 48.9 |

# SK텔레콤(017670) 구독에 진심인 편

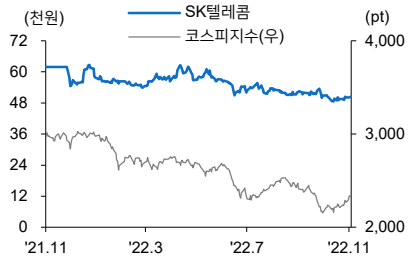
Analyst **정지수** 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

## Buy

| | |
|---|---|
| **적정주가 (12개월)** | **68,000원** |
| **현재주가 (11. 3)** | **50,400원** |
| **상승여력** | **34.9%** |
| KOSPI | 2,329.17pt |
| 시가총액 | 110,292억원 |
| 발행주식수 | 21,883만주 |
| 유동주식비율 | 63.14% |
| 외국인비중 | 46.42% |
| 52주 최고/최저가 | 62,700원/48,550원 |
| 평균거래대금 | 378.6억원 |
| **주요주주(%)** | |
| SK 외 12 인 | 30.03 |
| 국민연금공단 | 7.53 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -0.8 | -12.8 | -18.6 |
| 상대주가 | -8.2 | 0.3 | 4.0 |

**주가그래프**




### 여유 있는 2022년 실적

- 3Q22 연결 매출액과 영업이익은 각각 4.36조원(+3.5% YoY), 4,569억원(+17.0% YoY)으로 시장 기대치 부합 전망
- 플래그십 단말기 출시에도 불구하고 마케팅 경쟁은 안정적. 3Q22 별도 마케팅비용 전년 대비 -7.0% 감소 전망
- 2022년 말 5G 가입자수 1,325만명으로 핸드셋 가입자 대비 56.6% 보급률 기록 예상

### 2023년 연결 영업이익 1조 7,039억원(+2.6% YoY) 전망

- 2023년 연결 실적은 매출액 17조 6,713억원(+2.0% YoY), 영업이익 1조 7,039억원(+2.6% YoY) 전망
- 무선 ARPU는 29,913원(-1.8% YoY)을 전망하나, 마케팅비용과 감가상각비 하향 안정화 추세 지속 전망
- 2023년 말 기준 5G 가입자는 1,624만명(보급률 70.3%), 이동전화수익 전년 대비 +0.5% 증가 전망

### 구독 서비스 사업 성과가 기대되는 2023년

- 구독서비스 'T우주'는 하나투어, 홈플러스, 국개대표 등 제휴처 확대와 더불어 대규모 프로모션 진행
- 'T우주' 구독서비스 GMV는 2021년 3,500억원에서 2025년 8조원 목표
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 순차입금 조정으로 기존 75,000원에서 68,000원으로 -9.3% 하향

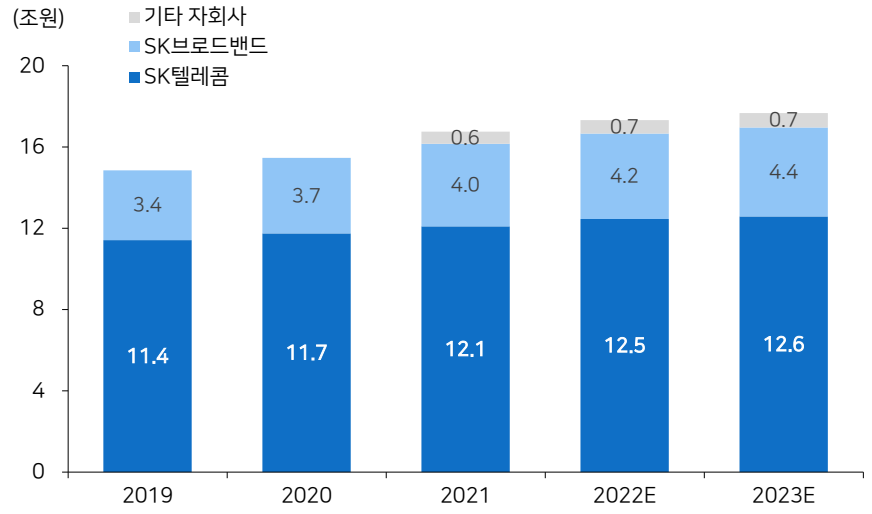
| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020 | 16,087.8 | 1,248.6 | 1,504.4 | 3,726 | 74.3 | 58,812 | 12.8 | 0.8 | 5.5 | 6.4 | 96.4 |
| 2021 | 16,748.6 | 1,387.2 | 2,407.5 | 6,841 | 84.9 | 52,914 | 8.5 | 1.1 | 4.2 | 13.6 | 150.6 |
| 2022E | 17,329.2 | 1,661.5 | 1,004.7 | 4,591 | -31.9 | 54,217 | 11.0 | 0.9 | 3.8 | 8.6 | 140.5 |
| 2023E | 17,671.3 | 1,703.9 | 1,191.6 | 5,445 | 18.3 | 56,275 | 9.3 | 0.9 | 3.6 | 9.9 | 128.6 |
| 2024E | 17,892.4 | 1,730.2 | 1,219.3 | 5,572 | 2.2 | 58,360 | 9.0 | 0.9 | 3.4 | 9.7 | 117.3 |

# SK텔레콤 – 구독에 진심인 편

**효율적인 비용 통제로 2023년 실적 개선 지속 전망**

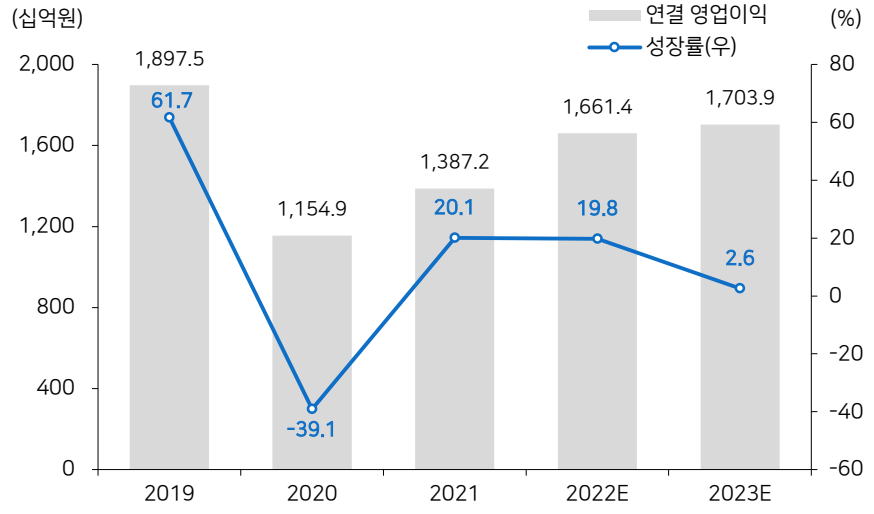
- 3Q22 연결 매출액과 영업이익은 각각 4.36조원(+3.5% YoY), 4,569억원(+17.0% YoY) 전망
- 플래그십 단말기 출시에도 불구하고 마케팅 경쟁은 안정적인 수준으로 유지
- 2023년 연결 실적은 매출액 17조 6,713억원(+2.0% YoY), 영업이익 1조 7,039억원(+2.6% YoY) 전망
- 무선 ARPU는 29,913원(-1.8% YoY)을 전망하나, 마케팅비용과 감가상각비 하향 안정화 추세 지속 전망
- 2023년 말 기준 5G 가입자는 1,624만명(보급률 70.3%), 이동전화수익 전년 대비 +0.5% 증가 전망

**SK텔레콤 연결 매출액 추이 및 전망**




자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

**SK텔레콤 연결 영업이익 추이 및 전망**



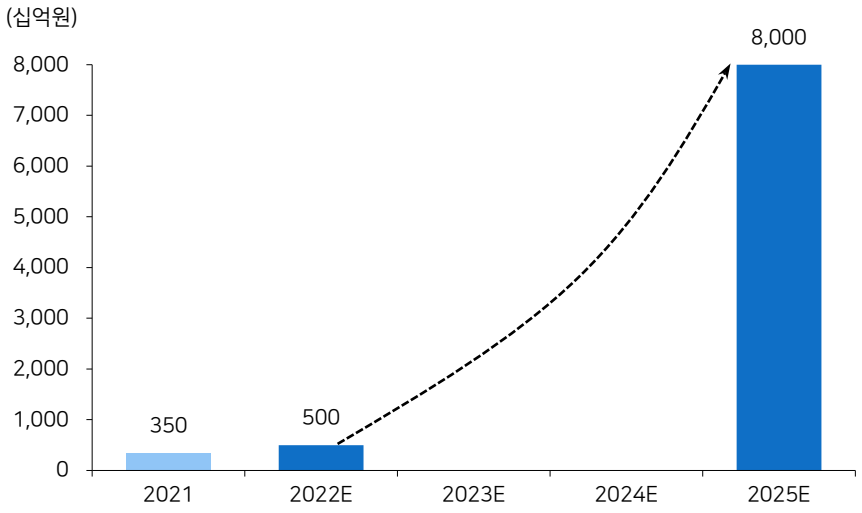

자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

# SK텔레콤 – 구독에 진심인 편

**구독 서비스 'T우주'를 통한 성장 동력 확보**

- 구독서비스 'T우주'는 하나투어, 홈플러스, 국개대표 등 제휴처 확대와 더불어 대규모 프로모션 진행
- 'T우주' 구독서비스 GMV는 2021년 3,500억원을 기록했으며, 2025년까지 8조원 목표
- 2022년 연내 이익 턴어라운드 성공 시 시장의 관심과 더불어 실적과 주가에도 긍정적인 영향 가능
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 순차입금 조정으로 기존 75,000원에서 68,000원으로 -9.3% 하향

**SK텔레콤 구독 서비스 GMV 추이 및 전망**




자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

**SK텔레콤 Valuation**

| (십억원) | 12M FW EBITDA | Target EV/EBITDA | 적정가치 | 비고 |
|---|---|---|---|---|
| 영업가치 (A) | 4,234.3 | 4.5 | 19,213.8 | 과거 4년 평균에 20% 할인 |
| 비영업가치 (B) | | | 5,104.8 | |
| SK브로드밴드 지분가치 | | | 3,566.7 | 인수가치 30% 할인 |
| 기타 투자자산 지분가치 | | | 1,538.0 | |
| 순차입금 (C) | | | 9,482.9 | 2Q22 기준 |
| **총기업가치 (D=A+B-C)** | | | **14,835.7** | |
| 발행주식수 (E/천주) | | | 218,833 | |
| **적정가치 (D/E, 원)** | | | **67,795** | |
| **적정주가 (원)** | | | **68,000** | |

자료: 메리츠증권 리서치센터

# SK텔레콤 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22E | 4Q22E | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **영업수익** | **4,277.2** | **4,289.9** | **4,359.6** | **4,402.5** | **4,393.4** | **4,388.7** | **4,427.9** | **4,461.2** | **16,748.6** | **17,329.1** | **17,671.3** |
| % YoY | 4.0% | 4.0% | 3.5% | 2.4% | 2.7% | 2.3% | 1.6% | 1.3% | 8.3% | 3.5% | 2.0% |
| SK텔레콤 | 3,077.4 | 3,118.2 | 3,119.2 | 3,147.6 | 3,143.2 | 3,150.1 | 3,131.9 | 3,151.2 | 12,102.8 | 12,462.5 | 12,576.3 |
| 이동전화수익 | 2,587.1 | 2,615.8 | 2,627.3 | 2,627.7 | 2,629.2 | 2,630.3 | 2,626.7 | 2,621.0 | 10,257.1 | 10,458.0 | 10,507.2 |
| 망접속정산수익 | 132.4 | 129.3 | 128.8 | 134.3 | 131.1 | 128.0 | 127.5 | 133.0 | 512.2 | 524.9 | 519.6 |
| 기타 | 357.9 | 373.1 | 363.1 | 385.6 | 383.0 | 391.7 | 377.6 | 397.1 | 1,333.5 | 1,479.6 | 1,549.4 |
| SK브로드밴드 | 1,026.0 | 1,032.8 | 1,059.4 | 1,074.7 | 1,067.2 | 1,081.1 | 1,107.3 | 1,122.7 | 4,049.1 | 4,192.9 | 4,378.2 |
| 기타 자회사 | 173.8 | 138.8 | 180.9 | 180.2 | 183.0 | 157.6 | 188.7 | 187.4 | 596.7 | 673.8 | 716.7 |
| **영업비용** | **3,844.8** | **3,830.3** | **3,902.7** | **4,089.9** | **3,938.2** | **3,928.7** | **3,972.1** | **4,128.4** | **15,361.4** | **15,667.7** | **15,967.4** |
| % YoY | 2.8% | 2.7% | 2.1% | 0.5% | 2.4% | 2.6% | 1.8% | 0.9% | 7.4% | 2.0% | 1.9% |
| 종업원급여 | 637.1 | 593.2 | 603.3 | 666.5 | 626.0 | 621.5 | 617.7 | 654.6 | 2,300.8 | 2,500.0 | 2,519.8 |
| 지급/판매수수료 | 1,310.2 | 1,370.9 | 1,321.3 | 1,399.2 | 1,323.1 | 1,349.9 | 1,334.5 | 1,399.5 | 5,426.1 | 5,401.6 | 5,407.0 |
| 광고선전비 | 49.2 | 54.9 | 94.0 | 97.6 | 85.2 | 79.4 | 102.0 | 123.8 | 233.4 | 295.7 | 390.4 |
| 감가상각비 | 946.3 | 940.7 | 962.4 | 972.6 | 961.5 | 958.9 | 958.0 | 966.6 | 3,819.8 | 3,822.0 | 3,844.9 |
| 망접속정산비용 | 189.4 | 185.3 | 180.6 | 174.5 | 178.3 | 174.0 | 177.1 | 177.5 | 749.6 | 729.8 | 706.9 |
| 전용회선료/전파사용료 | 67.6 | 61.1 | 74.0 | 73.4 | 69.6 | 70.1 | 72.6 | 72.6 | 310.1 | 276.1 | 284.9 |
| 상품매출원가 | 307.6 | 267.7 | 314.1 | 345.1 | 348.0 | 329.0 | 358.4 | 378.0 | 1,167.4 | 1,234.5 | 1,413.5 |
| 기타영업비용 | 337.3 | 356.6 | 353.1 | 361.0 | 346.5 | 346.0 | 351.7 | 355.8 | 1,354.2 | 1,408.0 | 1,399.9 |
| **영업이익** | **432.4** | **459.6** | **456.9** | **312.6** | **455.2** | **460.0** | **455.8** | **332.8** | **1,387.2** | **1,661.4** | **1,703.9** |
| % YoY | 15.5% | 16.2% | 17.0% | 37.9% | 5.3% | 0.1% | -0.2% | 6.5% | 20.1% | 19.8% | 2.6% |
| 영업이익률 | 10.1% | 10.7% | 10.5% | 7.1% | 10.4% | 10.5% | 10.3% | 7.5% | 8.3% | 9.6% | 9.6% |
| 법인세차감전순이익 | 327.0 | 402.8 | 430.7 | 269.3 | 413.5 | 425.6 | 419.9 | 295.1 | 1,718.2 | 1,429.8 | 1,554.0 |
| 법인세비용 | 106.7 | 144.6 | 94.8 | 59.3 | 91.0 | 93.6 | 92.4 | 64.9 | -700.8 | 405.3 | 341.9 |
| **당기순이익** | **220.3** | **258.1** | **335.9** | **210.1** | **322.5** | **332.0** | **327.5** | **230.2** | **2,419.0** | **1,024.5** | **1,212.2** |
| 당기순이익률 | 5.2% | 6.0% | 7.7% | 4.8% | 7.3% | 7.6% | 7.4% | 5.2% | 14.4% | 5.9% | 6.9% |
| **주요지표 (천명)** | | | | | | | | | | | |
| 무선통신 가입자수 | 32,129 | 32,559 | 32,754 | 32,951 | 33,116 | 33,265 | 33,433 | 33,594 | 31,884 | 32,951 | 33,594 |
| 5G 가입자수 | 10,879 | 11,682 | 12,476 | 13,250 | 14,032 | 14,789 | 15,529 | 16,243 | 9,874 | 13,250 | 16,243 |
| 5G 침투율 | 33.9% | 35.9% | 38.1% | 40.2% | 42.4% | 44.5% | 46.4% | 48.4% | 31.0% | 40.2% | 48.4% |

자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

# SK텔레콤(017670)

## Income Statement

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **16,087.8** | **16,748.6** | **17,329.2** | **17,671.3** | **17,892.4** |
| 매출액증가율(%) | -9.3 | 4.1 | 3.5 | 2.0 | 1.3 |
| 매출원가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매출총이익 | 16,087.8 | 16,748.6 | 17,329.2 | 17,671.3 | 17,892.4 |
| 판매비와관리비 | 14,839.2 | 15,361.4 | 15,667.7 | 15,967.4 | 16,162.2 |
| **영업이익** | **1,248.6** | **1,387.2** | **1,661.5** | **1,703.9** | **1,730.2** |
| 영업이익률(%) | 7.8 | 8.3 | 9.6 | 9.6 | 9.7 |
| 금융손익 | -182.3 | -160.5 | -210.0 | -164.1 | -166.2 |
| 종속/관계기업관련손익 | 52.5 | 446.3 | -9.1 | 16.4 | -16.9 |
| 기타영업외손익 | -213.6 | 45.2 | -12.5 | -2.2 | 41.7 |
| 세전계속사업이익 | 905.2 | 1,718.2 | 1,429.8 | 1,554.0 | 1,588.8 |
| 법인세비용 | 221.3 | 446.8 | 405.3 | 341.9 | 349.5 |
| **당기순이익** | **1,500.5** | **2,419.0** | **1,024.5** | **1,212.2** | **1,239.2** |
| 지배주주지분 순이익 | 1,504.4 | 2,407.5 | 1,004.7 | 1,191.6 | 1,219.3 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 8,775.1 | 6,352.7 | 6,272.0 | 6,553.6 | 6,991.3 |
| 현금및현금성자산 | 1,369.7 | 872.7 | 602.3 | 772.0 | 1,137.5 |
| 매출채권 | 2,188.9 | 1,913.5 | 1,979.8 | 2,018.9 | 2,044.2 |
| 재고자산 | 171.4 | 204.6 | 211.7 | 215.9 | 218.6 |
| 비유동자산 | 39,131.9 | 24,558.6 | 24,122.0 | 23,413.3 | 22,531.7 |
| 유형자산 | 13,377.1 | 12,871.3 | 12,351.2 | 11,593.3 | 10,680.0 |
| 무형자산 | 7,793.7 | 5,942.3 | 5,942.3 | 5,942.3 | 5,942.3 |
| 투자자산 | 16,200.1 | 4,122.3 | 4,205.7 | 4,254.9 | 4,286.7 |
| **자산총계** | **47,907.0** | **30,911.3** | **30,394.0** | **29,966.8** | **29,523.0** |
| 유동부채 | 8,178.0 | 6,960.4 | 6,524.5 | 6,071.2 | 5,613.0 |
| 매입채무 | 372.9 | 190.6 | 197.2 | 201.1 | 203.6 |
| 단기차입금 | 110.0 | 13.0 | 6.5 | 3.3 | 1.6 |
| 유동성장기부채 | 1,363.8 | 1,829.2 | 1,650.0 | 1,485.0 | 1,336.5 |
| 비유동부채 | 15,332.8 | 11,615.7 | 11,229.4 | 10,784.7 | 10,322.9 |
| 사채 | 7,690.2 | 7,037.4 | 6,747.4 | 6,486.4 | 6,251.5 |
| 장기차입금 | 1,979.3 | 353.1 | 313.1 | 277.1 | 244.7 |
| **부채총계** | **23,510.7** | **18,576.1** | **17,753.9** | **16,855.8** | **15,935.9** |
| 자본금 | 44.6 | 30.5 | 30.5 | 30.5 | 30.5 |
| 자본잉여금 | 2,915.9 | 1,771.0 | 1,771.0 | 1,771.0 | 1,771.0 |
| 기타포괄이익누계액 | 40.1 | 735.2 | 735.2 | 735.2 | 735.2 |
| 이익잉여금 | 22,981.9 | 22,437.3 | 22,722.5 | 23,172.8 | 23,629.0 |
| 비지배주주지분 | 652.4 | 755.8 | 775.6 | 796.2 | 816.1 |
| **자본총계** | **24,396.2** | **12,335.1** | **12,640.2** | **13,111.0** | **13,587.1** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | **5,821.9** | **5,031.3** | **4,129.3** | **4,684.7** | **4,757.3** |
| 당기순이익(손실) | 1,500.5 | 2,419.0 | 1,024.5 | 1,212.2 | 1,239.2 |
| 유형자산감가상각비 | 4,170.0 | 4,114.4 | 3,822.0 | 3,845.0 | 3,868.3 |
| 무형자산상각비 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 운전자본의 증감 | 302.5 | -568.7 | -695.1 | -357.8 | -362.8 |
| **투자활동 현금흐름** | **-4,250.4** | **-3,486.2** | **-3,373.0** | **-3,123.2** | **-2,997.2** |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -3,557.8 | -2,915.9 | -3,302.0 | -3,087.0 | -2,955.0 |
| 투자자산의 감소(증가) | -1,798.1 | 12,077.8 | -83.4 | -49.2 | -31.8 |
| **재무활동 현금흐름** | **-1,457.6** | **-2,053.6** | **-1,026.8** | **-1,391.7** | **-1,394.6** |
| 차입금증감 | 975.4 | -1,867.1 | -654.1 | -661.4 | -643.2 |
| 자본의증가 | 0.0 | -1,159.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **현금의증가(감소)** | 98.8 | -496.9 | -270.5 | 169.8 | 365.4 |
| 기초현금 | 1,270.8 | 1,369.7 | 872.7 | 602.3 | 772.0 |
| 기말현금 | 1,369.7 | 872.7 | 602.3 | 772.0 | 1,137.5 |

## Key Financial Data

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 39,848 | 47,592 | 79,189 | 80,752 | 81,763 |
| EPS(지배주주) | 3,726 | 6,841 | 4,591 | 5,445 | 5,572 |
| CFPS | 14,260 | 16,745 | 24,871 | 25,511 | 25,815 |
| EBITDAPS | 13,421 | 15,633 | 25,058 | 25,357 | 25,584 |
| BPS | 58,812 | 52,914 | 54,217 | 56,275 | 58,360 |
| DPS | 2,000 | 6,660 | 3,300 | 3,400 | 3,500 |
| 배당수익률(%) | 4.2 | 11.5 | 6.5 | 6.7 | 6.9 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 12.8 | 8.5 | 11.0 | 9.3 | 9.0 |
| PCR | 3.3 | 3.5 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| PSR | 1.2 | 1.2 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| PBR | 0.8 | 1.1 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| EBITDA | 5,418.6 | 5,501.6 | 5,483.5 | 5,548.9 | 5,598.5 |
| EV/EBITDA | 5.5 | 4.2 | 3.8 | 3.6 | 3.4 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 6.4 | 13.6 | 8.6 | 9.9 | 9.7 |
| EBITDA이익률 | 33.7 | 32.8 | 31.6 | 31.4 | 31.3 |
| 부채비율 | 96.4 | 150.6 | 140.5 | 128.6 | 117.3 |
| 금융비용부담률 | 1.8 | 1.7 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |
| 이자보상배율(x) | 4.3 | 5.0 | 6.6 | 7.2 | 7.9 |
| 매출채권회전율(x) | 7.3 | 8.2 | 8.9 | 8.8 | 8.8 |
| 재고자산회전율(x) | 96.2 | 89.1 | 83.2 | 82.6 | 82.4 |

# LG유플러스(032640) 성장에 대한 확신이 필요

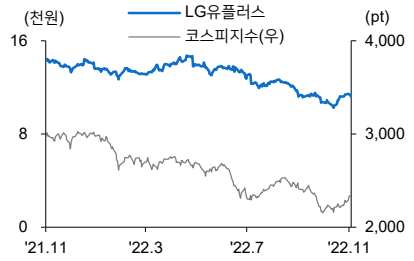
Analyst **정지수** 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

## Buy

| 적정주가 (12개월) | 17,000원 |
|---|---|
| 현재주가 (11. 3) | 11,250원 |
| 상승여력 | 51.1% |
| KOSPI | 2,329.17pt |
| 시가총액 | 49,119억원 |
| 발행주식수 | 43,661만주 |
| 유동주식비율 | 60.77% |
| 외국인비중 | 37.87% |
| 52주 최고/최저가 | 14,750원/10,250원 |
| 평균거래대금 | 106.3억원 |
| **주요주주(%)** | |
| LG 외 3 인 | 37.67 |
| 국민연금공단 | 8.35 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 4.7 | -19.4 | -21.1 |
| 상대주가 | -3.2 | -7.2 | 0.9 |

**주가그래프**




### 상대적으로 아쉬운 3Q22 실적

- 3Q22 연결 실적은 매출액 3.48조원(+0.2% YoY), 영업이익 2,591억원(-6.4% YoY)으로 시장 기대치 하회 전망
- 기업인프라 관련 수주 일부가 4Q22로 이연됨에 따라 3Q22 기업인프라 매출액은 전년 대비 -2.4% 감소 전망
- 3Q22 무선 ARPU 29,133원(-5.8% YoY)을 예상하며 무선 서비스수익은 전년 대비 +2.0% 성장 전망

### 2023년 연결 영업이익 1조 565억원(+5.4% YoY) 전망

- 2023년 연결 매출액 13조 7,390억원(-1.1% YoY), 영업이익 1조 565억원(+5.4% YoY) 전망
- 유무선 통신 사업 성장 둔화에도 불구하고 마케팅비용 효율화 및 전반적인 비용 통제로 영업이익 개선 가능
- 2023년 말 기준 5G 가입자는 825만명으로 핸드셋 가입자 대비 70.3% 보급률을 기록할 전망

### 차별화된 사업 전략이 필요한 LG유플러스

- 역사적 저점 수준의 밸류에이션은 매력적이나, 본업을 뒷받침하는 중장기 성장 동력에 대한 확신이 필요한 시기
- 탈통신 전략으로 내세운 'U+ 3.0' 비전은 이러한 고민에서 시작된 자구책으로 2023년 'U+ 3.0' 성과에 주목
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 Target Multiple 조정으로 기존 20,000원에서 17,000원으로 -15.0% 하향

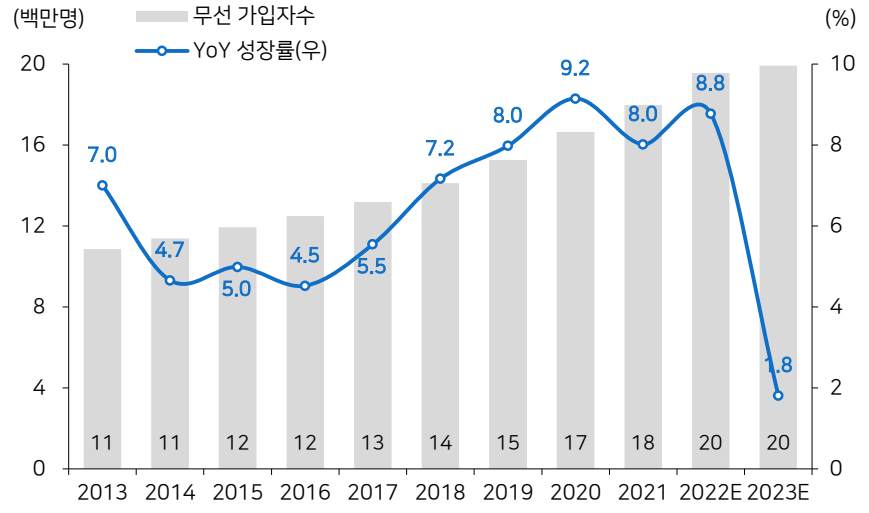
| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020 | 13,417.6 | 886.2 | 466.8 | 1,069 | 8.9 | 16,891 | 11.0 | 0.7 | 3.5 | 6.5 | 139.8 |
| 2021 | 13,851.1 | 979.0 | 712.3 | 1,632 | 51.5 | 17,574 | 8.3 | 0.8 | 3.6 | 9.5 | 143.4 |
| 2022E | 13,892.9 | 1,002.6 | 663.0 | 1,519 | -8.0 | 18,502 | 7.4 | 0.6 | 2.8 | 8.4 | 120.2 |
| 2023E | 13,739.0 | 1,056.5 | 720.3 | 1,650 | 8.6 | 19,512 | 6.8 | 0.6 | 2.5 | 8.7 | 104.1 |
| 2024E | 13,445.7 | 1,110.6 | 775.0 | 1,775 | 7.6 | 20,598 | 6.3 | 0.5 | 2.3 | 8.9 | 90.7 |

# LG유플러스 – 성장에 대한 확신이 필요

**가입자 증가에도 ARPU 하락 지속**

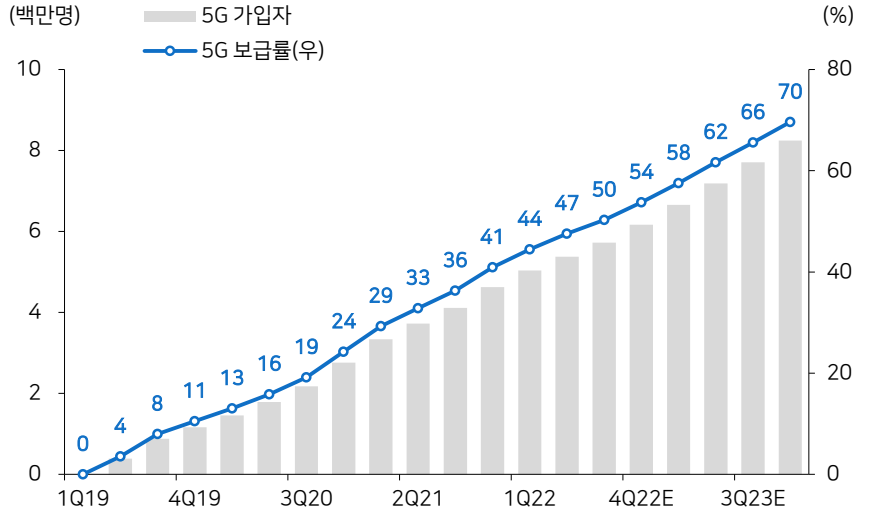
- 3Q22 연결 실적은 매출액 3.48조원(+0.2% YoY), 영업이익 2,591억원(-6.4% YoY) 전망
- 기업인프라 관련 수주 일부 지연으로 3Q22 기업인프라 매출액은 전년 대비 -2.4% 감소 전망
- 3Q22 무선 ARPU 29,133원(-5.8% YoY)을 예상하며 무선 서비스수익은 전년 대비 +2.0% 성장 전망
- MNO의 질적 성장과 MVNO의 양적 성장에 집중하면서 무선 ARPU 하락에도 가입자는 꾸준히 증가할 전망

**무선 가입자수 및 성장률**




자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

**5G 가입자수와 보급률 추이 및 전망**



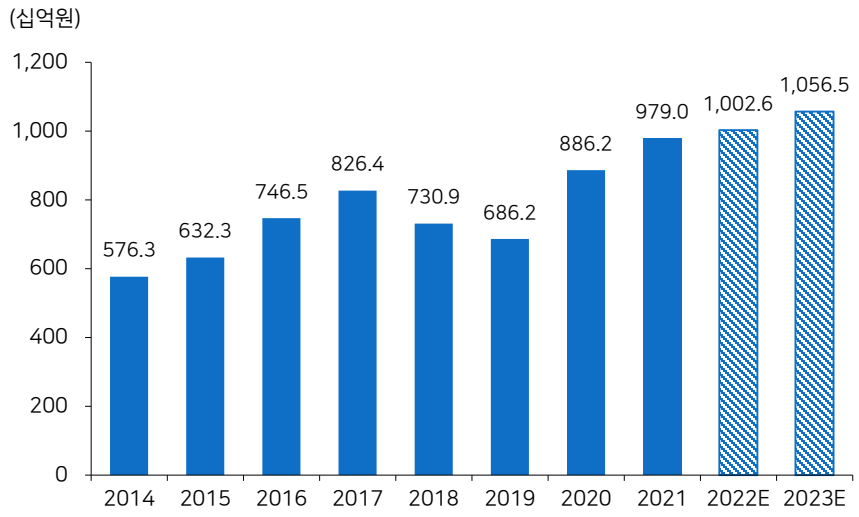

자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

# LG유플러스 – 성장에 대한 확신이 필요

**성장에 대한 청사진을 보여줄 2023년**

- 2023년 연결 매출액 13조 7,390억원(-1.1% YoY), 영업이익 1조 565억원(+5.4% YoY) 전망
- 유무선 통신 사업 성장 둔화에도 불구하고 마케팅비용 포함 전반적인 비용 통제로 영업이익 개선 가능 전망
- 2023년 말 기준 5G 가입자는 825만명으로 핸드셋 가입자 대비 70.3% 보급률 기록 전망
- 역사적 저점 수준의 밸류에이션은 매력적이나, 통신 외 중장기 성장 동력에 대한 확신이 필요한 시기
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 Target Multiple 시기 조정('18~'20년 → '19~'21년)으로 20,000원에서 17,000원으로 -15.0% 하향

**LG유플러스 연결 영업이익 추이 및 전망**




자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

**LG유플러스 Valuation**

| (십억원) | 내용 | 비고 |
|---|---|---|
| EBITDA | 3,899.8 | 12M Forward |
| Target EV/EBITDA (배) | 3.4 | 과거 3년 평균에 10% 할인 |
| 영업가치 | 13,307.5 | |
| 순차입금 | 5,845.7 | 2Q22 기준 |
| **적정기업가치** | **7,461.9** | |
| 발행주식수 (천주) | 436,611 | |
| **적정가치 (원)** | **17,090** | |
| **적정주가 (원)** | **17,000** | |

자료: 메리츠증권 리서치센터

# LG유플러스 실적 추이 및 전망



| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22E | 4Q22E | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **영업수익** | **3,410.0** | **3,384.3** | **3,482.8** | **3,615.8** | **3,446.7** | **3,380.2** | **3,410.4** | **3,501.8** | **13,851.1** | **13,892.9** | **13,739.0** |
| % YoY | -0.2% | 1.2% | 0.2% | 0.1% | 1.1% | -0.1% | -2.1% | -3.2% | 3.2% | 0.3% | -1.1% |
| 서비스수익 | **2,774.2** | **2,850.6** | **2,808.9** | **2,891.5** | **2,843.0** | **2,884.0** | **2,839.8** | **2,892.9** | **11,067.8** | **11,325.1** | **11,459.7** |
| 무선 | 1,559.2 | 1,584.2 | 1,589.8 | 1,620.3 | 1,606.7 | 1,607.3 | 1,599.8 | 1,602.0 | 6,223.0 | 6,353.5 | 6,415.8 |
| 스마트홈 | 743.8 | 740.8 | 748.0 | 755.1 | 760.4 | 764.0 | 770.4 | 776.3 | 2,869.1 | 2,987.7 | 3,071.1 |
| 전화 | 102.1 | 103.0 | 102.3 | 101.6 | 100.9 | 100.3 | 99.6 | 98.9 | 432.9 | 409.0 | 399.7 |
| 기업인프라 | 369.4 | 412.0 | 368.7 | 414.5 | 375.0 | 412.4 | 370.0 | 415.7 | 1,527.3 | 1,564.6 | 1,573.2 |
| 단말수익 | **635.8** | **533.7** | **673.9** | **724.4** | **603.7** | **496.2** | **570.6** | **608.8** | **2,783.3** | **2,567.8** | **2,279.3** |
| **영업비용** | **3,148.7** | **3,135.9** | **3,223.7** | **3,382.0** | **3,177.1** | **3,099.7** | **3,136.3** | **3,269.3** | **12,872.1** | **12,890.3** | **12,682.5** |
| % YoY | 0.2% | 1.9% | 0.7% | -2.1% | 0.9% | -1.2% | -2.7% | -3.3% | 2.7% | 0.1% | -1.6% |
| 인건비 | 411.2 | 474.3 | 410.5 | 438.0 | 430.8 | 439.4 | 422.8 | 458.9 | 1,648.0 | 1,734.1 | 1,751.8 |
| 감가상각비 | 526.4 | 521.9 | 529.6 | 532.6 | 537.3 | 538.8 | 536.8 | 542.8 | 2,071.1 | 2,110.5 | 2,155.7 |
| 무형자산상각비 | 84.0 | 87.3 | 91.9 | 91.4 | 84.4 | 87.1 | 87.8 | 89.0 | 370.0 | 354.5 | 348.4 |
| 외주용역비 | 71.9 | 76.9 | 75.3 | 78.6 | 76.3 | 78.1 | 77.0 | 78.7 | 280.7 | 302.6 | 310.1 |
| 접속료 | 125.7 | 124.8 | 131.7 | 133.7 | 124.5 | 123.6 | 130.4 | 132.4 | 534.2 | 515.9 | 510.8 |
| 지급수수료 | 556.5 | 531.9 | 542.1 | 551.7 | 541.3 | 536.4 | 519.0 | 509.0 | 2,162.3 | 2,182.2 | 2,105.6 |
| 광고선전비 | 36.8 | 49.2 | 57.2 | 56.7 | 50.7 | 54.8 | 55.2 | 55.6 | 244.4 | 200.0 | 216.3 |
| 상품구입비 | 662.1 | 559.0 | 698.6 | 785.3 | 634.1 | 540.0 | 602.7 | 675.7 | 2,855.4 | 2,705.1 | 2,452.5 |
| **영업이익** | **261.2** | **248.4** | **259.1** | **233.9** | **269.5** | **280.4** | **274.1** | **232.5** | **979.0** | **1,002.6** | **1,056.5** |
| % YoY | -5.2% | -7.5% | -6.4% | 47.8% | 3.2% | 12.9% | 5.8% | -0.6% | 10.5% | 2.4% | 5.4% |
| 영업이익률 | 7.7% | 7.3% | 7.4% | 6.5% | 7.8% | 8.3% | 8.0% | 6.6% | 7.1% | 7.2% | 7.7% |
| 법인세차감전순이익 | 229.1 | 214.0 | 228.0 | 200.0 | 238.2 | 250.1 | 244.9 | 203.7 | 902.9 | 869.7 | 936.9 |
| 법인세비용 | 58.7 | 52.0 | 49.0 | 43.6 | 55.5 | 56.8 | 54.7 | 45.9 | 181.0 | 203.4 | 213.0 |
| **당기순이익** | **170.4** | **162.0** | **178.9** | **156.4** | **182.7** | **193.2** | **190.2** | **157.8** | **724.2** | **666.3** | **723.9** |
| 당기순이익률 | 5.0% | 4.8% | 5.1% | 4.3% | 5.3% | 5.7% | 5.6% | 4.5% | 5.2% | 4.8% | 5.3% |
| **주요지표 (천명)** | | | | | | | | | | | |
| 무선통신 가입자수 | 18,473 | 18,968 | 19,261 | 19,566 | 19,781 | 19,916 | 19,947 | 19,921 | 17,987 | 19,566 | 19,921 |
| 5G 가입자수 | 5,034 | 5,373 | 5,722 | 6,169 | 6,656 | 7,188 | 7,706 | 8,245 | 4,626 | 6,169 | 8,245 |
| 5G 침투율 (%) | 27.3% | 28.3% | 29.7% | 31.5% | 33.6% | 36.1% | 38.6% | 41.4% | 25.7% | 31.5% | 41.4% |

