2021 전망 시리즈 19

통신/미디어

Underrated

meritz 메리츠증권

2021년 전망 시리즈 19

통신/미디어
(Overweight)

Underrated

Top Picks	투자판단	적정주가
SK텔레콤 (017670)	Buy	320,000원
이노션 (214320)	Buy	81,000원
서진시스템 (178320)	NR	-

관심 종목	투자판단	적정주가
KT (030200)	Buy	32,000원
LG유플러스 (032640)	Buy	18,000원
CJ ENM (035760)	Buy	180,000원
제일기획 (030000)	Buy	26,000원
LG헬로비전 (037560)	Hold	4,600원
윈스 (136540)	Buy	20,500원
기가레인 (049080)	NR	-

통신/미디어
Analyst **정지수**
02. 6454-4890
jinwoo.lee@meritz.co.kr

Contents

Summary

Underrated | **Overweight**

통신서비스 I

- COVID-19 영향에도 시장 예상을 상회하는 실적을 기록했으나, YTD 주가 수익률은 -7.3%로 KOSPI 대비 큰 폭으로 하회
- 통신업종 외국인 지분율은 최근 10년 내 최저 수준이나, DPS 상향이 예상되는 2021년 외인 수급 개선 예상
- 주파수 재할당, 요금 인하 등 불확실성에도 실적 개선 및 배당 매력으로 2021년 통신업종 주가지수 완만한 우상향 전망
- 2021년 통신 3사 합산 무선 매출액 24.3조원(+5.7% YoY), 무선 ARPU 성장률 +2.4%로 본업인 MNO 구조적 성장 예상
- 통신 3사 마케팅비용 자산화 규모는 4Q19를 기점으로 축소 혹은 정체되는 만큼 2021년 마케팅비용 부담 완화
- 5G 상용화 이후 통신사들은 B2B 사업 모델 확장에 주력. 5G 기업통신 매출은 2020년에 이어 2021년에도 꾸준히 성장
- 주파수 재할당 가격이 투자 심리 위축으로 이어질 수 있으나, 5G 저가 요금제 출시가 펀더멘털에 미치는 영향은 제한적

5G 네트워크 장비 II

- 국내 네트워크 장비 섹터 YTD 주가 수익률은 +22.7%를 기록했으며, 장비별 수익률은 중계기, 기지국, 전송/전달 장비 순
- 국내 CAPEX는 지연된 투자가 2021년 일부 재개되며, 중국은 2021년부터 본격적으로 5G 설비투자 확대 전망
- 일본은 2021년 221억달러(+10.0% YoY) CAPEX 투자가 예상되며, 미국도 C-band 주파수 경매 종료 이후 5G 투자 확대
- 12월 8일 예정된 미국 통신사 대상 C-band 주파수 경매(Auction 107) 종료 기점으로 미국 내 5G 투자 확대 예상
- 2020년 삼성전자 네트워크 매출액은 3.7조원으로 부진할 전망이나, 해외 5G 투자가 확대되는 2021년 6.4조원 전망
- 삼성전자 Verizon향 발주는 12월부터 본격적으로 발생. Value Chain 내 최선호주는 서진시스템과 기가레인

미디어/광고 III

- 국내 미디어/광고 섹터는 COVID-19 확산에 직격탄을 맞으며 KOSPI 수익률을 큰 폭으로 하회
- 2021년 국내 광고 시장은 기저효과로 전년 대비 +9.2% 증가한 12조 3,777억원 전망
- 제일기획, 이노션 등 국내 광고대행사들은 비용 효율화를 통해 COVID-19 영향을 무력화시키며 견고한 이익 체력을 확인
- 사회적 거리두기로 2020년 국내 박스오피스와 관람객수는 각각 전년 대비 -72.2%, -72.7% 감소할 전망이며, 신작 영화를 극장 대신 Netflix에 판매하거나, Netflix 오리지널이 극장에 상영되는 등 영화 산업 내 지각 변동 지속

시나리오별 2021년 전망

항목		변수	Worst	Base	Best
주가 결정 요인	**1. 무선 ARPU**	▪ 킬러 콘텐츠 ▪ 요금 인하 규제 ▪ 단말기 라인업	▪ 5G 가입자 성장 둔화 ▪ 선약할인율 상향 등 고강도 요금 규제 ▪ 5G 단말 라인업 판매 부진 → **무선 ARPU 정체**	▪ 5G 가입자 점진적 증가 ▪ 시민단체의 요금제 인하 요구 ▪ 프리미엄 5G 단말기 위주 확대 → **무선 ARPU 점진적 증가**	▪ 5G 가입자 성장 가속화 ▪ 요금 인하 규제 부재 ▪ 프리미엄 및 중저가 5G 단말 판매 확대 → **무선 ARPU 가파른 증가**
	2. 마케팅 경쟁	▪ 통신사 마케팅 전략 ▪ 정부 불법 보조금 규제	▪ 가입자 확보를 위한 출혈경쟁으로 선회 ▪ 규제 부재로 경쟁 심화 → **영업비용 증가 및 마진 악화 외국인 투자 심리 악화**	▪ 일반적인 수준 경쟁 지속 ▪ 공정위 주기적 조사로 경쟁 완화 → **영업비용 증가 및 마진 점진적 개선 외국인 투자 심리 점진적 개선**	▪ 출혈 경쟁 지양하고 서비스 차별화 시도 ▪ 적극적인 공정위 조사로 경쟁 완화 → **영업비용 증가 및 마진 점진적 개선 외국인 투자 심리 빠르게 개선**
	3. CAPEX	▪ 네크워크 품질 이슈 ▪ SA 상용화	▪ 주파수 재할당 가격 담보로 투자 확대 요구 ▪ 예상보다 비싼 SA 상용화 비용 → **예정 대비 높은 CAPEX 지출**	▪ 현재 수준의 기지국 및 장비 설치 ▪ 예상하는 수준의 SA 상용화 투자 비용 → **가이던스 내에서 CAPEX 집행**	▪ 장비 성능 향상으로 커버리지 대응 ▪ 예상보다 낮은 SA 상용화 비용 → **예상보다 낮은 CAPEX 집행**
산업 투자 전략			▪ 비중축소 ▪ 무선ARPU 등 및 영업이익률 등 주요지표 악화 추세 지속 ▪ 규제 강화 및 비용 증가에 따라 배당 안정성에도 의구심 발생. 외국인 투자 심리 악화 ▪ 본업은 부진하나 연결자회사의 실적 개선이 기대되는 SK텔레콤 선호	▪ 비중유지 ▪ 2020년 대비 무선ARPU 및 영업이익률 등 주요 지표 점진적 개선 전망 ▪ 현재 10년 내 저점 수준인 외국인지분율 반등 시작 ▪ 섹터 전반적으로 주가 상승이 기대되나, 연결 자회사 실적 개선 등 추가적인 장점이 있는 SK텔레콤 선호	▪ 비중확대 ▪ 무선매출의 가파른 상승이 그대로 이익 상승으로 이어질 전망 ▪ 기존 통신주가 가진 배당 및 안정성 뿐만 아니라 성장주로서 매력 발생 ▪ 현 주가 수준에서는 종목을 가리지 않고 섹터 전체 적극적 매수 필요
Top-Picks			▪ SK텔레콤	▪ SK텔레콤	▪ SK텔레콤, KT, LG유플러스

2021 전망 시리즈 19 통신/미디어

기업분석

통신서비스

Top Pick	투자판단	적정주가
SK텔레콤 (017670)	Buy	320,000원

관심 종목	투자판단	적정주가
KT (030200)	Buy	32,000원
LG유플러스 (032640)	Buy	18,000원

SK텔레콤(017670) 2021년 시장에 선보이는 ICT 역량

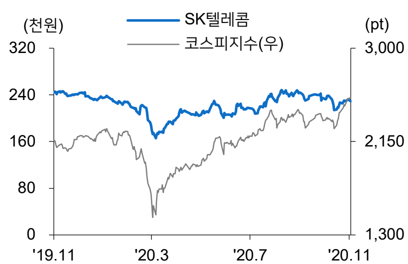
Analyst 정지수 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	320,000원
현재주가 (11.19)	229,500원
상승여력	39.4%
KOSPI	2,547.42pt
시가총액	185,311억원
발행주식수	8,075만주
유동주식비율	62.10%
외국인비중	34.11%
52주 최고/최저가	248,500원/165,500원
평균거래대금	864.4억원
주요주주(%)	
SK 외 4 인	26.78
국민연금공단	11.41

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.3	9.8	-6.5
상대주가	-9.1	-14.6	-21.0

주가그래프



균형 잡힌 사업 포트폴리오 구축

- 모빌리티 사업부 분사로 SK텔레콤은 MNO, 미디어, 보안, 커머스, 모빌리티 중심으로 사업 재편
- 5G 가입자 성장으로 본업인 MNO의 2020년 매출액과 영업이익은 전년 대비 +4.1%, +5.5% 성장 전망
- 과거 LTE 상용화 초기와 유사하게 MNO 본업은 5G 가입자 확대에 따라 지속적인 성장 가능

2021년 연결 영업이익 1조 4,883억원(+13.2% YoY) 전망

- 2021년 SK텔레콤 연결 매출액 및 영업이익은 각각 19.4조원(+4.6% YoY), 1.49조원(+13.2% YoY) 전망
- 미디어 부문 SK브로드밴드와 WAVVE는 2020년 사상 최대 실적에 이어 향후 3~4년 안정적인 성장 전망
- ADT캡스와 SK인포섹 모두 외형 기준 2021년 최대 실적이 예상되며, SK텔레콤 본체와의 시너지 기대
- 커머스 사업 전략을 수익성 위주로 전환함에 따라 11번가와 SK스토아는 적자 개선 후 흑자 기조 유지 전망

2021년 시장에 선보이는 New ICT 역량

- 2021년에도 비통신 분야 성장 기조가 유지되며, 기존 5개 사업 영역에서 1~2개 사업 영역이 추가될 전망
- 2H21 상장 목표인 원스토어를 시작으로 ADT캡스, 11번가, SK브로드밴드 등 순차적으로 IPO 진행 예상

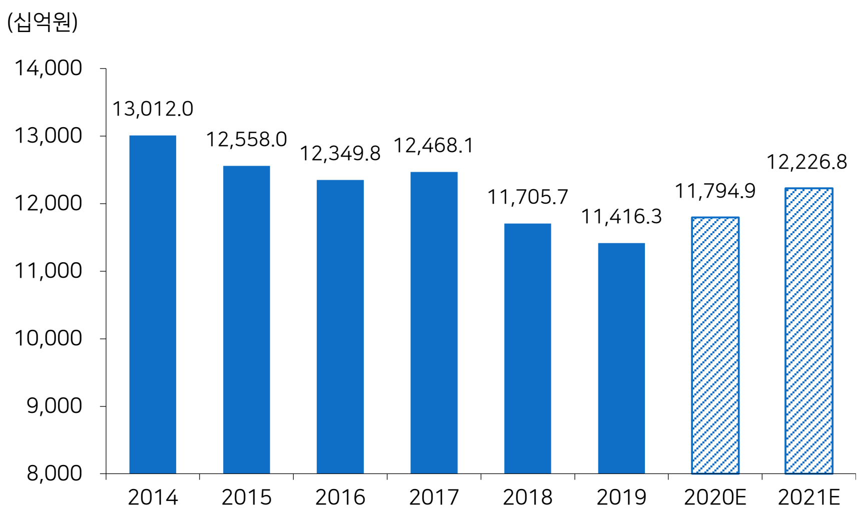
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	16,874.0	1,201.8	3,127.9	38,738	17.9	278,291	7.0	1.0	6.4	15.5	89.6
2019	17,743.7	1,110.0	889.9	11,021	-72.5	284,310	21.6	0.8	5.6	3.9	95.5
2020E	18,508.1	1,315.2	1,240.9	15,368	61.2	290,621	14.9	0.8	4.9	5.3	92.8
2021E	19,368.4	1,488.3	1,712.7	21,212	38.0	301,869	10.8	0.8	4.7	7.2	89.6
2022E	20,086.1	1,755.6	1,960.6	24,281	14.5	315,281	9.5	0.7	4.2	7.9	86.0

MNO – 5G 시장 확대로 MNO 성장 재개

5G 가입자 증가로 2021년 MNO 성장 지속

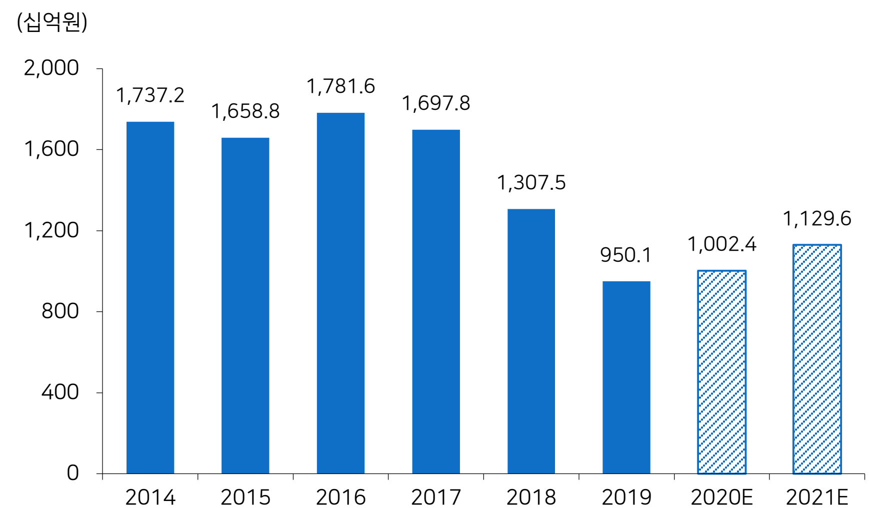
- 2021년 말 기준 5G 가입자수는 1,068만명으로 보급률 33.9% 전망
- 2021년 별도 매출액과 영업이익은 각각 12조 2,268억원(+3.7% YoY), 1조 1,296억원(+12.7% YoY) 전망
- 과거 LTE 상용화 초기와 유사하게 통신 본업은 가입자 기반 확대에 맞춰 지속적인 성장이 가능

SK텔레콤 별도(MNO) 매출액 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

SK텔레콤 별도(MNO) 영업이익 추이 및 전망



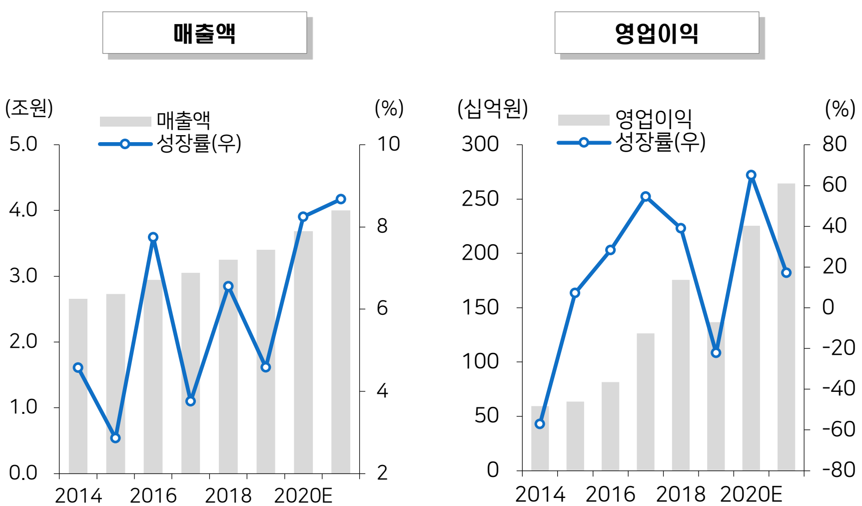
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

미디어 – 긍정적인 미디어의 현재(IPTV)와 미래(OTT)

IPTV와 OTT의 조화

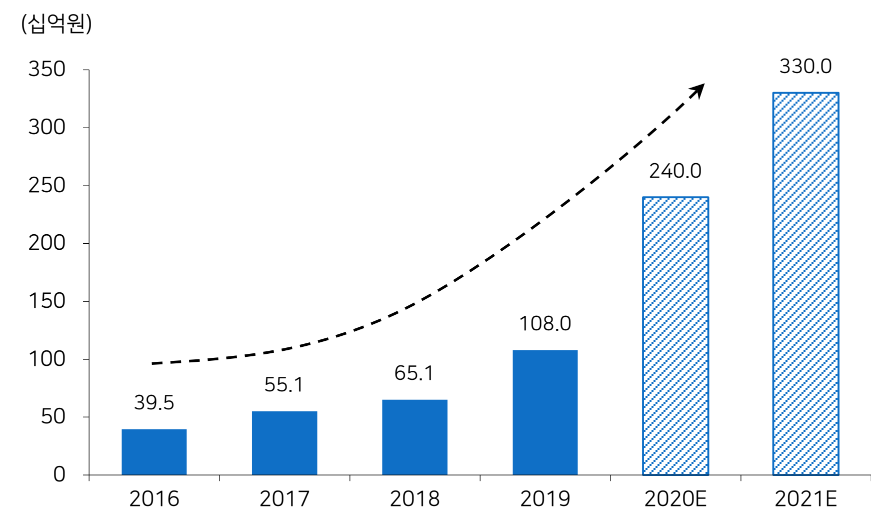
- 2020년 티브로드 합병 후 단기 가입자 증가와 본업 경쟁력 회복으로 사상 최대 실적 전망
- 2021년 SK브로드밴드 연결 매출액 4조 32억원(+8.7% YoY), 영업이익 2,644억원(+17.2% YoY) 전망
- 2019년 1,080억원의 매출을 기록한 웨이브(WAVVE)는 2021년 매출액 3천억원 초과 달성 전망
- 국내 유료방송과 OTT 시장 내 2위 사업자 위치를 확보하며 미래 성장 발판을 마련

SK브로드밴드 실적 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

웨이브(WAVVE) 매출액 추이 및 전망



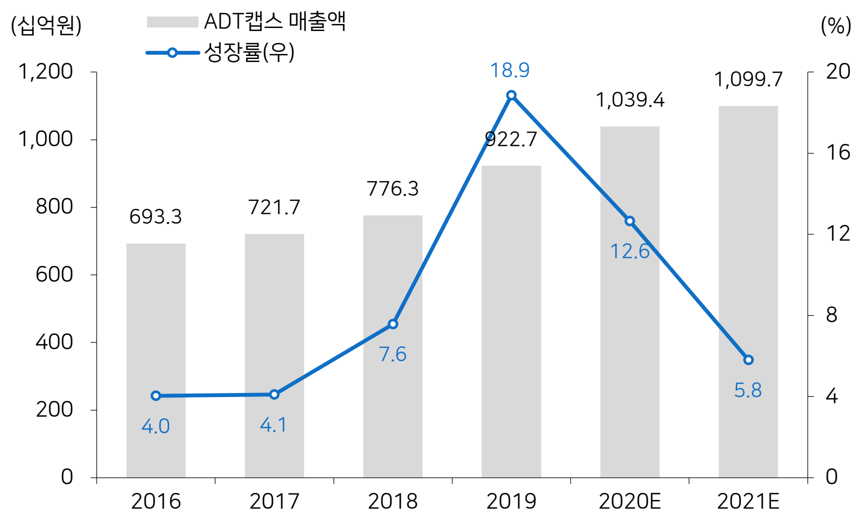
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

보안 – 국내 융합보안의 선두 주자

보안 시장 영향력 다지기

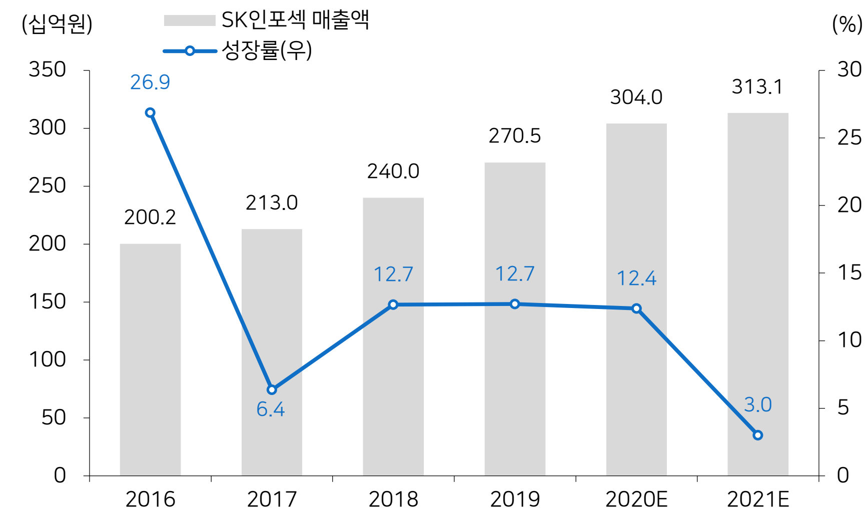
- SK텔레콤은 2018년 국내 물리보안 2위 업체 ADT캡스와 정보보안 1위 업체 SK인포섹을 인수
- SK텔레콤 보안 자회사 NSOK를 흡수한 ADT캡스는 SK텔레콤의 유통망을 활용해 외형 확장
  - ADT캡스 매출액은 2020년 +12.6% 성장에 이어 2021년에도 +5.8% 성장 전망
- 국내 정보보안 1위 업체 SK인포섹도 2016년부터 2020년간 연평균 +11.0% 성장
- ADT캡스와 SK인포섹 모두 외형 기준 2020년과 2021년 사상 최대 실적 전망

ADT캡스 매출액 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

SK인포섹 매출액 추이 및 전망



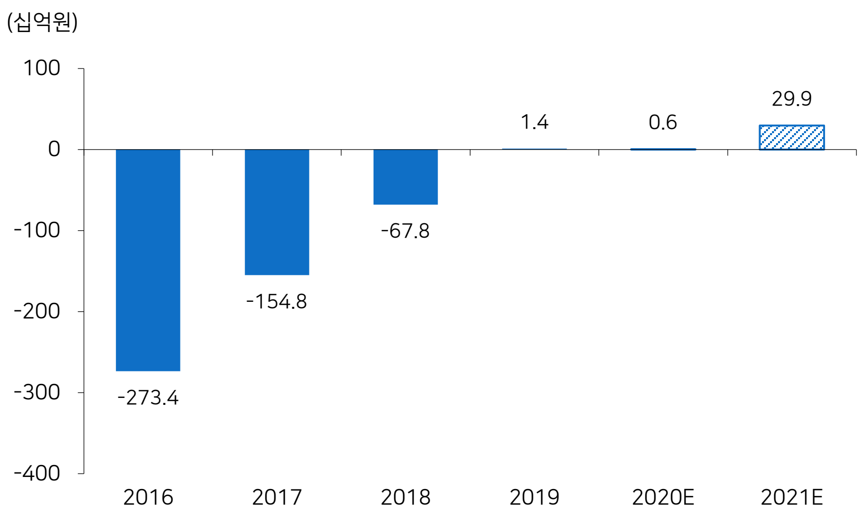
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

커머스 – 돈 쓰는 사업에서 돈 버는 사업으로

커머스 사업 2020년 103억원 영업이익 전망

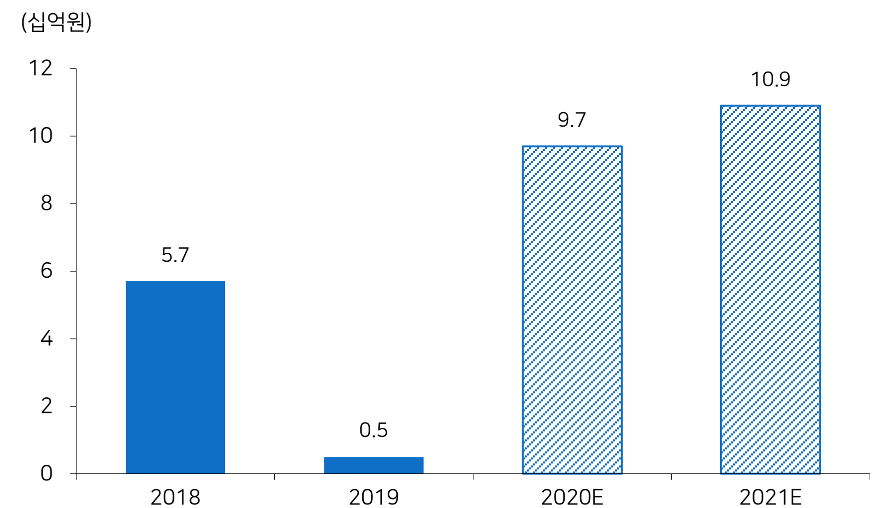
- SK텔레콤 커머스 사업 전략은 외형 성장에서 수익성 위주로 전환
- SK텔레콤 커머스(11번가, SK스토아)의 2021년 합산 영업이익은 408억원(+296.1% YoY) 전망

