아시아경제와 팍스넷, KMH 에게 날개를 달아줘요!

- KMH (122450 KQ)

LEADING
리딩투자증권 리서치센터

Analyst 김지나
jnkim@leading.co.kr
822-2009-7082

R.A 이지선
jslee1@leading.co.kr
822-2009-7116

목차

페이지	내용
3	SUMMARY: 아시아경제와 팍스넷
4	소용돌이 치는 미디어 산업
4	왜 아시아경제와 팍스넷인가?
6	기존사업은? – 방송송출사업
8	기존사업은? – 방송채널사업 및 그 외 사업
9	KMH (122450 KQ) - 아경과 팍스넷, KMH 에게 날개를 달아줘요!

SUMMARY: 아시아경제와 팍스넷

동사는 2012년 12월과 2013년 1월 비슷한 시기에 두 회사를 한꺼번에 인수하며 빠르게 변하는 미디어 산업에 대응하고자 한다. 아시아경제 (아경)와 팍스넷을 각각 16억원과 143억원에 인수하였으며 기존 방송송출과 채널사업과 함께 시너지 효과를 창출하며 중장기적으로 추가 성장 동력을 확보하였다는 판단이다.

1. **기존 사업 - *GOOD***
   - 방송송출 OPM 32%, 채널사업 OPM 38% 등 튼튼한 cashcow 역할
   - 방송송출 채널 기준 국내 MS 1위 (34%) 유지: 총 60개 채널 송출 중
   - 디지털전환 이슈로 향후 3~4년간 +15% yoy 성장 전망
   - 외국장비 의존도가 높은 송출산업 내 자체개발 송출 장비 보유: 외국산 서버 가격의 30%~40% 수준
   - 저렴한 전송망 (삼성 SDS 망) 사용으로 원가 경쟁력 확보: 타사 전송망 원가의 60% 수준
   - 따라서 경쟁사 대비 높은 가격경쟁력 보유

2. **M&A 를 통한 시너지 효과 창출과 중장기 성장 동력 확보 - *BETTER***
   - 아시아경제와 팍스넷 인수를 통해 기존 사업 (방송송출 & 채널)과의 시너지 효과 창출
   - 아시아경제는 뉴스 컨텐츠 제공, 팍스넷은 팍스 TV 채널 보유, KMH 는 방송송출 => 아경팍스 TV
   - KMH 가 방송송출을 해주며 팍스 TV 의 송출비용 대폭 절감: 흑자전환 (Exhibit 1. 참조)

3. **통합아시아경제 상장 (2015') 그리고 또 다른 M&A – *The BEST***
   - 2014년 아시아경제와 팍스넷 합병 예정
   - 2015년 아시아경제 주체로 통합아시아경제 상장 계획
   - 유입되는 공모자금으로 기존 사업과 시너지 효과를 창출 가능한 또 다른 미디어 관련 기업 인수
   - 궁극적으로 미디어 그룹으로 성장

Exhibit 1. KMH 팍스넷 운영시 시너지 효과 (2013F 팍스넷 가이던스)

구분(Wbn)			팍스넷 운영시 2013F	KMH 시너지 효과	조정내역	KMH 운영시 2013F
TV 사업	매출	수신료	1.2	0.1	방송 퀄리티 제고를 통한 시청률 상승	**1.3**
		광고료	1.0	0.2	광고수주 증가	**1.2**
		협찬등	0.1	0.2	협찬위주 PGM 제작(월 4 편)	**0.2**
		소계	2.3	0.4		**2.7**
	비용	마케팅비	0.7	(0.0)	SO 마케팅비 공조효과	**0.6**
		송출료	0.9	(0.7)	송출료 원가 계산	**0.2**
		임차료	0.4	(0.1)	송출센터 중복공간 조정	**0.3**
		기타비용	3.8	(0.5)	중복장비 처분 등	**3.3**
		소계	5.9	(1.4)		**4.5**
	영업이익		(3.5)	1.8		**(1.8)**
TV 사업 외	매출		35.9	-		**35.9**
	비용		33.5	-		**33.5**
	영업이익		2.4	-		**2.4**
합계	매출		38.2	0.4		**38.6**
	비용		29.4	(1.4)		**38.0**
	영업이익		(1.2)	1.8		**0.6**

Source: Company data, Leading Research Center

목표주가 13,000원, 투자의견 Buy (상향)

동사는 향후 중단기적으로 아시아경제와 팍스넷을 합병시킨 후 상장을 계획하고 있으며 장기적으로 또 다른 미디어 기업을 인수하여 회사를 성장시켜 나갈 계획이다. 따라서 당사는 2013년부터 인수를 통해 외형성장과 함께 이익성장이 예상되는 동사의 목표주가를 13,000 원으로 상향 조정한다. 이는 2013F 연결 EPS 1,098원에 target PER 11.8x 를 적용한 값이며 target PER 는 2013F 미디어 peer 평균 PER 16.9x 에 30% discount 를 적용하였다. 동사는 튼튼한 cashcow 를 바탕으로 뉴스 컨텐츠와 플랫폼을 추가 성장 동력으로 확보하였으나 경쟁 컨텐츠 또는 플랫폼 사 대비 여전히 그 규모가 작고 이제 본격적으로 시작하는 시점이어서 30% discount 를 적용하였다.

소용돌이 치는 미디어 산업

Media Convergence

현재 미디어 산업 환경은 디지털기술의 발전에 따라 Device 및 유,무선 영역이 붕괴되며 융합이 확대되고 있다. 이로 인해 미디어 기업은 수직적, 수평적 통합의 경계 없이 매우 복잡한 형태로 급변하고 있다. 과거 정보통신 서비스 위주의 사업을 영위하던 텔레콤 회사들이 IPTV 서비스를 출시하며 방송산업의 영역으로 들어섰고 케이블 SO 들이 MVNO (알뜰폰) 폰 서비스를 제공하며 방송산업뿐만 아니라 통신산업으로 뛰어 들어 실제 미디어와 통신 산업 사이의 간격은 좁혀지고 있는 추세다. 또한 컨텐츠 사업자인 CJ E&M 이 tving 을 통해 nScreen 으로 진출하는 등 미디어 산업의 구분이 모호해 지고 있다.

이러한 시장 상황에서 소비자 역시 함께 변화하고 있는 모습이다. 사람들은 더 이상 TV 를 집 거실에서만 보지 않는다. Smart phone 과 tablet PC 등이 등장하며 TV 와 모바일 그리고 웹사이트 등을 통해 서비스를 누리고 있다. 이러한 생활 변화는 Media Convergence 를 바탕으로 이뤄지고 있는 것이며 미디어산업 패러다임을 Nomadic Media 로 변화시키고 있다.

과거 1960년대 정립된 매스미디어 (Mass media) 산업의 정의는 '방송, 신문, 잡지, 서적, 라디오, 텔레비전' 등의 미디어 매체를 상업적, 경제적으로 운용하는 산업이라고 되어 있다. 그러나 1990년대 초 인터넷 등장과 이에 따른 융합현상으로 전통적인 언론사 (신문, TV)와 통신, 인터넷 등의 구분이 희미해졌으며 스마트폰, tablet PC 등 새로운 기기의 등장으로 변화는 여전히 진행 중이다.

이와 같은 변화 속에서 앞으로 미디어 산업은 모바일 및 인터넷 영상 위주로 재편될 것으로 전망되며 업계의 주도권 경쟁은 분야를 불문하고 심화될 것으로 예측된다. 따라서 각각의 미디어업 관련 기업들은 주어진 상황 내 산업에서 성공에 필요한 조건이 무엇인지 인지하고 대응할 필요가 있다. KMH 는 지금까지 통신과 방송사업의 중간적 위치에 있는 방송송출영역에서 두각을 나타내 왔으며 송출사업을 바탕으로 한 이익률 높은 채널사업도 함께 펼쳐왔다. 하지만 향후 성장을 위해서 그리고 최근 급변하는 미디어 trend 에 대응하기 위해 뉴스컨텐츠 제조사인 아시아경제와 TV 채널을 보유한 팍스넷을 인수하였고 이를 통해 사업영역을 확장시켜 나가고 있다.