자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

# LG유플러스(032640)



## Income Statement

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **13,417.6** | **13,851.1** | **13,892.9** | **13,739.0** | **13,445.7** |
| 매출액증가율(%) | 8.4 | 3.2 | 0.3 | -1.1 | -2.1 |
| 매출원가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매출총이익 | 13,417.6 | 13,851.1 | 13,892.9 | 13,739.0 | 13,445.7 |
| 판매비와관리비 | 12,531.5 | 12,872.1 | 12,890.3 | 12,682.5 | 12,335.1 |
| **영업이익** | **886.2** | **979.0** | **1,002.6** | **1,056.5** | **1,110.6** |
| 영업이익률(%) | 6.6 | 7.1 | 7.2 | 7.7 | 8.3 |
| 금융손익 | -94.5 | -96.6 | -124.3 | -109.2 | -92.9 |
| 종속/관계기업관련손익 | 0.6 | 2.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | -418.9 | 20.5 | -8.7 | -10.5 | -11.2 |
| 세전계속사업이익 | 373.4 | 905.2 | 869.7 | 936.9 | 1,006.5 |
| 법인세비용 | 120.8 | 181.0 | 203.4 | 213.0 | 227.6 |
| **당기순이익** | **478.1** | **724.2** | **666.3** | **723.9** | **778.9** |
| 지배주주지분 순이익 | 466.8 | 712.3 | 663.0 | 720.3 | 775.0 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 4,950.9 | 5,164.4 | 4,660.1 | 4,795.3 | 5,087.0 |
| 현금및현금성자산 | 726.2 | 770.3 | 413.5 | 625.9 | 775.8 |
| 매출채권 | 1,855.7 | 1,763.3 | 1,728.0 | 1,762.6 | 1,850.7 |
| 재고자산 | 284.1 | 241.4 | 242.1 | 239.4 | 234.3 |
| 비유동자산 | 13,399.3 | 14,206.1 | 13,766.9 | 13,187.7 | 12,625.7 |
| 유형자산 | 9,949.8 | 10,196.1 | 9,861.2 | 9,362.0 | 8,851.4 |
| 무형자산 | 1,540.7 | 2,303.4 | 2,198.9 | 2,119.7 | 2,070.0 |
| 투자자산 | 130.9 | 161.0 | 161.2 | 160.3 | 158.6 |
| **자산총계** | **18,350.2** | **19,370.5** | **18,427.0** | **17,982.9** | **17,712.6** |
| 유동부채 | 4,328.3 | 5,073.7 | 4,303.7 | 4,042.1 | 3,795.4 |
| 매입채무 | 73.8 | 333.6 | 204.3 | 202.0 | 197.7 |
| 단기차입금 | 50.0 | 0.0 | 0.4 | 0.8 | 1.2 |
| 유동성장기부채 | 1,081.6 | 1,774.6 | 1,270.0 | 1,143.0 | 1,028.7 |
| 비유동부채 | 6,370.6 | 6,338.3 | 5,756.3 | 5,129.3 | 4,627.8 |
| 사채 | 3,392.3 | 3,182.4 | 2,802.4 | 2,374.9 | 2,067.1 |
| 장기차입금 | 1,278.1 | 1,103.1 | 975.1 | 859.9 | 756.3 |
| **부채총계** | **10,699.0** | **11,412.0** | **10,060.0** | **9,171.4** | **8,423.2** |
| 자본금 | 2,574.0 | 2,574.0 | 2,574.0 | 2,574.0 | 2,574.0 |
| 자본잉여금 | 836.9 | 836.9 | 836.9 | 836.9 | 836.9 |
| 기타포괄이익누계액 | -4.6 | -1.8 | -1.8 | -1.8 | -1.8 |
| 이익잉여금 | 3,968.6 | 4,364.1 | 4,769.2 | 5,210.1 | 5,684.1 |
| 비지배주주지분 | 276.4 | 285.4 | 288.8 | 292.4 | 296.3 |
| **자본총계** | **7,651.2** | **7,958.6** | **8,367.0** | **8,811.5** | **9,289.5** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | **2,548.6** | **3,404.5** | **3,349.7** | **3,474.9** | **3,296.2** |
| 당기순이익(손실) | 478.1 | 724.2 | 666.3 | 723.9 | 778.9 |
| 유형자산감가상각비 | 2,026.0 | 2,071.1 | 2,465.0 | 2,504.1 | 2,508.6 |
| 무형자산상각비 | 344.4 | 370.0 | 354.5 | 339.2 | 329.7 |
| 운전자본의 증감 | -2,569.9 | -2,013.8 | -136.2 | -92.4 | -321.0 |
| **투자활동 현금흐름** | **-2,615.6** | **-2,944.8** | **-2,380.6** | **-2,262.8** | **-2,273.7** |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -2,703.4 | -2,251.2 | -2,130.0 | -2,005.0 | -1,998.0 |
| 투자자산의 감소(증가) | -15.9 | -27.8 | -0.2 | 0.9 | 1.7 |
| **재무활동 현금흐름** | **157.2** | **-416.5** | **-1,325.8** | **-999.8** | **-872.6** |
| 차입금증감 | 1,081.1 | 208.3 | -1,089.4 | -741.9 | -593.2 |
| 자본의증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **현금의증가(감소)** | 88.9 | 44.1 | -356.8 | 212.4 | 149.9 |
| 기초현금 | 637.3 | 726.2 | 770.3 | 413.5 | 625.9 |
| 기말현금 | 726.2 | 770.3 | 413.5 | 625.9 | 775.8 |

## Key Financial Data

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 30,731 | 31,724 | 31,820 | 31,467 | 30,796 |
| EPS(지배주주) | 1,069 | 1,632 | 1,519 | 1,650 | 1,775 |
| CFPS | 12,117 | 13,182 | 8,672 | 8,845 | 8,933 |
| EBITDAPS | 7,459 | 7,833 | 8,754 | 8,932 | 9,044 |
| BPS | 16,891 | 17,574 | 18,502 | 19,512 | 20,598 |
| DPS | 450 | 550 | 600 | 650 | 700 |
| 배당수익률(%) | 3.8 | 4.0 | 5.3 | 5.8 | 6.2 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 11.0 | 8.3 | 7.4 | 6.8 | 6.3 |
| PCR | 1.0 | 1.0 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| PSR | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| PBR | 0.7 | 0.8 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| EBITDA | 3,256.6 | 3,420.2 | 3,822.1 | 3,899.9 | 3,948.9 |
| EV/EBITDA | 3.5 | 3.6 | 2.8 | 2.5 | 2.3 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 6.5 | 9.5 | 8.4 | 8.7 | 8.9 |
| EBITDA이익률 | 24.3 | 24.7 | 27.5 | 28.4 | 29.4 |
| 부채비율 | 139.8 | 143.4 | 120.2 | 104.1 | 90.7 |
| 금융비용부담률 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| 이자보상배율(x) | 5.9 | 6.4 | 7.0 | 8.6 | 10.2 |
| 매출채권회전율(x) | 7.4 | 7.7 | 8.0 | 7.9 | 7.4 |
| 재고자산회전율(x) | 37.2 | 52.7 | 57.5 | 57.1 | 56.8 |

2023년 전망 시리즈 10

통신/미디어

# 광고/영화/유료방송 기업분석

| 종목 | 투자판단 | 적정주가 |
|---|---|---|
| 제일기획 (030000) | Buy | 37,000원 |
| 이노션 (214320) | Buy | 60,000원 |
| 스카이라이프 (053210) | Buy | 12,500원 |
| CJ CGV (079160) | Buy | 23,000원 |

# 제일기획(030000) 성장하는 방어주

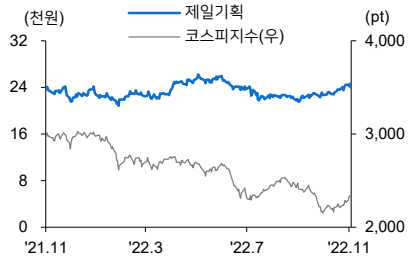
Analyst **정지수** 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

## Buy

| | |
|---|---|
| **적정주가 (12개월)** | **37,000원** |
| **현재주가 (11. 3)** | **24,000원** |
| **상승여력** | **54.2%** |
| KOSPI | 2,329.17pt |
| 시가총액 | 27,610억원 |
| 발행주식수 | 11,504만주 |
| 유동주식비율 | 59.35% |
| 외국인비중 | 32.62% |
| 52주 최고/최저가 | 26,250원/20,850원 |
| 평균거래대금 | 60.4억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 삼성전자 외 5 인 | 28.69 |
| 국민연금공단 | 10.05 |

| **주가상승률(%)** | **1개월** | **6개월** | **12개월** |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 5.7 | -8.6 | 1.3 |
| 상대주가 | -2.2 | 5.2 | 29.4 |

**주가그래프**




### 매 분기 신기록 행진

- 3Q22 연결 매출총이익 4,020억원(+23.4% YoY), 영업이익 931억원(+32.7% YoY)으로 또 다시 최대 실적 달성
- 해외 전 지역에서 두자릿수 성장 달성. 특히, 북미 시장은 최근 2년간 +52.5% 고성장 지속

### 2023년 연결 영업이익 4,028억원(+21.5% YoY)으로 첫 4천억원대 영업이익 진입 전망

- 2023년 연결 매출총이익 1조 6,766억원(+8.3% YoY), 영업이익 4,028억원(+21.5% YoY) 전망
- 경기 둔화로 일부 광고주들의 광고 예산 축소를 우려하나, 퍼포먼스 광고 기반 동사의 대행 물량은 되려 증가
- 지역별 YoY 성장률은 유럽 +6.7%, 중국 +9.2%, 북미 +19.1%, 인도 +14.4%, 동남아 +15.1%, 중동 +12.2% 전망
- 북미 지역은 삼성전자의 마케팅 대행 영역 및 아이템 확대로 향후 2~3년 두자릿수 성장 지속 전망

### 투자의견 Buy 유지, 적정주가 35,000원에서 37,000원으로 +5.7% 상향

- 시기가 다소 지연되고 있으나 북미 혹은 유럽 지역의 디지털 기반 대형 M&A 성사 가능성 존재
- 예상 DPS(주당배당금) 는 2022년 1,100원에서 2023년 1,200원으로 실적 개선에 따른 배당 매력 상승 전망
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 실적 추정치 변경을 반영해 35,000원에서 37,000원으로 +5.7% 상향

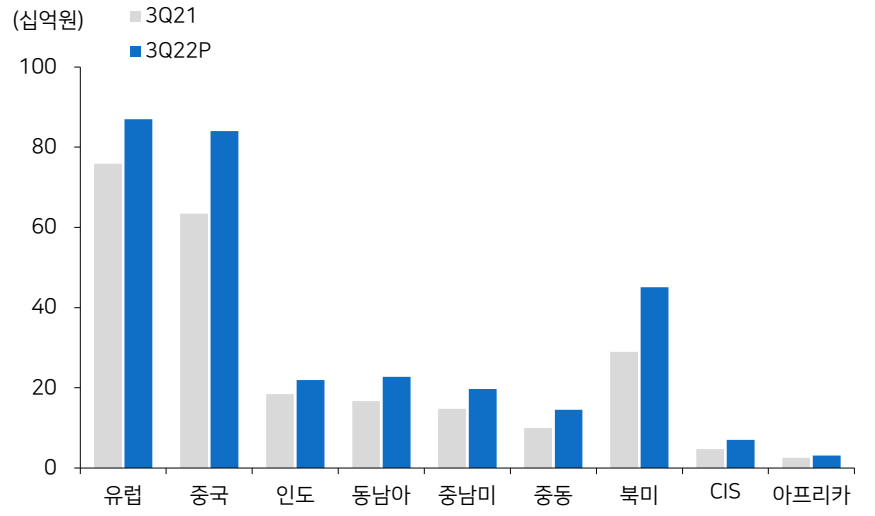
| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020 | 2,747.9 | 204.9 | 157.4 | 1,368 | 13.5 | 8,758 | 15.1 | 2.4 | 7.1 | 16.1 | 120.8 |
| 2021 | 3,325.7 | 248.2 | 165.5 | 1,439 | 5.9 | 9,711 | 15.9 | 2.4 | 6.8 | 15.6 | 125.5 |
| 2022E | 4,250.1 | 329.1 | 229.4 | 1,994 | 38.7 | 10,736 | 12.0 | 2.2 | 6.4 | 19.5 | 141.5 |
| 2023E | 4,645.6 | 402.8 | 274.5 | 2,386 | 19.7 | 12,066 | 10.1 | 2.0 | 5.0 | 20.9 | 136.5 |
| 2024E | 5,131.6 | 444.1 | 302.4 | 2,628 | 10.2 | 13,549 | 9.1 | 1.8 | 4.2 | 20.5 | 133.1 |

# 제일기획 – 성장하는 방어주

**매 분기 신기록 행진**

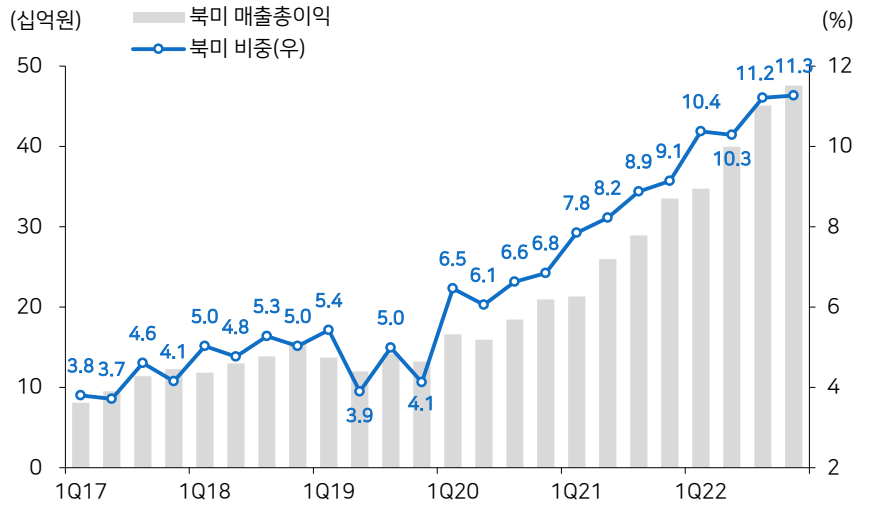
- 3Q22 연결 매출총이익 4,020억원(+23.4% YoY), 영업이익 931억원(+32.7% YoY)으로 최대 실적 달성
- 해외 전 지역에서 두자릿수 성장 달성. 특히, 북미 시장은 최근 2년간 +52.5% 고성장 지속
- 4Q22 연결 매출총이익과 영업이익 각각 4,222억원(+15.2% YoY), 895억원(+37.7% YoY)으로 성장 지속
- 북미 매출총이익 비중은 2017년 3.8%에서 2022년 11.3%로 빠르게 증가

**3Q21 vs 3Q22 지역별 매출총이익 비교**




자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

**제일기획 북미 매출총이익 및 비중**



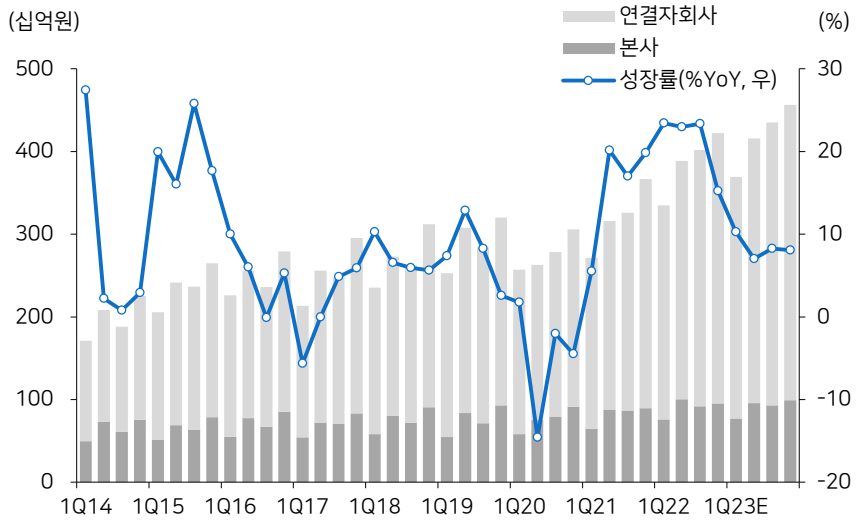

자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

# 제일기획 – 성장하는 방어주

**2023년 전 지역 순성장 지속**

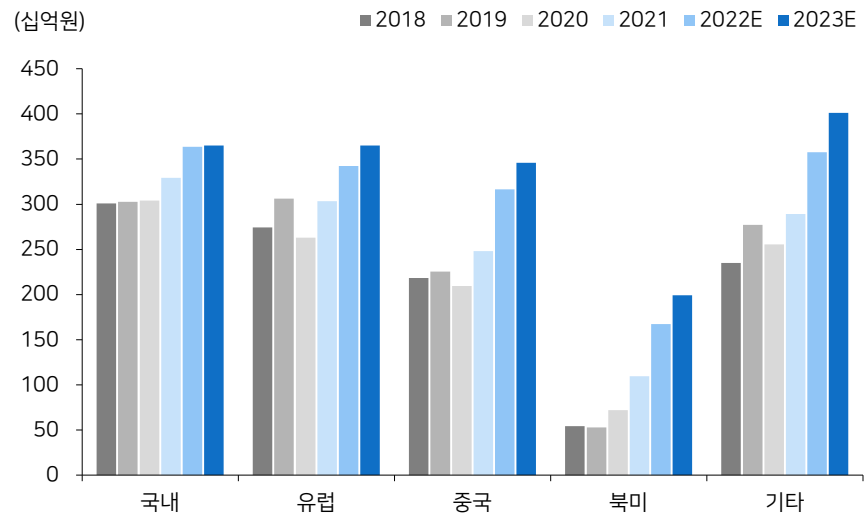
- 2023년 연결 매출총이익 1조 6,766억원(+8.3% YoY), 영업이익 4,028억원(+21.5% YoY) 전망
- 경기 둔화 우려로 일부 광고주들의 광고 예산 축소에도, 퍼포먼스 광고 기반 동사의 대행 물량은 되려 증가
- 지역별 YoY 성장률은 유럽 +6.7%, 중국 +9.2%, 북미 +19.1%, 인도 +14.4%, 동남아 +15.1% 등
- 북미 지역은 삼성전자의 마케팅 대행 영역 및 아이템 확대로 향후 2~3년 두자릿수 성장 지속 전망

**제일기획 분기 매출총이익 추이 및 전망**




자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

**제일기획 지역별 매출총이익 추이 및 전망**



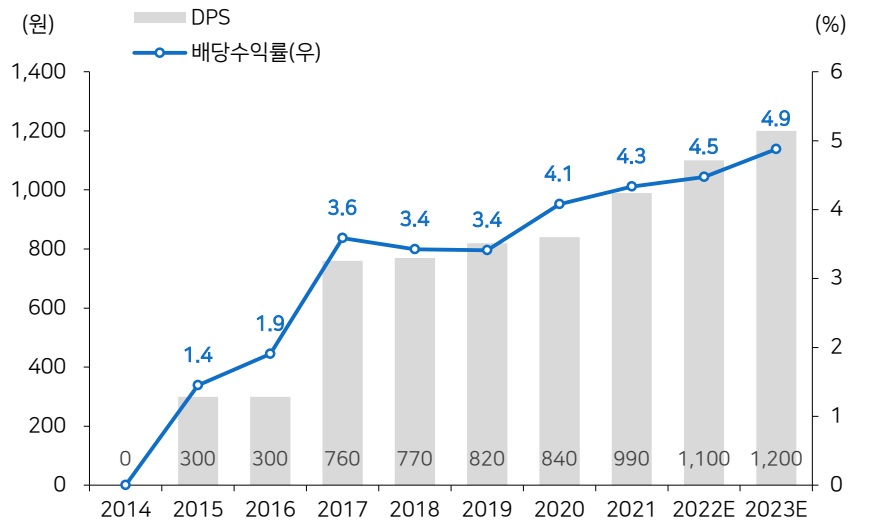

자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

# 제일기획 – 성장하는 방어주

**투자의견 Buy 유지,**
**적정주가 37,000원으로 상향**

- 시기가 다소 지연되고 있으나 북미 혹은 유럽 지역의 디지털 기반 대형 M&A 성사 가능성 존재
- 예상 DPS는 2022년 1,100원에서 2023년 1,200원으로 실적 개선에 따른 배당 매력 상승 전망
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 실적 추정치 변경을 반영해 35,000원에서 37,000원으로 +5.7% 상향

**제일기획 DPS 추이 및 전망**




자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

**제일기획 Valuation**

| 구분 | 내용 | 비고 |
|---|---|---|
| 12M FW 지배주주순이익 (십억원) | 278.1 | |
| EPS (원) | 2,386 | |
| Target PER (배) | 15.5 | 과거 5년 평균 10% 할인 |
| **적정가치 (원)** | **36,966** | |
| **적정주가 (원)** | **37,000** | |

자료: 메리츠증권 리서치센터

# 제일기획 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22P | 4Q22E | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출총이익** | **334.9** | **388.6** | **402.0** | **422.2** | **369.3** | **415.9** | **435.2** | **456.3** | **1,279.6** | **1,547.6** | **1,676.6** |
| % YoY | 23.4% | 23.0% | 23.4% | 15.2% | 10.3% | 7.0% | 8.3% | 8.1% | 15.9% | 20.9% | 8.3% |
| 본사 | 76.0 | 100.2 | 91.9 | 95.4 | 77.3 | 95.6 | 93.0 | 99.2 | 329.3 | 363.7 | 365.2 |
| 매체 | 26.1 | 30.0 | 31.5 | 36.4 | 26.5 | 33.6 | 37.8 | 38.0 | 125.7 | 124.1 | 136.0 |
| 전파매체 | 6.9 | 6.0 | 5.4 | 4.6 | 5.3 | 5.9 | 5.9 | 4.7 | 22.7 | 22.9 | 21.7 |
| 인쇄매체 | 4.6 | 6.5 | 7.2 | 8.5 | 4.3 | 6.1 | 7.1 | 7.5 | 30.5 | 26.8 | 24.9 |
| 뉴미디어 등 | 14.6 | 17.5 | 18.9 | 23.4 | 16.9 | 21.7 | 24.9 | 25.9 | 72.4 | 74.4 | 89.4 |
| 광고물제작 등 | 49.9 | 70.3 | 60.4 | 59.0 | 50.8 | 62.0 | 55.2 | 61.2 | 203.7 | 239.6 | 229.2 |
| 연결자회사 | 258.8 | 288.3 | 310.0 | 326.7 | 292.0 | 320.2 | 342.2 | 357.1 | 950.2 | 1,183.9 | 1,311.4 |
| **판관비** | **276.4** | **300.5** | **308.8** | **332.7** | **296.0** | **312.9** | **322.0** | **342.9** | **1,031.4** | **1,218.5** | **1,273.9** |
| % YoY | 20.0% | 23.2% | 20.8% | 10.4% | 7.1% | 4.1% | 4.3% | 3.8% | 14.7% | 18.1% | 4.8% |
| 인건비 | 199.3 | 218.2 | 217.8 | 235.4 | 208.3 | 223.0 | 226.5 | 237.0 | 745.5 | 870.7 | 894.7 |
| 지급수수료 | 19.9 | 22.9 | 24.3 | 30.1 | 24.0 | 25.1 | 27.0 | 36.0 | 78.3 | 97.1 | 112.1 |
| 임차료 | 12.0 | 12.7 | 15.7 | 15.2 | 16.5 | 16.5 | 17.4 | 16.1 | 45.1 | 55.6 | 66.4 |
| 감가상각비 | 3.5 | 3.5 | 4.4 | 4.4 | 3.9 | 4.0 | 4.6 | 4.8 | 14.3 | 15.8 | 17.3 |
| 무형자산상각비 | 2.3 | 2.4 | 3.1 | 3.1 | 2.8 | 2.9 | 3.4 | 3.6 | 10.6 | 10.8 | 12.6 |
| 기타 | 39.4 | 40.9 | 43.6 | 44.6 | 40.5 | 41.5 | 43.2 | 45.6 | 137.6 | 168.5 | 170.8 |
| **영업이익** | **58.5** | **88.0** | **93.1** | **89.5** | **73.3** | **102.9** | **113.2** | **113.4** | **248.2** | **329.1** | **402.8** |
| % YoY | 42.7% | 22.1% | 32.7% | 37.7% | 25.4% | 16.9% | 21.5% | 23.4% | 21.1% | 32.6% | 21.5% |
| 영업이익률 (%) | 6.2% | 9.0% | 8.1% | 7.6% | 7.0% | 9.5% | 9.3% | 8.8% | 7.5% | 7.7% | 8.7% |
| OP/GP | 17.5% | 22.7% | 23.2% | 21.2% | 19.9% | 24.7% | 26.0% | 24.8% | 19.4% | 21.3% | 24.0% |
| 법인세차감전순이익 | 62.5 | 92.8 | 97.7 | 93.0 | 76.6 | 106.1 | 116.1 | 116.2 | 259.6 | 346.0 | 415.1 |
| 법인세비용 | 17.3 | 31.4 | 33.1 | 30.7 | 25.3 | 35.0 | 38.3 | 38.3 | 92.0 | 112.5 | 137.0 |
| **당기순이익** | **45.2** | **61.3** | **64.6** | **62.3** | **51.4** | **71.1** | **77.8** | **77.9** | **167.6** | **232.4** | **278.1** |
| 당기순이익률 (%) | 4.8% | 6.3% | 5.7% | 5.3% | 4.9% | 6.6% | 6.4% | 6.0% | 5.0% | 5.5% | 6.0% |
| **주요 지표(광고비)** | | | | | | | | | | | |
| 4대매체 | 571.7 | 789.5 | 626.1 | 735.0 | 543.2 | 750.1 | 594.9 | 698.4 | 2,895.8 | 2,722.3 | 2,586.5 |
| 뉴미디어(유료방송) | 502.6 | 694.1 | 550.5 | 646.2 | 509.1 | 703.0 | 557.5 | 654.5 | 2,362.5 | 2,393.3 | 2,424.1 |
| 디지털광고 | 1,790.4 | 2,472.4 | 1,960.9 | 2,301.9 | 1,934.1 | 2,670.9 | 2,118.3 | 2,486.7 | 7,834.7 | 8,525.6 | 9,210.2 |
| 광고물제작(BTL) | 161.5 | 223.0 | 176.8 | 207.6 | 162.9 | 225.0 | 178.5 | 209.5 | 760.0 | 768.8 | 775.9 |

자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

# 제일기획(030000)

## Income Statement

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **2,747.9** | **3,325.7** | **4,250.1** | **4,645.6** | **5,131.6** |
| 매출액증가율(%) | -19.7 | 21.0 | 27.8 | 9.3 | 10.5 |
| 매출원가 | 1,643.5 | 2,046.2 | 2,702.5 | 2,969.0 | 3,339.5 |
| 매출총이익 | 1,104.5 | 1,279.6 | 1,547.6 | 1,676.6 | 1,792.1 |
| 판매비와관리비 | 899.5 | 1,031.4 | 1,218.5 | 1,273.9 | 1,348.1 |
| **영업이익** | **204.9** | **248.2** | **329.1** | **402.8** | **444.1** |
| 영업이익률(%) | 7.5 | 7.5 | 7.7 | 8.7 | 8.7 |
| 금융손익 | -6.0 | 6.1 | 11.6 | 9.4 | 11.0 |
| 종속/관계기업관련손익 | -0.3 | 0.2 | -0.1 | 0.1 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | -1.7 | 5.1 | 3.9 | 2.9 | 2.2 |
| 세전계속사업이익 | 196.9 | 259.6 | 344.5 | 415.1 | 457.3 |
| 법인세비용 | 38.6 | 92.0 | 112.0 | 137.0 | 150.9 |
| **당기순이익** | **158.3** | **167.6** | **232.4** | **278.1** | **306.4** |
| 지배주주지분 순이익 | 157.4 | 165.5 | 229.4 | 274.5 | 302.4 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 1,742.3 | 2,018.6 | 2,470.9 | 2,763.3 | 3,139.9 |
| 현금및현금성자산 | 370.2 | 504.3 | 535.7 | 648.1 | 803.3 |
| 매출채권 | 1,010.2 | 1,158.0 | 1,479.8 | 1,617.6 | 1,786.8 |
| 재고자산 | 37.9 | 36.3 | 46.4 | 50.7 | 56.0 |
| 비유동자산 | 500.2 | 523.5 | 544.1 | 558.7 | 541.9 |
| 유형자산 | 82.3 | 81.9 | 89.4 | 95.8 | 79.6 |
| 무형자산 | 165.6 | 167.1 | 172.3 | 177.3 | 172.6 |
| 투자자산 | 53.4 | 66.6 | 74.3 | 77.6 | 81.7 |
| **자산총계** | **2,242.5** | **2,542.1** | **3,014.9** | **3,322.1** | **3,681.8** |
| 유동부채 | 1,063.9 | 1,224.2 | 1,560.9 | 1,705.0 | 1,882.1 |
| 매입채무 | 536.8 | 535.0 | 683.7 | 747.4 | 825.6 |
| 단기차입금 | 14.1 | 12.8 | 12.8 | 12.8 | 12.8 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 163.0 | 190.6 | 205.7 | 212.2 | 220.1 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **부채총계** | **1,226.9** | **1,414.8** | **1,766.6** | **1,917.2** | **2,102.1** |
| 자본금 | 23.0 | 23.0 | 23.0 | 23.0 | 23.0 |
| 자본잉여금 | 123.9 | 123.9 | 123.9 | 123.9 | 123.9 |
| 기타포괄이익누계액 | -60.6 | -24.7 | -24.7 | -24.7 | -24.7 |
| 이익잉여금 | 1,271.6 | 1,345.3 | 1,463.3 | 1,616.2 | 1,786.9 |
| 비지배주주지분 | 8.0 | 10.1 | 13.2 | 16.9 | 20.9 |
| **자본총계** | **1,015.5** | **1,127.3** | **1,248.3** | **1,404.9** | **1,579.6** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | **219.5** | **249.5** | **206.6** | **278.0** | **296.8** |
| 당기순이익(손실) | 158.3 | 167.6 | 232.4 | 278.1 | 306.4 |
| 유형자산감가상각비 | 58.4 | 60.1 | 19.5 | 21.6 | 16.2 |
| 무형자산상각비 | 13.8 | 10.6 | 4.7 | 5.1 | 4.7 |
| 운전자본의 증감 | -0.8 | -28.7 | -50.0 | -26.8 | -30.6 |
| **투자활동 현금흐름** | **-111.4** | **33.0** | **-90.3** | **-60.8** | **-28.0** |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -12.5 | -13.9 | -27.0 | -28.0 | 0.0 |
| 투자자산의 감소(증가) | -7.0 | -13.2 | -7.7 | -3.3 | -4.1 |
| **재무활동 현금흐름** | **-145.4** | **-148.6** | **-84.9** | **-104.8** | **-113.4** |
| 차입금증감 | 0.4 | 34.9 | 15.4 | 6.6 | 8.1 |
| 자본의증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **현금의증가(감소)** | -37.9 | 134.1 | 31.4 | 112.4 | 155.3 |
| 기초현금 | 408.1 | 370.2 | 504.3 | 535.7 | 648.1 |
| 기말현금 | 370.2 | 504.3 | 535.7 | 648.1 | 803.3 |

## Key Financial Data

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 23,886 | 28,909 | 36,944 | 40,382 | 44,607 |
| EPS(지배주주) | 1,368 | 1,439 | 1,994 | 2,386 | 2,628 |
| CFPS | 2,533 | 2,955 | 3,199 | 3,827 | 4,131 |
| EBITDAPS | 2,409 | 2,772 | 3,071 | 3,733 | 4,042 |
| BPS | 8,758 | 9,711 | 10,736 | 12,066 | 13,549 |
| DPS | 840 | 990 | 1,100 | 1,200 | 1,300 |
| 배당수익률(%) | 4.1 | 4.3 | 4.6 | 5.0 | 5.4 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 15.1 | 15.9 | 12.0 | 10.1 | 9.1 |
| PCR | 8.1 | 7.7 | 7.5 | 6.3 | 5.8 |
| PSR | 0.9 | 0.8 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| PBR | 2.4 | 2.4 | 2.2 | 2.0 | 1.8 |
| EBITDA | 277.1 | 318.9 | 353.3 | 429.4 | 465.0 |
| EV/EBITDA | 7.1 | 6.8 | 6.4 | 5.0 | 4.2 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 16.1 | 15.6 | 19.5 | 20.9 | 20.5 |
| EBITDA이익률 | 10.1 | 9.6 | 8.3 | 9.2 | 9.1 |
| 부채비율 | 120.8 | 125.5 | 141.5 | 136.5 | 133.1 |
| 금융비용부담률 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 이자보상배율(x) | 35.0 | 36.4 | 42.5 | 49.5 | 52.8 |
| 매출채권회전율(x) | 2.6 | 3.1 | 3.2 | 3.0 | 3.0 |
| 재고자산회전율(x) | 80.1 | 89.7 | 102.8 | 95.7 | 96.2 |

# 이노션(214320) 아쉬운 영업 환경

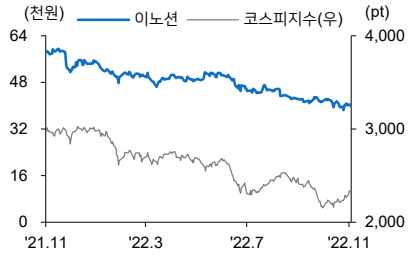
Analyst **정지수** 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

## Buy

| 적정주가 (12개월) | 60,000원 |
|---|---|
| 현재주가 (11.3) | 39,950원 |
| 상승여력 | 50.2% |
| KOSPI | 2,329.17pt |
| 시가총액 | 7,990억원 |
| 발행주식수 | 2,000만주 |
| 유동주식비율 | 69.07% |
| 외국인비중 | 30.92% |
| 52주 최고/최저가 | 59,500원/38,500원 |
| 평균거래대금 | 9.9억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 정성이 외 3 인 | 28.72 |
| NHPEA IV Highlight Holdings AB | 18.00 |
| 국민연금공단 | 10.58 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -3.7 | -18.8 | -31.6 |
| 상대주가 | -10.9 | -6.6 | -12.6 |