11번가 영업손익 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

SK스토아 영업손익 추이 및 전망



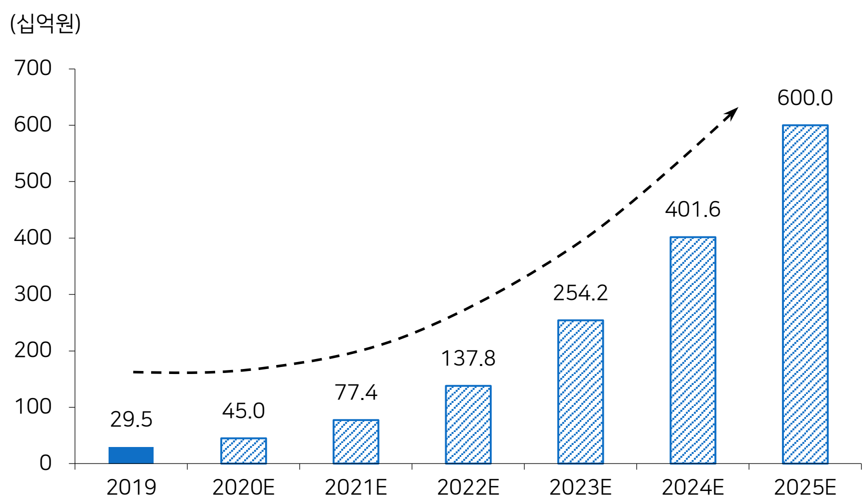
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

모빌리티 – New ICT 신성장 동력

새로운 성장 동력
모빌리티 사업부

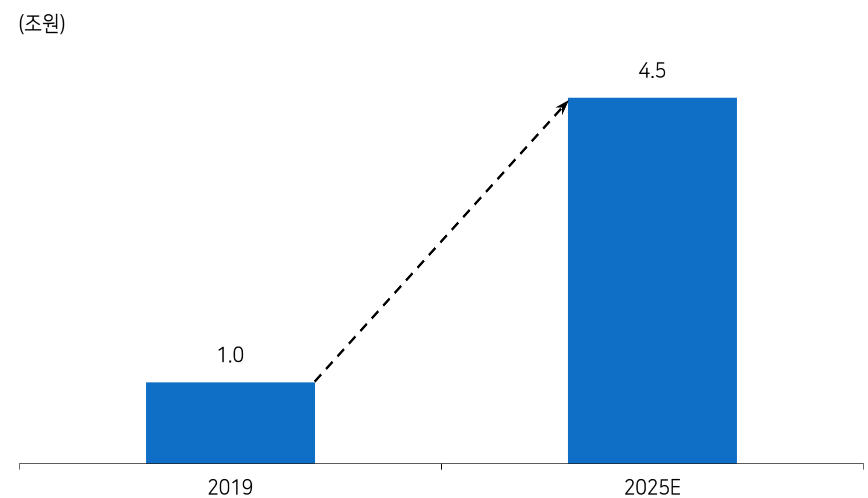
- 티맵모빌리티의 2019년 매출액은 295억원이며, 2020년 매출액은 400~500억원 목표
- SK텔레콤은 티맵모빌리티 매출액은 2025년까지 6천억원 규모로 성장시킨다는 계획
- 2025년 티맵모빌리티의 기업가치는 Target PSR 7배를 부여한 4.5조원 목표

티맵모빌리티 매출액 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

티맵모빌리티 기업가치 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

SK텔레콤 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
영업수익	4,450.4	4,602.8	4,730.8	4,724.1	4,702.6	4,837.7	4,900.2	4,927.9	17,743.7	18,508.1	19,368.4
% YoY	2.7%	3.7%	3.7%	7.1%	5.7%	5.1%	3.6%	4.3%	5.2%	4.3%	4.6%
이동전화수익	2,483.4	2,487.1	2,497.4	2,530.8	2,561.0	2,587.1	2,615.7	2,652.3	9,721.6	9,998.7	10,416.2
망접속정산수익	131.5	136.4	134.1	134.1	128.9	133.7	131.4	131.4	518.9	536.1	525.4
신규사업 및 기타	307.9	316.4	309.1	326.7	314.1	322.7	315.3	333.2	1,175.8	1,260.1	1,285.3
연결 자회사 등	1,527.6	1,662.9	1,790.2	1,732.5	1,698.6	1,794.2	1,837.8	1,810.9	6,327.4	6,713.2	7,141.6
영업비용	4,148.4	4,243.3	4,369.3	4,431.9	4,328.1	4,447.7	4,499.1	4,605.1	16,633.7	17,192.9	17,880.1
% YoY	3.4%	3.1%	2.6%	4.3%	4.3%	4.8%	3.0%	3.9%	6.1%	3.4%	4.0%
종업원급여	742.8	735.7	764.9	765.4	764.7	781.5	795.2	800.5	2,822.7	3,008.8	3,141.9
지급/판매수수료	1,298.0	1,333.9	1,352.1	1,337.5	1,321.7	1,345.4	1,319.0	1,303.0	5,002.1	5,321.5	5,289.1
광고선전비	74.0	93.3	109.1	129.9	113.5	127.3	129.3	146.7	434.6	406.3	516.8
감가상각비	1,019.2	1,031.1	1,034.6	1,036.2	1,040.5	1,059.0	1,075.5	1,093.8	3,935.2	4,121.1	4,268.9
망접속정산비용	195.0	207.3	201.4	182.7	191.6	191.9	185.5	172.5	752.3	786.4	741.5
전용회선료	32.7	35.6	36.3	36.0	35.7	37.0	37.4	37.6	139.5	140.6	147.7
전파사용료	34.2	33.3	34.3	34.4	33.2	33.5	33.2	32.8	133.1	136.2	132.7
상품매출원가	349.0	362.8	419.6	492.6	396.8	424.2	467.4	555.0	1,833.3	1,624.0	1,843.5
기타영업비용	403.5	410.3	417.0	417.4	430.2	447.9	456.6	463.2	1,580.9	1,648.2	1,798.0
영업이익	302.0	359.5	361.5	292.2	374.5	390.0	401.1	322.7	1,110.0	1,315.2	1,488.3
% YoY	-6.4%	11.4%	19.7%	79.8%	24.0%	8.5%	11.0%	10.4%	-7.6%	18.5%	13.2%
영업이익률	6.8%	7.8%	7.6%	6.2%	8.0%	8.1%	8.2%	6.5%	6.3%	7.1%	7.7%
법인세차감전순이익	370.0	548.3	521.8	325.3	433.1	515.4	717.1	786.8	1,162.6	1,765.4	2,452.4
법인세비용	63.2	116.1	126.1	70.4	91.0	113.4	159.3	170.9	300.7	375.8	534.6
당기순이익	306.8	432.2	395.7	254.9	342.1	402.0	557.9	615.9	861.9	1,389.6	1,917.9
당기순이익률	6.9%	9.4%	8.4%	5.4%	7.3%	8.3%	11.4%	12.5%	4.9%	7.5%	9.9%
주요지표 (천명)											
무선통신 가입자수	31,477	31,440	31,440	31,481	31,469	31,467	31,473	31,481	31,535	31,481	31,481
5G 가입자수	2,648	3,348	4,263	5,329	6,501	7,801	9,206	10,678	2,084	5,329	10,678
5G 침투율	8.4%	10.6%	13.6%	16.9%	20.7%	24.8%	29.2%	33.9%	6.6%	16.9%	33.9%

자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

SK텔레콤 (017670)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**16,874.0**	**17,743.7**	**18,508.1**	**19,368.4**	**20,086.1**
매출액증가율(%)	-3.7	5.2	4.3	4.6	3.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	16,874.0	17,743.7	18,508.1	19,368.4	20,086.1
판매비와관리비	15,672.2	16,633.7	17,192.9	17,880.1	18,330.6
영업이익	**1,201.8**	**1,110.0**	**1,315.2**	**1,488.3**	**1,755.6**
영업이익률(%)	7.1	6.3	7.1	7.7	8.7
금융손익	-128.8	-287.8	-326.5	-249.1	-176.9
종속/관계기업관련손익	3,270.9	449.5	840.0	1,261.6	1,265.5
기타영업외손익	-367.9	-109.1	-63.4	-48.5	-35.1
세전계속사업이익	3,976.0	1,162.7	1,765.3	2,452.4	2,809.1
법인세비용	844.0	300.7	375.8	534.6	613.7
당기순이익	**3,132.0**	**861.9**	**1,389.5**	**1,917.9**	**2,195.4**
지배주주지분 순이익	3,127.9	889.9	1,240.9	1,712.7	1,960.6

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	7,958.8	8,102.3	8,603.4	8,908.2	9,695.4
현금및현금성자산	1,506.7	1,270.8	1,484.8	1,466.5	1,984.0
매출채권	2,008.6	2,231.0	2,327.1	2,435.3	2,525.5
재고자산	288.1	162.9	169.9	177.8	184.4
비유동자산	34,410.3	36,509.3	36,672.2	37,715.3	38,499.7
유형자산	10,718.4	12,334.3	11,919.2	12,029.3	11,841.0
무형자산	8,452.1	7,815.6	7,915.6	8,005.6	8,086.6
투자자산	13,562.2	14,401.9	14,944.2	15,787.2	16,679.0
자산총계	**42,369.1**	**44,611.6**	**45,275.6**	**46,623.5**	**48,195.1**
유동부채	6,847.6	7,787.7	7,738.7	7,876.3	8,059.2
매입채무	381.3	438.3	457.2	478.4	496.2
단기차입금	80.0	20.6	8.2	4.1	4.1
유동성장기부채	1,408.5	1,441.2	1,132.0	967.0	894.0
비유동부채	13,172.3	14,000.4	14,055.2	14,152.1	14,223.1
사채	6,572.2	7,253.9	7,160.7	7,082.0	7,008.8
장기차입금	2,015.4	1,972.2	1,932.2	1,896.2	1,863.8
부채총계	**20,019.9**	**21,788.1**	**21,793.9**	**22,028.4**	**22,282.3**
자본금	44.6	44.6	44.6	44.6	44.6
자본잉여금	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9	2,915.9
기타포괄이익누계액	-373.4	-329.6	-329.6	-329.6	-329.6
이익잉여금	22,144.5	22,235.3	22,744.8	23,653.1	24,736.0
비지배주주지분	-121.6	-133.3	15.3	220.4	455.2
자본총계	**22,349.3**	**22,823.5**	**23,481.7**	**24,595.1**	**25,912.8**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	**4,332.6**	**3,986.1**	**5,739.9**	**6,435.1**	**6,815.1**
당기순이익(손실)	3,132.0	861.9	1,389.5	1,917.9	2,195.4
유형자산감가상각비	3,284.3	3,935.8	4,121.1	4,268.9	4,479.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	26.0	-836.3	200.1	225.2	114.8
투자활동 현금흐름	**-4,047.7**	**-3,582.5**	**-4,400.3**	**-5,363.5**	**-5,310.7**
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,792.4	-3,375.9	-3,706.0	-4,379.0	-4,291.0
투자자산의 감소(증가)	-2,831.4	-839.7	-542.3	-843.0	-891.8
재무활동 현금흐름	**-238.3**	**-636.8**	**-1,189.9**	**-1,090.0**	**-986.9**
차입금증감	2,269.1	1,321.3	-441.6	-269.1	-166.3
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	49.0	-235.9	214.0	-18.4	517.6
기초현금	1,457.7	1,506.7	1,270.8	1,484.8	1,466.5
기말현금	1,506.7	1,270.8	1,484.8	1,466.5	1,984.0

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	208,977	219,748	229,214	239,869	248,758
EPS(지배주주)	38,738	11,021	15,368	21,212	24,281
CFPS	58,219	64,560	77,411	87,423	94,320
EBITDAPS	55,558	62,490	67,326	71,300	77,217
BPS	278,291	284,310	290,621	301,869	315,281
DPS	10,000	10,000	10,000	11,000	12,000
배당수익률(%)	3.7	4.2	4.4	4.8	5.2
Valuation(Multiple)					
PER	7.0	21.6	14.9	10.8	9.5
PCR	4.6	3.7	3.0	2.6	2.4
PSR	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9
PBR	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
EBITDA	4,486.1	5,045.8	5,436.3	5,757.2	6,234.9
EV/EBITDA	6.4	5.6	4.9	4.7	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.5	3.9	5.3	7.2	7.9
EBITDA이익률	26.6	28.4	29.4	29.7	31.0
부채비율	89.6	95.5	92.8	89.6	86.0
금융비용부담률	1.8	2.2	2.2	2.1	2.0
이자보상배율(x)	3.9	2.8	3.2	3.7	4.5
매출채권회전율(x)	8.2	8.4	8.1	8.1	8.1
재고자산회전율(x)	60.2	78.7	111.2	111.4	110.9

KT(030200) B2B 플랫폼 사업 성과가 나타나는 2021년

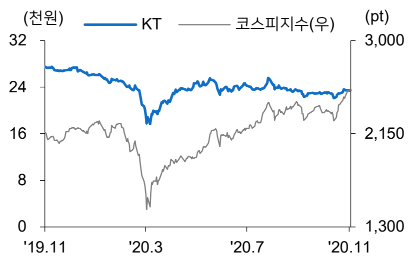
Analyst **정지수** 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	32,000원
현재주가 (11. 19)	23,500원
상승여력	36.2%
KOSPI	2,547.42pt
시가총액	61,361억원
발행주식수	26,111만주
유동주식비율	80.63%
외국인비중	43.54%
52주 최고/최저가	27,500원/17,650원
평균거래대금	211.9억원
주요주주(%)	
국민연금공단	12.53

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.7	-6.0	-14.2
상대주가	-6.3	-26.9	-27.5

주가그래프



3Q20까지 양호한 실적 지속

- 3Q20 연결 영업이익은 임단협 890억원 반영으로 2,924억원(-6.4% YoY) 기록하며 시장 컨센서스 하회
- 가입자 지표 호조와 ARPU 성장으로 부진했던 3Q20 실적 감안해도 2020년 연결 영업이익 +6.1% YoY 전망

2021년 연결 영업이익 1.42조원(+16.0% YoY) 전망

- 2021년 연결 매출액 24.98조원(+4.0% YoY), 영업이익 1.42조원(+16.0% YoY) 전망
- 임직원 축소, 보수적인 마케팅비용 회계 정책으로 2021년 전반적인 비용 절감에 따른 실적 개선 기대
- 별도 영업이익은 2019년 바닥으로 2020년과 2021년 각각 전년 대비 +18.7%, +8.5% 성장 전망
- 2021년 말 기준 5G 가입자 729만명(보급률 31.6%), 무선 ARPU 31,729원(+1.2% YoY) 전망

B2B 플랫폼 사업 성장 본격화

- KT는 B2B 플랫폼 사업자로의 전환을 선언하고, AI, 빅데이터, 클라우드 사업 역량 강화
- 글로벌 데이터센터 수요 증진에 맞춰 11월 용산 IDC를 신규 오픈했으며, 현재 총 13개의 IDC를 보유 중
- 별도 당기순이익의 50% 배당 정책을 제시함에 따라 실적 개선에 따른 배당 매력 부각 가능

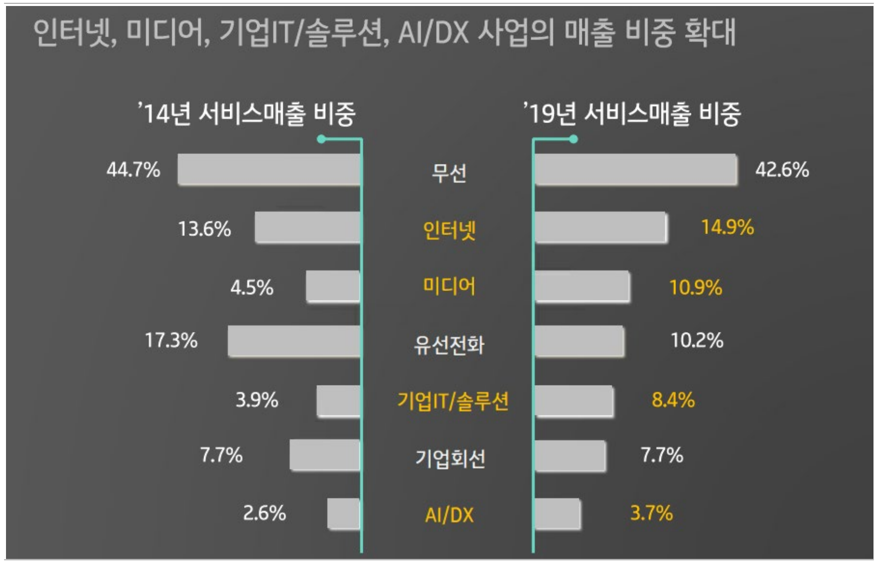
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	23,460.1	1,261.5	688.5	2,637	35.8	50,563	11.3	0.6	2.7	5.5	118.5
2019	24,342.1	1,151.1	619.2	2,371	-12.2	52,341	11.4	0.5	2.7	4.6	124.3
2020E	24,012.3	1,221.5	686.7	2,630	18.8	53,844	8.9	0.4	2.3	5.0	117.7
2021E	24,978.5	1,416.7	854.6	3,273	23.7	55,990	7.2	0.4	2.1	6.0	112.9
2022E	25,991.8	1,659.5	996.1	3,815	16.7	58,677	6.2	0.4	1.9	6.7	107.1

KT – B2B 플랫폼 사업 성과가 나타나는 2021년

플랫폼 사업자를 꿈꾸는 KT

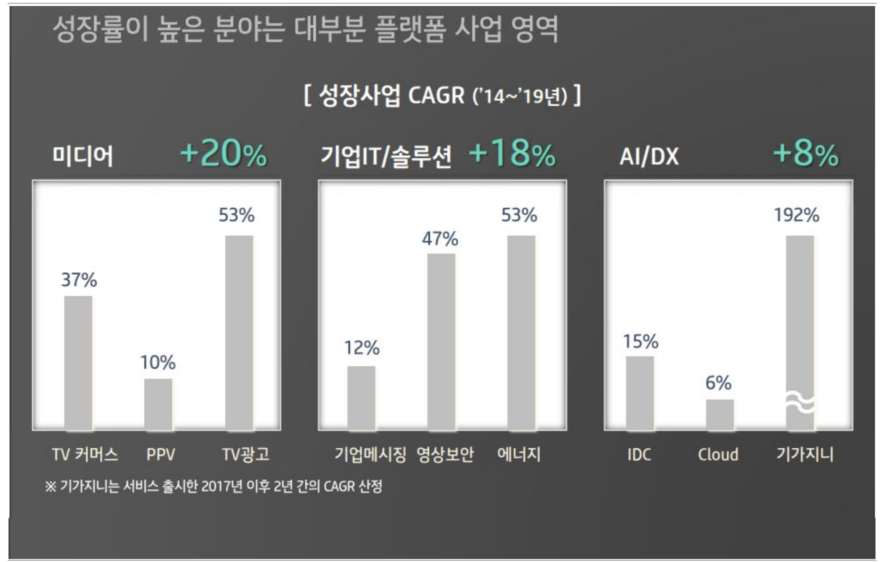
- KT는 2020년 5월 콥데이를 통해 기존 통신 사업자에서 플랫폼 사업자로의 전환을 선언
- KT는 5년 전과 비교해 서비스매출 내 인터넷, 미디어, 기업IT/솔루션, AI/DX 매출 비중 확대
- 사업 영역 내 높은 성장률을 기록한 분야는 대부분 플랫폼 비즈니스
  - ‘14~’19년 연평균 성장률: 미디어 +20%, 기업IT/솔루션 +18%, AI/DX +8%

KT 별도 기준 매출 포트폴리오 비교



자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

높은 성장률을 보이는 플랫폼 사업 영역



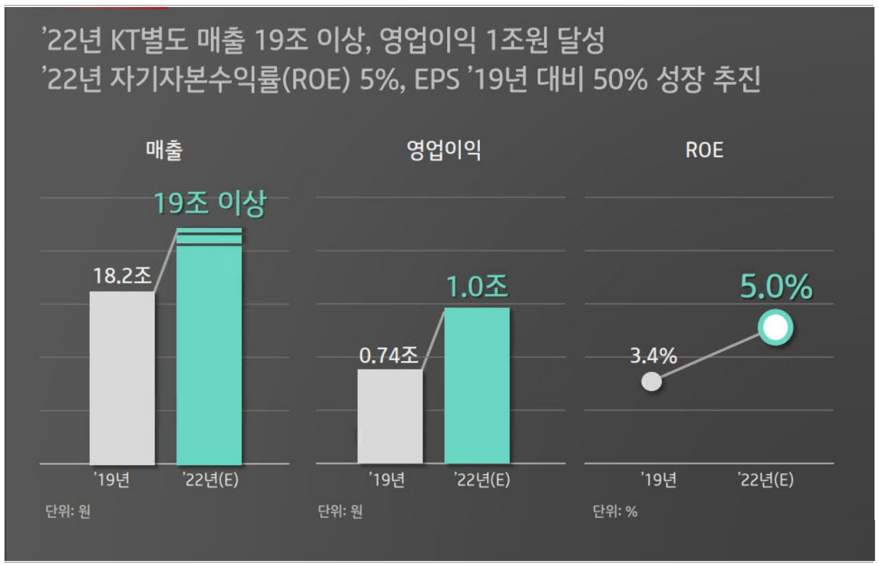
자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

KT – B2B 플랫폼 사업 성과가 나타나는 2021년

KT의 중장기 목표

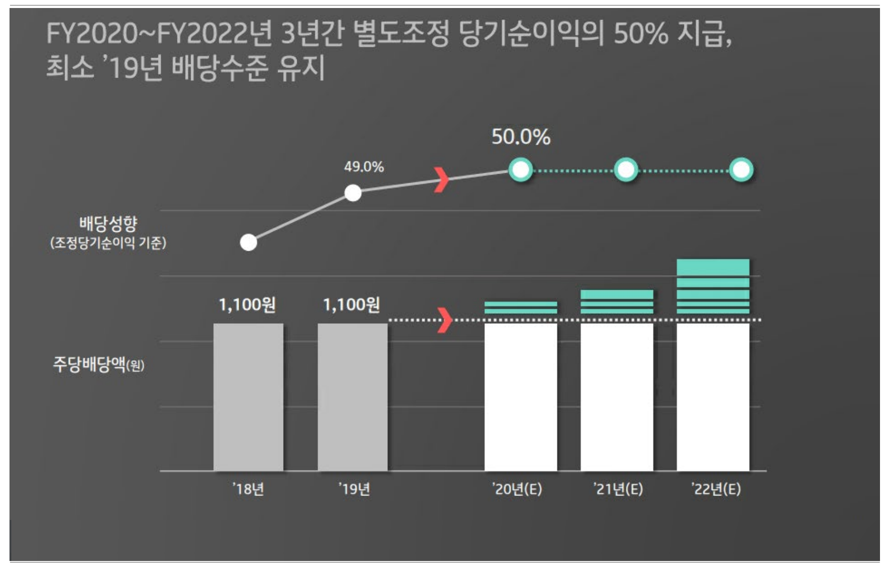
- KT는 2022년까지 별도 매출액 19조원 이상, 영업이익 1조원 달성 목표
- 2022년 자기자본수익률(ROE) 5%, EPS 2019년 대비 50% 성장 목표
- 중장기 배당 정책은 2022년까지 별도 조정 당기순이익의 50% 지급 목표

