

2023년 전망 시리즈

10

통신/미디어

Baton Pass

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
콘텐츠리중앙 (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	Part II	광고/영화/유료방송	37	Part III	미디어/콘텐츠	75
기업분석	KT (030200)	22	기업분석	제일기획 (030000)	52	기업분석	CJ ENM (035760)	110
	SK텔레콤 (017670)	27		이노션 (214320)	58		스튜디오드래곤 (253450)	115
	LG유플러스 (032640)	32		CJ CGV (079160)	63		콘텐츠리중앙 (036420)	122
				스카이라이프 (053210)	69		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 1인	7.79		
신한은행 외 2인	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

	매출액	영업이익	순이익	EPS (원)	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(지배주주)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
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

통신 본업의 성장은 제한적

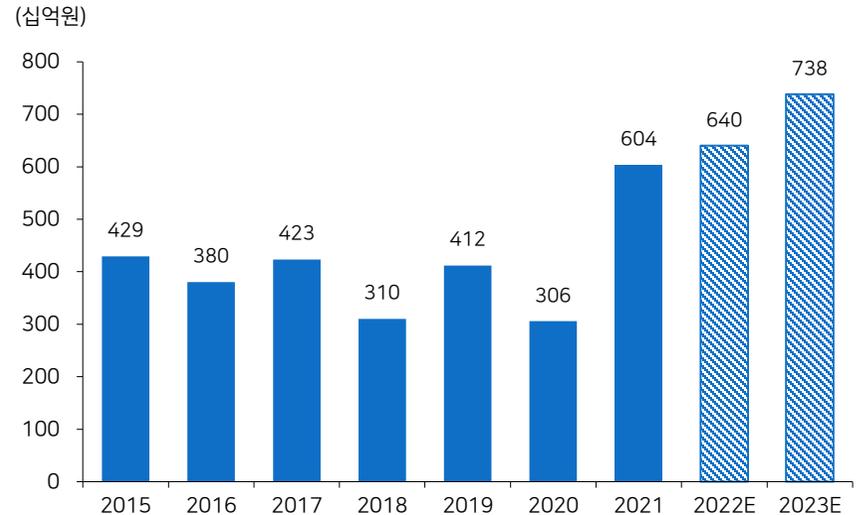
- 3Q22 연결 매출액과 영업이익은 각각 6.47조원(+4.1% YoY), 4,423억원(+15.7% YoY) 전망
- 임금단체협상 타결이 4Q22로 지연됨에 따라 인건비 부담은 제한적. 마케팅비용 안정화 역시 지속
- 2023년 연결 실적은 매출액 26조 3,379억원(+2.8% YoY), 영업이익 1조 9,059억원(+4.7% YoY) 전망
- 2023년 말 기준 5G 가입자는 1,037만명으로 핸드셋 가입자 대비 70.9% 보급률 기록 전망
- 2023년 무선 ARPU 31,488원(-2.5% YoY), 무선 서비스수익 6.2조원(-0.5%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

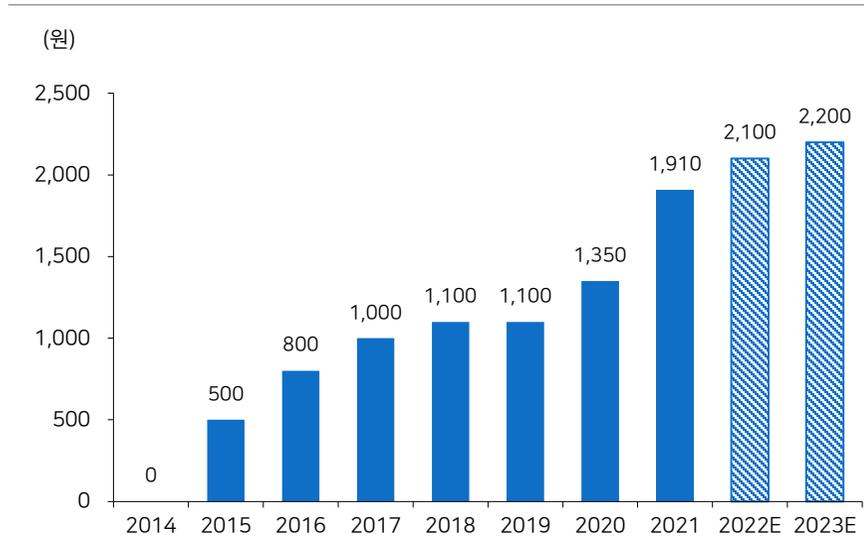
KT – DIGICO KT가 선보이는 2023년

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

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 (전주)			261,112	
적정가치 (원)			51,070	
적정주가 (원)			51,000	

자료: 메리츠증권 리서치센터

KT 실적 추이 및 전망

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

(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

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 손이익	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 12인	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

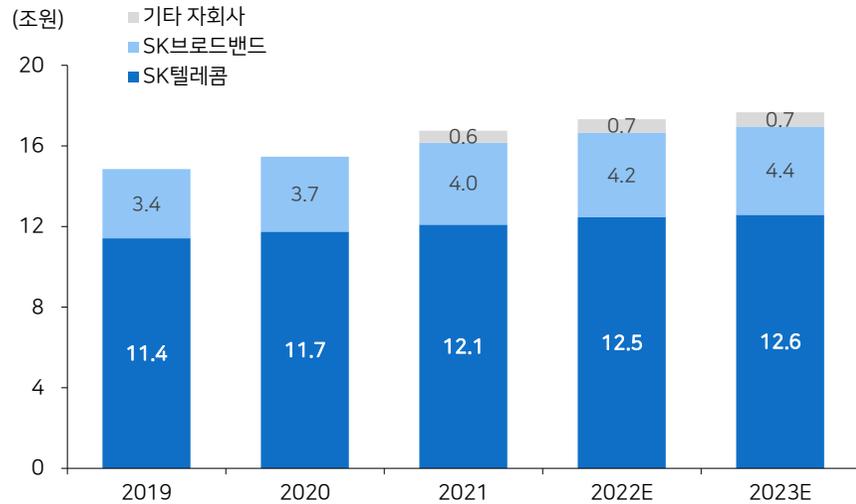
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	16,087.8	1,248.6	1,504.4	3,726	74.3	58,812	12.8	0.8	5.5	6.4	96.4
2021	16,748.6	1,387.2	2,407.5	6,841	84.9	52,914	8.5	1.1	4.2	13.6	150.6
2022E	17,329.2	1,661.5	1,004.7	4,591	-31.9	54,217	11.0	0.9	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

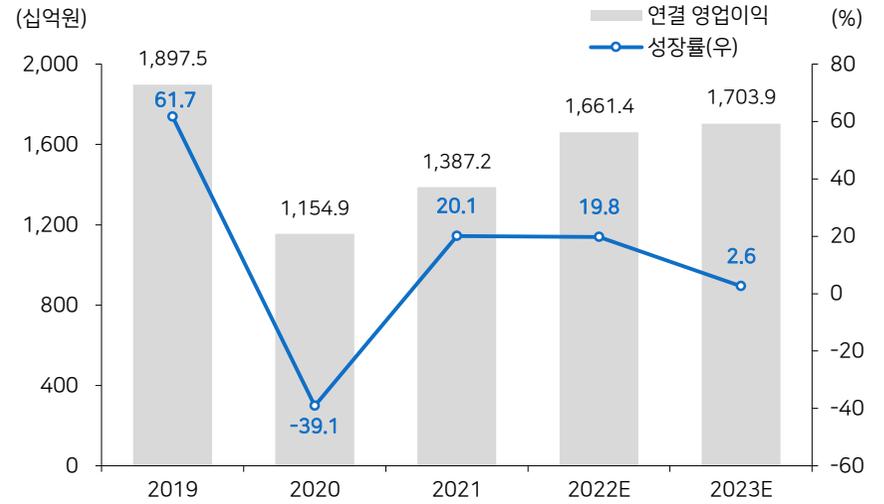
- 3Q22 연결 매출액과 영업이익은 각각 4.36조원(+3.5% YoY), 4,569억원(+17.0% YoY) 전망
- 플래그십 단말기 출시에도 불구하고 마케팅 경쟁은 안정적인 수준으로 유지
- 2023년 연결 실적은 매출액 17조 6,713억원(+2.0% YoY), 영업이익 1조 7,039억원(+2.6% YoY) 전망
- 무선 ARPU는 29,913원(-1.8% YoY)을 전망하나, 마케팅비용과 감가상각비 하향 안정화 추세 지속 전망
- 2023년 말 기준 5G 가입자는 1,624만명(보급률 70.3%), 이동전화수익 전년 대비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

SK텔레콤 연결 매출액 추이 및 전망



자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

SK텔레콤 연결 영업이익 추이 및 전망



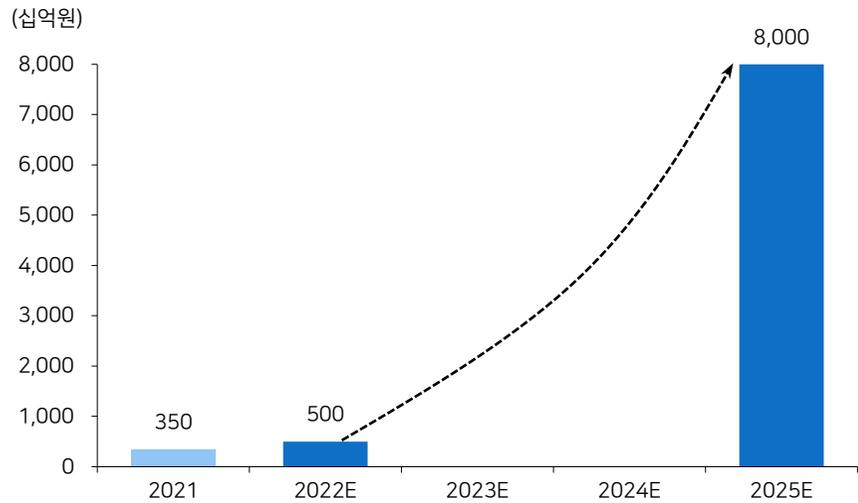
자료: SK텔레콤, 메리츠증권 리서치센터

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

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

(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

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 손이익	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

	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

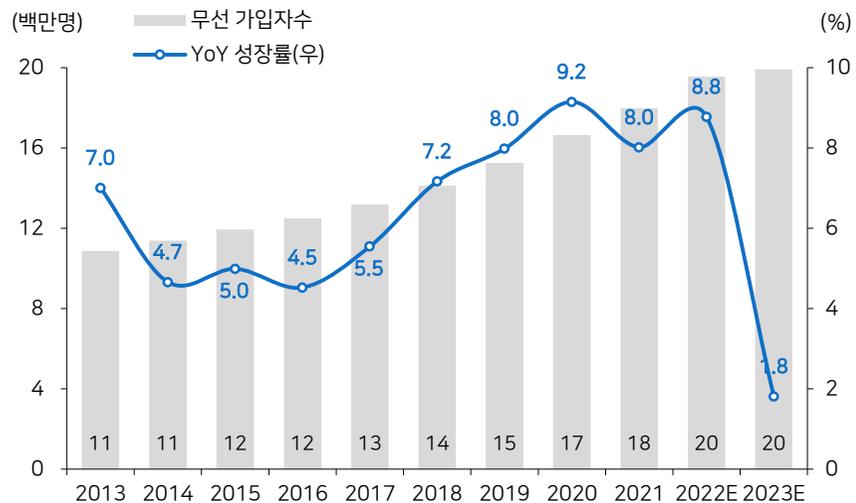
2023년 전망 시리즈 10

통신/미디어

가입자 증가에도
ARPU 하락 지속

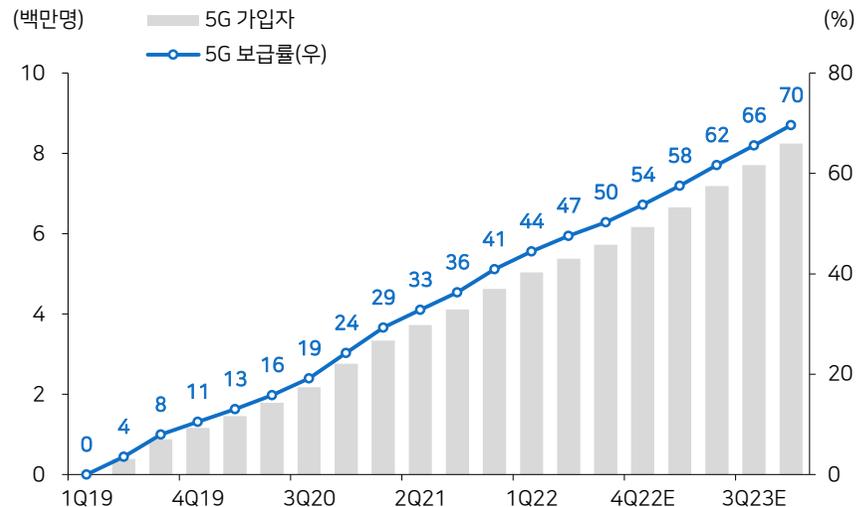
- 3Q22 연결 실적은 매출액 3.48조원(+0.2% YoY), 영업이익 2,591억원(-6.4% YoY) 전망
- 기업인프라 관련 수주 일부 지연으로 3Q22 기업인프라 매출액은 전년 대비 -2.4% 감소 전망
- 3Q22 무선 ARPU 29,133원(-5.8% YoY)을 예상하며 무선 서비스수익은 전년 대비 +2.0% 성장 전망
- MNO의 질적 성장과 MVNO의 양적 성장에 집중하면서 무선 ARPU 하락에도 가입자는 꾸준히 증가할 전망