**주가그래프**




### 인건비 증가 부담 여전

- 3Q22 연결 매출총이익은 1,872억원(+10.4% YoY), 영업이익 376억원(-5.6% YoY)으로 시장 컨센서스 부합 전망
- 4Q22 그랜저 풀체인지 등 신차 효과 지속과 카타르 월드컵 개최로 매출총이익과 영업이익 모두 개선 전망
- 11월 카타르 월드컵 개막에 따른 매출총이익 증가 효과는 이전과 동일하게 약 100억원 수준 예상
- 러시아 분쟁에 따른 물량 감소는 인도네시아 캠페인 물량 증가로 상쇄하며 전반적인 신흥시장 실적은 견조

### 2023년 연결 영업이익 1,396억원(+5.7% YoY) 전망

- 2023년 연결 매출총이익과 영업이익은 각각 7,685억원(+3.2% YoY), 1,396억원(+5.7% YoY) 전망
- 코로나19 회복에 따른 BTL 대행 물량과 비계열 광고주 영입으로 해외 전 지역에서 순성장 전망
- 다만, 2021/2022년 대비 2023년에는 주요 고객사의 신차 출시 라인업이 축소됨에 따라 캡티브 물량 소폭 감소 예상

### 기존과 신규 마케팅 영역에서 역량 강화

- Wellcom과 디퍼플, 스튜디오레논까지 지속까지 M&A를 통한 디지털 역량 강화는 긍정적인 변화
- 2Q22 기준 5,609억원의 순현금을 보유 중이며, 밸류에이션 역시 PER 10.8배 수준으로 매력적

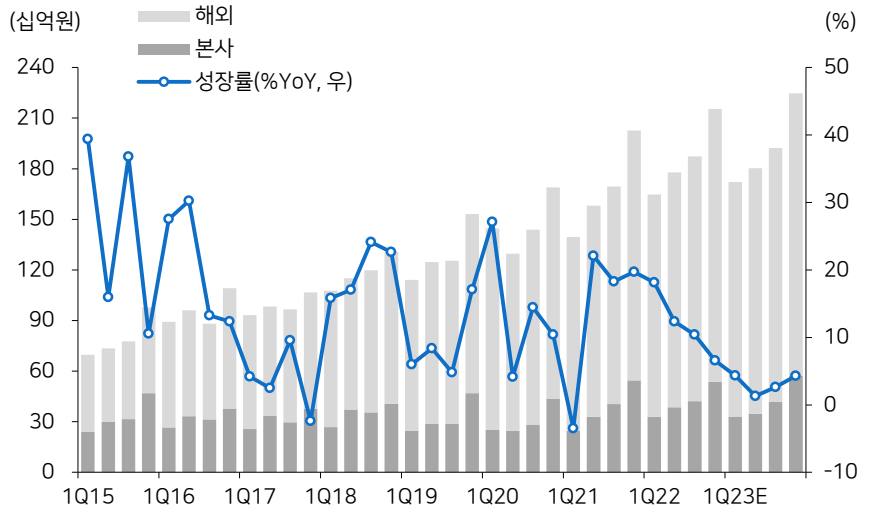
| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020 | 1,221.1 | 111.5 | 63.5 | 3,174 | -10.9 | 38,463 | 18.8 | 1.5 | 5.3 | 8.3 | 160.7 |
| 2021 | 1,502.0 | 135.7 | 65.9 | 3,295 | 3.4 | 41,003 | 16.8 | 1.4 | 3.6 | 8.3 | 163.7 |
| 2022E | 1,561.5 | 132.1 | 63.8 | 3,191 | 3.9 | 42,393 | 12.5 | 0.9 | 2.0 | 7.7 | 158.9 |
| 2023E | 1,613.2 | 139.6 | 74.0 | 3,697 | 11.3 | 44,141 | 10.8 | 0.9 | 1.7 | 8.5 | 153.1 |
| 2024E | 1,984.4 | 171.7 | 87.7 | 4,385 | 18.6 | 46,476 | 9.1 | 0.9 | 0.9 | 9.7 | 171.1 |

# 이노션 – 아쉬운 영업 환경

**4Q22 월드컵 효과 기대**

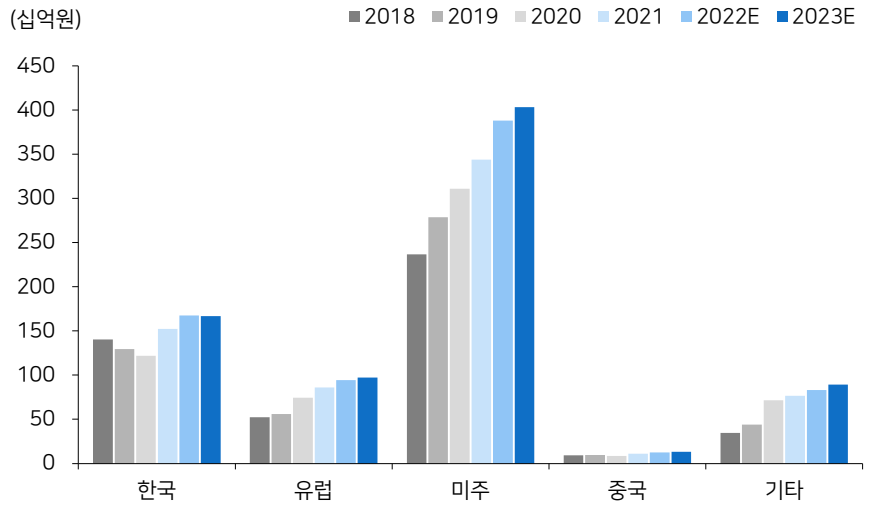
- 4Q22 그랜저 풀체인지 등 신차 효과 지속과 카타르 월드컵 개최로 매출총이익과 영업이익 모두 개선 전망
- 11월 카타르 월드컵 개막에 따른 매출총이익 증가 효과는 이전과 동일하게 약 100억원 수준 예상
- 2023년 연결 매출총이익과 영업이익은 각각 7,685억원(+3.2% YoY), 1,396억원(+5.7% YoY) 전망
- 다만, 2023년에는 주요 고객사의 신차 출시 라인업이 축소됨에 따라 캡티브 물량 소폭 감소 예상
- 2Q22 기준 5,609억원의 순현금을 보유 중이며, 밸류에이션 역시 PER 10.8배 수준으로 매력적

**이노션 분기 매출총이익 추이 및 전망**




자료: 이노션, 메리츠증권 리서치센터

**이노션 지역별 매출총이익 추이 및 전망**




자료: 이노션, 메리츠증권 리서치센터

# 이노션 – 2022년 신차 출시 일정

## 현대차

| 출시 시장 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|
| 한국 | ▪ IONIQ HEV F/L (1월)<br>▪ 쏘나타 신형 (3월)<br>▪ IONIQ EV F/L (5월)<br>▪ 베뉴 (7월)<br>▪ 쏘나타 HEV (9월)<br>▪ 코나HEV(8월)<br>▪ 포터 F/L (11월)<br>▪ 그랜저 F/L (11월)<br>▪ 포터EV (12월) | ▪ GV80 (1월)<br>▪ G80 (3월)<br>▪ i30 F/L(3월)<br>▪ 아반떼 (4월)/아반떼 HEV (7월)<br>▪ 싼타페 F/L (7월)<br>▪ 투싼 (8월)<br>/투싼 HEV (8월)<br>▪ G70 F/L (8월)<br>▪ 코나 F/L (11월)<br>▪ GV70 (12월) | ▪ IONIQ 5 (4월)<br>▪ 스타리아 (4월)<br>▪ G80EV (8월)<br>▪ 캐스퍼 (9월)<br>▪ GV60 (10월)<br>▪ G90 (4Q)<br>▪ 펠리세이드 F/L (4Q) | ▪ 그랜저 풀체인지 (4Q)<br>▪ IONIQ 6 (10월)<br>▪ G90 (HDP, 12월) | ▪ IONIQ 7 (2024) |
| 미국 | ▪ G90 F/L (5월)<br>▪ 펠리세이드 (7월)<br>▪ 베뉴 (9월)<br>▪ 쏘나타 (10월)<br>▪ IONIQ F/L (11월) | ▪ 아반떼 (11월)<br>▪ G80 (12월)<br>▪ GV80 (12월) | ▪ G70 F/L (1Q)<br>▪ 싼타페 F/L (1Q)<br>▪ 투싼 (3월)<br>▪ IONIQ 5 (5월)<br>▪ GV70 (5월) | ▪ G80 EV (9월)<br>▪ GV60 EV (6월) | ▪ IONIQ 6 (1Q23)<br>▪ 싼타페 HEV (4Q23)<br>▪ GV70 (현지생산)<br>▪ IONIQ 7 (2024) |
| 중국 | ▪ 쏘나타 PHEV (2월)<br>▪ 코나 (3월)<br>▪ 아반떼 PHEV (8월)<br>▪ 투싼 F/L (9-10월)<br>▪ 싼타페 신형 (11월)<br>▪ 라페스타 (12월) | ▪ 라페스타 EV (1월)<br>▪ 쏘나타 (6월)<br>▪ 아반떼 (9월)<br>▪ ix35 F/L (11월) | ▪ 미스트라 (1월)<br>▪ 미스트라 EV (3월)<br>▪ 라페스타 F/L (3Q)<br>▪ Custo (2H)<br>▪ 중국형 MPV (2H)<br>▪ 투싼 (2H) | ▪ 크레타 (상품성개선, 2H)<br>▪ iX35 (상품성개선, 2H) | |
| 유럽 | ▪ IONIQ F/L (5월)<br>▪ i10 (12월) | ▪ i30 F/L (6월)<br>▪ i20 (7월)<br>▪ 코나 F/L (9월)<br>▪ 싼타페 F/L (11월) | ▪ i20 F/L (1Q)<br>▪ IONIQ 5 (2Q)<br>▪ 스타리아 (2Q)<br>▪ 싼타페 PHEV (2Q)<br>▪ 투싼 PHEV (2Q)<br>▪ GV70 (2Q)<br>▪ G80 EV (8월)<br>▪ 바이온 (3월) | | ▪ IONIQ 6 (1Q23)<br>▪ IONIQ 7 (2024) |
| 인도 | ▪ 베뉴 (5월)<br>▪ 코나 (5월)<br>▪ I10 (12월) | ▪ Creta (3월)<br>▪ 베르나 F/L (3월)<br>▪ i20 (10월) | ▪ Creta 롱바디 (5월)<br>▪ 알카자르 (8월)<br>▪ i20 N (9월) | | |

자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

## 기아

| 출시 시장 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|
| 한국 | ▪ 쏘울 EV (2월)<br>▪ 니로 F/L (3월)<br>▪ K7 F/L (6월)<br>▪ 셀토스 (7월)<br>▪ 봉고 F/L (8월)<br>▪ 모하비 F/L (9월)<br>▪ K5 (11월)<br>▪ K5 PHEV (11월) | ▪ 봉고 EV (1월)<br>▪ 소렌토 (2월)<br>▪ 소렌토 HEV (2월)<br>▪ 모닝 F/L (3월)<br>▪ 카니발 (8월)<br>▪ 스팅어 F/L (9월) | ▪ K7 (3월)<br>▪ K7HEV (3월)<br>▪ K3 F/L (4월)<br>▪ K8 (4월)<br>▪ K9 F/L (5월)<br>▪ 스포티지 (7월)<br>▪ 스포티지 HEV (7월)<br>▪ EV 6 (7월) | ▪ NIRO (1Q)<br>▪ 쏘울 F/L (1H)<br>▪ 셀토스 F/L (2H) | ▪ EV9 (2Q)<br>▪ 소렌토 F/L (2H)<br>▪ 카니발 F/L (2H)<br>▪ K5 F/L (2H) |
| 미국 | ▪ 스포티지 F/L (1월)<br>▪ 텔루라이드 (2월)<br>▪ 쏘울 EV (2월)<br>▪ 쏘울 (3월)<br>▪ 니로 F/L (11월)<br>▪ 셀토스 (12월) | ▪ K7 F/L (1월)<br>▪ K5 (5월)<br>▪ 소렌토 HEV (12월)<br>▪ 소렌토 (12월)<br>▪ 리오 F/L (12월) | ▪ 카니발 (3월)<br>▪ 스팅어 F/L (3월)<br>▪ 소렌토 PHEV (6월)<br>▪ 스포티지 (4Q)<br>▪ K3 F/L (4Q) | ▪ EV6 (1Q)<br>▪ 스포티지 HEV (2Q)<br>▪ 스포티지 PHEV (2Q)<br>▪ 텔루라이드 F/L (2Q) | ▪ EV9 (3Q)<br>▪ 소렌토 F/L (2H)<br>▪ 카니발 F/L (2H)<br>▪ K5 F/L (2H) |
| 중국 | ▪ K3 PHEV (7월)<br>▪ 스포티지 F/L (2월)<br>▪ 셀토스 (11월) | ▪ K3 EV (5월)<br>▪ K5 (8월) | ▪ 즈파오 F/L (2Q)<br>▪ 카니발 (3Q) | | |
| 유럽 | ▪ 스포티지 F/L (2월)<br>▪ K3 (4월)<br>▪ K3 PHEV (5월)<br>▪ 니로 F/L (6월)<br>▪ Ceed (8월)<br>▪ Ceed PHEV (11월)<br>▪ Ceed 웨건 PHEV (11월) | ▪ 소렌토 (4월)<br>▪ 소렌토 HEV (4월)<br>▪ 모닝 F/L (5월)<br>▪ 프라이드 F/L (5월)<br>▪ 스토닉 F/L (9월)<br>▪ 스팅어 F/L (11월)<br>▪ 소렌토 HEV/PHEV (12월)<br>▪ 소렌토 (12월) | ▪ EV6 (7월)<br>▪ Ceed F/L(8월)<br>▪ 스포티지 (4Q)<br>▪ 스포티지 HEV (4Q) | ▪ 스포티지 PHEV (1Q)<br>▪ NIRO (4월)<br>▪ NIRO HEV (2H)<br>▪ NIRO PHEV (2H) | ▪ EV9 (3Q)<br>▪ 소렌토 F/L (2H)<br>▪ 카니발 F/L (2H)<br>▪ K5 F/L (2H) |
| 인도 | ▪ 셀토스 (7월) | ▪ 카니발 CKD (1월)<br>▪ Sonet (9월) | | ▪ KY MPV (1Q) | |

자료: 기아, 메리츠증권 리서치센터

# 이노션 실적 추이 및 전망



| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22E | 4Q22E | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출총이익** | **164.8** | **177.7** | **187.2** | **215.2** | **171.9** | **180.0** | **192.1** | **224.5** | **668.6** | **744.8** | **768.5** |
| % YoY | 18.1% | 12.4% | 10.4% | 6.6% | 4.3% | 1.3% | 2.6% | 4.3% | 14.2% | 11.3% | 3.2% |
| **I. 본사** | **32.9** | **38.5** | **42.3** | **53.8** | **33.2** | **34.7** | **41.8** | **57.1** | **152.4** | **167.4** | **166.7** |
| 1. 매체대행 | 14.5 | 19.0 | 20.1 | 29.8 | 14.6 | 17.6 | 20.2 | 30.2 | 81.4 | 83.4 | 82.7 |
| 1) 국내매체대행 | 13.8 | 18.1 | 18.1 | 24.7 | 13.8 | 16.7 | 18.3 | 25.0 | 73.8 | 74.7 | 73.7 |
| 지상파 | 2.9 | 2.5 | 3.5 | 3.7 | 2.7 | 2.6 | 3.3 | 3.6 | 14.6 | 12.6 | 12.1 |
| 인쇄 | 2.8 | 5.1 | 1.7 | 2.5 | 1.9 | 2.8 | 1.6 | 2.2 | 7.9 | 12.1 | 8.5 |
| 뉴미디어 등 | 8.1 | 10.6 | 12.8 | 18.5 | 9.3 | 11.3 | 13.3 | 19.2 | 51.3 | 50.0 | 53.1 |
| 2) 해외매체대행 | 0.7 | 0.9 | 1.9 | 5.1 | 0.8 | 0.9 | 2.0 | 5.2 | 7.6 | 8.7 | 8.9 |
| 2. 광고제작 | 6.9 | 10.5 | 10.6 | 8.1 | 6.4 | 7.6 | 9.2 | 10.0 | 30.5 | 36.2 | 33.3 |
| 3. 옥외광고 | 1.9 | 2.3 | 2.2 | 1.7 | 2.0 | 2.4 | 2.2 | 1.8 | 6.3 | 8.1 | 8.4 |
| 4. 프로모션 | 7.3 | 4.2 | 5.5 | 10.6 | 7.9 | 4.5 | 5.9 | 11.3 | 21.7 | 27.6 | 29.6 |
| 5. 기타 | 2.2 | 2.4 | 3.9 | 3.6 | 2.3 | 2.6 | 4.2 | 3.8 | 12.6 | 12.2 | 12.8 |
| **II. 해외** | **131.9** | **139.3** | **145.1** | **161.7** | **138.9** | **145.5** | **150.6** | **167.6** | **517.5** | **578.0** | **602.6** |
| 1. 유럽 | 20.9 | 22.6 | 23.8 | 26.9 | 21.8 | 23.5 | 24.4 | 27.5 | 86.1 | 94.2 | 97.2 |
| 2. 미주 | 88.8 | 95.9 | 97.9 | 105.6 | 93.2 | 99.7 | 101.2 | 109.0 | 343.8 | 388.1 | 403.2 |
| 3. 중국 | 2.8 | 1.7 | 2.7 | 5.2 | 3.0 | 1.8 | 2.9 | 5.4 | 11.1 | 12.5 | 13.1 |
| 4. 기타 | 19.4 | 19.0 | 20.8 | 24.1 | 21.0 | 20.5 | 22.1 | 25.6 | 76.5 | 83.3 | 89.1 |
| **판관비** | **139.6** | **151.7** | **149.6** | **171.8** | **145.2** | **152.3** | **153.5** | **177.9** | **532.9** | **612.7** | **628.9** |
| % YoY | 17.1% | 20.8% | 15.3% | 8.1% | 4.0% | 0.4% | 2.6% | 3.5% | 12.4% | 14.9% | 2.6% |
| 인건비 | 109.3 | 119.1 | 118.2 | 130.9 | 114.8 | 118.5 | 120.8 | 134.6 | 415.7 | 477.5 | 488.7 |
| **영업이익** | **25.1** | **26.0** | **37.6** | **43.4** | **26.7** | **27.7** | **38.6** | **46.6** | **135.7** | **132.1** | **139.6** |
| % YoY | 24.0% | -20.1% | -5.6% | 0.9% | 6.1% | 6.7% | 2.7% | 7.3% | 21.7% | -2.6% | 5.7% |
| OP/GP(%) | 15.3% | 14.6% | 20.1% | 20.2% | 15.5% | 15.4% | 20.1% | 20.7% | 20.3% | 17.7% | 18.2% |
| 법인세차감전순이익 | 29.5 | 28.7 | 39.4 | 43.5 | 28.6 | 29.8 | 40.5 | 44.6 | 123.7 | 141.1 | 143.5 |
| 법인세비용 | 9.2 | 16.5 | 11.8 | 13.1 | 8.6 | 8.9 | 12.0 | 13.2 | 37.3 | 50.6 | 42.6 |
| **당기순이익** | **20.3** | **12.2** | **27.6** | **30.4** | **20.0** | **20.9** | **28.5** | **31.4** | **87.1** | **90.6** | **100.8** |
| 당기순이익률(%) | 6.2% | 3.2% | 7.1% | 6.6% | 5.9% | 5.2% | 7.1% | 6.6% | 5.9% | 5.8% | 6.2% |
| **국내 매체별 광고비** | | | | | | | | | | | |
| 전파매체 | 298.8 | 412.6 | 327.2 | 384.2 | 289.7 | 400.0 | 317.2 | 372.4 | 1,482.1 | 1,422.8 | 1,379.3 |
| 인쇄매체 | 272.9 | 376.8 | 298.9 | 350.8 | 253.5 | 350.1 | 277.7 | 325.9 | 1,413.7 | 1,299.4 | 1,207.2 |
| 뉴미디어(유료방송) | 2,293.0 | 3,166.5 | 2,511.3 | 2,948.1 | 2,443.2 | 3,373.9 | 2,675.9 | 3,141.2 | 10,197.2 | 10,918.8 | 11,634.2 |
| 광고물제작(BTL) | 161.5 | 223.0 | 176.8 | 207.6 | 162.9 | 225.0 | 178.5 | 209.5 | 760.0 | 768.8 | 775.9 |

자료: 이노션, 메리츠증권 리서치센터

# 이노션(214320)

## Income Statement

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **1,221.1** | **1,502.0** | **1,561.5** | **1,613.2** | **1,984.4** |
| 매출액증가율(%) | -4.2 | 23.0 | 4.0 | 3.3 | 23.0 |
| 매출원가 | 635.1 | 833.4 | 816.7 | 844.7 | 1,039.0 |
| 매출총이익 | 586.0 | 668.6 | 744.8 | 768.5 | 945.3 |
| 판매비와관리비 | 474.5 | 532.9 | 612.7 | 628.9 | 773.7 |
| **영업이익** | **111.5** | **135.7** | **132.1** | **139.6** | **171.7** |
| 영업이익률(%) | 9.1 | 9.0 | 8.5 | 8.7 | 8.7 |
| 금융손익 | 3.7 | 4.0 | 8.9 | 5.7 | 3.5 |
| 종속/관계기업관련손익 | 1.4 | 1.0 | 1.2 | 1.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | 1.1 | -16.7 | -1.0 | -2.9 | 0.0 |
| 세전계속사업이익 | 117.7 | 124.0 | 141.1 | 143.5 | 175.2 |
| 법인세비용 | 33.5 | 36.8 | 50.6 | 42.7 | 55.6 |
| **당기순이익** | **84.3** | **87.1** | **90.6** | **100.8** | **119.6** |
| 지배주주지분 순이익 | 63.5 | 65.9 | 63.8 | 74.0 | 87.7 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 1,579.6 | 1,738.5 | 1,832.3 | 1,931.1 | 2,326.8 |
| 현금및현금성자산 | 406.3 | 481.0 | 525.1 | 580.6 | 665.6 |
| 매출채권 | 258.8 | 312.2 | 324.6 | 335.3 | 412.4 |
| 재고자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동자산 | 464.4 | 463.1 | 470.5 | 476.1 | 464.9 |
| 유형자산 | 29.3 | 31.6 | 41.5 | 49.7 | 38.6 |
| 무형자산 | 307.3 | 310.2 | 307.2 | 304.3 | 301.4 |
| 투자자산 | 21.4 | 14.0 | 14.5 | 14.8 | 17.6 |
| **자산총계** | **2,044.0** | **2,201.6** | **2,302.8** | **2,407.2** | **2,791.7** |
| 유동부채 | 1,051.8 | 1,181.9 | 1,226.3 | 1,266.9 | 1,558.4 |
| 매입채무 | 245.0 | 286.5 | 297.9 | 307.7 | 378.5 |
| 단기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 유동성장기부채 | 8.4 | 2.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 208.2 | 184.9 | 187.2 | 189.2 | 203.6 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **부채총계** | **1,260.0** | **1,366.8** | **1,413.5** | **1,456.1** | **1,762.0** |
| 자본금 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | 10.0 |
| 자본잉여금 | 132.4 | 132.4 | 132.4 | 132.4 | 132.4 |
| 기타포괄이익누계액 | -25.8 | 7.0 | 7.0 | 7.0 | 7.0 |
| 이익잉여금 | 688.5 | 711.3 | 739.2 | 774.1 | 820.8 |
| 비지배주주지분 | 14.7 | 14.7 | 41.5 | 68.3 | 100.2 |
| **자본총계** | **784.0** | **834.8** | **889.3** | **951.1** | **1,029.7** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | **105.1** | **155.2** | **110.5** | **119.8** | **162.0** |
| 당기순이익(손실) | 84.3 | 87.1 | 90.6 | 100.8 | 119.6 |
| 유형자산감가상각비 | 31.1 | 31.8 | 12.1 | 14.8 | 11.1 |
| 무형자산상각비 | 6.6 | 7.3 | 3.0 | 2.9 | 2.9 |
| 운전자본의 증감 | -38.0 | 1.5 | 4.9 | 1.2 | 28.5 |
| **투자활동 현금흐름** | **8.0** | **-10.1** | **-30.4** | **-30.3** | **-52.6** |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -6.9 | -6.6 | -22.0 | -23.0 | 0.0 |
| 투자자산의 감소(증가) | 5.6 | 8.4 | -0.4 | -0.4 | -2.7 |
| **재무활동 현금흐름** | **-74.9** | **-97.8** | **-36.0** | **-34.0** | **-24.5** |
| 차입금증감 | -10.4 | 6.1 | -0.0 | 2.0 | 14.5 |
| 자본의증가 | -0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **현금의증가(감소)** | 17.1 | 74.7 | 44.1 | 55.5 | 85.0 |
| 기초현금 | 389.2 | 406.3 | 481.0 | 525.1 | 580.6 |
| 기말현금 | 406.3 | 481.0 | 525.1 | 580.6 | 665.6 |

## Key Financial Data

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 61,054 | 75,102 | 78,075 | 80,660 | 99,219 |
| EPS(지배주주) | 3,174 | 3,295 | 3,191 | 3,697 | 4,385 |
| CFPS | 8,218 | 9,108 | 7,690 | 7,917 | 9,283 |
| EBITDAPS | 7,461 | 8,737 | 7,360 | 7,866 | 9,283 |
| BPS | 38,463 | 41,003 | 42,393 | 44,141 | 46,476 |
| DPS | 1,800 | 1,800 | 1,800 | 1,950 | 2,050 |
| 배당수익률(%) | 3.0 | 3.2 | 4.5 | 4.9 | 5.1 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 18.8 | 16.8 | 12.5 | 10.8 | 9.1 |
| PCR | 7.3 | 6.1 | 5.2 | 5.0 | 4.3 |
| PSR | 1.0 | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.4 |
| PBR | 1.5 | 1.4 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| EBITDA | 149.2 | 174.8 | 147.2 | 157.3 | 185.7 |
| EV/EBITDA | 5.3 | 3.6 | 2.0 | 1.7 | 0.9 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 8.3 | 8.3 | 7.7 | 8.5 | 9.7 |
| EBITDA이익률 | 12.2 | 11.6 | 9.4 | 9.8 | 9.4 |
| 부채비율 | 160.7 | 163.7 | 158.9 | 153.1 | 171.1 |
| 금융비용부담률 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 이자보상배율(x) | 32.6 | 44.9 | 43.0 | 45.2 | 53.3 |
| 매출채권회전율(x) | 4.6 | 5.3 | 4.9 | 4.9 | 5.3 |
| 재고자산회전율(x) | | | | | |

# CJ CGV(079160) 북적이는 극장가

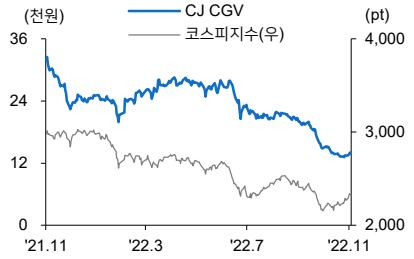
Analyst **정지수** 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

## Buy

| | |
|---|---|
| **적정주가 (12개월)** | **23,000원** |
| **현재주가 (11. 3)** | **13,900원** |
| **상승여력** | **65.5%** |
| KOSPI | 2,329.17pt |
| 시가총액 | 6,632억원 |
| 발행주식수 | 4,771만주 |
| 유동주식비율 | 49.41% |
| 외국인비중 | 5.57% |
| 52주 최고/최저가 | 31,100원/13,150원 |
| 평균거래대금 | 26.9억원 |
| **주요주주(%)** | |
| CJ | 48.52 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -6.7 | -49.1 | -55.3 |
| 상대주가 | -13.7 | -41.4 | -42.9 |

**주가그래프**




### 코로나19 이후 첫 연결 영업이익 턴어라운드가 기대되는 3Q22

- 3Q22 연결 매출액 3,428억원(+111.5% YoY), 영업이익 121억원(흑전 YoY) 전망
- 7월 개봉된 <한산: 용의 출현>이 전국 관객수 726만명을 기록했으며, 개봉 작품수도 전반적으로 증가
- 3Q22 국내 관람객수는 4,111만명(+102.5% YoY)을 기록했으나, 중국 봉쇄 조치 영향으로 해외가 다소 부진

### 2023년 연결 영업이익 686억원(흑전 YoY) 전망

- 2023년 연결 실적은 매출액 1조 5,100억원(+21.2% YoY), 영업이익 686억원(흑전 YoY) 전망
- BEP 관객수 기준은 코로나19 이전 분기 4,850만명에서 비용 효율화로 최근에는 3,530만명 수준으로 축소
- 마블(Marvell) 페이즈5 시작을 알리는 2023년 2월 개봉작 <앤트맨과 와스프> 등 박스오피스의 완만한 회복 예상

### 대부분의 악재를 반영한 주가 수준

- 작년 6월과 올해 7월 발행한 전환사채(CB)가 현재 시가총액 규모인 만큼 높은 부채비율이 부담이나, 발행 조건과 전환가액 수준을 감안할 때 국내외 박스오피스 회복 신호와 함께 투자 센티멘트 개선 가능
- 투자의견 Hold에서 Buy로 상향, 적정주가 28,000원에서 23,000원으로 -17.9% 하향 조정

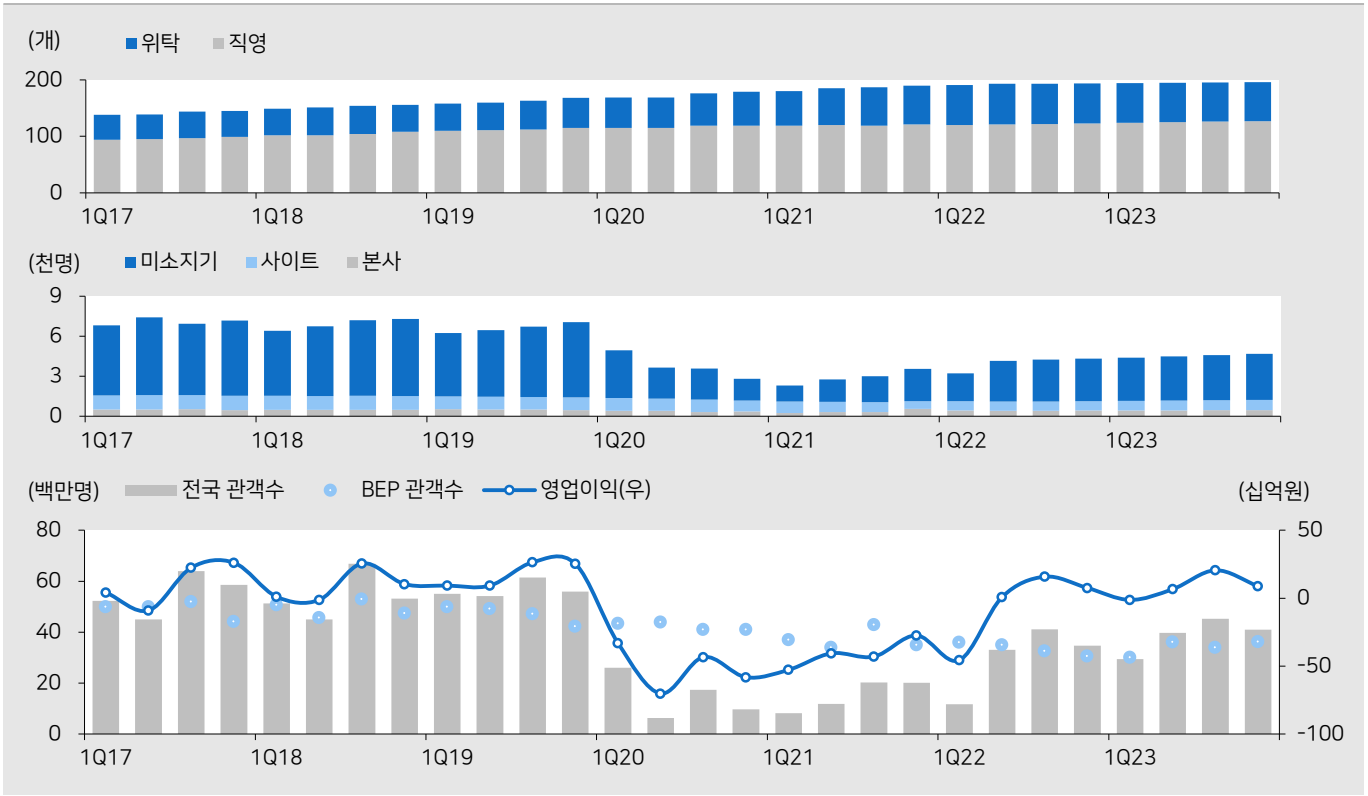
| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020 | 583.4 | -388.7 | -635.4 | -22,531 | 적지 | 3,812 | - | 6.6 | -154.2 | -314.4 | 1,412.7 |
| 2021 | 736.3 | -241.5 | -280.2 | -7,710 | 적지 | 5,520 | - | 4.5 | 49.1 | -156.1 | 1,156.4 |
| 2022E | 1,246.3 | -45.1 | -171.2 | -3,910 | 적지 | 1,132 | - | 12.3 | 11.0 | -122.6 | 3,879.7 |
| 2023E | 1,510.0 | 68.6 | -19.7 | -414 | 적지 | 719 | - | 19.3 | 7.9 | -44.7 | 5,080.3 |
| 2024E | 1,767.0 | 106.4 | 12.6 | 265 | 흑전 | 984 | 52.5 | 14.1 | 7.0 | 31.1 | 4,139.7 |

# CJ CGV – 북적이는 극장가

**비용 효율화로**
**분기 BEP 관객수 축소**

- CJ CGV의 BEP 기준이 되는 관객수는 코로나19 이전에 분기 4,850만명 수준이었으나, 키오스크 활용 등 판관비 효율화로 최근에는 분기 3,530만명으로 축소

**CJ CGV 사이트 & 임직원수 & 분기 BEP 관객수 추정**



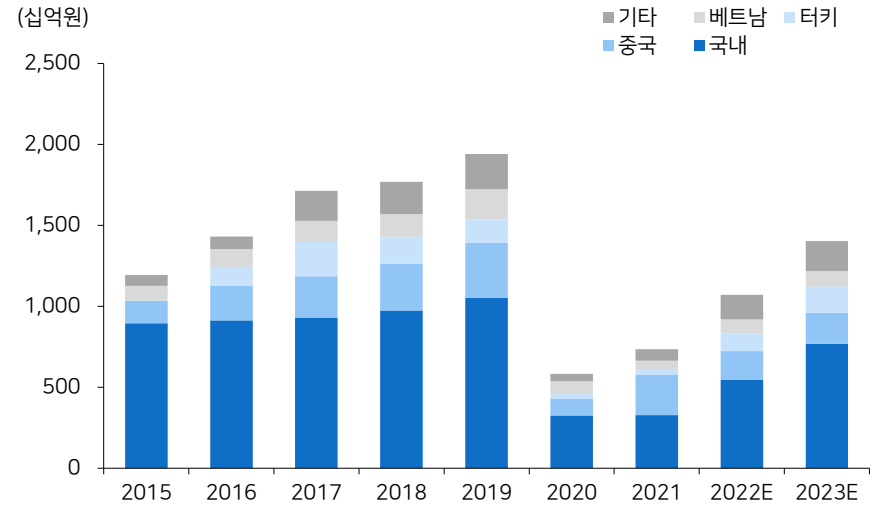

자료: CJ CGV, 메리츠증권 리서치센터

# CJ CGV – 북적이는 극장가

**2023년 국내외 박스오피스 회복 전망**

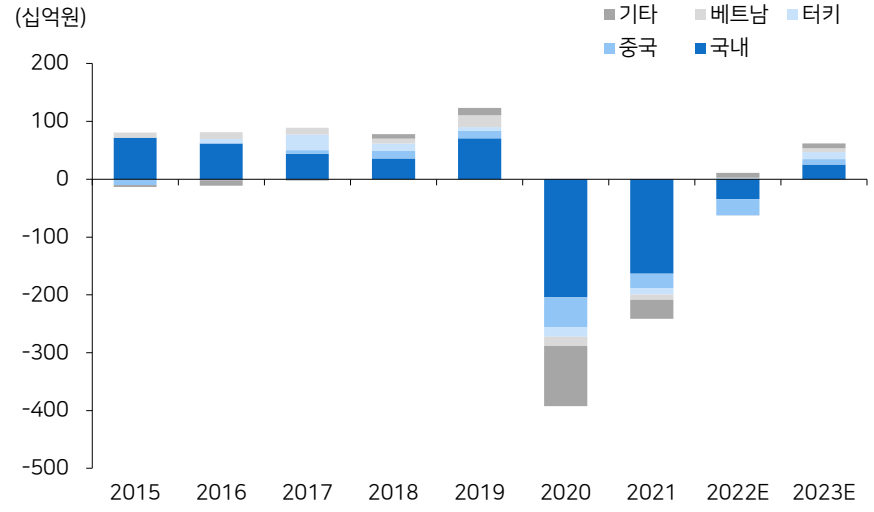
- 3Q22 연결 매출액 3,428억원(+111.5% YoY), 영업이익 121억원(흑전 YoY) 전망
- 7월 개봉된 <한산: 용의 출현>이 전국 관객수 726만명을 기록했으며, 개봉 작품수도 전반적으로 증가
- 2023년 연결 실적은 매출액 1조 5,100억원(+21.2% YoY), 영업이익 686억원(흑전 YoY) 전망
- 마블(Marvell) 페이즈5 시작인 2023년 2월 개봉작 <앤트맨과 와스프> 등 박스오피스의 완만한 회복 예상
- 중국 시장은 다소 회복이 더디나, 베트남과 인도네시아 등 동남아 일부 지역 영업 정상화 역시 긍정적 변화