KT 중장기 재무 가이던스



자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

KT 중장기 배당 정책



자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

KT 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
영업수익	**5,831.7**	**5,876.5**	**6,001.2**	**6,302.9**	**5,994.8**	**6,162.9**	**6,227.3**	**6,593.5**	**24,341.8**	**24,012.3**	**24,978.5**
% YoY	0.0%	-3.6%	-3.4%	1.7%	2.8%	4.9%	3.8%	4.6%	3.8%	-1.4%	4.0%
KT	**4,429.1**	**4,339.6**	**4,520.5**	**4,717.5**	**4,539.7**	**4,636.0**	**4,686.2**	**4,952.0**	**18,204.5**	**18,006.6**	**18,813.8**
무선	1,735.7	1,722.5	1,742.1	1,777.3	1,792.7	1,822.2	1,865.9	1,909.3	6,847.0	6,977.6	7,390.1
인터넷	502.5	496.7	498.7	497.9	498.8	498.2	499.0	499.6	2,002.1	1,995.8	1,995.6
유선전화	372.5	372.2	369.2	362.6	357.8	354.2	349.9	345.6	1,580.5	1,476.5	1,407.5
IPTV	417.6	407.6	459.3	468.3	477.9	493.5	516.3	529.2	1,599.5	1,752.9	2,016.9
기업	674.9	701.1	690.3	756.3	698.5	726.2	712.4	780.7	2,719.0	2,822.6	2,917.7
부동산	45.8	43.1	45.4	44.3	47.4	42.3	44.8	43.9	182.6	178.6	178.4
단말	680.1	596.4	715.5	810.8	666.6	699.4	697.8	843.7	3,273.8	2,802.8	2,907.6
그룹사	**2,274.9**	**2,499.7**	**2,528.6**	**2,694.5**	**2,345.0**	**2,575.8**	**2,632.3**	**2,769.4**	**10,022.0**	**9,997.7**	**10,322.5**
스카이라이프	167.9	177.7	176.6	175.2	174.7	181.4	184.5	179.2	694.6	697.4	719.8
콘텐츠	177.9	182.1	194.0	202.5	210.9	217.1	223.6	228.5	704.2	756.5	880.1
BC카드	799.4	867.1	863.4	924.2	811.1	865.6	861.0	932.8	3,536.5	3,454.1	3,470.5
에스테이트	106.7	104.4	76.2	139.2	112.0	110.7	114.3	150.3	485.2	426.5	487.3
기타	1,023.0	1,168.4	1,218.4	1,253.5	1,036.3	1,201.1	1,248.9	1,278.5	4,601.4	4,663.3	4,764.8
(연결조정)	-872.2	-962.8	-1,047.9	-1,109.1	-889.9	-1,048.8	-1,091.1	-1,127.9	-3,884.7	-3,992.1	-4,157.8
영업비용	**5,448.6**	**5,534.7**	**5,708.8**	**6,098.7**	**5,581.3**	**5,817.3**	**5,850.5**	**6,312.6**	**23,191.0**	**22,790.8**	**23,561.8**
% YoY	0.3%	-4.7%	-3.3%	0.9%	2.4%	5.1%	2.5%	3.5%	4.5%	-1.7%	3.4%
인건비	1,003.9	983.7	1,082.3	1,029.1	1,019.3	1,056.0	1,015.6	1,103.8	3,951.1	4,099.0	4,194.6
사업경비	2,259.5	2,343.3	2,386.9	2,606.3	2,329.7	2,444.3	2,497.2	2,727.1	9,799.6	9,596.0	9,998.3
서비스구입비	759.2	833.0	823.9	869.5	812.5	862.5	869.2	914.8	2,955.3	3,285.6	3,458.9
판매관리비	551.6	587.4	614.3	554.7	576.9	582.5	599.6	534.8	2,277.9	2,308.0	2,293.8
상품구입비	874.4	787.3	801.4	1,039.1	843.0	871.9	869.0	1,032.2	4,207.1	3,502.2	3,616.1
영업이익	**383.1**	**341.8**	**292.4**	**204.2**	**413.5**	**345.6**	**376.8**	**280.8**	**1,150.8**	**1,221.5**	**1,416.7**
% YoY	-4.7%	18.6%	-6.4%	37.7%	7.9%	1.1%	28.9%	37.5%	-8.8%	6.1%	16.0%
영업이익률	6.6%	5.8%	4.9%	3.2%	6.9%	5.6%	6.1%	4.3%	4.7%	5.1%	5.7%
법인세차감전순이익	367.2	307.9	314.3	193.5	395.7	347.7	374.9	298.4	979.5	1,183.0	1,416.7
법인세비용	140.6	100.3	84.2	63.0	121.2	104.3	116.4	91.2	310.2	388.1	433.2
당기순이익	**226.6**	**207.6**	**230.1**	**130.5**	**274.5**	**243.4**	**258.4**	**207.2**	**669.3**	**794.9**	**983.5**
당기순이익률	3.9%	3.5%	3.8%	2.1%	4.6%	4.0%	4.1%	3.1%	2.7%	3.3%	3.9%
주요지표 (천명)											
무선통신 가입자수	21,976	22,133	22,333	22,472	22,607	22,763	22,918	23,062	21,922	22,472	23,062
5G 가입자수	1,779	2,237	2,813	3,391	4,113	5,131	6,186	7,287	1,419	3,391	7,287
5G 침투율	8.1%	10.1%	12.6%	15.1%	18.2%	22.5%	27.0%	31.6%	6.5%	15.1%	31.6%

자료: KT, 메리츠증권 리서치센터

KT (030200)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**23,460.1**	**24,342.1**	**24,012.3**	**24,978.5**	**25,991.8**
매출액증가율(%)	0.3	3.8	-1.4	4.0	4.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	23,460.1	24,342.1	24,012.3	24,978.5	25,991.8
판매비와관리비	22,198.6	23,191.0	22,790.8	23,561.8	24,332.3
영업이익	**1,261.5**	**1,151.1**	**1,221.5**	**1,416.7**	**1,659.5**
영업이익률(%)	5.4	4.7	5.1	5.7	6.4
금융손익	-61.4	2.5	-10.2	48.9	26.5
종속/관계기업관련손익	-5.5	-3.3	-4.6	-4.0	-3.0
기타영업외손익	-103.9	-170.6	-23.8	-44.9	-28.8
세전계속사업이익	1,090.7	979.7	1,183.0	1,416.7	1,654.2
법인세비용	328.4	310.3	388.1	433.2	506.6
당기순이익	**762.3**	**669.4**	**794.9**	**983.5**	**1,147.7**
지배주주지분 순이익	688.5	619.2	686.7	854.6	996.1

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	11,894.3	11,898.3	11,927.8	12,383.1	13,195.4
현금및현금성자산	2,703.4	2,305.9	2,454.0	2,561.8	3,009.7
매출채권	3,054.7	3,150.4	3,107.7	3,232.8	3,363.9
재고자산	684.0	665.5	656.5	682.9	710.6
비유동자산	20,294.6	22,163.0	22,229.1	22,486.4	22,483.0
유형자산	13,068.3	13,785.3	13,964.4	14,357.0	14,729.1
무형자산	3,407.1	2,834.0	2,725.0	2,578.0	2,190.1
투자자산	895.6	1,089.3	1,085.3	1,097.1	1,109.4
자산총계	**32,188.8**	**34,061.3**	**34,156.9**	**34,869.5**	**35,678.3**
유동부채	9,387.7	10,111.5	9,875.4	9,914.5	9,870.9
매입채무	1,236.5	1,304.8	1,287.1	1,338.9	1,393.2
단기차입금	92.6	83.5	63.5	43.5	23.5
유동성장기부채	1,275.9	1,102.2	1,007.1	711.9	316.7
비유동부채	8,069.9	8,762.9	8,594.0	8,578.3	8,577.4
사채	5,128.7	5,972.6	5,837.6	5,722.6	5,617.6
장기차입금	151.2	140.6	140.6	140.6	140.6
부채총계	**17,457.6**	**18,874.3**	**18,469.4**	**18,492.7**	**18,448.2**
자본금	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5	1,564.5
자본잉여금	1,440.3	1,441.5	1,441.5	1,441.5	1,441.5
기타포괄이익누계액	50.2	194.9	194.9	194.9	194.9
이익잉여금	11,328.9	11,637.2	12,029.6	12,590.0	13,291.7
비지배주주지분	1,528.6	1,520.2	1,628.3	1,757.2	1,908.8
자본총계	**14,731.3**	**15,187.0**	**15,687.5**	**16,376.8**	**17,230.1**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	**4,010.5**	**3,745.2**	**4,608.7**	**5,091.1**	**5,108.0**
당기순이익(손실)	762.3	669.4	794.9	983.5	1,147.7
유형자산감가상각비	2,735.4	3,019.8	3,204.9	3,320.4	3,166.9
무형자산상각비	629.5	660.7	670.0	680.0	681.0
운전자본의 증감	-622.0	-1,130.4	-61.1	107.2	112.5
투자활동 현금흐름	**-2,704.1**	**-3,887.5**	**-3,940.6**	**-4,258.9**	**-3,845.7**
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,260.9	-3,263.3	-3,384.0	-3,713.0	-3,539.0
투자자산의 감소(증가)	138.8	-193.7	4.0	-11.8	-12.3
재무활동 현금흐름	**-531.7**	**-249.8**	**-520.0**	**-724.4**	**-814.4**
차입금증감	-57.5	636.3	-250.2	-430.1	-520.1
자본의증가	-0.9	1.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	775.2	-397.5	148.1	107.8	447.9
기초현금	1,928.2	2,703.4	2,305.9	2,454.0	2,561.8
기말현금	2,703.4	2,305.9	2,454.0	2,561.8	3,009.7

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	89,847	93,225	91,962	95,662	99,543
EPS(지배주주)	2,637	2,371	2,630	3,273	3,815
CFPS	18,514	19,871	19,402	20,688	20,858
EBITDAPS	17,718	18,504	19,518	20,746	21,092
BPS	50,563	52,341	53,844	55,990	58,677
DPS	1,100	1,100	1,200	1,200	1,200
배당수익률(%)	3.7	4.1	5.1	5.1	5.1
Valuation(Multiple)					
PER	11.3	11.4	8.9	7.2	6.2
PCR	1.6	1.4	1.2	1.1	1.1
PSR	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
EBITDA	4,626.5	4,831.6	5,096.4	5,417.0	5,507.4
EV/EBITDA	2.7	2.7	2.3	2.1	1.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	4.6	5.0	6.0	6.7
EBITDA이익률	19.7	19.8	21.2	21.7	21.2
부채비율	118.5	124.3	117.7	112.9	107.1
금융비용부담률	1.3	1.1	1.1	1.1	0.9
이자보상배율(x)	4.2	4.3	4.4	5.4	6.8
매출채권회전율(x)	7.8	7.8	7.7	7.9	7.9
재고자산회전율(x)	41.1	36.1	36.3	37.3	37.3

LG유플러스(032640) 2021년에도 본업인 B2C에 집중

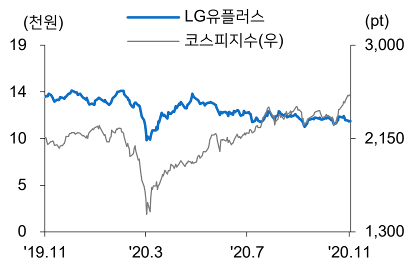
Analyst **정지수** 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	18,000원
현재주가 (11.19)	11,450원
상승여력	57.9%
KOSPI	2,547.42pt
시가총액	49,774억원
발행주식수	43,661만주
유동주식비율	62.34%
외국인비중	31.12%
52주 최고/최저가	14,550원/9,430원
평균거래대금	225.6억원
주요주주(%)	
LG 외 1 인	37.66
국민연금공단	12.86

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.1	-16.2	-18.6
상대주가	-9.9	-34.8	-31.2

주가그래프



시장 예상을 뛰어넘는 2020년 실적

- COVID-19 확산에 따른 타격에도 3Q20 누적 영업이익 7,107억원으로 전년 대비 +41.0% 개선
- 안정적이며 높은 이익 성장에도 불구하고 YTD 주가 수익률은 KOSPI 대비 부진한 -17.7% 기록
- 5G 아이폰 단말 출시에도 4Q20 영업이익 1,839억원(+1.0% YoY)으로 안정적인 실적 전망

2021년 연결 영업이익 9,829억원(+11.3% YoY) 전망

- 2021년 연결 매출액 13.6조원(+2.5% YoY), 영업이익 9,829억원(+11.3% YoY) 전망
- COVID-19 재확산에 따른 비대면 판매 채널 확대와 알뜰폰(MVNO) 가입자 증가는 손익에 긍정적
- 2021년 5G 가입자 554만명(보급률 31.6%), 무선 ARPU 30,708원(+0.2% YoY) 전망

MNO 시장 점유율 확대가 성장의 근거

- 2G 주파수 재할당을 포기하고 2021년 6월 정부 승인 받아 2G 셧다운 계획이며, 이를 통한 Mix 개선 기대
- 미중 무역분쟁과 화웨이 장비 사용 이슈로 위축된 투자심리도 미국 대선 결과로 이전 대비 완화 전망
- 투자의견 Buy, 적정주가 18,000원 유지

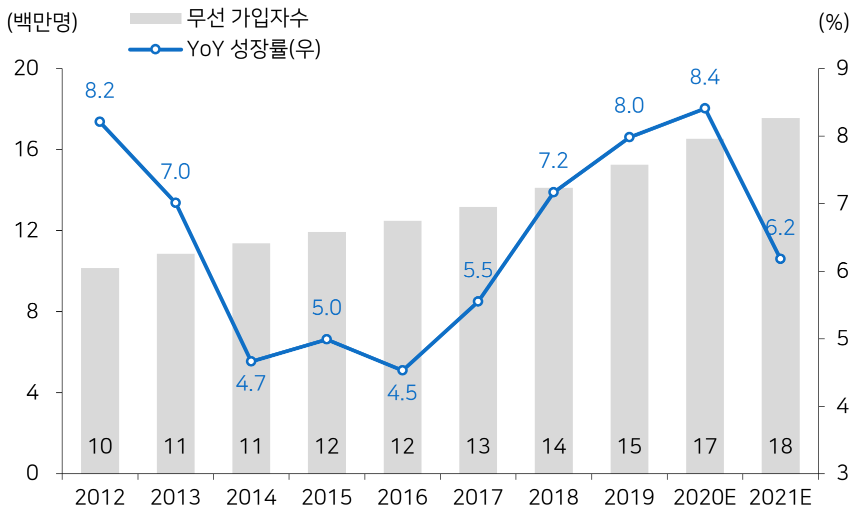
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	11,725.7	740.7	481.6	1,103	-12.0	15,696	16.0	1.1	4.2	8.0	103.4
2019	12,382.0	686.2	438.9	1,005	-8.9	16,218	14.1	0.9	4.2	6.3	144.1
2020E	13,272.2	882.9	580.8	1,330	32.3	17,148	8.6	0.7	2.8	8.0	136.4
2021E	13,603.0	982.9	659.1	1,510	13.5	18,207	7.6	0.6	2.5	8.5	123.0
2022E	14,351.3	1,124.2	778.5	1,783	18.1	19,540	6.4	0.6	2.2	9.4	111.6

LG유플러스 – 2021년에도 본업인 B2C에 집중

높은 5G 시장 점유율 지속

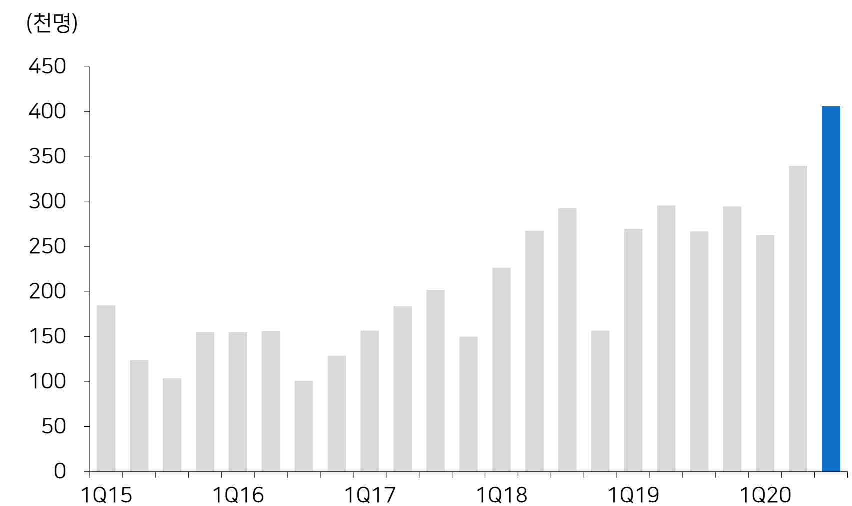
- 2021년 연결 매출액 13.6조원(+2.5% YoY), 영업이익 9,829억원(+11.3% YoY) 전망
- COVID-19 재확산에 따른 비대면 판매 채널 확대와 알뜰폰(MVNO) 가입자 증가는 손익에 긍정적
- 2021년 5G 가입자 554만명(보급률 31.6%), 무선 ARPU 30,708원(+0.2% YoY) 전망
- 2G 주파수 재할당을 포기하고 2021년 6월 정부 승인 받아 2G 셧다운 계획이며, 이를 통한 Mix 개선 기대

LG유플러스 무선 가입자수 및 성장률 추이



자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

LG유플러스 무선 가입자 순증 추이



자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

LG유플러스 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
영업수익	3,286.6	3,272.7	3,341.0	3,371.9	3,335.0	3,355.2	3,334.5	3,578.2	12,381.9	13,272.2	13,603.0
% YoY	11.9%	5.1%	5.9%	6.2%	1.5%	2.5%	-0.2%	6.1%	2.1%	7.2%	2.5%
서비스수익	2,571.5	2,619.0	2,650.0	2,571.9	2,593.6	2,656.6	2,699.3	2,745.5	9,205.6	10,412.4	10,695.0
무선수익	1,461.6	1,466.3	1,502.2	1,538.1	1,562.2	1,595.5	1,630.8	1,665.5	5,516.8	5,968.3	6,454.0
스마트홈 수익	656.8	661.4	681.5	688.2	699.1	710.6	722.7	728.2	1,843.3	2,688.0	2,860.7
기업수익	320.3	353.8	342.4	345.5	332.4	350.5	345.7	351.7	1,293.0	1,362.0	1,380.4
단말수익	715.1	653.7	691.0	800.0	741.4	698.6	635.2	832.7	3,176.3	2,859.8	2,907.9
영업비용	3,066.9	3,032.9	3,089.8	3,199.6	3,123.0	3,115.5	3,061.4	3,320.2	11,695.7	12,389.2	12,620.0
% YoY	11.9%	2.3%	3.0%	6.9%	1.8%	2.7%	-0.9%	3.8%	2.6%	5.9%	1.9%
인건비	336.1	369.0	358.5	345.3	353.7	366.0	369.8	377.3	1,152.6	1,408.8	1,466.9
감가상각비	507.1	503.4	498.3	514.2	537.3	522.3	520.7	531.8	1,747.0	2,023.0	2,112.1
무형자산상각비	85.4	85.6	86.4	88.5	84.6	85.0	86.9	88.3	310.5	345.9	344.8
외주용역비	56.6	65.0	61.7	61.5	61.5	63.9	64.4	65.9	237.7	244.8	255.6
접속료	121.4	123.9	123.7	132.2	120.2	122.7	122.5	130.9	528.9	501.2	496.3
지급수수료	388.4	366.0	399.6	367.8	361.1	364.6	382.2	376.7	1,247.2	1,521.8	1,484.7
판매수수료	49.6	57.0	64.8	59.1	58.5	62.1	64.2	64.9	291.1	230.3	249.7
광고선전비	759.6	683.7	709.1	860.5	773.7	755.9	668.2	885.4	3,437.7	3,012.9	3,083.2
상품구입비	219.8	239.8	251.2	172.2	212.1	239.7	273.1	258.0	686.2	882.9	982.9
영업이익	11.5%	59.2%	60.6%	-5.4%	-3.5%	0.0%	8.7%	49.8%	-6.1%	28.7%	11.3%
% YoY	6.7%	7.3%	7.5%	5.1%	6.4%	7.1%	8.2%	7.2%	5.5%	6.7%	7.2%
영업이익률 (%)	193.5	205.7	226.1	134.6	181.0	208.2	244.2	228.0	573.9	759.2	860.2
법인세차감전순이익	44.4	50.4	53.1	30.5	42.4	49.0	56.8	52.9	133.0	178.5	201.1
법인세비용	148.8	150.6	172.9	104.1	138.7	159.3	187.3	175.1	438.8	576.4	659.0
당기순이익	4.5%	4.6%	5.2%	3.1%	4.2%	4.7%	5.6%	4.9%	3.5%	4.3%	4.8%
당기순이익률 (%)											
주요지표 (천명)	15,519	15,859	16,265	16,539	16,812	17,060	17,299	17,561	15,256	16,539	17,561
무선통신 가입자수	1,455	1,785	2,173	2,651	3,234	3,913	4,696	5,542	1,165	2,651	5,542
5G 가입자수	9.4%	11.3%	13.4%	16.0%	19.2%	22.9%	27.1%	31.6%	7.6%	16.0%	31.6%
5G 침투율 (%)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E

자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

LG유플러스 (032640)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**11,725.7**	**12,382.0**	**13,272.2**	**13,603.0**	**14,351.3**
매출액증가율(%)	-4.5	5.6	7.2	2.5	5.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	11,725.7	12,382.0	13,272.2	13,603.0	14,351.3
판매비와관리비	10,984.9	11,695.7	12,389.2	12,620.0	13,227.0
영업이익	**740.7**	**686.2**	**882.9**	**982.9**	**1,124.2**
영업이익률(%)	6.3	5.5	6.7	7.2	7.8
금융손익	-92.5	-90.7	-92.5	-88.4	-72.4
종속/관계기업관련손익	0.2	1.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	9.7	-22.8	-31.2	-34.4	-36.1
세전계속사업이익	658.1	573.9	759.2	860.2	1,015.7
법인세비용	166.7	133.0	178.5	201.2	237.2
당기순이익	**481.6**	**438.8**	**580.7**	**659.0**	**778.5**
지배주주지분 순이익	481.6	438.9	580.8	659.1	778.5

