스카이라이프

Bloomberg Code (053210 KS) | Reuters Code (053210.KS)

2022 년 12 월 9 일

[미디어/광고]

꿈틀꿈틀 ENA!

김아람 연구원
☎ 02-3772-2668
✉ kimaram@shinhan.com

매수	현재주가 (12 월 8 일)	목표주가	상승여력
(신규)	8,540 원	12,000 원 (신규)	40.5%

- 꿀잼 라인업 & 합리적인 광고 단가가 이끄는 편안한 광고 매출 성장
- 기존 디스카운트 요인이었던 방송 가입자 순감 해소 국면
- 23F PER 5.8배, 22F 기대배당수익률 4.7%

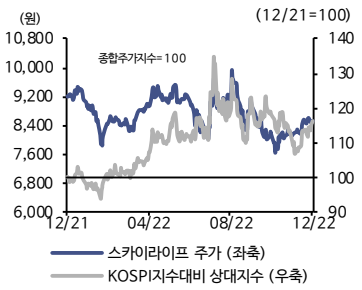
신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

신한투자증권 기업분석부

투자판단	매수 (신규)
목표주가	12,000 원 (신규)
상승여력	40.5%

KOSPI	2,371.08p
KOSDAQ	712.52p
시가총액	408.4 십억원
액면가	2,500 원
발행주식수	47.8 백만주
유동주식수	23.5 백만주(49.1%)
52 주 최고가/최저가	9,950 원/7,660 원
일평균 거래량 (60 일)	81,135 주
일평균 거래액 (60 일)	671 백만원
외국인 지분율	10.64%
주요주주	
케이티 외 2 인	50.01%
한국방송공사	6.78%
절대수익률	
3 개월	-4.6%
6 개월	-5.5%
12 개월	-7.5%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	-4.0%
6 개월	4.6%
12 개월	17.1%

주가차트



접시는 잊어라, 접시 그 이상

위성을 활용해 방송을 송출하는 국내 유일 위성방송사업자이다. 자회사로 케이블TV사인 현대HCN, 〈우영우〉가 방영된 ENA 채널을 보유한 스카이라이프TV가 있다. 최대주주는 지분 49.9%를 보유한 KT이며 KT 그룹 내에서 위성/케이블TV 방송사업과 함께 오리지널 예능 제작, 12개 자체 채널을 운영하는 역할을 담당하고 있다.

심상치 않은 ENA 행보

최근 예능 업계에서 나타나는 흐름 중 하나는 스타PD들이 방송사를 나와 독립 스튜디오를 설립하는 것이다. 그러나 이들의 작품 또한 여전히 커버리지가 넓은 채널인 TV를 무시할 수는 없는데… 메이저 방송사들의 경우 제작비, 방송 라인업 등에 있어 내부 PD들의 견제를 피할 수 없다. 이에 아직 자체 제작 인력이 적고 채널 몸집 키우기에 적극적인 ENA의 반사 수혜가 기대된다. 실제로 김태호PD(〈부루마블 세계여행〉), 서혜진PD(TV조선 내일은트롯/맛시리즈 제작PD) 등 스타 PD 다섯 명이 23년 차기작을 ENA에서 방영하기로 계약했다.

ENA 광고 단가는 〈우영우〉 이후 약 2배 상승했으나 아직 tvN에 비하면 1/3에 불과한 것으로 알려져있다. 즉 흥행이 기대되는 예능/드라마 라인업을 다수 갖췄으나 광고 단가가 합리적인, 광고주 입장에서는 소위 가성비가 높은 채널이다. 실제로 지난 11월 중순 진행한 광고주 대상 쇼케이스에서 업프론트를 제시한 광고주가 있었을 정도로 반응이 매우 좋았던 것으로 파악된다. 신생 채널 ENA의 채널 경쟁력 상승에 따른 광고 수익 성장이 기대된다. 광고 매출액으로 각각 22년 608억원(+129.4%YoY), 23년 775억원(+27.6%)을 전망한다.

목표주가 12,000원, 투자의견 '매수'로 커버리지 개시

디스카운트 요인으로 작용했던 방송 가입자 순감이 해소되는 국면에 있고 채널 경쟁력 향상으로 편안한 광고 수익 성장이 기대된다. 현재 주가 기준 12MF PER은 5.8배로 HCN 인수 기대감이 반영되던 21년 중순보다도 낮다. 광고 부문의 성장 스토리, 저평가 매력, 기대배당수익률 4.7%(22F DPS 400원)에 근거해 목표주가 12,000원, 투자의견 '매수'로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 22F EPS 1,471원에 Target PER 8.3배(과거 3개년 Historical PER에 20% 할증)를 적용했다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	698.7	73.8	78.8	57.2	1,196	4.9	15,415	7.4	0.6	0.6	8.0	(45.2)
2021	763.2	73.0	81.9	60.2	1,259	5.2	16,558	7.3	3.1	0.6	7.9	6.3
2022F	1,034.4	88.0	85.9	58.8	1,229	(2.4)	17,389	6.9	1.4	0.5	7.2	(12.0)
2023F	1,119.8	108.8	107.1	70.3	1,471	19.7	18,461	5.8	1.0	0.5	8.2	(22.2)
2024F	1,188.2	114.2	112.5	73.9	1,545	5.1	19,608	5.5	0.7	0.4	8.1	(29.2)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

I. Valuation

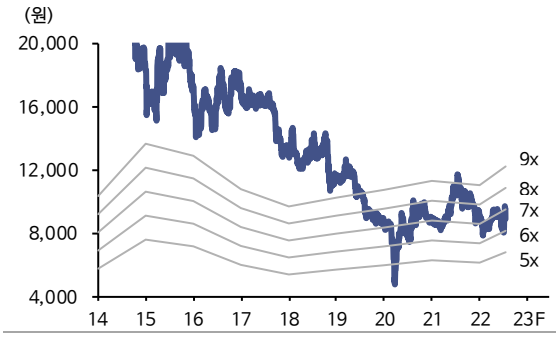
목표주가 12,000원, 투자의견 '매수'로 커버리지 개시

디스카운트 요인이었던
가입자 순감폭 축소
편안한 광고 수익 성장
저평가 국면

목표주가 12,000원, 투자의견 '매수'로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2023F EPS 1,471원에 Target PER 8.3배를 적용해 산출했다. Target PER 8.3배는 과거 3개년 Historical PER에 20%를 할증한 값이다. 할증을 적용한 이유는 기존 디스카운트 요인으로 작용했던 가입자 순감폭 확대가 해소되는 국면에 있고 채널 경쟁력 향상으로 인한 편안한 광고 수익 성장이 기대되기 때문이다. 현재 주가 기준 12MF PER은 5.8배로 HCN 인수 기대감이 반영되던 21년 중순보다도 낮다. 그때보다 이익 체력, 성장 가능성은 분명 높아졌다. 저평가 구간이라고 판단한다.

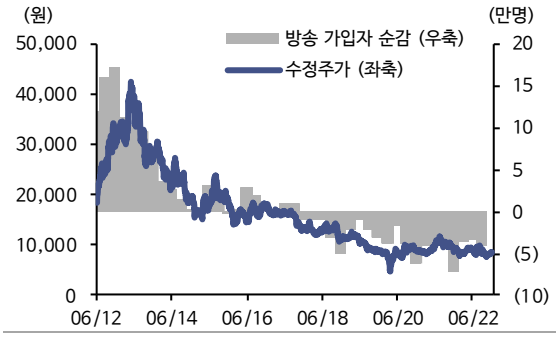
HCN을 인수하며 배당가능이익이 증가해 추가적인 주주환원을 고려하고 있다. 2022F DPS로 400원(+14.3%YoY)을 예상한다. 광고 성장 스토리, 저평가 매력, 기대배당수익률 4.7%까지 고려하면 편안한 매수 구간이다.

스카이라이프 12MF PER 밴드



자료: QuantiWise, 신한금융투자

스카이라이프 주가-방송 가입자 순감 추이



자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한금융투자

스카이라이프 Historical PER Valuation

(십억원)	계산	(십억원)	계산	(십억원)	계산
2022년 순이익	58.8	12개월 선행 순이익	69.9	2023년 순이익	70.3
EPS(원)	1,229	EPS(원)	1,461	EPS(원)	1,471
목표주가의 PER(x)	9.8	목표주가의 PER(x)	8.2	Target PER(x)	8.3
목표주가(원)	12,000	목표주가(원)	12,000	목표주가(원)	12,000
현재주가(원)	8,540	현재주가(원)	8,540	현재주가(원)	8,540
현재주가 PER(x)	6.9	현재주가 PER(x)	5.8	현재주가 PER(x)	5.8
				Upside(%)	40.5

자료: 신한금융투자 추정

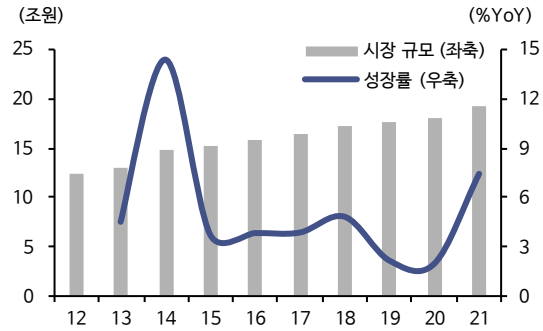
주: Target PER 8.3배는 과거 3개년 Historical 12MF PER에 20%를 할증

II. 산업분석

유료방송 시장 점검

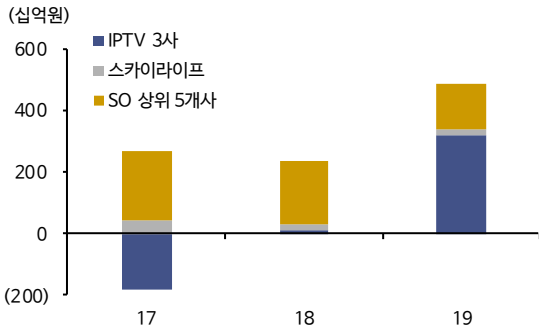
국내 방송 산업은 2021년 기준 합산 매출액 19.4조원(+7.4%YoY), 가입자 3,600만명인 시장이다. TV 시청 시간이 줄어들며 전체 시장 성장은 정체되는 국면이나 과점화가 진행되면서 대형 사업자들의 합산 이익이 꾸준히 유지 내지는 성장하고 있다는 점이 매력적이다. 주요 플레이어로는 플랫폼과 프로그램 제공 사업자(이하 PP)가 있다.