**CJ CGV 국가별 매출액 추이 및 전망**




자료: CJ CGV, 메리츠증권 리서치센터

**CJ CGV 국가별 영업이익 추이 및 전망**



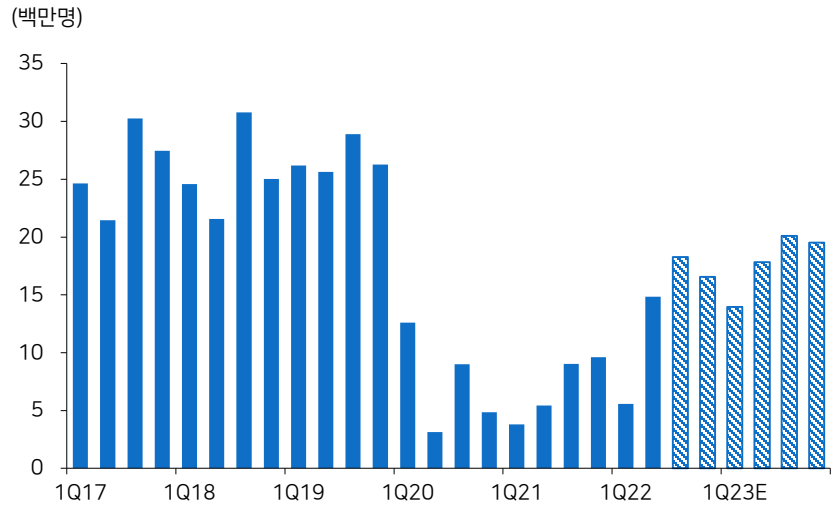

자료: CJ CGV, 메리츠증권 리서치센터

# CJ CGV – 북적이는 극장가

**2022년 CJ CGV 관객수 평년 대비 50% 이상 회복**

- 코로나19 이전인 2019년 CJ CGV 관객수는 1.07억명을 기록했으나, 2020년 2,959만명으로 감소
  향후 CJ CGV 관객수는 2022년 5,524만명, 2023년 7,139만명으로 평년 대비 52%, 67% 비중으로 확대
- 작년 6월과 올해 7월 발행한 전환사채(CB)가 현재 시가총액 규모인 만큼 높은 부채비율이 부담이나,
  발행 조건과 전환가액 수준을 감안할 때 국내외 박스오피스 회복 신호와 함께 투자 센티멘트 개선 가능
- 투자의견 Hold에서 Buy로 상향, 적정주가 28,000원에서 23,000원으로 -17.9% 하향 조정

**CJ CGV 분기 관객수 추이 및 전망**




자료: CJ CGV, 메리츠증권 리서치센터

**CJ CGV SOTP Valuation**

| (십억원) | EBITDA | EV/EBITDA (배) | 지분율 (%) | 적정 EV | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업가치** | | | | **1,956.0** | |
| 본사 | 166.0 | 7.1 | 100.0 | 1,183.6 | '16~19년 평균 대비 40% 할인 |
| 터키 | 42.6 | 6.2 | 75.2 | 198.1 | 글로벌 '16~19년 평균 40% 할인 |
| CGI 홀딩스 | 106.0 | 6.2 | 71.4 | 467.8 | 글로벌 '16~19년 평균 40% 할인 |
| 중국 | 53.5 | 6.2 | 99.3 | 328.4 | 글로벌 '16~19년 평균 40% 할인 |
| 베트남 | 33.8 | 6.2 | 80.0 | 167.0 | 글로벌 '16~19년 평균 40% 할인 |
| 인도네시아 | 18.7 | 6.2 | 51.0 | 59.0 | 글로벌 '16~19년 평균 40% 할인 |
| 4DX | 22.3 | 5.3 | 90.5 | 106.4 | IMAX China 멀티플 적용 |
| **순차입금** | | | | **860.0** | 리스부채, 영구채 제외 |
| **총기업가치** | | | | **1,096.0** | |
| **주식수 (천주)** | | | | **47,710** | |
| **적정가치 (원)** | | | | **22,972** | |
| **적정주가 (원)** | | | | **23,000** | |

자료: CJ CGV, 메리츠증권 리서치센터

# CJ CGV 실적 추이 및 전망



| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22E | 4Q22E | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **연결 매출액** | **223.3** | **318.5** | **342.8** | **361.8** | **362.7** | **367.3** | **355.3** | **424.7** | **736.3** | **1,246.3** | **1,510.0** |
| % YoY | 29.4% | 97.0% | 111.5% | 50.7% | 62.5% | 15.3% | 3.6% | 17.4% | 26.2% | 69.3% | 21.2% |
| 한국(별도) | 84.6 | 191.0 | 218.6 | 195.0 | 173.8 | 200.5 | 221.7 | 223.0 | 328.6 | 689.2 | 819.0 |
| 연결 자회사 | 138.7 | 127.5 | 124.2 | 166.7 | 188.9 | 166.8 | 133.6 | 201.7 | 407.7 | 557.0 | 690.9 |
| 중국 | 59.0 | 21.1 | 40.0 | 52.7 | 66.1 | 21.9 | 36.3 | 71.3 | 250.4 | 172.9 | 195.6 |
| 터키 | 27.3 | 14.6 | 19.7 | 46.1 | 66.3 | 58.7 | 23.4 | 52.9 | 35.2 | 107.7 | 201.3 |
| 베트남 | 26.2 | 39.2 | 21.4 | 22.8 | 26.6 | 39.7 | 23.3 | 24.8 | 49.6 | 109.5 | 114.4 |
| 4DX | 13.5 | 28.7 | 29.9 | 30.2 | 13.8 | 29.3 | 30.5 | 30.8 | 49.8 | 102.3 | 104.3 |
| 매출원가 | 163.6 | 219.4 | 228.1 | 208.3 | 207.5 | 217.6 | 227.5 | 226.9 | 546.8 | 819.3 | 879.5 |
| 매출원가율(%) | 73.3% | 68.9% | 66.5% | 57.6% | 57.2% | 59.2% | 64.0% | 53.4% | 74.3% | 65.7% | 58.2% |
| **매출총이익** | **59.7** | **99.0** | **114.7** | **153.5** | **155.2** | **149.7** | **127.8** | **197.7** | **189.5** | **427.0** | **630.5** |
| 판관비 | 114.7 | 115.2 | 102.6 | 139.5 | 149.6 | 133.7 | 102.2 | 176.3 | 430.6 | 472.0 | 561.9 |
| **영업이익** | **-54.9** | **-16.2** | **12.1** | **14.0** | **5.6** | **16.0** | **25.6** | **21.4** | **-241.5** | **-45.1** | **68.6** |
| % YoY | 적확 | 적확 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 111.8% | 53.4% | 적확 | 적확 | 흑전 |
| 영업이익률(%) | -24.6% | -5.1% | 3.5% | 3.9% | 1.5% | 4.4% | 7.2% | 5.0% | -32.7% | -3.6% | 4.5% |
| 한국(별도) | -45.6 | 0.8 | 15.9 | 7.4 | -1.8 | 7.6 | 18.0 | 8.6 | -163.6 | -21.5 | 32.4 |
| 연결 자회사 | -9.4 | -17.0 | -3.8 | 6.6 | 7.4 | 8.4 | 7.6 | 12.8 | -77.6 | -23.5 | 36.2 |
| 중국 | -11.8 | -28.3 | -6.4 | 0.1 | 0.9 | 0.5 | 1.5 | 3.2 | -24.7 | -46.4 | 6.1 |
| 터키 | 4.3 | -2.3 | -1.5 | 1.5 | 2.3 | 4.1 | 1.9 | 5.0 | -11.1 | 1.9 | 13.3 |
| 베트남 | -5.1 | 4.2 | 2.0 | 2.3 | 3.2 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | -9.6 | 3.4 | 7.3 |
| 4DX | -0.2 | 5.1 | 1.5 | 1.7 | 0.8 | 1.9 | 2.1 | 2.3 | -8.6 | 8.1 | 7.1 |
| **법인세차감전순이익** | -111.8 | -75.1 | -12.6 | -10.3 | -18.9 | -7.1 | 2.8 | -0.9 | -373.0 | -209.8 | -24.1 |
| 법인세비용 | -0.4 | -1.3 | -0.6 | -0.4 | -0.2 | -0.1 | 0.1 | 0.0 | -34.5 | -2.8 | -0.3 |
| **당기순이익** | **-111.4** | **-73.8** | **-11.9** | **-9.9** | **-18.6** | **-7.0** | **2.7** | **-0.9** | **-338.5** | **-207.0** | **-23.9** |
| 당기순이익률(%) | -49.9% | -23.2% | -3.5% | -2.7% | -5.1% | -1.9% | 0.8% | -0.2% | -46.0% | -16.6% | -1.6% |

자료: CJ CGV, 메리츠증권 리서치센터

# CJ CGV(079160)

## Income Statement

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **583.4** | **736.3** | **1,246.3** | **1,510.0** | **1,767.0** |
| 매출액증가율(%) | -70.0 | 26.2 | 69.3 | 21.2 | 17.0 |
| 매출원가 | 529.5 | 546.8 | 819.3 | 879.5 | 949.8 |
| 매출총이익 | 54.0 | 189.5 | 427.0 | 630.5 | 680.9 |
| 판매비와관리비 | 446.5 | 430.6 | 472.0 | 561.9 | 606.8 |
| **영업이익** | **-388.7** | **-241.5** | **-45.1** | **68.6** | **106.4** |
| 영업이익률(%) | -66.6 | -32.8 | -3.6 | 4.5 | 6.0 |
| 금융손익 | -325.5 | -126.0 | -152.7 | -75.4 | -67.4 |
| 종속/관계기업관련손익 | -6.1 | -2.9 | -2.6 | -2.6 | -2.6 |
| 기타영업외손익 | -142.0 | -3.1 | -9.4 | -14.8 | -19.5 |
| 세전계속사업이익 | -862.3 | -373.3 | -209.8 | -24.1 | 16.9 |
| 법인세비용 | -110.6 | -34.5 | -2.8 | -0.3 | 1.6 |
| **당기순이익** | **-751.7** | **-338.8** | **-207.0** | **-23.9** | **15.3** |
| 지배주주지분 순이익 | -635.4 | -280.2 | -171.2 | -19.7 | 12.6 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 949.4 | 620.7 | 614.9 | 557.7 | 622.6 |
| 현금및현금성자산 | 680.9 | 338.3 | 406.9 | 334.8 | 384.8 |
| 매출채권 | 70.7 | 107.8 | 99.2 | 91.3 | 84.0 |
| 재고자산 | 16.2 | 12.8 | 21.6 | 26.2 | 30.6 |
| 비유동자산 | 3,405.4 | 3,164.9 | 3,136.6 | 3,089.7 | 3,010.5 |
| 유형자산 | 791.2 | 730.1 | 693.5 | 661.1 | 631.8 |
| 무형자산 | 241.1 | 178.3 | 174.9 | 171.6 | 168.5 |
| 투자자산 | 71.6 | 85.3 | 134.4 | 159.8 | 184.5 |
| **자산총계** | **4,354.9** | **3,785.5** | **3,751.4** | **3,647.4** | **3,633.1** |
| 유동부채 | 1,311.3 | 975.4 | 1,233.2 | 1,244.9 | 1,302.3 |
| 매입채무 | 32.0 | 51.7 | 105.0 | 97.0 | 89.0 |
| 단기차입금 | 434.7 | 431.5 | 418.5 | 406.5 | 395.5 |
| 유동성장기부채 | 121.5 | 112.5 | 72.5 | 62.0 | 57.5 |
| 비유동부채 | 2,755.7 | 2,508.8 | 2,424.0 | 2,332.1 | 2,245.1 |
| 사채 | 450.2 | 397.0 | 387.0 | 377.5 | 368.4 |
| 장기차입금 | 87.0 | 52.2 | 52.2 | 52.2 | 52.2 |
| **부채총계** | **4,067.0** | **3,484.2** | **3,657.2** | **3,577.0** | **3,547.4** |
| 자본금 | 17.6 | 20.4 | 20.4 | 20.4 | 20.4 |
| 자본잉여금 | 301.6 | 443.0 | 443.0 | 443.0 | 443.0 |
| 기타포괄이익누계액 | -144.1 | -124.5 | -124.5 | -124.5 | -124.5 |
| 이익잉여금 | -627.6 | -928.4 | -1,099.6 | -1,119.4 | -1,106.7 |
| 비지배주주지분 | 154.1 | 76.0 | 40.2 | 36.1 | 38.8 |
| **자본총계** | **287.9** | **301.3** | **94.3** | **70.4** | **85.7** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | **-268.4** | **-171.9** | **559.1** | **422.8** | **442.9** |
| 당기순이익(손실) | -751.7 | -338.8 | -207.0 | -23.9 | 15.3 |
| 유형자산감가상각비 | 339.9 | 305.6 | 336.6 | 320.4 | 305.8 |
| 무형자산상각비 | 22.8 | 12.9 | 3.4 | 3.3 | 3.1 |
| 운전자본의 증감 | -19.8 | -44.9 | 405.8 | 103.7 | 100.5 |
| **투자활동 현금흐름** | **-125.6** | **-320.0** | **-347.1** | **-295.1** | **-247.4** |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -97.8 | -44.2 | -300.0 | -288.0 | -276.5 |
| 투자자산의 감소(증가) | 47.7 | -13.7 | -49.1 | -25.4 | -24.8 |
| **재무활동 현금흐름** | **731.8** | **93.5** | **-143.4** | **-199.8** | **-145.5** |
| 차입금증감 | 348.2 | -578.1 | -123.1 | -180.5 | -127.2 |
| 자본의증가 | 218.6 | 144.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **현금의증가(감소)** | 329.3 | -342.7 | 68.6 | -72.1 | 50.0 |
| 기초현금 | 351.7 | 680.9 | 338.3 | 406.9 | 334.8 |
| 기말현금 | 680.9 | 338.3 | 406.9 | 334.8 | 384.8 |

## Key Financial Data

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 20,688 | 20,260 | 28,460 | 31,649 | 37,037 |
| EPS(지배주주) | -22,531 | -7,710 | -3,910 | -414 | 265 |
| CFPS | -2,452 | 475 | 6,148 | 9,032 | 9,424 |
| EBITDAPS | -921 | 2,121 | 6,737 | 8,223 | 8,704 |
| BPS | 3,812 | 5,520 | 1,132 | 719 | 984 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | -1.1 | -3.2 | -3.6 | -33.6 | 52.5 |
| PCR | -10.3 | 52.8 | 2.3 | 1.5 | 1.5 |
| PSR | 1.2 | 1.2 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| PBR | 6.6 | 4.5 | 12.3 | 19.3 | 14.1 |
| EBITDA | -26.0 | 77.1 | 295.0 | 392.3 | 415.2 |
| EV/EBITDA | -154.2 | 49.1 | 11.0 | 7.9 | 7.0 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | -314.4 | -156.1 | -122.6 | -44.7 | 31.1 |
| EBITDA이익률 | -4.5 | 10.5 | 23.7 | 26.0 | 23.5 |
| 부채비율 | 1,412.7 | 1,156.4 | 3,879.7 | 5,080.3 | 4,139.7 |
| 금융비용부담률 | 27.7 | 22.1 | 11.8 | 9.2 | 7.5 |
| 이자보상배율(x) | -2.4 | -1.5 | -0.3 | 0.5 | 0.8 |
| 매출채권회전율(x) | 4.6 | 8.3 | 12.0 | 15.9 | 20.2 |
| 재고자산회전율(x) | 30.9 | 50.8 | 72.5 | 63.2 | 62.2 |

# 스카이라이프(053210) No More Legacy

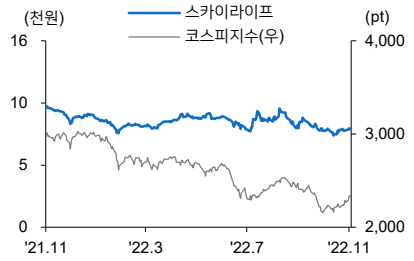
Analyst **정지수** 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

## Buy

| 적정주가 (12개월) | 12,500원 |
|---|---|
| 현재주가 (11. 3) | 8,200원 |
| 상승여력 | 52.4% |
| KOSPI | 2,329.17pt |
| 시가총액 | 3,921억원 |
| 발행주식수 | 4,782만주 |
| 유동주식비율 | 49.06% |
| 외국인비중 | 10.93% |
| 52주 최고/최저가 | 9,990원/7,660원 |
| 평균거래대금 | 13.1억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 케이티 외 2 인 | 50.01 |
| 한국방송공사 | 6.78 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 2.0 | -9.9 | -17.8 |
| 상대주가 | -5.6 | 3.7 | 5.0 |

**주가그래프**




### 주목할 만한 스카이TV의 성장

- 3Q22 연결 매출액은 2,531억원(+41.9% YoY), 영업이익 186억원(+55.0% YoY)으로 시장 컨센서스 상회 전망
- HCN 편입 효과로 가입자 및 매출 사이즈는 커졌으나, 기존 유료방송 사업 역성장 추이는 지속
- <나는 SOLO>, <강철부대 2> 영향으로 스카이TV 광고수익은 1Q22와 2Q22 각각 전년 대비 +89.4%, +70.1% 증가
- <이상한 변호사 우영우> 흥행으로 광고단가는 약 3배 인상됐으며, 2022년 10월 이후 인상된 광고단가 적용 예정

### 2023년 연결 영업이익 1,067억원(+16.7% YoY) 전망

- 2023년 연결 매출액 1조 575억원(+5.2% YoY), 영업이익 1,067억원(+16.7% YoY) 전망
- 2022년 11월 스카이TV와 미디어지니 합병으로 합병법인 스카이TV 연간 매출액 1천억원 상회 예상
- ENA 채널 리브랜딩 이후 모든 연령층에서 시청률 2배 이상 상승
- 오리지널 콘텐츠 투자 확대로 현재 0.09%(채널 순위 14위)인 ENA시청률을 2025년까지 종편 채널급인 0.2%(6위) 수준으로 끌어올린다는 계획
- 콘텐츠 경쟁력에 기반한 광고 패키지 상품 판매 강화로 2023년 추가적인 광고단가 인상 효과 기대

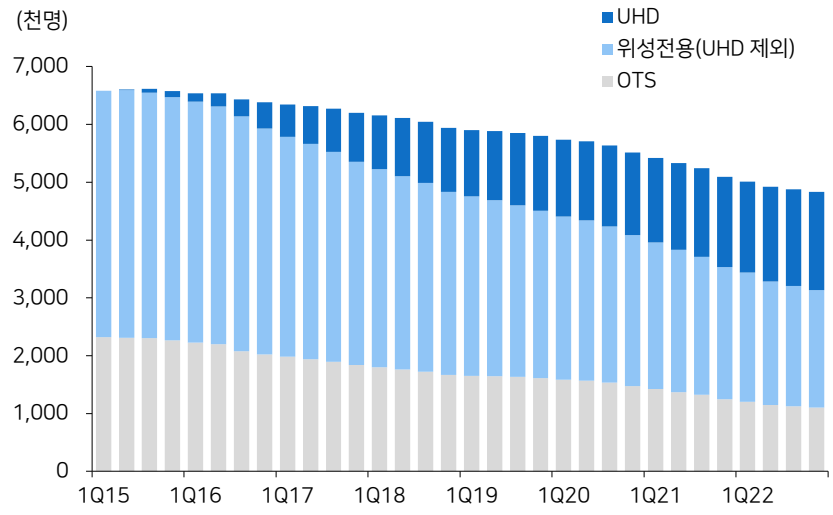
| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020 | 698.7 | 73.9 | 57.2 | 1,197 | 3.9 | 15,415 | 7.4 | 0.6 | 0.6 | 8.0 | 23.5 |
| 2021 | 763.2 | 73.0 | 60.2 | 1,259 | 7.1 | 16,558 | 7.3 | 0.6 | 3.1 | 7.9 | 58.3 |
| 2022E | 1,005.4 | 91.5 | 67.5 | 1,410 | 12.1 | 17,620 | 5.8 | 0.5 | 1.8 | 8.3 | 54.8 |
| 2023E | 1,057.5 | 106.7 | 80.3 | 1,679 | 19.0 | 18,951 | 4.9 | 0.4 | 1.1 | 9.2 | 50.9 |
| 2024E | 1,087.1 | 119.7 | 89.4 | 1,869 | 11.3 | 20,472 | 4.4 | 0.4 | 0.4 | 9.5 | 46.6 |

# 스카이라이프 – No More Legacy

**지는 유료방송과**
**뜨는 미디어 콘텐츠/플랫폼**

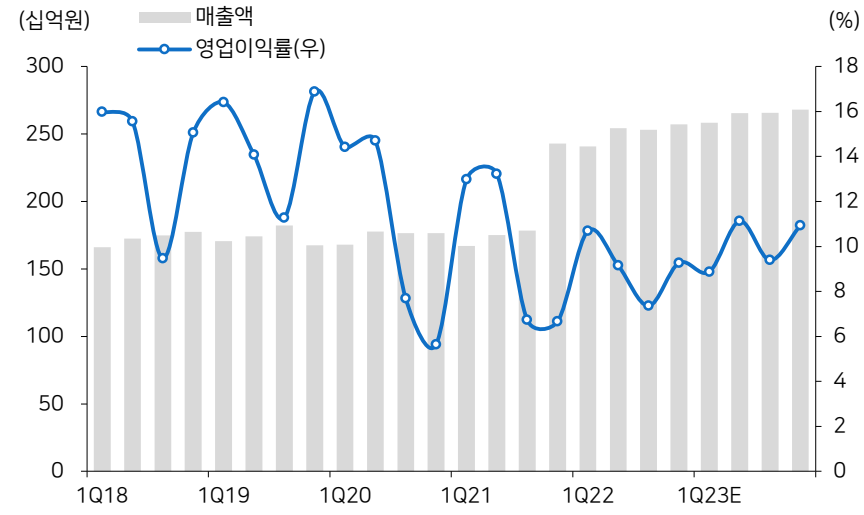
- 3Q22 연결 매출액은 2,531억원(+41.9% YoY), 영업이익 186억원(+55.0% YoY) 전망
- HCN 편입 효과로 가입자 및 매출  사이즈는 커졌으나, 기존 유료방송 사업 역성장 추이는 지속
- <나는 SOLO>와 2월 방영된 <강철부대 2> 영향으로 스카이TV 광고수익은 1Q22와 2Q22 각각 전년 대비 +89.4%, +70.1% 증가

**스카이라이프 유료방송 가입자 추이 및 전망**




자료: 스카이라이프, 메리츠증권 리서치센터

**스카이라이프 연결 실적 추이 및 전망**




자료: 스카이라이프, 메리츠증권 리서치센터

# 스카이라이프 – No More Legacy

## 성과를 입증하는 ENA

- 지난 4월 SKY와 NQQ를 각각 ENA, ENA Play로 리론칭하며 본격적인 오리지널 콘텐츠 투자 진행
- ENA 채널 시청률은 지속적으로 상승 중이며, <나는 SOLO> 40회차의 경우 최초로 1.13% 시청률 기록
- <이상한 변호사 우영우> 흥행으로 광고단가 약 3배 인상. 2022년 10월 이후 인상된 광고단가 적용 예정

### 스카이라이프 채널 리론칭




자료: 스카이라이프

### 2022년 주요 콘텐츠 라인업

| 제목 | 이번 주도 잘 부탁해 | 심장이 뛴다 38.5 | 해밍턴家 꿈의 옷장 | 잠적-도경수 |
|---|---|---|---|---|
| |  |  |  |  |
| 편성 | ▪ ENA, tvN story | ▪ ENA Play, MBC | ▪ ENA, ENA Drama | ▪ ENA, Discovery |
| 공동제작 | ▪ skyTV, tvN story | ▪ skyTV, MBC | ▪ skyTV, ENA Drama | ▪ skyTV, Discovery |
| 첫 방송 | ▪ 5월 2일 | ▪ 5월 4일 | ▪ 5월 6일 | ▪ 5월 12일 |
| 편수 | ▪ 12편 | ▪ 10편 | ▪ 12편 | ▪ 2편 |
| 주요 출연진 | ▪ 성동일, 고창석 | ▪ 윤세아, 김준현 | ▪ 샘 해밍턴, 윌리엄&벤틀리 | ▪ 도경수(엑소) |

| 제목 | 배우는 캠핑짱 | 구필수는 없다 | 이상한 변호사 우영우 |
|---|---|---|---|
| |  |  |  |
| 편성 | ▪ ENA, 채널A | ▪ ENA, ENA Play(1~2화 only) | ▪ ENA |
| 공동제작 | ▪ skyTV, 채널A | ▪ 스튜디오 지니 | ▪ 스튜디오 지니 |
| 첫 방송 | ▪ 7월 | ▪ 5월 4일 | ▪ 6월 |
| 편수 | ▪ 14편(예상) | ▪ 16편 | ▪ 16편 |
| 주요 출연진 | ▪ 박성웅, 홍종현 | ▪ 곽도원, 윤두준, 정동원 | ▪ 박은빈, 강태오 |

**예능 콘텐츠 라인업**
- 이번 주도 잘 부탁해
- 심장이 뛴다 38.5
- 해밍턴家 꿈의 옷장
- 잠적-도경수
- 배우는 캠핑짱

**드라마 콘텐츠 라인업**
- 구필수는 없다
- 이상한 변호사 우영우

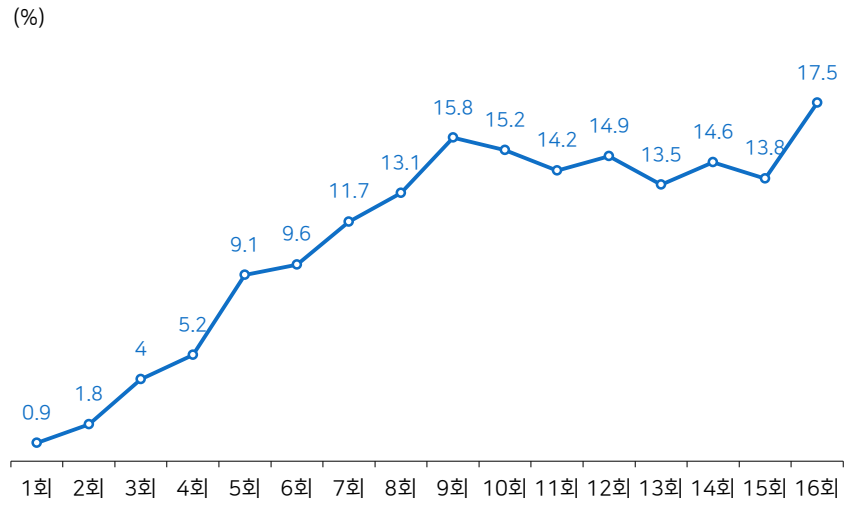
자료: 메리츠증권 리서치센터

# 스카이라이프 – No More Legacy

**높은 성장 잠재력의 ENA**

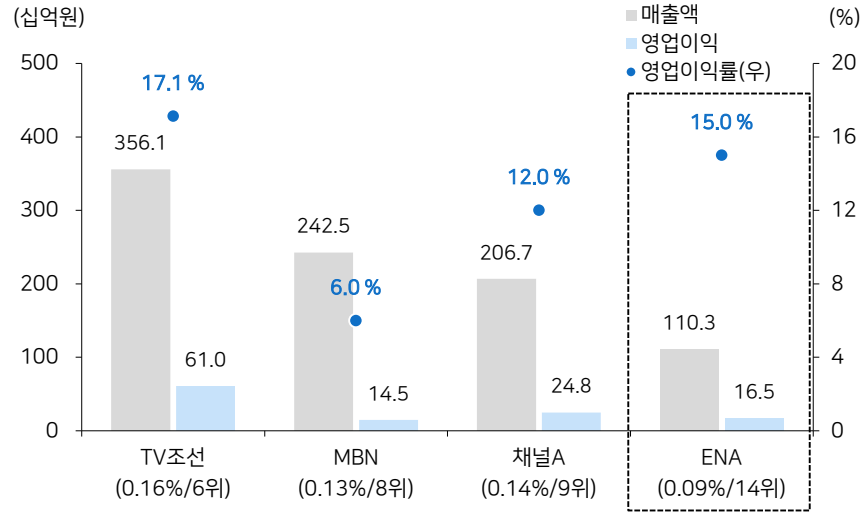
- 2023년 연결 매출액 1조 575억원(+5.3% YoY), 영업이익 1,067억원(+16.7% YoY) 전망
- 2022년 11월 스카이TV와 미디어지니 합병으로 합병법인 스카이TV 연간 매출액 1천억원 상회 예상
- 오리지널 콘텐츠 투자 확대로 현재 0.09%(채널 순위 14위)인 ENA시청률을 2025년까지 종편 채널급인 0.2%(6위) 수준으로 끌어올린다는 계획
- 콘텐츠 경쟁력에 기반한 광고 패키지 상품 판매 강화로 2023년 추가적인 광고단가 인상 효과 기대

**<이상한 변호사 우영우> ENA 시청률 추이**




자료: 스카이라이프, 메리츠증권 리서치센터

**종편 3사 vs ENA 채널 실적 비교**




주: ENA 매출액은 미디어지니 합병 기준, 영업이익은 추정치
자료: 스카이라이프, 메리츠증권 리서치센터

# 스카이라이프 실적 추이 및 전망



| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22E | 4Q22E | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **240.8** | **254.2** | **253.1** | **257.2** | **258.4** | **265.4** | **265.6** | **268.1** | **763.2** | **1,005.4** | **1,057.5** |
| % YoY | 44.2% | 45.2% | 41.9% | 5.9% | 7.3% | 4.4% | 4.9% | 4.2% | 9.2% | 31.7% | 5.2% |
| 서비스 | 102.0 | 100.7 | 101.0 | 100.3 | 99.8 | 99.2 | 98.7 | 98.1 | 343.5 | 404.0 | 395.7 |
| 통신서비스 | 28.7 | 32.4 | 35.0 | 36.7 | 37.7 | 38.8 | 39.9 | 40.7 | 68.6 | 132.8 | 157.2 |
| 플랫폼 | 84.1 | 87.7 | 88.0 | 89.7 | 87.5 | 89.6 | 90.1 | 90.9 | 264.9 | 349.6 | 358.1 |
| 콘텐츠 | 1.1 | 4.1 | 5.6 | 7.0 | 8.7 | 10.7 | 12.8 | 14.3 | 7.5 | 17.8 | 46.5 |
| 기타 | 25.0 | 29.3 | 23.5 | 23.4 | 24.6 | 27.1 | 24.2 | 24.1 | 78.7 | 101.2 | 100.0 |
| **영업비용** | **215.1** | **230.9** | **234.5** | **233.4** | **235.4** | **235.8** | **240.7** | **238.8** | **690.2** | **913.9** | **950.7** |
| % YoY | 48.0% | 52.0% | 41.0% | 3.0% | 9.5% | 2.1% | 2.6% | 2.3% | 10.5% | 32.4% | 4.0% |
| 중계기임차료 | 12.6 | 12.6 | 12.6 | 12.6 | 12.6 | 12.6 | 12.6 | 12.6 | 49.6 | 50.2 | 50.2 |
| 망사용료 | 18.9 | 23.4 | 23.6 | 23.8 | 24.0 | 24.2 | 24.4 | 24.6 | 49.7 | 89.7 | 97.1 |
| 프로그램사용료 | 44.0 | 44.4 | 48.0 | 47.5 | 50.9 | 50.0 | 54.7 | 54.2 | 139.5 | 183.9 | 209.8 |
| 마케팅비용 | 41.8 | 45.4 | 46.0 | 46.2 | 44.4 | 46.3 | 45.1 | 44.2 | 145.9 | 179.4 | 179.9 |
| 상각비용 | 28.5 | 28.6 | 30.3 | 30.0 | 30.1 | 30.2 | 30.3 | 30.3 | 88.4 | 117.4 | 120.9 |
| 기타관리비용 | 76.6 | 74.1 | 73.3 | 73.5 | 72.6 | 73.7 | 73.1 | 71.0 | 72.6 | 73.7 | 73.1 |
| **영업이익** | **25.7** | **23.3** | **18.6** | **23.8** | **22.9** | **29.5** | **24.9** | **29.3** | **73.0** | **91.5** | **106.7** |
| % YoY | 18.8% | 0.4% | 55.0% | 47.4% | -10.9% | 26.9% | 33.9% | 23.0% | -1.2% | 25.3% | 16.7% |
| 영업이익률 (%) | 10.7% | 9.2% | 7.4% | 9.3% | 8.9% | 11.1% | 9.4% | 10.9% | 9.6% | 9.1% | 10.1% |
| 법인세차감전순이익 | 25.1 | 22.7 | 20.4 | 25.6 | 24.3 | 31.0 | 26.0 | 30.4 | 81.9 | 93.8 | 111.7 |
| 법인세비용 | 6.2 | 6.1 | 5.3 | 6.4 | 6.2 | 8.0 | 6.6 | 7.7 | 19.6 | 24.0 | 28.6 |
| **당기순이익** | **18.8** | **18.8** | **15.1** | **19.3** | **18.1** | **23.0** | **19.4** | **22.6** | **62.3** | **69.8** | **83.1** |
| 당기순이익률 (%) | 7.8% | 7.4% | 6.0% | 7.5% | 7.0% | 8.7% | 7.3% | 8.4% | 8.2% | 6.9% | 7.9% |
| **주요 지표 (천명)** | | | | | | | | | | | |
| 전체 가입자 | 3,810 | 3,776 | 3,753 | 3,730 | 3,708 | 3,686 | 3,664 | 3,642 | 3,845 | 3,730 | 3,723 |
| 위성단독 | 2,608 | 2,628 | 2,629 | 2,629 | 2,628 | 2,628 | 2,627 | 2,626 | 2,597 | 2,629 | 2,623 |
| OTS | 1,202 | 1,147 | 1,124 | 1,102 | 1,080 | 1,058 | 1,037 | 1,016 | 1,248 | 1,102 | 1,099 |