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	4,247.2	4,805.5	5,507.6	5,739.2	6,174.0
현금및현금성자산	378.6	474.4	727.1	687.2	743.6
매출채권	1,712.0	1,765.6	2,030.5	2,233.5	2,456.9
재고자산	455.1	436.7	468.1	479.8	506.2
비유동자산	9,692.7	13,135.6	12,825.5	12,585.7	12,447.6
유형자산	6,465.8	8,861.1	9,212.2	9,085.2	9,049.6
무형자산	1,705.7	2,218.9	2,196.0	2,081.1	1,974.2
투자자산	89.1	114.3	119.6	121.6	126.0
자산총계	**13,940.0**	**17,941.1**	**18,333.1**	**18,325.0**	**18,621.6**
유동부채	3,833.0	4,648.9	4,646.6	4,690.4	4,762.0
매입채무	333.6	421.5	404.7	414.8	437.6
단기차입금	10.0	5.0	5.4	5.8	6.2
유동성장기부채	884.8	824.6	735.0	681.0	532.0
비유동부채	3,253.6	5,942.6	5,930.8	5,416.3	5,059.4
사채	1,726.3	2,904.5	2,864.5	2,704.5	2,598.9
장기차입금	350.0	1,452.1	1,398.6	1,013.8	693.8
부채총계	**7,086.6**	**10,591.4**	**10,577.4**	**10,106.7**	**9,821.4**
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	-4.8	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6
이익잉여금	3,447.2	3,673.6	4,079.7	4,542.3	5,124.3
비지배주주지분	0.1	268.8	268.7	268.7	268.6
자본총계	**6,853.4**	**7,349.6**	**7,755.7**	**8,218.3**	**8,800.2**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	**2,069.4**	**2,252.6**	**3,012.1**	**3,294.1**	**3,579.2**
당기순이익(손실)	481.6	438.8	580.7	659.0	778.5
유형자산감가상각비	1,428.6	1,757.0	2,368.9	2,457.0	2,535.6
무형자산상각비	243.3	310.6	345.9	344.8	357.0
운전자본의 증감	-1,901.3	-2,112.1	-283.4	-166.7	-91.8
투자활동 현금흐름	**-1,593.6**	**-3,214.3**	**-3,055.4**	**-2,564.6**	**-2,760.4**
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,221.0	-2,326.5	-2,720.0	-2,330.0	-2,500.0
투자자산의 감소(증가)	-10.0	-24.0	-5.3	-2.0	-4.5
재무활동 현금흐름	**-546.9**	**1,220.1**	**-347.5**	**-769.4**	**-762.4**
차입금증감	-370.5	2,801.5	-172.9	-594.8	-565.9
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-71.3	95.7	252.8	-39.9	56.4
기초현금	449.9	378.6	474.4	727.1	687.2
기말현금	378.6	474.4	727.1	687.2	743.6

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	26,856	28,359	30,398	31,156	32,870
EPS(지배주주)	1,103	1,005	1,330	1,510	1,783
CFPS	9,632	10,463	8,157	8,544	9,072
EBITDAPS	5,526	6,307	8,240	8,668	9,200
BPS	15,696	16,218	17,148	18,207	19,540
DPS	400	400	400	450	450
배당수익률(%)	2.3	2.8	3.5	3.9	3.9
Valuation(Multiple)					
PER	16.0	14.1	8.6	7.6	6.4
PCR	1.8	1.4	1.4	1.3	1.3
PSR	0.7	0.5	0.4	0.4	0.3
PBR	1.1	0.9	0.7	0.6	0.6
EBITDA	2,412.6	2,753.8	3,597.7	3,784.7	4,016.8
EV/EBITDA	4.2	4.2	2.8	2.5	2.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.0	6.3	8.0	8.5	9.4
EBITDA이익률	20.6	22.2	27.1	27.8	28.0
부채비율	103.4	144.1	136.4	123.0	111.6
금융비용부담률	0.9	0.9	1.1	1.0	0.8
이자보상배율(x)	7.3	6.2	6.1	7.3	9.4
매출채권회전율(x)	6.4	7.1	7.0	6.4	6.1
재고자산회전율(x)	29.7	27.8	29.3	26.7	29.1

2021 전망 시리즈 19 통신/미디어

기업분석

5G 네트워크 장비

Top Pick	투자판단	적정주가
서진시스템 (178320)	NR	-

관심 종목	투자판단	적정주가
윈스 (136540)	Buy	20,500원
기가레인 (049080)	NR	-

서진시스템(178320) 숫자가 보이기 시작하면 때는 늦었다

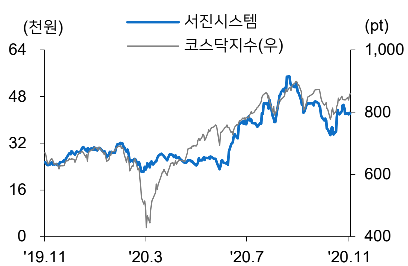
Analyst **정지수** 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가(12개월)	-
현재주가(11. 19)	**42,150원**
상승여력	-
KOSDAQ	859.94pt
시가총액	7,629억원
발행주식수	1,810만주
유동주식비율	65.76%
외국인비중	5.97%
52주 최고/최저가	54,900원/22,150원
평균거래대금	272.8억원
주요주주(%)	
전동규 외 17인	33.01
토러스투자자문 외 1인	5.15

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.9	70.0	66.9
상대주가	1.3	37.6	28.6

주가그래프



국내외 5G 투자 지연으로 부진한 2020년 실적

- COVID-19 확산에 따른 국내외 주요 통신사들의 5G 투자 지연으로 예상을 하회하는 2020년 실적 전망
- 대내외 불확실성에도 신사업 확장을 위한 베트남 공장 선제적 투자로 3Q20 영업적자 기록
- 2020년 연결 매출액과 영업이익은 각각 3,596억원(-8.3% YoY), 109억원(-80.0% YoY) 전망

2021년 연결 영업이익 889억원(+715.0% YoY) 전망

- 2021년 연결 실적은 매출액 7,020억원(+95.2% YoY), 영업이익 889억원(+715.0% YoY) 전망
- 2020년 12월 주 고객사의 미국 통신사향 5G 장비 매출 본격화로 4Q20와 2021년 실적 개선 전망
- 통신장비 매출액은 2020년 1,126억원(-44.3% YoY)에서 2021년 3,324억원(+195.2% YoY)으로 확대 전망

비통신 사업부의 성장 기대감 고조

- 본업 부진에도 3Q20 누적 기준 반도체(+121.5% YoY), ESS(+34.7% YoY), 기타(+18.8% YoY) 매출액 호조
- 특히, 기타 사업부는 전기차 배터리 케이스 외에도 신규 위탁 아이템의 증가로 2021년 고성장 전망
- 희석 물량을 감안한 2021년 조정 PER은 15.6배로 5G 무선장비 Peer 대비 저평가

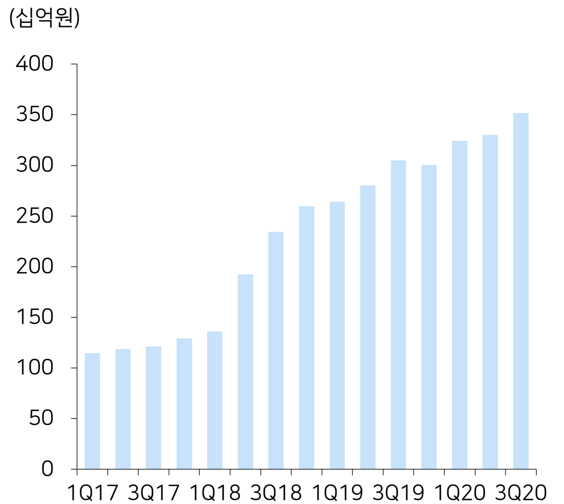
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	77.7	22.5	18.3	2,772	1,779.0	4,878	0.0	0.0	2.9	94.4	333.0
2016	165.9	24.4	19.6	2,426	-12.5	7,418	0.0	0.0	2.0	36.9	213.5
2017	238.0	17.9	5.4	424	-79.5	8,657	37.7	1.8	9.3	5.6	113.7
2018	324.6	36.9	30.1	1,941	319.4	11,982	8.9	1.4	4.5	17.9	97.5
2019	392.4	54.4	48.7	2,688	29.8	14,558	10.7	2.0	8.1	20.3	111.0

서진시스템 – 지연된 5G 투자는 2021년 재개

2021년 실적 방향성은 명확

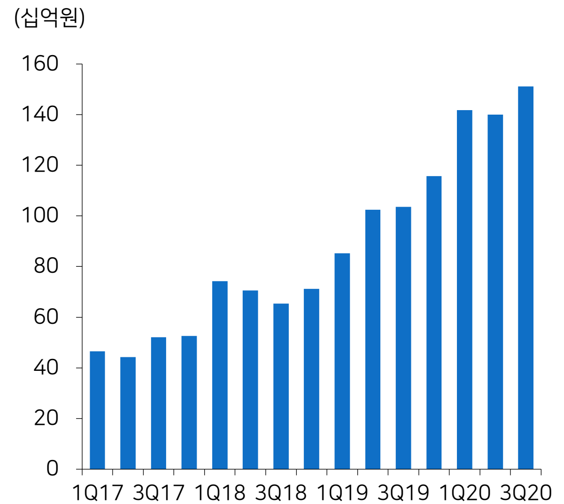
- COVID-19 확산에 따른 국내외 주요 통신사들의 5G 투자 지연으로 예상을 하회하는 2020년 실적 전망
- 2020년 12월 주 고객사의 미국 통신사향 5G 장비 매출 본격화로 4Q20와 2021년 실적 개선 전망
- 2021년 연결 실적은 매출액 7,020억원(+95.2% YoY), 영업이익 889억원(+715.0% YoY) 전망
- 본업 부진에도 3Q20 누적 기준 반도체(+121.5% YoY), ESS(+34.7% YoY), 기타(+18.8% YoY) 매출액 호조
- 특히, 기타 사업부는 전기차 배터리 케이스 외에도 신규 위탁 아이템의 증가로 2021년 고성장 전망

서진시스템 유형자산 추이



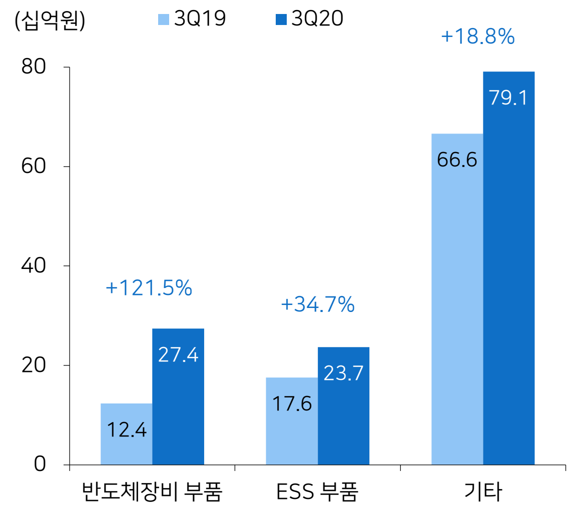
자료: 메리츠증권 리서치센터

서진시스템 재고자산 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

3Q20 누적 비통신 사업부 성장률



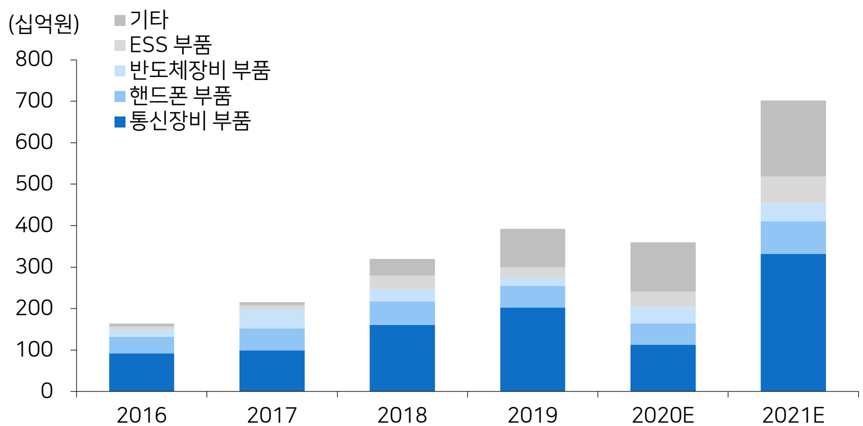
자료: 메리츠증권 리서치센터

서진시스템 – 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	76.2	76.4	86.1	121.0	150.4	163.2	182.0	206.4	324.6	392.3	359.6	702.0
통신장비 부품	19.3	26.4	26.7	149.8	-203.0	26.4	26.7	149.8	161.1	202.2	112.6	332.4
핸드폰 부품	11.7	10.8	13.5	17.1	-41.4	10.8	13.5	17.1	56.0	53.1	52.2	78.3
반도체장비 부품	9.2	8.2	10.0	-13.4	-4.8	8.2	10.0	-13.4	29.6	18.5	39.6	43.3
ESS 부품	8.1	9.1	6.5	-3.7	-11.9	9.1	6.5	-3.7	32.6	25.9	37.0	64.6
기타	27.9	21.9	29.4	3.9	-55.1	21.9	29.4	3.9	45.3	92.7	118.3	183.5
영업이익	5.6	-0.1	-5.3	10.8	15.8	20.6	24.0	28.5	36.9	54.4	10.9	88.9
세전이익	6.1	-7.8	-7.3	9.9	14.5	18.9	22.1	26.2	36.6	54.8	0.9	81.8
당기순이익	6.1	-10.0	-12.9	9.7	14.2	18.5	21.7	25.7	32.3	49.0	-7.1	80.1
영업이익률(%)	7.3	-0.2	-6.1	8.9	10.5	12.6	13.2	13.8	11.4	13.9	3.0	12.7
당기순이익률(%)	8.0	-13.1	-15.0	8.0	9.5	11.4	11.9	12.4	10.0	12.5	-2.0	11.4

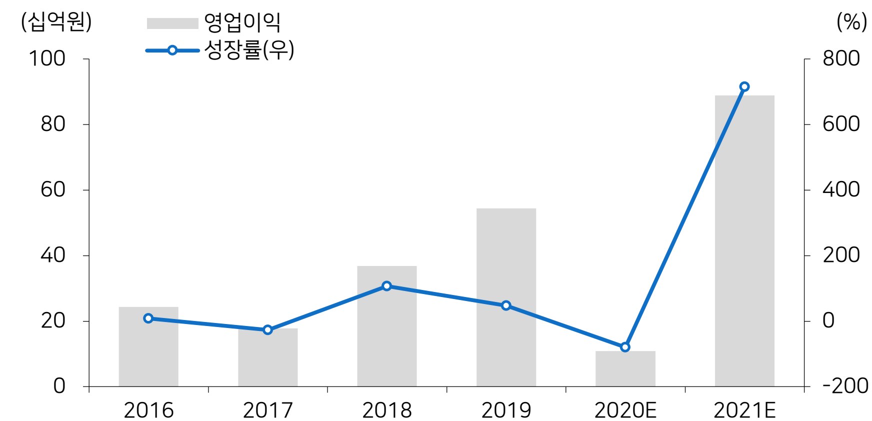
자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

서진시스템 매출액 추이 및 전망



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

서진시스템 영업이익 추이 및 전망



자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

서진시스템 (178320)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**77.7**	**165.9**	**238.0**	**324.6**	**392.4**
매출액증가율(%)	58.2	113.4	43.5	36.4	20.9
매출원가	45.1	123.3	194.4	261.3	300.3
매출총이익	32.7	42.6	43.6	63.2	92.1
판매비와관리비	10.2	18.2	25.7	26.4	37.7
영업이익	**22.5**	**24.4**	**17.9**	**36.9**	**54.4**
영업이익률(%)	28.9	14.7	7.5	11.4	13.9
금융손익	-4.8	-3.8	-10.2	-2.0	0.8
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	-0.0	-0.3	1.8	-2.4
세전계속사업이익	17.9	20.6	7.4	36.6	52.8
법인세비용	-0.4	1.0	1.1	4.3	3.8
당기순이익	**18.3**	**19.6**	**6.3**	**32.3**	**49.0**
지배주주지분 순이익	18.3	19.6	5.4	30.1	48.7

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	48.0	98.2	110.3	154.4	215.6
현금및현금성자산	3.6	13.3	19.7	25.0	26.2
매출채권	17.6	34.5	27.1	35.9	38.7
재고자산	21.3	45.1	52.5	71.2	115.7
비유동자산	98.1	129.2	148.9	283.4	347.5
유형자산	91.7	119.8	129.2	259.9	300.4
무형자산	4.5	6.2	16.5	16.0	0.9
투자자산	0.2	0.1	0.1	0.1	0.4
자산총계	**146.1**	**227.3**	**259.2**	**437.8**	**563.0**
유동부채	79.2	130.0	125.0	189.8	213.8
매입채무	14.0	59.3	34.7	91.7	60.5
단기차입금	46.2	52.9	68.5	73.6	128.1
유동성장기부채	8.1	8.0	12.3	11.0	9.9
비유동부채	33.1	24.8	12.9	26.3	82.4
사채	19.7	5.6	0.0	1.2	0.0
장기차입금	9.2	15.3	10.8	17.9	75.4
부채총계	**112.4**	**154.8**	**137.9**	**216.1**	**296.2**
자본금	1.5	2.2	3.1	9.1	9.1
자본잉여금	10.4	28.8	66.0	128.2	128.2
기타포괄이익누계액	1.7	1.7	-3.4	0.3	1.7
이익잉여금	20.2	39.7	43.9	72.8	118.8
비지배주주지분	0.0	0.0	2.6	4.8	3.4
자본총계	**33.7**	**72.5**	**121.3**	**221.7**	**266.9**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름	**13.2**	**38.4**	**-8.0**	**70.5**	**-18.5**
당기순이익(손실)	18.3	19.6	6.3	32.3	49.0
유형자산감가상각비	6.3	10.0	12.9	16.2	34.0
무형자산상각비	0.1	0.2	0.8	0.5	0.2
운전자본의 증감	-13.4	4.9	-33.9	13.8	-98.5
투자활동 현금흐름	**-56.7**	**-40.7**	**-35.6**	**-144.4**	**-61.3**
유형자산의 증가(CAPEX)	-46.3	-38.8	-36.2	-147.3	-62.4
투자자산의 감소(증가)	-0.1	0.2	0.0	0.0	-0.3
재무활동 현금흐름	**41.6**	**11.9**	**50.0**	**79.1**	**81.0**
차입금증감	42.9	-2.0	7.3	14.2	110.9
자본의증가	10.4	19.0	38.2	68.2	0.0
현금의증가(감소)	-1.9	9.8	6.4	5.3	1.3
기초현금	5.5	3.6	13.3	19.7	25.0
기말현금	3.6	13.3	19.7	25.0	26.2

Key Financial Data

	2015	2016	2017	2018	2019
주당데이터(원)					
SPS	11,809	20,630	18,740	20,920	21,677
EPS(지배주주)	2,772	2,426	424	1,941	2,688
CFPS	4,492	4,500	2,643	3,812	5,187
EBITDAPS	4,379	4,308	2,484	3,454	4,892
BPS	4,878	7,418	8,657	11,982	14,558
DPS	0	169	46	200	300
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.3	1.2	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	0.0	37.7	8.9	10.7
PCR	0.0	0.0	6.0	4.6	5.6
PSR	0.0	0.0	0.9	0.8	1.3
PBR	0.0	0.0	1.8	1.4	2.0
EBITDA	28.8	34.6	31.5	53.6	88.6
EV/EBITDA	2.9	2.0	9.3	4.5	8.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	94.4	36.9	5.6	17.9	20.3
EBITDA이익률	37.1	20.9	13.3	16.5	22.6
부채비율	333.0	213.5	113.7	97.5	111.0
금융비용부담률	4.4	3.0	1.6	1.2	2.2
이자보상배율(x)	6.6	4.9	4.7	9.7	6.2
매출채권회전율(x)	5.7	6.4	7.7	10.3	10.5
재고자산회전율(x)	5.8	5.0	4.9	5.2	4.2

윈스(136540) 5G+디지털 뉴딜 수혜 전망

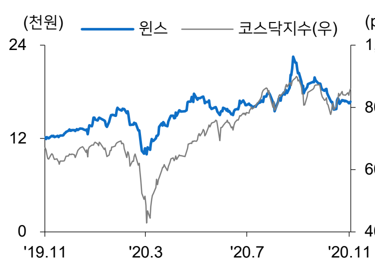
Analyst **정지수** 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	20,500원
현재주가(11. 19)	16,750원
상승여력	22.4%
KOSDAQ	859.94pt
시가총액	2,043억원
발행주식수	1,220만주
유동주식비율	53.44%
외국인비중	9.41%
52주 최고/최저가	22,550원/9,980원
평균거래대금	42.3억원
주요주주(%)	
금양통신 외 5 인	33.54

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.7	-1.5	40.2
상대주가	-11.8	-20.2	8.0

주가그래프



2021년 별도 영업이익 203억원(+34.0% YoY) 전망

- 2020년 실적은 COVID-19 확산에 따른 일부 투자 지연으로 2019년과 유사한 수준 예상
- 일본 통신사향 IPS 교체 주기 종료로 해외 물량 감소가 예상되나, 고객 다변화로 매출 성장은 지속
- 2019년 시작한 방화벽 사업은 2020년 매출 목표 달성이 예상되며, 2021년 100억원 대 매출액 전망
- 최근 국내 대기업 보안 IPS 사업 수주로 2021년부터 고객사 국내외향 IPS 매출 발생 본격화
- 2021년 별도 매출액과 영업이익은 각각 953억원(+21.2% YoY), 203억원(+34.0% YoY) 전망

정부의 디지털 뉴딜 정책과 윈스 사업목적 변경

- 지난 9월 임시주총을 통해 AI와 빅데이터 기반 클라우드 보안 사업목적 추가
- 국내 공공 클라우드 1위 통신사와의 협업을 통해 정부의 디지털 뉴딜 관련 사업 수주 예상

투자의견 Buy 유지, 적정주가 18,000원에서 20,500원으로 상향

- 윈스 주당배당금(DPS)는 2014년 이후 꾸준히 증가했으며, 2021년에도 380원으로 상향 전망
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 실적 추정치 변경에 따라 기존 18,000원에서 20,500원으로 +13.9% 상향

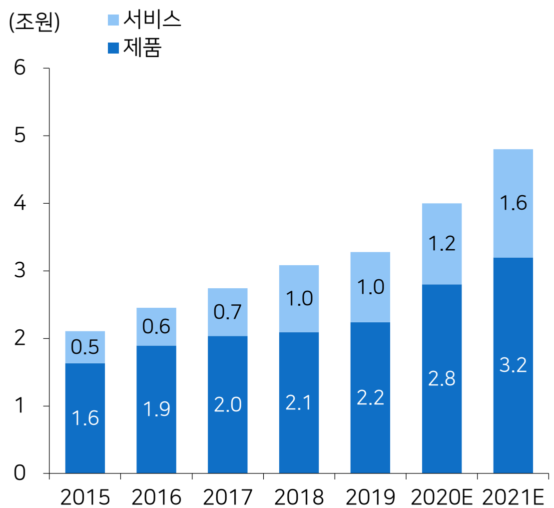
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	66.6	10.6	10.8	924	22.0	8,400	12.0	1.3	9.4	11.2	46.1
2019	75.3	13.5	13.3	1,099	18.9	9,145	12.1	1.5	8.6	12.5	42.6
2020E	78.7	15.2	15.8	1,297	18.0	10,046	12.9	1.7	8.0	13.5	25.1
2021E	95.3	20.3	18.6	1,528	17.9	11,227	11.0	1.5	5.9	14.4	20.1
2022E	98.2	21.2	19.2	1,574	3.0	12,454	10.6	1.3	5.2	13.3	13.2

윈스 – 5G + 디지털 뉴딜 수혜 전망

5G 시대, 보안의 중요성

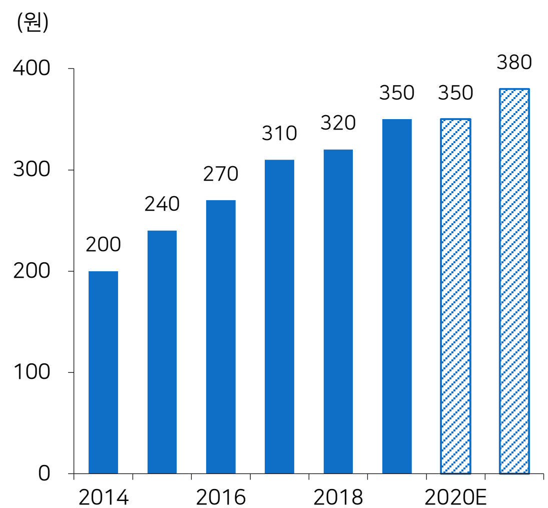
- ㅇ2021년 별도 매출액과 영업이익은 각각 953억원(+21.2% YoY), 203억원(+34.0% YoY) 전망
- 국내 공공 클라우드 1위 통신사와의 협업을 통해 정부의 디지털 뉴딜 관련 사업 수주 예상
- 윈스 주당배당금(DPS)는 2014년 이후 꾸준히 증가했으며, 2021년에도 380원으로 상향 전망
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 실적 추정치 변경에 따라 기존 18,000원에서 20,500원으로 +13.9% 상향