방송 산업 시장 규모 추이



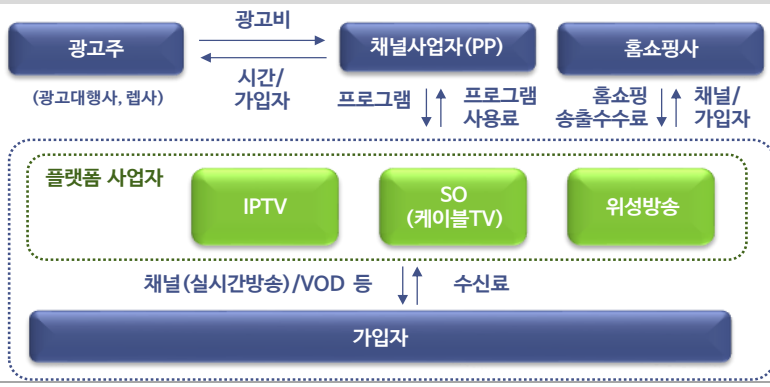
자료: 방송사업자 재산상황 공표, 신한투자증권
주: 지상파, SO, 위성, IPTV, PP, CP의 합산 방송사업 매출액

상위 플랫폼사 방송부문 합산 이익 추이



자료: 방송사업자 재산상황 공표, 신한투자증권
주: SO 5곳은 SKB(티브로드), LG헬로비전, 딜라이브, HCN, CMB

방송 산업 생태계



자료: 신한투자증권

플랫폼 사업자: PP와 가입자를 연결

방송도 전화나 문자, 동영상과 같은 데이터 패킷의 일종이기 때문에 이를 전국에 송출하기 위해서는 대규모 망이 필요하다. 이에 자연스럽게 망 구축 및 운영, 가입자 관리만을 담당하는 사업자가 등장했다.

① 플랫폼 사업자: 케이블TV(SO), IPTV, 위성방송 사업자

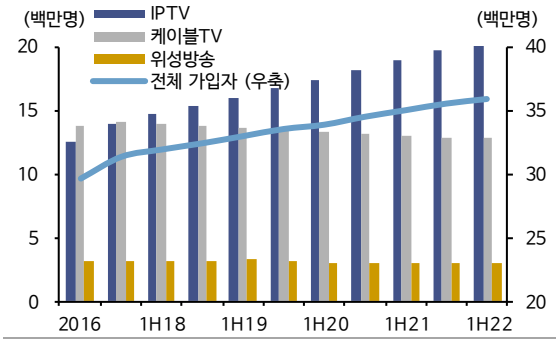
가장 전통적인 플랫폼 사업자인 SO(System Operator)는 케이블선을 통해 방송 신호를 송출한다. 이에 케이블TV라고도 불리우는데, 케이블TV는 안테나를 통해 방송을 시청하는 것(지상파는 주파수를 이용해 방송을 송출하므로 안테나만 있어도 TV 시청이 가능) 대비 시청 경험이 우수하고 지상파뿐만 아니라 다양한 케이블 채널을 볼 수 있어 큰 인기를 끌었다. 2000년대 초 아파트 단체 가입, 저가 공세로 대규모의 가입자를 모았으나 IPTV 등장 이후 서비스 차별화에 실패하며 최근에는 가입자 이탈이 지속되고 있다.

IPTV는 인터넷선을 통해 방송 신호를 송출하는 서비스로 통신 3사의 주력 사업 중 하나다. 도입 초기에는 케이블TV사의 견제로 실시간 방송이 가능한 채널이 제한적이고 채널 이동시 화면이 까맣게 변하는 딜레이 현상 등 기술적 문제가 부각돼 가입자를 모으는데 어려움이 많았으나 결합 할인(인터넷, 무선전화와 번들링 마케팅, 14년 단통법 도입 이후 마케팅 여력 확대)이 큰 차별점으로 작용하며 가입자 확보-콘텐츠 수급 환경 개선의 선순환을 구축하는데 성공했다. 현재는 유료방송 가입자의 56%인 약 2,000만명이 IPTV 서비스를 이용하고 있다.

국내 위성사업자는 Skylife 한 곳이며 무궁화 6, 7호 위성을 거쳐 방송 신호를 송출한다. 전송 거리가 긴 만큼 케이블TV, IPTV 대비 다소 지연이 있을 수 있다는 것이 단점이나 망 투자가 어려운 도서·산간 지역까지 신호를 안정적으로 전달할 수 있다는 것이 장점이다. 또, 회사 측면에서는 중계기사용료 외 CapEx 투자를 하지 않아도 된다는 비용상 이점이 존재한다.

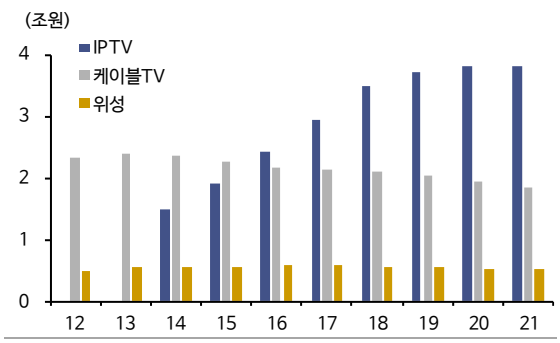
플랫폼 사업자의 주요 수익원은 수신료와 홈쇼핑수수료이다. 홈쇼핑수수료는 플랫폼에 홈쇼핑 채널을 입점시켜주는 대가로 받는 수수료를 뜻하는데 매년 3~4분기 플랫폼과 홈쇼핑사간 협상(일반적으로 가입자수에 비례)으로 결정된다. 홈쇼핑은 채널을 돌리다가 주문을 하는 이른바 재핑 효과가 커서 앞 번호 또는 지상파 사이 번호를 얻기 위한 경쟁이 치열했으나, 최근에는 그 부담이 지나치게 커지자 반발 움직임이 나타나는 추세다. 가입자 수가 작은 영세 SO부터 타격이 있을 것으로 전망된다.

유료방송 가입자 추이



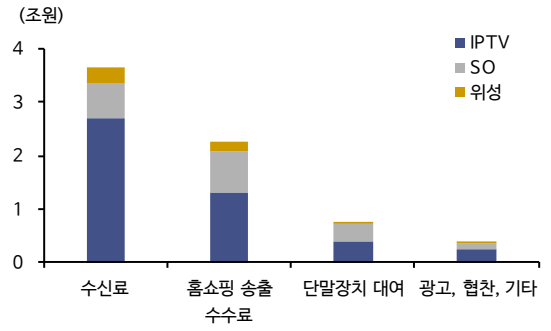
자료: 방송사업자 재산상황 공표, 신한투자증권

플랫폼 사업자별 매출액 추이



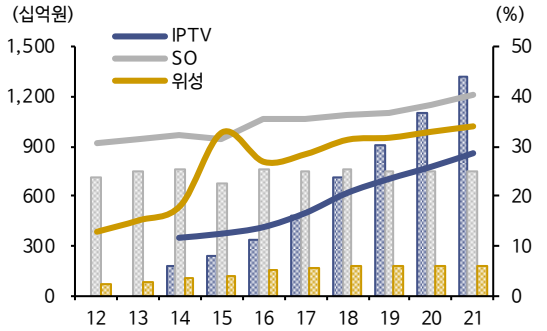
자료: 방송사업자 재산상황 공표, 신한투자증권

플랫폼 사업자 수익은 가입자 기반



자료: 방송사업자 재산상황 공표(2021), 신한투자증권

홈쇼핑 송출수수료 및 방송사업 매출 대비 비중



자료: 방송사업자 재산상황 공표, 신한투자증권

PP: 방송 프로그램 제작 및 편성

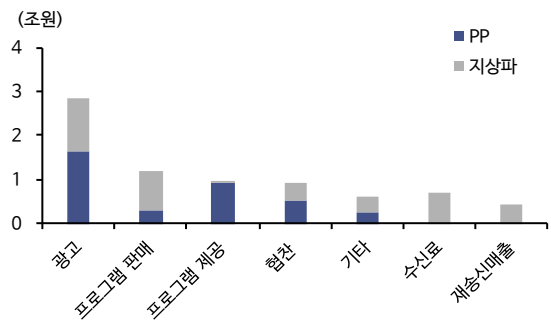
② 프로그램 제공 사업자: 일반PP와 홈쇼핑PP

PP(Program Provider)는 방송 프로그램을 제작 및 편성하는 채널 사업자이다. 일반 PP는 케이블 채널 운영 사업자가 해당되며 CJENM(tvN 외 5개 채널 운영), JTBC(JTBC 외 4개 채널 운영), SPOTV 등이 대표적이다. 주요 수익원은 광고와 프로그램 제공/판매 매출로, 프로그램 편성 전후·중간에 광고를 삽입하거나 플랫폼에 컨텐츠을 제공할 때(재방송 권한, VOD 판매 등. 작품별 가격 협상), OTT 등에 컨텐츠을 판매할 때 수익이 발생한다.