무선 가입자수 및 성장률



자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

5G 가입자수와 보급률 추이 및 전망



자료: LG유플러스, 메리츠증권 리서치센터

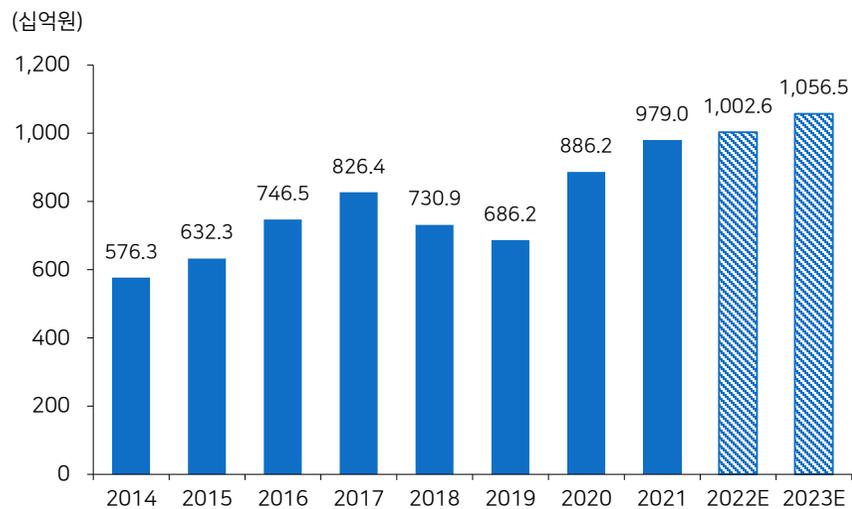
LG유플러스 – 성장에 대한 확신이 필요

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

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 매력적이거나, 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

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

(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

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 대형 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 확대에 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

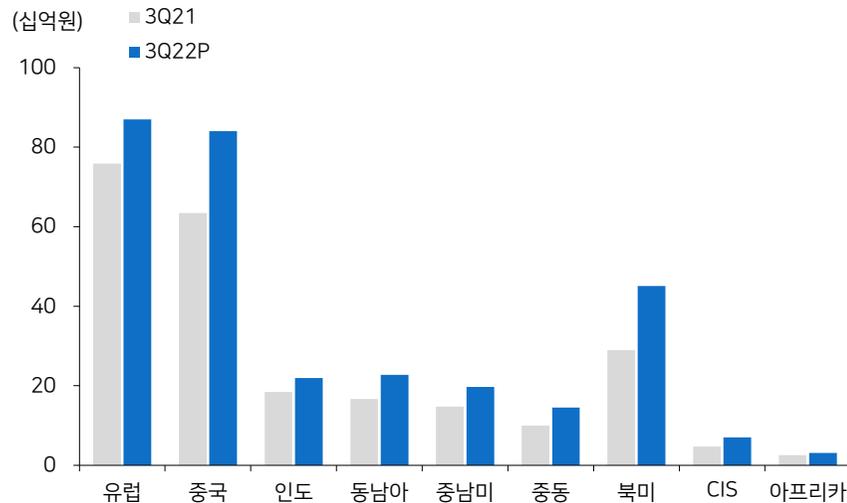
제일기획 – 성장하는 방어주

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

매 분기 신기록 행진

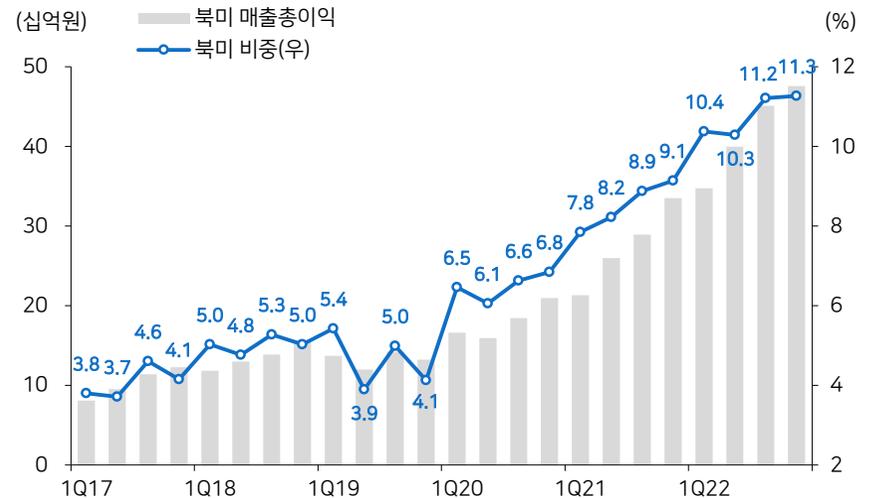
- 3Q22 연결 매출총이익 4,020억원(+23.4% YoY), 영업이익 931억원(+32.7% YoY)으로 최대 실적 달성
- 해외 전 지역에서 두자릿수 성장 달성. 특히, 북미 시장은 최근 2년간 +52.5% 고성장 지속
- 4Q22 연결 매출총이익과 영업이익 각각 4,222억원(+15.2% YoY), 895억원(+37.7% YoY)으로 성장 지속
- 북미 매출총이익 비중은 2017년 3.8%에서 2022년 11.3%로 빠르게 증가

3Q21 vs 3Q22 지역별 매출총이익 비교



자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

제일기획 북미 매출총이익 및 비중



자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

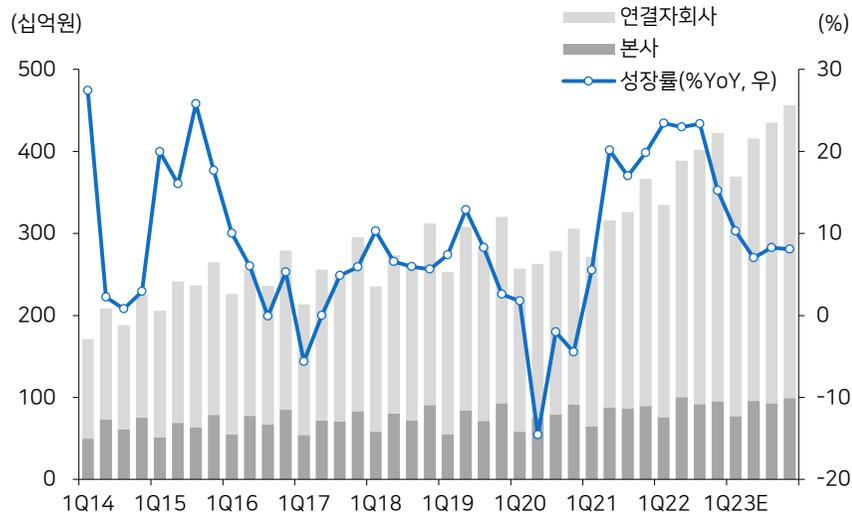
제일기획 – 성장하는 방어주

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

2023년 전 지역 순성장 지속

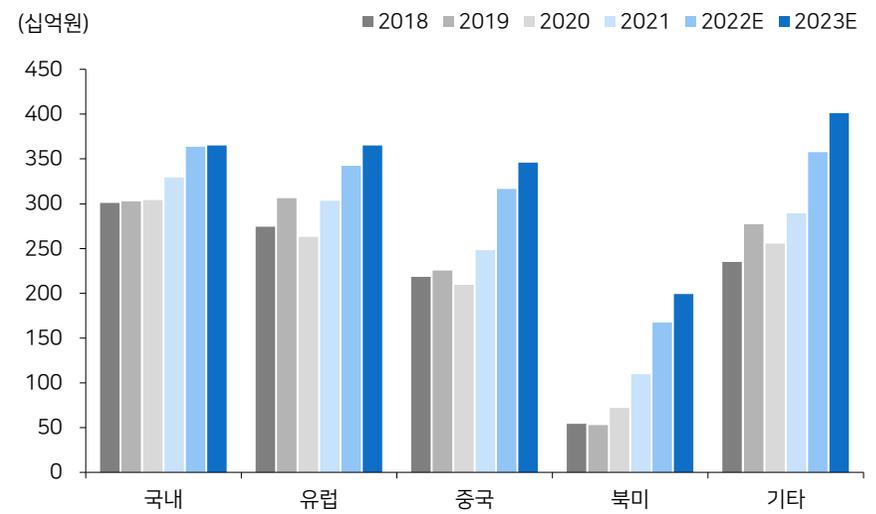
- 2023년 연결 매출총이익 1조 6,766억원(+8.3% YoY), 영업이익 4,028억원(+21.5% YoY) 전망
- 경기 둔화 우려로 일부 광고주들의 광고 예산 축소에도, 퍼포먼스 광고 기반 동사의 대행 물량은 되려 증가
- 지역별 YoY 성장률은 유럽 +6.7%, 중국 +9.2%, 북미 +19.1%, 인도 +14.4%, 동남아 +15.1% 등
- 북미 지역은 삼성전자의 마케팅 대행 영역 및 아이템 확대로 향후 2~3년 두자릿수 성장 지속 전망

제일기획 분기 매출총이익 추이 및 전망



자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

제일기획 지역별 매출총이익 추이 및 전망



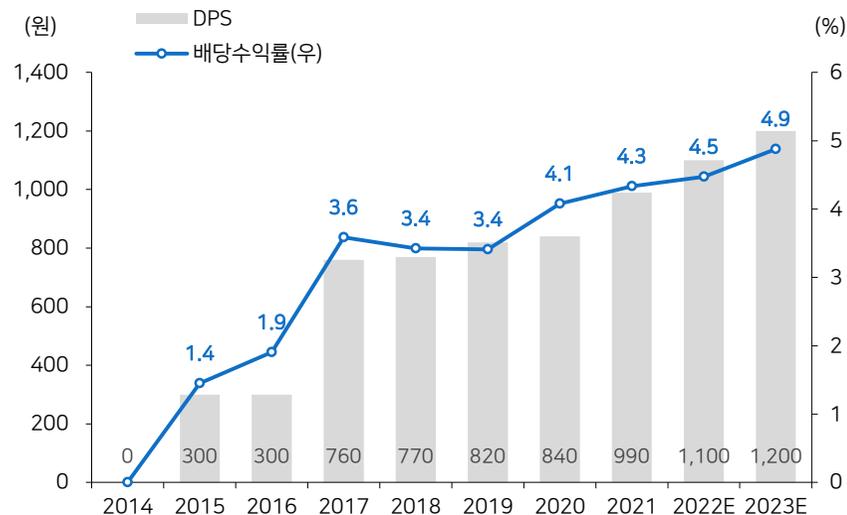
자료: 제일기획, 메리츠증권 리서치센터

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

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

(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)

2023년 전망 시리즈 10

통신/미디어

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
영업활동 현금흐름	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 신시장 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

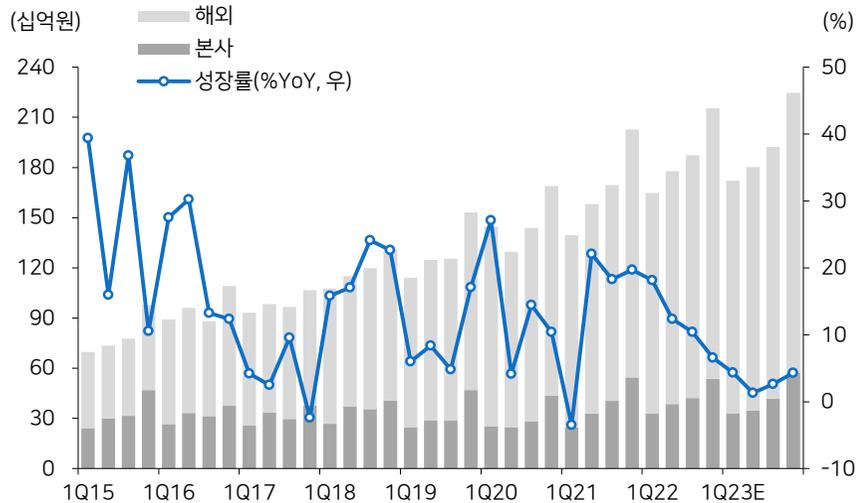
	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,221.1	111.5	63.5	3,174	-10.9	38,463	18.8	1.5	5.3	8.3	160.7
2021	1,502.0	135.7	65.9	3,295	3.4	41,003	16.8	1.4	3.6	8.3	163.7
2022E	1,561.5	132.1	63.8	3,191	3.9	42,393	12.5	0.9	2.0	7.7	158.9
2023E	1,613.2	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

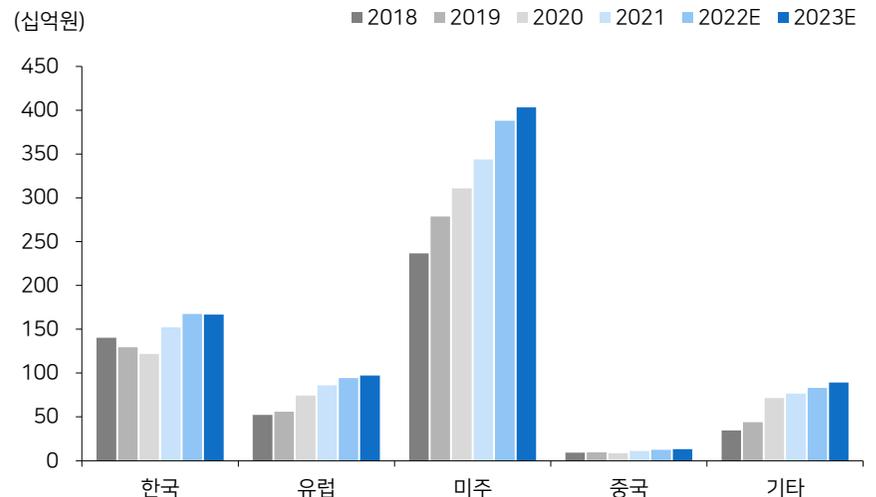
- 4Q22 그랜저 풀체인지 등 신차 효과 지속과 카타르 월드컵 개최로 매출총이익과 영업이익 모두 개선 전망
- 11월 카타르 월드컵 개막에 따른 매출총이익 증가 효과는 이전과 동일하게 약 100억원 수준 예상
- 2023년 연결 매출총이익과 영업이익은 각각 7,685억원(+3.2% YoY), 1,396억원(+5.7% YoY) 전망
- 다만, 2023년에는 주요 고객사의 신차 출시 라인업이 축소됨에 따라 캡티브 물량 소폭 감소 예상
- 2Q22 기준 5,609억원의 순현금을 보유 중이며, 밸류에이션 역시 PER 10.8배 수준으로 매력적