왜 아시아경제와 팍스넷 인가?

최근 미디어 환경이 빠르게 재편되고 있는 상황에서 동사 역시 채널사업을 영위하는 사업자로 진출을 고려할 수 있으나 여타 채널사업자 대비 컨텐츠 경쟁력이 부족하다. 특히 지상파와 CJ E&M 의 경우 기본적으로 높은 컨텐츠 경쟁력을 갖추고 있다. 그러나 동사는 mplex (제3세계 영화전문 채널), 디원 (범죄수사물 전문 채널)등 매니아 층에게 특화된 채널을 보유하여 컨텐츠 경쟁력 면에서는 겨룰 수 없는 상황이다. 인기 많은 스타를 출현시키는 것도 아니고 다루는 컨텐츠 자체 역시 흥행성을 띈 대중적인 컨텐츠가 아니다. 동사에게 기존 컨텐츠로는 nScreen 과 같은 새로운 디바이스들로의 진출이 어려운 것이 사실이며 그래서 뉴스라는 컨텐츠로 방향을 잡았고 이에 적합한 두 회사는 아시아경제와 팍스넷인 것이다.

KMH 는 영업이익 30~40억원 가량을 창출하는 아경을 16억원에 그리고 현금 184억원을 보유하고 있는 팍스넷을 143억원에 인수하였다

Exhibit 2. 인수회사의 2013F 실적 및 인수대금

(단위:억원)	아시아경제	팍스넷
매출	317	386
영업이익	40	6
순이익	30	11
인수대금	**16**	**143**
취득지분율	42%*	60%

Source: KMH, Leading Research Center

Exhibit 3. KMH 현금상황

2013년 1월 기준	(단위:억원)
KMH 현금	410
아시아경제 유증대금*	-100
팍스넷 인수대금	-143
잔액	**167**

Source: KMH, Leading Research Center

Exhibit 4. 계열사 포함 현금상황

계열회사 포함 현금	(단위:억원)
KMH	167
팍스넷	184
아시아경제	14
합계	**365**

Source: KMH, Leading Research Center

**두 차례 3자배정 유상증자를 통해 총 243억원 출자, 추가지분 취득하여 총 지분율 92.09%*

KMH, Korea Media Holdings

KMH 는 Korea Media Holdings 로 창업시부터 미디어 그룹을 표방하여 사업을 진행시켜 왔으며 꾸준히 M&A 를 통해 성장해 온 회사이다. 오너인 최상주 회장은 외부자금을 통한 인수는 원하지 않으며 내부자금 또는 상장을 통한 공모자금으로 KMH 와 시너지를 낼 수 있는 또 다른 미디어 관련 회사 인수를 통한 성장을 목표로 하고 있다. 과거 채널들을 인수하며 성장해 왔으며 최근 아경과 팍스넷 인수를 통해 미디어 그룹으로 한 단계 더 도약하고자 한다.

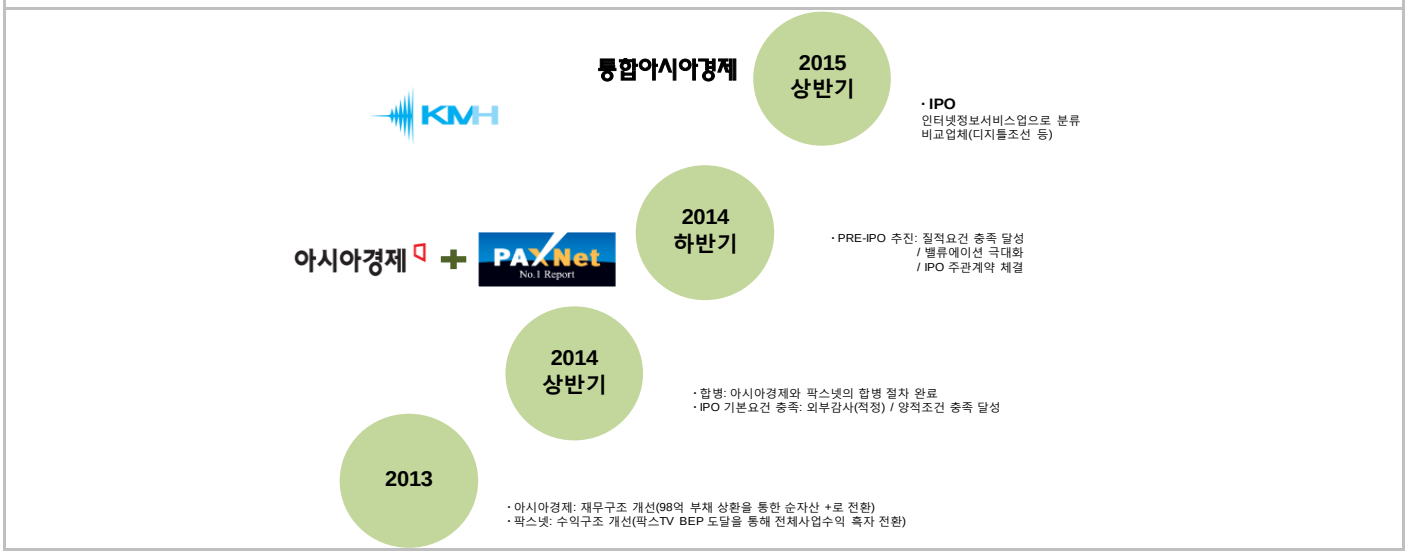
<전략적 M&A>

- **아시아경제 (아경)인수 건**
  - 2010년까지 매출 268억원, OP 30억원, NP 14억원 창출하는 우량한 회사
  - 아경의 오너는 아시아산업개발이라는 소형 건설사였는데 우량한 자회사 아경에서 대규모로 자금을 차입해 감
  - **2011년 오너가 차입해간 채권 중 일부를 대손상각처리 함 (규모는 94억원 -> 2011년 적자 전환)**
  - 적자로 인한 외부감사의견 거절을 받아 영업권손상차손 34억원이 추가 발생되며 2011년 당기순이익 -117억원 기록
  - **적자전환 동시 대표이사는 법정관리 신청**
  - 법정관리기간 내 오너가 차입해간 자금을 모두 찾아 법정관리 후 더 이상 우발채무 없이 정상화 시키는 것이 목적
  - 2012년 3월~11월까지 9개월간 모두 찾아내 총 283억원 추가대손처리 (2012년 당기순익 역시 -202억원 기록)
  - 아경은 구조조정이나 사업구조적 개선을 위한 법정관리가 아니었기 때문에 9개월만에 법정관리 조기 졸업
  - **오너 지분 감자 -> 소각 되며 주주구조는 소액주주로 재편**
  - KMH는 **소액주주들 + 경영진들과 공감대가 형성되어 있었으며 이로 인해 액면가 (16억원)에 인수** 가능했음

- **팍스넷 인수 건**
  - SK Planet (지분60%보유)의 자회사였던 팍스넷은 2009년까지 매출 417억원, 영업이익 29억원, 순이익 36억원을 기록하는 사업성 좋은 회사였음
  - **2010년 TV사업에 진출하며 과도한 초기투자비용과 채널운용 Know-How부족으로 TV사업에서 큰 폭의 적자 기록**
  - 팍스넷, 모네타 등 다른 사업부에서 흑자를 기록했음에도 전체 사업에서 손실 기록
  - **SK는 팍스넷 매각에 방점을 두고 있긴 했으나 인수 대금이 맞지 않아 지연**되고 있는 상태였음
  - **그러나 2012년 감사에서 순이익 -1억원으로 3년 연속 적자기록하며 자본시장법상 자회사가 손자회사를 인수해야만 하는 상황이 초래**됨
  - SK (모회사), SK Planet (자회사), 팍스넷 (손자회사)인 구조에서 자본시장법 상 손자회사가 3년 이상 적자 시 법원은 강제인수명령을 내려 자회사로 편입시키게 함
  - **SK Planet은 추가적으로 나머지 지분 40%에 대한 자금을 투입하여 인수해 와야 하는 상황**이나 과거 인수시부터 팍스넷에 **총 450억원 가량의 자금 투자로 더 이상의 지출을 원하지 않았음. 또한 100% 현금으로 매각 대금을 지급할 수 있는 곳을 원함**
  - **시간에 쫓기고 현금보유 회사는 유일하게 KMH**인 상황에서 KMH는 우위적인 M&A를 할 수 있었음