홈쇼핑 PP는 홈쇼핑 채널이 해당되며 총 7개 홈쇼핑 사업자, 5개 T커머스 사업자가 있다. 주요 수익원은 판매수수료(판매 금액의 일정 % 또는 고정 금액을 수취)이고 주요 비용은 송출수수료이다.

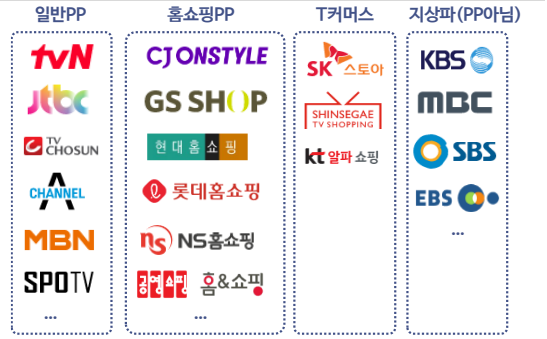
지상파는 PP로 구분되지 않지만 방송 프로그램을 제작 및 편성하고 주요 수익원이 광고와 프로그램 판매 매출인 것이 PP와 유사하다. 케이블TV의 콘텐츠 경쟁력이 올라오면서 TV 광고 시장 내 점유율은 줄어드는 추세이나 여전히 절대 시청자 수가 많은 만큼 광고 매출 규모도 큰 편이다. 이외 수신료, 재송신 매출(플랫폼이 실시간으로 지상파를 송출하는 대가, 가입자당 500원을 수취)이 발생한다.

PP 수익은 컨텐츠&광고 위주



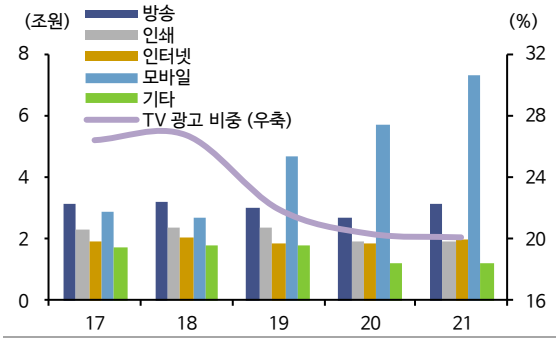
자료: 방송사업자 재산상황 공표(2021), 신한투자증권
주: 홈쇼핑 방송 매출 제외(판매수수료)

PP 구분



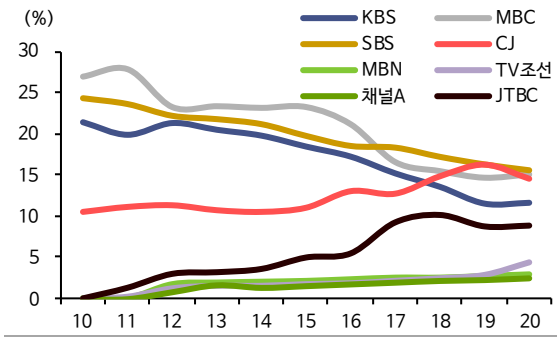
자료: 신한투자증권

전체 방송 광고 매출은 정체~감소세이나



자료: 방송사업자 재산상황 공표, 신한투자증권

컨텐츠 경쟁력이 높은 채널의 광고 점유율 상승



자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

최근 동향: 코드커팅 우려와 M&A, 컨텐츠 투자

서서히 줄어드는 유료방송시장 → 과점화/대형화 & 콘텐츠 투자 확대 흐름에 주목

늘 유료방송산업에 따라다녔던 꼬리표는 코드커팅에 대한 우려였다. 물론 우리나라의 유료방송 요금이 타 국가 대비 현저히 낮다는 점, 다양한 채널에 대한 실시간 방송 수요가 존재한다는 점을 고려하면 시장 규모가 급격하게 줄어들 가능성은 제한적이다. 그러나 OTT 구독이 보편화되고 TV를 설치하지 않는 1인 가구가 증가하면서 유료방송사업자들의 사업 환경은 분명 불리해지고 있다.

1) 과점화/대형화

유료방송사업자 중에서도 가입자 감소세가 가파른 케이블TV는 과점화/대형화되는 흐름이 관찰되고 있다. 플랫폼 사업자는 가입자가 감소하면 수신료 뿐만 아니라 홈쇼핑 송출수수료 협상에서 불리해지는데 이는 다시 망 투자 감소, 서비스 품질 저하, 가입자 감소로 이어질 수 있기 때문이다. 이에 과거에는 케이블TV사 간 합병(지역 확장을 통한 규모의 경제 달성, 케이블TV는 영업할 수 있는 지역이 정해져있음)이, 최근에는 통신사들의 대형 케이블TV사 인수가 연달아 진행됐다. 통신사 입장에서는 M&A로 잠재적으로 업셀링이 가능한 대규모 가입자를 확보(IPTV로 전환 유도, 무선/인터넷 크로스셀링 등)했다는 의미를 가지며 4Q19 LG유플러스의 LG헬로비전 인수, 2Q20 SK브로드밴드의 티브로드 인수, 4Q21 KT그룹의 현대HCN 인수가 그 예시이다.

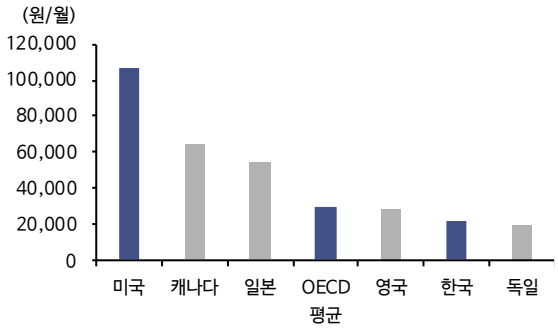
2) 컨텐츠 경쟁력 확보를 통한 OTT와의 차별화

PP와 플랫폼 모두 OTT와의 차별화를 위한 콘텐츠 경쟁력 확보에 열을 올리고 있다. 물론 PP와 OTT는 프로그램 판매를 통해 어느 정도 공생이 가능하다. 그러나 PP의 방송사업 매출 중 약 40% 이상이 광고 수익, 10~30%가 수신료에서 발생한다는 점을 고려하면 PP 입장에서도 컨텐츠 품질을 높이고 채널 경쟁력을 유지~높여나가는 것이 중요할 수밖에 없다.

플랫폼은 가입자를 유지하기 위해 OTT와의 차별화가 반드시 필요하다. 모든 인기 컨텐츠를 OTT를 통해 볼 수 있다면 소비자가 굳이 유료방송을 구독할 필요가 없기 때문이다. OTT 독점작이 증가하며 컨텐츠 수급 환경도 어려워지고 있다.

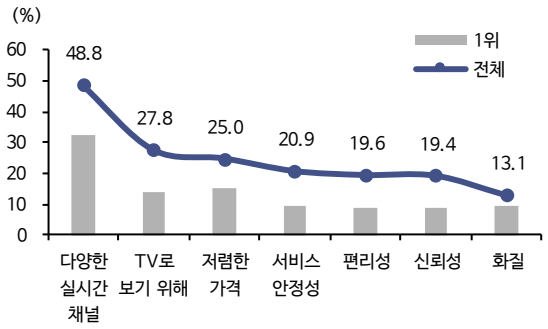
이에 대응해 IPTV 사업자들은 키즈 컨텐츠 등 해당 플랫폼에서만 볼 수 있는 컨텐츠를 발굴하고 여러 OTT를 한번에 편하게 즐길 수 있는 서비스를 출시하며 (OTT of OTT, OTT 큐레이션 서비스) 컨텐츠 수급을 강화하기 위한 공통 펀드를 조성하고 있다. KT의 경우 스튜디오지니와 스카이TV를 통해 직간접인 컨텐츠 제작을 본격화하는 모습이다.