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

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

현대차

출시 시장	2019	2020	2021	2022E	2023E
한국	<ul style="list-style-type: none"> IONIQ HEV F/L (1월) 쏘나타 신형 (3월) IONIQ EV F/L (5월) 베뉴 (7월) 쏘나타 HEV (9월) 코나 HEV (8월) 포터 F/L (11월) 그랜저 F/L (11월) 포터 EV (12월) 	<ul style="list-style-type: none"> GV80 (1월) G80 (3월) i30 F/L (3월) 아반떼 (4월)/아반떼 HEV (7월) 쏘타페 F/L (7월) 투싼 (8월) 투싼 HEV (8월) G70 F/L (8월) 코나 F/L (11월) GV70 (12월) 	<ul style="list-style-type: none"> IONIQ 5 (4월) 스타리아 (4월) G80EV (8월) 캐스퍼 (9월) GV60 (10월) G90 (4Q) 펠리세이드 F/L (4Q) 	<ul style="list-style-type: none"> 그랜저 풀제인지 (4Q) IONIQ 6 (10월) G90 (HDP, 12월) 	<ul style="list-style-type: none"> IONIQ 7 (2024)
미국	<ul style="list-style-type: none"> G90 F/L (5월) 펠리세이드 (7월) 베뉴 (9월) 쏘나타 (10월) IONIQ F/L (11월) 	<ul style="list-style-type: none"> 아반떼 (11월) G80 (12월) GV80 (12월) 	<ul style="list-style-type: none"> G70 F/L (1Q) 쏘타페 F/L (1Q) 투싼 (3월) IONIQ 5 (5월) GV70 (5월) 	<ul style="list-style-type: none"> G80 EV (9월) GV60 EV (6월) 	<ul style="list-style-type: none"> IONIQ 6 (1Q23) 쏘타페 HEV (4Q23) GV70 (현지생산) IONIQ 7 (2024)
중국	<ul style="list-style-type: none"> 쏘나타 PHEV (2월) 코나 (3월) 아반떼 PHEV (8월) 투싼 F/L (9-10월) 쏘타페 신형 (11월) 라페스타 (12월) 	<ul style="list-style-type: none"> 라페스타 EV (1월) 쏘나타 (6월) 아반떼 (9월) ix35 F/L (11월) 	<ul style="list-style-type: none"> 미스트라 (1월) 미스트라 EV (3월) 라페스타 F/L (3Q) Custo (2H) 중국형 MPV (2H) 투싼 (2H) 	<ul style="list-style-type: none"> 크레타 (상품성개선, 2H) ix35 (상품성개선, 2H) 	
유럽	<ul style="list-style-type: none"> IONIQ F/L (5월) i10 (12월) 	<ul style="list-style-type: none"> i30 F/L (6월) i20 (7월) 코나 F/L (9월) 쏘타페 F/L (11월) 	<ul style="list-style-type: none"> i20 F/L (1Q) IONIQ 5 (2Q) 스타리아 (2Q) 쏘타페 PHEV (2Q) 투싼 PHEV (2Q) GV70 (2Q) G80 EV (8월) 바이온 (3월) 		<ul style="list-style-type: none"> IONIQ 6 (1Q23) IONIQ 7 (2024)
인도	<ul style="list-style-type: none"> 베뉴 (5월) 코나 (5월) i10 (12월) 	<ul style="list-style-type: none"> Creta (3월) 베르나 F/L (3월) i20 (10월) 	<ul style="list-style-type: none"> Creta 롱바디 (5월) 알카자르 (8월) i20N (9월) 		

자료: 현대차, 메리츠증권 리서치센터

기아

출시 시장	2019	2020	2021	2022E	2023E
한국	<ul style="list-style-type: none"> 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) 	<ul style="list-style-type: none"> 봉고 EV (1월) 소렌토 (2월) 소렌토 HEV (2월) 모닝 F/L (3월) 카니발 (8월) 스팅어 F/L (9월) 	<ul style="list-style-type: none"> K7 (3월) K7HEV (3월) K3 F/L (4월) K8 (4월) K9 F/L (5월) 스포티지 (7월) 스포티지 HEV (7월) EV 6 (7월) 	<ul style="list-style-type: none"> NIRO (1Q) 쏘울 F/L (1H) 셀토스 F/L (2H) 	<ul style="list-style-type: none"> EV9 (2Q) 소렌토 F/L (2H) 카니발 F/L (2H) K5 F/L (2H)
미국	<ul style="list-style-type: none"> 스포티지 F/L (1월) 텔루라이드 (2월) 쏘울 EV (2월) 쏘울 (3월) 니로 F/L (11월) 셀토스 (12월) 	<ul style="list-style-type: none"> K7 F/L (1월) K5 (5월) 소렌토 HEV (12월) 소렌토 (12월) 리오 F/L (12월) 	<ul style="list-style-type: none"> 카니발 (3월) 스팅어 F/L (3월) 소렌토 PHEV (6월) 스포티지 (4Q) K3 F/L (4Q) 	<ul style="list-style-type: none"> EV6 (1Q) 스포티지 HEV (2Q) 스포티지 PHEV (2Q) 텔루라이드 F/L (2Q) 	<ul style="list-style-type: none"> EV9 (3Q) 소렌토 F/L (2H) 카니발 F/L (2H) K5 F/L (2H)
중국	<ul style="list-style-type: none"> K3 PHEV (7월) 스포티지 F/L (2월) 셀토스 (11월) 	<ul style="list-style-type: none"> K3 EV (5월) K5 (8월) 	<ul style="list-style-type: none"> 즈파오 F/L (2Q) 카니발 (3Q) 		
유럽	<ul style="list-style-type: none"> 스포티지 F/L (2월) K3 (4월) K3 PHEV (5월) 니로 F/L (6월) Ceed (8월) Ceed PHEV (11월) Ceed 웨건 PHEV (11월) 	<ul style="list-style-type: none"> 소렌토 (4월) 소렌토 HEV (4월) 모닝 F/L (5월) 프라이드 F/L (5월) 스토닉 F/L (9월) 스팅어 F/L (11월) 소렌토 HEV/PHEV (12월) 소렌토 (12월) 	<ul style="list-style-type: none"> EV6 (7월) Ceed F/L (8월) 스포티지 (4Q) 스포티지 HEV (4Q) 	<ul style="list-style-type: none"> 스포티지 PHEV (1Q) NIRO (4월) NIRO HEV (2H) NIRO PHEV (2H) 	<ul style="list-style-type: none"> EV9 (3Q) 소렌토 F/L (2H) 카니발 F/L (2H) K5 F/L (2H)
인도	<ul style="list-style-type: none"> 셀토스 (7월) 	<ul style="list-style-type: none"> 카니발 CKD (1월) Sonet (9월) 		<ul style="list-style-type: none"> KYMPV (1Q) 	

자료: 기아, 메리츠증권 리서치센터

이노션 실적 추이 및 전망

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

(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

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

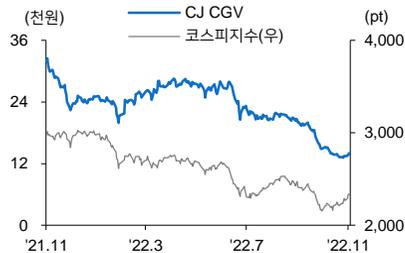
Analyst 정지수 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

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 턴어라운드 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) 페이지5 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センチ멘트 개선 가능
- 투자의견 Hold에서 Buy로 상향, 적정주가 28,000원에서 23,000원으로 -17.9% 하향 조정

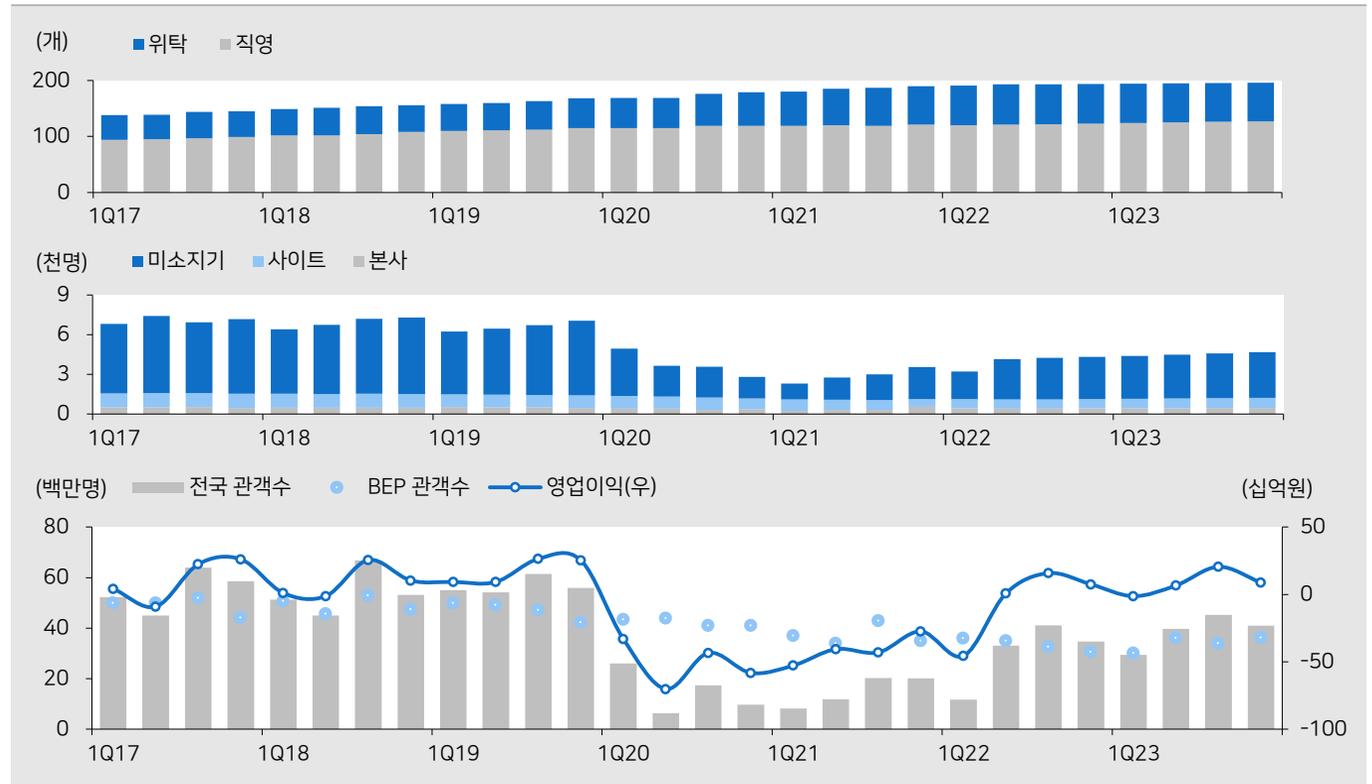
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	583.4	-388.7	-635.4	-22,531	적지	3,812	-1.1	6.6	-154.2	-314.4	1,412.7
2021	736.3	-241.5	-280.2	-7,710	적지	5,520	-3.2	4.5	49.1	-156.1	1,156.4
2022E	1,246.3	-45.1	-171.2	-3,910	적지	1,132	-3.6	12.3	15.8	-122.6	3,943.9
2023E	1,510.0	68.6	-19.7	-414	적지	719	-33.6	19.3	12.4	-44.7	5,573.2
2024E	1,630.8	74.1	-47.5	-996	적지	-277	-14.0	-50.1	15.1	-451.1	30,556.6

CJ CGV – 복적이는 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

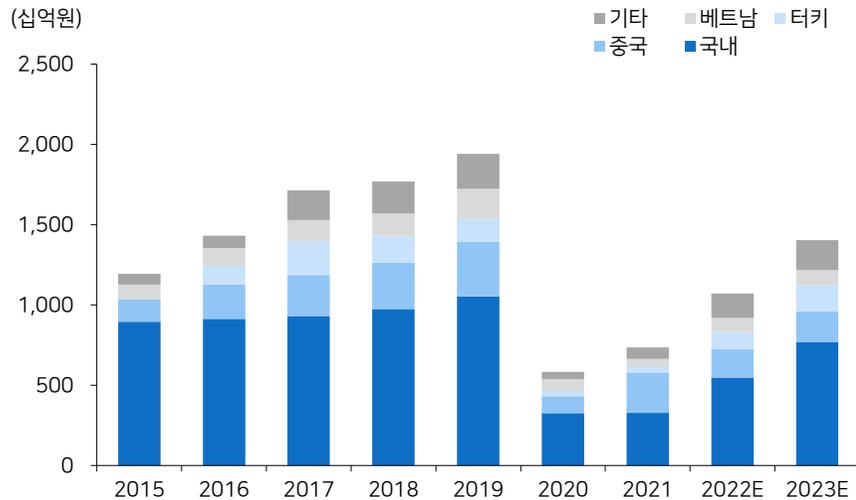
CJ CGV – 복적이는 극장가

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

2023년 국내외 박스오피스 회복 전망

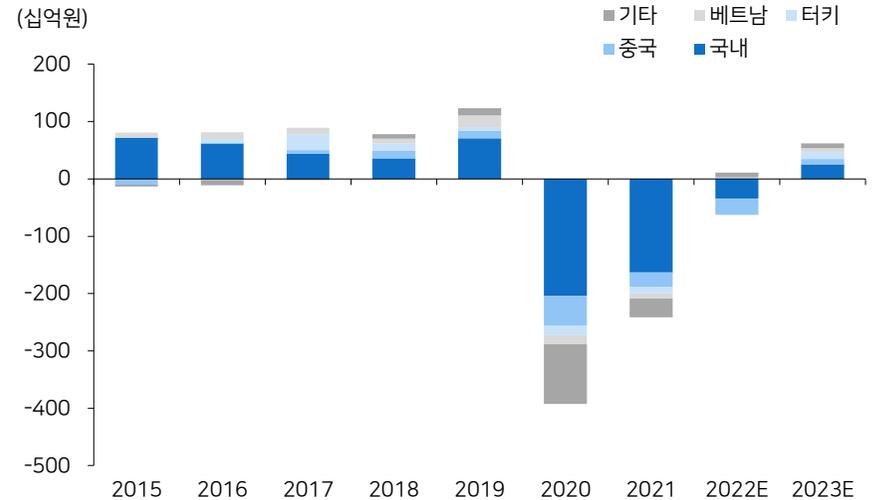
- 3Q22 연결 매출액 3,428억원(+111.5% YoY), 영업이익 121억원(흑전 YoY) 전망
- 7월 개봉된 <한산: 용의 출현>이 전국 관객수 726만명을 기록했으며, 개봉 작품수도 전반적으로 증가
- 2023년 연결 실적은 매출액 1조 5,100억원(+21.2% YoY), 영업이익 686억원(흑전 YoY) 전망
- 마블(Marvell) 페이즈5 시작인 2023년 2월 개봉작 <앤트맨과 와스프> 등 박스오피스의 완만한 회복 예상
- 중국 시장은 다소 회복이 더디나, 베트남과 인도네시아 등 동남아 일부 지역 영업 정상화 역시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