자료: 스카이라이프, 메리츠증권 리서치센터

# 스카이라이프 (053210)

## Income Statement

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **698.7** | **763.2** | **1,005.4** | **1,057.5** | **1,087.1** |
| 매출액증가율(%) | 0.6 | 9.2 | 31.7 | 5.2 | 2.8 |
| 매출원가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매출총이익 | 698.7 | 763.2 | 1,005.4 | 1,057.5 | 1,087.1 |
| 판매비와관리비 | 624.9 | 690.2 | 913.9 | 950.7 | 967.4 |
| **영업이익** | **73.9** | **73.0** | **91.5** | **106.7** | **119.7** |
| 영업이익률(%) | 10.6 | 9.6 | 9.1 | 10.1 | 11.0 |
| 금융손익 | 8.6 | 5.2 | 4.2 | 4.1 | 4.5 |
| 종속/관계기업관련손익 | -1.1 | -1.0 | -0.6 | -0.9 | -0.7 |
| 기타영업외손익 | -2.5 | 4.7 | -1.3 | 1.8 | 0.8 |
| 세전계속사업이익 | 78.9 | 81.9 | 93.8 | 111.7 | 124.3 |
| 법인세비용 | 20.7 | 19.6 | 24.0 | 28.6 | 31.8 |
| **당기순이익** | **58.2** | **62.3** | **69.8** | **83.1** | **92.5** |
| 지배주주지분 순이익 | 57.2 | 60.2 | 67.5 | 80.3 | 89.4 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 480.5 | 408.5 | 505.7 | 617.3 | 735.9 |
| 현금및현금성자산 | 99.8 | 80.7 | 141.2 | 245.7 | 356.8 |
| 매출채권 | 76.4 | 105.9 | 104.9 | 103.8 | 106.7 |
| 재고자산 | 2.2 | 2.8 | 3.7 | 3.8 | 4.0 |
| 비유동자산 | 439.0 | 867.2 | 824.5 | 779.7 | 732.5 |
| 유형자산 | 213.3 | 284.4 | 265.2 | 249.4 | 233.6 |
| 무형자산 | 64.3 | 453.6 | 425.6 | 395.6 | 363.6 |
| 투자자산 | 19.7 | 33.8 | 38.4 | 39.4 | 39.9 |
| **자산총계** | **919.5** | **1,275.6** | **1,330.2** | **1,397.0** | **1,468.4** |
| 유동부채 | 153.2 | 249.7 | 241.2 | 247.0 | 248.8 |
| 매입채무 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 단기차입금 | 0.2 | 100.0 | 22.0 | 19.8 | 17.8 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 0.0 | 22.0 | 19.8 | 17.8 |
| 비유동부채 | 21.8 | 220.0 | 229.9 | 224.5 | 218.1 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 0.0 | 149.6 | 138.6 | 128.7 | 119.8 |
| **부채총계** | **175.0** | **469.7** | **471.1** | **471.5** | **467.0** |
| 자본금 | 119.6 | 119.6 | 119.6 | 119.6 | 119.6 |
| 자본잉여금 | 164.2 | 162.4 | 162.4 | 162.4 | 162.4 |
| 기타포괄이익누계액 | -3.8 | 5.2 | 5.2 | 5.2 | 5.2 |
| 이익잉여금 | 464.7 | 511.8 | 562.6 | 626.2 | 699.0 |
| 비지배주주지분 | 7.3 | 14.1 | 16.5 | 19.3 | 22.5 |
| **자본총계** | **744.4** | **806.0** | **859.1** | **925.6** | **1,001.4** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | **160.2** | **103.0** | **197.0** | **182.8** | **186.0** |
| 당기순이익(손실) | 58.2 | 62.3 | 69.8 | 83.1 | 92.5 |
| 유형자산감가상각비 | 64.9 | 64.1 | 61.3 | 60.7 | 59.9 |
| 무형자산상각비 | 20.1 | 27.2 | 28.0 | 30.0 | 32.0 |
| 운전자본의 증감 | -11.4 | -54.8 | 37.9 | 9.0 | 1.6 |
| **투자활동 현금흐름** | **-104.5** | **-352.1** | **-53.7** | **-47.5** | **-45.5** |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -43.0 | -46.4 | -42.0 | -45.0 | -44.1 |
| 투자자산의 감소(증가) | 3.2 | -14.1 | -4.6 | -1.0 | -0.6 |
| **재무활동 현금흐름** | **-19.7** | **230.0** | **-82.7** | **-30.8** | **-29.4** |
| 차입금증감 | 0.5 | 248.0 | -66.0 | -14.1 | -12.8 |
| 자본의증가 | 0.8 | -1.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **현금의증가(감소)** | 36.0 | -19.2 | 60.6 | 104.5 | 111.1 |
| 기초현금 | 63.9 | 99.8 | 80.7 | 141.2 | 245.7 |
| 기말현금 | 99.8 | 80.7 | 141.2 | 245.7 | 356.8 |

## Key Financial Data

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 14,611 | 15,960 | 21,023 | 22,113 | 22,732 |
| EPS(지배주주) | 1,197 | 1,259 | 1,410 | 1,679 | 1,869 |
| CFPS | 3,894 | 3,877 | 3,773 | 4,114 | 4,338 |
| EBITDAPS | 3,320 | 3,435 | 3,780 | 4,129 | 4,425 |
| BPS | 15,415 | 16,558 | 17,620 | 18,951 | 20,472 |
| DPS | 350 | 350 | 350 | 350 | 350 |
| 배당수익률(%) | 4.0 | 3.8 | 4.3 | 4.3 | 4.3 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 7.4 | 7.3 | 5.8 | 4.9 | 4.4 |
| PCR | 2.3 | 2.4 | 2.2 | 2.0 | 1.9 |
| PSR | 0.6 | 0.6 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| PBR | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| EBITDA | 158.8 | 164.3 | 180.8 | 197.5 | 211.6 |
| EV/EBITDA | 0.6 | 3.1 | 1.8 | 1.1 | 0.4 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 8.0 | 7.9 | 8.3 | 9.2 | 9.5 |
| EBITDA이익률 | 22.7 | 21.5 | 18.0 | 18.7 | 19.5 |
| 부채비율 | 23.5 | 58.3 | 54.8 | 50.9 | 46.6 |
| 금융비용부담률 | 0.0 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| 이자보상배율(x) | 289.7 | 33.0 | 24.6 | 34.9 | 42.3 |
| 매출채권회전율(x) | 8.4 | 8.4 | 9.5 | 10.1 | 10.3 |
| 재고자산회전율(x) | 290.7 | 307.7 | 312.9 | 282.2 | 279.1 |

2023년 전망 시리즈 10

통신/미디어

# 미디어/콘텐츠 기업분석

| 종목 | 투자판단 | 적정주가 |
|---|---|---|
| CJ ENM (035760) | Buy | 130,000원 |
| 스튜디오드래곤 (253450) | Buy | 105,000원 |
| 콘텐트리중앙 (036420) | Buy | 43,000원 |
| 에이스토리 (241840) | Not Rated | - |
| 팬엔터테인먼트 (068050) | Not Rated | - |

# CJ ENM(035760) 결과로 입증해야 하는 2023년

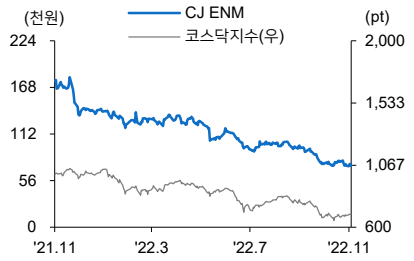
Analyst **정지수** 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

## Buy

| 적정주가 (12개월) | 130,000원 |
|---|---|
| 현재주가 (11. 3) | 73,800원 |
| 상승여력 | 76.2% |
| KOSDAQ | 694.13pt |
| 시가총액 | 16,184억원 |
| 발행주식수 | 2,193만주 |
| 유동주식비율 | 51.83% |
| 외국인비중 | 19.67% |
| 52주 최고/최저가 | 180,400원/73,400원 |
| 평균거래대금 | 62.6억원 |
| **주요주주(%)** | |
| CJ 외 5 인 | 42.70 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -3.0 | -41.0 | -55.7 |
| 상대주가 | -6.0 | -22.8 | -35.9 |

**주가그래프**




### 미디어, 커머스 등 대부분 사업에서 다소 아쉬운 3Q22 실적

- 3Q22 연결 실적은 매출액 1조 1,522억원(+34.4% YoY), 영업이익 443억원(-49.6% YoY) 전망
- 3Q22 미디어 영업이익은 TV광고와 디지털 매출 성장에도, 엔데버 콘텐트(現 피프스시즌) 인수 관련 비용과 일부 작품 딜리버리 지연으로 전년 대비 -65.9% 감소한 219억원 전망
- 미디어 사업은 해외 대형 및 국내 중소형 제작사 인수 등 성장에 주력해온 만큼 4Q22까지 수익성 부진은 불가피
- 커머스와 영화 영업이익은 취급고 감소와 투자/배급 영화 부족으로 전년 대비 각각 -52.6%, -53.7% 감소 전망

### 성장통을 지나고 결과로 입증해야 하는 2023년

- 2023년 연결 매출액은 4조 8,333억원(+5.9% YoY), 영업이익 2,793억원(+30.9% YoY) 전망
- 2023년 미디어 사업은 더 이상 M&A가 아닌 자체 기획/제작/유통 역량을 통한 질적 성장이 가능해지는 시기
- 영화 부문은 극장 영업제한 해제로 박스오피스가 회복됨에 따라 2023년 영업적자는 큰 폭으로 축소 전망
- 음악 사업은 <JO1>, <INI>, <Kep1er> 등 자체 아티스트들의 팬덤 확산이 음반/음원 및 콘서트 성과 나타나는 중 2023년에는 <보이즈 플래닛> 등 서바이벌 프로그램을 통해 추가적으로 아티스트 데뷔 예정
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 실적 추정치 조정 및 지분가치 하락을 반영해 175,000원에서 130,000원으로 하향

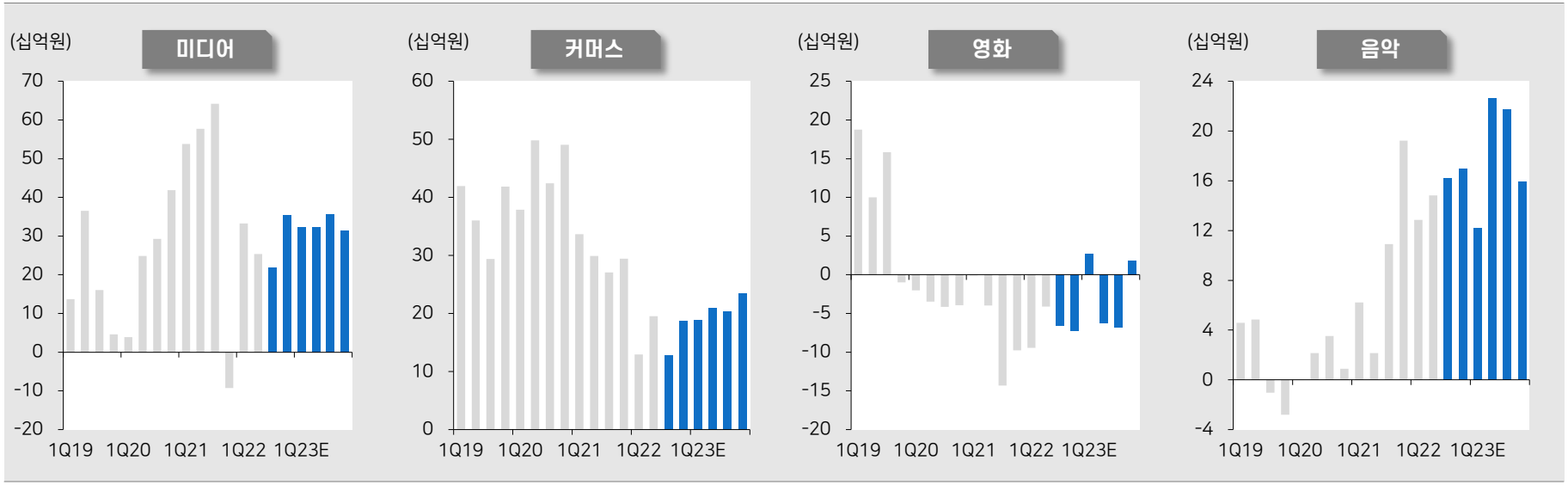
| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020 | 3,391.2 | 272.1 | 56.9 | 2,596 | 12.0 | 156,746 | 53.7 | 0.9 | 5.0 | 1.8 | 65.9 |
| 2021 | 3,552.4 | 296.9 | 193.5 | 8,822 | 246.7 | 172,252 | 15.7 | 0.8 | 5.1 | 5.4 | 88.9 |
| 2022E | 4,565.9 | 213.0 | 49.5 | 2,257 | -78.3 | 172,524 | 32.7 | 0.4 | 2.7 | 1.3 | 98.4 |
| 2023E | 4,833.3 | 279.3 | 140.4 | 6,403 | 183.7 | 176,848 | 11.5 | 0.4 | 2.6 | 3.7 | 98.3 |
| 2024E | 4,958.9 | 335.1 | 204.7 | 9,334 | 45.8 | 184,008 | 7.9 | 0.4 | 2.3 | 5.2 | 95.4 |

# CJ ENM – 결과로 입증해야 하는 2023년

**성장에 집중하는 미디어 사업 전략**

- 2023년 연결 매출액은 4조 8,333억원(+5.9% YoY), 영업이익 2,793억원(+30.9% YoY) 전망
- 미디어 사업은 더 이상 M&A가 아닌 자체 기획/제작/유통 역량을 통한 질적 성장이 가능해지는 시기
- 영화 부문은 극장 영업제한 해제로 박스오피스가 회복됨에 따라 2023년 영업적자는 큰 폭으로 축소 전망
- 음악 사업은 <JO1>, <INI>, <Kep1er> 등 자체 아티스트들의 팬덤 확산이 음반/음원 및 콘서트 성과로 증명
  2023년에는 <보이즈 플래닛> 등 서바이벌 프로그램을 통해 추가적으로 아티스트 데뷔 예정

**CJ ENM 사업부별 영업이익 추이 및 전망**



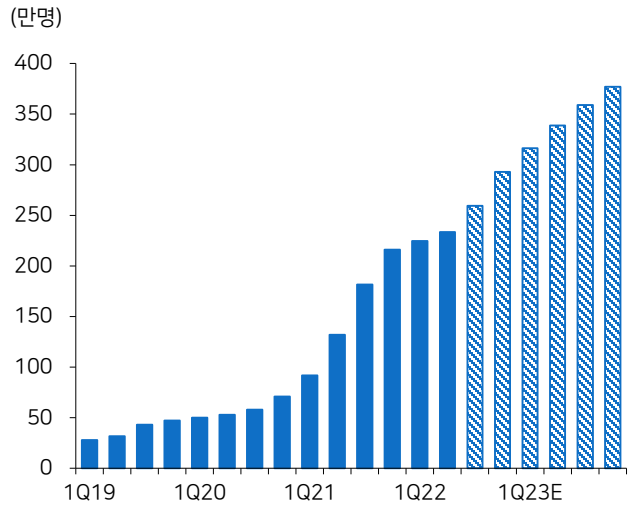

자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

# CJ ENM – 결과로 입증해야 하는 2023년

**티빙(Tving) 유료가입자수 꾸준히 증가**

- 자체 OTT 티빙(Tving) 유료가입자수는 2Q22 기준 234만명으로 추정되며, 연내 300만명 수준 예상
- 2023년 티빙 가입자는 377만명을 전망하며, 500만명 이상되는 2025년부터 본격적인 수익화 가능
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 2023년 영업이익 추정치 -10.0% 하향 조정과 넷마블, 스튜디오드래곤 등 보유 지분가치 하락을 반영해 175,000원에서 130,000원으로 -25.7% 하향

**티빙(Tving) 가입자수 추정**




자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

**CJ ENM SOTP Valuation**

| (십억원) | 12M 세후영업이익 | Multiple (배) | 적정가치 | 비고 |
|---|---|---|---|---|
| **영업가치** | | | **3,779.7** | 유통업종 평균 PER |
| 미디어 | 100.1 | 15.0 | 1,495.8 | 넷마블/SD 가치 제거한 12MF 순이익 |
| 커머스 | 63.5 | 10.0 | 632.3 | |
| 음악 | 55.1 | 30.0 | 1,651.6 | |
| **비영업가치** | | | **1,039.3** | |
| 넷마블 지분가치 | | | 430.1 | 지분율 22%, 할인율 50% 적용 |
| 스튜디오드래곤 지분가치 | | | 553.7 | 지분율 55%, 할인율 50% 적용 |
| 네이버 지분가치 | | | 42.0 | 지분율 0.3%, 할인율 50% 적용 |
| 삼성생명 지분가치 | | | 13.5 | 지분율 0.2%, 할인율 50% 적용 |
| **순차입금** | | | **2,883.7** | 4Q21 기준 |
| **총기업가치** | | | **2,883.7** | |
| 발행주식수 (만주) | | | 2,193 | |
| **적정가치 (원)** | | | **131,494** | |
| **적정주가 (원)** | | | **130,000** | |

자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

# CJ ENM 실적 추이 및 전망



| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22E | 4Q22E | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **957.3** | **1,192.5** | **1,152.2** | **1,264.0** | **1,101.5** | **1,225.1** | **1,204.8** | **1,301.9** | **3,552.4** | **4,565.9** | **4,833.3** |
| % YoY | 20.9% | 31.3% | 34.4% | 27.0% | 15.1% | 2.7% | 4.6% | 3.0% | 4.8% | 28.5% | 5.9% |
| 미디어 | 546.4 | 722.8 | 695.9 | 756.8 | 651.8 | 751.0 | 732.2 | 794.4 | 1,774.5 | 2,722.0 | 2,929.3 |
| 광고 | 132.9 | 164.7 | 157.4 | 163.2 | 141.2 | 174.7 | 165.5 | 171.6 | 583.5 | 618.2 | 653.0 |
| 수신료 | 69.1 | 68.6 | 69.0 | 68.5 | 68.5 | 67.9 | 68.1 | 71.1 | 255.2 | 275.2 | 275.5 |
| 콘텐츠 판매 | 218.6 | 346.7 | 324.9 | 345.1 | 312.6 | 361.6 | 350.2 | 367.5 | 384.6 | 1,235.3 | 1,391.9 |
| 기타 | 125.9 | 142.9 | 144.7 | 180.0 | 129.7 | 146.8 | 148.3 | 184.2 | 551.3 | 593.4 | 609.0 |
| 커머스 | 317.3 | 351.7 | 326.4 | 363.1 | 331.4 | 339.8 | 326.8 | 350.1 | 1,378.5 | 1,358.5 | 1,348.1 |
| TV | 116.4 | 128.7 | 129.1 | 123.8 | 119.2 | 123.8 | 125.7 | 120.2 | 560.5 | 497.9 | 489.0 |
| 디지털 | 171.2 | 190.3 | 163.8 | 200.6 | 179.8 | 185.9 | 167.1 | 190.9 | 682.8 | 725.9 | 723.7 |
| 기타 | 29.7 | 32.7 | 33.5 | 38.7 | 32.4 | 30.1 | 34.0 | 39.0 | 135.2 | 134.7 | 135.4 |
| 영화 | 27.0 | 25.6 | 30.7 | 39.9 | 43.3 | 33.7 | 39.2 | 47.7 | 117.4 | 123.2 | 163.9 |
| 극장 | 1.0 | 8.4 | 9.2 | 7.0 | 13.0 | 12.0 | 14.1 | 13.2 | 20.0 | 25.6 | 52.3 |
| 부가판권 | 4.9 | 2.4 | 5.4 | 5.6 | 6.6 | 5.4 | 6.7 | 7.1 | 28.1 | 18.3 | 25.9 |
| 뮤지컬 | 0.2 | 0.3 | 4.7 | 4.5 | 2.5 | 1.5 | 6.8 | 4.3 | 10.3 | 9.6 | 15.1 |
| 기타 | 21.0 | 14.5 | 11.4 | 22.8 | 21.2 | 14.7 | 11.6 | 23.1 | 59.0 | 69.7 | 70.7 |
| 음악 | 66.6 | 92.4 | 99.1 | 104.1 | 75.0 | 100.7 | 106.6 | 109.8 | 281.9 | 362.2 | 392.0 |
| 음반/음원 | 34.4 | 28.8 | 30.3 | 43.9 | 35.0 | 29.4 | 30.9 | 44.8 | 171.2 | 137.3 | 140.1 |
| 기타 | 32.2 | 63.6 | 68.8 | 60.2 | 40.0 | 71.3 | 75.7 | 65.0 | 110.7 | 224.8 | 251.9 |
| **영업이익** | **49.6** | **55.6** | **44.3** | **63.9** | **66.2** | **69.4** | **71.0** | **72.6** | **296.9** | **213.0** | **279.3** |
| % YoY | -47.0% | -35.2% | -49.6% | 115.6% | 33.5% | 24.9% | 60.4% | 13.5% | 9.1% | -28.1% | 30.9% |
| 미디어 | 33.3 | 25.4 | 21.9 | 35.6 | 32.4 | 32.3 | 35.7 | 31.3 | 166.5 | 116.1 | 131.7 |
| 커머스 | 12.9 | 19.5 | 12.8 | 18.7 | 18.9 | 20.9 | 20.3 | 23.5 | 120.1 | 63.9 | 83.6 |
| 영화 | -9.4 | -4.1 | -6.6 | -7.3 | 2.7 | -6.3 | -6.8 | 1.8 | -28.2 | -27.5 | -8.6 |
| 음악 | 12.9 | 14.8 | 16.2 | 17.0 | 12.2 | 22.6 | 21.8 | 15.9 | 38.5 | 60.8 | 72.6 |
| **법인세차감전순이익** | **28.3** | **-23.0** | **22.7** | **33.3** | **55.6** | **31.6** | **54.3** | **34.8** | **295.9** | **60.8** | **176.4** |
| 법인세비용 | 2.4 | 2.0 | 2.0 | 5.0 | 10.0 | 6.3 | 12.0 | 7.7 | 68.3 | 11.3 | 35.9 |
| **당기순이익** | **25.9** | **-25.0** | **20.6** | **28.3** | **45.6** | **25.3** | **42.4** | **27.2** | **227.6** | **49.5** | **140.4** |
| **이익률 (%)** | | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 5.2 | 4.7 | 3.8 | 5.1 | 6.0 | 5.7 | 5.9 | 5.6 | 8.4 | 4.7 | 5.8 |
| 당기순이익률 | 2.7 | -2.1 | 1.8 | 2.2 | 4.1 | 2.1 | 3.5 | 2.1 | 6.4 | 1.1 | 2.9 |

자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

# CJ ENM(035760)

## Income Statement

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **3,391.2** | **3,552.4** | **4,565.9** | **4,833.3** | **4,958.9** |
| 매출액증가율(%) | -10.5 | 4.8 | 28.5 | 5.9 | 2.6 |
| 매출원가 | 1,907.4 | 1,917.7 | 2,698.8 | 2,823.5 | 2,866.7 |
| 매출총이익 | 1,483.8 | 1,634.7 | 1,867.1 | 2,009.8 | 2,092.1 |
| 판매비와관리비 | 1,211.7 | 1,337.8 | 1,654.1 | 1,730.6 | 1,757.0 |
| **영업이익** | **272.1** | **296.9** | **213.0** | **279.3** | **335.1** |
| 영업이익률(%) | 8.0 | 8.4 | 4.7 | 5.8 | 6.8 |
| 금융손익 | -31.1 | 1.4 | -24.3 | -11.1 | 6.7 |
| 종속/관계기업관련손익 | 80.6 | 68.1 | -2.5 | -2.5 | -0.9 |
| 기타영업외손익 | -178.9 | -70.5 | -125.5 | -89.3 | -77.4 |
| 세전계속사업이익 | 142.7 | 295.9 | 60.8 | 176.4 | 263.6 |
| 법인세비용 | 77.1 | 68.3 | 11.3 | 35.9 | 58.9 |
| **당기순이익** | **65.6** | **227.6** | **49.5** | **140.4** | **204.7** |
| 지배주주지분 순이익 | 56.9 | 193.5 | 49.5 | 140.4 | 204.7 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 1,752.4 | 2,660.4 | 2,633.9 | 2,749.8 | 2,936.6 |
| 현금및현금성자산 | 269.7 | 1,287.4 | 869.1 | 881.6 | 1,019.9 |
| 매출채권 | 727.3 | 800.2 | 1,028.5 | 1,088.7 | 1,117.0 |
| 재고자산 | 58.6 | 85.4 | 109.8 | 116.2 | 119.2 |
| 비유동자산 | 4,527.5 | 5,280.2 | 5,718.9 | 5,785.6 | 5,781.9 |
| 유형자산 | 984.4 | 1,121.0 | 1,119.6 | 1,085.2 | 1,023.2 |
| 무형자산 | 1,072.1 | 1,321.9 | 1,228.1 | 1,188.2 | 1,180.4 |
| 투자자산 | 2,136.1 | 2,490.2 | 3,024.1 | 3,165.0 | 3,231.2 |
| **자산총계** | **6,279.9** | **7,940.6** | **8,352.9** | **8,535.4** | **8,718.5** |
| 유동부채 | 1,551.8 | 2,322.9 | 2,650.0 | 2,734.5 | 2,770.8 |
| 매입채무 | 228.5 | 250.7 | 322.3 | 341.2 | 350.0 |
| 단기차입금 | 425.0 | 954.1 | 954.1 | 954.1 | 954.1 |
| 유동성장기부채 | 111.7 | 150.5 | 130.0 | 122.8 | 116.1 |
| 비유동부채 | 943.0 | 1,414.5 | 1,493.6 | 1,496.8 | 1,486.6 |
| 사채 | 431.9 | 678.2 | 662.2 | 646.9 | 632.1 |
| 장기차입금 | 122.0 | 262.9 | 252.9 | 243.7 | 235.3 |
| **부채총계** | **2,494.7** | **3,737.3** | **4,143.6** | **4,231.3** | **4,257.4** |
| 자본금 | 110.6 | 110.6 | 110.6 | 110.6 | 110.6 |
| 자본잉여금 | 2,486.5 | 2,537.8 | 2,537.8 | 2,537.8 | 2,537.8 |
| 기타포괄이익누계액 | 19.7 | 136.6 | 136.6 | 136.6 | 136.6 |
| 이익잉여금 | 1,162.0 | 1,333.8 | 1,339.8 | 1,434.6 | 1,591.6 |
| 비지배주주지분 | 347.9 | 426.0 | 426.0 | 426.0 | 426.0 |
| **자본총계** | **3,785.2** | **4,203.3** | **4,209.3** | **4,304.1** | **4,461.1** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | **566.4** | **782.2** | **1,061.1** | **1,053.3** | **1,108.9** |
| 당기순이익(손실) | 65.6 | 227.6 | 49.5 | 140.4 | 204.7 |
| 유형자산감가상각비 | 63.4 | 64.5 | 301.4 | 319.4 | 332.7 |
| 무형자산상각비 | 433.2 | 452.1 | 593.8 | 564.8 | 559.1 |
| 운전자본의 증감 | -36.0 | -31.7 | 116.5 | 28.7 | 12.4 |
| **투자활동 현금흐름** | **-1,049.9** | **-727.1** | **-1,396.4** | **-967.4** | **-895.9** |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -110.9 | -173.7 | -300.0 | -285.0 | -270.8 |
| 투자자산의 감소(증가) | -471.7 | -286.0 | -533.9 | -140.9 | -66.1 |
| **재무활동 현금흐름** | **490.0** | **957.1** | **-83.0** | **-73.4** | **-74.7** |
| 차입금증감 | 37.9 | 970.5 | -39.5 | -29.9 | -29.1 |
| 자본의증가 | 156.9 | 51.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **현금의증가(감소)** | -0.1 | 1,017.6 | -418.3 | 12.5 | 138.3 |
| 기초현금 | 269.8 | 269.7 | 1,287.4 | 869.1 | 881.6 |
| 기말현금 | 269.7 | 1,287.4 | 869.1 | 881.6 | 1,019.9 |

## Key Financial Data

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 154,643 | 161,994 | 208,210 | 220,407 | 226,130 |
| EPS(지배주주) | 2,596 | 8,822 | 2,257 | 6,403 | 9,334 |
| CFPS | 35,033 | 38,588 | 44,523 | 49,312 | 53,594 |
| EBITDAPS | 35,054 | 37,093 | 50,534 | 53,057 | 55,950 |
| BPS | 156,746 | 172,252 | 172,524 | 176,848 | 184,008 |
| DPS | 1,600 | 2,100 | 2,100 | 2,200 | 2,300 |
| 배당수익률(%) | 1.1 | 1.5 | 2.8 | 3.0 | 3.1 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 53.7 | 15.7 | 32.7 | 11.5 | 7.9 |
| PCR | 4.0 | 3.6 | 1.7 | 1.5 | 1.4 |
| PSR | 0.9 | 0.9 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| PBR | 0.9 | 0.8 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| EBITDA | 768.7 | 813.4 | 1,108.2 | 1,163.5 | 1,226.9 |
| EV/EBITDA | 5.0 | 5.1 | 2.7 | 2.6 | 2.3 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 1.8 | 5.4 | 1.3 | 3.7 | 5.2 |
| EBITDA이익률 | 22.7 | 22.9 | 24.3 | 24.1 | 24.7 |
| 부채비율 | 65.9 | 88.9 | 98.4 | 98.3 | 95.4 |
| 금융비용부담률 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 이자보상배율(x) | 11.2 | 13.2 | 7.4 | 9.9 | 12.0 |
| 매출채권회전율(x) | 4.3 | 4.7 | 5.0 | 4.6 | 4.5 |
| 재고자산회전율(x) | 37.9 | 49.3 | 46.8 | 42.8 | 42.1 |

# 스튜디오드래곤 (253450) 용비어천가

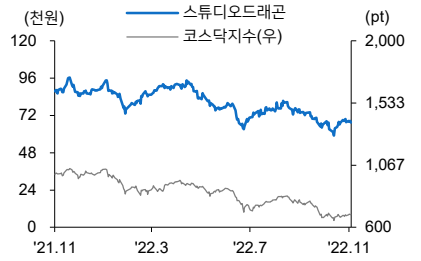
Analyst **정지수** 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

## Buy

| 적정주가 (12개월) | 105,000원 |
|---|---|
| 현재주가 (11.3) | 67,500원 |
| 상승여력 | 55.6% |
| KOSDAQ | 694.13pt |
| 시가총액 | 20,260억원 |
| 발행주식수 | 3,001만주 |
| 유동주식비율 | 45.13% |
| 외국인비중 | 10.51% |
| 52주 최고/최저가 | 96,400원/59,100원 |
| 평균거래대금 | 65.6억원 |
| **주요주주(%)** | |
| CJ ENM 외 3 인 | 54.87 |
| 네이버 | 6.25 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 1.5 | -21.9 | -22.6 |
| 상대주가 | -1.6 | 2.1 | 12.1 |

**주가그래프**




### 3Q22 상각비 증가 부담 지속

- 3Q22 연결 매출액 1,510억원(+30.1% YoY), 영업이익 172억원(+17.8% YoY)으로 시장 컨센서스 하회 전망
- 공동 제작한 <빅마우스> 정산 이익과 <형사록> 방영 모두 4Q22로 지연,
  텐트폴 <우리들의 블루스>, <환혼> 등 무형자산상각비 증가로 수익성 측면에서 다소 아쉬움이 남은 실적

### 용의 머리가 되기 위한 여정

- Skydance와 공동 제작한 <The Big Door Prize>는 4Q22 애플TV 를 통해 공개 예정
  500억원의 제작비와 리큡율 감안 시 약 30억원의 수익 배분이 가능할 전망
- <The Big Door Prize>는 시즌제 계획 중이며, IP 권한 일부도 보유하고 있어 지속적이며 안정적인 이익 기여 가능
- 2023년 연결 실적은 매출액 6,770억원(+13.3% YoY), 영업이익 954억원(+16.7% YoY) 전망

### 높아진 협상력에 기반한 리큡율 개선

- 지난 3년간의 성과를 감안할 때 넷플릭스와의 재계약은 이전 대비 크게 개선된 조건으로 마무리될 전망
- 넷플릭스 외 다수의 글로벌 OTT들과 공급 계약을 논의 중이며, 2023년부터 작품당 이익 체력이 크게 향상될 전망

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020 | 525.7 | 49.1 | 29.6 | 1,044 | 10.9 | 20,309 | 88.7 | 4.6 | 16.3 | 5.7 | 24.3 |
| 2021 | 487.1 | 52.6 | 39.1 | 1,301 | 24.6 | 22,785 | 69.9 | 4.0 | 17.6 | 6.0 | 29.3 |
| 2022E | 597.3 | 81.8 | 66.9 | 2,229 | 71.3 | 25,013 | 30.3 | 2.7 | 9.8 | 9.3 | 27.6 |
| 2023E | 677.0 | 95.4 | 76.1 | 2,537 | 13.8 | 27,550 | 26.6 | 2.5 | 8.9 | 9.7 | 25.6 |
| 2024E | 736.0 | 134.2 | 106.8 | 3,558 | 40.2 | 31,108 | 19.0 | 2.2 | 7.0 | 12.1 | 24.6 |

# 스튜디오드래곤 – 용비어천가

## 멀티 스튜디오 모델 구축

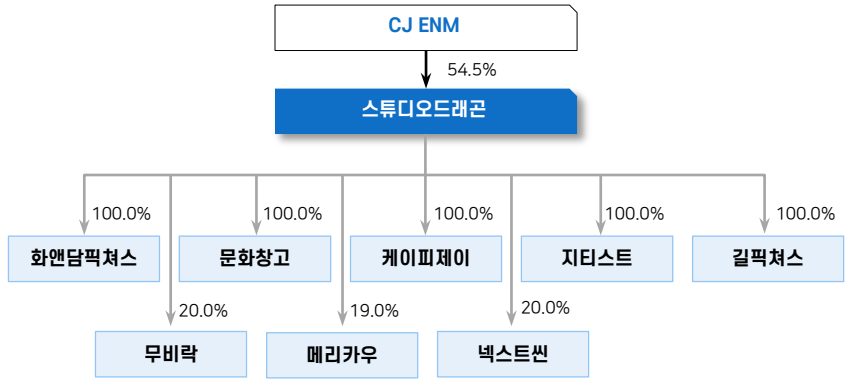
- 동사는 스튜디오 모델을 도입해 2016년 화앤담픽쳐스, 문화창고, 케이피제이, 2019년 지티스트, 2022년 9월에는 <스토브리그>, <소년심판> 제작사인 길픽쳐스 인수
- 또한, 무비락, 메리카우, 넥스트씬 등 역량이 검증된 제작사들에 대한 지분투자를 통해 파트너십 역시 확대

### 스튜디오드래곤의 멀티 스튜디오 전략

| 구분 | 스튜디오 | 지분율 | 금액 (십억원) | 소속작가 | 대표작품 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2016. 06 | 화앤담픽쳐스 | 100% | 31.6 | 김은숙 작가 등 | 태양의 후예, 도깨비, 미스터 선샤인 |
| 2016. 06 | 문화창고 | 100% | 36.6 | 박지은 작가 등 | 별에서 온 그대, 사랑의 불시착 |
| 2016. 09 | 케이피제이 | 100% | 15.1 | 김영현 작가 등 | 대장금, 아스달 연대기 |
| 2019. 04 | 지티스트 | 100% | 25.1 | 노희경 작가 등 | 그들이 사는 세상 |
| 2022. 09 | 길픽쳐스 | 100% | 미공개 | 박재범 작가 등 | 스토브리그, 소년심판, 더 패뷸러스 |
| 2019. 09 | 무비락 | 20% | 3.1 | | 청년경찰, 증인 |
| 2019. 12 | 메리카우 | 19% | 4.0 | 송재정 작가 등 | 알함브라 궁전의 추억, 나인 |
| 2022. 03 | 넥스트씬 | 20% | 4.0 | 박신우 PD 등 | 남자친구, 호텔델루나, 스타트업 |

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

### 스튜디오드래곤 지배구조 현황



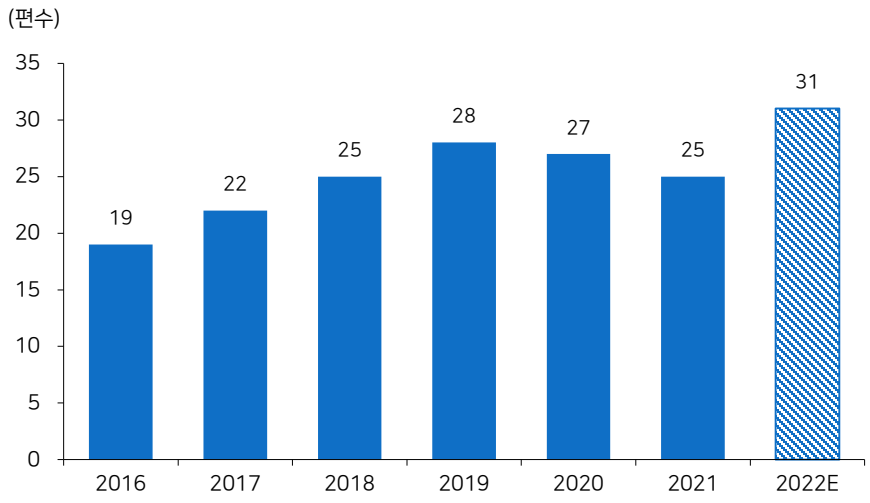

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

# 스튜디오드래곤 – 용비어천가

**방영편수 증가와 해외 매출 비중 증가**

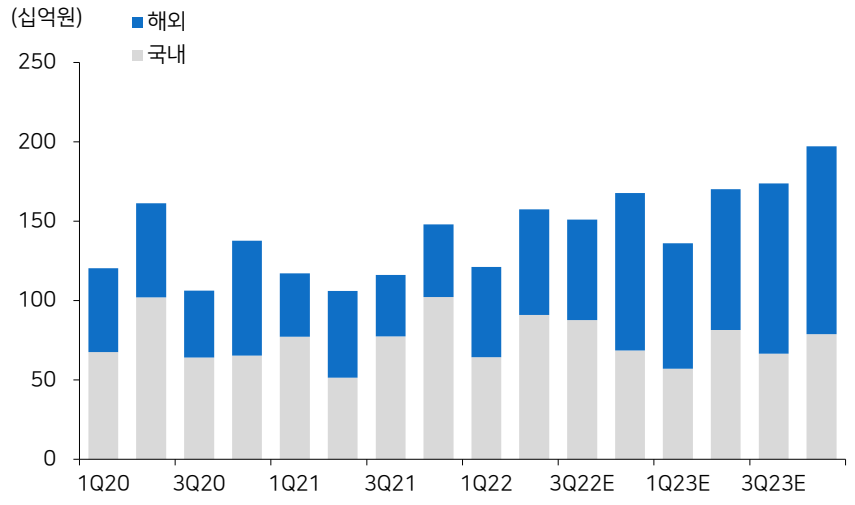
- 2022년 방영편수는 역대 최대인 31편 전망. 연말 <The Big Door Prize>를 시작으로 해외 제작 본격화
- 지난 3년간의 성과 감안 시 넷플릭스와의 재계약은 이전 대비 크게 개선된 조건으로 협상 마무리 전망
- 넷플릭스 외 다수의 글로벌 OTT들과 장기 공급 계약을 논의 중인 만큼 2023년부터 작품당 이익 체력이 크게 향상될 전망