주요 국가별 유료방송 구독료 비교



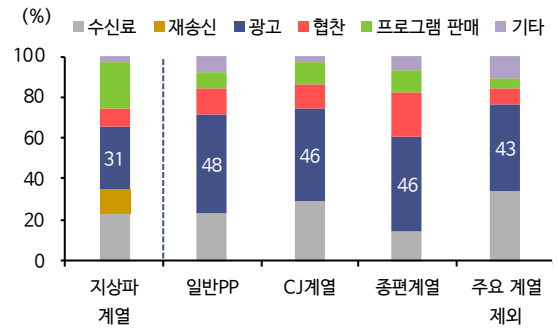
자료: 방송통신위원회, 신한투자증권
주: 2021년 기준, 달러 표시 통계 원화로 환산($1=₩1,100 가정)

유료방송을 대체할 OTT가 없다면 그 이유



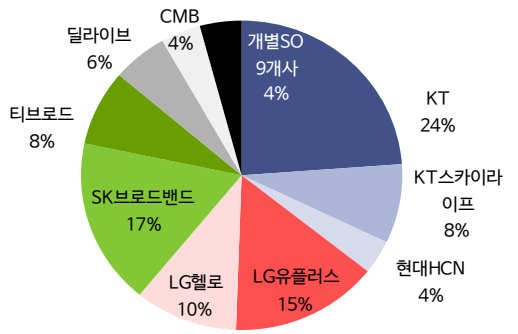
자료: 방송통신위원회, 신한투자증권 / 주1: 2021년 기준
주2: 전체 응답자(n=1,565)의 40%가 대체 가능하다고 응답

PP 매출 구성 – 광고 매출 40% 이상



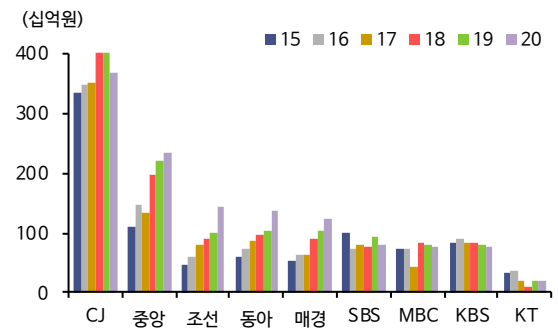
자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

유료방송 시장 점유율 추이(1H22)



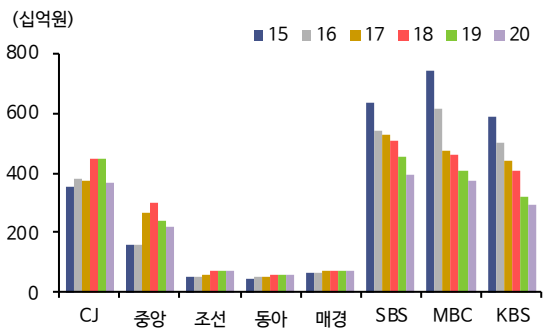
자료: 방송통신위원회, 신한투자증권
주: KT 계열 36%, LG유플러스 계열 29%, SK텔레콤 계열 25%

컨텐츠 직접 제작비 추이 – 컨텐츠 투자 확대



자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

채널 계열별 광고 매출 추이



자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

III. 기업분석

접시 그 이상

주요 BM은
위성방송/케이블TV 운영,
채널 사업과
오리지널 예능 제작

스카이라이프는 위성방송서비스를 목적으로 2001년 1월 설립되었으며, 2011년 코스피에 상장했다. 최대주주는 KT로 지분 50%를 가지고 있으며 한국방송공사가 7%를 가지고 있다. 2015년 국내 최초로 다채널 HD 방송을 서비스하고, 실시간 방송은 케이블TV에서만 시청할 수 있고 IPTV는 VOD 위주로만 서비스되던 시절 이 둘을 하나의 통합수신기로 제공하는 OTS(OllehTVSkylife) 서비스를 출시하며 큰 인기를 끌었다. 자회사로 케이블TV사인 HCN과 PP사인 스카이라이프티브이(이하 스카이TV)를 가지고 있다.

매출 구성

매출은 크게 서비스(22F 매출비중 39%), 통신서비스(13%), 플랫폼(35%), 콘텐츠(1%), 기타(12%)로 나뉜다. ① 서비스 매출은 위성방송과 케이블TV 수신료, 스카이TV 채널 수신료로 구성되어 있는데 3Q22 기준 위성방송 374만명, 케이블TV 128만명 가입자를 바탕으로 꾸준한 이익을 창출하고 있다.

② 통신서비스 매출은 인터넷/MVNO 상품 판매 수익을 뜻한다. KT망을 임차해 서비스하기 때문에 그 자체로 수익성은 낮지만 결합 상품으로 판매되면서 상대적으로 수익성이 높은 TV 상품 해지율을 낮추고 Skylife 브랜드 인지도를 향상시키는 효과가 있다. 인터넷과 모바일 가입자는 각각 36만명, 24만명이다.

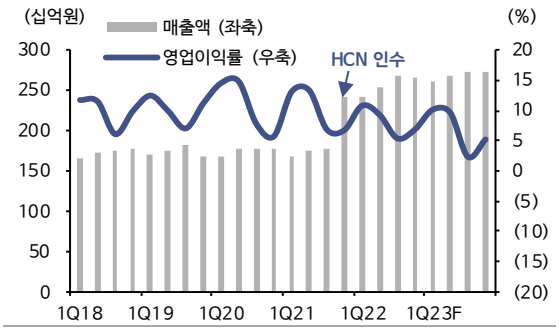
③ 플랫폼 매출은 가입자 베이스를 기반으로 발생하는 매출이며 홈쇼핑 송출수수료와 광고 수익이 대부분을 차지한다. 홈쇼핑 송출수수료는 플랫폼 사업자인 스카이라이프와 HCN의 주요 수익원으로 매년 3분기 홈쇼핑사와의 협상을 통해 결정한다. 광고 수익은 자회사인 스카이라이프TV가 산하 12개 채널(대표채널 ENA)을 운영하며 벌어들이는 수익인데 〈이상한 변호사 우영우〉(이하 〈우영우〉) 방영 이후 채널 인지도가 향상되면서 매출액 성장률이 두드러지고 있다.

④ 컨텐츠 매출은 자회사인 스카이TV에서 제작하는 예능인 〈나는솔로〉, 〈강철부대〉의 판권 판매 매출 등이 해당된다.

비용상 특이점

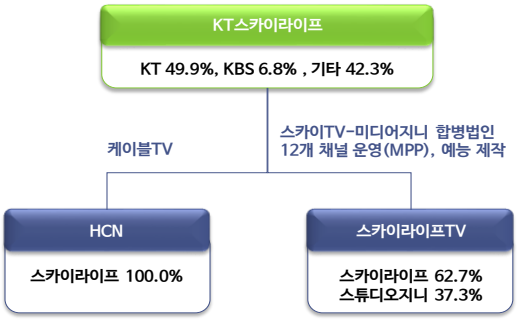
매년 3분기 방송통신발전기금을 납부해 실적에 계절성이 있다. 전년도 방송광고 매출액의 일정 비율을 납부하며 비용은 일시에 처리한다. 3Q22에는 총 110억원을 납부(스카이라이프 70억원, HCN 40억원)한 것으로 추정된다. 컨텐츠 제작비와 구매비는 무형자산으로 인식 후 각각 5년, 3년(평균) 동안 상각한다.