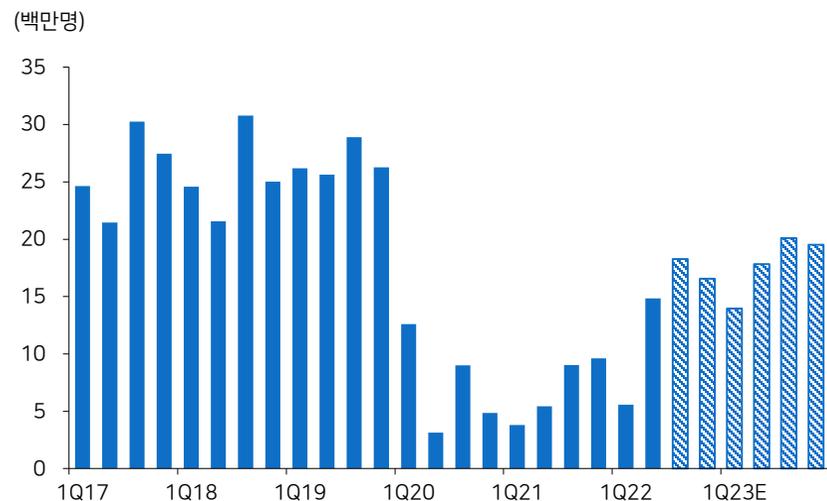
CJ CGV – 복직이는 극장가

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

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センチ멘트 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

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

(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	적합	적합	흑전	흑전	흑전	흑전	111.8%	53.4%	적합	적합	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

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	583.4	736.3	1,246.3	1,510.0	1,630.8
매출액증가율(%)	-70.0	26.2	69.3	21.2	8.0
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	74.1
영업이익률(%)	-66.6	-32.8	-3.6	4.5	4.5
금융손익	-325.5	-126.0	-152.7	-75.4	-133.0
종속/관계기업관련손익	-6.1	-2.9	-2.6	-2.6	0.0
기타영업외손익	-142.0	-3.1	-9.4	-14.8	0.0
세전계속사업이익	-862.3	-373.3	-209.8	-24.1	-58.9
법인세비용	-110.6	-34.5	-2.8	-0.3	-1.4
당기순이익	-751.7	-338.8	-207.0	-23.9	-57.5
지배주주지분 손이익	-635.4	-280.2	-171.2	-19.7	-47.5
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	949.4	620.7	838.1	1,156.2	1,229.9
현금및현금성자산	680.9	338.3	630.1	933.3	1,003.9
매출채권	70.7	107.8	99.2	91.3	84.0
재고자산	16.2	12.8	21.6	26.2	28.3
비유동자산	3,405.4	3,164.9	2,973.9	2,838.3	2,741.6
유형자산	791.2	730.1	493.5	335.7	230.6
무형자산	241.1	178.3	174.9	171.6	168.5
투자자산	71.6	85.3	134.4	159.8	171.4
자산총계	4,354.9	3,785.5	3,812.0	3,994.4	3,971.6
유동부채	1,311.3	975.4	1,183.2	1,376.4	1,405.2
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	22.5	193.5	209.7
비유동부채	2,755.7	2,508.8	2,534.5	2,547.6	2,553.4
사채	450.2	397.0	397.0	397.0	397.0
장기차입금	87.0	52.2	52.2	52.2	52.2
부채총계	4,067.0	3,484.2	3,717.7	3,924.0	3,958.6
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	-1,166.9
비지배주주지분	154.1	76.0	40.2	36.1	26.2
자본총계	287.9	301.3	94.3	70.4	13.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	-268.4	-171.9	459.3	261.5	118.4
당기순이익(손실)	-751.7	-338.8	-207.0	-23.9	-57.5
유형자산감가상각비	339.9	305.6	236.6	157.8	105.2
무형자산상각비	22.8	12.9	3.4	3.3	3.1
운전자본의 증감	-19.8	-44.9	405.8	103.7	46.6
투자활동 현금흐름	-125.6	-320.0	-84.4	-43.6	-20.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-97.8	-44.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	47.7	-13.7	-49.1	-25.4	-11.6
재무활동 현금흐름	731.8	93.5	-83.1	85.4	-27.8
차입금증감	348.2	-578.1	-62.6	106.0	-6.8
자본의증가	218.6	144.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	329.3	-342.7	291.9	303.2	70.6
기초현금	351.7	680.9	338.3	630.1	933.3
기말현금	680.9	338.3	630.1	933.3	1,003.9
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	20,688	20,260	28,460	31,649	34,181
EPS(지배주주)	-22,531	-7,710	-3,910	-414	-996
CFPS	-2,452	475	3,854	5,679	3,822
EBITDAPS	-921	2,121	4,454	4,813	3,822
BPS	3,812	5,520	1,132	719	-277
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	-14.0
PCR	-10.3	52.8	3.6	2.4	3.6
PSR	1.2	1.2	0.5	0.4	0.4
PBR	6.6	4.5	12.3	19.3	-50.1
EBITDA	-26.0	77.1	195.0	229.6	182.4
EV/EBITDA	-154.2	49.1	15.8	12.4	15.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-314.4	-156.1	-122.6	-44.7	-451.1
EBITDA이익률	-4.5	10.5	15.6	15.2	11.2
부채비율	1,412.7	1,156.4	3,943.9	5,573.2	30,556.6
금융비용부담률	27.7	22.1	11.9	9.9	9.3
이자보상배율(x)	-2.4	-1.5	-0.3	0.5	0.5
매출채권회전율(x)	4.6	8.3	12.0	15.9	18.6
재고자산회전율(x)	30.9	50.8	72.5	63.2	59.9

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

	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

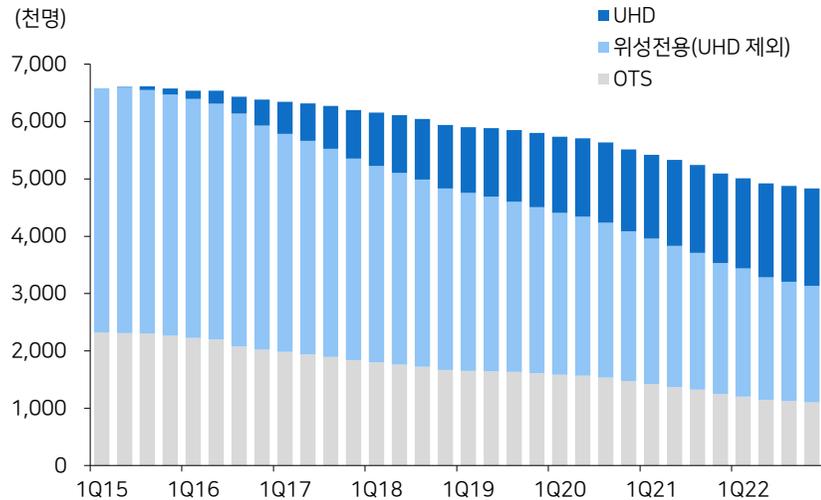
스카이라이프 – No More Legacy

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

지는 유료방송과 뜨는 미디어 콘텐츠/플랫폼

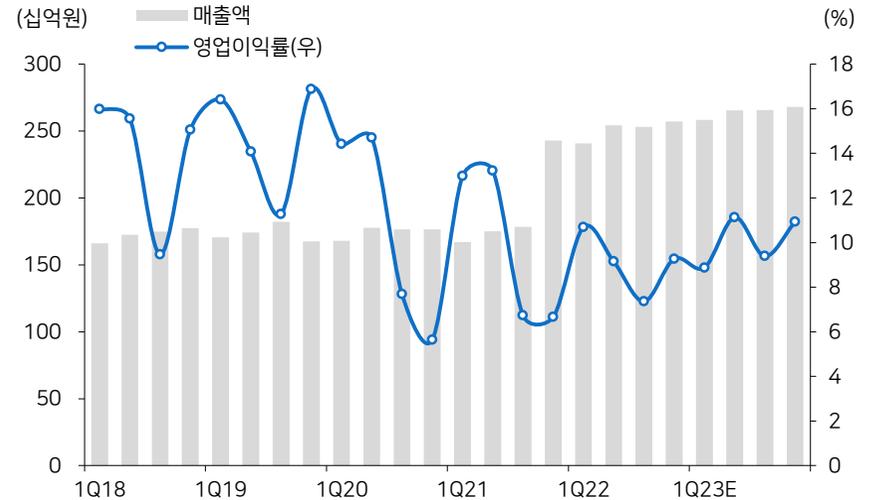
- 3Q22 연결 매출액은 2,531억원(+41.9% YoY), 영업이익 186억원(+55.0% YoY) 전망
- HCN 편입 효과로 가입자 및 매출 사이즈는 커졌으나, 기존 유료방송 사업 역성장 추이는 지속
- <나는 SOLO>와 2월 방영된 <강철부대 2> 영향으로 스카이TV 광고수익은 1Q22와 2Q22 각각 전년 대비 +89.4%, +70.1% 증가

스카이라이프 유료방송 가입자 추이 및 전망



자료: 스카이라이프, 메리츠증권 리서치센터

스카이라이프 연결 실적 추이 및 전망



자료: 스카이라이프, 메리츠증권 리서치센터

스카이라이프 – No More Legacy

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

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

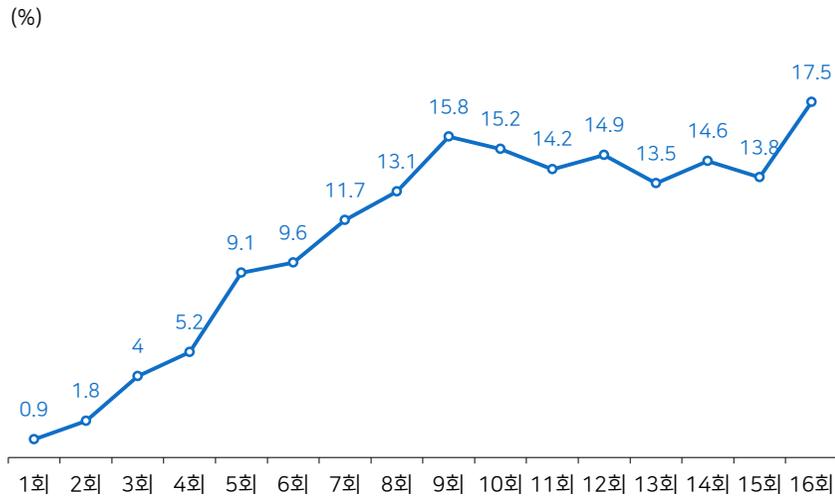
제목	이번 주도 잘 부탁해	심장이 뛰다 38.5	해밍턴家 꿈의 옷장	잠적-도경수
편성 공동제작 첫 방송 편수 주요 출연진	 <ul style="list-style-type: none"> ▪ ENA, tvN story ▪ skyTV, tvN story ▪ 5월 2일 ▪ 12편 ▪ 성동일, 고창석 	 <ul style="list-style-type: none"> ▪ ENA Play, MBC ▪ skyTV, MBC ▪ 5월 4일 ▪ 10편 ▪ 윤세아, 김준현 	 <ul style="list-style-type: none"> ▪ ENA, ENA Drama ▪ skyTV, ENA Drama ▪ 5월 6일 ▪ 12편 ▪ 샘 해밍턴, 윌리엄&벤틀리 	 <ul style="list-style-type: none"> ▪ ENA, Discovery ▪ skyTV, Discovery ▪ 5월 12일 ▪ 2편 ▪ 도경수(역소)
제목	배우는 캠핑장	구필수는 없다	이상한 변호사 우영우	예능 콘텐츠 라인업
편성 공동제작 첫 방송 편수 주요 출연진	 <ul style="list-style-type: none"> ▪ ENA, 채널A ▪ skyTV, 채널A ▪ 7월 ▪ 14편(예상) ▪ 박성용, 홍중현 	 <ul style="list-style-type: none"> ▪ ENA, ENA Play(1~2화 only) ▪ 스튜디오 지니 ▪ 5월 4일 ▪ 16편 ▪ 광도원, 윤두준, 정동원 	 <ul style="list-style-type: none"> ▪ ENA ▪ 스튜디오 지니 ▪ 6월 ▪ 16편 ▪ 박은빈, 강태오 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 이번 주도 잘 부탁해 ▪ 심장이 뛰다 38.5 ▪ 해밍턴家 꿈의 옷장 ▪ 잠적-도경수 ▪ 배우는 캠핑장 <p>드라마 콘텐츠 라인업</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 구필수는 없다 ▪ 이상한 변호사 우영우

자료: 메리츠증권 리서치센터

높은 성장 잠재력의 ENA

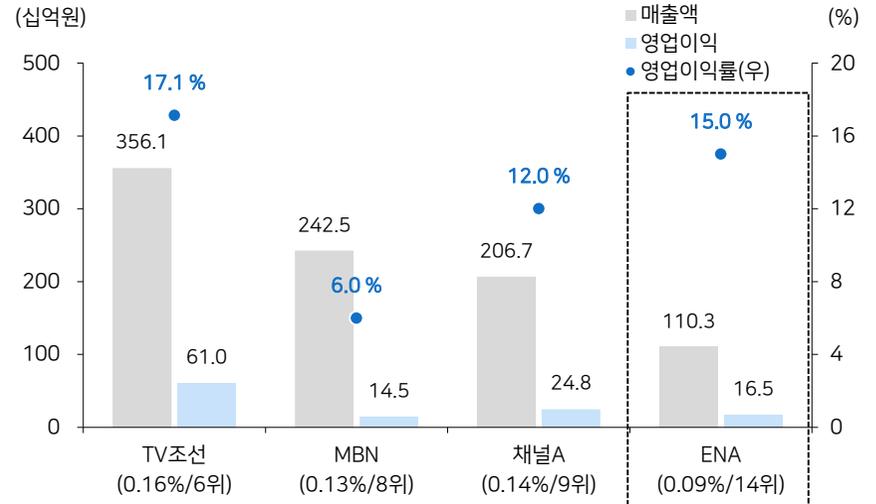
- 2023년 연결 매출액 1조 575억원(+5.3% YoY), 영업이익 1,067억원(+16.7% YoY) 전망
- 2022년 11월 스카이TV와 미디어지니 합병으로 합병법인 스카이TV 연간 매출액 1천억원 상회 예상
- 오리지널 콘텐츠 투자 확대로 현재 0.09%(채널 순위 14위)인 ENA시청률을 2025년까지 종편 채널급인 0.2%(6위) 수준으로 끌어올린다는 계획
- 콘텐츠 경쟁력에 기반한 광고 패키지 상품 판매 강화로 2023년 추가적인 광고단가 인상 효과 기대