- **향후 방향은?**
  - **2014년 아경과 팍스넷을 통합아시아경제로 합병시켜 2015년 상장 예정**
  - 단순 증권정보 제공 채널이었던 팍스TV를 아경팍스TV라는 이름으로 한경와우TV 또는 매경MBN과 같은 **'보도+경제채널'**로 만들어 동사에게 수익구조를 창출하고자 함
    - ➢ 아경+팍스넷 연계 운영에 따른 광고 매출 및 브랜드 가치 시너지 효과 전망
    - ➢ 기존 SK의 공격적 마케팅으로 팍스TV 가시청가구수 1,129만명 확보, 시청자 수가 많다면 기업광고 수요 증가
  - 2015년 아시아경제를 상장시켜 공모자금으로 KMH는 또 다른 M&A를 고려할 것
  - 아경과 팍스넷의 시너지 효과는 2014년 합병 시부터 본격적으로 발생될 전망
  - 2013년까지는 M&A로 인한 인력구조조정 등이 반영되지 않은 보수적 실적 전망

Exhibit 5. KMH 중기 사업계획



Source: Company data, Leading Research Center

기존사업은?

1) **송출:** OPM 32%, PP (채널사업자)와 플랫폼 (케이블 SO, IPTV, 스카이라이프) 사업자 사이에서 방송을 송출 (방영 가능하게 전환하여 전달)해 주는 역할
2) **채널:** OPM 38%, 보유 채널: mplex, 디원, 디원플러스, 미드나잇 총 4개
3) **홈쇼핑명품벤더:** OPM 4%, GUCCI 등 명품 조달 사업
4) **뉴미디어:** OPM 3%, 디지털TV용 컨텐츠 (게임, 운세 등) 개발
5) **컨텐츠투자:** BEP, 콘서트, 뮤지컬, 공연 등 투자 사업
   - ➢ 이번 아경과 팍스넷 인수로 컨텐츠투자 사업부는 없애고 홈쇼핑벤더 사업은 그 규모를 대폭 줄여 spot 성으로 유지할 예정 (2012E 150억원 -> 2013E 60억원 전망)

동사가 영위해 온 기존 사업은 방송송출과 방송채널사용사업으로 나눌 수 있으며 각각의 사업은 다음과 같은 구조를 가지고 있다.

- **방송채널사업자 (PP):** Program provider 로 컨텐츠 제공자
- **방송송출사업자:** 제공되는 컨텐츠를 플랫폼까지 송출해주는 사업자
- **방송플랫폼사업자:** 케이블 SO, 위성방송, IPTV 등 시청자들과 컨텐츠를 직접 연결해 주는 매개체 사업자

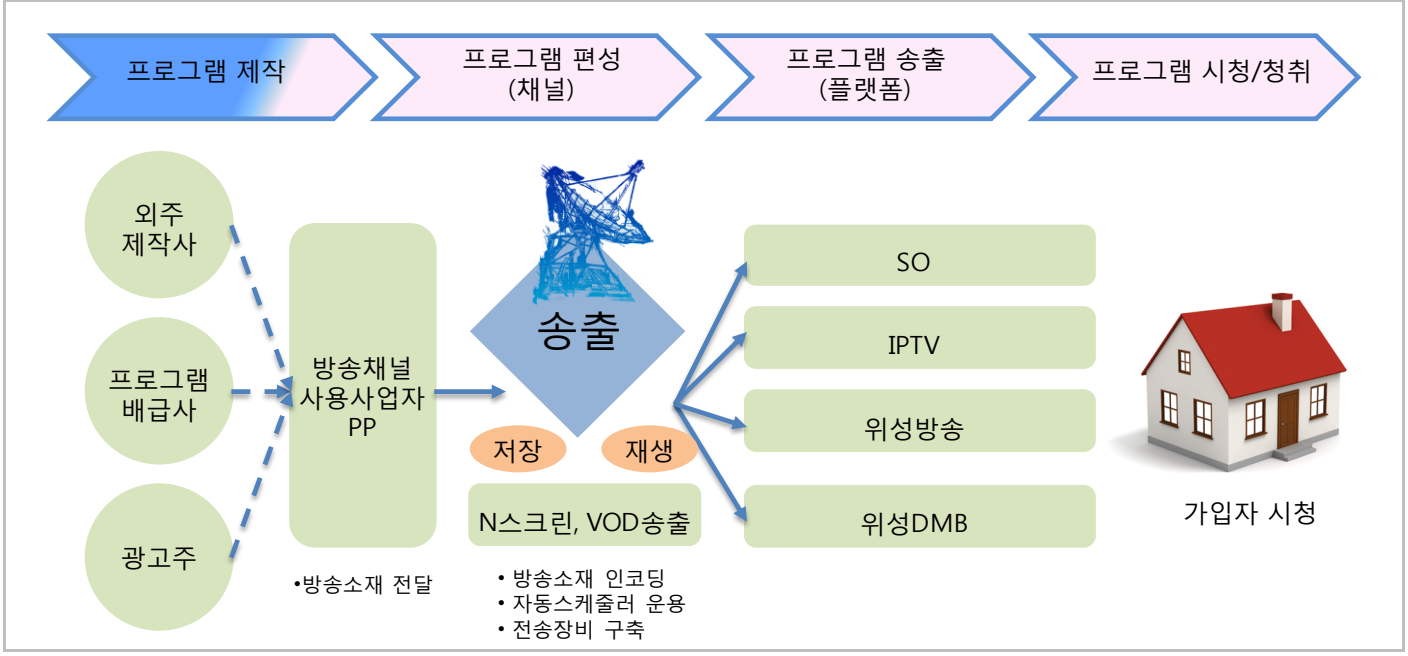
방송송출 사업

방송채널사업자 (PP)는 방송통신위원회 (방통위)에 채널을 등록할 시 법규상 방송송출계획서를 포함하게 되어 있다. 그러나 지상파 또는 대기업 계열 홈쇼핑, 종편이 아닌 대부분의 채널사업자들의 규모는 영세하여 최소 50 억원 이상의 초기구축비용이 소요되는 자체 송출시스템을 구축하기는 어려운 실정이다. 송출시스템과 더불어 그에 따른 인력 역시 필요하여 이를 절감하기 위해 PP 들의 송출서비스에 대한 니즈가 확대되었다.

또한 다양한 플랫폼 (IPTV, 위성, DMB 등)이 출현하며 각각에 최적화된 송출 서비스 요구 또한 확대되며 동사와 같은 방송송출전문 사업자의 역할이 중요하게 되었다. 이러한 부문을 직접 해결할 수 없는 채널사업자들은 송출사업자와의 송출계약서 사본으로 갈음하고 있다.

KMH 는 단순히 PP 들의 프로그램을 플랫폼 사에 전달해 주는 것이 아니라 요구에 따라 마스터테입(원본)의 영상소스를 디지털 작업을 통해 일정 파일형태로 변환하여 컨텐츠를 가공한다. 이 때 프로그램에 필요한 자막 및 로고 삽입과 방송심의를 받기 위한 편집작업까지 완료하여 방송상품화를 마치는 것이다. 가공 후에는 스토리지에 저장하였다 방송스케줄에 따라 방송을 송출한다. 동사는 현재 HD 채널 국내 최대 송출 (27개 채널)과 3D 국내 최초 송출 등 2013년 현재 총 60개 채널에 대해 송출서비스를 운영하며 국내 송출시장 MS 1위 (34%)를 유지하고 있다.