**연간 방영편수 추이 및 전망**




자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

**국내/해외 매출액 추이 및 전망**



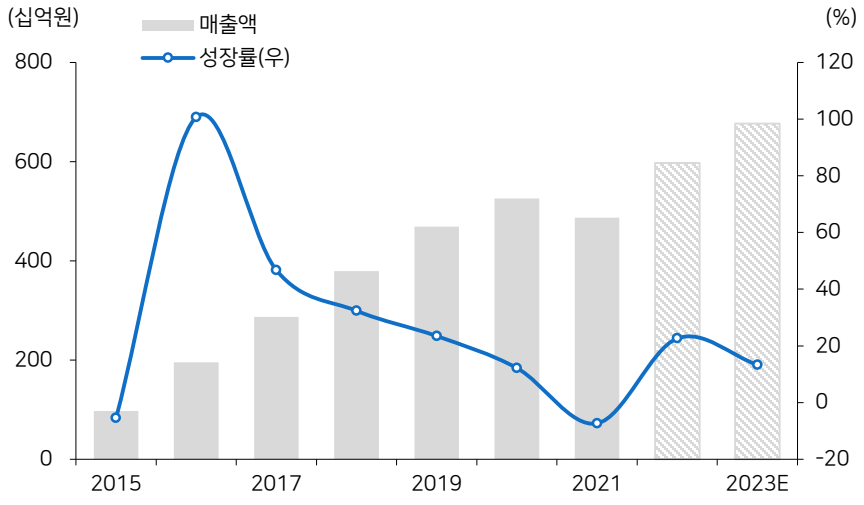

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

# 스튜디오드래곤 – 용비어천가

**4Q22부터 해외 제작 본격화**

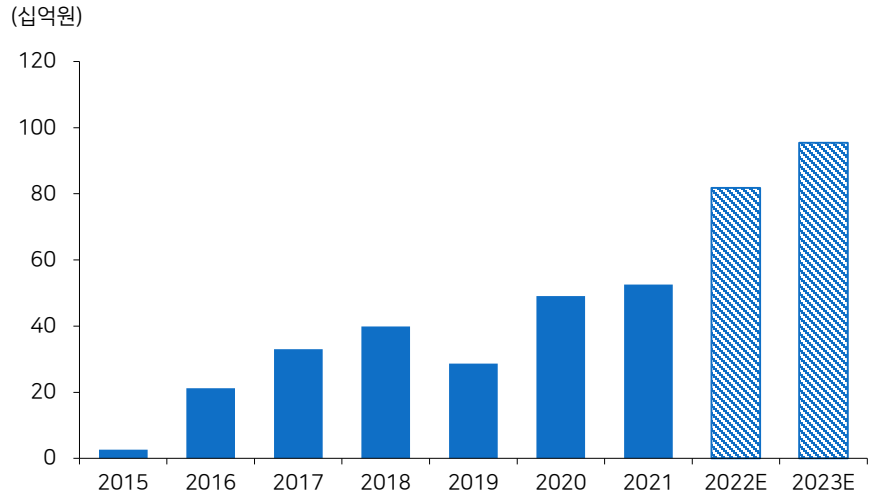
- 3Q22 연결 매출액 1,510억원(+30.1% YoY), 영업이익 172억원(+17.8% YoY)으로 시장 기대치 하회 전망
- 공동 제작에 참여한 <빅마우스> 관련 정산 이익과 <형사록> 방영 모두 4Q22로 지연, 텐트폴 <우리들의 블루스>, <환혼> 등 무형자산상각비 증가로 다소 아쉬운 수익성 전망
- 4Q22에는 스카이댄스(Skydance)와 공동제작한 <The Big Door Prize>가 애플TV를 통해 공개 예정 <The Big Door Prize>는 시즌제로 기획. IP 권한 일부를 보유해 지속적이며 안정적인 이익 기여 가능
- 2022년 연결 매출액 5,973억원(+22.6% YoY), 영업이익 818억원(+55.5% YoY) 전망

**스튜디오드래곤 매출액 추이 및 전망**




자료: 메리츠증권 리서치센터

**스튜디오드래곤 영업이익 추이 및 전망**



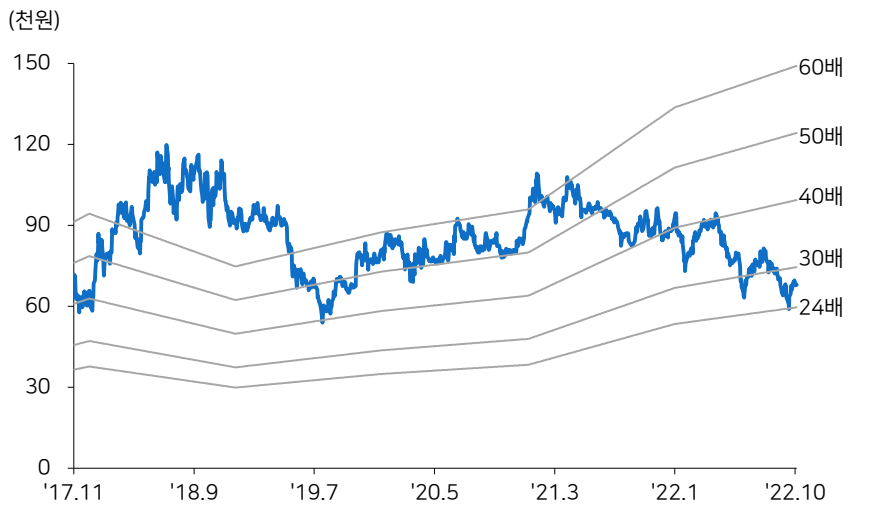

자료: 메리츠증권 리서치센터

# 스튜디오드래곤 – 용비어천가

**2023년 외형 성장보다 높은 이익 성장 기대**

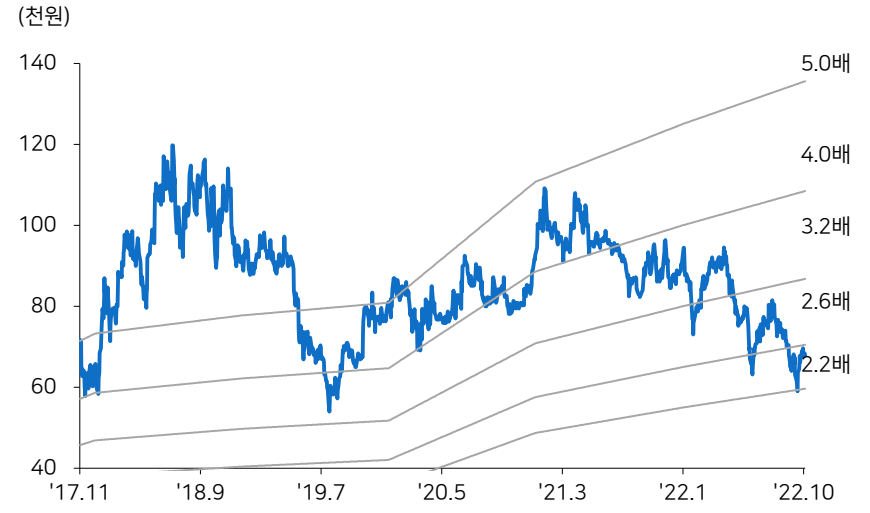
- 2023년 연결 매출액 6,770억원(+13.3% YoY), 영업이익 954억원(+16.7% YoY) 전망
- 작품당 이익 체력 향상으로 2023년 매출 성장보다 높은 이익 성장 예상
- 현재 주가는 PER 밴드차트 하단 수준으로, 2023년 실적 개선에 따른 밸류에이션 정당화 기대

**스튜디오드래곤 PER 밴드차트**




자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

**스튜디오드래곤 PBR 밴드차트**




자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

# 스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망



| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22E | 4Q22E | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **121.1** | **157.5** | **151.0** | **167.7** | **136.1** | **170.1** | **173.7** | **197.1** | **487.1** | **597.3** | **677.0** |
| % YoY | 3.4% | 48.6% | 30.1% | 13.4% | 12.3% | 8.0% | 15.1% | 17.5% | -7.3% | 22.6% | 13.3% |
| 편성 | 35.4 | 43.8 | 44.8 | 46.1 | 36.5 | 38.6 | 37.8 | 42.4 | 161.3 | 170.1 | 155.3 |
| 판매 | 77.7 | 103.9 | 96.7 | 112.0 | 91.2 | 122.8 | 127.4 | 145.6 | 275.5 | 390.3 | 487.1 |
| 기타 | 8.0 | 9.8 | 9.5 | 9.7 | 8.3 | 8.6 | 8.5 | 9.1 | 50.3 | 36.9 | 34.5 |
| **매출원가** | **95.6** | **122.1** | **126.4** | **139.7** | **105.5** | **136.1** | **141.1** | **166.4** | **407.3** | **483.8** | **549.0** |
| % YoY | 2.4% | 42.5% | 33.0% | 4.9% | 10.3% | 11.5% | 11.6% | 19.1% | -9.7% | 18.8% | 13.5% |
| 제작원가 | 45.0 | 72.2 | 70.7 | 85.3 | 56.0 | 87.3 | 85.9 | 103.8 | 226.7 | 273.2 | 332.9 |
| 무형자산상각비 | 25.1 | 29.8 | 33.8 | 25.9 | 26.3 | 25.5 | 29.0 | 35.1 | 95.2 | 114.6 | 115.9 |
| 기타 | 25.5 | 20.1 | 22.0 | 28.5 | 23.2 | 23.4 | 26.2 | 27.4 | 84.9 | 96.1 | 100.2 |
| **매출총이익** | **25.5** | **35.4** | **24.6** | **28.0** | **30.6** | **34.0** | **32.7** | **30.7** | **79.8** | **113.5** | **128.0** |
| % YoY | 7.6% | 74.0% | 17.0% | 90.0% | 19.9% | -4.0% | 33.1% | 9.6% | 6.6% | 42.3% | 12.7% |
| GPM(%) | 21.1% | 22.5% | 16.3% | 16.7% | 22.5% | 20.0% | 18.8% | 15.6% | 16.4% | 19.0% | 18.9% |
| **판관비** | **7.4** | **8.4** | **7.4** | **8.5** | **7.6** | **8.6** | **7.6** | **8.7** | **27.2** | **31.7** | **32.6** |
| % YoY | 27.6% | 28.3% | 15.3% | 1.6% | 3.4% | 2.5% | 2.6% | 2.0% | 6.0% | 16.7% | 2.6% |
| 인건비 | 4.3 | 4.3 | 4.3 | 4.7 | 4.4 | 4.4 | 4.4 | 4.8 | 14.6 | 17.5 | 18.0 |
| 유무형자산상각비 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 2.3 | 2.4 | 2.5 |
| 지급수수료 | 1.4 | 2.0 | 1.7 | 1.9 | 1.4 | 2.1 | 1.7 | 2.0 | 6.0 | 7.0 | 7.2 |
| 광고선전비 | 0.0 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| 기타 | 1.2 | 1.2 | 0.8 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 0.9 | 1.3 | 4.0 | 4.5 | 4.6 |
| **영업이익** | **18.1** | **27.0** | **17.2** | **19.5** | **22.9** | **25.4** | **25.1** | **22.0** | **52.6** | **81.8** | **95.4** |
| % YoY | 1.1% | 95.7% | 17.8% | 207.3% | 26.7% | -6.1% | 46.2% | 12.9% | 7.0% | 55.5% | 16.7% |
| 영업이익률(%) | 14.9% | 17.1% | 11.4% | 11.6% | 16.9% | 14.9% | 14.4% | 11.2% | 10.8% | 13.7% | 14.1% |
| 법인세차감전순이익 | 20.1 | 30.0 | 21.0 | 11.6 | 24.8 | 28.5 | 29.0 | 14.1 | 52.0 | 82.8 | 96.4 |
| 법인세비용 | 4.5 | 4.5 | 4.4 | 2.4 | 5.2 | 6.0 | 6.1 | 3.0 | 13.0 | 15.9 | 20.2 |
| **당기순이익** | **15.6** | **25.6** | **16.6** | **9.2** | **19.6** | **22.5** | **22.9** | **11.2** | **39.1** | **66.9** | **76.1** |
| 당기순이익률(%) | 12.9% | 16.3% | 11.0% | 5.5% | 14.4% | 13.2% | 13.2% | 5.7% | 8.0% | 11.2% | 11.2% |

자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

# 스튜디오드래곤 (253450)

## Income Statement

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **525.7** | **487.1** | **597.3** | **677.0** | **736.0** |
| 매출액증가율(%) | 12.2 | -7.3 | 22.6 | 13.3 | 8.7 |
| 매출원가 | 451.0 | 407.4 | 483.9 | 549.0 | 568.5 |
| 매출총이익 | 74.8 | 79.8 | 113.5 | 128.0 | 167.6 |
| 판매비와관리비 | 25.7 | 27.2 | 31.7 | 32.6 | 33.4 |
| **영업이익** | **49.1** | **52.6** | **81.8** | **95.4** | **134.2** |
| 영업이익률(%) | 9.3 | 10.8 | 13.7 | 14.1 | 18.2 |
| 금융손익 | -3.8 | 4.3 | 5.7 | 5.7 | 5.7 |
| 종속/관계기업관련손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | -3.8 | -4.8 | -4.7 | -4.7 | -4.7 |
| 세전계속사업이익 | 41.5 | 52.0 | 82.8 | 96.4 | 135.2 |
| 법인세비용 | 11.9 | 13.0 | 15.9 | 20.2 | 28.4 |
| **당기순이익** | **29.6** | **39.1** | **66.9** | **76.1** | **106.8** |
| 지배주주지분 순이익 | 29.6 | 39.1 | 66.9 | 76.1 | 106.8 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 228.3 | 232.5 | 297.4 | 370.6 | 486.7 |
| 현금및현금성자산 | 49.1 | 64.6 | 92.8 | 139.4 | 235.7 |
| 매출채권 | 106.7 | 123.6 | 151.6 | 171.8 | 186.8 |
| 재고자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동자산 | 529.0 | 651.5 | 660.3 | 668.3 | 676.9 |
| 유형자산 | 7.6 | 7.7 | 6.2 | 5.0 | 4.1 |
| 무형자산 | 230.4 | 298.0 | 308.4 | 317.6 | 327.0 |
| 투자자산 | 180.1 | 240.8 | 240.8 | 240.8 | 240.8 |
| **자산총계** | **757.3** | **884.0** | **957.8** | **1,038.9** | **1,163.5** |
| 유동부채 | 132.1 | 183.6 | 188.4 | 191.8 | 208.5 |
| 매입채무 | 5.9 | 17.0 | 20.8 | 23.6 | 25.6 |
| 단기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 15.8 | 16.5 | 18.7 | 20.2 | 21.3 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **부채총계** | **148.0** | **200.2** | **207.0** | **212.0** | **229.9** |
| 자본금 | 15.0 | 15.0 | 15.0 | 15.0 | 15.0 |
| 자본잉여금 | 470.0 | 470.4 | 470.4 | 470.4 | 470.4 |
| 기타포괄이익누계액 | 1.8 | 37.2 | 37.2 | 37.2 | 37.2 |
| 이익잉여금 | 122.9 | 161.7 | 228.6 | 304.8 | 411.6 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **자본총계** | **609.4** | **683.9** | **750.8** | **826.9** | **933.7** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | **5.2** | **-8.4** | **151.5** | **169.6** | **223.4** |
| 당기순이익(손실) | 29.6 | 39.1 | 66.9 | 76.1 | 106.8 |
| 유형자산감가상각비 | 2.9 | 3.8 | 1.6 | 1.2 | 0.9 |
| 무형자산상각비 | 113.3 | 95.3 | 114.6 | 115.9 | 120.5 |
| 운전자본의 증감 | -144.1 | -155.0 | -30.8 | -22.3 | -2.3 |
| **투자활동 현금흐름** | **-16.3** | **26.5** | **-123.4** | **-122.8** | **-126.6** |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -7.2 | -2.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산의 감소(증가) | -166.7 | -60.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **재무활동 현금흐름** | **0.0** | **-3.0** | **0.1** | **-0.2** | **-0.4** |
| 차입금증감 | 0.7 | 0.5 | 0.9 | 0.7 | 0.5 |
| 자본의증가 | 149.2 | 0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **현금의증가(감소)** | -10.7 | 15.5 | 28.2 | 46.6 | 96.4 |
| 기초현금 | 59.8 | 49.1 | 64.6 | 92.8 | 139.4 |
| 기말현금 | 49.1 | 64.6 | 92.8 | 139.4 | 235.7 |

## Key Financial Data

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 18,532 | 16,233 | 19,902 | 22,555 | 24,523 |
| EPS(지배주주) | 1,044 | 1,301 | 2,229 | 2,537 | 3,558 |
| CFPS | 5,803 | 5,254 | 6,603 | 7,068 | 8,467 |
| EBITDAPS | 5,828 | 5,054 | 6,595 | 7,079 | 8,515 |
| BPS | 20,309 | 22,785 | 25,013 | 27,550 | 31,108 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 88.7 | 69.9 | 30.3 | 26.6 | 19.0 |
| PCR | 16.0 | 17.3 | 10.2 | 9.5 | 8.0 |
| PSR | 5.0 | 5.6 | 3.4 | 3.0 | 2.8 |
| PBR | 4.6 | 4.0 | 2.7 | 2.5 | 2.2 |
| EBITDA | 165.3 | 151.7 | 197.9 | 212.5 | 255.6 |
| EV/EBITDA | 16.3 | 17.6 | 9.8 | 8.9 | 7.0 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 5.7 | 6.0 | 9.3 | 9.7 | 12.1 |
| EBITDA이익률 | 31.4 | 31.1 | 33.1 | 31.4 | 34.7 |
| 부채비율 | 24.3 | 29.3 | 27.6 | 25.6 | 24.6 |
| 금융비용부담률 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 이자보상배율(x) | 84.8 | 67.6 | 99.0 | 108.2 | 145.6 |
| 매출채권회전율(x) | 5.5 | 4.2 | 4.3 | 4.2 | 4.1 |
| 재고자산회전율(x) | | | | | |

# 콘텐트리중앙 (036420) 명확한 방향성

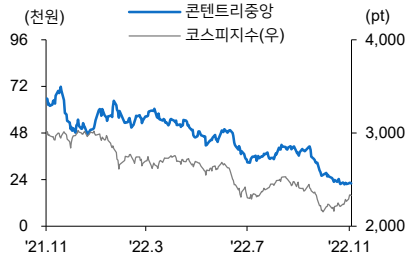
Analyst **정지수** 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

## Buy

| | |
|---|---|
| **적정주가 (12개월)** | **43,000원** |
| **현재주가 (11.3)** | **22,050원** |
| **상승여력** | **95.0%** |
| KOSPI | 2,329.17pt |
| 시가총액 | 4,247억원 |
| 발행주식수 | 1,926만주 |
| 유동주식비율 | 56.94% |
| 외국인비중 | 2.99% |
| 52주 최고/최저가 | 71,900원/21,650원 |
| 평균거래대금 | 68.7억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 중앙홀딩스 외 2 인 | 42.24 |
| 국민연금공단 | 12.27 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -16.9 | -54.8 | -64.7 |
| 상대주가 | -23.1 | -48.0 | -54.9 |

**주가그래프**




### 인수 레이블 관련 무형자산상각비 부담 지속

- 3Q22 연결 매출액은 1,978억원(+1.1% YoY), 영업적자 -136억원(적확 YoY)으로 시장 컨센서스(86억원) 하회
- JTBC 방영 회차 감소(2Q22 50회 → 3Q22 34회)로 SLL 3Q22 매출액 1,164억원(-27.6% YoY) 기록, <클리닝업>, <모범형사2> 등 동시방영 미판매와 레이블 관련 상각비 부담으로 영업적자 -207억원으로 확대
- 메가박스는 극장 영업제한 해제와 <범죄도시2>의 흥행으로 매출액과 영업이익 각각 +151%, +148% YoY 성장
- Wiip의 작품 방영 지연으로 SLL 실적 부진이 예상됨에 따라 4Q22 연결 영업적자 -11억원 전망

### 2023년 영업이익 턴어라운드 전망

- 2023년 연결 매출액 9,036억원(+15.1% YoY), 영업이익 426억원(흑전 YoY)으로 이익 턴어라운드 전망
- 실적 부진의 원인인 SLL의 인수 레이블 관련 무형자산상각비는 2023년까지 지속되나, 2023년 <D.P.>, <지금 우리 학교는> 등 시즌2 방영이 가시화됨에 따라 수익성은 큰 폭으로 개선될 전망
- 2023년 메가박스 관람객수는 2,710만명으로 코로나19 이전인 2019년 대비 59.5% 수준으로 회복되나, 인건비, 임차료 등 판관비 효율화로 영업이익은 266억원(흑전 YoY) 전망
- 연간 제작편수는 2022년 31편에서 2025년 50편 이상을 제작해 국내 최대 스튜디오로 키운다는 계획

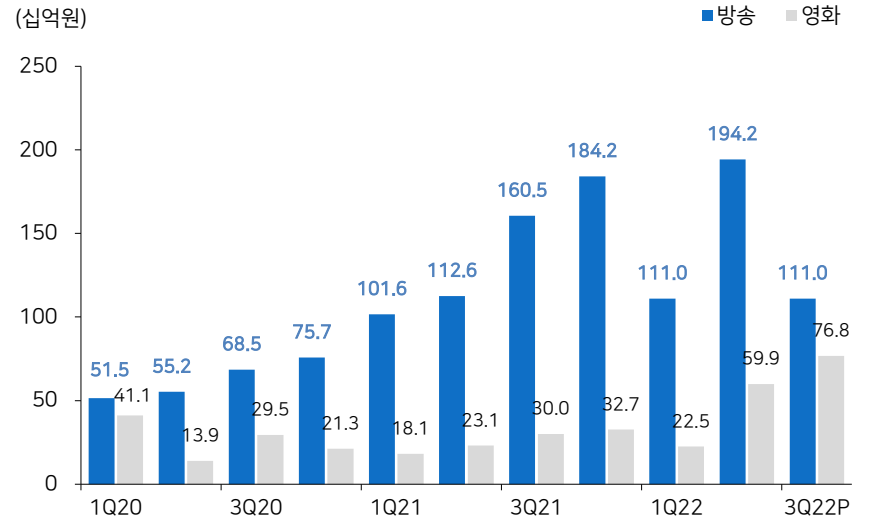
| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020 | 360.2 | -58.8 | -134.9 | -8,422 | 적전 | 11,841 | - | 3.2 | 33.8 | -52.6 | 459.1 |
| 2021 | 677.1 | -57.4 | -52.5 | -3,068 | 적지 | 9,586 | - | 5.7 | 21.5 | -28.4 | 221.8 |
| 2022E | 784.8 | -47.8 | -46.4 | -2,440 | 적지 | 6,730 | - | 3.3 | 20.7 | -30.5 | 234.4 |
| 2023E | 903.6 | 42.6 | 25.3 | 1,318 | 흑전 | 8,047 | 16.7 | 2.7 | 8.3 | 17.8 | 225.5 |
| 2024E | 998.6 | 88.9 | 55.8 | 2,912 | 121.0 | 10,960 | 7.6 | 2.0 | 6.2 | 30.6 | 205.0 |

# 콘텐트리중앙 – 명확한 방향성

## 여전히 아쉬운 3Q22 실적

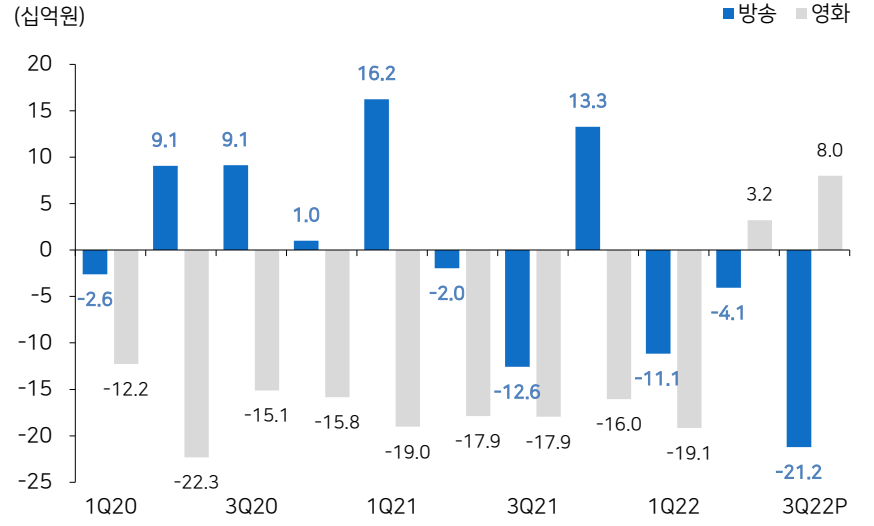
- 3Q22 연결 매출액은 1,978억원(+1.1% YoY), 영업적자 -136억원(적확 YoY)으로 시장 기대치 하회
- JTBC 방영 회차 감소(2Q22 50회 → 3Q22 34회)로 SLL 3Q22 매출액 1,164억원(-27.6% YoY) 기록, <클리닝업>, <모범형사2> 등 동시방영 미판매와 레이블 관련 상각비 부담으로 영업적자 -207억원 기록
- 영화는 극장 영업제한 해제와 <범죄도시2> 흥행으로 매출액과 영업이익 각각 +151%, +148% YoY 성장
- Wiip의 작품 방영 지연으로 SLL 실적 부진이 예상됨에 따라 4Q22 연결 영업적자 -11억원 전망
  영화 부문은 <블랙팬서: 와칸다 포에버>, <아바타: 물의 길> 등 헐리우드 대작 개봉 예정

**콘텐트리중앙 매출액 추이 및 전망**




자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

**콘텐트리중앙 영업이익 추이 및 전망**




자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

# 콘텐트리중앙 – 명확한 방향성

## 글로벌 콘텐츠 기업으로 도약

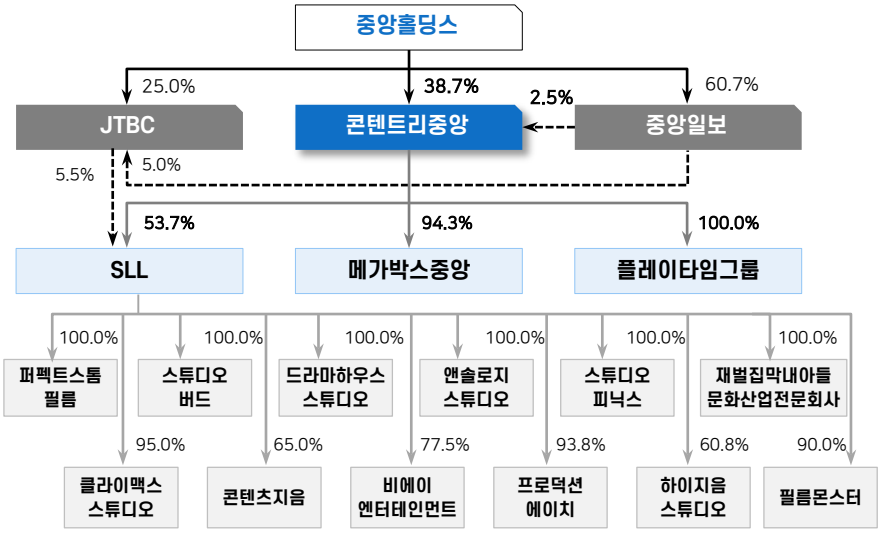
- 콘텐트리중앙의 사업 구조는 영화 부문의 메가박스중앙(지분율 94.3%)과 방송 부문의 SLL(53.8%)
- 지난 3년간 공격적인 M&A를 통해 드라마하우스, 클라이맥스 스튜디오, 콘텐츠지음 등 15개 제작사 인수
- 2021년 6월 Wiip 인수를 계기로 해외 현지 콘텐츠 제작이 본격화될 전망

### 콘텐트리중앙 제작사 인수 History

| 제작사 | 취득일 | 지분율 | 대표작 |
|---|---|---|---|
| 드라마하우스 | 2020.07.30 | 100.0% | 부부의 세계, 밥 잘 사주는 예쁜 누나 |
| 하우픽쳐스 | 2019.08.14 | 33.0% | 구미호뎐 |
| nPIO Ent. | 2019.10.15 | 28.0% | 초콜릿, 제 3의 매력 |
| BA엔터테인먼트 | 2019.12.30 | 77.5% | 범죄도시, 악인전 |
| 퍼펙트스톰필름 | 2019.12.30 | 100.0% | 백두산, 수리남 |
| 스튜디오버드 | 2020.03.18 | 100.0% | 시지프스, 마녀2 |
| 앤솔로지스튜디오 | 2020.03.30 | 100.0% | 변호인, 좋은놈 나쁜놈 이상한놈 |
| 필름몬스터 | 2019.04.09 | 90.0% | 지금 우리학교는, 완벽한 타인 |
| 스튜디오피닉스 | 2019.06.16 | 100.0% | 나의 해방일지 |
| 콘텐츠지음 | 2019.09.19 | 65.0% | 이태원클라쓰, 고백부부 |
| 클라이맥스 스튜디오 | 2021.07.15 | 95.0% | 방법, 초미의 관심사 |
| 프로덕션에이치 | 2021.07.15 | 93.8% | 라이프 온 마스, 녹두전 |
| Wiip | 2021.06.01 | 80.0% | |

자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

### 콘텐트리중앙 지배구조 현황



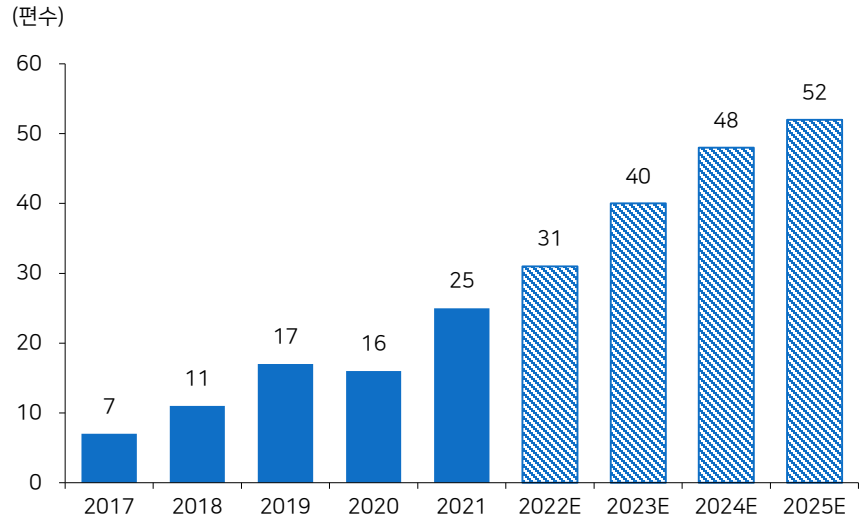

자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

# 콘텐트리중앙 – 명확한 방향성

**2025년 50편 이상의 콘텐츠 제작 목표**

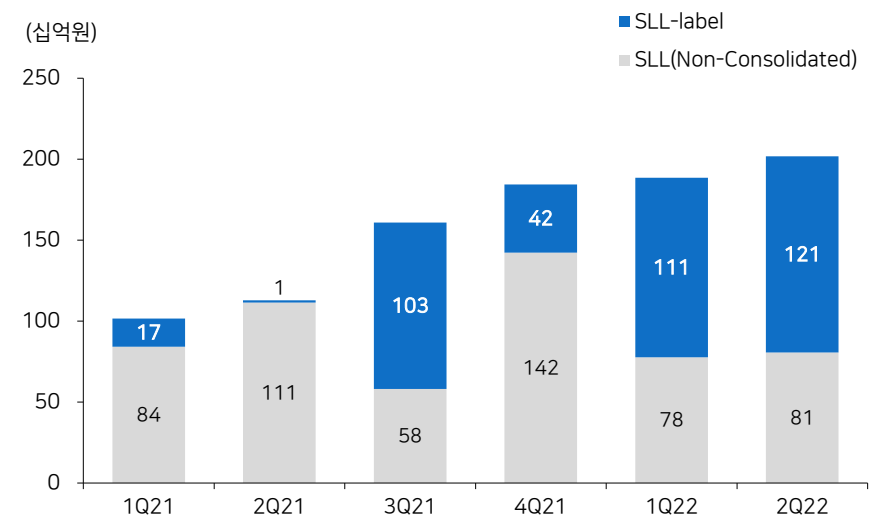
- 넷플릭스향 첫 오리지널 드라마 <D.P.>를 시작으로 OTT향 오리지널 콘텐츠 라인업 증가
- 최근 넷플릭스와 연장 계약을 체결함에 따라 동시방영 혹은 오리지널 작품에 대한 수익성 개선 가능 전망
- SLL 레이블들의 성과로 통합 작업이 마무리되는 시점에 수익성 측면에서 유의미한 기여가 가능
- 콘텐츠 제작편수는 2022년 31편 예정이며, 매년 꾸준히 증가해 2025년 50편 이상 제작 목표

**연간 제작편수 추이 및 전망**




자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

**방송 부문 SLL과 레이블 매출액 추이**



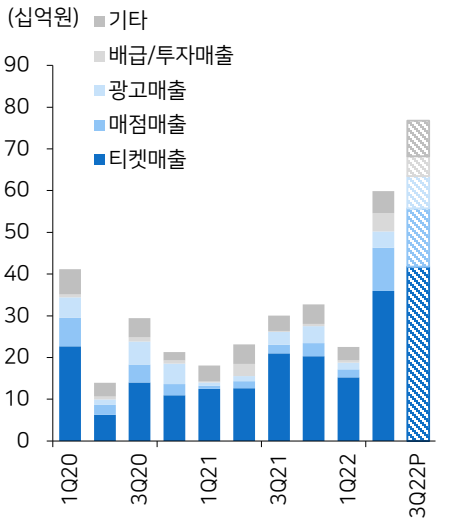

자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

# 콘텐트리중앙 – 명확한 방향성

**투자/배급을 넘어 제작으로, 영화 스튜디오로 진화**

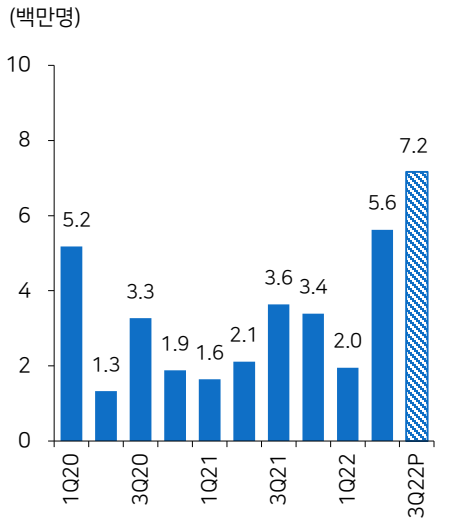
- 영화 부문은 2Q22 <범죄도시2>와 <닥터스트레인지2>의 흥행에 힘입어 메가박스 관객수 563만명 기록
- 극장 영업 제한 해제로 ATP(평균티켓가격)와 CPP(매점매출가격)가 상승하며 2년 만에 흑자전환 성공
- 기존 투자/배급 역량을 기반으로 향후에는 직접 제작에 참여하는 스튜디오로 진화할 계획
- 황정민 주연의 <크로스>, 송중기 주연의 <화란> 등 2023년 라인업부터 본격적인 제작 사업에 뛰어들 전망