<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

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

(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)

2023년 전망 시리즈 10

통신/미디어

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
콘텐츠리중앙 (036420)	Buy	43,000원
에이스토리 (241840)	Not Rated	-
팬엔터테인먼트 (068050)	Not Rated	-

CJ ENM(035760) 결과로 입증해야 하는 2023년

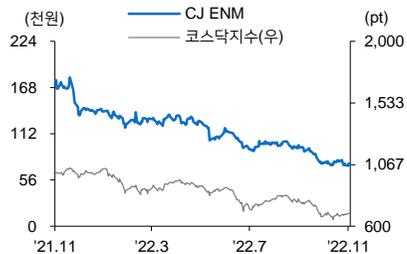
Analyst 정지수 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

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 콘텐츠(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

	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

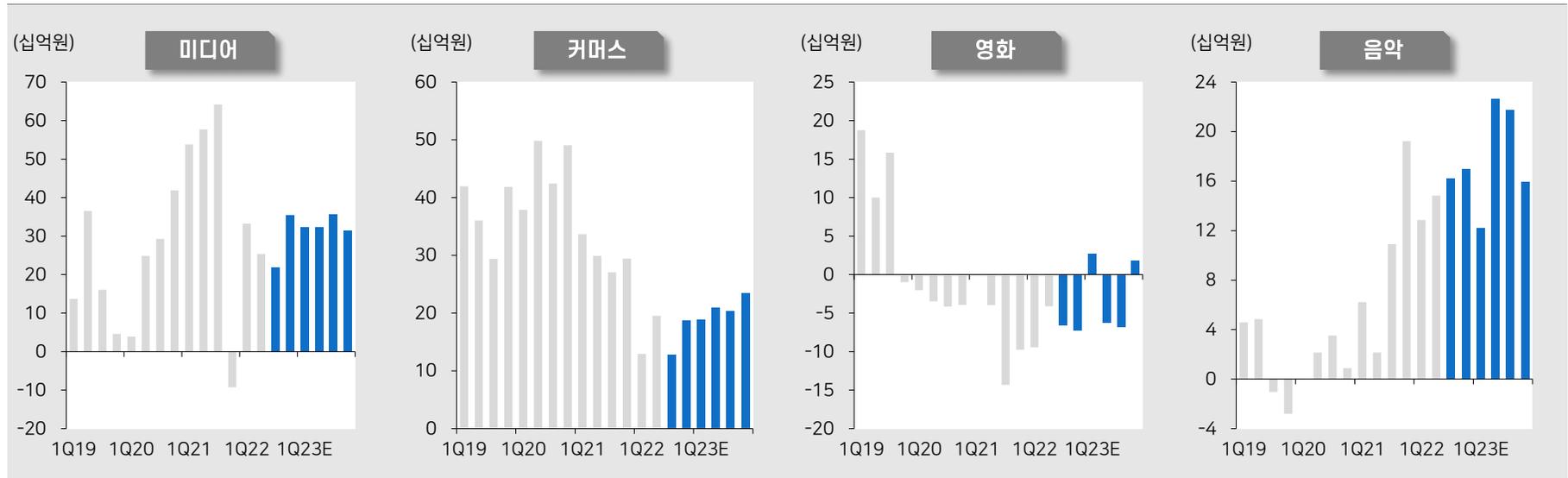
CJ ENM – 결과로 입증해야 하는 2023년

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

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

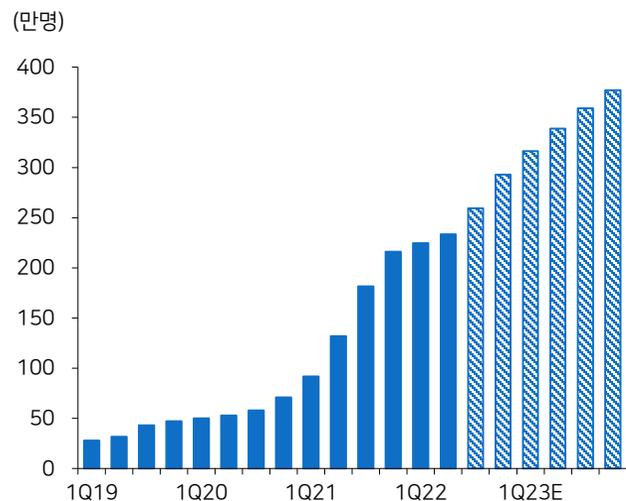
CJ ENM – 결과로 입증해야 하는 2023년

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

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

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

(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

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

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 애플TV를 통해 공개 예정 500억원의 제작비와 리쿱을 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 리쿱을 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

	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

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

멀티 스튜디오 모델 구축

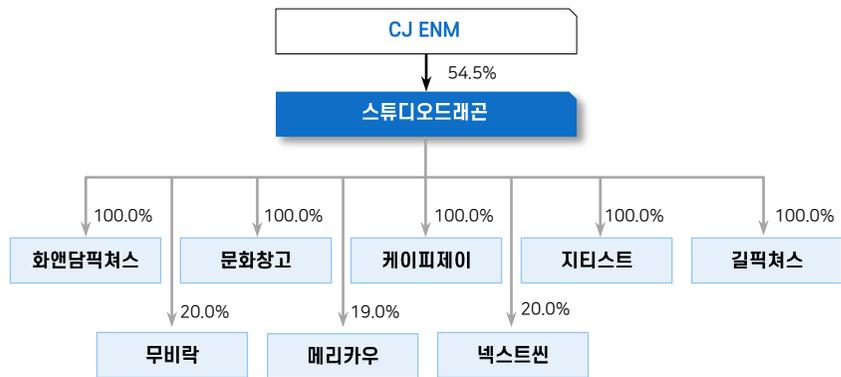
- 동사는 스튜디오 모델을 도입해 2016년 화앤담픽쳐스, 문화창고, 케이피제이, 2019년 지티스트, 2022년 9월에는 <스토브리그>, <소년심판> 제작사인 길픽쳐스 인수
- 또한, 무비락, 메리카우, 넥스트씬 등 역량이 검증된 제작사들에 대한 지분투자를 통해 파트너십 역시 확대

스튜디오드래곤의 멀티 스튜디오 전략

구분	스튜디오	지분율	금액 (십억원)	소속작가	대표작품
2016.06	화앤담픽쳐스	100%	31.6	김은숙 작가 등	태양의 후예, 도깨비, 미스터 션샤인
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 패블러스
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



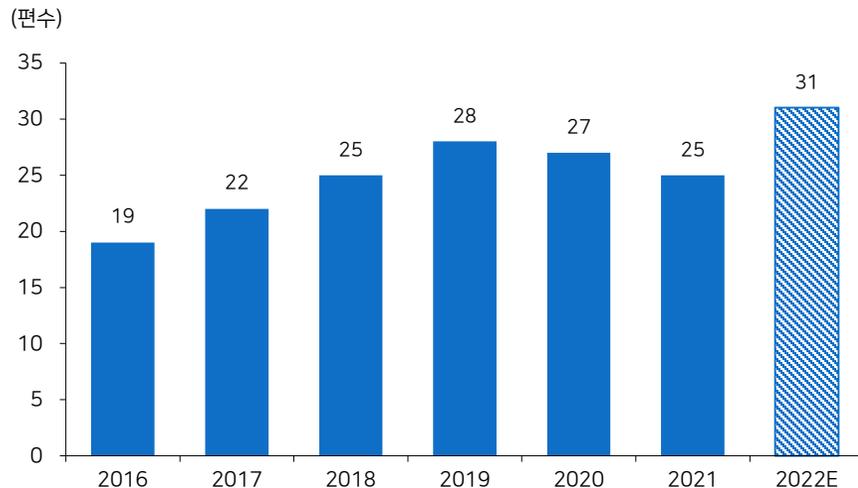
자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 – 용비어천가

방영편수 증가와 해외 매출 비중 증가

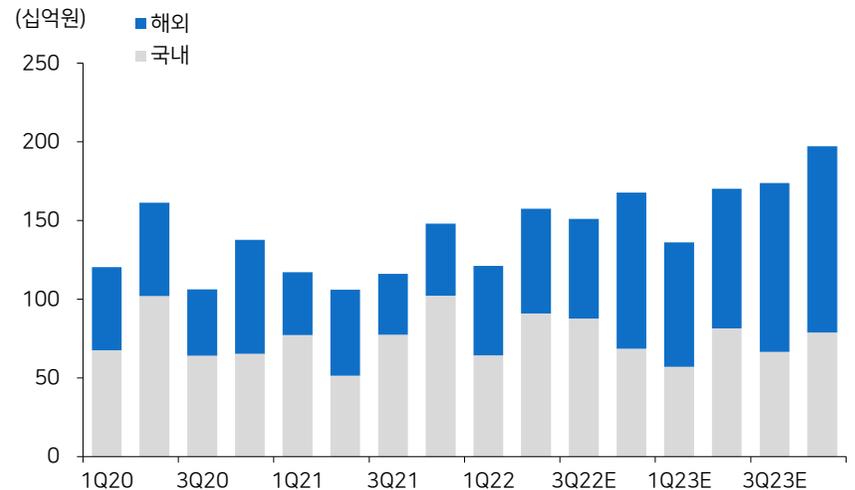
- 2022년 방영편수는 역대 최대인 31편 전망. 연말 <The Big Door Prize>를 시작으로 해외 제작 본격화
- 지난 3년간의 성과 감안 시 넷플릭스와의 재계약은 이전 대비 크게 개선된 조건으로 협상 마무리 전망
- 넷플릭스 외 다수의 글로벌 OTT들과 장기 공급 계약을 논의 중인 만큼 2023년부터 작품당 이익 체력이 크게 향상될 전망

연간 방영편수 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

국내/해외 매출액 추이 및 전망



자료: 스튜디오드래곤, 메리츠증권 리서치센터

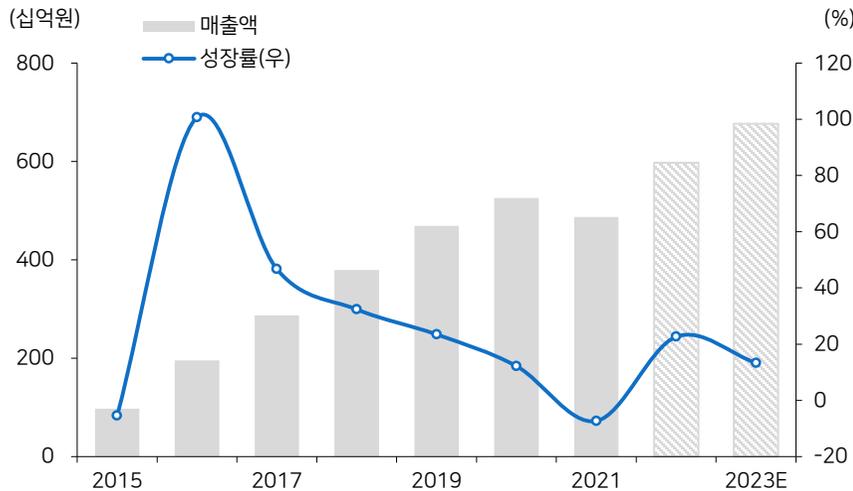
스튜디오드래곤 – 용비어천가

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

4Q22부터 해외 제작 본격화

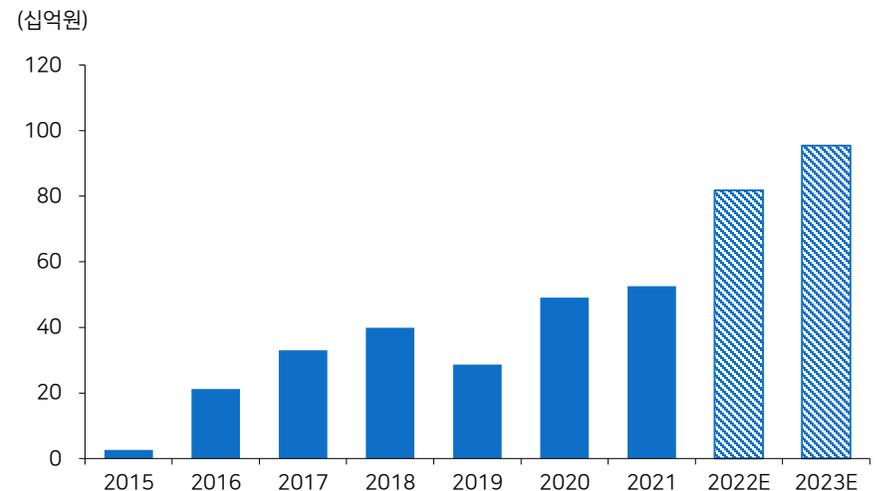
- 3Q22 연결 매출액 1,510억원(+30.1% YoY), 영업이익 172억원(+17.8% YoY)으로 시장 기대치 하회 전망
- 공동 제작에 참여한 <빅마우스> 관련 정산 이익과 <형사록> 방영 모두 4Q22로 지연, 텐트폴 <우리들의 블루스>, <환혼> 등 무형자산상각비 증가로 다소 아쉬운 수익성 전망
- 4Q22에는 스카이댄스(Skydance)와 공동제작한 <The Big Door Prize>가 애플TV를 통해 공개 예정 <The Big Door Prize>는 시즌제로 기획. IP 권한 일부를 보유해 지속적이며 안정적인 이익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