Exhibit 6. 유료방송에서의 송출서비스 벨류 체인



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 7. 연도별 송출 채널 현황

구분 (개)	2009	2010	2011	2012
SD	32	28	30	25
HD	5	11	13	18
복합	0	0	11	16
3D	0	1	1	1
합계	37	40	55	60

Source: Company data, Leading Research, 자사채널 4개 포함

방송송출사업을 하며 지출되는 가장 큰 고정비용은 1) 송출장비 구축비와 2) 전송망 이용료이다. 기본적으로 송출장비 구축에 대규모 투자가 필요하고 디지털화되어 가는 과정에 맞물려 신규 디지털 송출장비 구축 등 추가적인 투자가 따른다.
동사는 경쟁사 대비 원가절감을 통한 가격경쟁력을 바탕으로 시장 우위를 점하고 있는데 타사 대비 원가절감을 이룰 수 있는 이유는,

송출시스템 장비의 자체화
- ✓ 값비싼 외국장비 의존도 없이 자체 기술로 시스템 개발 운영
- ✓ 장비 비용 외국산 서버의 30%~40%로 저렴

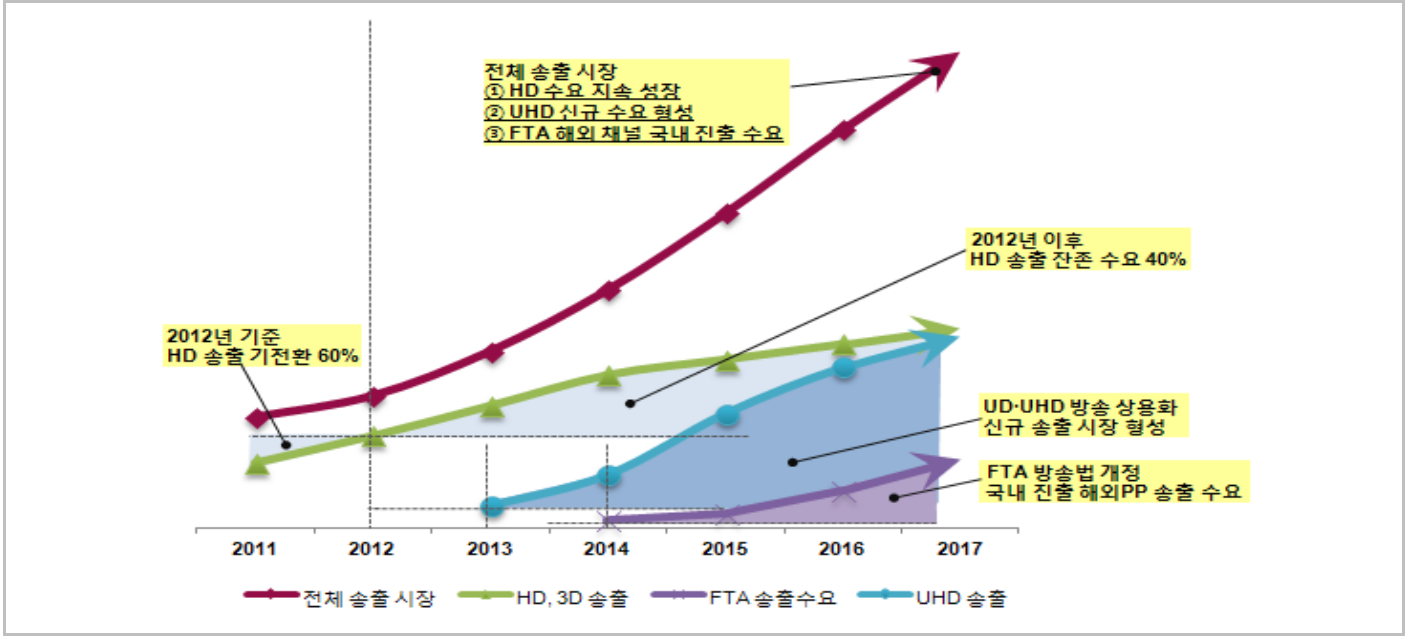
저렴한 전송망 확보
- ✓ 기간통신사업자 (KT, SKT, LGT)망이 아닌 삼성 SDS 망을 자산임차식으로 연간 이용료 지급 후 독점임대 중
- ✓ 스카이라이프와는 자가망 구축 완료
- ✓ 경쟁사 전송망 이용료 대비 약 60% 수준에서 사용 중

위와 같은 송출장비와 전송망 비용 절감을 통해 동사의 송출 공급가는 경쟁사의 78% 수준으로 저렴하다.

동사의 방송송출사업은 디지털(HD)전환 이슈와 맞물려 향후 3~4년간 구조적인 수혜를 받을 것으로 전망된다.
2012년 말을 기점으로 지상파 방송은 아날로그 방송 송출을 중단하였다. 지상파 시청 의존도가 절대적으로 높은 우리나라 방송 구조상 지상파에서 접하는 디지털 (HD 급 이상) 에 익숙해 지며 HD 급 화질에 대한 소비자의 수요는 자연히 케이블 TV 로 까지 이어질 것이다. 이를 만족시키기 위해 케이블 SO 들은 PP 들에게 HD 송출을 요구할 수 밖에 없다.
따라서 SD 만 방영하던 PP 들은 SD 와 함께 HD 송출을 겸해야 하는 상황이며 동사와 같은 송출회사는 단가가 상승하는 수혜를 받게 된다. SD 송출 시 월 2,200만원의 수수료를 받던 동사는 SD + HD 복합송출을 해주며 단가가 월 6,400만원으로 상승하는 효과를 보게 된다. 송출 원가면 에서도 SD 급은 900만원, HD 급은 1,200만원으로 큰 차이가 없어 HD 송출이 증가하며 동사는 매출액뿐만 아니라 영업이익 또한 증가하는 구조를 갖추고 있다.

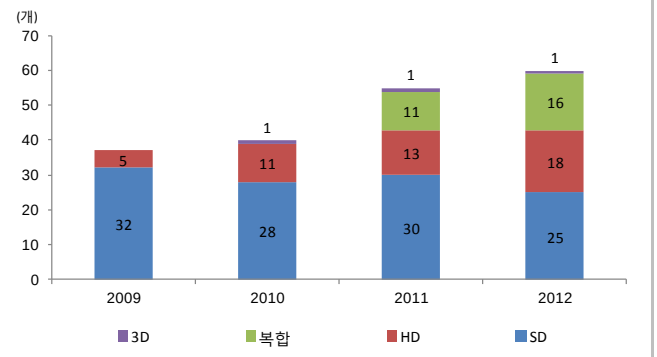
동사 송출사업부는 이와 같은 HD 전환수요로 향후 3~4년 간 15% 이상의 성장은 가능할 것으로 예상된다. 그 이후 UDTV 방송 상용화와 FTA 방송법 개정으로 국내로 진출하고자 하는 해외 PP 들의 송출 수요가 발생하며 동사의 방송송출사업은 지속적으로 성장할 수 있을 것으로 전망한다. 뿐만 아니라 거실형 TV 가 사라지지 않는 이상 가전사들은 그들의 수익 창출을 위해 새로운 TV 를 지속적으로 개발할 것이며, 동사의 송출은 계속될 수 밖에 없다.