**영화 부문별 매출액 추이 및 전망**



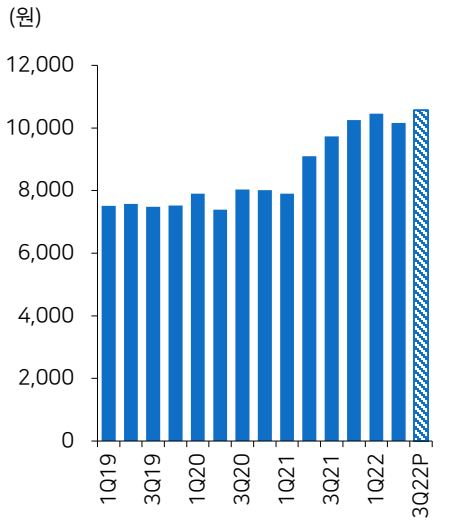

자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

**Megabox 관객수 추이 및 전망**



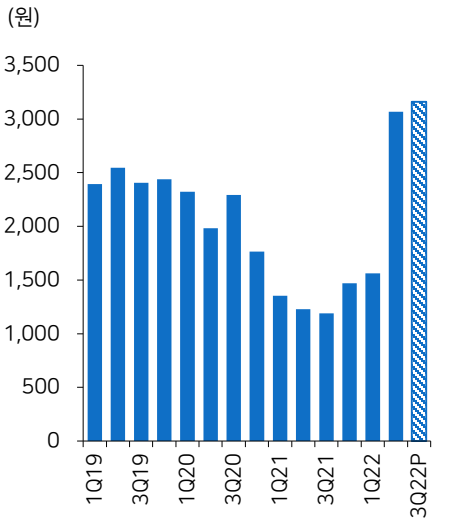

자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

**ATP(평균티켓가격) 추이 및 전망**




자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

**CPP(매점매출가격) 추이 및 전망**



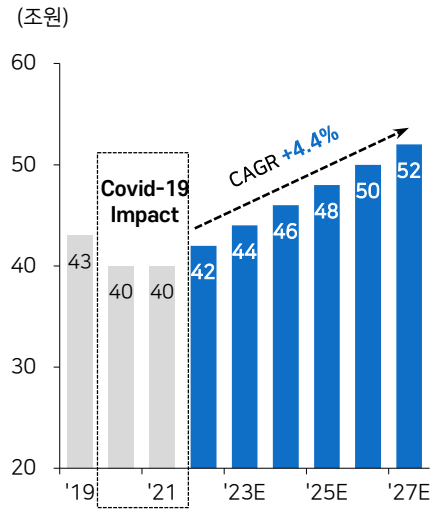

자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

# 콘텐트리중앙 – 명확한 방향성

**플레이타임 인수로 메가박스와 시너지 기대**

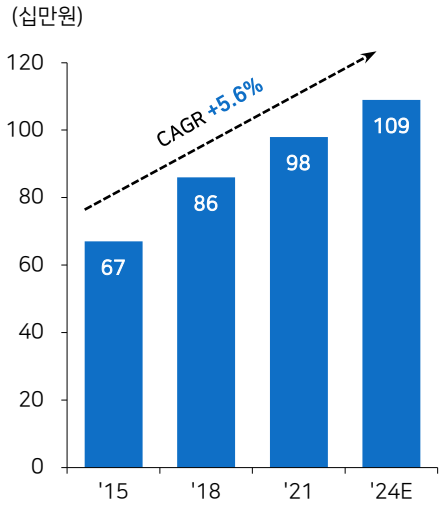
- 국내 1위 실내놀이터 사업자 플레이타임 인수를 통해 메가박스와의 시너지 기대
  - 메가박스와 플레이타임 공동 입점을 통한 유통 경쟁력 제고, 멤버십 통합과 패키지 상품 판매 등
- 저출산 기조에도 키즈산업은 소비의 프리미엄화로 지속적인 성장 기대
  - 향후 5년간 연평균 +4.4% 성장해 2027년 52조원의 시장 규모 전망
- 외부 활동이 정상화될 경우 플레이타임 인수를 통해 연간 영업이익 100억원 이상 기여 가능

**키즈산업 규모 및 전망**



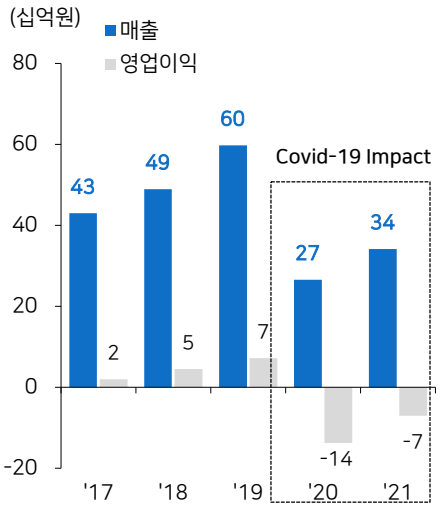

자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

**아이 1명당 연간 소비액 추이**



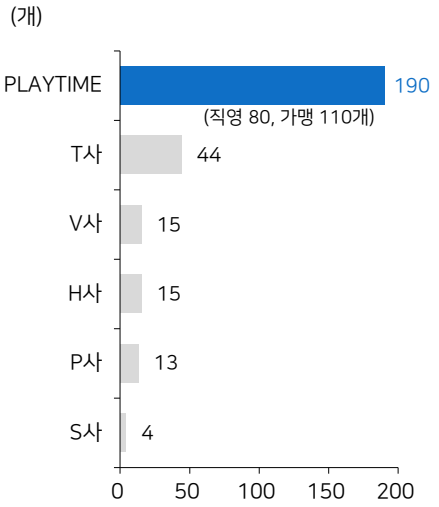

자료: 보건복지부, 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

**플레이타임 연간 실적 추이**




자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

**실내놀이터 사업자별 국내 지점 수 비교**



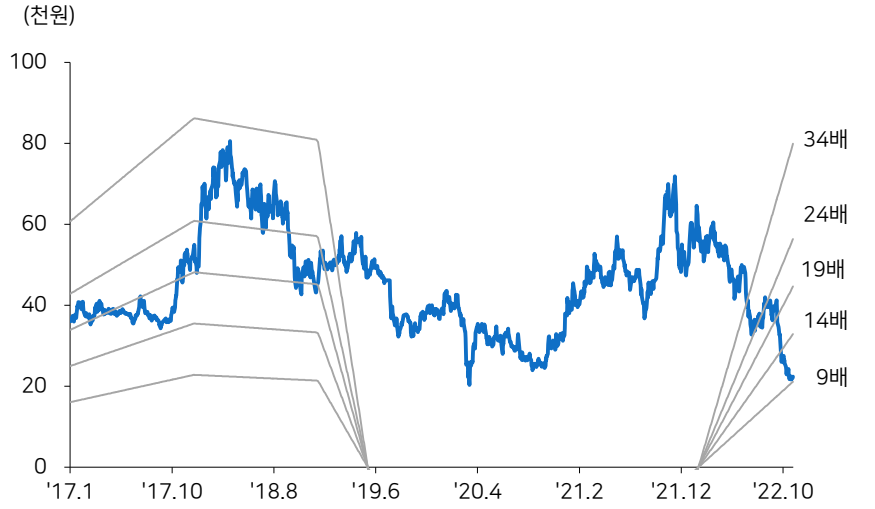

자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

# 콘텐트리중앙 – 명확한 방향성

**기대감 가득한 2023년**

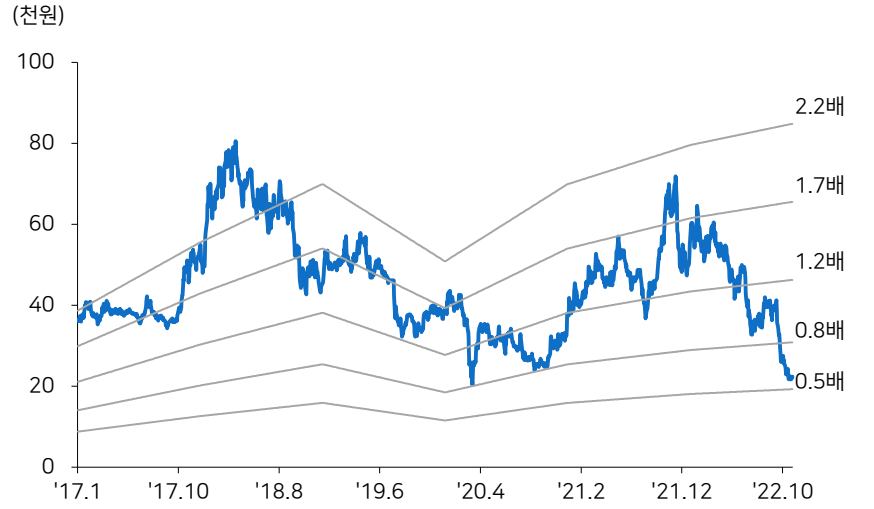
- 2023년 연결 매출액 9,086억원(+7.8% YoY), 영업이익 504억원(흑전 YoY)으로 이익 턴어라운드 전망
- 방송 부문 실적 부진의 원인인 제작사 레이블 관련 무형자산상각비는 2023년까지 지속 예상
- 다만, 시즌제가 확정된 4~5편의 콘텐츠 라인업들 영향으로 2023년부터 작품당 이익 개선 추이는 지속
- 극장 영업 제한 해제로 국내 박스오피스 회복세 지속. 2023년 영화 부문 영업이익 155억원(흑전 YoY) 전망

**콘텐트리중앙 PER 밴드차트**




자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

**콘텐트리중앙 PBR 밴드차트**




자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

# 콘텐트리중앙 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22P | 4Q22E | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **135.6** | **265.9** | **197.8** | **185.5** | **186.1** | **221.5** | **247.3** | **248.7** | **677.1** | **784.8** | **903.6** |
| % YoY | 12.8% | 88.7% | 1.1% | -15.8% | 37.3% | -16.7% | 25.0% | 34.1% | 88.0% | 15.9% | 15.1% |
| 방송 | 111.0 | 194.2 | 111.0 | 113.2 | 111.9 | 139.9 | 158.7 | 163.7 | 558.9 | 529.5 | 574.2 |
| 드라마 제작 | 67.4 | 145.7 | 75.3 | 64.8 | 54.5 | 80.9 | 110.4 | 109.4 | 339.6 | 353.3 | 355.2 |
| 콘텐츠 유통 | 37.4 | 43.8 | 30.2 | 43.9 | 51.3 | 54.2 | 42.7 | 49.9 | 196.5 | 155.3 | 198.1 |
| 기타 | 6.2 | 4.7 | 5.6 | 4.5 | 6.2 | 4.7 | 5.6 | 4.5 | 22.8 | 20.9 | 20.9 |
| 영화 | 22.5 | 59.9 | 76.8 | 62.3 | 64.2 | 71.6 | 78.6 | 75.0 | 104.0 | 221.5 | 289.3 |
| 티켓매출 | 15.3 | 35.9 | 41.8 | 36.9 | 39.3 | 42.0 | 46.8 | 44.3 | 66.5 | 129.9 | 172.3 |
| 매점매출 | 1.9 | 10.4 | 14.0 | 11.3 | 9.8 | 12.7 | 14.4 | 13.8 | 7.6 | 37.6 | 50.7 |
| 광고매출 | 1.6 | 3.9 | 7.7 | 5.5 | 6.3 | 6.9 | 7.2 | 7.5 | 9.1 | 18.8 | 28.0 |
| 배급/투자매출 | 0.5 | 4.4 | 4.7 | 3.0 | 3.2 | 3.8 | 3.7 | 3.4 | 3.9 | 12.7 | 14.1 |
| 기타 | 3.2 | 5.3 | 8.6 | 5.4 | 5.6 | 6.2 | 6.5 | 5.9 | 16.8 | 22.5 | 24.3 |
| **매출원가** | **113.3** | **208.0** | **139.1** | **121.0** | **117.3** | **140.4** | **164.7** | **168.4** | **517.7** | **581.4** | **590.8** |
| % YoY | 45.8% | 80.8% | -12.5% | -27.0% | 3.6% | -32.5% | 18.4% | 39.1% | 120.0% | 12.3% | 1.6% |
| 방송 | 101.6 | 173.7 | 107.3 | 90.9 | 85.9 | 106.8 | 129.6 | 134.3 | 464.6 | 473.5 | 456.7 |
| 영화 | 7.7 | 23.7 | 26.3 | 23.4 | 24.7 | 26.2 | 28.5 | 27.2 | 41.6 | 81.1 | 106.7 |
| **매출총이익** | **22.3** | **57.9** | **58.7** | **64.5** | **68.7** | **81.1** | **82.6** | **80.3** | **159.5** | **203.4** | **312.8** |
| % YoY | -47.5% | 123.8% | 59.9% | 18.4% | 208.6% | 40.0% | 40.8% | 24.5% | 27.6% | 27.5% | 53.8% |
| GPm(%) | 16.4 | 21.8 | 29.7 | 34.8 | 36.9 | 36.6 | 33.4 | 32.3 | 23.6 | 25.9 | 34.6 |
| **판관비** | **54.1** | **59.2** | **67.9** | **61.3** | **62.2** | **64.2** | **65.3** | **64.7** | **216.9** | **242.4** | **256.4** |
| % YoY | 17.2% | 26.7% | 1.7% | 7.1% | 14.9% | 8.4% | -3.8% | 5.6% | 18.0% | 11.8% | 5.8% |
| 방송 | 20.6 | 24.6 | 25.0 | 24.1 | 24.1 | 25.0 | 25.1 | 25.1 | 79.3 | 94.2 | 99.2 |
| 영화 | 34.0 | 33.0 | 42.5 | 37.5 | 37.8 | 38.7 | 40.1 | 39.4 | 133.2 | 147.0 | 156.0 |
| **영업이익** | **-31.8** | **-1.3** | **-13.6** | **-1.1** | **2.9** | **14.2** | **13.5** | **12.0** | **-57.4** | **-47.8** | **42.6** |
| % YoY | 적축 | 적확 | 적확 | 적확 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 적확 | 적확 | 흑전 |
| 영업이익률(%) | -23.5% | -0.5% | -6.9% | -0.6% | 1.5% | 6.4% | 5.5% | 4.8% | -8.5% | -6.1% | 4.7% |
| 방송 | -11.1 | -4.1 | -21.2 | -1.8 | 1.9 | 8.1 | 4.1 | 4.3 | 15.0 | -38.3 | 18.4 |
| 영화 | -19.1 | 3.2 | 8.0 | 1.3 | 1.6 | 6.7 | 10.0 | 8.3 | -70.9 | -6.6 | 26.6 |
| 법인세차감전순이익 | -6.1 | -7.8 | -13.3 | -8.4 | 5.2 | 8.2 | 16.1 | 5.1 | -62.1 | -35.6 | 34.6 |
| 법인세비용 | 1.9 | 3.4 | 1.6 | 1.1 | 0.2 | 0.4 | 1.6 | 0.6 | 13.6 | 8.0 | 2.8 |
| **당기순이익** | **-8.0** | **-11.3** | **-14.8** | **-9.5** | **5.0** | **7.8** | **14.5** | **4.5** | **-49.8** | **-43.6** | **31.8** |
| 당기순이익률(%) | -5.9% | -4.2% | -7.5% | -5.1% | 2.7% | 3.5% | 5.9% | 1.8% | -7.4% | -5.6% | 3.5% |
| **주요지표 (백만명, 원)** | | | | | | | | | | | |
| 전국 관객수 | 11.8 | 33.1 | 41.1 | 34.8 | 29.5 | 39.8 | 45.2 | 41.0 | 60.5 | 120.8 | 155.5 |
| Megabox 관객수 | 2.0 | 5.6 | 7.2 | 6.1 | 5.1 | 6.9 | 7.9 | 7.1 | 10.8 | 20.8 | 27.1 |
| 평균티켓가격(ATP) | 10,459 | 10,164 | 10,574 | 9,302 | 11,503 | 9,797 | 9,342 | 9,382 | 9,245 | 10,125 | 10,006 |
| 인당매점소비(SPP) | 1,563 | 3,067 | 3,159 | 2,859 | 2,878 | 2,958 | 2,879 | 2,922 | 1,310 | 2,662 | 2,909 |

자료: 콘텐트리중앙, 메리츠증권 리서치센터

# 콘텐트리중앙 (036420)

## Income Statement

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **360.2** | **677.1** | **784.8** | **903.6** | **998.6** |
| 매출액증가율(%) | -32.1 | 88.0 | 15.9 | 15.1 | 10.5 |
| 매출원가 | 235.3 | 517.7 | 581.4 | 590.8 | 628.7 |
| 매출총이익 | 125.0 | 159.5 | 203.4 | 312.8 | 369.9 |
| 판매비와관리비 | 183.8 | 216.9 | 242.5 | 256.4 | 267.2 |
| **영업이익** | **-58.8** | **-57.4** | **-47.8** | **42.6** | **88.9** |
| 영업이익률(%) | -16.3 | -8.5 | -5.0 | 6.2 | 10.3 |
| 금융손익 | -85.1 | -27.9 | -26.5 | -27.2 | -24.8 |
| 종속/관계기업관련손익 | -2.9 | 9.5 | 26.9 | 9.3 | 7.8 |
| 기타영업외손익 | -23.2 | 13.7 | 11.8 | 10.0 | 10.9 |
| 세전계속사업이익 | -170.0 | -62.1 | -35.6 | 34.6 | 82.8 |
| 법인세비용 | -20.9 | 13.6 | 8.0 | 2.8 | 12.4 |
| **당기순이익** | **-154.0** | **-49.8** | **-43.6** | **31.8** | **70.3** |
| 지배주주지분 순이익 | -134.9 | -52.5 | -46.4 | 25.3 | 55.8 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 330.0 | 701.1 | 674.2 | 757.3 | 874.3 |
| 현금및현금성자산 | 124.8 | 320.9 | 246.2 | 265.2 | 330.9 |
| 매출채권 | 58.4 | 160.8 | 186.3 | 214.6 | 237.1 |
| 재고자산 | 26.3 | 75.5 | 87.5 | 100.8 | 111.4 |
| 비유동자산 | 1,145.5 | 1,544.5 | 1,513.4 | 1,475.6 | 1,432.5 |
| 유형자산 | 273.6 | 183.6 | 123.1 | 62.7 | 2.2 |
| 무형자산 | 272.8 | 522.0 | 550.0 | 560.9 | 568.8 |
| 투자자산 | 111.3 | 275.1 | 276.5 | 288.2 | 297.6 |
| **자산총계** | **1,475.5** | **2,245.6** | **2,187.6** | **2,232.8** | **2,306.7** |
| 유동부채 | 645.2 | 642.5 | 658.7 | 699.5 | 730.9 |
| 매입채무 | 2.2 | 7.2 | 8.3 | 9.6 | 10.6 |
| 단기차입금 | 238.5 | 174.0 | 174.0 | 174.0 | 174.0 |
| 유동성장기부채 | 232.9 | 159.9 | 160.0 | 152.0 | 144.4 |
| 비유동부채 | 566.4 | 905.4 | 874.7 | 847.3 | 819.5 |
| 사채 | 179.8 | 402.0 | 379.5 | 359.3 | 341.1 |
| 장기차입금 | 21.6 | 83.9 | 84.9 | 85.8 | 86.6 |
| **부채총계** | **1,211.6** | **1,547.9** | **1,533.4** | **1,546.8** | **1,550.4** |
| 자본금 | 81.9 | 91.5 | 91.5 | 91.5 | 91.5 |
| 자본잉여금 | 154.3 | 176.1 | 176.1 | 176.1 | 176.1 |
| 기타포괄이익누계액 | 15.0 | 17.9 | 17.9 | 17.9 | 17.9 |
| 이익잉여금 | -51.9 | -104.7 | -151.0 | -125.8 | -69.9 |
| 비지배주주지분 | 69.9 | 522.4 | 525.2 | 531.7 | 546.2 |
| **자본총계** | **263.9** | **697.8** | **654.2** | **686.0** | **756.4** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | **39.1** | **-122.4** | **68.0** | **199.3** | **244.2** |
| 당기순이익(손실) | -154.0 | -49.8 | -43.6 | 31.8 | 70.3 |
| 유형자산감가상각비 | 53.5 | 60.5 | 60.5 | 60.5 | 60.5 |
| 무형자산상각비 | 49.9 | 103.5 | 72.0 | 99.1 | 107.1 |
| 운전자본의 증감 | 13.9 | -245.3 | -20.8 | 7.9 | 6.3 |
| **투자활동 현금흐름** | **-344.6** | **-288.1** | **-101.3** | **-133.2** | **-133.5** |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -42.2 | -15.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산의 감소(증가) | -14.8 | -154.3 | -1.3 | -11.7 | -9.4 |
| **재무활동 현금흐름** | **366.4** | **600.9** | **-41.3** | **-47.2** | **-44.9** |
| 차입금증감 | 465.1 | 148.5 | -41.3 | -47.2 | -44.9 |
| 자본의증가 | 9.7 | 31.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **현금의증가(감소)** | 60.9 | 196.0 | -74.6 | 18.9 | 65.7 |
| 기초현금 | 64.0 | 124.8 | 320.9 | 246.2 | 265.2 |
| 기말현금 | 124.8 | 320.9 | 246.2 | 265.2 | 330.9 |

## Key Financial Data

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 22,490 | 39,547 | 41,272 | 47,129 | 52,085 |
| EPS(지배주주) | -8,422 | -3,068 | -2,440 | 1,318 | 2,912 |
| CFPS | 3,289 | 8,095 | 6,549 | 11,530 | 14,292 |
| EBITDAPS | 2,785 | 6,225 | 4,453 | 10,545 | 13,373 |
| BPS | 11,841 | 9,586 | 6,730 | 8,047 | 10,960 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | -4.5 | -17.8 | -9.0 | 16.7 | 7.6 |
| PCR | 11.5 | 6.7 | 3.4 | 1.9 | 1.5 |
| PSR | 1.7 | 1.4 | 0.5 | 0.5 | 0.4 |
| PBR | 3.2 | 5.7 | 3.3 | 2.7 | 2.0 |
| EBITDA | 44.6 | 106.6 | 84.7 | 202.2 | 256.4 |
| EV/EBITDA | 33.8 | 21.5 | 20.7 | 8.3 | 6.2 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | -52.6 | -28.4 | -30.5 | 17.8 | 30.6 |
| EBITDA이익률 | 12.4 | 15.7 | 10.8 | 22.4 | 25.7 |
| 부채비율 | 459.1 | 221.8 | 234.4 | 225.5 | 205.0 |
| 금융비용부담률 | 6.1 | 5.4 | 4.9 | 4.1 | 3.6 |
| 이자보상배율(x) | -2.7 | -1.6 | -1.2 | 1.1 | 2.5 |
| 매출채권회전율(x) | 5.7 | 6.2 | 4.5 | 4.5 | 4.4 |
| 재고자산회전율(x) | 13.9 | 13.3 | 9.6 | 9.6 | 9.4 |

# 에이스토리 (241840) 한국형 IP의 성공 사례

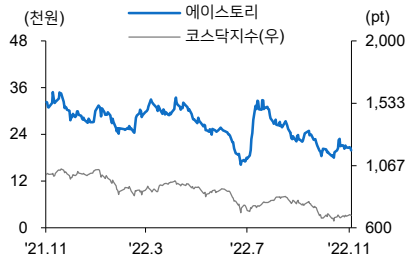
Analyst **정지수** 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

## Not Rated

| 적정주가 (12개월) | - |
|---|---|
| **현재주가 (11.3)** | **19,950원** |
| **상승여력** | **-** |
| KOSDAQ | 694.13pt |
| 시가총액 | 1,903억원 |
| 발행주식수 | 954만주 |
| 유동주식비율 | 71.60% |
| 외국인비중 | 1.16% |
| 52주 최고/최저가 | 34,900원/16,250원 |
| 평균거래대금 | 31.5억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 이에스프로덕션 외 1 인 | 25.71 |
| CJ ENM | 10.46 |
| Tencent Mobility Limited | 6.25 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -1.7 | -29.5 | -35.6 |
| 상대주가 | -4.8 | -7.8 | -6.8 |

**주가그래프**




### 작품성과 대중성을 인정 받은 종합 콘텐츠 제작사

- 2004년 설립된 에이스토리는 과거 지상파 일일연속극 위주의 제작이 주를 이루었으나, 2019년 넷플릭스 오리지널 드라마 <킹덤>의 글로벌 흥행을 계기로 작품성과 대중성 모두 인정 받음

### 2023년 제작편수는 5~6작품 유지 전망

- 3Q22 연결 매출액은 114억원(+130.8% YoY), 영업이익은 13억원(흑전 YoY) 전망
- <유괴의 날>, <모래에도 꽃은 핀다> 등 주요 작품들이 4Q22 촬영되며 3Q22 매출 인식은 다소 부진
- <이상한 변호사 우영우> 흥행에 따른 중국 판권 판매가 예상되는 4Q22부터 실적이 크게 개선될 전망
- 2023년 제작편수는 <무당>, <화이트아웃>, <청와대 사람들> 포함 5~6작품 예상

### 한국형 IP의 저력을 보여준 에이스토리

- 박재범 작가 <무당>은 회당 제작비 30억원 이상이 투입되는 텐트폴 드라마로 기획 단계부터 시즌제로 제작될 예정
- <이상한 변호사 우영우>는 한국형 IP의 첫 성공 사례로 웹툰, 광고, 커머스, 연극 등으로 부가가치 창출
- 현재 논의 중인 해외 리메이크 제작 협의가 완료될 경우 2023년까지도 의미 있는 실적 기여 가능할 전망

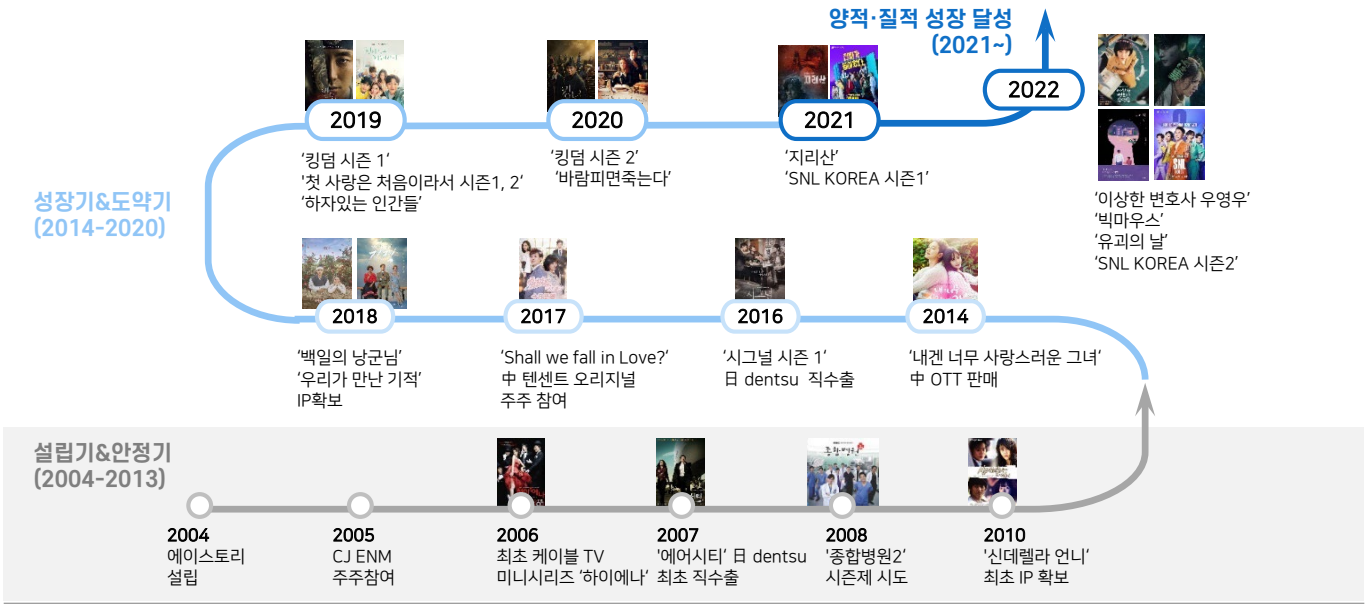
| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2017 | 20.1 | -2.7 | -2.5 | -334 | -409.4 | 1,425 | 0.0 | 0.0 | 1.2 | -26.4 | 36.1 |
| 2018 | 46.5 | 1.2 | 2.3 | 314 | -194.1 | 1,730 | 0.0 | 0.0 | -0.9 | 19.9 | 52.2 |
| 2019 | 28.2 | -1.1 | -1.2 | -143 | -145.5 | 4,143 | -62.4 | 2.2 | 215.0 | -4.6 | 4.3 |
| 2020 | 22.1 | -0.9 | -7.4 | -792 | 455.2 | 3,296 | -48.2 | 11.6 | -566.0 | -21.3 | 79.6 |
| 2021 | 58.7 | 6.8 | 16.9 | 1,779 | -324.6 | 4,989 | 16.9 | 6.0 | 40.8 | 43.1 | 105.0 |

# 에이스토리 – 한국형 IP의 성공 사례

## 글로벌 제작사로 도약하는 에이스토리

- 2004년 설립된 에이스토리는 과거 지상파 일일연속극 위주의 제작이 주를 이루었으나, 2019년 넷플릭스 오리지널 드라마 <킹덤>의 글로벌 흥행을 계기로 작품성과 대중성 모두 인정 받음
- 현재 장영철, 정경순 작가 등 업계에서 검증된 작가 30명과 안인용, 이영화 PD 등 35명 이상 PD로 구성된 크리에이터 라인업을 보유
- 2023년 방영 기준 <영나잇쇼>, <무당>, <청와대 사람들> 포함 약 6개의 작품 프로덕션 진행 중

### 에이스토리 연혁



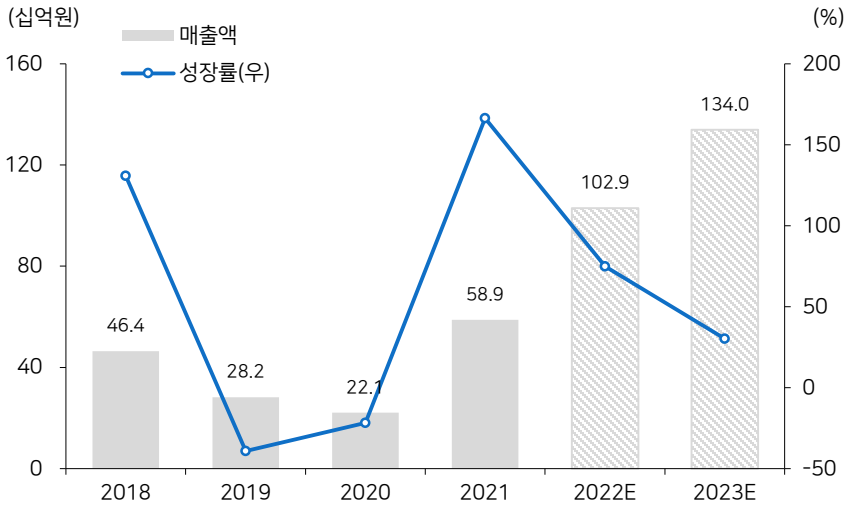

자료: 에이스토리, 메리츠증권 리서치센터

# 에이스토리 – 한국형 IP의 성공 사례

**최초의 한국형 IP 사례를 만들어가는 있는 에이스토리**

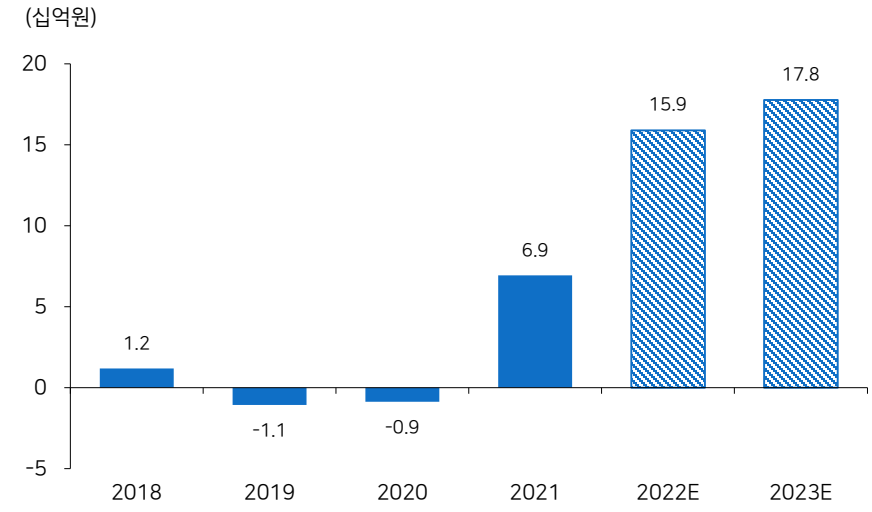
- <이상한 변호사 우영우>의 리메이크 판권 협의는 이르면 4Q22에 매출 인식 가능
- 4Q22 원유정 작가의 <모래에도 꽃은 핀다>와 김제영 작가의 <유괴의 날> 제작 시작
- 회당 제작비 30억원 이상이 투입되는 텐트폴 <무당>은 기획 초기부터 시즌제로 제작 예정
- 2023년 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,340억원(+30.2% YoY), 178억원(+11.8% YoY)전망

**에이스토리 매출액 추이 및 전망**




자료: 에이스토리, 메리츠증권 리서치센터

**에이스토리 영업이익 추이 및 전망**

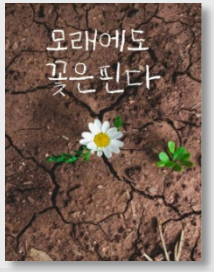



자료: 에이스토리, 메리츠증권 리서치센터

# 에이스토리 2022~2023년 작품 라인업

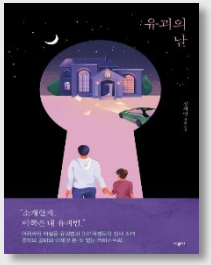


## 모래에도 꽃은 핀다




- 장르: 코믹로맨스 스릴러
- 촬영: 2022년하반기예정
- 작가: 원유정
- 연출: 김진우
  <추리의여왕>, <모범가족>

## 유괴의 날




- 장르: 블랙 코미디·
- 액션·로드무비
- 촬영: 2022년하반기예정
- 작가: 김제영
- 연출: 박유영

## 영나잇쇼




- 장르: 다이내믹 청춘 시대극
- 방송: 2023년상반기
- 촬영: 2022년하반기
- 작가: 박서진/정현근/최유란
- 크리에이터: 박재범
- 연출: 이길복

## 무당




- 장르: 사이버펑크 액션
- 방송: 2023년
- 촬영: 2022~2023
- 작가: 박재범

## 화이트아웃



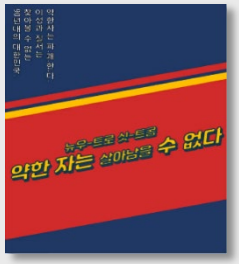

- 장르: 다큐멘터리
- 2022 프리프로덕션
- 2023 촬영 및 방영
- 연출: 박준우

## SNL 코리아




- 장르: 스케치코미디, 버라이어티
- 촬영: 2022년
- 방송: 2022년
- 작가: 김현희, 김민석, 안용진
- 연출: 안상휘, 유성모, 권성욱