스카이라이프 연결 실적 추이 및 전망



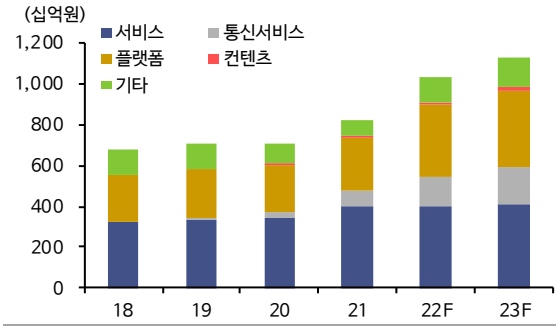
자료: 회사 자료, 신한투자증권

스카이라이프 지배구조도 및 주주구성



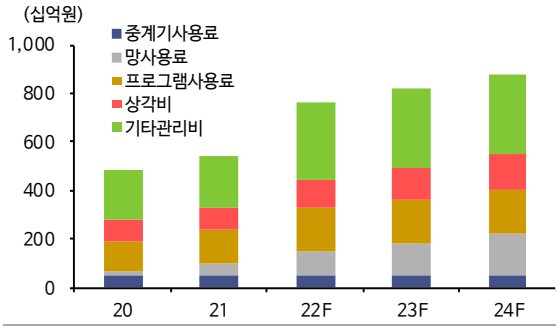
자료: 회사 자료, 신한투자증권

부문별 매출액 추이



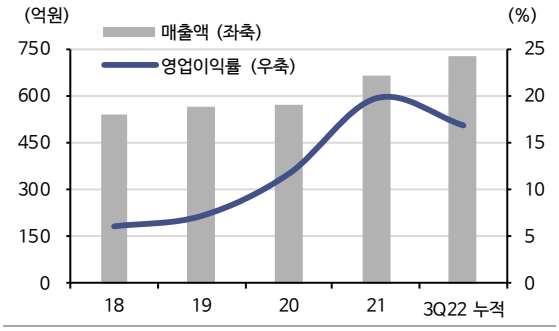
자료: 회사 자료, 신한투자증권

비용 구성



자료: 회사 자료, 신한투자증권

스카이TV 실적 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

스카이TV 산하 12개 채널

자료: 회사 자료, 신한투자증권

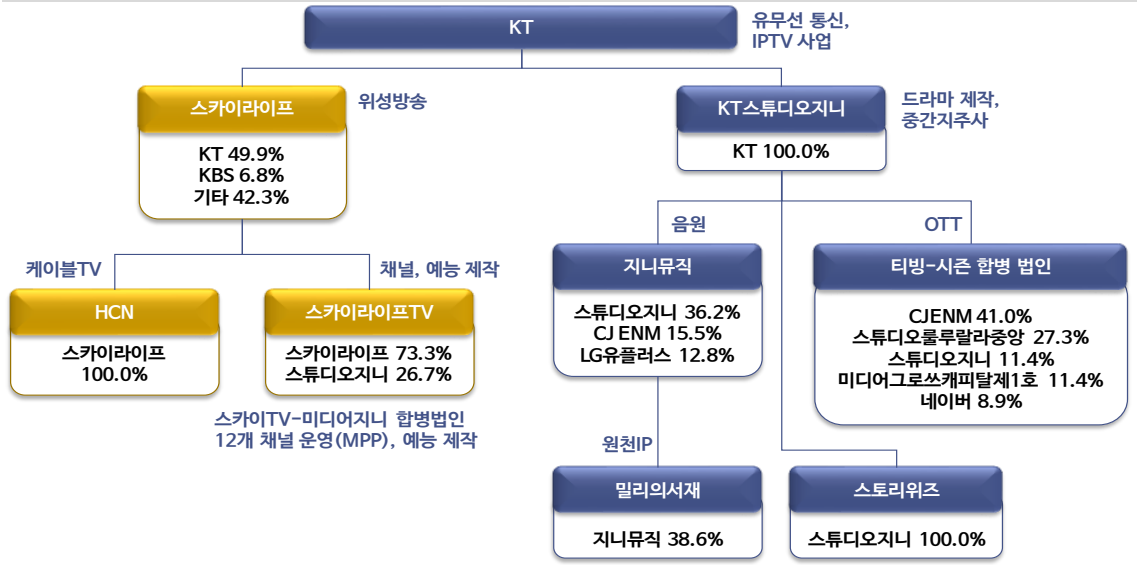
KT 그룹내에서는
(지분율 49.9%)
컨텐츠 사업의 한 축 담당

KT 그룹 내 역할

KT 그룹 내에서 방송 플랫폼 사업(위성방송, 케이블TV), 채널 운영, 예능 제작 등의 역할을 맡고 있다. 안정적인 현금 창출력을 기반으로 2019년 케이블TV 5위 사업자이던 현대 HCN을 인수했으며, Skylife의 MVNO/인터넷 상품과 결합판매하며 시너지를 만들어 내고 있다. 예능 제작은 자회사인 스카이TV가 맡고 있다. 과거 스튜디오지니 산하로 재배치된다는 논란이 있었던 적이 있으나(7/19 보고서 참조) 현재는 스튜디오지니는 드라마 기획·제작 및 중간 지주사 역할, 스카이TV는 ENA 계열 채널 운영 및 자체 예능을 제작하는 역할로 역할 정리를 완료한 상태다. 향후 해당 이슈가 재부각될 가능성은 매우 제한적이라고 판단한다.

KT 그룹은 비통신 매출 비중을 2021년 40%에서 2025년 50%까지 확대해나간다는 목표를 가지고 있다. 그 중 한 축인 미디어는 IPTV/자체 채널 경쟁력 향상 및 그룹 이미지 개선 등 기존 사업과 시너지를 기대해볼 수 있고 〈우영우〉, CJENM과의 파트너십 등 유의미한 성과를 보여주고 있어 더욱 중요한 의미를 가진다. 주요 슬로건은 '2025년까지 미디어 합산 매출액 5조원 달성, 향후 3년간 5천억원을 투자해 100개 오리지널 작품 확보'이다.

KT 그룹 미디어 부문 지배구조도



자료: 회사 자료, 신한투자증권

IV. 투자포인트

심상치 않은 ENA

전방 시장전망은 부정적이나, 합리적인 단가 & 경쟁력 있는 편성 → 수혜 기대

전방인 TV 광고 시장 전망은 부정적이다. TV 시청시간이 줄어들고 광고 경기가 둔화되는 가운데 새로운 미디어(넷플릭스)까지 등장했기 때문이다. 그러나 이와 별개로 신생 채널인 ENA는 채널 경쟁력 상승에 따른 확실한 광고 수익 성장이 전망된다. 2022년 광고 부문 매출액으로 608억원(+129.4%YoY), 2023년 775억원(+27.6%)을 예상한다.

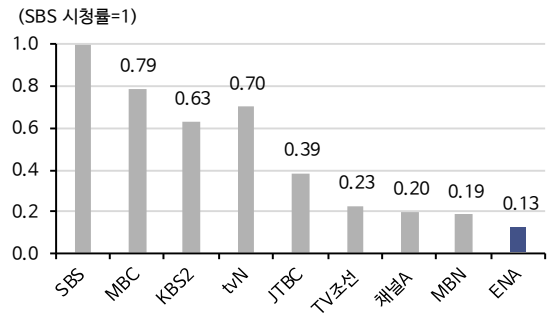
재미있는 콘텐츠 & 합리적인 광고 단가

ENA 광고 단가는 〈우영우〉 이후 약 2배 상승했으나 아직 tvN에 비하면 1/3에 불과한 것으로 알려져있다. 즉 흥행이 기대되는 방송 라인업을 다수 갖췄으나 광고 단가가 합리적인, 광고주 입장에서는 소위 가성비가 높은 채널이다. 편안한 성장이 기대된다. 실제로 지난 11월 중순 진행한 광고주 대상 쇼케이스에서 업프론트를 제시한 광고주가 있었을 정도로 반응이 매우 좋았던 것으로 파악된다.

최근 예능 업계에서 나타나는 흐름 중 하나는 스타PD들이 방송사를 나와 독립 스튜디오를 설립하는 것이다. 김태호PD(무한도전), 서혜진PD(TV조선 내일은트롯시리즈, 맛시리즈) 등이 대표적이다. 그렇다면 이들 PD가 만드는 작품은 어떤 수익 구조를 가져갈까? 팬덤이 탄탄한 만큼 유튜브나 OTT 등 뉴미디어에서의 수익만으로 리쿱이 가능할 수도 있겠으나 여전히 커버리지가 넓은 채널인 TV를 무시할 수는 없는데… 메이저 방송사들의 경우 제작비, 방송 라인업 등에 있어 내부 PD들의 견제를 피할 수 없다. 이에 아직 자체 제작 인력이 적고 채널 몸집 키우기에 매우 적극적인 ENA의 반사 수혜가 기대된다. 실제로 스타PD 다섯명이 2023년 차기작을 ENA에서 방영하기로 계약했으며 공개된 라인업으로는 김태호PD의 〈부루마블 세계여행〉, 서혜진PD의 관찰 예능(작품명 미정) 등이 있다.

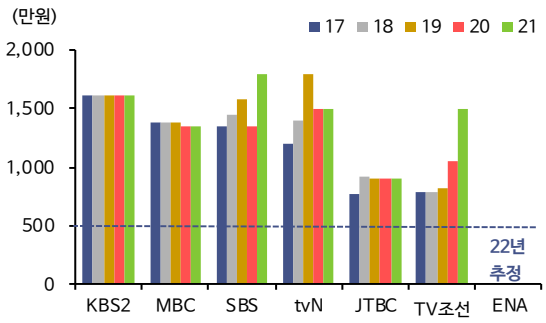
드라마도 꾸준히 방영 편수를 늘려나갈 예정이다. 〈우영우〉로 채널 인지도가 올라가면서 이후 라인업도 시청률 1~2%대의 꾸준한 성과를 내고 있다. 연말~23년초 라인업으로는 〈사장님을 잠금해제〉, 〈보라! 데보라〉, 〈종이달〉 등이 있다.

주요 채널과의 시청률 비교



자료: 회사 자료, 신한투자증권

채널별 명목 최고 단가 추이(15초 전후광고)



자료: 방송통신위원회, 신한투자증권 / 주: 실질가격은 비교 어려움

1H23 김태호PD 예능 신작 <부루마불 세계여행>

자료: 유튜브, 신한투자증권
주: 주요 출연진은 여행 유튜버 빠니보틀, 곽튜브, 원지

4Q22~1Q23 ENA 주요 드라마 라인업

자료: 언론 자료, 신한투자증권

ENA 주요 프로그램 라인업

구분	프로그램명	방영예정	PD/출연진	비고
예능	효자촌	12월(방영중)	남규홍	〈나는솔로〉 PD
	명동사랑방	23년 1월	여운혁	20대 연애 리얼리티 by 〈무릎팍 도사〉, 〈아는형님〉 PD
	던져서 세계 속으로, 부루마블 세계 여행	1H23	김태호	여행 리얼리티 김태호 PD는 현 TEO 대표, 대표작 〈무한도전〉
	미공개	1H23	서혜진	관찰 예능 by 〈스타킹〉, 〈아내의맛〉, 〈내일은미스트롯〉, 〈내일은미스터트롯〉 PD, 현 크레아스튜디오 대표
	오은영 게임	1H23	장혁재	아이 놀이 솔루션 프로그램 by 〈런닝맨〉, 〈패밀리가떴다〉 PD
	신병 스핀오프 예능	2023	〈신병〉 배우진	밀리터리 예능
	하하버스	2023	하하	
	나는솔로 / 강철부대3	2023	시즌제	
드라마	아무것도 하고 싶지 않아	12월(방영중)	설현, 임시완	월화 드라마
	사장님을 잠금 해제	12월(방영중)	박성웅, 채종협	김현민(스위트홈) 작가, 웹툰 원작 / 수목 드라마
	남이될수있을까	23년 1월	강소라	로펌 + 로맨스
	종이달	1Q23	김서형	서스펜스 드라마, 일본 소설 원작
	보라!데보라	1Q23	유인나, 윤현민, 주상욱	로맨스 코미디

자료: 언론 자료, 신한투자증권

최근 3개년 유료방송 시청률 Top10 프로그램(시청률, 채널)