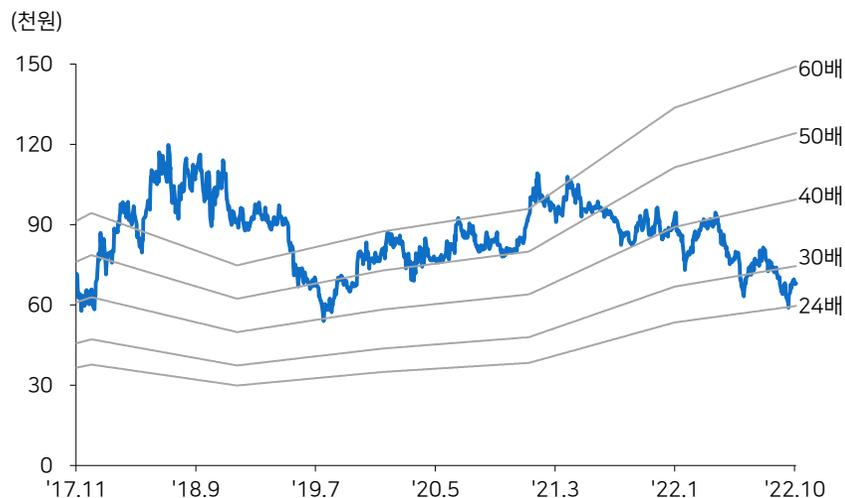
스튜디오드래곤 – 용비어천가

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

2023년 외형 성장보다 높은 이익 성장 기대

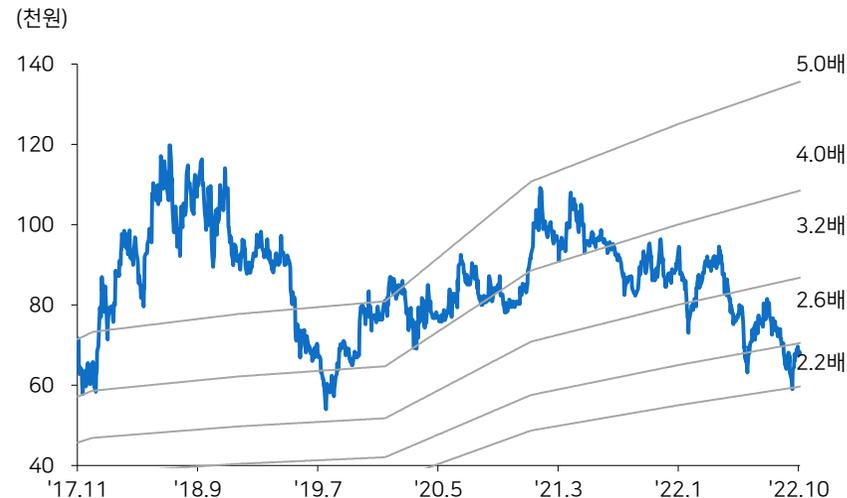
- 2023년 연결 매출액 6,770억원(+13.3% YoY), 영업이익 954억원(+16.7% YoY) 전망
- 작품당 이익 체력 향상으로 2023년 매출 성장보다 높은 이익 성장 예상
- 현재 주가는 PER 밴드차트 하단 수준으로, 2023년 실적 개선에 따른 밸류에이션 정당화 기대

스튜디오드래곤 PER 밴드차트



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 PBR 밴드차트



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

스튜디오드래곤 실적 추이 및 전망

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

(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)

2023년 전망 시리즈 10

통신/미디어

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)					

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

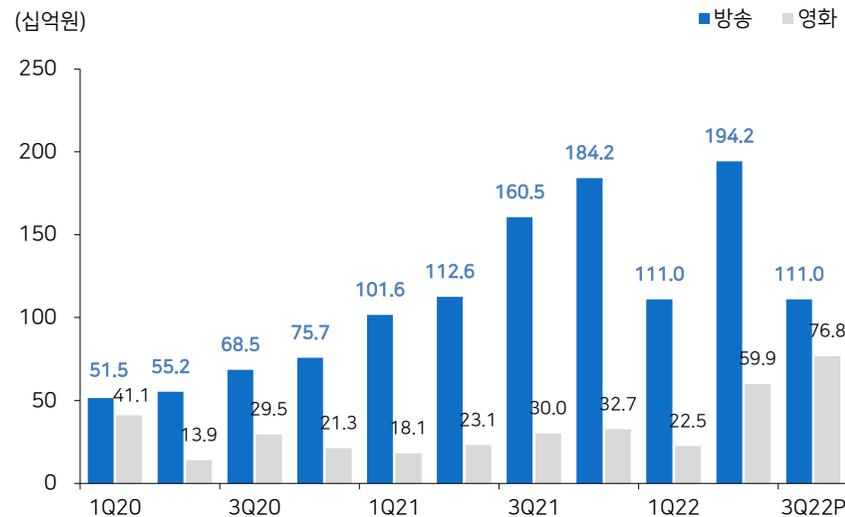
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	360.2	-58.8	-134.9	-8,422	적전	11,841	-	3.2	33.8	-52.6	459.1
2021	677.1	-57.4	-52.5	-3,068	적지	9,586	-	5.7	21.5	-28.4	221.8
2022E	784.8	-47.8	-46.4	-2,440	적지	6,730	-	3.3	20.7	-30.5	234.4
2023E	903.6	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

콘텐츠리중앙 – 명확한 방향성

여전히 아쉬운 3Q22 실적

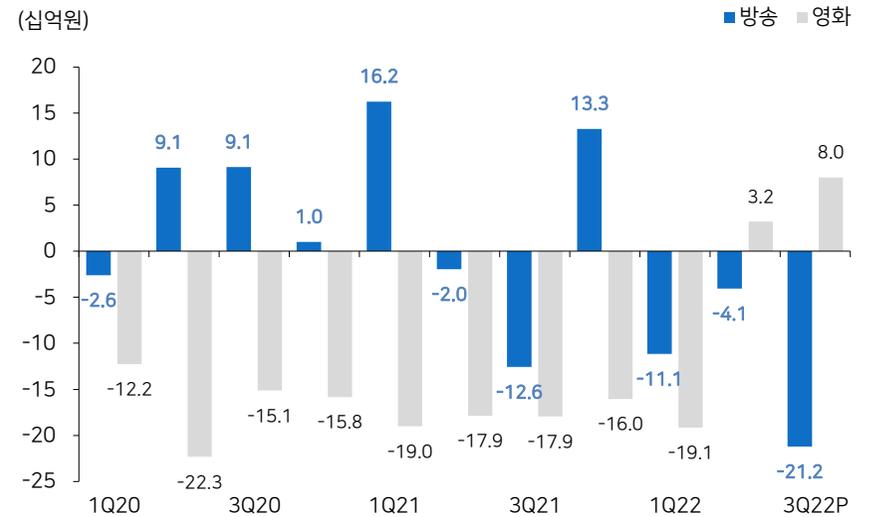
- 3Q22 연결 매출액은 1,978억원(+1.1% YoY), 영업적자 -136억원(적확 YoY)으로 시장 기대치 하회
- JTBC 방영 회차 감소(2Q22 50회 → 3Q22 34회)로 SLL 3Q22 매출액 1,164억원(-27.6% YoY) 기록, <클리닝업>, <모범형사2> 등 동시방영 미판매와 레이블 관련 상각비 부담으로 영업적자 -207억원 기록
- 영화는 극장 영업제한 해제와 <범죄도시> 흥행으로 매출액과 영업이익 각각 +151%, +148% YoY 성장
- Wiip의 작품 방영 지연으로 SLL 실적 부진이 예상됨에 따라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

콘텐츠리중앙 매출액 추이 및 전망



자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

콘텐츠리중앙 영업이익 추이 및 전망



자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

콘텐츠리중앙 – 명확한 방향성

글로벌 콘텐츠 기업으로 도약

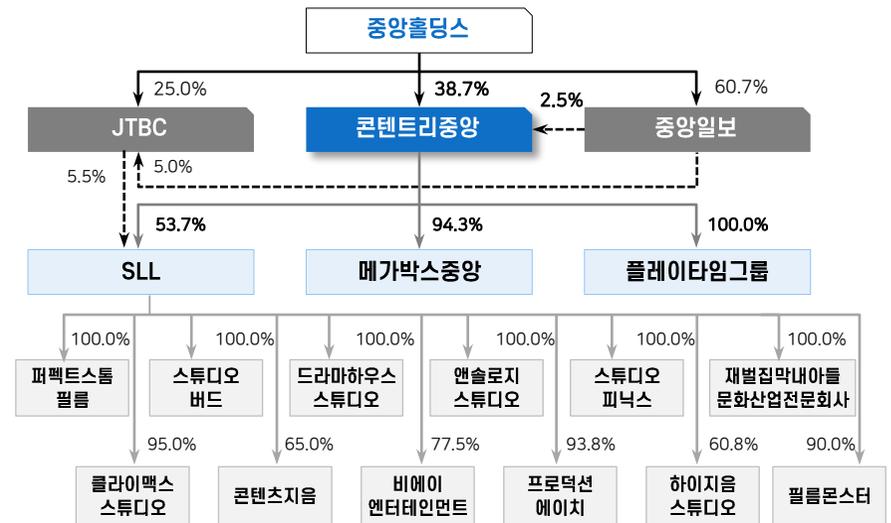
- 콘텐츠리중앙의 사업 구조는 영화 부문의 메가박스중앙(지분율 94.3%)과 방송 부문의 SLL(53.8%)
- 지난 3년간 공격적인 M&A를 통해 드라마하우스, 클라이맥스 스튜디오, 콘텐츠지음 등 15개 제작사 인수
- 2021년 6월 Wiip 인수를 계기로 해외 현지 콘텐츠 제작이 본격화될 전망

콘텐츠리중앙 제작사 인수 History

제작사	취득일	지분율	대표작
드라마하우스	2020.07.30	100.0%	부부의 세계, 밥 잘 사주는 예쁜 누나
하우픽처스	2019.08.14	33.0%	구미호연
nPIO Ent.	2019.10.15	28.0%	초콜릿, 제 3의 매력
BA엔터테인먼트	2019.12.30	77.5%	범죄도시, 악인전
퍼펙트스튜디오	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: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

콘텐츠리중앙 지배구조 현황



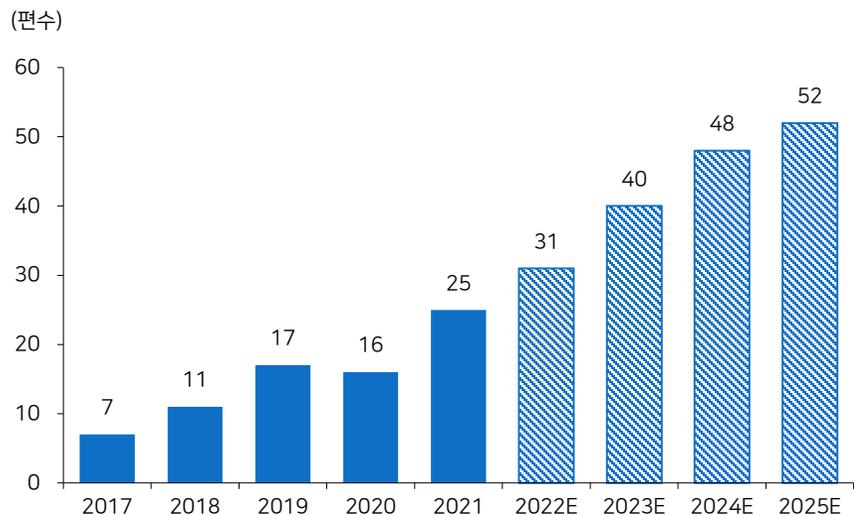
자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

콘텐츠리중앙 – 명확한 방향성

2025년 50편 이상의 콘텐츠 제작 목표

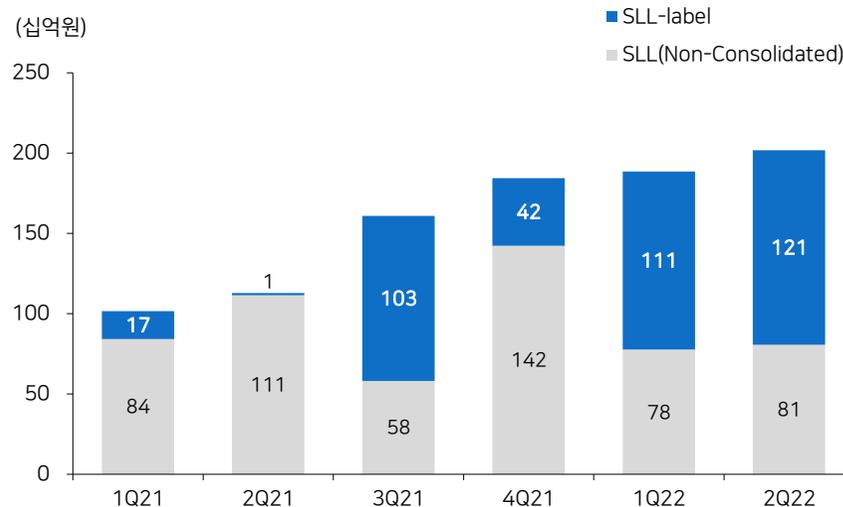
- 넷플릭스향 첫 오리지널 드라마 <D.P.>를 시작으로 OTT향 오리지널 콘텐츠 라인업 증가
- 최근 넷플릭스와 연장 계약을 체결함에 따라 동시방영 혹은 오리지널 작품에 대한 수익성 개선 가능 전망
- SLL 레이블들의 성과로 통합 작업이 마무리되는 시점에 수익성 측면에서 유의미한 기여가 가능
- 콘텐츠 제작편수는 2022년 31편 예정이며, 매년 꾸준히 증가해 2025년 50편 이상 제작 목표

연간 제작편수 추이 및 전망



자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

방송 부문 SLL과 레이블 매출액 추이



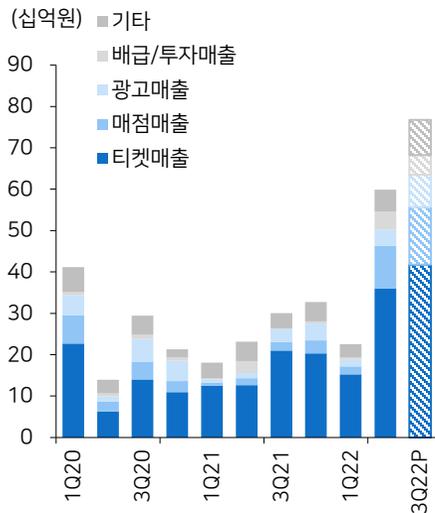
자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