## 약한 자는 살아남을 수 없다




- 장르: 뉴-트로 시트콤
- 촬영: 2022년
- 방송: 2023년
- 작가: 김종민, 최수진

## 청와대 사람들




- 장르: 정치 풍자 시트콤
- 촬영: 2021년하반기
- 방송: 2022년하반기
- 작가: 안상휘, 김민석
- 연출: 이철하

자료: 에이스토리, 메리츠증권 리서치센터

# 에이스토리 실적 추이 및 전망



| (십억원) | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22E | 4Q22E | 2021 | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **16.2** | **25.3** | **4.9** | **12.4** | **30.6** | **28.8** | **11.4** | **32.1** | **58.7** | **102.9** | **134.0** |
| % YoY | 295.1% | 8076.4% | 68.8% | -15.8% | 89.1% | 13.6% | 130.8% | 158.6% | 166.4% | 74.8% | 30.2% |
| 콘텐츠 | 16.2 | 25.3 | 4.9 | 12.3 | 30.6 | 27.6 | 10.5 | 31.2 | 58.7 | 99.9 | 129.5 |
| 매니지먼트 | | | | 0.1 | 0.3 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **매출원가** | **14.1** | **18.9** | **3.9** | **9.0** | **23.7** | **23.6** | **8.5** | **24.6** | **45.9** | **80.5** | **109.4** |
| % YoY | 303.6% | 632109.9% | 55.7% | -29.5% | 67.4% | 25.2% | 120.3% | 173.8% | 144.6% | 75.4% | 36.0% |
| 연기자 출연료 | 3.8 | 5.0 | 0.4 | 1.3 | 9.1 | 7.5 | 2.9 | 8.9 | 10.5 | 28.5 | 34.5 |
| 촬영 스텝 급여 | 2.6 | 2.3 | 0.2 | 1.3 | 4.1 | 5.2 | 1.3 | 5.1 | 6.3 | 15.7 | 24.8 |
| 제작 PD급여 | 0.0 | 0.0 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.3 | 0.2 | 0.3 |
| 작가원고료 | 0.5 | 0.7 | 0.3 | 0.5 | 1.0 | 1.6 | 0.6 | 1.4 | 2.0 | 4.6 | 9.7 |
| 지급수수료 | 1.5 | 3.0 | 1.4 | 2.7 | 0.1 | 0.3 | 1.4 | 1.5 | 8.6 | 3.2 | 5.5 |
| 기타 | 5.7 | 7.9 | 1.3 | 3.2 | 9.4 | 9.0 | 2.3 | 7.6 | 18.1 | 28.3 | 34.5 |
| **매출총이익** | **2.0** | **6.5** | **1.1** | **3.4** | **6.9** | **5.1** | **2.9** | **7.5** | **13.0** | **22.4** | **24.6** |
| % YoY | 245.0% | 2005.0% | 143.4% | 71.2% | 239.7% | -20.4% | 169.3% | 118.6% | 289.0% | 72.7% | 9.6% |
| GPM | 12.6% | 25.5% | 21.5% | 27.6% | 22.7% | 17.9% | 25.1% | 23.3% | 22.1% | 21.8% | 18.4% |
| **판관비** | **1.3** | **2.0** | **1.0** | **1.8** | **1.6** | **1.6** | **1.6** | **1.7** | **6.1** | **6.5** | **6.8** |
| % YoY | 37.8% | 113.5% | 12.6% | 23.0% | 27.3% | -17.0% | 52.1% | -4.4% | 43.8% | 7.8% | 4.3% |
| 인건비 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.8 | 1.2 | 0.8 | 0.9 | 2.4 | 3.6 | 3.7 |
| 지급수수료 | 0.2 | 0.4 | 0.2 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 1.0 | 0.9 | 1.0 |
| 기타 | 0.5 | 1.0 | 0.3 | 0.9 | 0.6 | 0.3 | 0.5 | 0.6 | 2.6 | 2.1 | 2.1 |
| **영업이익** | **0.8** | **4.5** | **0.0** | **1.7** | **5.3** | **3.5** | **1.3** | **5.8** | **6.8** | **15.9** | **17.8** |
| % YoY | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 196.1% | 602.9% | -21.9% | 404791.0% | 251.1% | 흑전 | 129.5% | 11.8% |
| 영업이익률 | 4.7% | 17.7% | 0.6% | 13.3% | 17.3% | 12.2% | 11.3% | 18.1% | 11.8% | 15.5% | 13.3% |
| 법인세차감전순이익 | 1.4 | 10.2 | -1.9 | 6.8 | 4.6 | 1.8 | 0.9 | 5.4 | 16.5 | 12.7 | 16.2 |
| 법인세비용 | -0.3 | 0.9 | -0.2 | -0.9 | 0.5 | -0.6 | 0.0 | 0.0 | -0.5 | -0.1 | 2.0 |
| **당기순이익** | **1.7** | **9.4** | **-1.8** | **7.7** | **4.2** | **2.4** | **0.9** | **5.4** | **16.9** | **12.8** | **14.1** |
| 당기순이익률 | 10.5% | 36.9% | -35.8% | 62.2% | 13.6% | 8.3% | 7.8% | 16.7% | 28.9% | 12.5% | 10.6% |

자료: 에이스토리, 메리츠증권 리서치센터

# 에이스토리 (241840)



## Income Statement

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **20.1** | **46.5** | **28.2** | **22.1** | **58.7** |
| 매출액증가율(%) | -26.3 | 130.8 | -39.2 | -21.8 | 165.8 |
| 매출원가 | 21.2 | 43.1 | 25.7 | 18.8 | 45.9 |
| 매출총이익 | -1.1 | 3.3 | 2.5 | 3.3 | 12.8 |
| 판매비와관리비 | 1.6 | 2.2 | 3.6 | 4.2 | 6.0 |
| **영업이익** | **-2.7** | **1.2** | **-1.1** | **-0.9** | **6.8** |
| 영업이익률(%) | -13.6 | 2.6 | -3.8 | -4.0 | 11.5 |
| 금융손익 | 0.0 | 0.2 | 0.4 | -6.2 | 9.7 |
| 종속/관계기업관련손익 | -0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | -0.3 | 0.1 | -0.3 | -0.4 | -0.2 |
| 세전계속사업이익 | -3.1 | 1.4 | -1.0 | -7.6 | 16.3 |
| 법인세비용 | -0.6 | -0.9 | 0.2 | -0.2 | -0.6 |
| **당기순이익** | **-2.5** | **2.3** | **-1.2** | **-7.4** | **16.9** |
| 지배주주지분 순이익 | -2.5 | 2.3 | -1.2 | -7.4 | 16.9 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 8.3 | 11.5 | 31.7 | 46.1 | 78.7 |
| 현금및현금성자산 | 4.1 | 5.4 | 2.0 | 10.1 | 2.8 |
| 매출채권 | 2.1 | 5.2 | 5.2 | 13.3 | 14.8 |
| 재고자산 | 0.7 | 0.0 | 2.9 | 9.5 | 23.2 |
| 비유동자산 | 6.1 | 8.0 | 8.6 | 9.1 | 18.8 |
| 유형자산 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.8 |
| 무형자산 | 0.0 | 1.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 2.5 |
| **자산총계** | **14.3** | **19.5** | **40.3** | **55.2** | **97.5** |
| 유동부채 | 3.7 | 5.5 | 1.3 | 23.9 | 39.5 |
| 매입채무 | 0.3 | 0.9 | 0.3 | 3.5 | 12.5 |
| 단기차입금 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 유동성장기부채 | 0.7 | 0.0 | 0.3 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 0.1 | 1.2 | 0.4 | 0.5 | 10.5 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 10.0 |
| 장기차입금 | 0.0 | 1.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **부채총계** | **3.8** | **6.7** | **1.6** | **24.5** | **50.0** |
| 자본금 | 3.7 | 3.7 | 4.7 | 4.7 | 4.8 |
| 자본잉여금 | 6.2 | 6.2 | 31.9 | 31.9 | 39.1 |
| 기타포괄이익누계액 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이익잉여금 | 0.7 | 2.9 | 1.6 | -5.7 | 11.2 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **자본총계** | **10.5** | **12.8** | **38.6** | **30.7** | **47.6** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | **-2.8** | **0.6** | **-7.9** | **6.4** | **-32.3** |
| 당기순이익(손실) | -2.5 | 2.3 | -1.2 | -7.4 | 16.9 |
| 유형자산감가상각비 | 0.0 | 0.0 | 0.3 | 0.3 | 0.4 |
| 무형자산상각비 | 0.0 | 3.4 | 1.1 | 0.0 | 0.0 |
| 운전자본의 증감 | -0.4 | -10.2 | -9.0 | 5.8 | -41.3 |
| **투자활동 현금흐름** | **-0.2** | **0.3** | **-21.0** | **3.5** | **-8.8** |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -0.0 | 0.0 | -0.0 | -0.0 | -0.8 |
| 투자자산의 감소(증가) | -0.1 | 0.2 | 0.0 | 0.1 | -2.3 |
| **재무활동 현금흐름** | **5.0** | **0.4** | **25.5** | **-1.7** | **33.8** |
| 차입금증감 | 0.0 | 0.0 | -0.8 | -0.1 | 29.1 |
| 자본의증가 | 5.0 | 0.0 | 26.7 | 0.0 | 7.3 |
| **현금의증가(감소)** | 1.9 | 1.3 | -3.4 | 8.1 | -7.3 |
| 기초현금 | 2.2 | 4.1 | 5.4 | 2.0 | 10.1 |
| 기말현금 | 4.1 | 5.4 | 2.0 | 10.1 | 2.8 |

## Key Financial Data

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 2,742 | 6,283 | 3,400 | 2,371 | 6,191 |
| EPS(지배주주) | -334 | 314 | -143 | -792 | 1,779 |
| CFPS | -296 | 1,437 | 116 | 31 | 934 |
| EBITDAPS | -368 | 628 | 34 | -64 | 755 |
| BPS | 1,425 | 1,730 | 4,143 | 3,296 | 4,989 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 0.0 | 0.0 | -62.4 | -48.2 | 16.9 |
| PCR | 0.0 | 0.0 | 76.6 | 1,226.7 | 32.2 |
| PSR | 0.0 | 0.0 | 2.6 | 16.1 | 4.9 |
| PBR | 0.0 | 0.0 | 2.2 | 11.6 | 6.0 |
| EBITDA | -2.7 | 4.6 | 0.3 | -0.6 | 7.2 |
| EV/EBITDA | 1.2 | -0.9 | 215.0 | -566.0 | 40.8 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | -26.4 | 19.9 | -4.6 | -21.3 | 43.1 |
| EBITDA이익률 | -13.4 | 10.0 | 1.0 | -2.7 | 12.2 |
| 부채비율 | 36.1 | 52.2 | 4.3 | 79.6 | 105.0 |
| 금융비용부담률 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 3.2 |
| 이자보상배율(x) | -189.9 | 22.5 | -37.8 | -179.1 | 3.6 |
| 매출채권회전율(x) | 9.6 | 12.8 | 5.4 | 2.4 | 4.2 |
| 재고자산회전율(x) | 47.1 | 127.9 | 19.7 | 3.6 | 3.6 |

# 팬엔터테인먼트 (068050) 팬(Pan)덤 속으로

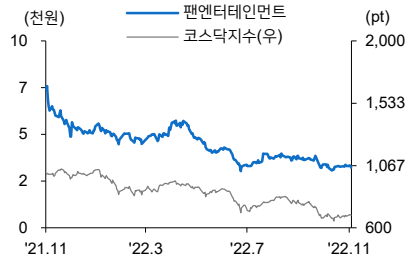
Analyst **정지수** 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

## Not Rated

| 적정주가 (12개월) | - |
|---|---|
| 현재주가 (11.3) | 3,095원 |
| 상승여력 | - |
| KOSDAQ | 694.13pt |
| 시가총액 | 857억원 |
| 발행주식수 | 2,769만주 |
| 유동주식비율 | 62.66% |
| 외국인비중 | 0.70% |
| 52주 최고/최저가 | 6,550원/2,920원 |
| 평균거래대금 | 4.7억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 박영석 외 2 인 | 35.93 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -5.2 | -33.2 | -52.7 |
| 상대주가 | -8.1 | -12.6 | -31.6 |

**주가그래프**




### 한국 드라마의 역사와 함께 성장

- 1998년 설립되어 2002년 한류의 원조격인 <겨울연가>를 제작해 한국 드라마의 본격적인 해외 진출 계기 마련
- <해를 품은 달>, <각시탈>, <청춘기록>, <동백꽃 필 무렵> 등 지난 20년 동안 다양한 장르의 드라마 60여편 제작

### 2023년 제작편수 4~5편으로 외형 성장 기대

- 최근 제작 활동은 부진했으나, 2022년 첫 드라마 <가우스전자>가 지난 9월 30일 ENA 채널에서 방영 시작
- 2023년 <꽃선비 열애사>, <국민사형투표>, <반짝이는 워터멜론> 등 총 4~5편 방영으로 큰 폭의 외형 성장 기대
- 향후 제작되는 드라마에 대해 IP를 확보한다는 방침으로, IP를 활용한 부가가치 창출이 가능할 전망

### Peer 대비 현저한 저평가

- 2023년 방영 예정 드라마에 약 20%의 매출총이익률 가정 시 연간 영업이익은 127억원(+1,149.2% YoY) 전망
- 2023년 예상 PER 6.8배 수준으로 국내 Peer 대비 현저한 저평가 상황. 밸류에이션 매력 부각 전망
- 최근 틱톡(Tik Tok) 모회사인 중국 최대 모바일 비디오 플랫폼 '더우인(Douyin)'과 파트너십을 체결

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2017 | 42.3 | -0.7 | -1.7 | -83 | -365.8 | 1,738 | -25.4 | 1.2 | 756.1 | -3.9 | 69.4 |
| 2018 | 13.2 | -0.7 | -1.0 | -38 | -54.2 | 1,705 | -49.0 | 1.1 | 1,007.5 | -2.2 | 42.4 |
| 2019 | 40.2 | 1.1 | 1.1 | 42 | -209.2 | 1,754 | 63.2 | 1.5 | 43.1 | 2.4 | 62.2 |
| 2020 | 24.7 | 2.5 | 1.8 | 66 | 58.7 | 2,495 | 99.8 | 2.6 | 58.6 | 3.1 | 51.7 |
| 2021 | 30.2 | 1.2 | 3.7 | 147 | 122.5 | 2,667 | 35.6 | 2.0 | 69.1 | 5.7 | 53.3 |

# 팬엔터테인먼트 – 팬(Pan)덤 속으로

**2023년 드라마 제작 4~5편으로 큰 폭의 외형 성장 기대**

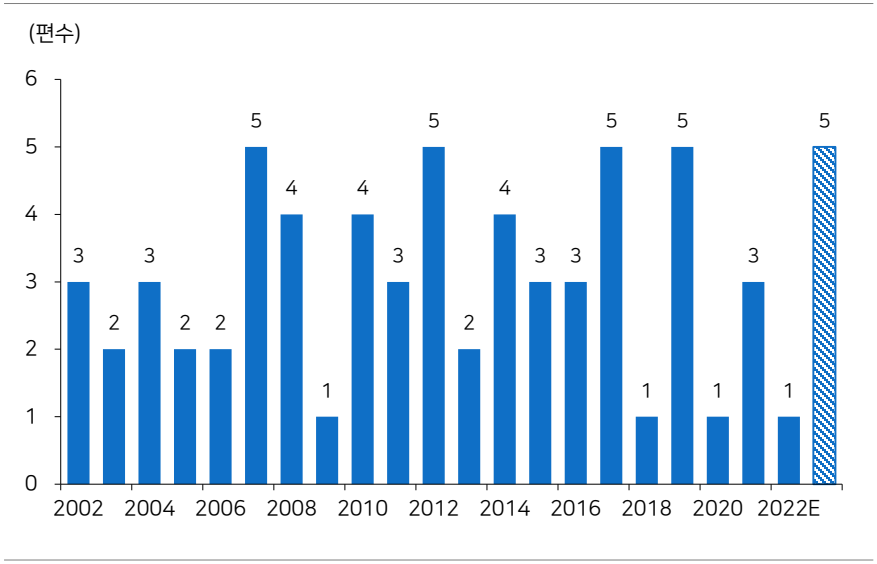
- <해를 품은 달>, <각시탈>, <동백꽃 필 무렵> 등 지난 20년 동안 다양한 장르의 드라마 60여편 제작
- 2023년 <꽃선비 열애사>, <국민사형투표>, <반짝이는 워터멜론> 등 총 4~5편 편성으로 외형 성장 기대
- 최근 제작사들의 협상력 강화로 향후 제작되는 드라마에 대해 대부분의 IP를 확보할 방침
- 2023년 방영 예정 드라마에 약 20% 매출총이익률 가정 시 연간 영업이익 127억원(+1,149.2% YoY) 전망
- 2023년 예상 PER 6.8배 수준으로 국내 Peer 대비 현저한 저평가 상황. 밸류에이션 매력 부각 전망

**팬엔터테인먼트 제작 드라마**




자료: 팬엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

**팬엔터테인먼트 연간 드라마 제작편수**




자료: 팬엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

# 팬엔터테인먼트 실적 추이 및 전망



| (십억원) | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22E | 4Q22E | 2021 | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **3.9** | **12.3** | **11.0** | **3.0** | **2.1** | **1.7** | **3.3** | **13.3** | **30.2** | **20.4** | **77.0** |
| % YoY | -40.2% | 772.0% | 40.4% | -66.0% | -46.9% | -86.2% | -70.0% | 336.8% | 22.2% | -32.6% | 277.9% |
| 엔터테인먼트 | 3.4 | 11.6 | 10.3 | 2.3 | 1.4 | 1.0 | 2.6 | 12.6 | 27.6 | 17.5 | 74.1 |
| 건물임대 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 2.8 | 2.9 | 2.9 |
| **매출원가** | **3.0** | **10.9** | **10.6** | **2.2** | **1.6** | **1.0** | **3.0** | **11.3** | **26.4** | **16.9** | **61.1** |
| % YoY | -43.4% | 1216.9% | 70.1% | -71.2% | -47.1% | -90.4% | -71.8% | 411.6% | 32.5% | -36.1% | 261.4% |
| 매출원가율 | 75.9% | 88.9% | 96.0% | 72.6% | 75.6% | 61.7% | 90.0% | 85.0% | 87.4% | 82.9% | 79.3% |
| **매출총이익** | **0.9** | **1.4** | **0.4** | **0.8** | **0.5** | **0.7** | **0.3** | **2.0** | **3.8** | **3.5** | **16.0** |
| % YoY | -27.4% | 136.0% | -72.8% | -34.5% | -46.3% | -52.4% | -25.5% | 138.9% | -20.6% | -8.2% | 358.1% |
| GPm(%) | 24.1% | 11.1% | 4.0% | 27.4% | 24.4% | 38.3% | 10.0% | 15.0% | 12.6% | 17.1% | 20.7% |
| **판관비** | **0.4** | **0.8** | **0.4** | **0.8** | **0.4** | **0.7** | **0.7** | **0.7** | **2.4** | **2.5** | **3.3** |
| % YoY | -28.7% | 54.2% | 4.8% | -7.6% | 8.3% | -20.2% | 58.5% | -8.0% | 14.7% | 1.7% | 33.1% |
| 인건비 | 0.2 | 0.6 | 0.2 | 0.6 | 0.2 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 1.6 | 1.7 | 2.3 |
| 유무형자산상각비 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 지급수수료 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 광고선전비 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.4 | 0.3 | 0.4 |
| **영업이익** | **0.6** | **0.5** | **0.0** | **0.0** | **0.1** | **0.0** | **-0.3** | **1.3** | **1.2** | **1.0** | **12.7** |
| % YoY | -26.5% | 1617.4% | -97.9% | -91.2% | -80.7% | 적전 | 적전 | 3395.2% | -52.7% | -12.7% | 1149.2% |
| 영업이익률(%) | 14.8% | 4.2% | 0.2% | 1.2% | 5.4% | -1.5% | -10.1% | 9.5% | 3.8% | 5.0% | 16.5% |
| 법인세차감전순이익 | 0.6 | 1.3 | 0.1 | 1.2 | 0.1 | 1.6 | 0.4 | 2.1 | 3.2 | 4.2 | 16.1 |
| 법인세비용 | 0.0 | -0.8 | 0.0 | 0.3 | 0.0 | 0.4 | 0.1 | 0.5 | -0.5 | 1.0 | 3.9 |
| **당기순이익** | **0.6** | **2.1** | **0.1** | **0.9** | **0.1** | **1.2** | **0.3** | **1.6** | **3.7** | **3.2** | **12.2** |
| 당기순이익률(%) | 15.6% | 17.0% | 1.0% | 28.8% | 4.5% | 72.4% | 0.0% | 0.0% | 12.2% | 15.7% | 15.9% |

자료: 팬엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

# 팬엔터테인먼트 (068050)

## Income Statement

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **42.3** | **13.2** | **40.2** | **24.7** | **30.2** |
| 매출액증가율(%) | 19.8 | -68.8 | 204.4 | -38.5 | 23.0 |
| 매출원가 | 41.0 | 11.3 | 36.8 | 20.0 | 26.4 |
| 매출총이익 | 1.4 | 2.0 | 3.5 | 4.8 | 4.0 |
| 판매비와관리비 | 2.1 | 2.7 | 2.4 | 2.3 | 2.5 |
| **영업이익** | **-0.7** | **-0.7** | **1.1** | **2.5** | **1.2** |
| 영업이익률(%) | -1.7 | -5.2 | 2.7 | 9.9 | 4.9 |
| 금융손익 | -0.6 | -0.2 | -0.4 | -0.5 | 2.3 |
| 종속/관계기업관련손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 |
| 기타영업외손익 | -0.2 | -0.1 | 0.5 | -0.2 | -0.3 |
| 세전계속사업이익 | -1.5 | -1.1 | 1.2 | 1.8 | 3.5 |
| 법인세비용 | 0.2 | -0.0 | 0.1 | -0.0 | -0.5 |
| **당기순이익** | **-1.7** | **-1.0** | **1.1** | **1.8** | **3.7** |
| 지배주주지분 순이익 | -1.7 | -1.0 | 1.1 | 1.8 | 3.7 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 22.6 | 11.1 | 20.0 | 25.9 | 32.0 |
| 현금및현금성자산 | 15.0 | 1.9 | 1.5 | 10.3 | 15.9 |
| 매출채권 | 3.7 | 0.4 | 14.6 | 7.5 | 10.1 |
| 재고자산 | 0.5 | 2.3 | 1.6 | 2.5 | 2.5 |
| 비유동자산 | 57.6 | 55.0 | 57.5 | 77.2 | 79.4 |
| 유형자산 | 41.4 | 40.8 | 40.2 | 64.2 | 6.3 |
| 무형자산 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.2 |
| 투자자산 | 4.6 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 |
| **자산총계** | **80.2** | **66.2** | **77.5** | **103.1** | **111.4** |
| 유동부채 | 17.4 | 11.4 | 19.2 | 14.6 | 31.1 |
| 매입채무 | 0.2 | 0.3 | 0.8 | 0.1 | 0.1 |
| 단기차입금 | 11.9 | 5.0 | 12.5 | 5.1 | 5.0 |
| 유동성장기부채 | 2.7 | 4.2 | 4.6 | 6.6 | 6.0 |
| 비유동부채 | 15.4 | 8.3 | 10.5 | 20.6 | 7.6 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 11.2 | 4.6 | 6.6 | 12.0 | 0.0 |
| **부채총계** | **32.9** | **19.7** | **29.7** | **35.1** | **38.7** |
| 자본금 | 6.9 | 6.9 | 6.9 | 13.6 | 13.6 |
| 자본잉여금 | 30.2 | 30.2 | 30.2 | 23.8 | 23.8 |
| 기타포괄이익누계액 | 8.0 | 8.0 | 8.0 | 27.1 | 27.1 |
| 이익잉여금 | 2.2 | 1.2 | 2.3 | 4.1 | 8.1 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **자본총계** | **47.3** | **46.5** | **47.8** | **68.0** | **72.7** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | **1.2** | **-2.8** | **-13.0** | **9.5** | **-1.2** |
| 당기순이익(손실) | -1.7 | -1.0 | 1.1 | 1.8 | 4.0 |
| 유형자산감가상각비 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 무형자산상각비 | 0.1 | 0.1 | 0.3 | 0.1 | 0.0 |
| 운전자본의 증감 | 1.9 | -2.8 | -15.3 | 6.4 | -3.8 |
| **투자활동 현금흐름** | **0.3** | **1.6** | **2.8** | **0.4** | **-0.6** |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -0.1 | -0.0 | -0.1 | -0.2 | -0.3 |
| 투자자산의 감소(증가) | 1.0 | 4.3 | -0.0 | 0.1 | -0.0 |
| **재무활동 현금흐름** | **12.0** | **-12.0** | **9.8** | **-1.1** | **7.3** |
| 차입금증감 | 3.2 | -12.0 | 10.1 | -0.1 | 5.1 |
| 자본의증가 | 8.8 | 0.0 | 0.0 | 0.4 | 0.0 |
| **현금의증가(감소)** | 13.4 | -13.2 | -0.4 | 8.8 | 5.6 |
| 기초현금 | 1.7 | 15.0 | 1.9 | 1.5 | 10.3 |
| 기말현금 | 15.0 | 1.9 | 1.5 | 10.3 | 15.9 |

## Key Financial Data

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 2,082 | 485 | 1,476 | 908 | 1,116 |
| EPS(지배주주) | -83 | -38 | 42 | 66 | 147 |
| CFPS | 4 | 11 | 99 | 133 | 111 |
| EBITDAPS | 3 | 2 | 80 | 121 | 82 |
| BPS | 1,738 | 1,705 | 1,754 | 2,495 | 2,667 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | -25.4 | -49.0 | 63.2 | 99.8 | 35.6 |
| PCR | 541.0 | 177.9 | 26.6 | 49.5 | 46.9 |
| PSR | 1.0 | 3.9 | 1.8 | 7.3 | 4.7 |
| PBR | 1.2 | 1.1 | 1.5 | 2.6 | 2.0 |
| EBITDA | 0.1 | 0.1 | 2.2 | 3.3 | 2.2 |
| EV/EBITDA | 756.1 | 1,007.5 | 43.1 | 58.6 | 69.1 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | -3.9 | -2.2 | 2.4 | 3.1 | 5.7 |
| EBITDA이익률 | 0.2 | 0.5 | 5.4 | 13.3 | 7.4 |
| 부채비율 | 69.4 | 42.4 | 62.2 | 51.7 | 53.3 |
| 금융비용부담률 | 1.4 | 2.1 | 1.1 | 2.1 | 3.9 |
| 이자보상배율(x) | -1.3 | -2.5 | 2.3 | 4.7 | 1.3 |
| 매출채권회전율(x) | 6.3 | 6.5 | 5.4 | 2.2 | 3.5 |
| 재고자산회전율(x) | 67.5 | 9.4 | 20.6 | 12.1 | 12.3 |

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

### 투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|---|---|
| 매수 | 81.4% |
| 중립 | 18.6% |
| 매도 | 0.0% |

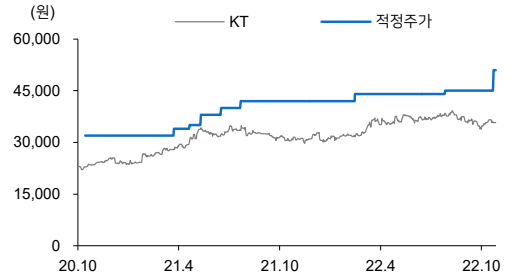
2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

### KT(030200) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020.11.06 | 기업브리프 | Buy | 32,000 | 정지수 | -21.3 | -11.6 |
| 2021.04.13 | 산업분석 | Buy | 34,000 | 정지수 | -15.1 | -13.4 |
| 2021.05.11 | 기업브리프 | Buy | 35,000 | 정지수 | -8.3 | -3.4 |
| 2021.05.31 | 산업분석 | Buy | 38,000 | 정지수 | -13.9 | -10.0 |
| 2021.07.06 | 기업브리프 | Buy | 40,000 | 정지수 | -16.5 | -12.8 |
| 2021.08.10 | 기업브리프 | Buy | 42,000 | 정지수 | -24.5 | -17.0 |
| 2022.03.02 | 기업분석 | Buy | 44,000 | 정지수 | -18.0 | -12.8 |
| 2022.08.10 | 기업브리프 | Buy | 45,000 | 정지수 | -18.8 | -13.0 |
| 2022.11.04 | 산업분석 | Buy | 51,000 | 정지수 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이

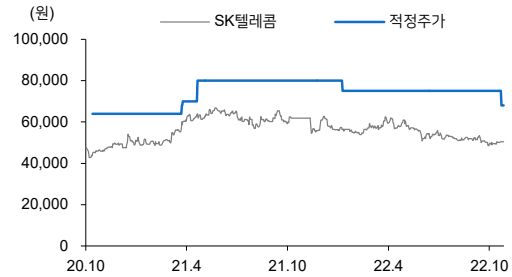


## SK텔레콤(017670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020.11.05 | 기업브리프 | Buy | 64,000 | 정지수 | -22.2 | -11.6 |
| 2021.04.13 | 산업분석 | Buy | 68,000 | 정지수 | -12.7 | -11.8 |
| 2021.04.15 | 기업브리프 | Buy | 70,000 | 정지수 | -11.9 | -9.0 |
| 2021.05.11 | 기업브리프 | Buy | 80,000 | 정지수 | -23.5 | -16.5 |
| 2022.01.25 | 산업브리프 | Buy | 75,000 | 정지수 | -27.2 | -16.7 |
| 2022.11.04 | 산업분석 | Buy | 68,000 | 정지수 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이

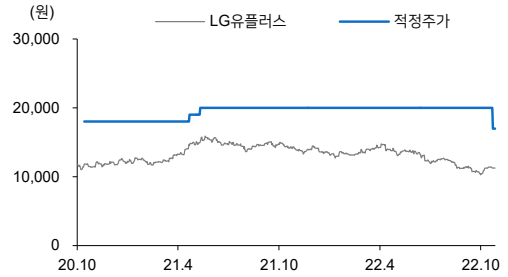



## LG유플러스(032640) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020.11.05 | 기업브리프 | Buy | 18,000 | 정지수 | -31.7 | -18.3 |
| 2021.05.12 | 기업브리프 | Buy | 19,000 | 정지수 | -21.9 | -20.5 |
| 2021.05.31 | 산업분석 | Buy | 20,000 | 정지수 | -29.0 | -20.5 |
| 2022.05.31 | | 1년 경과 | | | -39.7 | -30.8 |
| 2022.11.04 | 산업분석 | Buy | 17,000 | 정지수 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이

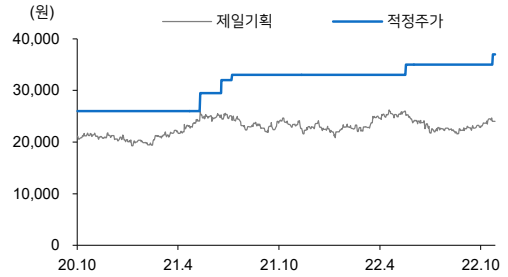



## 제일기획(030000) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020.10.21 | 기업브리프 | Buy | 26,000 | 정지수 | -18.4 | -6.2 |
| 2021.05.31 | 산업분석 | Buy | 29,500 | 정지수 | -15.5 | -12.2 |
| 2021.07.08 | 기업브리프 | Buy | 32,000 | 정지수 | -22.0 | -20.0 |
| 2021.07.27 | 기업브리프 | Buy | 33,000 | 정지수 | -28.9 | -20.5 |
| 2022.06.02 | 산업분석 | Buy | 35,000 | 정지수 | -34.1 | -27.9 |
| 2022.11.04 | 산업분석 | Buy | 37,000 | 정지수 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이

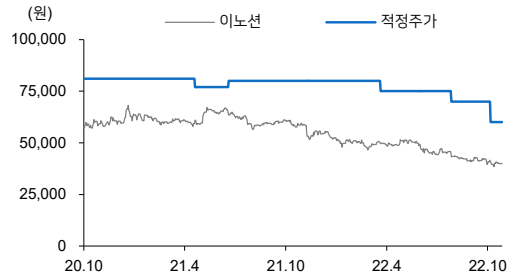


## 이노션(214320) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020.06.02 | 산업분석 | Buy | 81,000 | 정지수 | -30.0 | -15.9 |
| 2021.05.10 | 기업브리프 | Buy | 77,000 | 정지수 | -16.7 | -12.9 |
| 2021.07.09 | 기업브리프 | Buy | 80,000 | 정지수 | -30.1 | -19.0 |
| 2022.04.06 | 기업브리프 | Buy | 75,000 | 정지수 | -36.0 | -31.3 |
| 2022.08.10 | 기업브리프 | Buy | 70,000 | 정지수 | -39.8 | -37.6 |
| 2022.10.19 | 기업브리프 | Buy | 60,000 | 정지수 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이

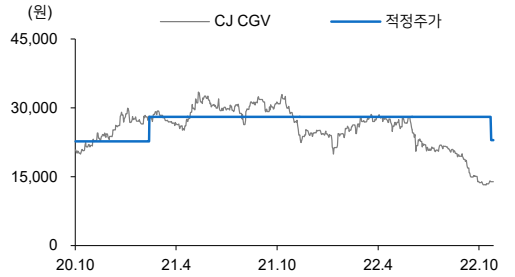



## CJ CGV(079160) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020.06.02 | 산업분석 | Hold | 22,677 | 정지수 | 1.6 | 32.1 |
| 2021.03.05 | 기업브리프 | Hold | 28,000 | 정지수 | 0.2 | 19.5 |
| 2022.03.05 | | 1년 경과 | | | -19.9 | 2.0 |
| 2022.11.04 | 산업분석 | Buy | 23,000 | 정지수 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이

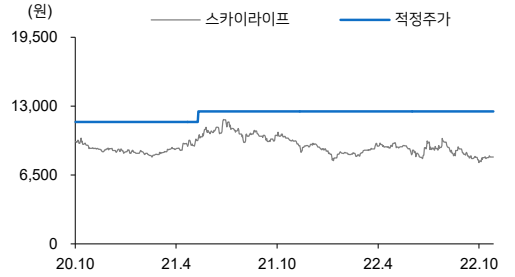



## 스카이라이프(053210) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020.08.06 | 기업브리프 | Buy | 11,500 | 정지수 | -21.4 | -12.2 |
| 2021.05.31 | 산업분석 | Buy | 12,500 | 정지수 | -22.9 | -6.0 |
| 2022.05.31 | | 1년 경과 | | | - | - |
| 2022.05.31 | 산업분석 | Buy | 12,500 | 정지수 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이

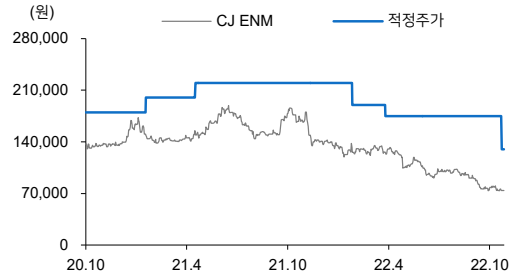


## CJ ENM(035760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020.08.07 | 기업브리프 | Buy | 180,000 | 정지수 | -22.6 | -4.0 |
| 2021.02.08 | 기업브리프 | Buy | 200,000 | 정지수 | -28.4 | -22.6 |
| 2021.05.07 | 기업브리프 | Buy | 220,000 | 정지수 | -28.5 | -14.1 |
| 2022.02.11 | 기업브리프 | Buy | 190,000 | 정지수 | -32.2 | -28.9 |
| 2022.04.11 | 기업브리프 | Buy | 175,000 | 정지수 | -43.1 | -24.2 |
| 2022.11.04 | 산업분석 | Buy | 130,000 | 정지수 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이

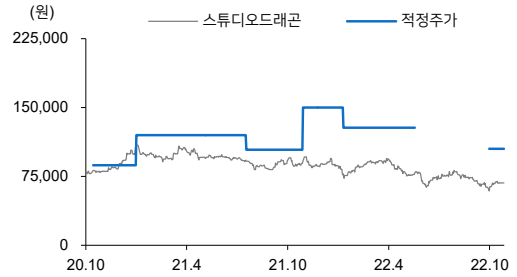



## 스튜디오드래곤(253450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020.11.06 | 기업브리프 | Hold | 87,000 | 이효진 | 1.2 | 22.9 |
| 2021.01.22 | 산업브리프 | Hold | 120,000 | 이효진 | -18.6 | -9.0 |
| 2021.08.06 | 기업브리프 | Hold | 104,000 | 이효진 | -15.3 | -8.3 |
| 2021.11.15 | 산업분석 | Buy | 150,000 | 이효진 | -41.3 | -35.7 |
| 2022.01.26 | 산업브리프 | Buy | 128,000 | 이효진 | -38.5 | -26.1 |
| 2022.10.13 | | | | 담당자 변경 | - | - |
| 2022.10.13 | 산업분석 | Buy | 105,000 | 정지수 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이




## 콘텐트리중앙(036420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020.11.06 | 기업브리프 | Buy | 31,000 | 이효진 | -2.3 | 4.4 |
| 2020.11.17 | 산업분석 | Hold | 31,000 | 이효진 | 10.3 | 42.4 |
| 2021.01.22 | 산업브리프 | Hold | 46,000 | 이효진 | 1.5 | 23.9 |
| 2021.06.03 | 산업분석 | Hold | 51,000 | 이효진 | -0.5 | 37.3 |
| 2021.11.15 | 산업분석 | Hold | 76,000 | 이효진 | -26.2 | -5.4 |
| 2022.01.26 | 산업브리프 | Hold | 69,000 | 이효진 | -24.4 | -12.3 |
| 2022.06.02 | 산업분석 | Hold | 54,000 | 이효진 | -31.2 | -7.4 |
| 2022.10.13 | | | | 담당자 변경 | - | - |
| 2022.10.13 | 산업분석 | Buy | 43,000 | 정지수 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이