Exhibit 8. 방송송출시장 전망



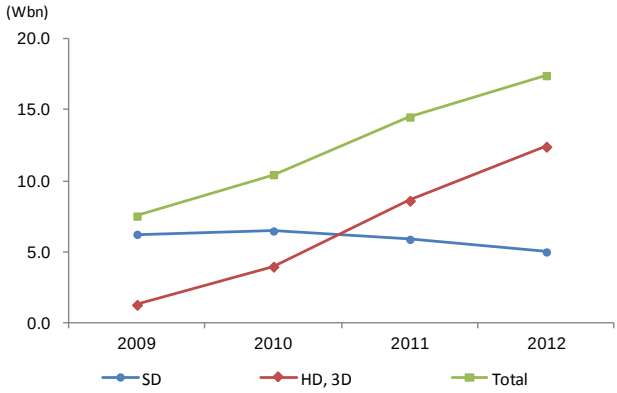
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 9. KMH 송출서비스 채널 증가 추이



Source: KMH, Leading Research Center

Exhibit 10. 송출서비스 세부매출



Source: KMH, Leading Research Center

방송채널사업

방송채널사업자는 Program provider (PP), 곧 프로그램 공급자이다. 동사는 Mplex, 디원, 디원플러스, 미드나잇 4 개의 채널을 보유하고 있으며 위 채널들은 케이블 TV 와 위성방송 그리고 IPTV 등 모든 플랫폼에 공급되고 있다. 따라서 전국 단위로 가구시청자수를 갖추고 있는 만큼 채널이 신규로 추가되지 않는 이상 채널사용사업부의 급격한 성장은 어려울 것으로 전망된다. 다만, 수신료 매출 확대에 따라 비례적으로 증가하는 모습이 기대된다.

PP 사업의 주 수익원 중 하나는 수신료이다. 수신료는 유료방송시장의 지속적인 성장과 디지털 전환 및 신규 방송매체의 등장에 따라 지속적으로 증가하고 있는 모습이다. 특히, 방송통신위원회는 지난 2008년 말부터 재허가 심사가 돌아오는 SO 를 대상으로 방송 수신료의 25% 이상을 PP 프로그램 사용료로 지급하도록 조건을 붙여 재허가 하고 있다. PP 사업은 향후에도 정부의 수신료 배분율 확대 정책 및 디지털유료방송 가입자의 증가추세에 따라 프로그램 사용료 수익이 증가하여 소폭이나마 지속적인 성장세를 보여줄 것으로 전망된다.

동사 채널사업부의 매출 성장 폭은 제한적인 반면 높은 마진 창출은 꾸준할 것으로 전망되는데 이는 동사가 송출사업을 겸하고 있는 채널사업자이기 때문이다. 송출 전문 사업자에게 수수료를 지급하고 송출을 맡겨야 하나 동사는 송출사업을 주된 업무로 하는 사업자임으로서 내부적으로 해결할 수 있으며 이로 인해 경쟁사 대비 채널사업부문에서 35% 이상의 높은 마진율을 꾸준히 기록하고 있다.

그 외 사업 – 홈쇼핑 vendor, 컨텐츠 투자, 뉴미디어

2012년 동사 외형성장에 큰 기여를 한 홈쇼핑 vendor 사업은 아시아경제와 팍스넷을 인수하며 그 규모를 대폭 줄여 spot 성으로 유지할 예정이다. 과거 외형성장을 위해 마진을 희생하면서 유지시켰으나 두 개 회사 인수로 충분한 외형성장을 이룰 수 있게 되었기 때문이다. 홈쇼핑 vendor 사업 축소와 함께 컨텐츠 (공연, 콘서트 등) 투자 사업 역시 정리하였다. 이는 인수한 아시아경제에도 같은 사업부가 있기 때문에 마진율이 낮은 사업부를 유지할 이유가 없어졌다.

반면, 스마트 TV 용 엔터테인먼트 컨텐츠 개발 및 양방향 서비스 공급관리 등을 포함하고 있는 뉴미디어 사업은 향후 디지털 방송시장의 성장과 함께 중장기적으로 주목할 필요가 있는 사업이므로 꾸준히 유지할 예정이다.

LEADING

Company Update

KMH (122450 KQ)

2013년 5월 27일

Key issues…

- ✓ **1Q13 매출 298 억원 (+25.5% yoy), 영업이익 23 억원 (-33.1% yoy, OPM 12.9%) 기록**
- ✓ **팍스넷의 매출 은 반영되지 않았으나 (아시아경제는 반영) 이전 관련 비용은 반영되어 영업이익 감소 기록**
- ✓ **2013 년 하반기부터 인수기업들 (아경 & 팍스넷)의 시너지 효과 점진적으로 기대**
- ✓ **투자의견 매수, 목표가 13,000 원으로 상향 (2013F 연결 기준 EPS 1,098 원, 2013 target PER 11.8x 적용)**

아경과 팍스넷, KMH 에게 날개를 달아줘요!

1Q13 매출 +25.5% yoy, 영업이익 -33.1% yoy 기록

동사는 1Q13 매출 298억원 (+25.5% yoy)과 영업이익 22.5억원 (-33.1% yoy, OPM 12.9%)을 기록하였다. 매출은 최근 인수한 아시아경제의 매출이 연결로 포함되며 괄목할 만한 성장을 나타냈으나 영업이익은 1) 팍스넷 이전과 이에 따른 공사비용, 2) 무료송출프로모션, 3) 전문성 강화 및 성장성 확보를 위한 외주 컨설팅 등의 이유로 1Q12 대비 큰 폭으로 하락한 수치를 기록하였다. 특히 1Q13에는 팍스넷 매출 (1Q13 매출 67억원)은 반영되지 않고 관련 비용만 반영되어 일회성비용이 17억원 발생하였다. 다행이 4Q12 필리핀 K-POP 콘서트 비용이 2012년 하반기에 반영된 반면 수익은 1Q13에 반영되어 일시적으로 지출된 비용 대비 양호한 영업이익을 유지할 수 있었다.

2Q13과 2013년..

2Q13부터는 팍스넷이 연결로 반영될 예정이어서 눈에 띄는 매출 성장을 이룰 것으로 예상된다. 그러나 팍스넷은 1Q13 7.8억원의 영업손실을 기록하였고, 이 손실이 2Q13까지는 이어질 것으로 예상되어 2Q13 영업이익률 역시 1Q13과 비슷하거나 소폭 상승하는 수준일 것으로 전망된다.

상반기까지는 인수관련 비용 지출 등으로 2012년 대비 감소한 영업이익을 기록할 것으로 전망되나 하반기에는 정상화를 이루며 실적 역시 증가하는 모습이 예상된다. 또한 아경이 팍스넷의 광고영업지원을 시작하며 두 회사의 시너지 효과가 하반기부터 점차 가시화될 것으로 전망되어 상반기 대비 하반기에 큰 폭의 성장세를 나타낼 것으로 판단된다. 아경과 팍스넷 인수로 인해 2013F 매출은 전년대비 98% 성장한 1,228억원, 영업이익 176억원 (+45.5% yoy)이 예상된다.

Valuation: 투자의견 매수 유지, 목표주가 상향 13,000원

동사는 높은 마진율의 기존 사업을 cashcow 로 보유하고 있으며 이를 바탕으로 아경과 팍스넷을 인수하여 중장기적 추가 성장 동력을 확보하였다. 2013년 하반기부터 아경과 팍스넷의 시너지 효과가 창출되기 시작할 것으로 전망되며 이를 통해 괄목할 만한 성장을 이룰 것으로 예상된다. 따라서, 당사는 동사에 대해 매수 의견을 유지하며, 목표주가를 13,000원으로 상향 조정한다. 이는 2013F 연결 기준 EPS 1,098원에 target PER 11.8x (2013F 미디어 peer 평균 PER 16.9x 에 30% discount)를 적용하여 산출하였다.