2019	SKY캐슬(21.07, JTBC), 내일은미스트롯(15.39, TV CHOSUN), 호텔델루나(10.81, tvN), 스페인하숙 ALBERGUE(10.28, tvN), 왕이된남자(9.34, tvN), 눈이부시게(8.69, JTBC), 알함브라궁전의추억(8.59, tvN), 아는형님(8.25, JTBC), 사랑의불시착(8.12, tvN), 우아한가(7.63, MBN)
2020	내일은미스터트롯(32.05, TV CHOSUN), 내일은미스트롯(26.58, TV CHOSUN), 부부의세계(24.96, JTBC), 2020트롯어워즈(21.50, TV CHOSUN), 미스터트롯의맛(20.76, TV CHOSUN), 신청곡을불러드립니다사랑의콜센타(20.43, TV CHOSUN), 사랑의불시착(19.78, tvN), 당신이바로보이스트롯(17.79, MBN), 이태원클라쓰(14.81, JTBC), 아는형님(14.21, JTBC)
2021	내일은미스트롯2(29.30, TV CHOSUN), 내일은국민가수(16.74, TV CHOSUN), 철인왕후조선중전영혼가출스캔들(15.24, tvN), 내일은미스트롯2토크콘서트(15.18, TV CHOSUN), 사랑의콜센타(14.23, TV CHOSUN), 결혼작사이혼작곡2(13.73, TV CHOSUN), 빈센조(13.14, tvN), 슬기로운의사생활2(12.79, tvN), 갯마을차차차(11.22, tvN), 미스터트롯F4뽕숭아학당(11.10, TV CHOSUN)

자료: 방송통신위원회, 신한투자증권

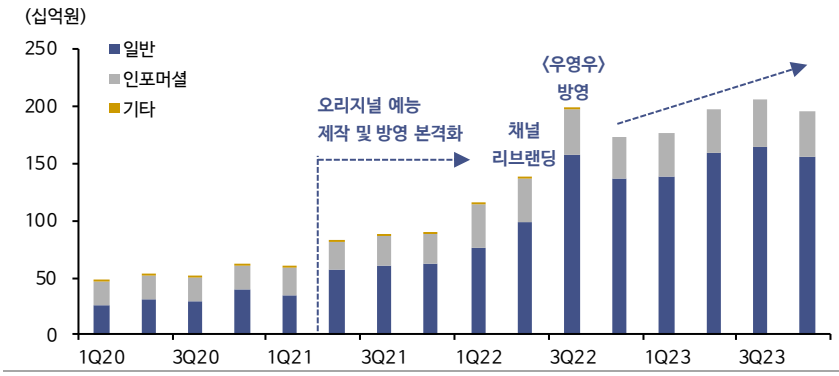
채널 경쟁력 Level-up, 광고 체력 Level-up

채널 경쟁력 향상 배경: 오리지널 예능 흥행 & 〈우영우〉 이후 채널 인지도 상승

과거 ENA 채널의 핵심 BM은 재방송 프로그램을 소싱해 전후 광고를 판매하는 것이었다. 채널 인지도와 화제성, 시청률이 낮았기 때문에 광고 단가가 낮고 인포머셜 광고(일반적인 15~30초 광고와는 달리 5~10분 등 긴 시간 동안 상품을 소개하는 정보 제공형 광고, 단가 낮음) 비중이 높았다.

이러한 흐름이 변화하기 시작한 것은 자체 제작 예능인 〈나는솔로〉, 〈강철부대〉가 성공하면서부터였다. 시청률은 0%대 후반으로 소폭 상승하는데 그쳤으나 뛰어난 화제성에 광고 매출은 분기 60억원대에서 90~100억원대로 상승했다. 3Q22에는 〈우영우〉 효과가 온기 반영되며 광고 매출이 197억원까지 상승했다. 최고 17.5%에 달하는 시청률에 광고 단가는 2배 이상 상승했으며 현재도 높아진 수준이 유지~소폭 상승하고 있다. 2023년에도 콘텐츠 경쟁력과 상대적으로 낮은 광고 단가를 기반으로 광고 매출의 편안한 성장세가 이어질 것으로 전망된다.

스카이라이프 광고 매출 추이 및 전망

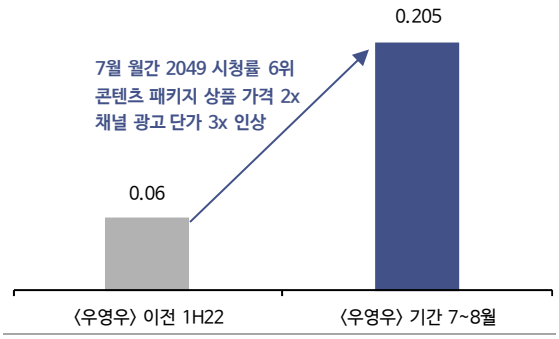


자료: 회사 자료, 신한투자증권

자체 제작 예능 <나는솔로>와 <강철부대>

자료: 회사 자료, 신한투자증권

<우영우> 전후 채널 시청률



자료: 회사 자료, 신한투자증권
주: 2022년 6월 29일 ~ 8월 18일 방영

광고 경쟁력 확대중: 채널 번호 이동 & 흥행작 나비효과

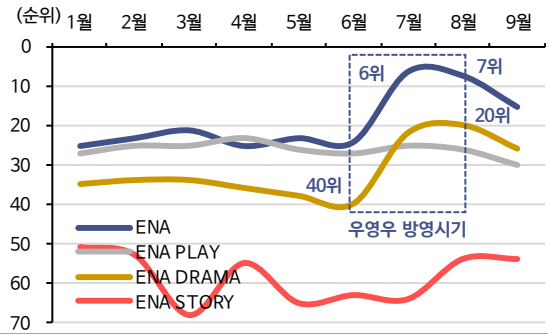
① 리브랜딩 효과

2022년 4월 채널을 ENA로 리브랜딩하며 일부 플랫폼(KT지니TV, 스카이라이프)에서 채널번호를 1번으로 이동했다. 유료방송 가입자 약 1/3의 TV를 켰을 때 첫 화면이 ENA로 전환되며 이로 인한 광고 도달률 상승 효과가 관찰되고 있다.

② 흥행작의 나비 효과

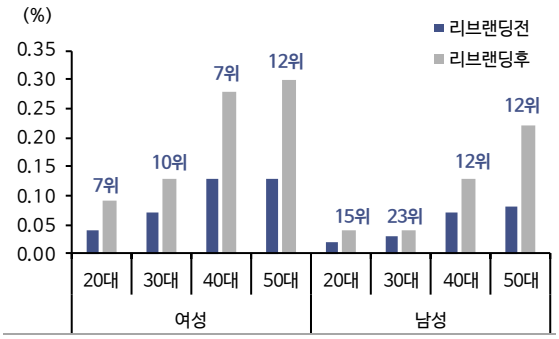
흥행작이 중요한 이유는 방영 채널의 광고 수익 상승외에도 1) 계열 채널의 광고 상품을 크로스셀링할 수 있기 때문이다. 〈우영우〉 방영 당시 ENA와 ENA Drama의 채널 순위가 동반 상승하는 모습이 관찰됐는데 향후에도 컨텐츠 흥행/채널 인지도 개선으로 인한 광고 수익 레버리지 효과가 기대된다. 2) 신규 광고주를 확보할 수 있다는 점, 3) 채널 인지도 개선에 따른 컨텐츠 수급 환경이 개선되는 효과가 있다는 점도 장점이다. 실제로 주연 배우가 모델인 회사 등 광고주 저변이 확대되고 광고 상품 인벤토리가 다양화 되는 등(가상광고 등-가상광고는 광고 슬랏을 필요로 하지 않아 수익성이 높음) 높아진 광고 경쟁력이 확인되고 있으며, 예능/드라마 라인업 확보에도 〈우영우〉의 성공이 긍정적인 영향을 미치고 있다. 컨텐츠 퀄리티 향상 → 광고 수익 증가의 선순환이 기대된다.

주요 채널 순위



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: P2049 시청률 순위

리브랜딩 & 흥행작 - 타깃 시청률 2배 이상 상승



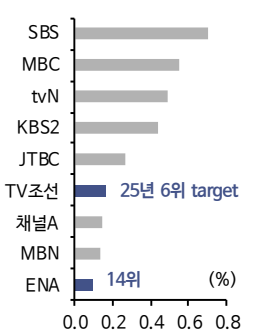
자료: 회사 자료, 신한투자증권

광고 경쟁력 향상 - 광고주/광고 상품 다양화

자료: 회사 자료, 신한투자증권

중장기 매출액-시청률 목표

순위	구분	매출액(억원)
2	CJ ENM	9,506
5	JTBC	3,669
6	TV조선	3,564
7	ENA (25년)	2,500
7	SBS 계열	2,431
8	MBN	2,425
9	채널A	2,067
10	MBC 계열	1,862
11	KBS 계열	1,568
12	ENA (22년)	1,103



자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 매출 21년, 시청률 22년 기준

딴딴한 본업

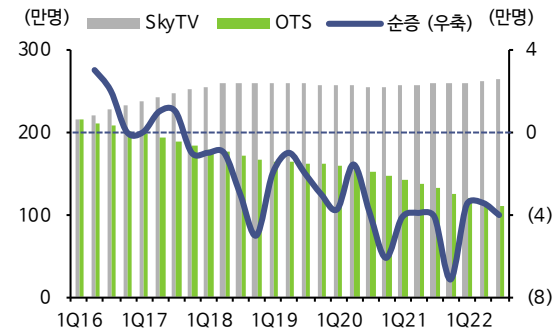
방송 가입자 순감도
어느 정도 해소 국면

본업인 플랫폼 사업은 IPTV 성장과 맞물려 매출이 정체~소폭 감소하는 추세다. 그러나 대응책인 상품 라인업 다변화 전략이 충분히 잘 작동하고 있으며 신사업인 송출대행사업도 안정적인 수익원으로 자리 잡고 있다. 플랫폼 매출 감소 최소화~성장이 충분히 가능한 국면이다. 2022년 서비스/통신/플랫폼 부문 합산 매출액으로 8,982억원(+32.7%YoY), 2023년 9,473억원(+5.5%YoY)을 예상한다.