콘텐츠리중앙 – 명확한 방향성

투자/배급을 넘어 제작으로,
영화 스튜디오로 진화

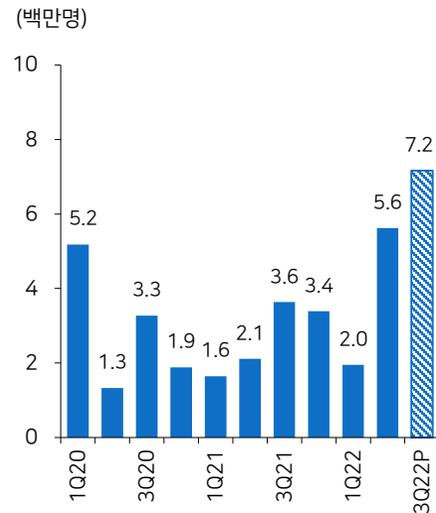
- 영화 부문은 2Q22 <범죄도시2>와 <닥터스트레인지2>의 흥행에 힘입어 메가박스 관객수 563만명 기록
- 극장 영업 제한 해제로 ATP(평균티켓가격)와 CPP(매점매출가격)가 상승하며 2년 만에 흑자전환 성공
- 기존 투자/배급 역량을 기반으로 향후에는 직접 제작에 참여하는 스튜디오로 진화할 계획
- 황정민 주연의 <크로스>, 송중기 주연의 <화란> 등 2023년 라인업부터 본격적인 제작 사업에 뛰어들 전망

영화 부문별 매출액 추이 및 전망



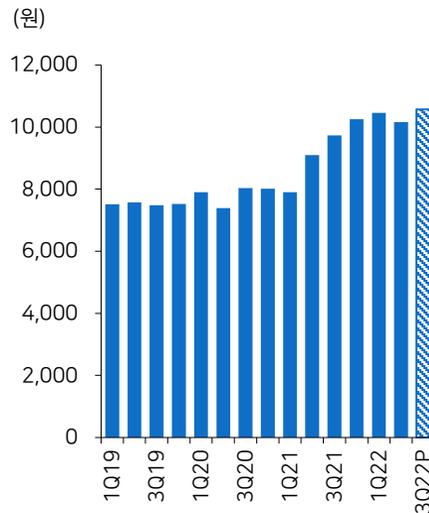
자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

Megabox 관객수 추이 및 전망



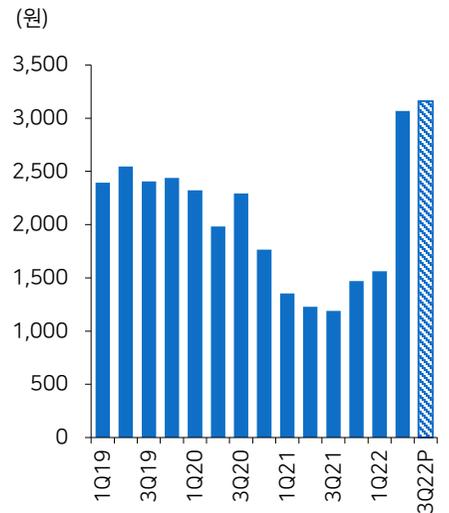
자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

ATP(평균티켓가격) 추이 및 전망



자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

CPP(매점매출가격) 추이 및 전망

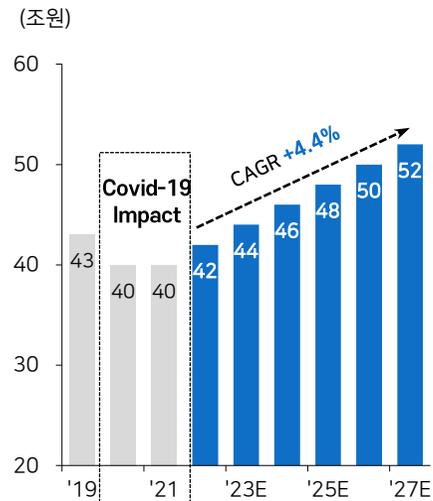


자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

플레이타임 인수로 메가박스와의 시너지 기대

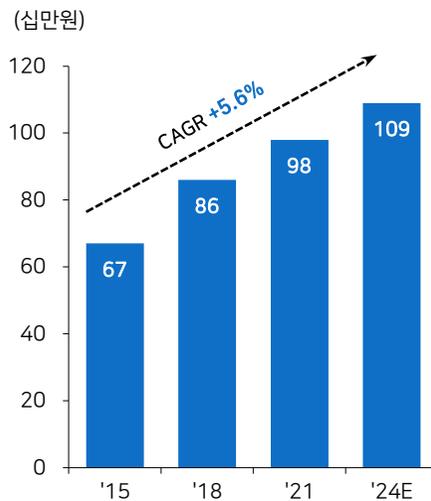
- 국내 1위 실내놀이터 사업자 플레이타임 인수를 통해 메가박스와의 시너지 기대
- 메가박스와 플레이타임 공동 입점을 통한 유통 경쟁력 제고, 멤버십 통합과 패키지 상품 판매 등
- 저출산 기조에도 키즈산업은 소비의 프리미엄화로 지속적인 성장 기대
- 향후 5년간 연평균 +4.4% 성장해 2027년 52조원의 시장 규모 전망
- 외부 활동이 정상화될 경우 플레이타임 인수를 통해 연간 영업이익 100억원 이상 기여 가능

키즈산업 규모 및 전망



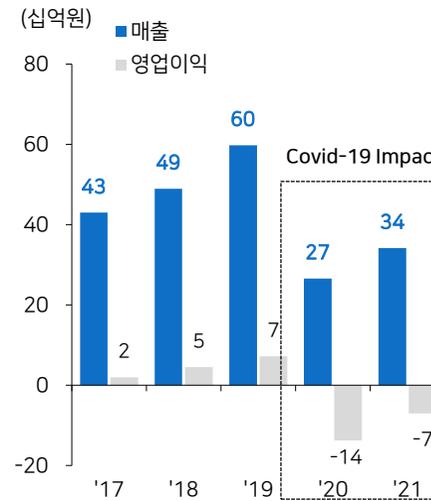
자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

아이 1명당 연간 소비액 추이



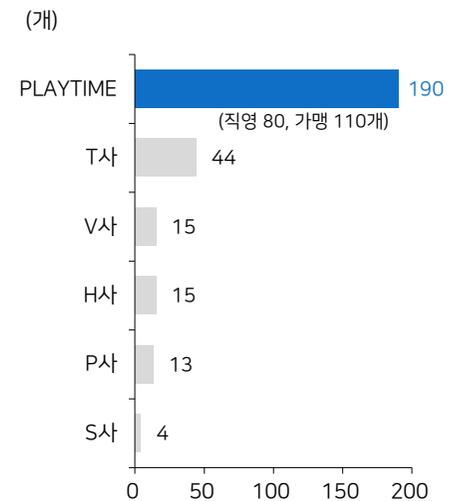
자료: 보건복지부, 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

플레이타임 연간 실적 추이



자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

실내놀이터 사업자별 국내 지점 수 비교



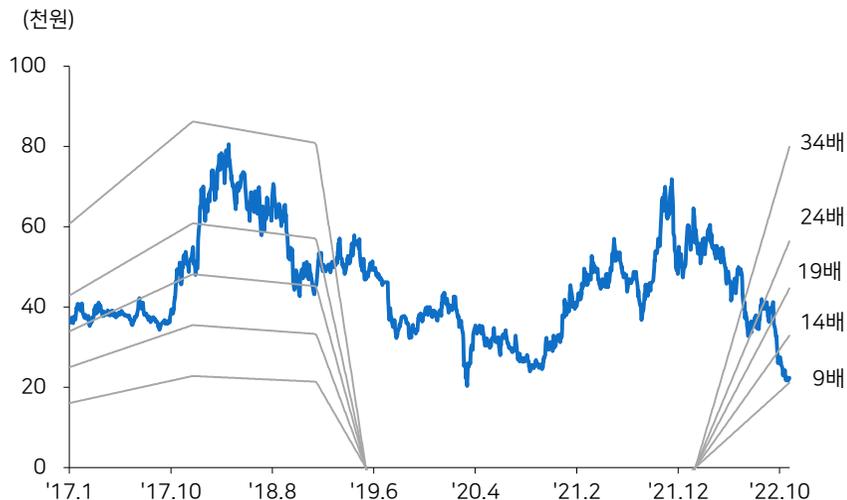
자료: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

콘텐츠리중앙 – 명확한 방향성

기대감 가득한 2023년

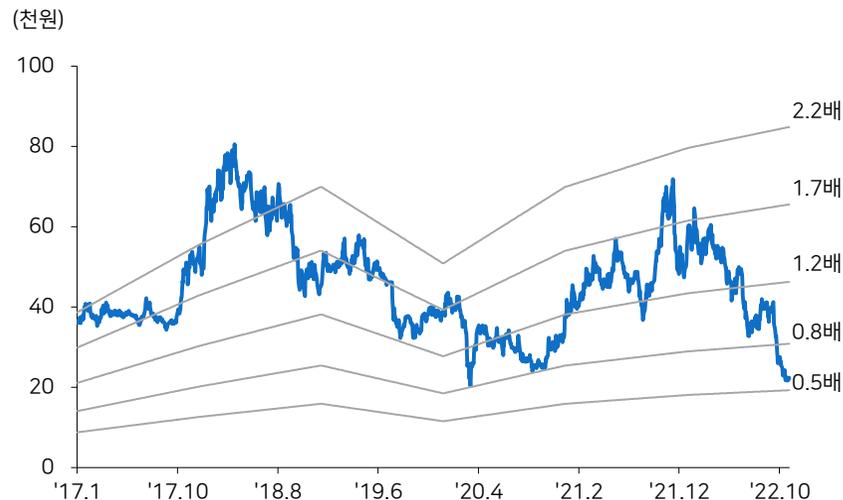
- 2023년 연결 매출액 9,086억원(+7.8% YoY), 영업이익 504억원(흑전 YoY)으로 이익 턴어라운드 전망
- 방송 부문 실적 부진의 원인인 제작사 레이블 관련 무형자산상각비는 2023년까지 지속 예상
- 다만, 시즌제가 확정된 4~5편의 콘텐츠 라인업들 영향으로 2023년부터 작품당 이익 개선 추이는 지속
- 극장 영업 제한 해제로 국내 박스오피스 회복세 지속. 2023년 영화 부문 영업이익 155억원(흑전 YoY) 전망

콘텐츠리중앙 PER 밴드차트



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

콘텐츠리중앙 PBR 밴드차트



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

콘텐츠리중앙 실적 추이 및 전망

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

(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	적확	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: 콘텐츠리중앙, 메리츠증권 리서치센터

콘텐츠리중앙 (036420)

2023년 전망 시리즈 10

통신/미디어

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 (10.12)	18,650원		
상승여력	-		
KOSDAQ	671.67pt		
시가총액	1,779억원		
발행주식수	954만주		
유동주식비율	71.60%		
외국인비중	1.56%		
52주 최고/최저가	49,550원/16,250원		
평균거래대금	74.9억원		
주요주주(%)			
이에스프로덕션 외 1인	25.71		
CJ ENM	10.46		
Tencent Mobility Limited	6.25		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-23.3	-38.6	-54.0
상대주가	-11.1	-16.4	-35.5
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

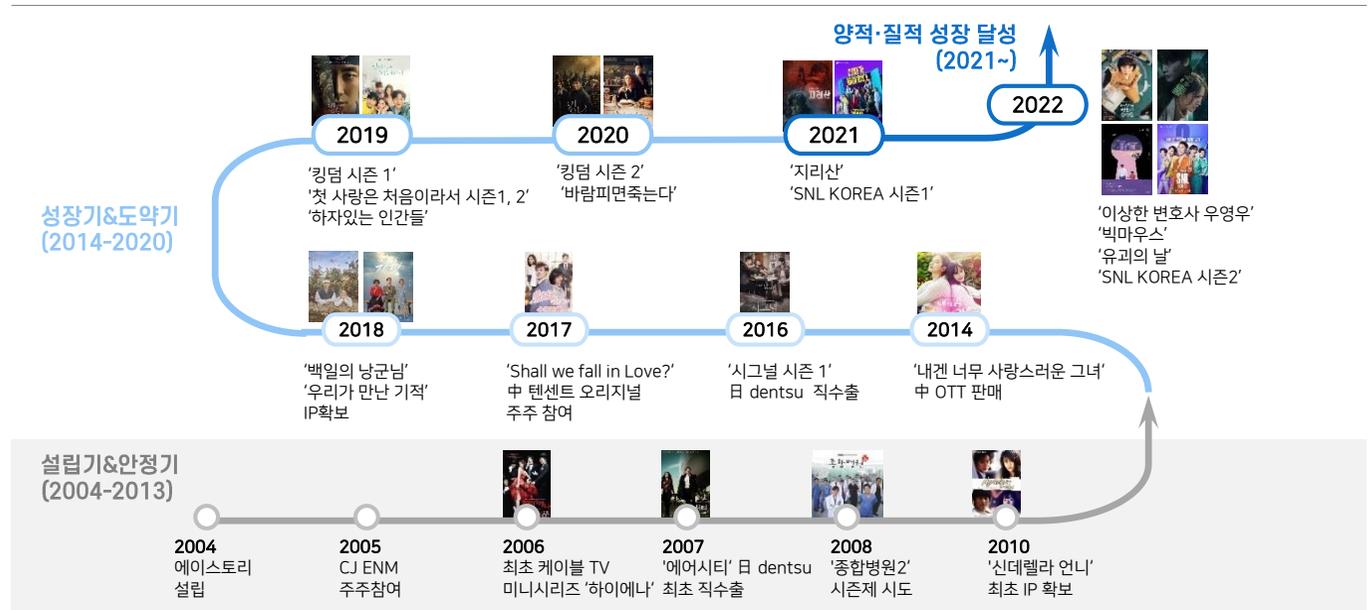
	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	20.1	-2.7	-2.5	-334	-409.4	1,425	0.0	0.0	1.2	-26.4	36.1
2018	46.5	1.2	2.3	314	-194.1	1,730	0.0	0.0	-0.9	19.9	52.2
2019	28.2	-1.1	-1.2	-143	-145.5	4,143	-62.4	2.2	215.0	-4.6	4.3
2020	22.1	-0.9	-7.4	-792	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