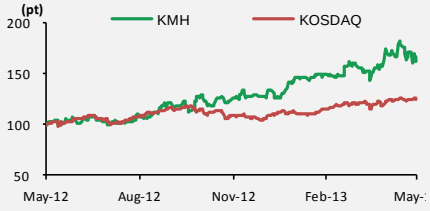
BUY (TP 상향)

목표주가	**13,000 원**
현재주가	**10,400 원**
목표수익률	**25.0%**

Key Data	**2013 년 5 월 24 일**
산업분류	미디어
시가총액 (십억원)	132.9
발행주식수 (백만주)	12.8
외국인 지분율 (%)	4.0
52 주 고가 (원)	11,400
저가 (원)	6,230
60 일 일평균거래대금 (십억원)	4.6
주요주주	**(%)**
최상주 외 10인	35.29
KB자산운용	9.01
국민연금관리공단	5.15
KOSDAQ	574.1

주가상승률 (%)	**1M**	**6M**	**12M**
절대주가	(5.0)	32.7	66.1
상대주가	(6.8)	17.6	40.2

Relative Performance



LEADING RESEARCH

김지나 Analyst (엔터/미디어)

jnkim@leading.co.kr

+822-2009-7082

이지선 R.A

jslee1@leading.co.kr

+822-2009-7116

Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	P/E (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2011	43.5	56.1	13.2	30.3	10.8	872	4.1	9.1	3.8	25.6	1.6
2012	62.0	42.6	12.1	19.5	10.9	839	(3.8)	9.9	5.0	15.8	1.5
2013F	122.8	98.0	17.6	14.3	14.7	1,098	30.8	9.5	3.7	18.3	1.6
2014F	148.4	20.9	22.3	15.0	18.6	1,385	26.2	7.5	2.5	19.5	1.3
2015F	176.5	18.9	26.8	15.2	22.3	1,663	20.1	6.3	1.6	19.1	1.1

Exhibit 11. 연간 실적 추정

	실적 (Wbn)				Growth (yoy)		
사업부	2012	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F
매출	62.0	122.8	148.4	176.5	98.0%	20.9%	18.9%
영업이익	12.1	17.6	22.3	26.8	45.4%	26.4%	20.3%
당기순이익	10.9	14.5	18.1	21.8	32.7%	25.2%	20.4%
EPS	839	1,098	1,353	1,630	30.8%	25.2%	20.4%
영업이익률 (%)	19.5%	14.3%	15.0%	15.2%			
순이익률 (%)	17.6%	11.8%	12.2%	12.4%			

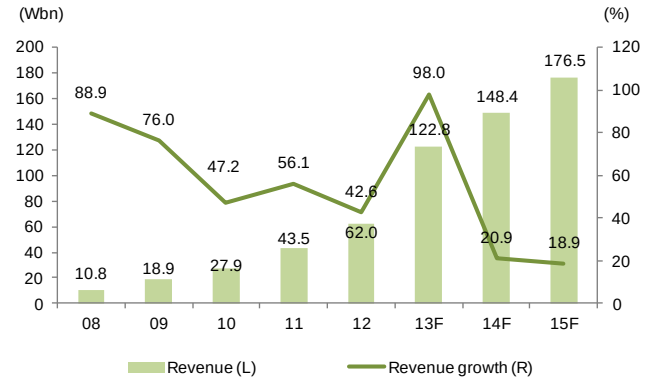
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 12. 2013 년 각 사별 실적 추정

(Wbn)	KMH 개별	아시아경제	팍스넷	연결 합계
매출	52.5	31.7	38.6	122.8
영업이익	13.0	4.0	0.6	17.6
순이익	10.6	3.0	1.1	14.7

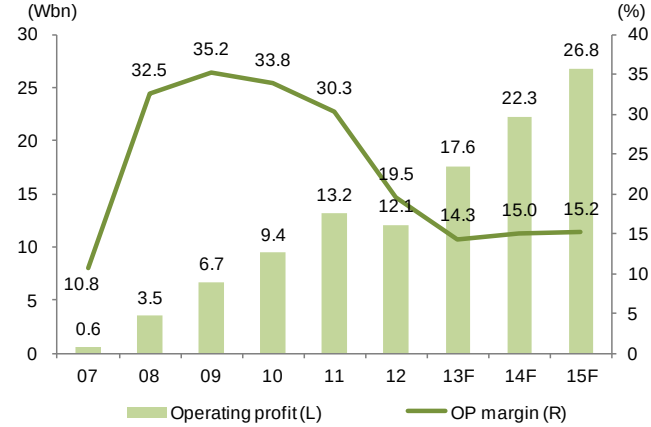
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 13. 매출액 및 매출증가율 추이



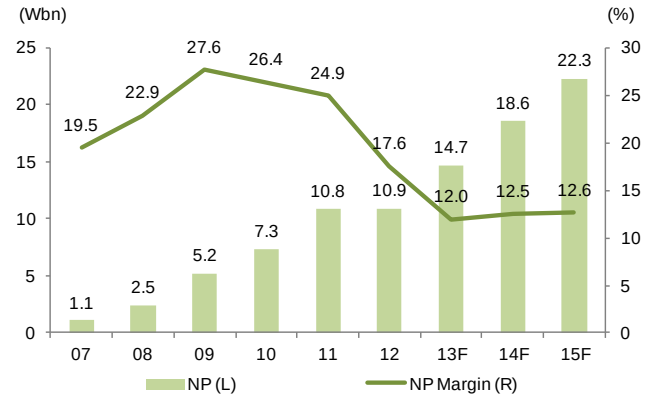
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 14. 영업이익 및 영업이익률 추이



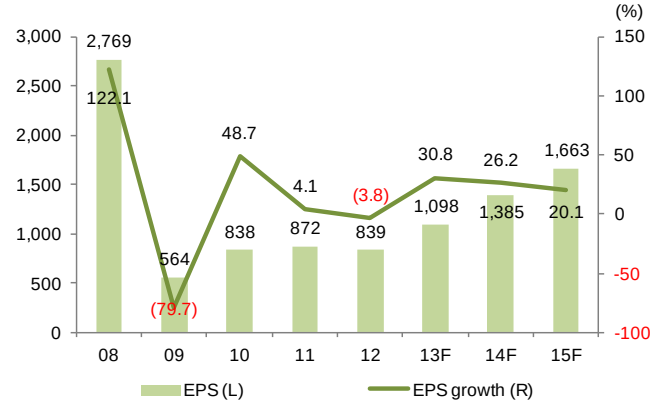
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 15. 순이익 및 순이익률 추이



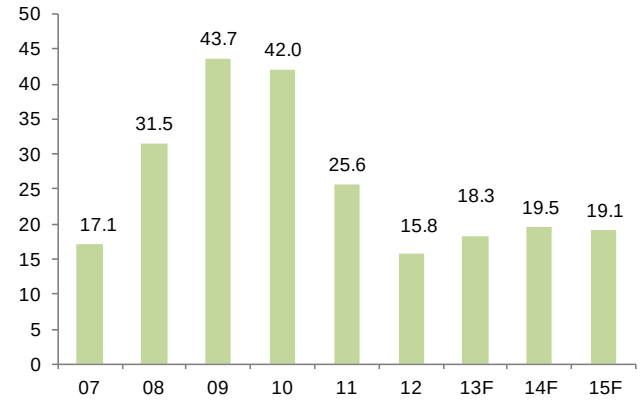
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 16. EPS 및 EPS 성장률 추이



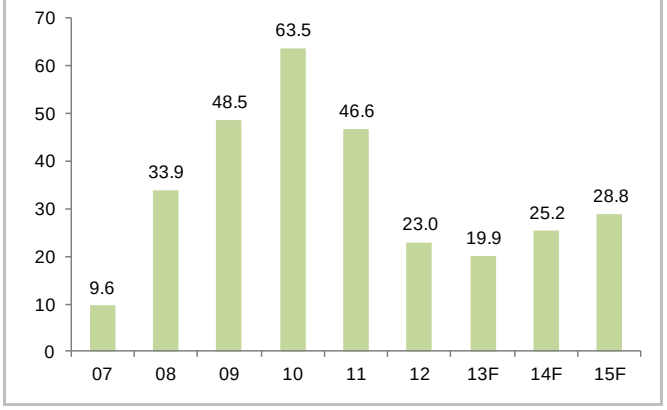
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 17. ROE (%)