국내 정보보안 시장 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

윈스 주당배당금(DPS) 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

윈스 Valuation

구분	내용	비고
2021년 지배주주순이익	18.6	
2021년 EPS (원)	1,528	
Target PER(배)	13.4	과거 5년 평균
적정주가(원)	**20,423**	

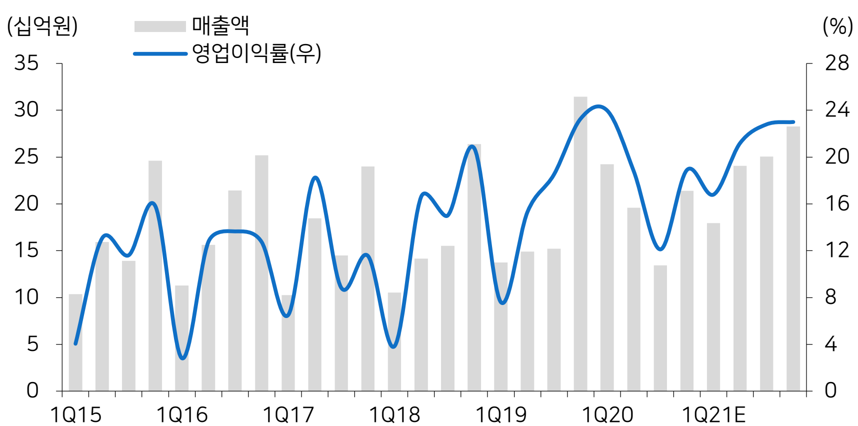
자료: 메리츠증권 리서치센터

윈스 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	2Q21E	4Q21E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	24.2	19.6	13.5	21.4	17.9	24.1	25.1	28.3	66.6	75.3	78.7	95.3
제품(IPS,DDX 등)	17.6	10.4	5.4	14.5	10.6	13.5	15.3	18.3	41.6	42.7	47.9	57.6
서비스(기술지원, 보안관제)	6.2	7.1	6.9	6.0	7.0	8.1	8.6	9.0	20.7	24.9	26.3	32.7
SI(정보보안 솔루션)	0.0	1.7	0.7	0.5	0.0	2.1	0.8	0.6	3.3	1.4	2.9	3.5
기타(건물임대 등)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.0	1.4	1.6	1.6
영업이익	5.8	3.7	1.6	4.0	3.0	5.1	5.7	6.5	10.6	13.5	15.2	20.3
세전이익	6.5	3.6	3.9	4.1	3.1	5.3	5.9	6.7	12.0	15.8	18.1	20.9
당기순이익	5.7	3.2	3.2	3.7	2.8	4.7	5.2	6.0	10.8	13.3	15.8	18.6
영업이익률(%)	24.0	18.8	12.1	18.9	16.8	21.2	22.8	23.0	15.9	17.9	19.3	21.3
당기순이익률(%)	23.4	16.2	23.9	17.4	15.4	19.4	20.9	21.1	16.2	17.7	20.0	19.5

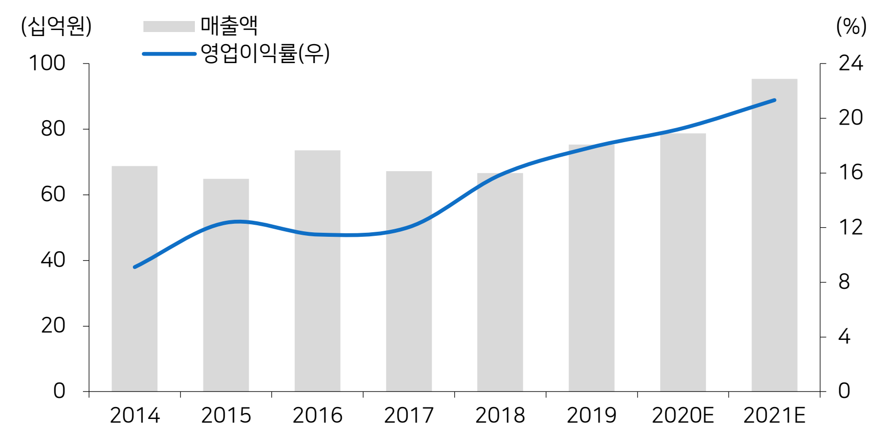
자료: 서진시스템, 메리츠증권 리서치센터

윈스 분기 실적 추이 및 전망



자료: 윈스, 메리츠증권 리서치센터

윈스 연간 실적 추이 및 전망



자료: 윈스, 메리츠증권 리서치센터

윈스 (136540)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**66.6**	**75.3**	**78.7**	**95.3**	**98.2**
매출액증가율(%)	-0.9	13.1	4.4	21.2	3.0
매출원가	33.9	39.8	41.5	50.3	51.8
매출총이익	32.7	35.6	37.2	45.0	46.4
판매비와관리비	22.2	22.1	22.0	24.7	25.2
영업이익	**10.6**	**13.5**	**15.2**	**20.3**	**21.2**
영업이익률(%)	15.9	17.9	19.3	21.3	21.5
금융손익	1.7	2.8	0.1	0.5	1.0
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.3	-0.5	2.8	0.1	0.0
세전계속사업이익	12.0	15.8	18.1	20.9	22.1
법인세비용	1.2	2.5	2.3	2.3	2.9
당기순이익	**10.8**	**13.3**	**15.8**	**18.6**	**19.2**
지배주주지분 순이익	10.8	13.3	15.8	18.6	19.2

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	70.1	73.7	70.2	80.1	87.6
현금및현금성자산	7.4	22.7	18.6	28.0	35.1
매출채권	18.2	16.3	16.5	16.7	16.8
재고자산	9.0	5.7	5.8	5.9	6.0
비유동자산	78.3	84.6	83.1	84.4	84.3
유형자산	24.5	26.8	24.7	23.9	23.4
무형자산	3.6	2.9	3.1	3.3	3.4
투자자산	23.3	29.4	29.8	31.7	32.1
자산총계	**148.3**	**158.3**	**153.3**	**164.5**	**171.9**
유동부채	13.3	46.5	34.0	34.5	31.0
매입채무	3.3	1.3	1.4	1.7	1.8
단기차입금	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
유동성장기부채	0.0	15.0	4.0	4.0	4.0
비유동부채	33.4	0.8	-3.2	-7.0	-11.0
사채	17.3	0.0	-4.0	-8.0	-12.0
장기차입금	15.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**46.8**	**47.2**	**30.8**	**27.5**	**20.0**
자본금	6.0	6.1	6.1	6.1	6.1
자본잉여금	46.1	46.9	46.9	46.9	46.9
기타포괄이익누계액	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	59.7	69.5	81.0	95.4	110.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**101.5**	**111.0**	**122.5**	**137.0**	**151.9**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	**2.1**	**16.7**	**22.4**	**27.7**	**25.9**
당기순이익(손실)	10.8	13.3	15.8	18.6	19.2
유형자산감가상각비	2.7	2.7	6.0	5.8	5.6
무형자산상각비	0.2	0.8	0.8	0.9	0.9
운전자본의 증감	-11.2	0.1	-0.2	2.5	0.2
투자활동 현금흐름	**-14.8**	**2.8**	**-5.7**	**-8.1**	**-6.5**
유형자산의 증가(CAPEX)	-11.2	-0.7	-4.0	-5.0	-5.0
투자자산의 감소(증가)	-4.7	-6.1	-0.4	-1.9	-0.3
재무활동 현금흐름	**11.0**	**-4.2**	**-20.9**	**-10.2**	**-12.2**
차입금증감	9.8	0.7	-17.0	-6.0	-8.0
자본의증가	6.8	0.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-1.6	15.3	-4.1	9.4	7.1
기초현금	8.9	7.4	22.7	18.6	28.0
기말현금	7.4	22.7	18.6	28.0	35.1

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	5,697	6,219	6,470	7,816	8,050
EPS(지배주주)	924	1,099	1,297	1,528	1,574
CFPS	1,212	1,519	2,043	2,217	2,265
EBITDAPS	1,150	1,398	1,811	2,211	2,265
BPS	8,400	9,145	10,046	11,227	12,454
DPS	320	350	380	380	380
배당수익률(%)	2.9	2.6	2.3	2.3	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	12.0	12.1	12.9	11.0	10.6
PCR	9.1	8.8	8.2	7.6	7.4
PSR	1.9	2.1	2.6	2.1	2.1
PBR	1.3	1.5	1.7	1.5	1.3
EBITDA	13.4	16.9	22.0	27.0	27.6
EV/EBITDA	9.4	8.6	8.0	5.9	5.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.2	12.5	13.5	14.4	13.3
EBITDA이익률	20.2	22.5	28.0	28.3	28.1
부채비율	46.1	42.6	25.1	20.1	13.2
금융비용부담률	2.0	1.6	1.2	0.5	0.3
이자보상배율(x)	7.8	11.2	16.5	38.9	75.5
매출채권회전율(x)	4.2	4.4	4.8	5.7	5.9
재고자산회전율(x)	8.4	10.2	13.6	16.3	16.6

기가레인(049080) 5G 안테나 벤더 내 가장 저평가

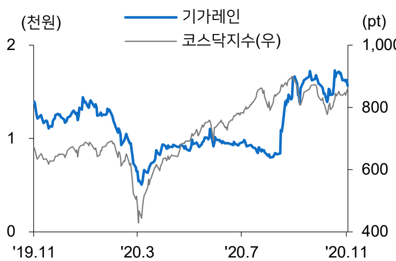
Analyst 정지수 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가(12개월)	-
현재주가(11. 19)	1,880원
상승여력	-
KOSDAQ	859.94pt
시가총액	1,035억원
발행주식수	5,507만주
유동주식비율	71.89%
외국인비중	1.94%
52주 최고/최저가	2,075원/606원
평균거래대금	66.4억원
주요주주(%)	
케플러밸류 파트너스 외 4인	28.06

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	76.5	14.3
상대주가	-4.4	42.9	-12.0

주가그래프



삼성전자의 네 번째 안테나 벤더

- 삼성전자 네 번째 안테나 벤더로 기존 모바일/방산용 RF커넥터와 반도체 LED 사업에 5G 안테나 사업 추가
- 올해 1월 양산 체제를 구축했으나, COVID-19 확산에 따른 국내외 5G 투자 지연으로 3Q20까지 실적 부진
- 삼성전자 해외 사업 물량 확대가 예상되는 4Q20부터 점진적인 실적 개선 전망

2021년 연결 영업이익 128억원(흑전 YoY) 전망

- 2021년 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,832억원(+174.6% YoY), 128억원(흑전 YoY) 전망
- RF커넥터 412억원, 반도체 LED 324억원에 신규 5G 안테나 매출 약 1천억원이 추가될 전망
- 삼성전자의 주력 시장인 북미와 인도 시장 공략 시 국내 안테나 경쟁사 수준의 물량 배분이 가능할 전망
- COVID-19로 투자가 축소된 반도체 LED 사업도 마이크로 LED 관련 투자 재개로 실적 개선 전망

경쟁사 대비 낮은 밸류에이션

- 12월 8일 미국 C-band 주파수 경매를 기점으로 5G 네트워크 장비 섹터 투자심리가 회복될 전망
- 2021년 예상 PER은 10.1배로 경쟁사인 A사(20.6배) 대비 저평가

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	61.6	-18.9	-13.4	-366	-269.5	1,772	-7.1	1.5	-14.9	-20.7	130.8
2016	67.0	-2.9	-9.9	-272	-22.6	1,563	-9.9	1.7	23.4	-17.4	170.4
2017	100.1	5.2	-1.4	-32	-92.4	1,738	-93.5	1.7	15.2	-1.6	104.8
2018	124.8	-2.5	-21.5	-427	1,899.5	1,332	-4.2	1.4	28.2	-32.0	161.2
2019	72.8	-29.6	-45.1	-873	107.3	526	-1.7	2.8	-6.6	-163.9	319.8

기가레인 – 회사 소개 및 주요 제품 라인업

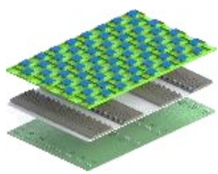
삼성전자 해외 사업을 동반하는 안테나 벤더

- 동사는 삼성전자의 네 번째 안테나 벤더로 채택됐으며, 2020년 1월부터 양산 체제 구축
- 기존 비즈니스는 모바일/방산용 RF커넥터와 반도체 LED 사업이 주력
- 삼성전자 해외 사업 물량 확대가 예상되는 4Q20부터 안테나 매출 증가에 따른 점진적인 실적 개선 전망

기가레인 주요 사업 및 제품

RF 사업

5G 기지국 용 AFU



Small cell, AP Antenna

기지국용 RF 커넥터/케이블

항공 및 국방용 RF 케이블 조립체

반도체/자동화 장비 사업

Display 검사기

Multi IC 검사기

Bonding 검사기

Nano Imprinter
(uLED, Display 등)

ICP 식각장비
(Sapphire, GaN 등)

DRIE 식각장비
(TSV 등)

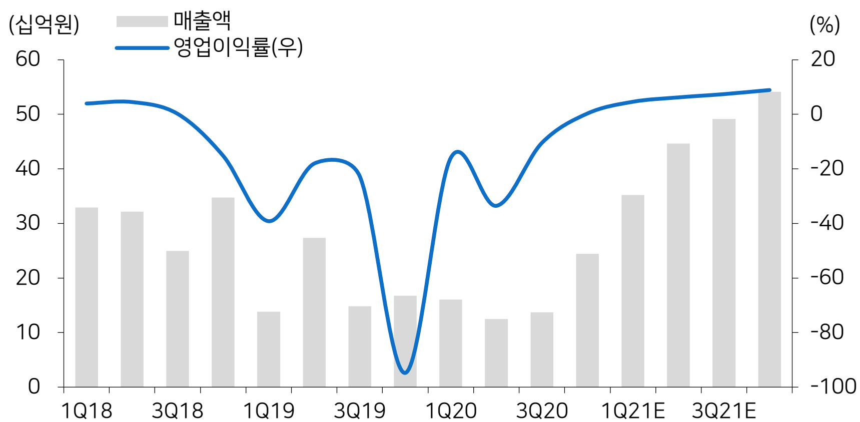
자료: 기가레인, 메리츠증권 리서치센터

기가레인 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	16.1	12.5	13.7	24.4	35.2	44.6	49.1	54.2	100.1	124.8	72.8	66.7	183.2
반도체 장비	4.2	3.5	4.2	7.5	6.7	7.6	8.2	9.8	59.0	69.7	22.2	19.4	32.4
RF통신	6.4	5.6	9.6	12.3	26.8	34.7	38.2	41.5	31.1	34.3	32.4	33.9	141.2
SET 사업부	5.5	0.4	0.0	2.8	1.2	1.8	2.2	2.4	10.0	20.8	18.2	8.7	7.6
기타	0.0	3.0	-0.1	1.8	0.5	0.5	0.5	0.5	0.3	0.0	0.0	4.8	2.0
영업이익	-2.6	-4.2	-1.4	0.1	1.6	2.8	3.6	4.8	5.2	-2.5	-29.6	-8.1	12.8
세전이익	-3.0	-6.2	-3.0	-1.6	1.0	2.1	2.9	4.2	1.0	-12.5	-45.8	-13.8	10.2
당기순이익	-3.0	-6.2	-3.0	-1.6	1.0	2.1	2.9	4.2	-0.9	-21.6	-46.1	-13.8	10.2
영업이익률(%)	-15.9	-33.5	-10.5	0.3	4.6	6.2	7.4	8.9	5.2	-2.0	-40.7	-12.2	7.0
당기순이익률(%)	-18.5	-49.5	-22.0	-6.5	2.8	4.6	6.0	7.7	-0.9	-17.3	-63.3	-20.6	5.5

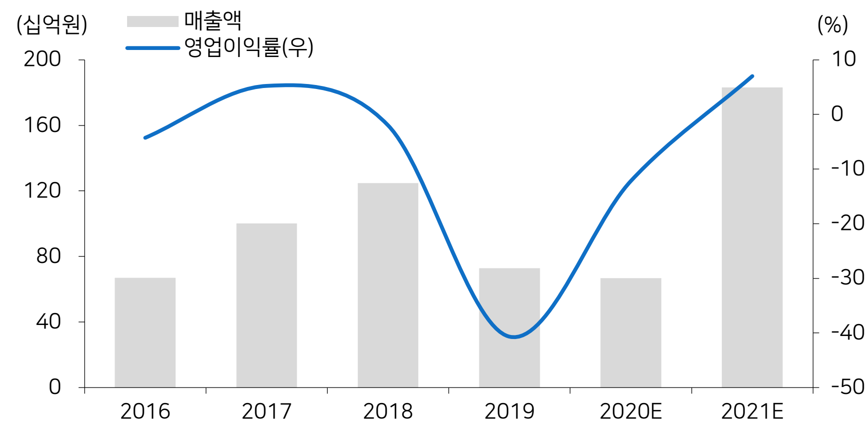
자료: 서진시스템, 메리종금증권 리서치센터

기가레인 분기 실적 추이 및 전망



자료: 기가레인, 메리츠증권 리서치센터

기가레인 연간 실적 추이 및 전망



자료: 기가레인, 메리츠증권 리서치센터

기가레인 (049080)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**61.6**	**67.0**	**100.1**	**124.8**	**72.8**
매출액증가율(%)	-35.7	8.9	49.4	24.6	-41.7
매출원가	72.3	60.8	82.7	106.0	85.5
매출총이익	-10.7	6.3	17.4	18.7	-12.7
판매비와관리비	8.2	9.2	12.2	21.2	16.9
영업이익	**-18.9**	**-2.9**	**5.2**	**-2.5**	**-29.6**
영업이익률(%)	-30.6	-4.3	5.2	-2.0	-40.7
금융손익	-1.1	-1.9	-2.5	-3.2	-3.7
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.6	-0.2	-1.8	-6.8	-12.6
세전계속사업이익	-18.4	-5.0	1.0	-12.5	-45.8
법인세비용	-5.0	-1.0	-0.9	9.1	0.2
당기순이익	**-13.4**	**-10.4**	**-0.9**	**-21.6**	**-46.1**
지배주주지분 순이익	-13.4	-9.9	-1.4	-21.5	-45.1

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	45.8	46.1	72.3	97.2	60.1
현금및현금성자산	16.9	9.2	7.4	6.5	5.9
매출채권	15.2	16.9	15.4	40.0	21.0
재고자산	8.2	7.8	24.3	37.3	17.6
비유동자산	106.0	109.6	109.3	81.9	57.7
유형자산	72.5	72.6	67.0	57.5	47.1
무형자산	19.5	22.5	22.7	17.8	6.4
투자자산	3.6	3.5	9.2	5.9	2.7
자산총계	**151.8**	**155.7**	**181.6**	**179.1**	**117.8**
유동부채	56.7	71.2	77.6	80.3	62.3
매입채무	13.1	17.9	16.5	31.9	17.0
단기차입금	30.2	10.1	34.2	23.3	27.4
유동성장기부채	10.3	22.9	11.3	18.8	10.2
비유동부채	29.3	26.9	15.4	30.2	27.4
사채	7.5	0.0	0.0	17.9	14.1
장기차입금	19.3	24.4	13.0	8.6	9.1
부채총계	**86.0**	**98.1**	**93.0**	**110.6**	**89.7**
자본금	8.9	8.9	24.3	25.2	26.1
자본잉여금	43.3	45.5	62.9	67.4	70.3
기타포괄이익누계액	0.1	-0.1	-0.5	-0.3	-0.1
이익잉여금	12.4	2.8	0.2	-24.1	-68.9
비지배주주지분	1.1	0.5	1.6	1.5	0.6
자본총계	**65.7**	**57.6**	**88.7**	**68.6**	**28.1**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름	**-1.5**	**-1.8**	**-3.1**	**-9.8**	**8.0**
당기순이익(손실)	-13.4	-10.4	-0.9	-21.6	-46.1
유형자산감가상각비	7.8	7.7	6.2	5.6	7.0
무형자산상각비	1.3	2.1	2.0	2.3	1.9
운전자본의 증감	3.4	-1.4	-16.2	-17.9	15.4
투자활동 현금흐름	**-19.4**	**-15.0**	**-11.2**	**4.4**	**-1.4**
유형자산의 증가(CAPEX)	12.7	8.4	3.5	2.7	6.8
투자자산의 감소(증가)	0.9	-0.1	5.7	-3.3	-3.2
재무활동 현금흐름	**27.2**	**9.0**	**13.6**	**4.6**	**-7.4**
차입금증감	23.6	-8.0	16.8	-12.6	-3.0
자본의증가	6.2	-2.4	-11.5	15.2	-2.8
현금의증가(감소)	6.2	-7.7	-1.8	-0.9	-0.7
기초현금	10.6	16.9	9.2	7.4	6.5
기말현금	16.9	9.2	7.4	6.5	5.9

Key Financial Data

	2015	2016	2017	2018	2019
주당데이터(원)					
SPS	1,687	1,837	2,338	2,479	1,408
EPS(지배주주)	-366	-272	-32	-427	-873
CFPS	255	141	476	332	-74
EBITDAPS	-266	190	313	106	-401
BPS	1,772	1,563	1,738	1,332	526
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-7.1	-9.9	-93.5	-4.2	-1.7
PCR	10.2	19.0	6.2	5.4	-20.0
PSR	1.5	1.5	1.3	0.7	1.1
PBR	1.5	1.7	1.7	1.4	2.8
EBITDA	-9.7	6.9	13.4	5.4	-20.7
EV/EBITDA	-14.9	23.4	15.2	28.2	-6.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-20.7	-17.4	-1.6	-32.0	-163.9
EBITDA이익률	-15.8	10.3	13.4	4.3	-28.5
부채비율	130.8	170.4	104.8	161.2	319.8
금융비용부담률	2.2	3.2	2.7	2.8	5.0
이자보상배율(x)	-13.8	-1.3	2.0	-0.7	-8.1
매출채권회전율(x)	5.0	4.2	6.2	4.5	2.4
재고자산회전율(x)	6.3	8.4	6.2	4.1	2.7

2021 전망 시리즈 19 통신/미디어

기업분석

미디어/광고

Top Pick	투자판단	적정주가
이노션 (214320)	Buy	81,000원

관심 종목	투자판단	적정주가
CJ ENM (035760)	Buy	180,000원
제일기획 (030000)	Buy	26,000원
LG헬로비전 (037560)	Hold	4,600원

이노션(214320) 주 고객사 대행 물량의 전방위적 확대

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

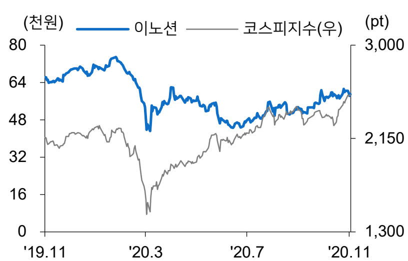
Buy

적정주가(12개월)	81,000원
현재주가(11.19)	59,000원
상승여력	37.3%
KOSPI	2,547.42pt
시가총액	11,800억원
발행주식수	2,000만주
유동주식비율	69.09%
외국인비중	29.31%
52주 최고/최저가	75,000원/43,250원
평균거래대금	43.6억원

주요주주(%)	
정성이 외 2 인	28.70
NHPEA IV Highlight Holdings AB	18.00
국민연금공단	13.50

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.2	1.7	-10.9
상대주가	-3.1	-20.9	-24.7