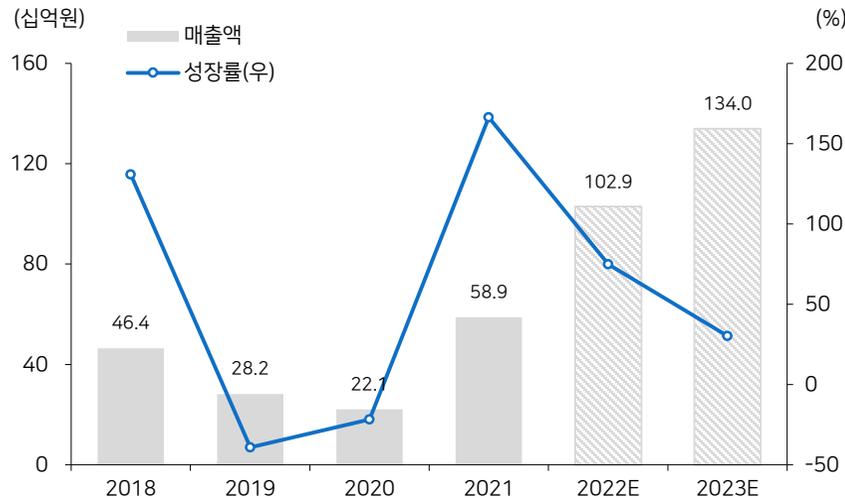
에이스토리 – 한국형 IP의 성공 사례

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

최초의 한국형 IP 사례를 만들어가는 있는 에이스토리

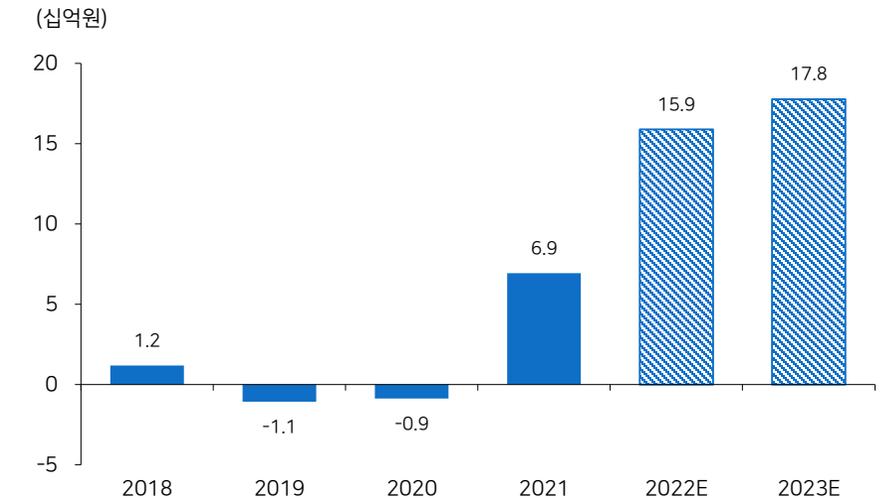
- <이상한 변호사 우영우>의 리메이크 판권 협의는 이르면 4Q22에 매출 인식 가능
- 4Q22 원유정 작가의 <모래에도 꽃은 핀다>와 김제영 작가의 <유괴의 날> 제작 시작
- 회당 제작비 30억원 이상이 투입되는 텐트폴 <무당>은 기획 초기부터 시즌제로 제작 예정
- 2023년 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,340억원(+30.2% YoY), 178억원(+11.8% YoY)전망

에이스토리 매출액 추이 및 전망



자료: 에이스토리, 메리츠증권 리서치센터

에이스토리 영업이익 추이 및 전망

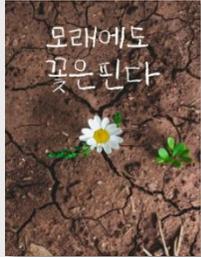


자료: 에이스토리, 메리츠증권 리서치센터

에이스토리 2022~2023년 작품 라인업

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

모래에도 꽃은 핀다



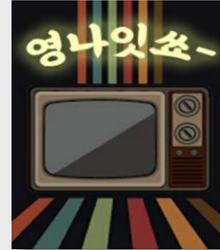
- 장르: 코믹로맨스 스릴러
- 촬영: 2022년하반기예정
- 작가: 원유정
- 연출: 김진우
<추리의여왕>, <모범가족>

유괴의 날



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

영나잇쇼



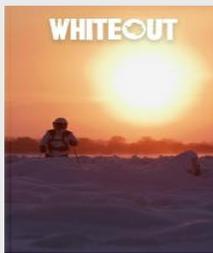
- 장르: 다이내믹 청춘 시대극
- 방송: 2023년상반기
- 촬영: 2022년하반기
- 작가: 박서진/정현근/최유란
- 크리에이터: 박재범
- 연출: 이길복

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

악한 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

에이스토리 실적 추이 및 전망

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

(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 스태프 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)

2023년 전망 시리즈 10

통신/미디어

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

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (10.12)	2,995원
상승여력	-
KOSDAQ	671.67pt
시가총액	829억원
발행주식수	2,769만주
유동주식비율	62.95%
외국인비중	0.74%
52주 최고/최저가	7,320원/2,920원
평균거래대금	5.7억원
주요주주(%)	
박영석 외 2인	35.93

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.3	-42.1	-45.1
상대주가	-0.8	-21.2	-23.2

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	166.5	37.2	34.4	2,990	58.6	10,346	23.0	6.7	15.3	32.5	87.7
2018	196.6	50.4	36.6	3,184	6.1	12,758	19.0	4.7	9.1	27.6	97.9
2019	267.7	81.9	62.6	5,441	71.7	18,648	18.1	5.3	10.0	34.7	70.3
2020	321.8	112.9	85.3	7,417	36.5	25,612	13.3	3.8	7.0	33.5	53.6
2021	382.2	147.7	111.9	9,733	31.4	34,902	10.1	2.8	4.9	32.2	41.2

팬엔터테인먼트 – 팬(Pan)덤 속으로

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

2023년 드라마 제작 4~5편
으로 큰 폭의 외형 성장 기대

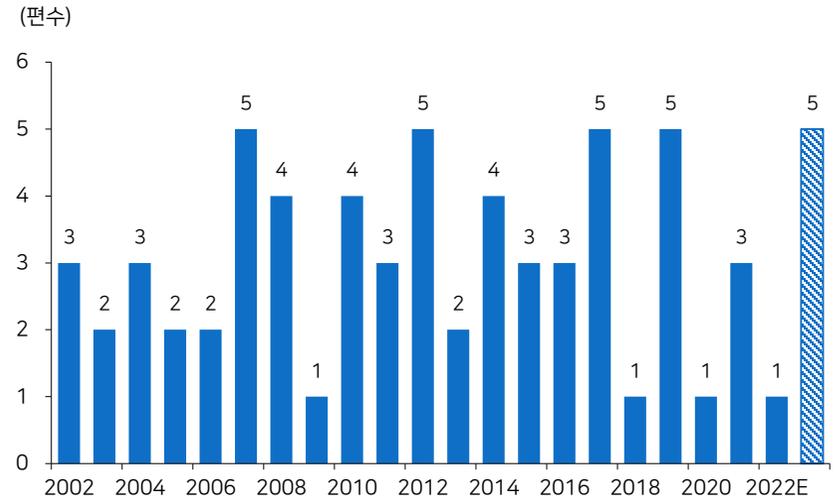
- <해를 품은 달>, <각시탈>, <동백꽃 필 무렵> 등 지난 20년 동안 다양한 장르의 드라마 60여편 제작
- 2023년 <꽃선비 열애사>, <국민사형투표>, <반짝이는 워터멜론> 등 총 4~5편 편성으로 외형 성장 기대
- 최근 제작사들의 협상력 강화로 향후 제작되는 드라마에 대해 대부분의 IP를 확보할 방침
- 2023년 방영 예정 드라마에 약 20% 매출총이익률 가정 시 연간 영업이익 127억원(+1,149.2% YoY) 전망
- 2023년 예상 PER 6.8배 수준으로 국내 Peer 대비 현저한 저평가 상황. 밸류에이션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

팬엔터테인먼트 제작 드라마



자료: 팬엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

팬엔터테인먼트 연간 드라마 제작편수



자료: 팬엔터테인먼트, 메리츠증권 리서치센터

팬엔터테인먼트 실적 추이 및 전망

2023년 전망 시리즈 10
통신/미디어

(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

팬언터테인먼트 (068050)

2023년 전망 시리즈 10

통신/미디어

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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

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

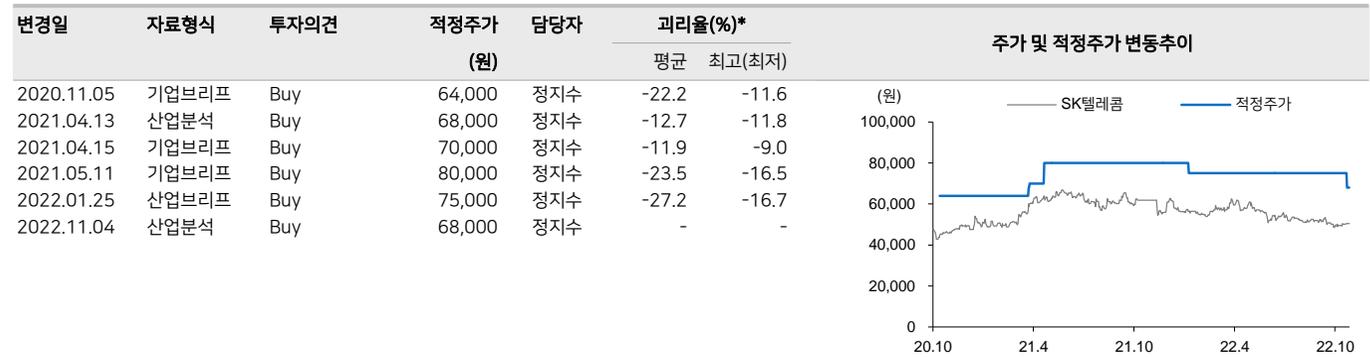
KT(030200) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	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	-	-	

SK텔레콤(017670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



LG유플러스(032640) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



제일기획(030000) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



이노션(214320) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



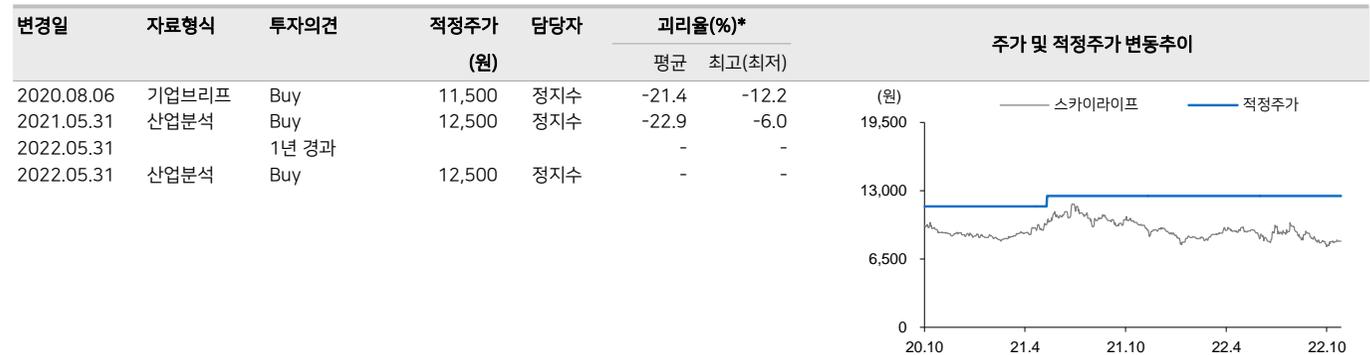
CJ CGV(079160) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



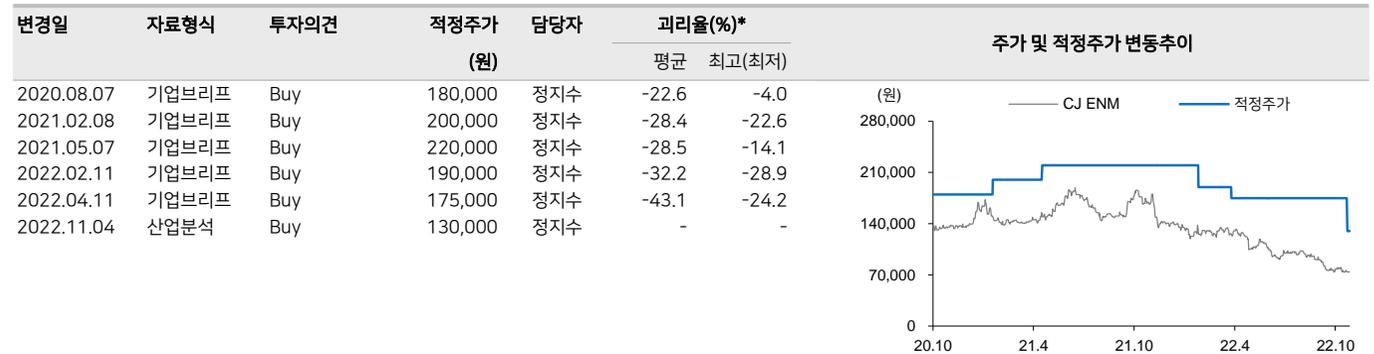
스카이라이프(053210) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



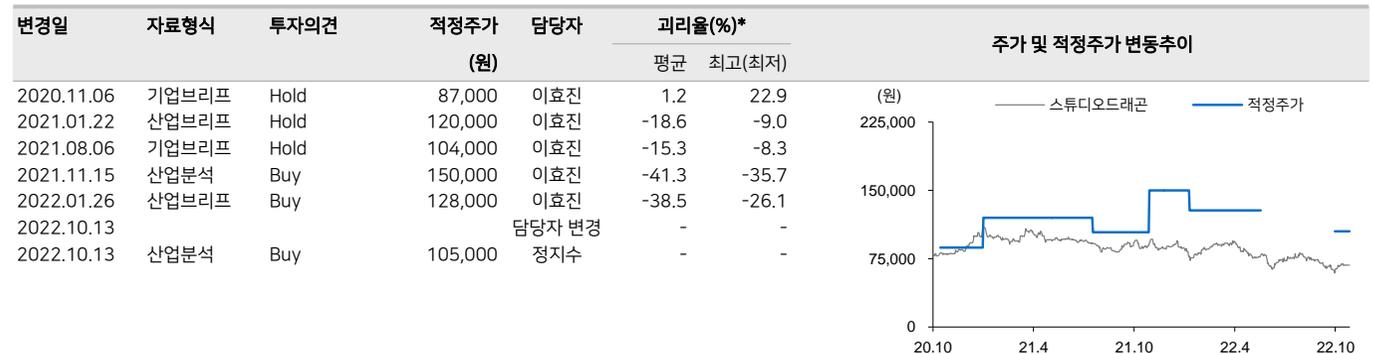
CJ ENM(035760) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



스튜디오드래곤(253450) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



콘텐츠리중앙(036420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