그동안 스카이라이프 주가 흐름이 부진했던 이유는 가입자 순감 → 수신료 매출 감소, 홈쇼핑 송출수수료 협상 열위 가능성이 부각됐기 때문이었다. 실시간 방송 채널이 필요했던 KT와 VOD 서비스가 필요했던 스카이라이프의 마케팅 니즈가 감소하고 IPTV사들의 공격적인 마케팅이 진행된 영향에 절대 가입자수가 많은 OTS(OllehTVSkylife) 가입자 이탈이 지속됐다.

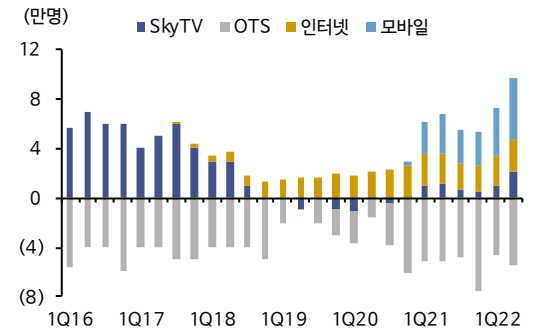
하지만 가입자 순감이 가파르게 진행되는 구간은 어느 정도 지나간 것으로 보인다. 1) TPS라고 불리는 TV와 MVNO/인터넷을 결합한 상품 라인업이 추가되며 자체 상품 SkyTV의 신규 가입자 유치가 잘 이뤄지고 있다. 통신 사업은 KT망을 임차해 서비스하므로 수익성이 낮지만 결합 상품으로 판매되면서 상대적으로 수익성이 높은 TV 상품 해지율을 낮추고 Skylife 브랜드 인지도를 향상시키는 효과가 있다. 실제로 효율적인 마케팅 기조에도 1Q22~3Q22 분기 평균 MVNO 2.4만명, 인터넷 4.3만명 가입자가 꾸준히 유입되었으며, HCN은 케이블TV 중 유일하게 가입자 순증을 기록했다. 2) 고객센터를 강화하는 등 OTS 가입자를 SkyTV 가입자로 전환 유도하는 노력도 어느 정도 효과가 있는 것으로 파악된다.

스카이라이프 방송 부문 가입자 추이



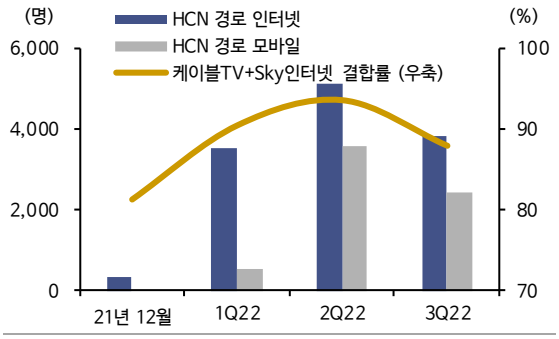
자료: 회사 자료, 신한투자증권

스카이라이프 전체 가입자 분기 순증 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

HCN과 시너지 - 결합상품 가입자 증가



자료: 회사 자료, 신한투자증권

KT 백석 미디어센터(송출 대행 사업)

자료: 언론 자료, 신한투자증권

신사업인 송출대행사업 매출액은 2022년 약 150억원에서 2023년 200억원으로 성장할 전망이다. 송출대행 사업이란 영세 PP 대신 IPTV 등 플랫폼 사업자에 대신 방송을 송출해주는 것을 말하는데 절대 규모는 작지만 안정적인 수익원이되어 줄 것으로 기대된다. 우수한 인프라와 안정적인 운영 래퍼런스에 운영 채널은 3Q22 40개에서 2023년초 50개여까지 늘어날 것으로 전망되며 이익률은 10%대인 것으로 추정된다.

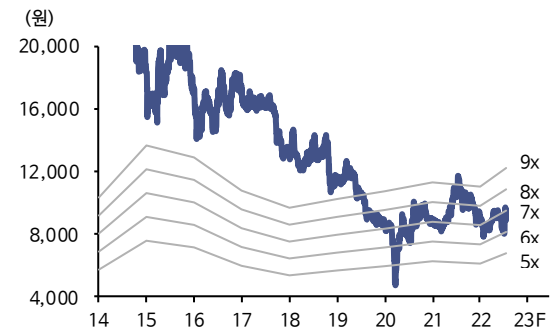
밸류에이션과 배당 매력

변화하는 회사
그러나 여전히 저평가 국면
편안한 광고 성장 스토리에
관심 가질 필요

밸류에이션 리레이팅이 기대된다. 기존에 밸류에이션 디스카운트 요인으로 작용했던 방송 가입자 감소가 어느 정도 안정화되는 추세인 가운데 채널 경쟁력 상승으로 인한 광고 매출의 편안한 성장이 기대된다. 현재 주가 기준 12MF PER은 5.7배로 HCN 인수 기대감이 반영되던 2021년 중순보다도 낮은 수준인 반면 그 때보다 기업 이익 체력, 성장 가능성은 분명 높아졌다.

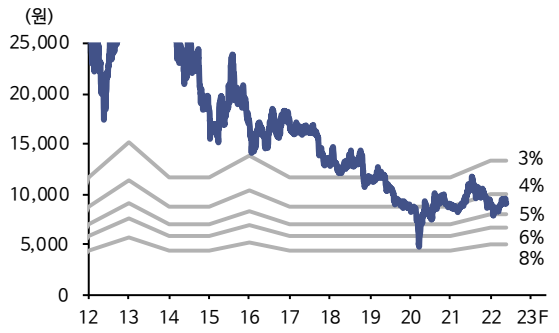
배당 매력도 존재한다. HCN을 인수하며 배당가능이익이 증가해 추가 주주환원을 고민하고 있다. 2022F DPS로 400원을 예상한다. 편안한 성장 스토리, 저평가 매력, 기대배당수익률 4.7%까지 고려하면 편안한 매수 구간이 아닐 수 없다.

스카이라이프 12MF PERbands



자료: QuantiWise, 신한금융투자

스카이라이프 배당수익률 밴드



자료: QuantiWise, 신한금융투자

V. 실적 추정

2023년 영업이익 1,088억원(+23.6%YoY) 전망

채널 경쟁력 상승으로 편안한 광고 매출/이익 성장 기대

3Q22 영업이익은 141억원(-39.2%YoY, 이하 YoY)으로 컨센서스(178억원)를 20.6% 하회했다. 〈우영우〉로 인한 광고 단가 상승 효과가 온기 반영되며 광고 매출이 197억원(+159.2%)을 기록했으나 방발기금(대략 스카이라이프 70억, HCN 40억원)과 백석 미디어센터 이전 관련 일회성 비용이 반영되고 인터넷/MVNO 관련 마케팅 비용이 증가했다. 4Q22 매출액과 영업이익으로는 각각 2,713억원(+11.7%), 249억원(+53.8%)을 예상한다. 높아진 광고 단가가 유지되고 있어 4Q22에도 분기 150억원 이상의 광고 매출이 기대된다.

2023년 매출액과 영업이익으로 각각 1조 1,198억원(+8.3%), 1,088억원(+23.6%)을 전망한다. 광고 매출의 경우 상반기에는 〈우영우〉 이후 단가 상승 추이(방송 전후 두 배 이상 단가 인상), 하반기에는 회사측의 가이던스(2023년 tvN 대비 50% 수준까지 단가 인상)를 보수적으로 반영했다.

스카이라이프 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	**166.9**	**175.1**	**178.4**	**242.8**	**240.8**	**254.2**	**268.1**	**271.3**	**763.2**	**1,034.4**	**1,119.8**
(%YoY)	(0.6)	(1.5)	1.0	37.6	44.2	45.2	50.3	11.7	9.2	35.5	8.3
(%QoQ)	(5.4)	4.9	1.9	36.1	(0.8)	5.6	5.5	1.2			
서비스	80.6	79.5	79.0	104.3	102.0	100.7	100.7	100.7	343.5	404.0	405.1
통신서비스	10.8	13.8	16.1	28.0	28.7	32.4	35.7	38.3	68.6	135.0	180.6
플랫폼	57.5	60.8	62.5	84.1	84.1	87.7	94.3	94.1	264.9	360.2	377.1
- 광고	4.1	7.2	7.6	7.6	10.0	13.7	19.7	17.4	26.5	60.8	79.3
콘텐츠	2.1	1.8	1.1	2.5	1.1	4.1	3.5	3.8	7.5	12.5	14.8
기타	16.0	19.1	19.6	24.0	25.0	29.3	34.0	34.4	78.7	122.7	142.3
영업비용	145.3	151.9	166.4	226.7	215.1	230.9	253.9	246.4	690.2	946.4	1,011.0
중계기사용료	12.2	12.2	12.6	12.6	12.6	12.6	12.6	12.6	49.6	50.2	50.2
망사용료	7.8	10.2	12.3	19.4	18.9	23.4	26.1	27.8	49.7	96.2	132.9
프로그램사용료	30.9	30.7	32.3	45.7	44.0	44.4	45.3	45.5	139.5	179.1	181.3
마케팅비	33.2	35.4	36.5	40.8	41.8	45.4	46.3	46.6	145.9	180.1	190.0
상각비	19.7	20.0	19.8	28.9	28.5	28.6	29.4	30.5	88.4	117.0	131.9
기타관리비	41.5	43.4	52.8	79.4	69.3	76.6	94.3	83.5	217.1	323.7	324.6
영업이익	**21.7**	**23.2**	**12.0**	**16.2**	**25.7**	**23.3**	**14.1**	**24.9**	**73.0**	**88.0**	**108.8**
영업이익률 (%)	13.0	13.2	6.7	6.7	10.7	9.2	5.3	9.2	9.6	8.5	9.7
(%YoY)	(10.5)	(11.3)	(11.5)	62.8	18.8	0.4	17.7	53.8	(1.1)	20.6	23.6
(%QoQ)	118.2	6.9	(48.1)	34.6	59.2	(9.6)	(39.2)	76.0			
세전이익	22.7	27.5	13.5	18.1	25.1	22.7	13.7	24.5	81.9	85.9	107.1
당기순이익(지배)	**16.7**	**20.8**	**9.0**	**13.7**	**18.4**	**15.8**	**8.5**	**16.1**	**60.2**	**58.8**	**70.3**
순이익률 (%)	10.0	11.9	5.0	5.7	7.6	6.2	3.2	5.9	7.9	5.7	6.3
(%YoY)	(8.2)	(1.3)	(19.3)	101.0	10.3	(24.1)	(5.1)	17.0	5.2	(2.4)	19.7
(%QoQ)	144.2	24.6	(56.7)	52.6	34.0	(14.3)	(45.8)	88.1			

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	**919.5**	**1,275.6**	**1,347.1**	**1,383.5**	**1,469.3**
유동자산	480.4	408.5	551.8	614.7	707.5
현금및현금성자산	99.8	80.7	177.3	225.6	306.6
매출채권	76.4	105.9	143.6	155.4	164.9
재고자산	2.2	2.8	3.8	4.1	4.3
비유동자산	439.0	867.2	795.3	768.8	761.8
유형자산	213.3	284.4	205.9	153.8	119.1
무형자산	64.3	453.6	455.1	479.1	505.5
투자자산	19.7	33.8	38.9	40.5	41.8
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**175.0**	**469.7**	**496.3**	**470.4**	**489.7**
유동부채	153.2	249.7	252.9	219.6	233.0
단기차입금	0.2	100.0	50.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	21.8	220.0	243.4	250.8	256.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	3.8	154.2	154.2	154.2	154.2
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**744.4**	**806.0**	**850.8**	**913.1**	**979.6**
자본금	119.6	119.6	119.6	119.6	119.6
자본잉여금	164.2	162.4	162.4	162.4	162.4
기타자본	(7.5)	(7.2)	(7.2)	(7.2)	(7.2)
기타포괄이익누계액	(3.8)	5.2	5.2	5.2	5.2
이익잉여금	464.7	511.8	551.5	602.8	657.7
지배주주지분	**737.1**	**791.9**	**831.6**	**882.8**	**937.7**
비지배주주지분	7.3	14.1	19.2	30.3	41.9
*총차입금	9.2	257.2	208.3	158.6	158.9
*순차입금(순현금)	(336.8)	51.1	(102.5)	(202.9)	(285.7)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	**698.7**	**763.2**	**1,034.4**	**1,119.8**	**1,188.2**
증감률 (%)	0.6	9.2	35.5	8.3	6.1
매출원가	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
매출총이익	**698.7**	**763.2**	**1,034.4**	**1,119.8**	**1,188.2**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	**624.9**	**690.2**	**946.4**	**1,011.0**	**1,074.0**
영업이익	**73.8**	**73.0**	**88.0**	**108.8**	**114.2**
증감률 (%)	6.5	(1.1)	20.6	23.6	5.0
영업이익률 (%)	10.6	9.6	8.5	9.7	9.6
영업외손익	5.0	8.9	(2.1)	(1.7)	(1.7)
금융손익	8.6	5.2	3.1	6.0	8.1
기타영업외손익	(2.5)	4.7	(4.2)	(6.7)	(8.9)
종속 및 관계기업관련손익	(1.1)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
세전계속사업이익	**78.8**	**81.9**	**85.9**	**107.1**	**112.5**
법인세비용	20.7	19.6	22.1	25.7	27.0
계속사업이익	58.2	62.3	63.9	81.4	85.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**58.2**	**62.3**	**63.9**	**81.4**	**85.5**
증감률 (%)	3.9	7.1	2.5	27.4	5.1
순이익률 (%)	8.3	8.2	6.2	7.3	7.2
(지배주주)당기순이익	57.2	60.2	58.8	70.3	73.9
(비지배주주)당기순이익	1.0	2.1	5.1	11.0	11.6
총포괄이익	55.6	75.0	63.9	81.4	85.5
(지배주주)총포괄이익	54.7	72.7	62.0	78.9	82.9
(비지배주주)총포괄이익	1.0	2.3	1.9	2.4	2.6
EBITDA	**158.8**	**164.3**	**225.0**	**226.9**	**222.4**
증감률 (%)	(3.4)	3.5	37.0	0.8	(2.0)
EBITDA 이익률 (%)	22.7	21.5	21.8	20.3	18.7

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	**160.2**	**102.9**	**231.0**	**206.7**	**198.6**
당기순이익	58.2	62.3	63.9	81.4	85.5
유형자산상각비	64.9	64.1	78.5	52.2	34.7
무형자산상각비	20.1	27.2	58.5	66.0	73.6
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	3.7	0.7	0.7	0.7	0.7
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	1.1	(3.7)	(4.6)	(4.6)	(4.6)
운전자본변동	(11.3)	(54.8)	34.1	11.2	8.9
(법인세납부)	(21.4)	(31.5)	(22.1)	(25.7)	(27.0)
기타	44.9	38.6	22.0	25.5	26.8
투자활동으로인한현금흐름	**(104.5)**	**(352.1)**	**(73.1)**	**(94.1)**	**(103.3)**
유형자산의증가(CAPEX)	(43.0)	(46.4)	0.0	0.0	0.0
유형자산의감소	0.2	4.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(22.4)	(34.1)	(60.0)	(90.0)	(100.0)
투자자산의감소(증가)	12.0	130.8	(5.1)	(1.6)	(1.3)
기타	(51.3)	(407.1)	(8.0)	(2.5)	(2.0)
FCF	141.1	31.0	215.7	205.0	198.4
재무활동으로인한현금흐름	**(19.6)**	**230.0**	**(65.6)**	**(68.7)**	**(18.8)**
차입금의 증가(감소)	(0.8)	249.4	(48.9)	(49.7)	0.3
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(16.6)	(16.6)	(16.7)	(19.0)	(19.0)
기타	(2.2)	(2.8)	0.0	0.0	(0.1)
기타현금흐름	0.0	0.0	4.4	4.4	4.4
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**36.0**	**(19.2)**	**96.7**	**48.3**	**81.0**
기초현금	63.8	99.8	80.7	177.3	225.6
기말현금	99.8	80.7	177.3	225.6	306.6

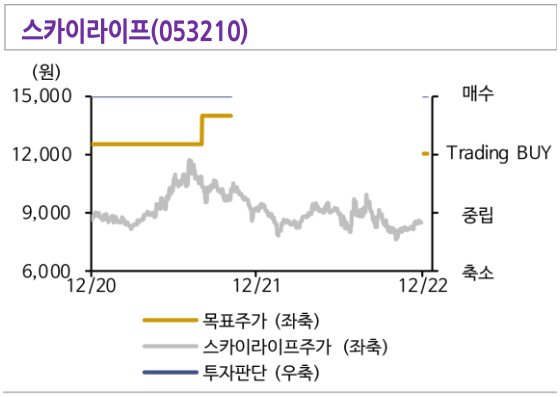
자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	1,217	1,303	1,336	1,701	1,788
EPS (지배순이익, 원)	1,196	1,259	1,229	1,471	1,545
BPS (자본총계, 원)	15,567	16,853	17,791	19,094	20,484
BPS (지배지분, 원)	15,415	16,558	17,389	18,461	19,608
DPS (원)	350	350	400	400	400
PER (당기순이익, 배)	7.2	7.0	6.4	5.0	4.8
PER (지배순이익, 배)	7.4	7.3	6.9	5.8	5.5
PBR (자본총계, 배)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR (지배지분, 배)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (배)	0.6	3.1	1.4	1.0	0.7
배당성향 (%)	29.1	27.7	32.4	27.1	25.8
배당수익률 (%)	4.0	3.8	4.7	4.7	4.7
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	22.7	21.5	21.8	20.3	18.7
영업이익률 (%)	10.6	9.6	8.5	9.7	9.6
순이익률 (%)	8.3	8.2	6.2	7.3	7.2
ROA (%)	6.6	5.7	4.9	6.0	6.0
ROE (지배순이익, %)	8.0	7.9	7.2	8.2	8.1
ROIC (%)	15.8	20.3	10.9	12.7	13.6
안정성					
부채비율 (%)	23.5	58.3	58.3	51.5	50.0
순차입금비율 (%)	(45.2)	6.3	(12.0)	(22.2)	(29.2)
현금비율 (%)	65.2	32.3	70.1	102.7	131.6
이자보상배율 (배)	289.7	33.0	22.8	35.7	43.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	75.4	35.3	20.8	27.3	32.0
재고자산회수기간 (일)	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3
매출채권회수기간 (일)	43.3	43.6	44.0	48.7	49.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2020년 08월 06일	매수	12,500	(26.8)	(19.2)
2021년 02월 07일		6개월경과	(23.0)	(6.0)
2021년 08월 08일		6개월경과	(13.6)	(12.8)
2021년 08월 11일	매수	14,000	(27.5)	(23.6)
2021년 10월 14일		커버리지제외	-	-
2022년 12월 09일	매수	12,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 김아람)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 12월 07일 기준)

매수 (매수)	96.49%	Trading BUY (중립)	1.40%	중립 (중립)	2.11%	축소 (매도)	0.00%