주가그래프



COVID-19 재확산에도 4Q20 외형 성장은 지속

- COVID-19 재확산에도 불구하고 주 고객사 신차 출시와 Wellcom 인수 효과로 4Q20 매출총이익 성장 지속
- 10월 제네시스 GV70, G70의 국내 출시에 따라 관련 마케팅 대행 물량 증가 예상
- 11월 제네시스 GV80, G80의 미국 출시에 따라 4Q20 해외 매출총이익 1,175억원(+10.6% YoY) 전망

2021년 연결 영업이익 1,366억원(+27.7% YoY) 전망

- 2021년 연결 매출총이익 6,201억원(+7.5% YoY), 영업이익 1,366억원(+27.7% YoY) 전망
- 호주 Wellcom 인수에 따른 인건비 증가는 비용 효율화 노력에 따라 2021년부터 안정화 예상
- 2021년 현대차 '제네시스'와 첫 전기차 라인업 '아이오닉'의 글로벌 브랜드 마케팅 본격화
- 주 고객사의 글로벌 신차 출시, 기아차 CI 변경에 기저효과까지 더해져 2021년 높은 외형 성장 전망

COVID-19 사태 완화에 따른 국내 광고 경기 회복 기대

- COVID-19가 광고 시장과 국내 광고대행사에 미친 여파는 2021년부터 점진적으로 정상 궤도 진입 예상
- 투자의견 Buy, 적정주가 81,000원 유지

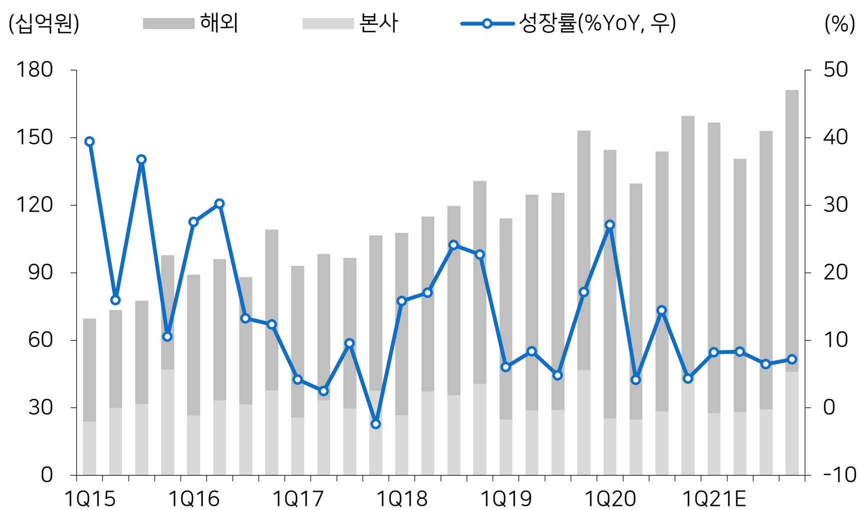
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,239.2	118.2	76.8	3,842	22.1	36,374	16.5	1.7	4.8	11.0	134.7
2019	1,274.3	121.9	73.6	3,681	2.4	38,184	19.3	1.9	7.1	9.9	165.8
2020E	1,517.6	107.0	63.4	3,169	-10.9	39,553	18.6	1.5	6.1	8.2	181.9
2021E	1,622.4	136.6	80.5	4,025	23.8	41,578	14.7	1.4	4.6	9.9	179.1
2022E	1,712.6	147.0	86.4	4,319	7.6	43,896	13.7	1.3	3.9	10.1	173.9

이노션 – 주 고객사 대행 물량의 전방위적 확대

현대기아차 신차 출시 및 브랜드 마케팅 강화 수혜 전망

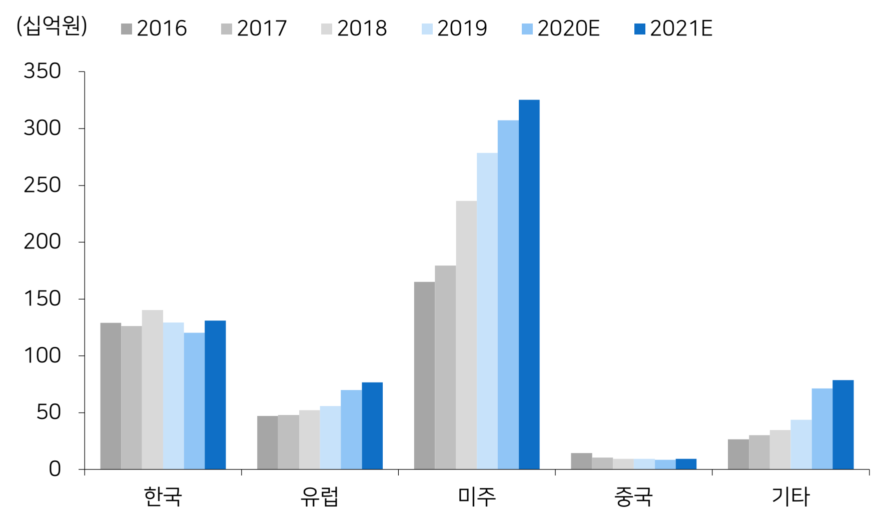
- 2021년 연결 매출총이익 6,201억원(+7.5% YoY), 영업이익 1,366억원(+27.7% YoY) 전망
- 2021년 현대차 '제네시스'와 첫 전기차 라인업 '아이오닉'의 글로벌 브랜드 마케팅 본격화
- 주 고객사의 글로벌 신차 출시, 기아차 CI 변경에 기저효과까지 더해져 2021년 높은 외형 성장 전망
- COVID-19가 광고 시장과 국내 광고대행사에 미친 여파는 2021년부터 점진적으로 정상 궤도 진입 예상

이노션 분기 매출총이익 추이 및 전망



자료: 이노션, 메리츠증권 리서치센터

이노션 지역별 매출총이익 추이 및 전망



자료: 이노션, 메리츠증권 리서치센터

이노션 – 2021년 주요시장 신차 출시 일정

현대차

출시 시장	2018	2019	1H20	2H20	2021E
한국	싼타페 (3월) 투싼 기반 FCEV (3월) 코나 EV (4월) 투싼 F/L (5월) 벨로스터 N (5-6월) 아반떼 F/L (9월) G90 F/L (12월) 펠리세이드 (12월)	아이오닉 HEV F/L (1월) 쏘나타 신형 (3월) 아이오닉 EV F/L (5월) 베뉴 (7월) 쏘나타 HEV (9월) 코나HEV(8월) 포터 F/L (11월) 그랜저 F/L (11월) 포터EV (12월)	GV80 (1월) G80 (3월) i30 F/L(3월) 아반떼 (4월)	아반떼 HEV (7월) 싼타페 F/L (7월) 투싼 (8월) 투싼 HEV (8월) G70 F/L (3Q) 코나 F/L (4Q) GV70 (10월)	NE (4월) G80 EV (1Q) 싼타크루즈 (2Q) JW (3Q) 팰리세이드 F/L(4Q) G90 (4Q) 넥쏘(2H)
미국	신형 벨로스터 (3월) 코나 (4월) G70 (4월) 싼타페 (7월) 아반떼 F/L (7월) 코나 EV (9월, 수출) 투싼 F/L (10월, 수출) 벨로스터 N (3Q)	G90 F/L (5월) 펠리세이드 (7월) 베뉴 (9월) 쏘나타 (10월) 아이오닉 F/L (11월)	GV80 (4월) G80 (6월)	아반떼 (11월) G80 (12월) GV80 (12월)	싼타페 F/L (1Q) GV70 (1Q) 투싼 (1Q) 코나 F/L (1Q) G70 F/L (1Q) JW (2H) G80 EV (2H)
중국	쏘나타 PHEV (2월) 코나 (3월) 아반떼 PHEV (8월) 투싼 F/L (9-10월) 싼타페 신형 (11월) 라페스타 (12월)	싼타페 (3월) 아반떼 AD F/L (3월) 아반떼 AD F/L (7월) 엔씨노 EV(9월) ix25 (9월) 베르나 F/L (10월)	라페스타 EV (1월) 쏘나타 (3월)	쏘나타 (6월) 아반떼 (9월) ix35 F/L (11월)	중국형 MPV (1Q) 미스트라 (1Q) 라페스타 F/L (3Q)
유럽	싼타페 (수출, 4월) 코나 EV (5월) FE (5월) i20 F/L (6월) 투싼 F/L (3Q) i30 F/L (3Q) PD N (12월)	i30 F/L (6월) i10 (12월)	i10 신형 (12월)	i20 (7월) 코나 F/L (9월) 싼타페 F/L (11월)	NE (3월) 투싼 (1Q) NEXO (1H)
인도		베뉴 (5월) 코나 (5월) I10 (12월)	Creta (3월) 베르나 F/L (3월)	i20 (10월)	Creta 롱바디 (1Q)

자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

기아차

출시 시장	2018	2019	1H20	2H20	2021E
한국	K5 F/L (2월) K3 신형 (3월) K9 신형 (4월) 카니발 F/L (4월) 니로 EV (7월) 스포티지 F/L (7월) 쏘울 신형 (10월)	쏘울 EV (2월) 니로 F/L (3월) K7 F/L (6월) 셀토스 (7월) 봉고 F/L (8월) 모하비 F/L (9월) K5 (11월) K5 PHEV (11월)	봉고 EV (1월) 쏘렌토 (2월) 쏘렌토 HEV (2월) 모닝 F/L (3월)	카니발 (8월) 스팅어 F/L (9월)	K7 (3월) K7 HEV (3월) K3 F/L (4월) K9 F/L (5월) 스포티지 (7월) 스포티지 HEV (7월) CV (8월)
미국	쏘렌토 F/L (4월) 카니발 F/L (4월) K5 F/L (7월) K3 신형 (8월) K9 신형 (9월) 니로 EV (11월)	스포티지 F/L (1월) 텔루라이드 (2월) 쏘울 EV (2월) 쏘울 (3월) 니로 F/L (11월) 셀토스 (12월)	K7 F/L (1월) K5 (5월)	쏘렌토 (12월) 쏘렌토 HEV (12월) 리오 F/L (12월)	카니발 (1Q) 쏘렌토 PHEV (1Q) 스팅어 F/L (1Q) CV (4Q) 스포티지 (4Q)
중국	NP (3월) K5 F/L (6월) K5 PHEV (6월) KX1 (8월) KX3 (10월)	K3 PHEV (7월) 스포티지 F/L (2월) 셀토스 (11월)	K3 EV (5월)	K5 (8월)	즈파오 F/L (1Q) 카니발 (3Q)
유럽	K5 F/L (5월) Ceed 신형 (6월) 니로 EV (9월) 스포티지 F/L (9월) Ceed 웨건 (11월)	스포티지 F/L (2월) K3 (4월) K3 PHEV (5월) 니로 F/L (6월) Ceed CUV (8월) Ceed CUV PHEV (11월) Ceed CUV 웨건 PHEV (11월)	쏘렌토 (4월) 쏘렌토 HEV (4월) 모닝 F/L (5월) 프라이드 F/L (5월)	스토닉 F/L (9월) 스팅어 F/L (11월) 쏘렌토 HEV (12월) 쏘렌토 (12월)	쏘렌토 PHEV (1월) CV (8월) Ceed F/L (3Q) 스포티지 (4Q)
인도		셀토스 (7월)	카니발 CKD (1월)	쏘넷 (9월)	

자료: 기아차, 메리츠증권 리서치센터

이노션 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출총이익	**144.5**	**129.5**	**143.3**	**159.4**	**156.4**	**140.3**	**152.6**	**170.8**	**516.0**	**576.7**	**620.1**
% YoY	27.1%	4.2%	14.4%	4.3%	8.2%	8.3%	6.5%	7.2%	9.4%	11.8%	7.5%
I. 본사	**25.2**	**24.8**	**28.4**	**42.2**	**27.6**	**28.1**	**29.4**	**46.0**	**129.5**	**120.5**	**131.1**
1. 매체대행	11.8	13.8	15.4	27.9	12.4	16.3	16.6	30.6	73.6	68.8	75.9
1) 국내매체대행	11.2	12.6	14.4	18.9	11.7	14.9	15.5	20.3	60.4	57.1	62.4
지상파	2.2	2.0	3.0	2.7	2.3	2.6	3.1	3.0	10.7	9.8	11.0
인쇄	2.3	2.8	2.4	3.2	2.2	3.0	2.4	3.5	11.5	10.7	11.1
뉴미디어 등	6.8	7.8	9.0	12.9	7.2	9.3	10.0	13.8	38.3	36.5	40.2
2) 해외매체대행	0.6	1.1	1.0	9.0	0.7	1.3	1.1	10.4	13.1	11.7	13.5
2. 광고제작	3.3	4.0	6.1	4.1	4.3	4.1	5.3	4.4	15.4	17.6	18.2
3. 옥외광고	2.0	1.8	2.0	1.3	2.0	1.8	2.0	1.3	7.4	7.1	7.0
4. 프로모션	5.4	2.5	2.9	5.3	5.6	2.6	3.0	5.5	16.8	16.0	16.8
5. 기타	2.6	2.7	2.1	3.5	3.3	3.3	2.5	4.2	16.5	10.9	13.3
II. 해외	**119.4**	**104.9**	**115.6**	**117.5**	**129.0**	**112.6**	**123.6**	**125.1**	**387.9**	**457.4**	**490.3**
1. 유럽	19.3	17.2	18.4	14.9	21.7	19.0	20.0	16.1	55.9	69.8	76.8
2. 미주	78.5	71.3	77.7	79.9	83.2	75.5	82.2	84.5	278.7	307.5	325.4
3. 중국	2.0	2.0	1.4	3.2	2.2	2.2	1.5	3.4	9.5	8.7	9.3
4. 기타	19.5	14.3	18.1	19.5	21.9	15.8	19.9	21.2	43.8	71.4	78.7
판관비	**117.3**	**113.6**	**116.3**	**122.6**	**117.2**	**117.3**	**118.3**	**130.7**	**394.3**	**469.7**	**483.5**
% YoY	32.0%	18.8%	20.2%	8.4%	-0.1%	3.3%	1.7%	6.7%	11.5%	19.1%	2.9%
인건비	90.5	90.0	91.6	90.4	88.2	89.2	89.6	95.6	296.9	362.6	362.6
영업이익	**27.2**	**16.0**	**27.0**	**36.8**	**39.2**	**23.0**	**34.3**	**40.1**	**121.7**	**106.9**	**136.6**
% YoY	9.5%	-44.4%	-5.1%	-7.3%	44.2%	44.1%	27.0%	8.9%	3.0%	-12.1%	27.7%
OP/GP(%)	18.8%	12.3%	18.8%	23.1%	25.0%	16.4%	22.5%	23.5%	23.6%	18.5%	22.0%
법인세차감전순이익	30.7	21.3	27.3	37.8	41.7	25.3	35.8	41.9	128.1	117.0	144.7
법인세비용	8.0	7.9	6.6	10.3	11.8	7.3	9.6	11.6	33.3	32.8	40.3
당기순이익	**22.7**	**13.4**	**20.7**	**27.5**	**29.9**	**18.0**	**26.2**	**30.3**	**94.8**	**84.3**	**104.4**
당기순이익률(%)	5.9%	3.7%	5.6%	6.7%	7.3%	4.7%	6.7%	7.0%	6.9%	5.6%	6.4%
국내 매체별 광고비											
전파매체	296.9	420.0	347.6	718.4	290.9	411.6	340.7	704.1	1,715.7	1,681.4	1,647.8
인쇄매체	361.6	418.6	402.0	518.4	354.4	410.2	393.9	508.0	1,904.9	1,866.8	1,829.5
뉴미디어(유료방송)	1,338.8	1,848.9	1,466.4	1,721.4	1,351.3	1,866.1	1,480.0	1,737.4	6,317.9	6,375.4	6,434.9
광고물제작(BTL)	220.1	304.0	241.1	283.0	220.3	304.2	241.3	283.3	1,047.5	1,048.3	1,049.1

자료: 이노션, 메리츠증권 리서치센터

이노션 (214320)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**1,239.2**	**1,274.3**	**1,517.6**	**1,622.4**	**1,712.6**
매출액증가율(%)	8.8	2.8	19.1	6.9	5.6
매출원가	767.3	758.3	941.0	1,002.3	1,057.1
매출총이익	471.9	516.0	576.7	620.1	655.5
판매비와관리비	353.7	394.1	469.7	483.5	508.5
영업이익	**118.2**	**121.9**	**107.0**	**136.6**	**147.0**
영업이익률(%)	9.5	9.6	7.0	8.4	8.6
금융손익	11.3	5.9	3.1	1.2	0.9
종속/관계기업관련손익	-0.2	1.4	1.8	1.9	1.8
기타영업외손익	-0.6	-1.0	5.2	5.0	4.9
세전계속사업이익	128.7	128.1	117.0	144.7	154.6
법인세비용	36.4	33.5	32.8	40.3	42.3
당기순이익	**92.4**	**94.6**	**84.3**	**104.4**	**112.3**
지배주주지분 순이익	76.8	73.6	63.4	80.5	86.4

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,575.7	1,571.3	1,822.1	1,971.5	2,118.1
현금및현금성자산	357.0	389.2	414.3	466.5	529.5
매출채권	264.8	271.9	323.9	346.2	365.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	165.2	504.2	515.4	522.4	527.3
유형자산	25.9	31.8	40.9	48.5	54.2
무형자산	111.5	323.8	321.1	318.6	316.0
투자자산	22.4	25.6	30.3	32.3	34.0
자산총계	**1,740.9**	**2,075.5**	**2,337.5**	**2,493.9**	**2,645.4**
유동부채	934.0	1,063.0	1,265.6	1,352.8	1,427.9
매입채무	247.3	249.5	297.1	317.6	335.3
단기차입금	0.0	2.3	2.3	2.3	2.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	65.1	231.5	242.7	247.5	251.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	8.1	8.1	8.1	8.1
부채총계	**999.1**	**1,294.5**	**1,508.2**	**1,600.3**	**1,679.5**
자본금	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
자본잉여금	132.9	132.9	132.9	132.9	132.9
기타포괄이익누계액	-20.5	-8.2	-8.2	-8.2	-8.2
이익잉여금	614.9	655.1	682.5	723.0	769.4
비지배주주지분	14.4	17.3	38.2	62.1	88.0
자본총계	**741.9**	**781.0**	**829.3**	**893.6**	**965.9**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	**4.5**	**136.4**	**118.4**	**128.4**	**140.6**
당기순이익(손실)	92.4	94.6	84.3	104.4	112.3
유형자산감가상각비	5.4	21.0	11.9	14.4	16.3
무형자산상각비	1.9	2.3	2.6	2.6	2.5
운전자본의 증감	-110.1	6.7	19.6	7.0	9.5
투자활동 현금흐름	**55.1**	**-51.7**	**-66.4**	**-41.6**	**-38.9**
유형자산의 증가(CAPEX)	-8.8	-8.1	-21.0	-22.0	-22.0
투자자산의 감소(증가)	1.6	-1.8	-4.7	-2.0	-1.7
재무활동 현금흐름	**-34.0**	**-61.2**	**-26.8**	**-34.6**	**-38.8**
차입금증감	0.9	171.3	3.2	1.4	1.2
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	26.8	32.3	25.1	52.2	62.9
기초현금	330.2	357.0	389.2	414.3	466.5
기말현금	357.0	389.2	414.3	466.5	529.5

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	61,959	63,714	75,881	81,120	85,631
EPS(지배주주)	3,842	3,681	3,169	4,025	4,319
CFPS	6,667	7,664	6,132	7,573	8,092
EBITDAPS	6,273	7,260	6,073	7,679	8,294
BPS	36,374	38,184	39,553	41,578	43,896
DPS	1,500	1,500	1,800	2,000	2,000
배당수익률(%)	2.4	2.1	3.1	3.4	3.4
Valuation(Multiple)					
PER	16.5	19.3	18.6	14.7	13.7
PCR	9.5	9.3	9.6	7.8	7.3
PSR	1.0	1.1	0.8	0.7	0.7
PBR	1.7	1.9	1.5	1.4	1.3
EBITDA	125.5	145.2	121.5	153.6	165.9
EV/EBITDA	4.8	7.1	6.1	4.6	3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.0	9.9	8.2	9.9	10.1
EBITDA이익률	10.1	11.4	8.0	9.5	9.7
부채비율	134.7	165.8	181.9	179.1	173.9
금융비용부담률	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	1,605.6	68.0	32.8	41.4	44.2
매출채권회전율(x)	2.5	4.7	5.1	4.8	4.8
재고자산회전율(x)					

CJ ENM (035760) 눈에 띄게 회복되는 업황

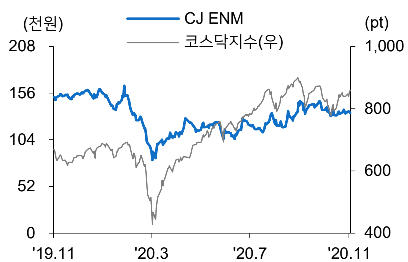
Analyst **정지수** 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	180,000원
현재주가 (11. 19)	134,200원
상승여력	34.1%
KOSDAQ	859.94pt
시가총액	29,429억원
발행주식수	2,193만주
유동주식비율	46.83%
외국인비중	20.60%
52주 최고/최저가	164,500원/81,500원
평균거래대금	224.8억원
주요주주(%)	
CJ 외 5 인	42.70
국민연금공단	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.3	13.2	-10.9
상대주가	-6.5	-8.3	-31.4

주가그래프



대외 불확실성에도 선방한 실적

- 3Q20 연결 영업이익 710억원(+17.9% YoY) 기록하며 시장 컨센서스(612억원) 상회
- COVID-19로 커머스(+2.5% YoY)를 제외한 미디어(-13.2%), 영화(-56.3%), 음악(-25.5%) 매출이 부진했으나, 전사적인 비용 효율화 노력에 힘입어 수익성 개선에는 성공
- 광고 회복 및 커머스 성장, 그리고 비용 효율화 노력이 지속되며 4Q20 영업이익 599억원(+40.3% YoY) 전망

2021년 연결 영업이익 2,915억원(+19.4% YoY) 전망

- 2021년 연결 매출액은 3조 6,284억원(+6.8% YoY), 영업이익 2,915억원(+19.4% YoY) 전망
- 영화 및 공연 사업은 평년 수준 회복은 어려우나, 1H20 기저효과로 인해 완만한 성장 가능
- 미디어 사업의 경우 제작비 축소, 교차 편성 등을 통한 제작비 효율화가 지속될 전망이며, 커머스 사업 역시 자체 브랜드 제품 강화에 따른 수익성 제고 기대

제휴와 협력 기반 사업 경쟁력 강화 지속

- 네이버와의 지분 교환을 통한 콘텐츠 협력으로 자체 OTT 플랫폼인 '티빙(Tving)' 성장 견인
- 본업 가치에 지분 가치 상승 지속. 넷마블 지분 매각을 통한 콘텐츠 사업 경쟁력 강화 기대

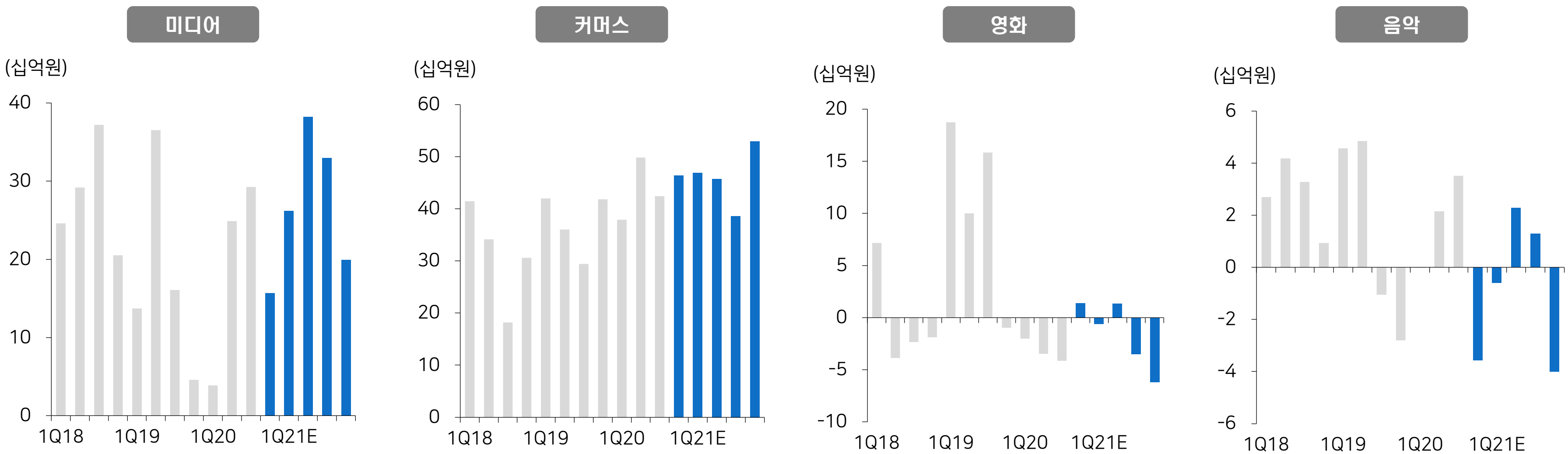
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,360.4	182.1	162.6	11,514	-43.5	126,022	17.5	1.6	9.1	8.6	97.2
2019	3,789.7	269.4	104.3	4,754	-79.5	134,364	33.6	1.2	4.0	3.7	72.4
2020E	3,397.3	237.7	127.6	5,821	117.8	138,931	23.1	1.0	5.0	4.3	60.9
2021E	3,628.4	291.5	206.0	9,393	61.4	146,712	14.3	0.9	4.5	6.6	59.6
2022E	4,029.4	344.1	226.2	10,316	9.8	155,417	13.0	0.9	4.2	6.8	60.1

CJ ENM – 사업부별 실적 전망

대외 불확실성에도 완연한 업황 회복

- 2021년 연결 매출액은 3조 6,284억원(+6.8% YoY), 영업이익 2,915억원(+19.4% YoY) 전망
- 영화 및 공연 사업은 평년 수준 회복은 어려우나, 1H20 기저효과로 인해 완만한 성장 가능
- 미디어 사업의 경우 제작비 축소, 교차 편성 등을 통한 제작비 효율화가 지속될 전망이며, 커머스 사업 역시 자체 브랜드 제품 강화에 따른 수익성 제고 기대
- 네이버와의 지분 교환을 통한 콘텐츠 협력으로 자체 OTT 플랫폼인 '티빙(Tving)' 성장 견인

CJ ENM 사업부별 영업이익 추이 및 전망



자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

CJ ENM 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	810.8	837.5	798.6	950.4	882.9	914.6	842.0	988.9	3,789.7	3,397.3	3,628.4
% YoY	-5.7%	-16.7%	-12.2%	-6.3%	8.9%	9.2%	5.4%	4.1%	14.5%	-10.4%	6.8%
미디어	340.8	406.3	370.6	432.0	374.0	434.3	395.3	463.9	1,678.4	1,549.7	1,667.6
광고	98.8	119.6	121.6	142.0	120.7	136.4	137.8	159.0	612.9	481.9	553.9
수신료	57.8	57.3	57.2	59.8	55.3	55.0	54.7	61.7	219.6	232.2	226.7
기타	184.2	229.4	191.8	230.1	198.1	242.9	202.8	243.1	845.9	835.5	887.0
커머스	375.9	376.2	344.3	410.0	395.6	389.6	336.9	402.1	1,427.3	1,506.3	1,524.1
TV	172.1	161.1	148.2	188.4	165.8	155.7	121.7	171.7	668.3	669.8	614.8
디지털	167.4	175.6	155.2	180.1	178.0	182.8	171.4	186.5	543.7	678.2	718.7
기타	36.4	39.5	40.9	41.6	51.8	51.1	43.8	43.9	215.3	158.4	190.6
영화	54.2	12.5	36.9	57.6	71.2	45.6	60.9	69.1	349.3	161.2	246.7
극장	13.8	0.9	21.9	17.1	26.5	31.1	46.5	27.5	207.3	53.6	131.6
부가판권	15.2	2.6	2.4	9.5	15.6	2.7	2.4	9.8	48.8	29.7	30.6
뮤지컬	5.4	0.4	6.1	6.2	8.9	3.1	5.3	6.7	14.4	18.1	24.0
기타	19.9	8.5	6.6	24.8	20.1	8.6	6.7	25.1	78.8	59.8	60.5
음악	39.8	42.5	46.9	50.8	42.1	45.1	48.9	53.9	334.8	180.1	190.0
음반/음원	31.7	33.0	40.7	39.4	32.4	33.6	41.5	40.2	130.5	144.8	147.7
기타	8.1	9.6	6.2	11.4	9.7	11.5	7.5	13.7	204.3	35.3	42.3
영업이익	39.7	73.4	71.0	59.9	71.9	87.6	69.3	62.7	269.4	244.0	291.5
% YoY	-49.7%	-16.1%	17.9%	40.3%	81.1%	19.4%	-2.4%	4.6%	9.5%	-9.4%	19.4%
미디어	3.9	24.9	29.3	15.7	26.2	38.2	33.0	19.9	70.9	73.7	117.4
커머스	37.9	49.8	42.4	46.4	46.9	45.7	38.6	52.9	149.2	176.5	184.1
영화	-2.0	-3.5	-4.1	1.4	-0.6	1.4	-3.5	-6.2	43.6	-8.2	-8.9
음악	0.0	2.1	3.5	-3.6	-0.6	2.3	1.3	-4.0	5.6	2.1	-1.0
법인세차감전순이익	39.1	51.1	51.7	38.6	89.0	91.3	65.6	33.6	189.6	180.4	279.5
법인세비용	8.9	11.6	19.2	8.5	22.8	24.2	18.1	8.5	85.3	48.1	73.6
당기순이익	30.2	39.5	32.6	30.1	66.2	67.0	47.5	25.2	104.3	132.3	206.0
이익률 (%)											
영업이익률	4.9	8.8	8.9	6.3	8.1	9.6	8.2	6.3	7.1	7.2	8.0
당기순이익률	3.7	4.7	4.1	3.2	7.5	7.3	5.6	2.5	2.8	3.9	5.7

자료: CJ ENM, 메리츠증권 리서치센터

CJ ENM (035760)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**2,360.4**	**3,789.7**	**3,397.3**	**3,628.4**	**4,029.4**
매출액증가율(%)	4.4	60.6	-10.4	6.8	11.1
매출원가	1,233.8	2,327.6	1,959.0	2,068.9	2,284.9
매출총이익	1,126.5	1,462.1	1,438.3	1,559.5	1,744.5
판매비와관리비	944.5	1,192.7	1,200.7	1,268.0	1,400.4
영업이익	**182.1**	**269.4**	**237.7**	**291.5**	**344.1**
영업이익률(%)	7.7	7.1	7.0	8.0	8.5
금융손익	7.4	-10.4	-24.4	-4.9	-13.2
종속/관계기업관련손익	-2.3	39.2	68.8	73.3	73.6
기타영업외손익	-23.3	-108.6	-108.0	-80.5	-99.0
세전계속사업이익	163.9	189.6	174.1	279.5	305.4
법인세비용	21.0	85.3	46.4	73.6	79.2
당기순이익	**184.2**	**58.6**	**127.6**	**206.0**	**226.2**
지배주주지분 순이익	162.6	104.3	127.6	206.0	226.2

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,806.6	1,676.1	1,735.6	1,969.7	2,182.3
현금및현금성자산	453.4	269.8	474.9	623.3	687.0
매출채권	880.6	835.4	748.9	799.8	888.2
재고자산	94.3	120.6	108.1	115.4	128.2
비유동자산	4,948.4	3,758.8	3,497.3	3,494.6	3,602.5
유형자산	1,398.2	947.7	969.7	978.6	1,004.4
무형자산	1,826.9	1,037.9	896.9	801.3	737.8
투자자산	1,517.3	1,583.8	1,441.2	1,525.2	1,670.8
자산총계	**6,755.0**	**5,434.9**	**5,232.8**	**5,464.3**	**5,784.7**
유동부채	2,021.8	1,660.6	1,412.5	1,486.2	1,616.6
매입채무	186.2	269.5	241.6	258.0	286.5
단기차입금	692.8	137.4	142.4	147.7	153.2
유동성장기부채	200.9	290.4	165.0	158.2	152.7
비유동부채	1,307.5	622.4	568.3	555.4	554.6
사채	762.3	264.4	235.4	207.8	181.3
장기차입금	270.5	24.9	24.9	24.9	24.9
부채총계	**3,329.3**	**2,283.0**	**1,980.8**	**2,041.6**	**2,171.2**
자본금	110.6	110.6	110.6	110.6	110.6
자본잉여금	2,245.0	2,329.6	2,329.6	2,329.6	2,329.6
기타포괄이익누계액	-150.5	-127.3	-127.3	-127.3	-127.3
이익잉여금	1,069.9	1,145.5	1,245.7	1,416.3	1,607.2
비지배주주지분	662.4	205.4	205.4	205.4	205.4
자본총계	**3,425.7**	**3,151.9**	**3,252.1**	**3,422.7**	**3,613.6**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	**586.7**	**743.4**	**530.3**	**599.4**	**610.9**
당기순이익(손실)	184.2	58.6	127.6	206.0	226.2
유형자산감가상각비	180.2	216.7	178.0	191.1	194.2
무형자산상각비	346.2	542.2	241.0	200.6	173.8
운전자본의 증감	-148.8	-257.8	-16.3	1.8	16.7
투자활동 현금흐름	**-158.4**	**-287.7**	**-145.9**	**-395.8**	**-487.9**
유형자산의 증가(CAPEX)	-229.2	-282.3	-200.0	-200.0	-220.0
투자자산의 감소(증가)	-1,231.3	-27.3	142.5	-83.9	-145.6
재무활동 현금흐름	**-88.9**	**-641.3**	**-179.5**	**-55.1**	**-59.3**
차입금증감	1,246.7	-1,100.6	-152.0	-27.7	-23.9
자본의증가	2,244.1	84.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	339.1	-183.4	204.9	148.4	63.7
기초현금	114.3	453.4	270.0	474.9	623.3
기말현금	453.4	270.0	474.9	623.3	687.0

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	167,103	172,821	154,921	165,459	183,744
EPS(지배주주)	11,514	4,754	5,821	9,393	10,316
CFPS	56,294	49,967	27,235	30,558	30,529
EBITDAPS	50,152	46,892	29,944	31,154	32,471
BPS	126,022	134,364	138,931	146,712	155,417
DPS	1,200	1,400	1,400	1,800	1,800
배당수익률(%)	0.6	0.9	1.0	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	17.5	33.6	23.1	14.3	13.0
PCR	3.6	3.2	4.9	4.4	4.4
PSR	1.2	0.9	0.9	0.8	0.7
PBR	1.6	1.2	1.0	0.9	0.9
EBITDA	708.4	1,028.3	656.7	683.2	712.1
EV/EBITDA	9.1	4.0	5.0	4.5	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.6	3.7	4.3	6.6	6.8
EBITDA이익률	30.0	27.1	19.3	18.8	17.7
부채비율	97.2	72.4	60.9	59.6	60.1
금융비용부담률	0.6	0.8	0.5	0.4	0.3
이자보상배율(x)	12.3	9.1	14.7	20.4	25.0
매출채권회전율(x)	3.9	4.4	4.3	4.7	4.8
재고자산회전율(x)	27.7	35.3	29.7	32.5	33.1

제일기획(030000) 어려운 시기에 빛난 위기 관리 능력

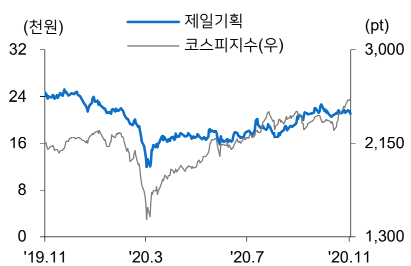
Analyst 정지수 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	26,000원
현재주가 (11. 19)	21,050원
상승여력	23.5%
KOSPI	2,547.42pt
시가총액	24,216억원
발행주식수	11,504만주
유동주식비율	59.43%
외국인비중	31.79%
52주 최고/최저가	25,200원/11,900원
평균거래대금	91.2억원
주요주주(%)	
삼성전자 외 5인	28.60
국민연금공단	11.69

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.1	19.9	-12.7
상대주가	-9.8	-6.7	-26.2

주가그래프



COVID-19 재확산에도 회복되는 광고 경기

- 글로벌 COVID-19 재확산에도 광고 경기는 2Q20를 바닥으로 점진적으로 회복되는 추세
- 특히, 북미와 중국, 동남아 중심으로 디지털 전환이 빠르게 나타나며, 2021년까지 성장세 유지 전망
- 유럽과 인도, 중남미 등은 BTL 물량 감소 등 COVID-19 영향이 지속되나, 2021년 정상화 기대

2021년 연결 영업이익 2,324억원(+13.4% YoY)

- 2021년 연결 매출총이익은 1조 1,367억원(+3.1% YoY), 영업이익 2,324억원(+13.4% YoY) 전망
- 2021년 글로벌 광고 경기는 COVID-19 영향에서 벗어나 점진적으로 회복될 전망
- 2019년 말부터 지속된 판관비 효율화 작업으로 2020년에 이어 2021년에도 수익성 개선 가능

높은 디지털 비중으로 위기 극복

- 체질 개선으로 ATL/BTL 등 전통 광고 사업 비중은 축소된 반면, 디지털 광고 비중이 꾸준히 증가
  - 디지털 비중: 2017년 30% → 2018년 34% → 2019년 39% → 3Q20 43%
- e커머스, 닷컴 비즈니스 등 디지털 광고 비중 확대 시 수익성 방어에도 긍정적

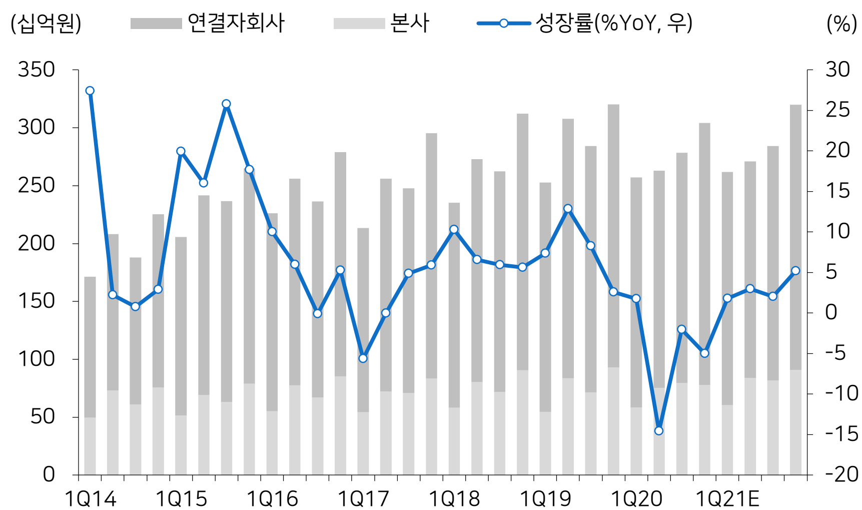
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	3,477.9	181.1	129.7	1,128	2.7	7,672	20.0	2.9	9.9	15.0	143.3
2019	3,421.7	205.8	138.1	1,200	5.8	8,229	20.0	2.9	10.2	15.1	135.4
2020E	2,835.5	204.9	142.6	1,239	3.8	8,746	17.0	2.4	8.5	14.6	107.6
2021E	2,880.9	232.4	164.0	1,426	14.9	9,450	14.8	2.2	7.3	15.7	100.9
2022E	2,874.7	267.7	192.9	1,677	17.6	10,405	12.6	2.0	6.1	16.9	91.4

제일기획 – 디지털 비중 확대로 위기 극복

**대외 불확실성에도 견고한 성과
디지털 비중 확대로 위기 극복**

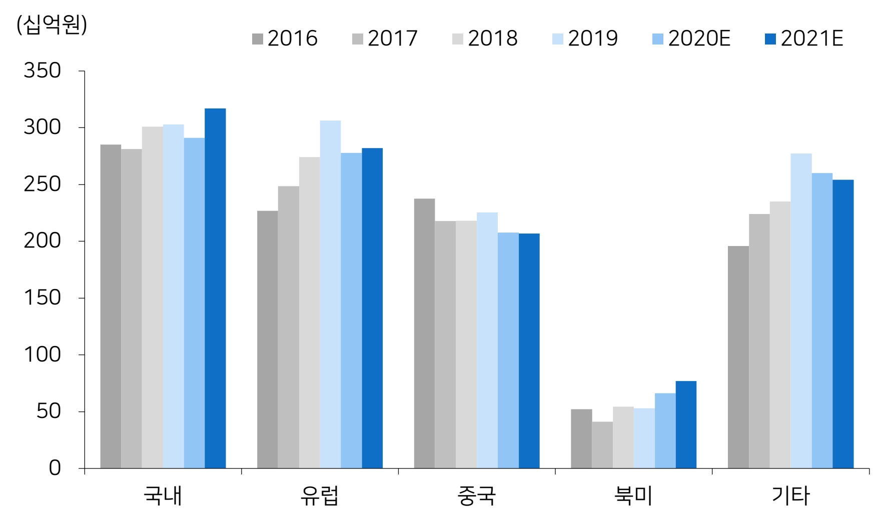
- 2021년 연결 매출총이익은 1조 1,367억원(+3.1% YoY), 영업이익 2,324억원(+13.4% YoY) 전망
- 2021년 글로벌 광고 경기는 COVID-19 영향에서 벗어나 점진적으로 회복될 전망
- 2019년 말부터 지속된 판관비 효율화 작업으로 2020년에 이어 2021년에도 수익성 개선 가능
- 체질 개선으로 ATL/BTL 등 전통 광고 사업 비중은 축소된 반면, 디지털 광고 비중이 꾸준히 증가
  - 디지털 비중: 2017년 30% → 2018년 34% → 2019년 39% → 3Q20 43%

제일기획 분기 매출총이익 추이 및 전망



자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

제일기획 지역별 매출총이익 추이 및 전망



자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

제일기획 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출총이익	**257.1**	**263.1**	**278.5**	**304.1**	**261.7**	**270.9**	**284.2**	**319.8**	**1,164.9**	**1,102.7**	**1,136.7**
% YoY	1.8%	-14.6%	-2.0%	-5.0%	1.8%	3.0%	2.0%	5.2%	7.6%	-5.3%	3.1%
본사	58.4	75.3	79.5	77.7	60.6	83.9	81.7	90.9	302.7	290.9	317.0
매체	22.1	26.7	37.6	38.9	27.4	37.5	44.1	48.5	146.2	125.3	157.5
전파매체	3.4	3.8	6.2	2.5	2.4	4.1	4.6	3.1	13.8	16.0	14.1
인쇄매체	5.5	7.3	10.0	7.3	4.4	7.1	8.3	8.5	28.9	30.1	28.4
뉴미디어 등	13.2	15.5	21.4	29.0	20.6	26.3	31.2	36.9	103.5	79.1	115.0
광고물제작 등	36.3	48.6	41.9	38.8	33.1	46.3	37.6	42.4	156.5	165.6	159.5
연결자회사	198.7	187.8	199.0	226.3	201.2	187.1	202.5	229.0	862.2	811.8	819.7
판관비	**226.6**	**209.3**	**219.0**	**242.9**	**215.8**	**215.1**	**222.4**	**250.9**	**959.1**	**897.8**	**904.3**
% YoY	2.8%	-12.3%	-5.4%	-9.6%	-4.8%	2.8%	1.6%	3.3%	6.4%	-6.4%	0.7%
인건비	162.2	149.8	158.7	164.3	151.6	153.6	161.2	172.7	675.2	635.1	639.1
지급수수료	13.8	13.7	14.0	19.5	13.4	13.8	12.2	19.5	61.6	61.0	58.9
임차료	12.7	12.2	11.4	10.5	10.1	10.3	10.2	11.0	46.7	46.8	41.6
감가상각비	4.0	3.8	3.7	4.2	3.7	3.8	3.8	4.5	14.7	15.7	15.7
무형자산상각비	3.4	3.8	3.5	4.4	3.6	3.8	3.8	4.6	15.3	15.1	15.8
기타	30.5	25.9	27.8	40.1	33.4	29.9	31.3	38.5	145.6	124.2	133.2
영업이익	**30.5**	**53.8**	**59.4**	**61.2**	**45.9**	**55.8**	**61.7**	**69.0**	**205.8**	**204.9**	**232.4**
% YoY	-5.1%	-22.5%	12.8%	18.6%	50.4%	3.8%	3.8%	12.7%	13.6%	-0.4%	13.4%
영업이익률 (%)	4.5%	8.4%	8.7%	7.4%	7.0%	8.1%	8.8%	8.2%	6.0%	7.2%	8.1%
OP/GP	11.9%	20.4%	21.3%	20.1%	17.5%	20.6%	21.7%	21.6%	17.7%	18.6%	20.4%
법인세차감전순이익	35.8	49.0	57.4	62.3	45.7	54.3	61.1	68.7	209.8	204.5	229.8
법인세비용	10.7	15.6	15.2	18.0	13.0	15.2	16.6	18.7	70.4	59.5	63.5
당기순이익	**25.1**	**33.4**	**42.2**	**44.3**	**32.8**	**39.1**	**44.5**	**49.9**	**139.5**	**145.0**	**166.3**
당기순이익률 (%)	3.7%	5.2%	6.2%	5.4%	5.0%	5.7%	6.4%	6.0%	4.1%	5.1%	5.8%
주요 지표(광고비)											
전파매체	386.0	244.2	337.3	267.5	314.0	269.9	372.7	295.6	1,429.5	1,163.0	1,285.1
인쇄매체	598.0	413.8	571.5	453.2	532.1	447.4	617.9	490.1	2,214.8	1,970.6	2,130.7
뉴미디어(유료방송)	2,292.8	1,844.5	2,547.2	2,020.2	2,371.5	2,040.0	2,817.1	2,234.2	2,722.0	2,423.3	2,447.9
광고물제작(BTL)	363.4	245.0	338.4	268.4	315.0	252.5	348.6	276.5	535.2	463.9	510.3

자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

제일기획 (030000)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**3,477.9**	**3,421.7**	**2,835.5**	**2,880.9**	**2,874.7**
매출액증가율(%)	3.0	-1.6	-17.1	1.6	-0.2
매출원가	2,395.1	2,256.7	1,732.8	1,744.2	1,695.5
매출총이익	1,082.8	1,164.9	1,102.7	1,136.7	1,179.2
판매비와관리비	901.7	959.1	897.8	904.3	911.5
영업이익	**181.1**	**205.8**	**204.9**	**232.4**	**267.7**
영업이익률(%)	5.2	6.0	7.2	8.1	9.3
금융손익	8.9	3.2	-0.5	-1.6	-1.4
종속/관계기업관련손익	-0.3	0.1	-0.5	-0.4	-0.4
기타영업외손익	0.7	0.8	0.3	-0.6	-0.6
세전계속사업이익	190.5	209.8	204.2	229.8	265.2
법인세비용	58.6	70.4	59.4	63.5	69.8
당기순이익	**131.9**	**139.5**	**144.8**	**166.3**	**195.5**
지배주주지분 순이익	129.7	138.1	142.6	164.0	192.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,801.6	1,769.9	1,630.2	1,723.6	1,829.2
현금및현금성자산	367.8	408.1	501.7	577.1	685.1
매출채권	1,177.1	1,082.4	896.9	911.3	909.3
재고자산	39.8	30.7	25.5	25.9	25.8
비유동자산	370.5	482.9	484.5	489.7	494.5
유형자산	97.1	93.5	96.7	99.7	102.8
무형자산	158.5	162.0	164.0	165.9	167.6
투자자산	69.7	46.4	42.8	43.0	43.0
자산총계	**2,172.1**	**2,252.8**	**2,114.7**	**2,213.4**	**2,323.7**
유동부채	1,165.7	1,098.2	912.5	926.9	924.9
매입채무	575.2	527.2	436.9	443.9	442.9
단기차입금	13.2	14.1	14.1	14.1	14.1
유동성장기부채	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	113.5	197.7	183.7	184.8	184.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**1,279.3**	**1,296.0**	**1,096.1**	**1,111.6**	**1,109.5**
자본금	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0
자본잉여금	123.9	123.9	123.9	123.9	123.9
기타포괄이익누계액	-53.3	-44.3	-44.3	-44.3	-44.3
이익잉여금	1,142.9	1,195.8	1,255.3	1,336.2	1,446.1
비지배주주지분	10.2	10.2	12.4	14.6	17.2
자본총계	**892.8**	**956.8**	**1,018.5**	**1,101.7**	**1,214.2**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	**224.0**	**200.0**	**195.0**	**195.7**	**227.9**
당기순이익(손실)	131.9	139.5	144.8	166.3	195.5
유형자산감가상각비	19.3	16.5	21.9	22.9	23.9
무형자산상각비	18.2	15.3	7.9	8.1	8.3
운전자본의 증감	38.1	-40.6	20.5	-1.6	0.2
투자활동 현금흐름	**-87.5**	**-24.1**	**-11.6**	**-37.8**	**-36.8**
유형자산의 증가(CAPEX)	-20.3	-23.4	-25.0	-26.0	-27.0
투자자산의 감소(증가)	-15.8	23.3	3.6	-0.3	0.0
재무활동 현금흐름	**-96.4**	**-135.7**	**-89.8**	**-82.5**	**-83.1**
차입금증감	4.2	151.7	-6.8	0.5	-0.1
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	39.9	40.3	93.6	75.4	108.0
기초현금	327.9	367.8	408.1	501.7	577.1
기말현금	367.8	408.1	501.7	577.1	685.1

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	30,232	29,743	24,648	25,042	24,989
EPS(지배주주)	1,128	1,200	1,239	1,426	1,677
CFPS	2,068	2,622	2,028	2,247	2,551
EBITDAPS	1,900	2,066	2,040	2,290	2,607
BPS	7,672	8,229	8,746	9,450	10,405
DPS	770	820	820	820	820
배당수익률(%)	3.4	3.4	3.9	3.9	3.9
Valuation(Multiple)					
PER	20.0	20.0	17.0	14.8	12.6
PCR	10.9	9.2	10.4	9.4	8.3
PSR	0.7	0.8	0.9	0.8	0.8
PBR	2.9	2.9	2.4	2.2	2.0
EBITDA	218.6	237.7	234.7	263.4	299.9
EV/EBITDA	9.9	10.2	8.5	7.3	6.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.0	15.1	14.6	15.7	16.9
EBITDA이익률	6.3	6.9	8.3	9.1	10.4
부채비율	143.3	135.4	107.6	100.9	91.4
금융비용부담률	0.0	0.2	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	230.8	36.5	20.5	23.7	27.2
매출채권회전율(x)	2.8	3.0	2.9	3.2	3.2
재고자산회전율(x)	175.0	97.1	100.9	112.3	111.3

LG헬로비전(037560) 돌파구는 비용 절감

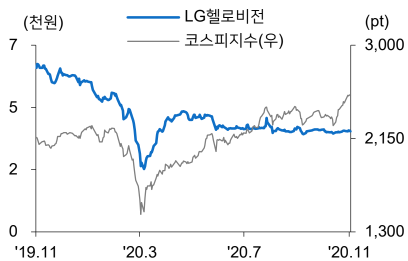
Analyst 정지수 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	4,600원
현재주가 (11. 19)	3,880원
상승여력	18.6%
KOSPI	2,547.42pt
시가총액	3,005억원
발행주식수	7,745만주
유동주식비율	49.27%
외국인비중	9.15%
52주 최고/최저가	6,480원/2,420원
평균거래대금	7.1억원
주요주주(%)	
LG유플러스	50.00
SK텔레콤	8.61

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.6	-12.5	-40.1
상대주가	-9.4	-32.0	-49.4

주가그래프



기저효과로 양호한 2H20 실적 전망

- 영업이익은 3Q20 93억원(+130.9% YoY)에 이어 4Q20 69억원(+167.1% YoY)으로 회복
- 대주주 변경에 따른 영업 활동 둔화로 어닝 쇼크를 기록한 2H19 실적이 기저효과로 작용
- 유료방송 가입자 순감은 2019년 4.2만명을 기록했으나, 올해는 3Q20 누적 0.5만명으로 축소

2021년 연결 영업이익 405억원(+22.1% YoY) 전망

- 2021년 연결 매출액 1조 410억원(-1.6% YoY), 영업이익 405억원(+22.1% YoY) 전망
- 2021년 유료방송 가입자는 3.7만명 감소한 411만명, 유료방송 ARPU는 11,206원(-0.6% YoY) 전망
- 통신설비 사용료, 감가상각비 등 주요 영업비용의 하락으로 점진적인 실적 개선은 가능할 전망

투자의견 Hold 유지, 적정주가는 5,100원에서 4,600원으로 하향

- 국내 유료방송 시장이 IPTV 위주로 재편된 만큼 케이블TV 가입자 이탈은 불가피할 전망이며, LG유플러스와의 결합 프로모션, 망 이용대가 및 콘텐츠 구매비용 절감 등이 기업가치 개선의 열쇠
- 투자의견 Hold 유지, 적정주가는 실적 추정치 변경을 반영해 기존 5,100원에서 4,600원으로 9.8% 하향

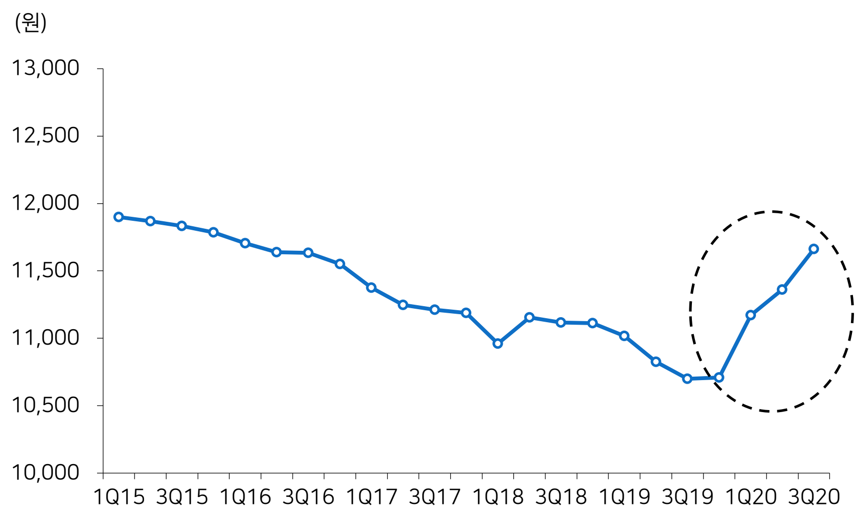
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,178.0	67.2	39.1	505	35.4	13,593	18.1	0.7	3.7	3.8	84.0
2019	1,112.2	29.3	-94.2	-1,217	-340.9	12,283	-5.0	0.5	3.9	-9.4	88.2
2020E	1,057.4	33.2	20.2	261	-121.4	12,469	14.9	0.3	3.7	2.1	91.5
2021E	1,041.0	40.5	27.5	355	35.9	12,749	10.9	0.3	3.6	2.8	89.1
2022E	1,028.9	40.7	48.2	622	75.3	13,296	6.2	0.3	3.1	4.8	78.1

LG헬로비전 – 돌파구는 비용 절감

LG유플러스와의 시너지 찾기

- 영업이익은 3Q20 93억원(+130.9% YoY)에 이어 4Q20 69억원(+167.1% YoY)으로 회복
- 유료방송 가입자 이탈에도 디지털TV ARPU 회복세가 나타나고 있는 점은 긍정적
- 2021년 연결 매출액 1조 410억원(-1.6% YoY), 영업이익 405억원(+22.1% YoY) 전망 ㅇㅇ
- 2021년 유료방송 가입자는 3.7만명 감소한 411만명, 유료방송 ARPU는 11,206원(-0.6% YoY) 전망
- 투자의견 Hold 유지, 적정주가는 실적 추정치 변경을 반영해 기존 5,100원에서 4,600원으로 9.8% 하향

LG헬로비전 디지털TV ARPU 추이



자료: LG헬로비전, 메리츠증권 리서치센터

LG헬로비전 Valuation

구분	내용	비고
EBITDA(십억원)	215.0	2021년 예상
Target EV/EBITDA(배)	4.0	과거 4년 평균
영업가치(십억원)	870.2	
순차입금(십억원)	512.8	
적정기업가치(십억원)	357.4	
발행주식수(천주)	77,447	
적정주가(원)	**4,615**	

자료: LG헬로비전, 메리츠증권 리서치센터

LG헬로비전 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
영업수익	**258.9**	**270.1**	**261.8**	**266.7**	**250.3**	**269.4**	**260.8**	**260.5**	**1,112.2**	**1,057.4**	**1,041.0**
% YoY	-6.0%	-5.4%	-4.2%	-4.0%	-3.3%	-0.3%	-0.4%	-2.3%	-5.6%	-4.9%	-1.6%
HOME	174.5	172.2	172.2	166.4	169.7	169.1	169.1	163.9	708.6	685.3	671.7
방송	143.9	140.8	140.8	136.0	139.8	139.6	140.0	135.3	582.9	561.5	554.6
인터넷	25.6	26.1	26.4	25.7	25.4	25.1	24.9	24.6	105.0	103.7	100.0
인터넷 전화	5.0	5.4	5.0	4.8	4.6	4.4	4.2	4.0	20.7	20.2	17.1
알뜰폰(MVNO)	50.3	41.7	42.5	48.7	46.1	43.3	43.9	44.2	218.8	183.2	177.4
서비스	41.8	39.7	38.4	41.4	39.2	36.8	37.3	37.5	194.2	161.3	150.8
단말기	8.5	2.0	4.1	7.3	6.9	6.5	6.6	6.6	24.7	21.9	26.6
기타	34.0	56.1	47.1	51.6	34.6	57.0	47.8	52.4	184.8	188.9	191.9
영업비용	**251.4**	**260.6**	**252.5**	**259.7**	**243.9**	**256.5**	**247.9**	**252.1**	**1,082.9**	**1,024.2**	**1,000.4**
% YoY	-4.2%	-5.5%	-6.3%	-5.6%	-3.0%	-1.5%	-1.8%	-2.9%	-2.5%	-5.4%	-2.3%
프로그램 사용료	43.0	40.4	41.5	43.0	42.7	42.5	43.6	42.5	178.6	167.9	171.4
통신설비 사용료	32.4	31.7	31.5	32.1	31.3	31.0	30.8	30.7	145.4	127.6	123.7
지급수수료	42.0	49.2	45.2	46.4	46.5	46.8	46.7	46.5	195.5	182.7	186.5
인건비	24.3	25.2	25.7	23.9	23.6	23.9	23.7	22.3	99.4	99.1	93.5
유무형자산상각비	47.9	47.2	45.9	45.2	42.3	45.6	43.5	43.0	204.3	186.2	174.5
영업이익	**7.5**	**9.5**	**9.3**	**6.9**	**6.4**	**12.9**	**12.9**	**8.4**	**29.2**	**33.2**	**40.5**
% YoY	-42.5%	-1.4%	130.9%	167.1%	-14.5%	35.2%	38.5%	21.3%	-56.5%	13.5%	22.1%
영업이익률(%)	2.9%	3.5%	3.6%	2.6%	2.6%	4.8%	4.9%	3.2%	2.6%	3.1%	3.9%
법인세차감전순이익	5.3	7.8	7.6	5.2	4.8	11.4	11.5	7.1	-91.0	25.9	34.9
법인세비용	1.0	2.1	1.7	0.9	1.0	2.5	2.4	1.5	3.3	5.7	7.4
당기순이익	**4.3**	**5.8**	**5.9**	**4.3**	**3.8**	**8.9**	**9.1**	**5.7**	**-94.2**	**20.2**	**27.5**
당기순이익률(%)	1.6%	2.1%	2.2%	1.6%	1.5%	3.3%	3.5%	2.2%	-8.5%	1.9%	2.6%
가입자 (천명)											
방송 가입자수	4,155	4,155	4,152	4,143	4,133	4,124	4,115	4,106	4,157	4,143	4,106
디지털 가입자수	2,700	2,697	2,680	2,682	2,684	2,686	2,689	2,691	2,719	2,682	2,691
디지털 전환율	65.0%	64.9%	64.5%	64.7%	64.9%	65.1%	65.3%	65.5%	65.4%	64.7%	65.5%

자료: LG헬로비전, 메리츠증권 리서치센터

LG헬로비전 (037650)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**1,178.0**	**1,112.2**	**1,057.4**	**1,041.0**	**1,028.9**
매출액증가율(%)	5.2	-5.6	-4.9	-1.6	-1.2
매출원가	116.9	90.0	85.5	84.2	83.2
매출총이익	1,061.1	1,022.2	971.9	956.8	945.6
판매비와관리비	993.9	993.0	938.7	916.2	904.9
영업이익	**67.2**	**29.3**	**33.2**	**40.5**	**40.7**
영업이익률(%)	5.7	2.6	3.1	3.9	4.0
금융손익	-10.6	-11.1	-8.4	-7.2	14.8
종속/관계기업관련손익	0.2	0.2	-0.6	-0.6	0.0
기타영업외손익	-5.5	-109.3	1.7	2.2	0.0
세전계속사업이익	51.2	-91.0	25.9	34.9	55.5
법인세비용	12.1	3.3	5.7	7.4	7.4
당기순이익	**39.1**	**-94.2**	**20.2**	**27.5**	**48.2**
지배주주지분 순이익	39.1	-94.2	20.2	27.5	48.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	**262.6**	**250.4**	**198.5**	**201.6**	**220.1**
당기순이익(손실)	39.1	-94.2	20.2	27.5	48.2
유형자산감가상각비	158.9	159.0	143.7	134.3	134.3
무형자산상각비	113.2	51.9	42.5	40.2	38.7
운전자본의 증감	-81.7	-44.5	-7.8	-0.3	-1.0
투자활동 현금흐름	**-207.5**	**-114.7**	**-264.0**	**-149.2**	**-118.9**
유형자산의 증가(CAPEX)	-178.5	-104.6	-120.0	-130.0	-130.0
투자자산의 감소(증가)	14.2	21.4	-95.3	20.4	40.8
재무활동 현금흐름	**-10.7**	**-164.1**	**89.0**	**-6.3**	**-77.8**
차입금증감	-1.4	-77.0	56.7	-0.5	-72.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	44.4	-28.3	23.7	46.2	23.4
기초현금	64.7	109.1	80.7	104.4	150.6
기말현금	109.1	80.7	104.4	150.6	174.0

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	333.9	332.3	350.1	392.4	413.0
현금및현금성자산	109.1	80.7	104.4	150.6	174.0
매출채권	171.0	151.4	144.0	141.7	140.1
재고자산	16.5	5.2	11.3	11.2	11.0
비유동자산	1,603.1	1,458.3	1,499.3	1,474.4	1,420.6
유형자산	697.2	664.7	641.0	636.7	632.4
무형자산	797.4	593.1	600.6	600.4	591.7
투자자산	35.8	14.5	109.8	89.3	48.6
자산총계	**1,937.0**	**1,790.7**	**1,849.3**	**1,866.7**	**1,833.5**
유동부채	354.5	582.9	424.3	426.2	382.8
매입채무	15.5	19.8	18.8	18.6	18.3
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	149.9	342.3	195.5	201.0	161.0
비유동부채	529.8	256.4	459.4	453.2	421.1
사채	363.0	29.9	94.5	74.5	58.5
장기차입금	150.0	150.0	289.0	303.0	287.0
부채총계	**884.3**	**839.4**	**883.6**	**879.4**	**803.8**
자본금	193.6	193.6	193.6	193.6	193.6
자본잉여금	190.1	190.1	190.1	190.1	190.1
기타포괄이익누계액	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
이익잉여금	669.0	567.6	582.0	603.7	646.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**1,052.7**	**951.3**	**965.7**	**987.4**	**1,029.7**

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	15,211	14,361	13,654	13,441	13,285
EPS(지배주주)	505	-1,217	261	355	622
CFPS	4,635	4,121	2,865	2,807	3,004
EBITDAPS	4,381	3,101	2,833	2,777	2,760
BPS	13,593	12,283	12,469	12,749	13,296
DPS	75	75	75	75	75
배당수익률(%)	0.8	1.2	1.9	1.9	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	18.1	-5.0	14.9	10.9	6.2
PCR	2.0	1.5	1.4	1.4	1.3
PSR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.5	0.3	0.3	0.3
EBITDA	339.3	240.2	219.4	215.0	213.7
EV/EBITDA	3.7	3.9	3.7	3.6	3.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.8	-9.4	2.1	2.8	4.8
EBITDA이익률	28.8	21.6	20.7	20.7	20.8
부채비율	84.0	88.2	91.5	89.1	78.1
금융비용부담률	1.6	1.8	1.8	1.9	1.8
이자보상배율(x)	3.6	1.5	1.7	2.0	2.1
매출채권회전율(x)	6.3	6.9	7.2	7.3	7.3
재고자산회전율(x)	66.3	103.0	128.3	92.6	92.8

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 직전 1개월간 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 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

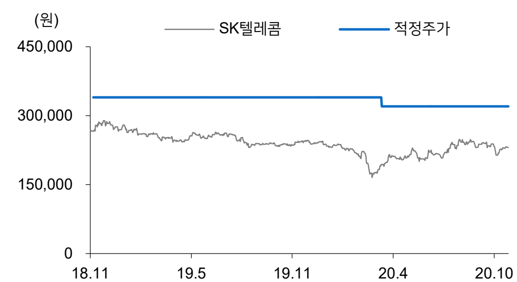
2020년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK텔레콤 (017670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.11.12	산업분석	Buy	340,000	정지수	-25.1	-14.9
2019.11.12		1년 경과			-34.4	-27.5
2020.04.09	산업브리프	Buy	320,000	정지수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

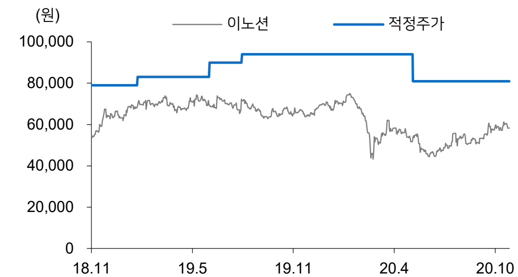


이노션 (214320) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.10.29	기업브리프	Buy	79,000	정지수	-20.7	-11.9
2019.01.28	기업브리프	Buy	83,000	정지수	-15.4	-10.5
2019.06.05	산업분석	Buy	90,000	정지수	-22.5	-17.9
2019.08.02	기업브리프	Buy	94,000	정지수	-31.7	-20.2
2020.06.02	산업분석	Buy	81,000	정지수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

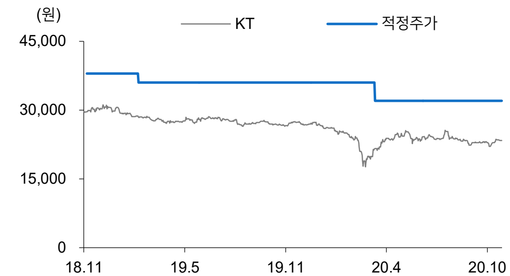


KT (030200) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.11.12	산업분석	Buy	38,000	정지수	-21.4	-18.0
2019.02.12	기업브리프	Buy	36,000	정지수	-24.0	-20.4
2020.02.12		1년 경과			-38.6	-29.4
2020.04.09	산업브리프	Buy	32,000	정지수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

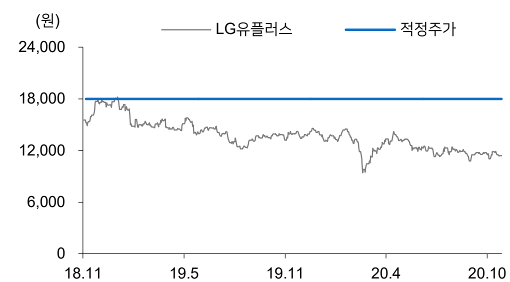


LG유플러스 (032640) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.11.12	산업분석	Trading Buy	18,000	정지수	-11.8	1.1
2019.05.03	기업브리프	Buy	18,000	정지수	-25.2	-12.2
2020.05.03		1년 경과			-	-
2020.05.03	기업브리프	Buy	18,000	정지수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

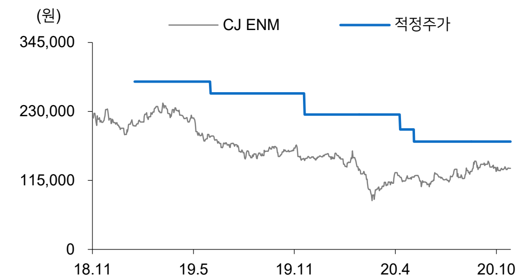


CJ ENM (035760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.01.21	기업브리프	Buy	280,000	정지수	-22.4	-12.9
2019.06.05	산업분석	Buy	260,000	정지수	-36.0	-27.3
2019.11.20	산업분석	Buy	225,000	정지수	-40.6	-26.9
2020.05.08	기업브리프	Buy	200,000	정지수	-41.0	-38.5
2020.06.02	산업분석	Buy	180,000	정지수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

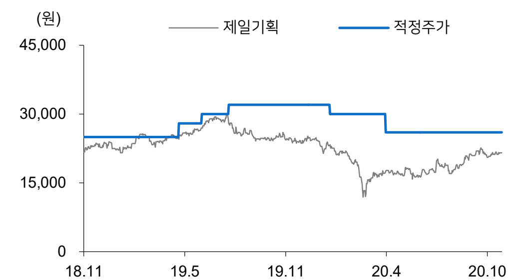


제일기획 (030000) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.10.29	기업브리프	Trading Buy	25,000	정지수	-5.8	2.8
2019.04.25	기업브리프	Trading Buy	28,000	정지수	-7.2	-3.8
2019.06.05	산업분석	Trading Buy	30,000	정지수	-4.5	-0.5
2019.07.23	기업브리프	Trading Buy	32,000	정지수	-20.1	-12.3
2019.10.24	기업브리프	Buy	32,000	정지수	-24.6	-18.8
2020.01.20	기업브리프	Buy	30,000	정지수	-38.3	-22.3
2020.04.28	기업브리프	Buy	26,000	정지수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

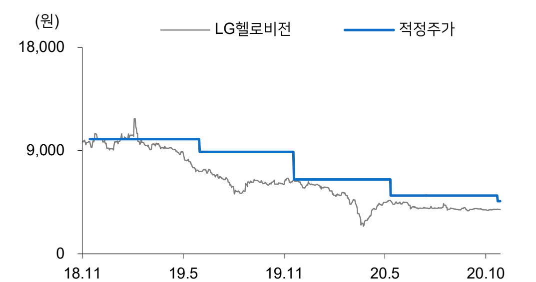


LG헬로비전 (037560) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2018.11.21	산업분석	Trading Buy	10,000	정지수	-6.5	18.0
2019.06.05	산업분석	Trading Buy	8,900	정지수	-28.9	-17.2
2019.11.20	산업분석	Hold	6,500	정지수	-24.3	-0.5
2020.05.11	기업브리프	Hold	5,100	정지수	-20.7	-9.4
2020.11.20	산업분석	Hold	4,600	정지수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이



윈스 (136540) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.03.04	산업분석	Buy	17,000	정지수	-17.5	4.4
2020.02.28	기업브리프	Buy	18,000	정지수	-10.0	25.3
2020.11.20	산업분석	Buy	20,500	정지수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이