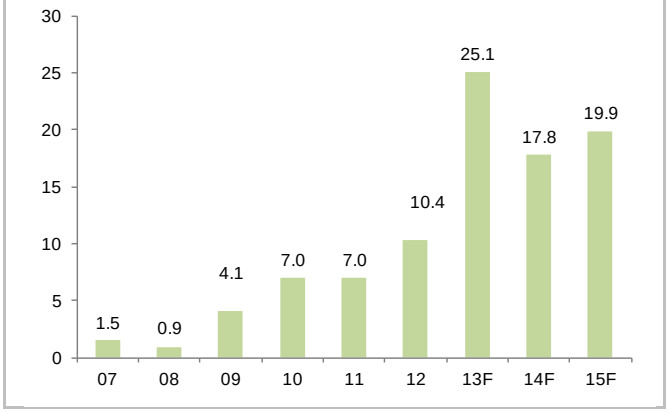
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 18. EVA: ROIC less WACC (%)



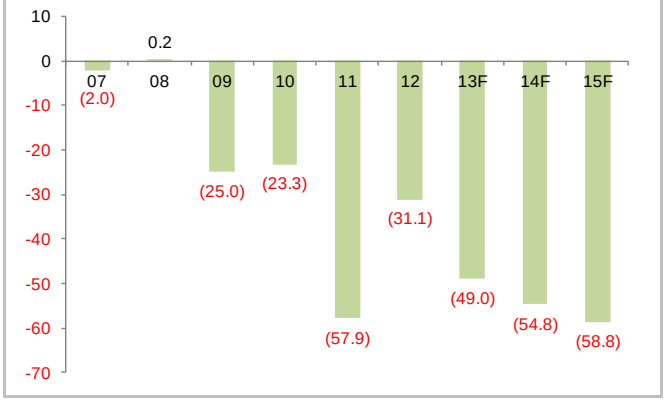
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 19. 잉여현금흐름 추이



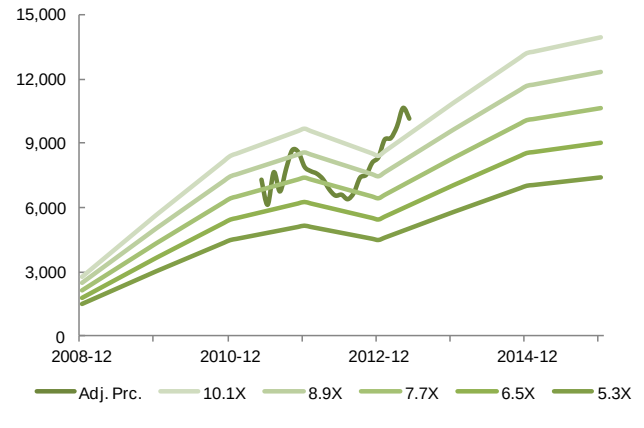
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 20. 순차입금비율 (%)



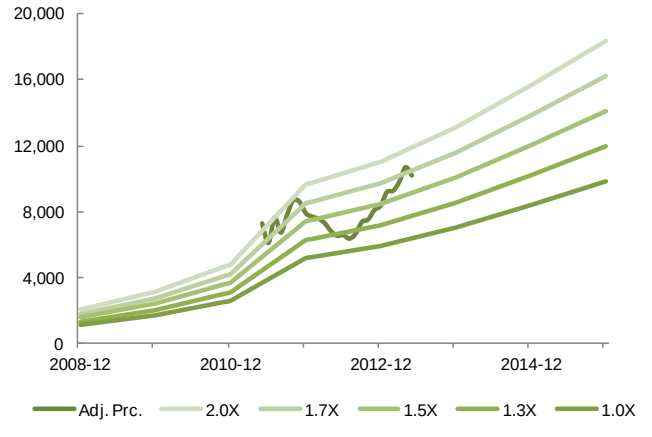
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 21. PER Band



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 22. PBR Band



Source: Company data, Leading Research Center

APPENDIX

Exhibit 1. 종속기업 현황

회사명	설립연도	자본금(Wbn)	투자주식수	지분율	주요사업
㈜엠앤씨넷미디어	2010 년	0.5	1,000,000	100.0%	방송채널공급
넥서스일렉㈜(*1)	2011 년	0.4	60,000	100.0%	전자장비제조
㈜아시아경제신문사(*2)	2005 년	13.9	2,341,892	84.2%	신문발행업
㈜아시아경제미디어(*3)	2012 년	0.0	400	84.2%	광고대행업
팍스넷㈜(*4)	1999 년	4.7	5,590,452	59.7%	금융정보제공업
KMH HONG KONG LIMITED(*5)	2013 년	0.7	340,000	51.0%	도매및소매업

Source: DART, Leading Research Center

*(*1) 종속기업인 ㈜엠앤씨넷미디어가 100% 소유하고 있는 종속기업임*

*(*2) 전기중 지배권을 획득하였으며, 지배기업과 넥서스일렉㈜가 소유하고 있는 종속기업임*

*(*3) 종속기업인 ㈜아시아경제신문사가 소유하고 있는 종속기업임*

*(*4) 당 분기말 지배권을 획득하였으며 종속기업인 넥서스일렉㈜가 소유하고 있는 종속기업임.*

*(*5) 당 분기말 지배권을 획득하였으며 지배회사가 51% 소유하고 있는 종속기업임*

Exhibit 2. 종속기업의 요약 재무정보

회사명(Wbn)	자산	부채	자본	매출액	당기손익
㈜엠앤씨넷미디어	8.9	1.9	7.0	2.0	0.8
넥서스일렉㈜	16.8	16.5	0.2	0.9	(0.2)
㈜아시아경제신문사	21.1	16.5	4.6	6.7	0.5
㈜아시아경제미디어	0.0	0.0	0.0	-	(0.0)
팍스넷㈜(*1)	29.4	8.1	21.3	-	-
KMH HONG KONG LIMITED(*1)	1.1	-	1.1	-	-

Source: DART, Leading Research Center

*(*1) 팍스넷㈜와 KMH HONG KONG LIMITED 는 지배권 획득일 이후의 매출액 및 당기손익임.*

Exhibit 3. 아시아경제 최근 사업연도 요약실적

과목(Wbn)	2010	2011	2012
매출	26.8	28.9	30.8
매출원가	13.1	15.8	13.4
매출총이익	13.6	13.1	17.3
판매비와관리비	10.7	13.1	35.9
대손상각비(*)	0.1	1.4	2.9
영업이익	3.0	0.0	3.3
영업외수익	0.3	1.5	6.1
영업외비용	1.4	13.1	27.3
영업권손상차손(*)	0.0	3.4	0.0
기타의대손상각비(*)	0.1	8.0	25.3
법인세차감전순이익(손실)	1.9	(11.6)	(17.9)
법인세등	0.5	0.1	2.3
당기순이익(손실)	1.4	(11.7)	(20.2)

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 4. 팍스넷 최근 사업연도 요약실적

구분 (Wbn)		2009	2010	2011	2012
TV 사업	매출	0.0	0.5	0.9	1.1
	영업이익	0.0	(3.2)	(4.9)	(3.5)
TV 사업 외 (팍스넷, 모네타 등)	매출	41.7	30.4	32.1	33.1
	영업이익	2.9	0.9	1.2	2.9
합계	매출	41.7	30.9	33.0	34.2
	영업이익	2.9	(2.3)	(3.7)	(0.6)
	순이익	3.6	(1.0)	(2.3)	(0.2)

Source: Company data, Leading Research Center

Financial Statement (IFRS 연결)

대차대조표

결산기(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	48.6	63.6	73.3	92.7	113.0
현금성자산	37.1	43.7	57.2	72.6	90.1
매출채권	9.3	15.8	12.5	16.3	18.9
재고자산	0.6	0.9	0.8	0.9	1.1
비유동자산	22.6	42.8	53.6	56.7	60.9
투자자산	5.2	5.9	10.7	11.1	11.6
유형자산	11.4	23.2	28.1	32.0	36.9
무형자산	6.1	13.6	14.8	13.5	12.4
자산총계	**71.2**	**106.4**	**126.9**	**149.4**	**173.9**
유동부채	8.5	18.1	19.1	22.7	24.8
매입채무	4.0	4.6	7.0	10.3	11.9
유동성이자부채	1.0	8.0	2.0	2.0	2.0
비유동부채	0.4	19.6	16.7	17.0	17.2
비유동이자부채	0.0	14.3	10.6	10.6	10.6
부채총계	**8.9**	**37.7**	**35.8**	**39.7**	**42.0**
자본금	6.3	6.4	6.4	6.4	6.4
자본잉여금	28.3	30.5	28.6	28.6	28.6
이익잉여금	27.3	35.2	46.2	64.8	87.0
자본조정	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**62.4**	**68.7**	**91.1**	**109.7**	**131.9**
투하자본	26.3	47.4	46.5	49.6	54.4
순차입금	(36.1)	(21.4)	(44.6)	(60.0)	(77.5)
ROA	21.8	12.0	12.0	12.8	13.1
ROE	25.6	15.8	18.3	19.5	19.1
ROIC	49.6	27.5	30.1	37.0	41.2

손익계산서

결산기(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	**43.5**	**62.0**	**122.8**	**148.4**	**176.5**
증가율 (Y-Y,%)	56.1	42.6	98.0	20.9	18.9
영업이익	**13.2**	**12.1**	**17.6**	**22.3**	**26.8**
증가율 (Y-Y,%)	39.6	(8.0)	45.4	26.4	20.3
EBITDA	16.9	17.1	24.0	29.1	33.9
영업외손익	**0.7**	**0.9**	**0.7**	**1.0**	**1.1**
순이자수익	1.0	1.3	(0.2)	0.1	0.2
외화관련손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	**13.9**	**13.1**	**18.3**	**23.2**	**27.8**
당기순이익	**10.8**	**10.9**	**14.7**	**18.6**	**22.3**
지배기업당기순이익	10.8	10.7	14.0	17.7	21.2
증가율 (Y-Y,%)	47.3	0.8	34.8	26.2	20.1
NOPLAT	**10.3**	**10.1**	**14.1**	**17.8**	**21.4**
(+) Dep	3.7	5.0	6.4	6.9	7.1
(-) 운전자본투자	4.5	5.8	(10.9)	0.3	0.8
(-) Capex	4.1	3.2	5.5	7.5	9.0
OpFCF	5.4	6.2	25.8	16.8	18.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	59.3	48.6	64.0	50.6	41.7
영업이익증가율(3Yr)	55.6	22.0	23.2	19.1	30.3
EBITDA 증가율(3Yr)	53.4	24.5	24.2	19.9	25.6
순이익증가율(3Yr)	63.9	27.8	26.0	19.7	26.9
영업이익률(%)	30.3	19.5	14.3	15.0	15.2
EBITDA 마진(%)	38.9	27.6	19.5	19.6	19.2
순이익률 (%)	24.9	17.6	12.0	12.5	12.6

현금흐름표

결산기(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업현금	**11.0**	**13.5**	**30.6**	**25.3**	**28.9**
당기순이익	10.8	10.9	14.7	18.6	22.3
자산상각비	3.7	5.0	6.4	6.9	7.1
운전자본증감	(4.2)	(2.5)	8.5	(0.3)	(0.8)
매출채권감소(증가)	(4.1)	1.7	7.9	(3.8)	(2.6)
재고자산감소(증가)	(0.4)	(0.2)	0.0	(0.1)	(0.1)
매입채무증가(감소)	1.7	0.4	(0.3)	3.3	1.6
투자현금	**(43.6)**	**(20.6)**	**(18.4)**	**(12.4)**	**(14.0)**
단기투자자산감소	(33.4)	(6.2)	6.4	(2.5)	(2.6)
장기투자증권감소	(1.0)	1.0	(0.5)	0.0	0.0
설비투자	(4.1)	(3.2)	(5.5)	(7.5)	(9.0)
유무형자산감소	(4.5)	(5.4)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
재무현금	**28.7**	**7.6**	**(10.1)**	**0.0**	**0.0**
차입금증가	0.0	10.0	0.0	0.0	0.0
자본증가	28.7	(2.4)	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	2.5	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(3.8)	1.5	12.8	13.0	14.9
총현금흐름(Gross CF)	**17.2**	**17.7**	**21.7**	**25.7**	**29.7**
(-) 운전자본증가(감소)	4.5	5.8	(10.9)	0.3	0.8
(-) 설비투자	4.1	3.2	5.5	7.5	9.0
(+) 자산매각	(4.5)	(5.4)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
Free Cash Flow	4.1	3.3	25.1	15.8	17.9
(-) 기타투자	1.0	(1.0)	0.5	0.0	0.0
잉여현금	3.1	4.3	24.6	15.8	17.9

주요투자지표

결산기	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Per share Data					
EPS	872	839	1,098	1,385	1,663
BPS	4,936	5,653	6,367	7,819	9,563
DPS	200	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	9.1	9.9	9.5	7.5	6.3
PBR	1.6	1.5	1.6	1.3	1.1
EV/ EBITDA	3.8	5.0	3.7	2.5	1.6
배당수익율	2.5	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	5.7	6.0	6.1	5.2	4.5
PSR	2.3	1.7	1.1	0.9	0.8
재무건전성 (%)					
부채비율	14.3	54.8	39.3	36.2	31.8
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	574.5	351.9	384.3	407.6	455.9
이자보상배율	n/a	n/a	92.2	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.2	0.4	0.9	0.6	0.5
자산구조					
투하자본(%)	38.3	48.8	40.6	37.2	34.8
현금+투자자산(%)	61.7	51.2	59.4	62.8	65.2
자본구조					
차입금(%)	1.6	24.5	12.1	10.3	8.7
자기자본(%)	98.4	75.5	87.9	89.7	91.3

▶ Compliance Notice

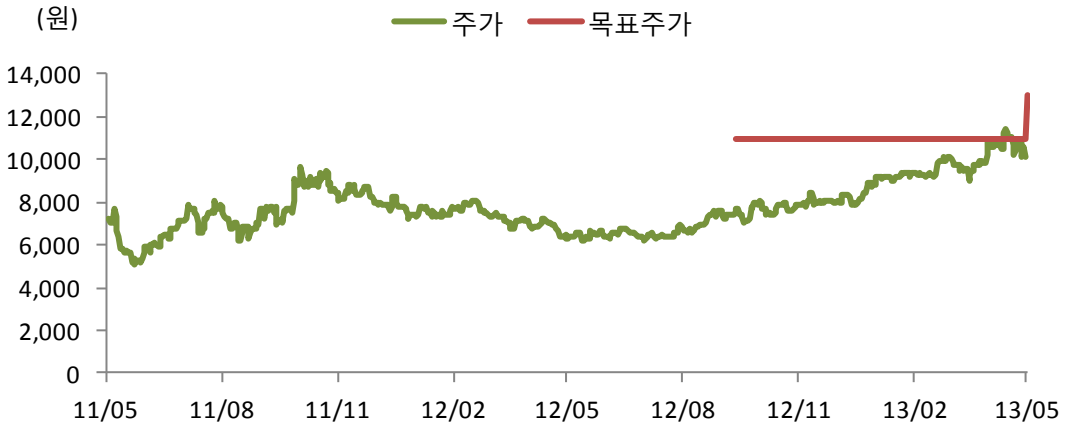
본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

KMH (122450 KQ)			
일자	2012-10-15	2012-11-12	2013-05-27
투자의견	BUY	BUY(유지)	BUY(TP 상향)
목표주가	11,000	11,000	13,000

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 시장대비 초과수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 시장대비 초과수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 시장대비 초과수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

©. 2013 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved