

# <한국경제TV 분석 보고서>

작성자 : Research 1 team

## 1. 경쟁력 분석

### 1) 수익 모델

가. 산업구조 (p.3)

나. 시장 포지션 (p.5)

### 2) 경쟁 우위

가. 케이블TV 시장환경 변화 (p.7)

나. 나. Michael Porter의 모형을 통한 경쟁우위 분석 (p.10)

가) 공급자의 교섭력 (p.10)

나) 구매자의 교섭력 (p.11)

A. SO와 SkyLife

B. 광고주

다) 기존사업자간의 경쟁 (p.16)

라) 신규진입자의 위협 (p.18)

마) 대체품의 위협 (p.21)

다. 결론 (p.21)

## 2. 재무 분석

### 1) 일반 분석

가. 자산 구성의 변화 (p.22)

나. 자본 구성의 변화 (p.24)

다. 매출대비 이익률의 변화 (p.25)

라. 자산대비 이익률의 변화 (p.26)

마. 현금흐름의 변화 (p.28)

### 2) 심층 분석

가. 안정성 (p.30)

가) 안정성 추세 (p.30)

나) 안정성 비교 (p.31)

나. 수익성 (p.32)

가) 매출대비 이익률 비교 (p.32)

나) 자산대비 이익률 비교 (p.33)

다. 활동성 (p.34)

가) 활동성 추세 (p.34)

나) 활동성 비교 (p.35)

### 3. 가치 분석

#### 1) 주가배수법

가. 가정 (p.37)

가) 성장율

나) 적용 PER

다) 주당 순자산(BPS)

라) 매수가격

마) 기타

나. 추정 (p.38)

#### 2) 현금흐름할인법

가. 가정 (p.39)

가) 1단계 성장율

나) 2단계 성장율

다) 할인율

라) 매수가격

마) 주당 순이익(EPS)

바) 주당 현금흐름(CF/S)

나. 추정 (p.40)

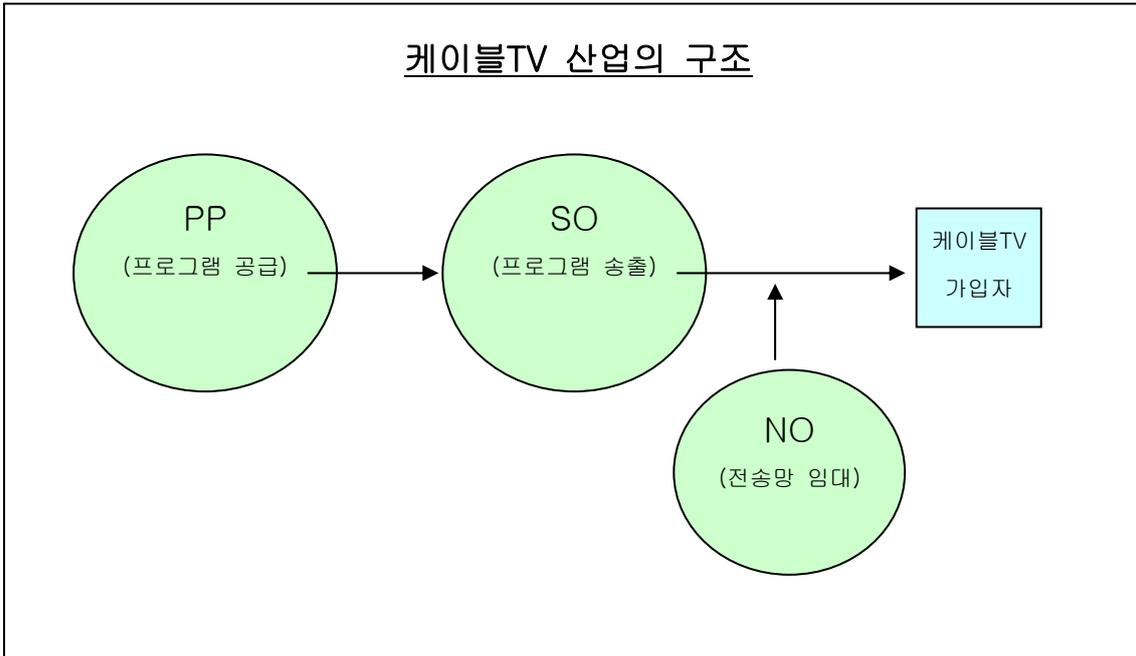
#### 3) 결론 (p.41)

# 1. 경쟁력 분석

## 1) 수익모델

### 가. 산업 구조

한국경제TV의 수익모델에 대해 알아보기 전에 먼저 케이블TV산업 전체의 구조에 대해 간단히 알아볼 필요가 있습니다.



\* SO(System Operator, 종합유선방송사업자) – 케이블TV 가입자에게 PP가 만든 프로그램을 케이블 망을 통해 방송. 수입원은 케이블TV 수신료, 지역광고 수입, 설치 수수료, 컨버터 대여료, 인터넷 서비스 수입 등.

예)강남 케이블TV, 관악 케이블TV 방송, 노원 케이블 종합 방송 등

\* PP(Program Provider, 방송채널사용사업자) – 케이블TV 프로그램을 제작/구매하여 SO를 통해서 송출. 수입원은 광고 수입, 케이블TV 수신료, 영상물(프로그램) 판매 수입 등

예)KMTV, Mnet, CJ 홈쇼핑, LG 홈쇼핑, YTN, Tooniverse, OCN 등

\* NO(Network Operator, 전송망 사업자) – 케이블망을 통해 SO와 케이블TV 가입자 사이를 연결. 수입원은 전송망 사용료 등.

예)KT, 파워콤 등

우리가 분석하려는 기업인 한국경제TV는 위의 사업자 분류 중 PP에 속합니다. PP인 한국

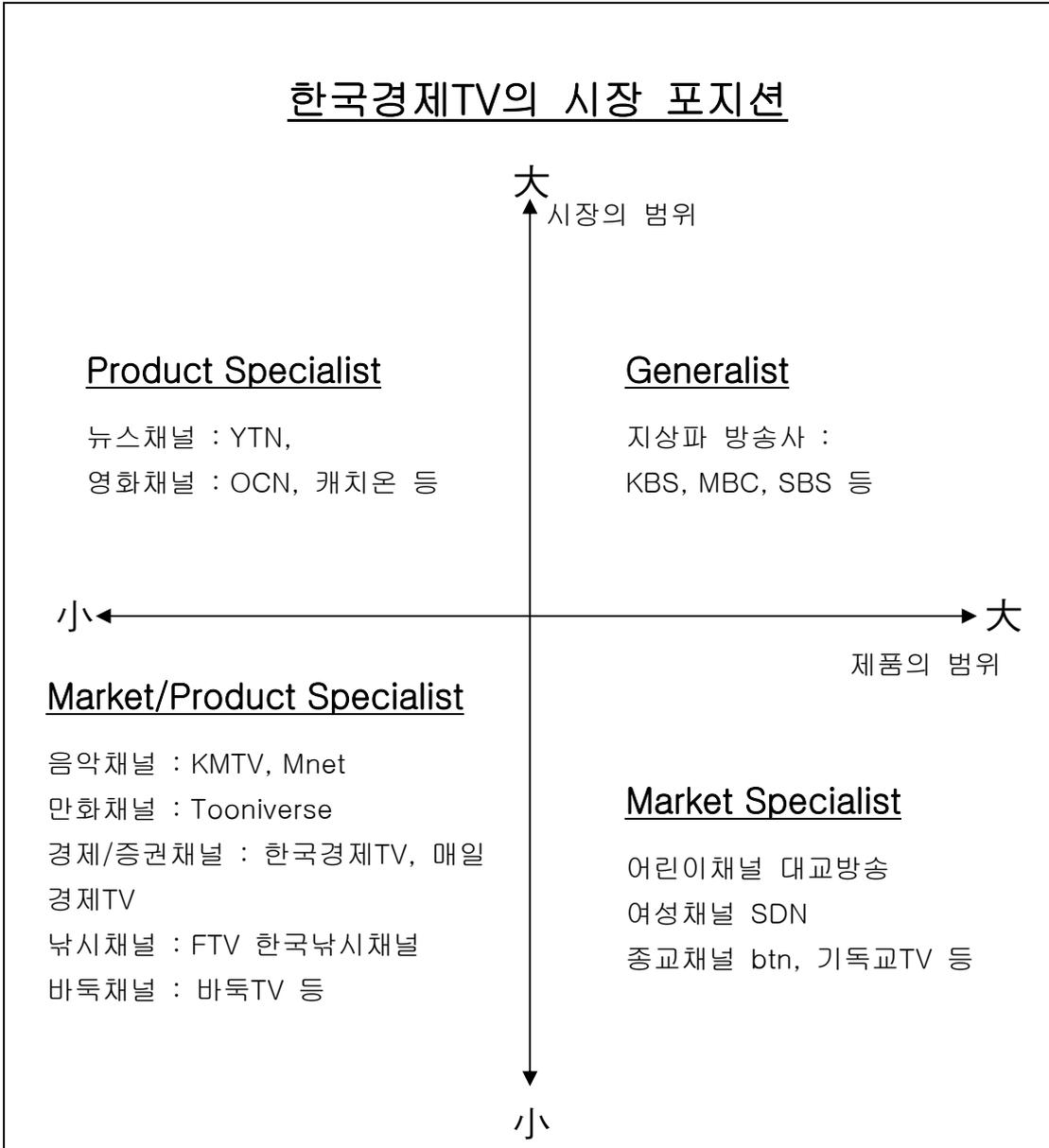
경제TV는 경제/증권 방송 프로그램을 제작하여 이것을 분배망을 통해 관악 케이블TV 방송 같은 SO에게 보내고 SO는 이것을 KT나 파워콤 같은 NO를 통해 케이블 TV 가입자에게 전송합니다. 이것이 바로 우리가 케이블TV를 보게 되는 경로입니다.

PP는 케이블TV 가입자가 내는 수신료의 일정부분을 SO로부터 받고 프로그램 사이에 광고를 내보내서 광고주로부터 광고료를 받아 돈을 벌니다. 주로 광고 수입의 비중이 수신료보다 더 큽니다. 그리고 SO역시 가입자로부터 수신료를 받고, 광고를 내보내서 돈을 벌니다. 보통 인터넷 서비스까지 제공해서 인터넷 서비스로도 돈을 벌어들입니다. 마지막으로 NO는 SO로부터 전송망 사용료를 받아서 돈을 벌니다.

한국경제TV는 1999년에 법인을 설립, 2000년 초에 경제/증권 인터넷 방송으로 먼저 사업을 시작하였습니다. 그러다가 2000년 5월에 PP(방송채널사용사업자)승인을 받고, 한국경제신문과 전략적 제휴를 체결한 후 2000년 9월부터 케이블TV 본 방송을 시작하였습니다. 이후 2001년에는 위성방송(KDB)채널사용사업자로 선정되어 2002년 3월부터 SkyLife에 본 방송을 시작하였고 현재 주된 사업부문은 케이블TV, 위성방송, 인터넷 방송입니다.

일단 PP로서 한국경제TV의 수익 모델이 증권/경제 방송 프로그램을 제작해서 SO와 위성 방송으로 내보내고, 그 대가로 광고수입과 프로그램 수신료를 받는 형태라는 점만 알아 두시고, 자세한 것은 아래에서 설명하도록 하겠습니다.

나. 시장 포지션



한국경제TV는 경제/증권 뉴스 보도를 전문으로 하는 PP입니다. 불특정 다수를 대상으로 하는 지상파의 방송(broadcasting)개념과는 다르게, 원래 케이블TV의 속성이 세분된 시청자를 대상으로 전문적이고 심도있는 프로그램을 전달하는 협송(narrowcasting)이기 때문에 PP마다 정도의 차이는 있지만 특정 분야를 전문으로 다루게 됩니다. (이것은 광고주 입장에서는 케이블TV를 통해서 적은 비용으로 목표 소비자에게 자사의 제품/서비스를 홍보할 수 있는 타겟 마케팅을 할 수 있다는 것을 뜻하기도 합니다.)

방송 시장에서 프로그램을 제작하는 업체들을 X축을 제품의 범위, Y축을 시장의 범위로 놓은 포지셔닝 맵으로 분류해보자면 한국경제TV는 보시는 바와 같이 3사분면에 놓여 있습니다

다.

1사분면에는 케이블TV PP는 아니지만, 불특정 다수의 시청자를 대상으로 다양한 프로그램을 제작하는 KBS, MBC, SBS 등이, 2사분면에는 다수의 시청자를 대상으로 ‘뉴스’를 전문적으로 제작하는 YTN이나 ‘영화’를 전문적으로 공급하는 OCN 등이 놓일 것이고, 4사분면에는 어린이들을 대상으로 여러 프로그램을 제작하는 대교방송이나 여성들을 대상으로 다양한 프로그램을 제작하는 SDN등이 놓일 것입니다.

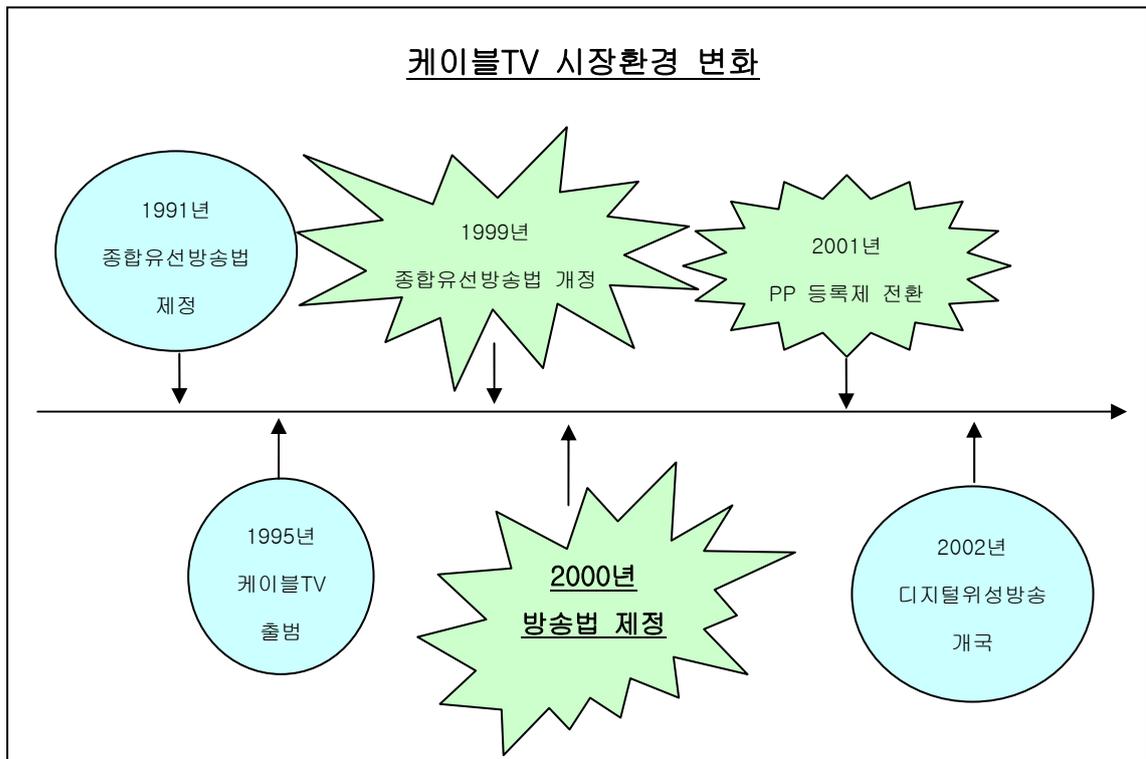
마지막으로 3사분면에는 청소년이나 20대 초반을 대상으로 음악 방송만을 전문적으로 제작하는 KMTV나 Mnet, 어린이를 대상으로 만화를 전문적으로 방송하는 Tooniverse, 경제나 재테크에 관심있는 3/40대 직장인들을 대상으로 경제/증권 방송을 전문적으로 제작하는 한국경제TV나 매일경제TV등이 놓이게 됩니다. 즉, 한국경제TV는 틈새시장을 노리는 ‘시장 스페셜리스트’이자 ‘제품 스페셜리스트’라고 할 수 있습니다.

## 2) 경쟁 우위

여기서는 먼저 케이블TV시장의 거시적인 환경 변화를 서술하고 한국경제TV의 경쟁우위를 Michael Porter의 산업구조분석모형을 통해서 분석해보도록 하겠습니다.

### 가. 케이블TV 시장환경 변화

방송은 공공재적인 특성을 지니고 있기 때문에 국가마다 정도의 차이는 있지만 정부의 규제를 비교적 많이 받습니다. 따라서 방송산업을 제대로 분석하기 위해서는 정부의 규제 변화와 그에 따른 시장의 변화를 파악하는 것이 필수적입니다.



케이블TV는 1995년에 53개의 SO와 29개의 PP, 2개의 NO 체제로 방송을 시작했습니다. 1991년에 제정된 종합유선방송법에서는 케이블TV 시장 구조를 SO, PP, NO로 엄격히 분할하고 사업자간 수평/수직 결합을 금지해놓았기 때문에 경쟁의 강도가 그리 높지 않았고 당연히 케이블TV 시장에도 큰 변화가 없었습니다. 그러나 1999년의 종합유선방송법 개정과 2000년 3월의 통합 방송법 제정을 거치면서 시장 환경과 산업 구조가 크게 바뀌어서 케이블TV 시장은 전면적인 경쟁체제로 돌입하게 되었습니다.

2000년 방송법 제정으로 인한 케이블TV 시장의 변화로는 크게 다음의 세 가지를 들 수 있습니다.

첫째, RO(Relay Operator, 중계유선방송사업자)가 승인을 통해 SO로 전환할 수 있게 되

었습니다. RO는 케이블TV가 방송을 시작하기 전부터 우리가 집에서 보던 소위 ‘유선방송’을 송출하는 중계유선방송사업자를 뜻하는 것입니다. 이 RO(중계유선방송사업자)가 SO(종합유선방송사업자)로 전환한다는 것은 매우 큰 의미를 갖습니다. 왜냐하면 그전까지는 한 지역에 SO가 하나 밖에 없어서 실질적으로 시장을 독점하고 있었는데, RO가 SO로 전환하게 되면 한 지역에 2개의 SO가 생기게 되고, 그것은 곧 동일한 시장을 두고 두 업체가 경쟁을 해야 한다는 것을 뜻하기 때문입니다. 물론 케이블TV 시장 전체로 보면 케이블TV 가입자가 늘어남으로써 시장이 확대되고, PP입장에서도 시청자 수 증가로 수신료 수입이 증가하고, 광고 수주가 용이해지는 측면이 있겠지만, 기존 SO입장에서는 그 전까지 독점해오던 시장에서 신규 SO와 경쟁을 해야 하기 때문에 수익성이 떨어지게 됩니다.

방송법 제정 이후 2001년 4월에 1차 SO지역 33개에서 RO가 SO로 전환하고, 2002년 11월에 2차 SO지역 9개에서 추가로 전환함으로써 현재 많은 지역에서 SO간의 경쟁과 인수합병 등이 이루어지고 있습니다.

둘째, 2001년부터 방송채널사용사업(PP)이 기존의 승인제에서 등록제로 바뀌었습니다. 이전까지 허가/승인을 통해서만 할 수 있었던 방송채널사용사업이 등록제로 바뀌고 PP등록 요건도 방송법에 따라 5억원 이상의 자본금과 구조정실, 종합편집실, 송출 시설의 완비나 임차가 가능한 사업자는 누구나 할 수 있도록 완화함으로써 제도적 진입장벽이 없어졌습니다.

이것 역시 케이블TV 시장에 큰 변화를 가져오는데, 등록제 전환에 따라 PP의 숫자는 급격히 늘어나는데 비해 SO가 송출할 수 있는 채널의 수는 60개 내외로 한정되어 있으므로 (450MHz~750MHz 대역을 이용하는 케이블TV 전송망의 특성상 60개 내외의 채널만 운용 가능함) SO로 자사의 프로그램을 송출하기 위한 PP간의 경쟁이 이뤄지게 되고, 자연스럽게 채널 편성권을 가진 SO의 교섭력이 높아지게 됩니다.

또한 2001년까지는 SO가 전 채널을 의무전송하고 케이블TV 기본형 수신료 수입이 일괄계약으로 SO 52.5%, PP 32.5%, NO 15%의 비율로 배분되었지만, 등록제 시행으로 PP의 숫자가 많아짐에 따라 전 채널 의무 전송제가 폐지되고 2002년부터는 케이블TV 수신료의 배분이 SO와 PP간의 개별 계약으로 전환되었습니다.

셋째, 케이블TV 사업자간의 수평/수직 결합에 대한 규제가 대폭 완화되었습니다. 1999년 종합유선방송법 개정 전까지는 SO, NO, PP간의 수평/수직 결합이 금지되었으나 1999년 종합유선방송법 개정을 거쳐 2000년 방송법 제정에 따라 방송법 제 8조에 의거하여 수평/수직 결합이 가능하게 되었습니다.

이러한 소유 제한의 규제 완화로 케이블TV 시장에는 MSO(Multiple System Operator, 복수 종합유선방송사업자), MPP(Multiple Program Provider, 복수 방송채널사용사업자), MSP(Multiple System Program provider) 같은 거대 사업자가 등장하게 되었습니다. MSO는 여러 개의 SO가, MPP는 여러 개의 PP가 하나로 합친 것으로 수평 결합의 예가 될 것이고, MSP는 여러 SO와 PP가 하나로 합친 것으로 수직 결합의 예가 될 것입니다. 케이블 TV 시장은 점차 이러한 거대사업자 중심으로 재편되어가고 있습니다.

\* [주요 MSO, MSP, MPP 현황]

구분	MSO	MSP(SO/PP)	MPP
사업자명	중앙유선(14) C&M(12) 태광(14) 현대( 7) CJ( 7) 큐릭스( 6) 동양( 5) 중앙케이블( 4) 드림씨티( 2)	LG 홈쇼핑(16) CJ 홈쇼핑(13) 현대홈쇼핑( 7) 동양( 6)	동양(8) SBS(6) CJ(4) KBS(3) MBC(3) 코오롱(2) CTN(2) 김지호(2) 인터파크(2)
계	9 개 사업자 (71 개 SO)	4 개 사업자	9 개 사업자 (32 채널)

주) MSP 의 괄호안 SO 수는 전략적 제휴 포함

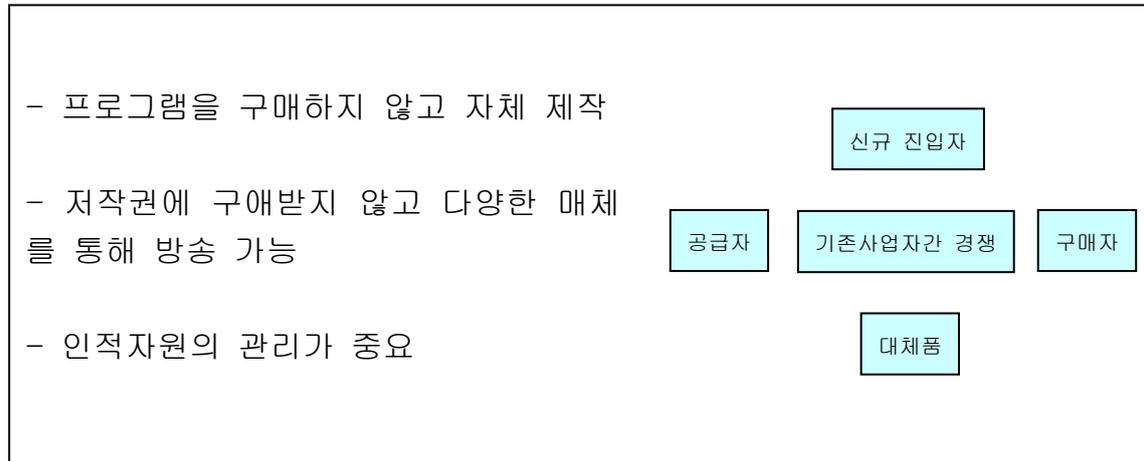
(출처 : 한국경제TV 유가증권신고서(2004.6.14))

정리하자면, 2000년 방송법 제정 이후 현재 케이블TV 시장에서는 SO간의 경쟁, PP간의 경쟁, 그리고 SO대 PP간의 경쟁이 복합적으로 벌어지고 있습니다.

## 나. Michael Porter의 모형을 통한 경쟁우위 분석

### 가) 공급자의 교섭력

#### \* 공급자의 교섭력



한국경제TV는 프로그램을 자체 제작하고, 또한 프로그램 제작에 필요한 인력과 장비를 자체 보유하고 있기 때문에 공급자의 교섭력을 염려할 필요는 없습니다. 다른 곳에서 콘텐츠를 사들여서 방영해야 하는 영화, 만화, 음악, 스포츠 채널과는 다른 점이죠. 다만 콘텐츠 제작에 있어서 주된 요소가 작가, 출연자 등 인적자원이기 때문에 우수한 인력의 확보와 관리가 중요하다고 할 수 있습니다.

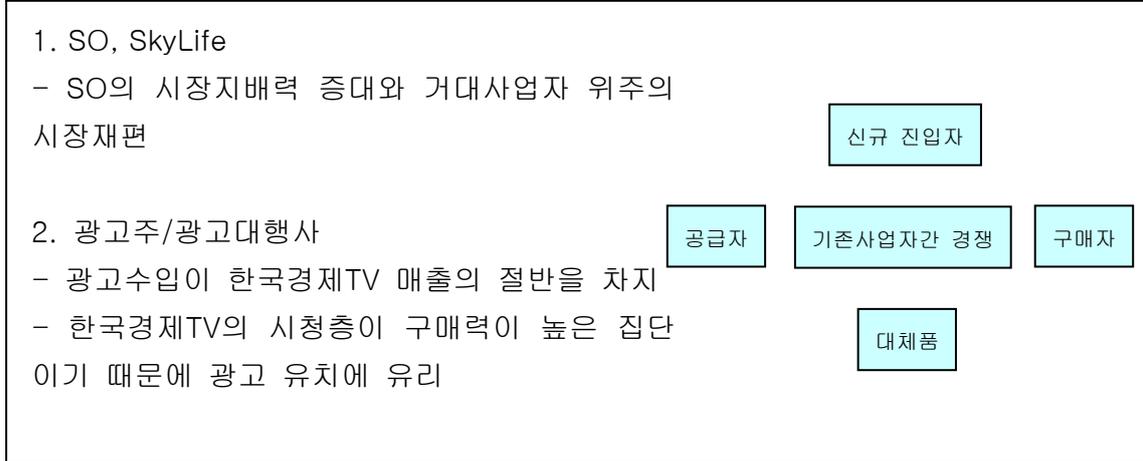
콘텐츠를 자체 제작한다는 것은 달리 말하면 자사가 방영하는 콘텐츠에 대한 저작권을 스스로 갖고 있다는 뜻입니다. 따라서 동일한 콘텐츠를 위성방송이나 인터넷 방송 등 다른 매체로 가공해서 내보내는 데 아무런 제약을 받지 않습니다. 반면에 위에서 이야기한 영화/만화/음악/스포츠 채널들은 공급자로부터 판권 계약을 맺고 들여온 콘텐츠를 위성 방송 등 다른 매체로 내보내려면 별도의 계약을 또 맺어야 합니다. 이렇게 프로그램을 자사가 보유하고 있는 인력을 활용해서 직접 제작한다는 것은 큰 장점이 됩니다.

그러나 시간이 지나도 그 가치가 별로 변하지 않는 영화/만화/음악 프로그램과는 달리 한국경제TV의 그날 그날의 증권 시황과 전략을 설명하는 프로그램 같은 경우는 하루만 지나도 정보의 가치가 확 줄어든다는 점도 알아둘 필요가 있습니다.

앞으로 위성방송과 케이블TV가 공존하며 경쟁하게 될 유료방송시장에서 콘텐츠를 자체 제작하고, 그것을 다양한 매체를 통해 판매할 수 있다는 것은 수익구조의 안정성 면에서 큰 이점이 됩니다.

나) 구매자의 교섭력

\* 구매자의 교섭력



여기서는 구매자를 첫째, 케이블TV의 SO와 한국디지털위성방송(Skylife), 그리고 둘째, 한국경제TV에 광고료를 주고 광고를 집행하는 광고주/광고대행사 이렇게 두 가지로 나누어 각각의 교섭력을 살펴보려고 합니다.

이렇게 구매자를 두 가지로 분류하는 것은 방송이 시청자에게는 정보와 오락을 전달하면서 다른 한편으로는 광고주들에게 광고를 판매하는 중복제품(Joint Product)의 특성을 지니고 있기 때문입니다. 즉, SO나 SkyLife는 한국경제TV로부터 프로그램을 구매하여 시청자에게 전달하고, 광고주는 한경TV로부터 자사의 광고를 시청자에게 전달하는 경로를 구매하기 때문입니다.

A. SO와 SkyLife

위에서 말씀드렸듯이 2001년부터 PP가 등록제로 전환하게 되면서 제도적 진입장벽이 없어졌습니다. 그 결과 PP의 수가 급속히 늘어나서 현재 PP의 수는 200개가 넘는 반면에 SO가 송출할 수 있는 채널은 약 60개 정도밖에 안 되기 때문에, 자사의 채널을 확보하기 위한 PP간의 경쟁이 발생하게 되었고, 자연스럽게 채널 편성권을 가진 SO가 PP보다 강력한 시장지배력을 갖고, 교섭력면에서 우위에 서게 되었습니다. 거기다 2002년부터 SO와의 케이블TV 수신료 분배가 개별계약으로 전환되면서 경쟁력이 없는 영세한 PP들은 더욱 힘든 상황에 처하게 되었습니다.

또 수평/수직 통합이 이전보다 자유로워지면서 현재 케이블TV 시장은 MSO, MPP, MSP 같은 거대 사업자 중심으로 재편되고 있는 중입니다. 이것은 케이블TV 사업자간의 경쟁구도에 큰 변화를 가져왔습니다. MSO는 높은 점유율을 바탕으로 많은 SO를 한데 묶어서 일

괄적으로 계약을 하려 하고, MPP 역시 자사의 채널들을 하나로 묶어서 계약을 하려 함으로 각각 PP, SO와의 협상에서 높은 협상력을 발휘하게 됩니다.

PP는 어떻게든 자사의 프로그램을 방송할 수 있어야 수신료와 광고수입을 거둘 수 있고, 마찬가지로 SO는 인기있는 프로그램을 방영하지 못하면 케이블 TV 가입자가 감소하여 수입이 줄게 되므로 (예를 들어, 온미디어의 OCN, 투니버스, 온게임넷 등이 케이블TV에 안 나온다고 하면 케이블 TV 안 본다고 하는 사람들이 꽤 생길 겁니다) 각각 MSO, MPP가 요구하는 조건들을 거절하기 힘들게 됩니다. 마찬가지로 이유로 수직 통합을 이룬 MSP도 다른 SO나 PP에 비해 우월한 협상력을 갖게 됩니다.

이러한 상황에서 한국경제TV의 시장 내 위상을 생각해보면, SO의 시장지배력은 월등히 높아지고 PP간 경쟁은 치열해지는데다가, 시장이 거대 사업자 중심으로 재편되어 가고 있는 상황이기 때문에 MPP나 MSP에 속하지 않은 단일 PP인 한국경제TV의 입지는 확실히 작아보입니다.

그러나, 전체 PP의 수가 200개를 넘고 송출가능 채널의 수가 60여개밖에 안 되기 때문에 단순 계산하면 SO의 채널을 확보하기 위해 3대 1이 넘는 경쟁을 해야 하는 것 같지만, 실제로는 그 200개가 넘는 PP중 규모가 영세하여 경쟁력 있는 콘텐츠를 공급할 능력이 없는 PP가 상당수이고, 또한 한국경제TV의 입장에서는 SO의 채널을 확보하려는 실질적인 경쟁을 경제/증권 분야의 다른 PP와 벌이게 되는데, 이 분야의 기존 사업자 중 매일경제TV를 제외하고는 그다지 경쟁력을 지닌 PP가 없기 때문에 경쟁의 강도가 상대적으로 그리 높지 않습니다. (현재, 한국경제TV는 전국 77개 SO 권역 모두에서 채널을 확보해 방송을 내보내고 있습니다)

물론 SO의 시장지배력 증대와 거대사업자 위주의 시장 재편이라는 이러한 변화가 한국경제TV에 긍정적인 영향을 끼치지 않는지만, 현재 MPP, MSP중에 한국경제TV와 유사한 채널을 공급하는 곳이 없고, 기존 사업자간의 경쟁도 그리 심하지 않기 때문에 현재로서는 이러한 시장 변화가 미치는 부정적인 영향이 그리 크지 않다고 볼 수 있습니다.

다만, 한국경제TV가 단일PP로서 MPP나 MSP에 비해 시장지배력이 낮기 때문에 향후 시장의 변화에 따라서는 안정적인 채널 확보에 문제가 발생할 수도 있으니 앞으로 시장의 변화를 주의깊게 관찰할 필요가 있을 것입니다.

한편 2001, 2002년의 RO의 SO로의 전환으로 인한 동일 지역의 복수 SO간 경쟁과 2002년 3월 개국한 디지털위성방송 SkyLife의 등장은 한국경제TV에게 긍정적인 효과를 가져다 줍니다.

일단은 그전까지 실질적으로 한 지역을 독점해왔던 SO가 동일한 지역을 놓고 다른 SO와 경쟁하게 되고, 또한 SkyLife가 등장하여 SO와 경쟁을 벌이면서 아무래도 PP의 협상력이 미약하나마 예전보다는 더 높아지게 됩니다.

한국경제TV는 2001년에 위성방송(KDB)채널사용사업자로 선정되어 2002년 3월부터 SkyLife에 본 방송을 시작하였는데, 일단 한국경제TV의 입장에서 보면 똑같은 콘텐츠를 위성으로 내보낼 뿐이니 비용을 많이 들이지 않고 돈을 더 벌 수 있는 매출처가 하나 더 생긴 셈일 뿐만 아니라 시청자 수의 증가로 더 많은 광고수익을 기대할 수 있게 되었습니다. 또한 SO와 SkyLife가 시청자를 놓고 서로 경쟁을 하는 입장이다 보니 SO와의 교섭력 면에서도 한국경제TV 등 PP의 위상은 조금 더 나아지게 되었습니다.

게다가 구매자의 교섭력과 관련한 위험이 주로 프로그램 수신료 배분에 관한 것인데, 영세한 PP와는 달리 한국경제TV의 매출구조는 2004년 상반기 현재 광고 수입 43.7%, 협찬 수입 약 24.7%, 프로그램 수신료 수입 8.3%, 인터넷 수입 8.2%, 기타 부대수입 15.1% 정도로 매출원이 어느 정도 다변화되었고, 이 중 수신료 수입이 차지하는 비중이 10% 미만으로 구매자의 교섭력과 관련한 위험은 상대적으로 그리 높지 않다고 볼 수 있습니다.

#### B. 광고주/광고대행사

한국경제TV의 매출액 중 광고 수입이 거의 절반을 차지합니다. 광고를 수주하는 데는 광고주와 계약을 하는 직접 계약의 형태가 있고, 광고대행사와 계약을 하는 간접 계약의 형태가 있는데 한국경제TV의 경우에는 광고수입의 대부분이 아래의 표와 같이 주로 광고대행사를 통한 간접계약을 통해 이루어지고 있습니다.

[주요 매출처 등 현황]

(단위:천원)

품 목		매 출 처	2003 연도 (제 5 기)	2002 연도 (제 4 기)	2001 연도 (제 3 기)	결제 조건
광고 수입	국내	(주)LG 애드	1,934,250	1,388,090	647,000	전자결제(3 개월)
		(주)제일기획	1,474,500	1,527,000	881,167	전자결제(6 개월)
		TBWA-KOREA	675,000	645,000	205,000	전자결제(3 개월)
		한국경제신문	647,000	600,000	610,000	현금
		웰컴	622,375	108,000	47,182	전자/어음
		한국언론재단	421,091	426,636	161,818	어음(3~6 개월)
		금강기획	418,636	307,000	260,000	전자/어음/현금
		오리콤	385,000	370,000		어음(3~6 개월)
		덴츠이노백	370,000	105,000		전자결제(6 개월)

품 목		매 출 처	2003 연도 (제 5 기)	2002 연도 (제 4 기)	2001 연도 (제 3 기)	결제 조건
		대흥기획	222,000	203,000	65,500	전자결제(6 개월)
		메이트컴	135,000	65,000		어음(3~6 개월)
		코래드	134,700	190,000	135,000	어음(3~6 개월)
		PDS 미디어	107,000	25,000		어음(3~6 개월)
		한국통신문화재단	104,000			어음(3~6 개월)
		온앤오프	100,000			어음(3~6 개월)
		MBC 애드컴 외 78 개사	4,844,497	5,416,655	2,556,075	전자/어음/현금
협찬 수입	국내	대우증권	748,000	130,000	10,000	현금
		(주)엠밸류	190,000			현금
		전국경제인연합회	177,273			현금
		금융경제연수사	171,319			현금
		키움닷컴증권	132,727	58,636	70,000	현금
		굿모닝증권	112,727	60,000		현금
		대한증권선물	105,000			현금
		대한투자증권	103,955			현금
		동양증권	100,000	40,000		현금
		삼성증권	95,000	162,727	150,000	현금
		(주)갯모어증권중개	80,000	42,727		현금
		(주)소프트브리지	67,720			현금
		코리아투자자문	61,000			현금
		(주)시스닥	60,000			현금
		강남초이스피부과	60,000	25,000		현금
		대신증권(주)	60,000	235,000		현금
		동원증권(주)	60,000			현금
		엘지투자증권(주)	60,000	60,000		현금
		우리증권(주)	60,000			현금
		한화증권(주)	60,000		307,455	현금
현대모비스(주)	60,000			현금		
현대증권(주)	60,000			현금		
미래에셋증권	40,000		150,000	현금		
교보증권 외 55 개사	1,249,898	1,196,864	1,547,503	현금/어음		
인터넷 수입	국내	미래에셋증권 외 25 개사 개인	1,823,164	2,219,545	119,230 581,361	현금

품 목		매 출 처	2003 연도 (제 5 기)	2002 연도 (제 4 기)	2001 연도 (제 3 기)	결제 조건
시청료 수입	국내	한국디지털 위성방송 외 55 개사	2,261,950	1,680,643	78,261	현금
방송 부대 사업	국내	삼성캐피탈 외 177 개사 및 개인	4,223,172	2,874,205	3,371,469	어음/현금
합 계	국내		24,877,953	20,161,730	11,952,202	

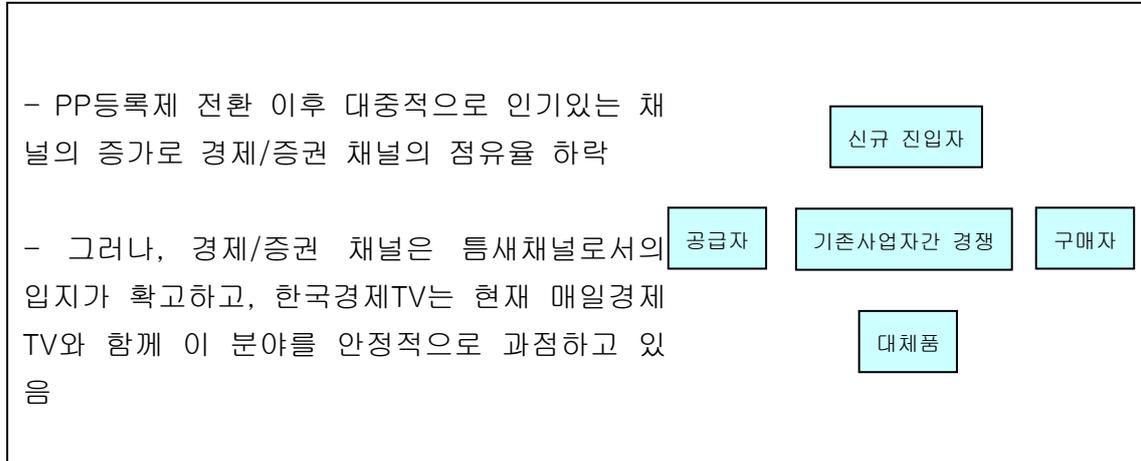
(출처 : 한국경제TV 유가증권신고서(2004.6.14))

케이블TV는 지상파 방송보다 시청자가 적기 때문에 당연히 광고주/광고대행사에 대한 교섭력이나 광고매체로서의 영향력이 지상파 방송에 비할 바는 아닙니다. 하지만, 케이블TV 광고가 일반적으로 다른 매체에 비해 광고비용이 저렴하고, 지상파 방송보다 광고의 내용/형식에 대한 규제가 덜한데다가, 무엇보다도 케이블TV가 인구통계학적으로 동질성이 높은 시청자를 대상으로 하는 - 방송(broadcasting)이 아닌 - 협송(narrowcasting)개념의 매체이기 때문에 저비용으로 목표 소비자를 대상으로 타겟 마케팅을 할 수 있다는 것이 장점으로 꼽힙니다.

비록 경제/증권이라는 분야가 대중성이 있는 분야가 아니기 때문에 시청률이 높지는 않지만 틈새 장르로서의 입지는 확고하고, 게다가 이 분야는 주된 시청자가 3-40대의 여유소득이 있는 구매력이 높은 계층이기 때문에 한국경제TV는 광고를 유치하는데 안정적인 지위를 어느 정도 확보하고 있다고 할 수 있습니다.

다) 기존 사업자간의 경쟁

\* 기존 사업자간의 경쟁



2001년 3월 PP의 등록제 전환 이후 드라마, 오락, 스포츠 등 대중적으로 인기 있는 장르에 많은 지상파 방송 계열 PP들이 진입하면서 상대적으로 소수 취향의 장르인 경제/증권 분야의 점유율은 아래 표에서와 같이 절반 이하로 하락하였습니다. ('점유율'은 같은 시간 대 TV 시청가구 수 중 특정채널 시청가구 수의 비율을 뜻하는 것으로, 총 TV 보유가구 수 중 특정채널 시청가구 수를 뜻하는 '시청률'과는 약간 다른 개념입니다. 한국경제TV의 주요 매출원인 광고수입과 협찬수입은 이 '시청률'과 '점유율'에 영향을 받습니다)

현재 경제/증권 분야의 PP는 한국경제TV, 매일경제TV, e-tomato TV 이렇게 3개 정도 됩니다. 물론 다른 PP중에서도 경제/증권 분야의 프로그램을 일부 편성하는 PP가 있기는 하지만, 분야가 그다지 겹치지 않기 때문에 이렇게 세 개의 사업자로 경쟁구도를 압축해도 별 무리가 없습니다. 이중 e-tomato TV는 SO에 채널을 별로 확보하지 못한데다가, SkyLife에서도 방송되지 않아서 영향력은 그리 크지 않고, 실질적으로는 한국경제TV와 매일경제TV가 경제/증권 분야를 과점하고 있습니다.

비록 PP등록제 전환 이후 경제/증권 분야의 점유율이 하락하였고 마찬가지로 한국경제TV의 점유율도 하락하였지만, 방송 채널의 수는 한정이 되어있는 상황에서 현재 케이블 TV 시장의 거대 사업자 위주의 재편이 거의 마무리 되어가고 있는 시점인데다가, 경제/증권 분야는 다른 분야에 비해 차별화된 틈새 장르이기 때문에 장르 자체의 입지가 확고하고, 또한 무형의 진입장벽이 높아서 유사한 경쟁채널이 등장할 가능성이 높지 않기 때문에 점유율이 추가로 더 하락할 가능성은 그리 높지 않다고 하겠습니다.

[주요 케이블TV 시청점유율]

채널명	사업분야	2001년		2002년		2003년	
		순위	점유율	순위	점유율	순위	점유율
투니버스	만화	3	9.7	1	11.4	1	12.5
MBC 드라마넷	드라마	2	11.6	3	9.2	2	9.5
OCN	영화	1	15.3	2	9.5	3	8.0
SBS 드라마플러스	드라마	신규 진입				4	6.5
KBS SKY 드라마	드라마	신규 진입				5	6.0
YTN	보도	6	5.6	4	5.6	6	5.9
SUPER ACTION	영화	신규 진입		5	4.7	7	4.3
SBS 스포츠채널	스포츠	11	2.7	8	3.4	8	3.4
MBC ESPN	스포츠	신규 진입		11	2.6	9	3.2
JETI 스스로방송	어린이/종합	16	2.1	10	2.7	10	3.1
한국경제 TV	정보	10	2.7	12	1.6	22	1.1
매일경제 TV	보도	13	2.2	16	2.4	23	1.0

주 1) 출처 : TNS 미디어코리아(Business day 기준)

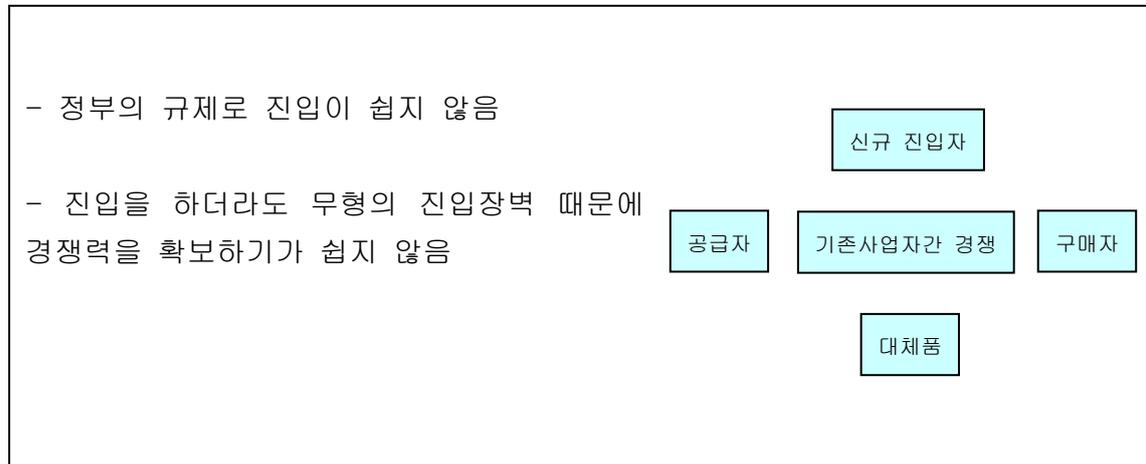
주 2) 시청점유율 = (특정시점에 특정채널이 시청되고 있는 TV 수) /

(특정시점에 케이블 TV 가 시청되는 전체 TV 수)

(출처 : 한국경제TV 유가증권신고서(2004.6.14))

라) 신규 진입자의 위협

**\* 신규 진입자의 위협**



2001년 이후부터 PP가 등록제로 전환되었지만, 아직도 홈쇼핑과 보도 분야의 PP가 되기 위해서는 방송위원회의 승인을 받아야 합니다. (방송법 제9조 5항 : “放送채널使用事業·電光板放送事業 또는 音樂有線放送事業을 하고자 하는 者는 放送委員會에 登錄하여야 한다. 다만, 綜合編成이나 報道 또는 상품소개와 판매에 관한 專門編成을 행하는 放送채널使用事業을 하고자 하는 者는 放送委員會의 승인을 얻어야 한다.” <개정 2004.3.22>) 이런 분야에서 아무나 사업을 할 수 있도록 허용하면 시청자들이 큰 피해를 입을 수 있기 때문입니다.

그러나, 한국경제TV의 경쟁업체라 할 수 있는 매일경제TV와 YTN의 경우, ‘보도’에 관한 전문편성을 행하는 방송채널사용사업자인 반면, 한국경제TV는 보도가 아닌 ‘방송’분야의 전문편성을 행하는 방송채널사용사업자로, 만일 새로운 업체가 한국경제TV처럼 ‘방송’분야의 전문편성을 행하는 사업자로 등록을 해서 이 시장에 진입한다고 가정하면, 위의 규제는 별 의미가 없다고 할 수 있습니다.

일단 방송위원회의 승인 여부를 떠나서 신규진입자의 위협 여부를 생각해보면, 경제/증권 PP가 되는 데는 무형의 진입장벽이 존재한다는 것을 알 수 있습니다. 경제/증권 프로그램의 제작에는 매체의 공신력이 중요하고 또 일종의 ‘범위의 경제’가 명확히 존재하기 때문입니다.

이 분야에서는 매체의 공신력이 매우 중요합니다. 공신력이 뒷받침되지 않고서는 소위 “권위있는” 방송사업자가 되기 쉽지 않고, 따라서 시청자들을 끌어올 수가 없기 때문입니다. 게다가 신문/방송업에는 ‘범위의 경제’가 뚜렷이 존재합니다. 신문/방송업에 이미 기반

이 있고, 보유하고 있는 콘텐츠를 중복해서 사용할 수 있는 기업이 ‘자원의 효율적 사용’이라는 면에서 훨씬 더 유리한 위치에 서게 됩니다. 신문/방송업에 아무런 기반이 없던 회사가 PP를 만들어 진출하는 것은 자본이 많이 들지만 신문/방송사를 이미 운영하는 회사가 PP를 만들어 방송을 하는 데에는 자본이 적게 듭니다. 기존에 보유하고 있던 뉴스나 취재 인력과 같은 자원을 공유하여 효율적으로 사용할 수 있기 때문입니다.

예를 들어, 일간지를 발행하는 한겨레 신문사나 조선일보사가 각각 주간지인 한겨레21이나 주간 조선을 발행하기 위해서 기자가 20여명이 더 필요하다고 치면, 일간지를 발행하지 않고 주간지만 만드는 시사 저널 같은 경우는 기자가 배는 더 필요할 것입니다. 이런 이유로 기존의 신문/방송 기업이 아닌 다른 사업자가 이 시장으로 뛰어들어 경쟁력을 갖춘다는 것은 상상하기 힘든 일입니다.

이런 면에서 생각해 보면 결국 한국경제TV의 잠재적 경쟁자는 기존의 메이저 신문/방송사로 좁혀질 수 밖에 없습니다. 막강한 자본과 영향력을 가지고 있는 기존의 MBC, KBS, SBS같은 지상파 3사나 조선, 중앙 같은 메이저 신문사들이 예를 들어 ‘MBC Economy’, ‘조선 Business’같은 PP를 설립하여 이 시장에 뛰어들었다면 한국경제TV나 매일경제TV도 큰 타격을 입을 수 있습니다.

그러나, 위에서 이야기했듯이 보도 분야의 PP가 되기 위해서는 방송 위원회의 승인을 받아야 하는데다가, 신문사와 통신사는 - 방송사는 제외 - 보도에 관한 전문편성을 행하는 방송채널사용사업을 하는 것이 법으로 금지되어 있습니다. (방송법 제8조 3항 : “第2項의 規定에 불구하고 독점규제및공정거래에관한법률 제2조제2호의 規定에 의한 기업집단중 자산총액 등 대통령령이 정하는 기준에 해당하는 기업집단에 속하는 회사(이하 "대기업"이라 한다)와 그 계열회사(특수관계자를 포함한다) 또는 定期刊行物の登錄등에관한法律에 의한 日刊新聞이나 뉴스통신진흥에관한법률의 規定에 의한 뉴스통신(이하 "뉴스통신"이라 한다)을 경영하는 法人(特殊關係者를 포함한다)은 지상파방송사업 및 종합편성 또는 보도에 관한 전문편성을 행하는 방송채널사용사업을 겸영하거나 그 株式 또는 持分을 所有할 수 없다. <개정 2002.12.18, 2003.5.29, 2004.3.22>)

규제 완화라는 대세를 감안해도 기존 메이저 신문/방송사들의 영향력 강화가 매체간 균형 발전과 방송의 다양성을 해치는 것에 대한 비판이 큰 것을 감안하면 가까운 미래에 기존 신문/방송사가 이 분야에 진출하여 한국경제TV의 경쟁자로 나설 가능성은 높지 않다고 생각합니다.

또한, 행여 그러한 규제가 없어진다고 해도 기존의 신문/방송사 입장에서는 한국경제TV와 매일경제TV가 차지하고 있는 이 시장이 그다지 매력적이지 않기 때문에 이 분야에 뛰

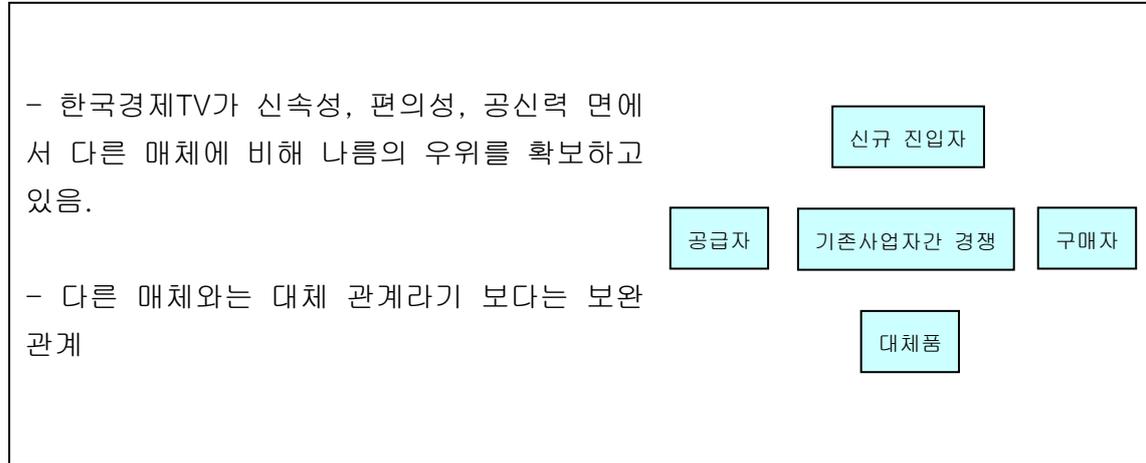
어플 확률은 낮습니다.

신문/방송업 전체를 놓고 따져봤을 때 한국경제TV나 매일경제TV는 틈새시장 주자 (Specialist)입니다. KBS, MBC, SBS등이 스포츠와 드라마 채널을 만드는 것은 그 분야에 경쟁력이 있고(인기 스타들을 캐스팅해서 드라마를 제작하는 것이나 스포츠 중계의 판권을 사는 데는 많은 자금이 필요합니다), 무엇보다도 대중적인 장르이기 때문에 시장의 규모가 커서 높은 수익을 얻을 수 있을 거라고 판단했기 때문입니다. 이런 거대 사업자들은 KBS-Drama, MBC-ESPN, SBS-Golf 등 대중적이고 인기있는 드라마나 스포츠 채널을 만들려고 하지 이 조그만 시장을 비집고 들어오려고 하지는 않습니다.

비록 IMF이후로 사람들이 경제에 대해 많은 관심을 갖게 되고, 최근의 거센 재테크 붐, 부자되기 붐이 계속되더라도 그 속성상 드라마나 스포츠, 영화만큼 대중적인 인기를 얻기는 힘들기 때문에 신규 진입자의 위험은 크지 않다고 볼 수 있습니다.

마) 대체품의 위협

**\* 대체품의 위협**



한경TV의 대체품으로는 기존의 지상파 방송이나 일간 신문, 경제 신문, 그리고 edaily나 stockdaily같은 인터넷 경제신문, paxnet, thinkpool같은 웹사이트를 예로 들 수 있을 것입니다.

그러나 지상파 방송은 경제 뉴스가 나올 때까지, 종이 신문은 신문이 나올 때까지 기다려야 하기 때문에 정보를 신속하게 전달할 수 없으며, 방송 편성이나 지면의 한계 때문에 심층 보도를 하는데도 한국경제TV에 비해 한계가 있습니다.

비록 edaily나 stockdaily, paxnet, thinkpool같은 인터넷 매체는 그런 면에서 많이 보완되었지만, 한국경제TV에 비해 편의성과 매체의 공신력 측면에서 차이가 많이 나기 때문에 위협적이라고 보기는 힘들고 오히려 서로 보완하는 관계라고 볼 수 있습니다.

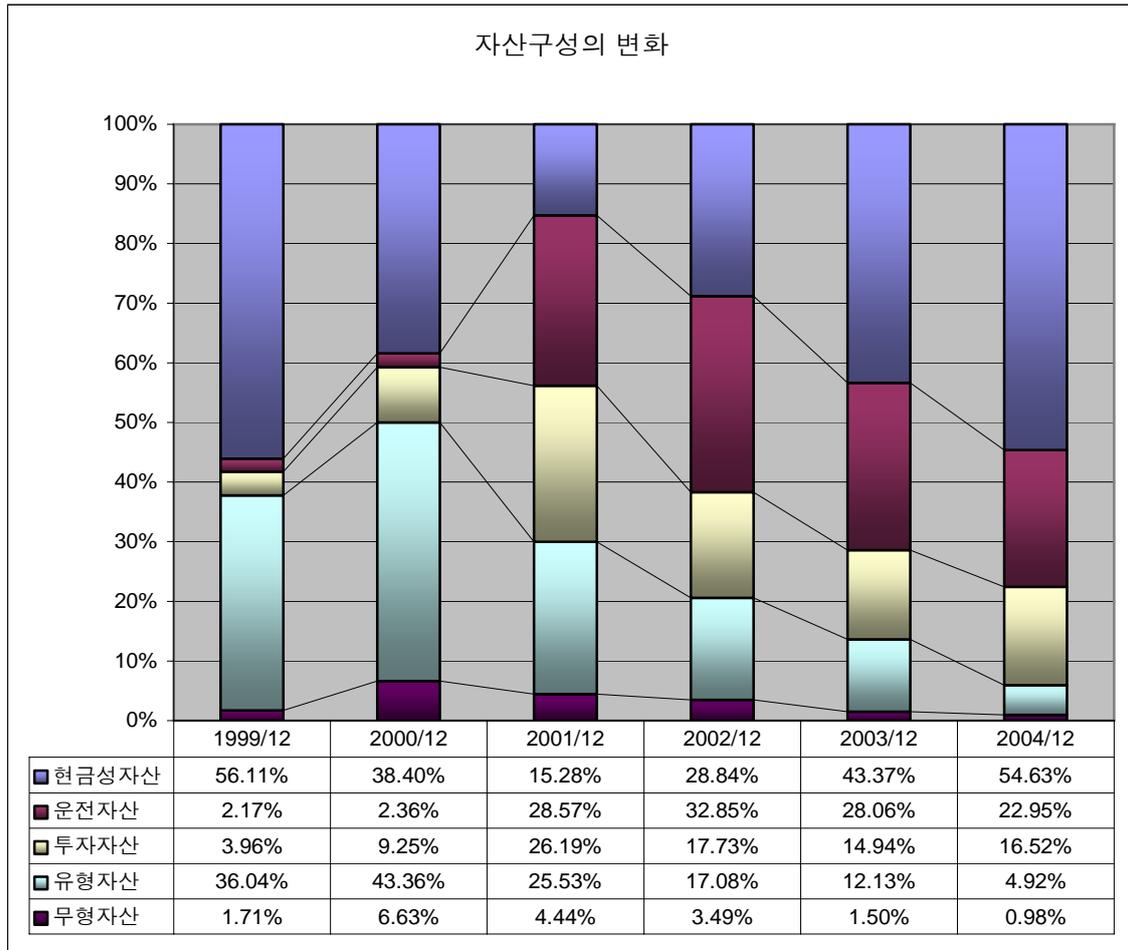
**다. 결론**

최근의 케이블TV시장의 환경변화가 한국경제TV에 유리하게 작용하지는 않지만, 경제/증권 분야의 PP사업을 하는 데에는 무형의 진입장벽이 존재하고, 동 분야에서 한국경제TV가 현재 안정적인 수익기반을 확보하고 있기 때문에 한국경제TV의 틈새 시장 주자로서의 현재 경쟁우위는 상당기간 지속될 것으로 보입니다.

## 2. 재무 분석

### 1) 일반 분석

#### 가. 자산 구성의 변화



먼저 한국경제TV(이하 한경TV)의 창업이후 지금까지의 자산의 구성비율에 일어난 변화를 살펴볼 필요가 있습니다. 분석의 편의상 유동자산을 대차대조표의 구분과 달리 “당좌자산/재고자산”으로 구분하지 않고 “현금성자산/운전자산”으로 구분하였습니다. (여기서 현금성 자산은 [당좌자산 - 매출채권]으로, 운전자산은 [매출채권 + 재고자산]으로 정의합니다)

가) 가장 눈에 띄는 것은 2000년까지 매우 미미하던 운전자산의 비중이 2001년부터 갑자기 커진 것입니다. 99년, 2000년 각각 2.17%, 2.38%로 2%대에 머무르던 운전자산의 비중이 2001년부터 갑자기 28.57%로 증가하여 2004년 현재 22.95%에 이르고 있습니다.

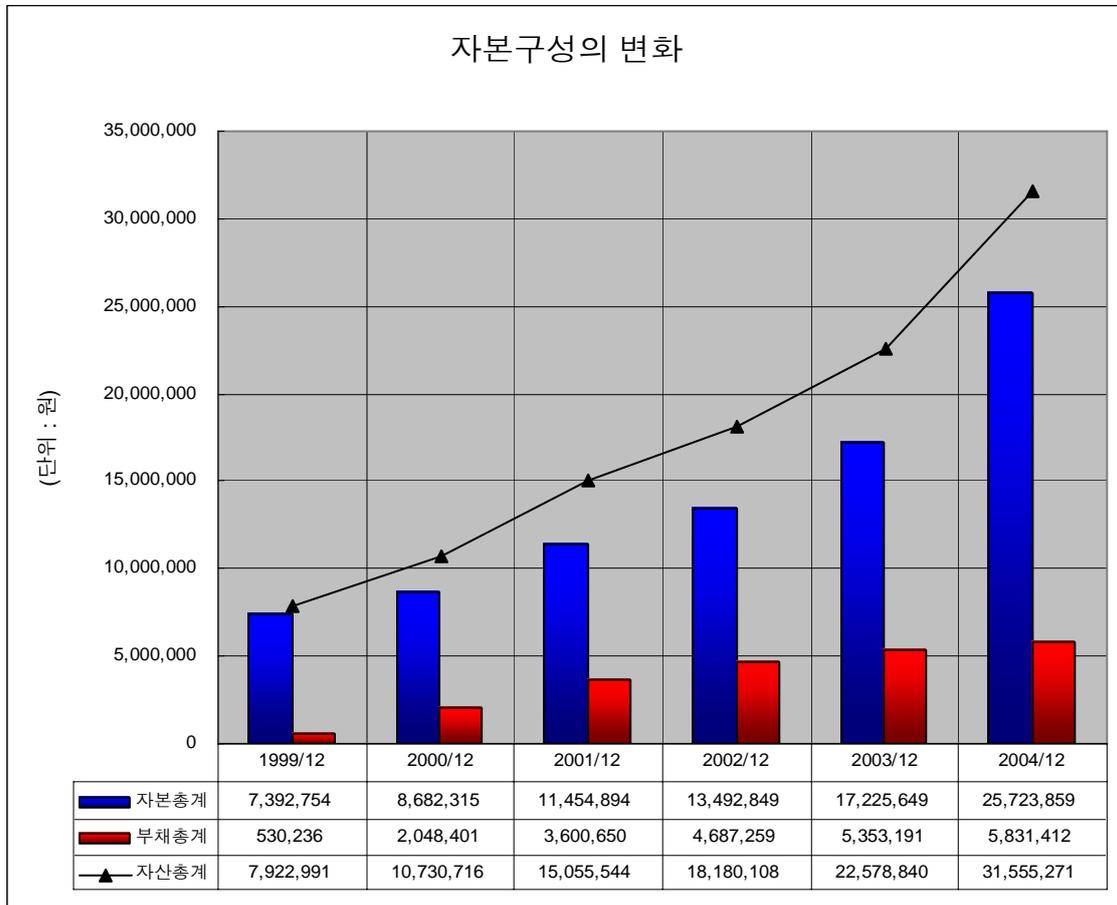
위에서 운전자산을 [매출채권 + 재고자산]으로 정의하였지만 무형의 상품을 파는 방송업의 특성상 재고자산이 거의 없다는 점을 감안하면 여기서는 “운전자산 = 매출채권”이라고 간주해도 무방합니다. (실제로 대차대조표를 보면 2002년 이후 한경TV의 재고자산은 0입니다)

이것이 뜻하는 바는 2000년까지 매출이 거의 발생하지 않다가 2001년에 매출이 큰 폭으로 상승했다는 것입니다. 실제로 한경TV는 99년 8월에 법인을 설립해서 2000년까지 큰 적자를 내다가 2000년 9월에 시작한 케이블TV 방송 부문이 이듬해부터 본 궤도에 오름으로써 본격적으로 매출이 발생하여 2001년에 비로소 흑자전환을 하는데, 이것으로 우리는 곧 2001년부터 발생한 매출의 큰 증가가 그래프에서처럼 운전자산비중의 급격한 증가로 이어졌음을 알 수 있습니다.

나) 두번째로 눈에 띄는 것은 유형자산 비중의 점진적인 감소입니다. 1999년 36.04%에서 2000년 43.36%로 비중이 늘었으나 2001년부터 매출이 큰 폭으로 늘고, 이익이 발생하기 시작하면서 비중이 점차 줄어들기 시작해서 2004년 4.92%까지 감소하는 모습을 보이고 있습니다. 이것은 일단 기본 설비를 갖추어놓으면 이후로는 유지/보수가 주가 되고, 매출을 늘리기 위해 추가로 대규모의 지속적인 설비투자를 할 필요가 별로 없는 방송업 - 프로그램 제작업의 특징을 보여주고 있다고 할 수 있습니다.

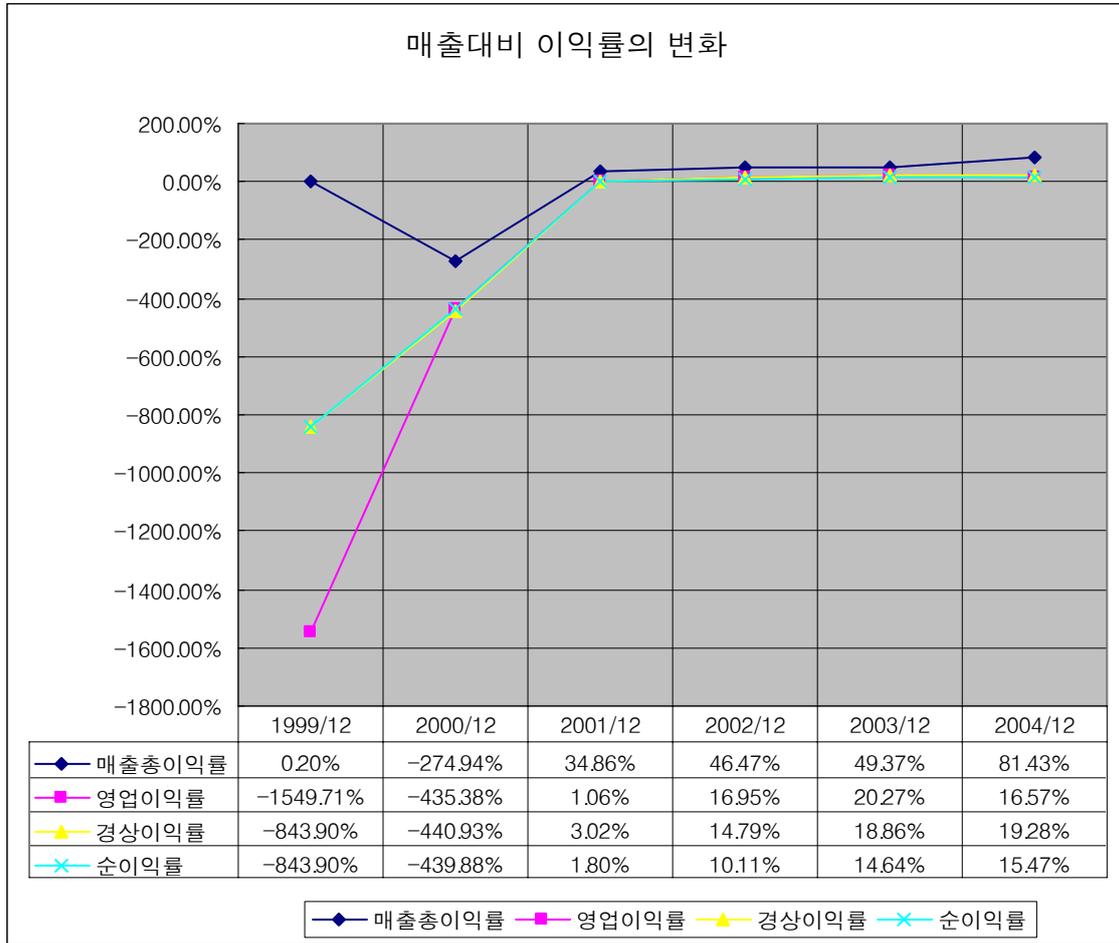
다) 셋째로 현금성 자산이 2001년까지 감소추세를 보이다가 2001년을 기점으로 늘어나고 있는 것을 보실 수 있습니다. 이것은 한국경제TV가 흑자전환 이후 벌어들이는 이익을 대부분 현금성 자산의 형태로 보유하고 있다는 것을 뜻하는데, 이 부분에 대해서는 아래 ‘현금흐름의 변화’ 부분에서 자세히 설명하도록 하겠습니다.

나. 자본 구성의 변화



다음으로는 한경TV의 자본 구성비율의 변화를 살펴보려고 합니다. 그래프에서 보시는 바와 같이 부채보다 자기 자본이 더 큰 기울기로 증가하고 있습니다. 창업년도인 99년 7.17%였던 부채비율(=부채/자기자본)이 2004년 22.67%로 증가하긴 했지만, 이것도 상당히 양호한 수치인데다가 부채의 내용을 들여다보면 고정부채는 거의 없고, 거의가 유동부채인데 여기서도 이자를 지급하는 차입금의 비중은 적고 영업활동상 발생하는 영업채무가 대부분입니다. 단기지급능력을 판단하는 당좌비율(=당좌자산/유동부채)도 2004년 현재 490.41%로 한경TV의 재무 구조는 상당히 튼튼하다고 할 수 있습니다.

다. 매출대비 이익률의 변화

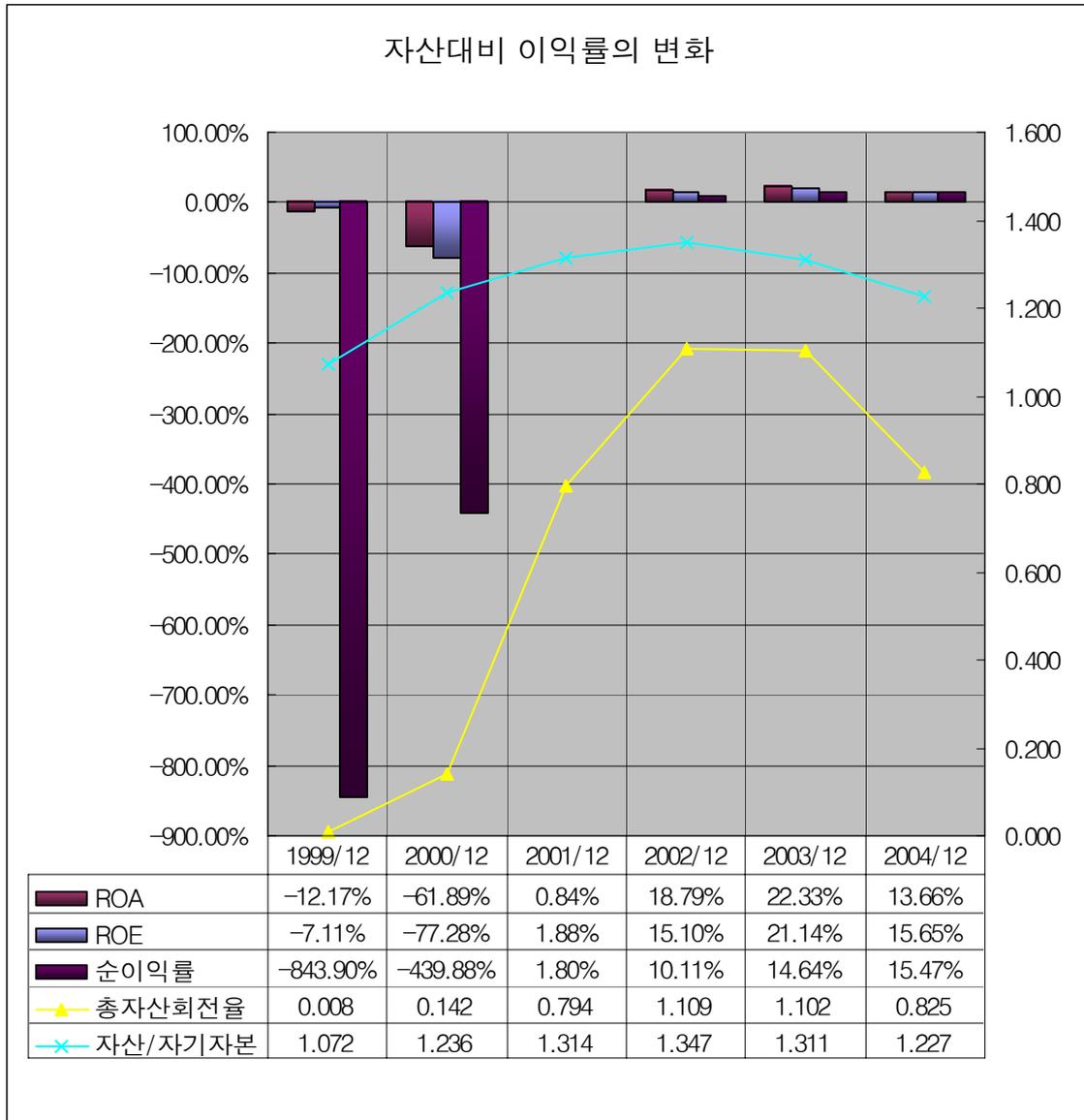


다음으로는 한경TV의 매출대비 이익률의 변화를 살펴보도록 하겠습니다. 투자자가 여기서 눈여겨 봐두어야 할 것은 1999년 창업 이래 2년 연속 큰 적자를 보이던 기업이 2001년을 기점으로 흑자로 전환했다는 점입니다. 이것은 위에서도 말씀드렸듯이 2000년에 시작한 케이블TV 방송 부문에서 큰 매출 상승이 발생했기 때문입니다.

그래프에서 보시는 것처럼 이 회사는 99년, 2000년에는 큰 폭의 적자를 보았지만, 2001년 흑자 전환 이후로는 매출총이익률이 약 35%에서 50%사이로 크게 뛰어올랐고, 영업이익률, 경상이익률, 순이익률도 상승하여 2004년 현재 순이익률이 15.47%에 달합니다.

창업한 해인 99년에는 영업이익률이 -1500%를 넘을 정도였으나 지속적인 매출과 이익의 상승으로 2004년 현재 영업이익률은 16%가 넘습니다. 또한 2001년 이후 영업이익률과 경상이익률, 순이익률 수치가 서로 큰 차이 없이 변화하고 있는 것으로 미루어 볼 때, 기업의 순이익이 이자수익 등이 아닌 기업의 주된 사업부문의 이익에서 기인하고 있음을 알 수 있고, 따라서 이익의 질 또한 높다고 평가할 수 있습니다.

라. 자산대비 이익률의 변화



이번에는 창업후부터 현재까지의 자산대비 이익률의 변화를 살펴보도록 하겠습니다. ROA(Return On Asset), ROE(Return On Equity)는 각각 ‘총자산영업이익률’, ‘자기자본순이익률’을 뜻하는데 그래프에서 보시다시피 2000년 이후로 두 지표가 모두 크게 상승하여 2004년에는 ROA, ROE 각각 13.66%, 15.65%라는 높은 수치를 기록하고 있습니다.

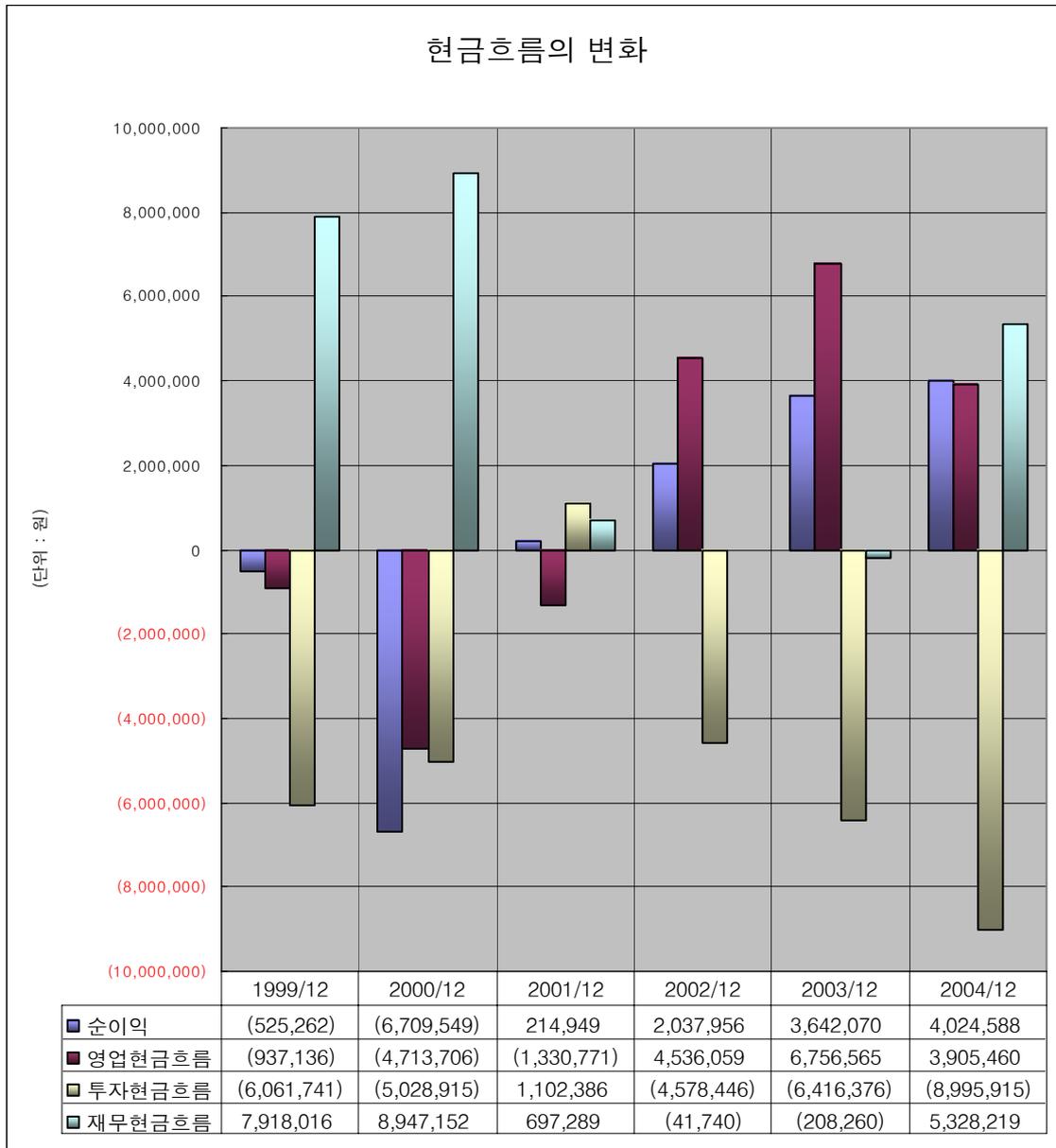
ROE는 “주주의 돈으로 얼마나 많은 이익을 냈는가”를 나타내는 지표로 투자에 있어서 가장 중요한 지표이기 때문에 ROE를 ‘순이익률’, ‘총자산회전율’, ‘자산/자기자본 비율’의 곱으

로 그 구성요소를 나누어서 ROE 상승의 원인을 정확히 알아보겠습니다.

그래프를 보시면 자산/자기자본 비율이 최저치 1.072에서 최고치 1.347로 상대적으로 완만하게 증가한 반면, 총자산회전율은 최저치 0.008에서 최고치 1.109로, 순이익률은 최저치 -843.90%에서 최고치 14.64%로 크게 상승한 것을 확인하실 수 있습니다. 이것은 ROE의 상승이 부채의 증가(자산/자기자본 비율의 상승)보다는 매출 증가에 따른 자산 활용도의 상승(총자산회전율의 상승)과 원가 구조의 개선(순이익률의 상승)에 더 크게 기인하고 있음을 보여주는 것입니다.

우리는 이같이 한국경제TV에 일어난 변화를 살펴봄으로써 위에서 살펴보았던 한국경제TV의 자산/자본 구성의 변화가 매출/자산 대비 이익률의 변화와도 맞물려 있음을 알 수 있고, 또한 한국경제TV의 수익모델이 2001년을 기점으로 질적으로 크게 개선되었음을 알 수 있습니다.

마. 현금흐름의 변화



한국경제TV의 2004년까지의 현금흐름의 변화입니다.

먼저 순이익과 영업현금흐름의 변화부터 살펴보겠습니다. 순이익은 2001년에 ‘+’로 전환하였고, 영업현금흐름도 다음해인 2002년에 ‘+’로 전환하였습니다. 2001년 흑자전환 이후 발생한 순이익이 그대로 영업현금흐름으로 이어지고 있음을 확인하실 수 있습니다.

재무현금흐름을 보면 2001년까지는 ‘+’이던 재무현금흐름이 2002년부터 소폭의 ‘-’로 전

환하였다가 2004년에 다시 '+'로 전환하였음을 알 수 있습니다. 2001년까지 재무현금흐름이 '+'였던 이유는 계속되는 영업부문에서의 손실을 메꾸기 위해 증자, 차입, 사채발행 등을 통해 외부에서 자금을 유치하였기 때문이고, 2002년 이후 '-'로 전환하였던 재무현금흐름이 2004년에 다시 '+'로 전환하였던 이유는 코스닥 등록(2004년 7월 30일) 전에 주식분산 요건을 만족시키기 위해 그 직전에 주식공모를 실시했기 때문입니다.

마지막으로 투자현금흐름은 2002년부터 큰 폭의 '-'흐름을 보이고 있는데, 현금흐름표를 살펴보면 이 투자현금흐름 중 시설투자금액의 비중은 미미하고, 나머지 대부분의 금액이 잉여현금의 단기 운용을 위해 단기금융상품과 단기투자증권의 취득에 쓰이고 있음을 알 수 있습니다. 이익이 나도 경쟁력 유지를 위해 그 이익의 상당부분을 계속적으로 시설에 재투자해야 하는 기업이 많은데, 이렇게 할 수 있다는 것은 보도/제작 인력 중심인 한국경제TV의 수익모델의 장점을 보여주는 것이고, 이것은 곧 투자자의 몫으로 처분할 수 있는 이익이 많다는 뜻이므로 투자자에게는 커다란 이점이 됩니다.

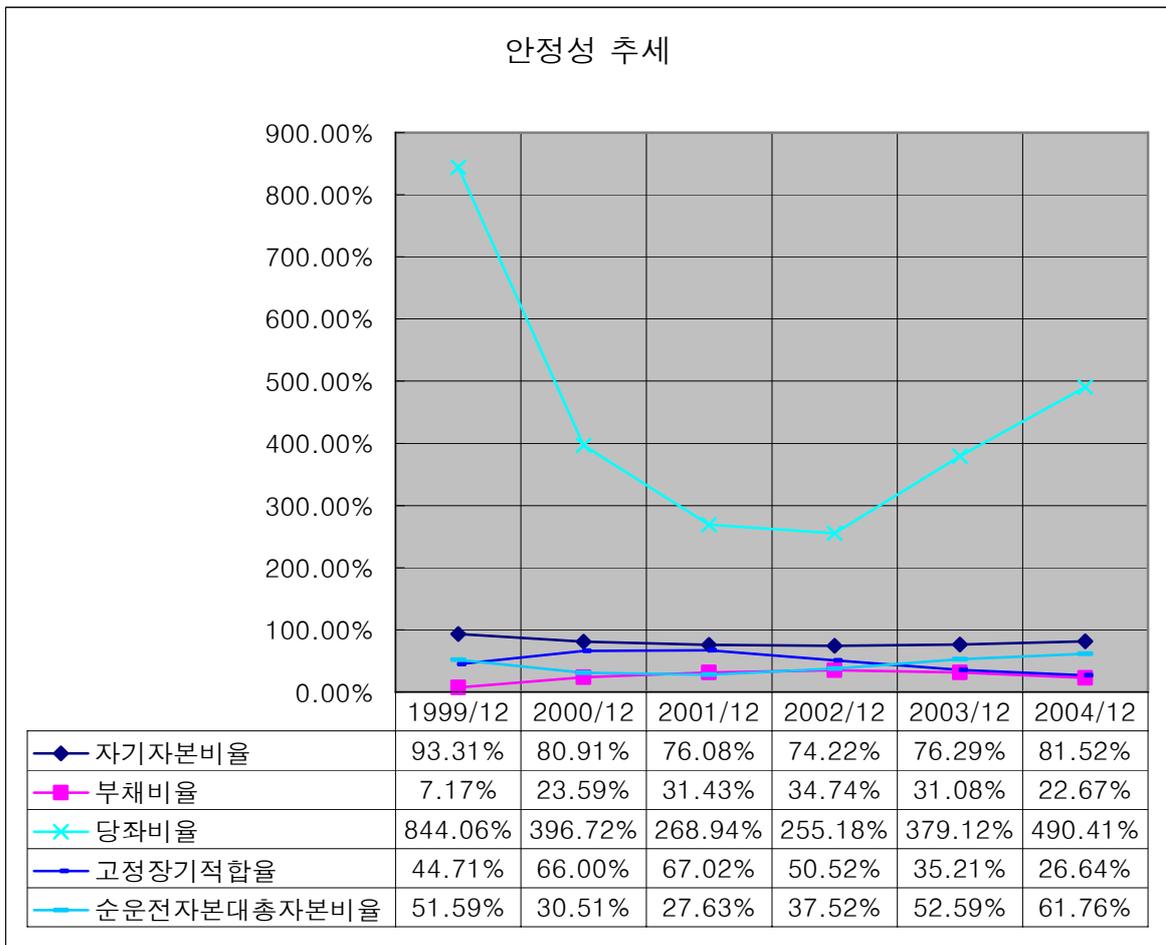
이렇게 현금흐름의 변화를 살펴봄으로써 우리는 한국경제TV가 흑자 전환 이후 영업부문에서는 현금을 벌어들이고, 투자부문에서는 그 현금 일부를 시설에 투자하고, 이후 남은 잉여현금을 단기금융상품, 단기투자증권과 같은 현금성 자산을 취득하는데 쓰고 있다는 것을 알 수 있습니다. 이렇게 자금을 단기로 운용한다는 것은 아직 투자할만한 마땅한 투자처를 찾지 못했다는 뜻이므로, 앞으로 우리는 투자자로서 한국경제TV가 잉여현금을 어디에 어떻게 사용하는지를 주시할 필요가 있습니다.

2) 심층분석

여기서는 한국경제TV의 재무상황을 추세분석과 비교분석을 통해 살펴보도록 하겠습니다. 비교기업으로는 한국경제TV와 함께 경제/증권PP 시장을 과점하고 있는 매일경제TV(MBN)와, 한국경제TV와 직접적인 경쟁을 하지는 않지만, 같은 보도 분야에서 비슷한 수익모델을 갖고 있는 YTN을 뽑았습니다.

가. 안정성

가) 안정성 추세

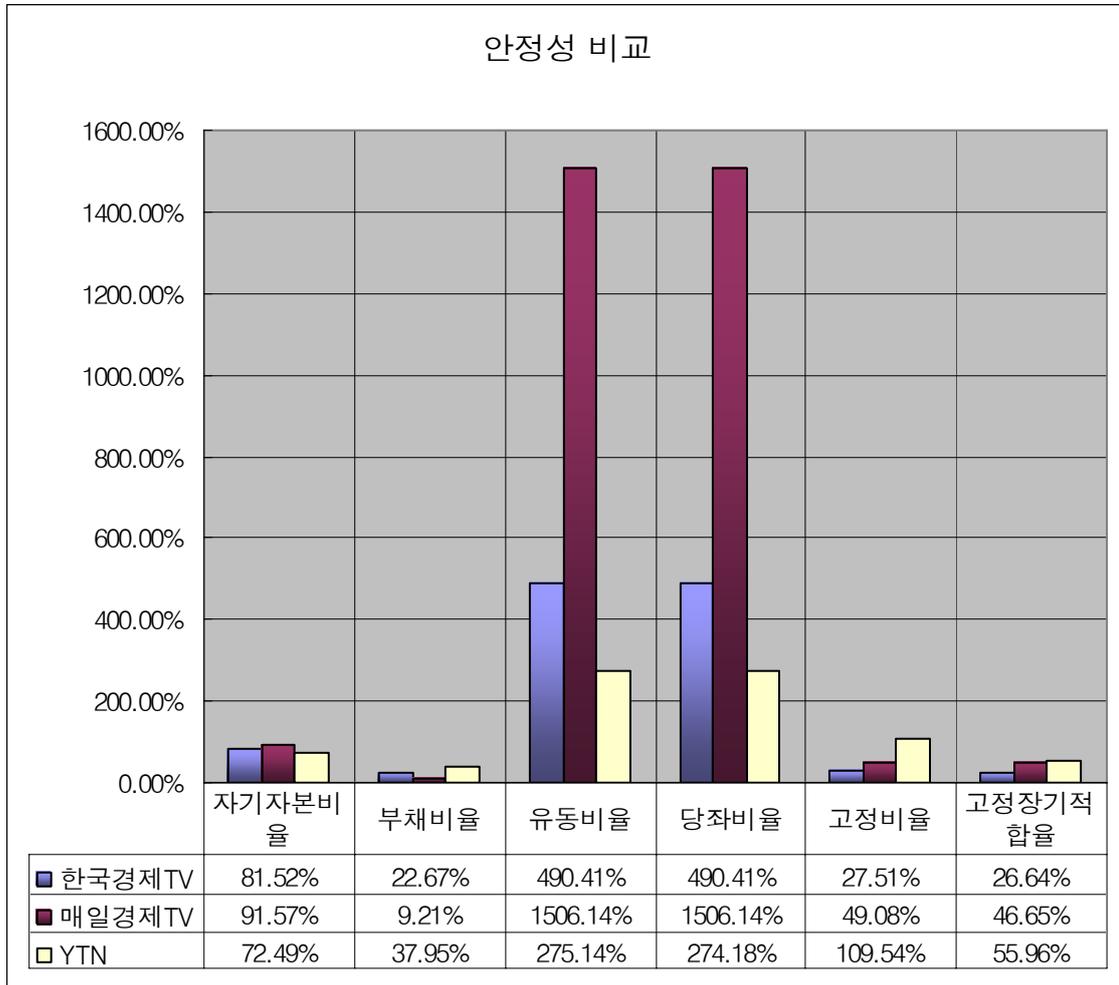


2004년 현재 자기자본비율 81.52%, 부채비율 22.67%로 상당히 높은 재무 안정성을 유지하고 있습니다. 부채 중에서도 이자를 지급해야 하는 차입금의 비중이 20% 정도로 거의 무차입 경영이라고 봐도 될만한 수준입니다.

다른 비율들은 큰 변함이 없는데 당좌비율이 2001년, 2002년 이후로 다시 크게 상승하는 모습을 보이고 있습니다. 이것은 '자산 구성의 변화'와 '현금흐름의 변화'에서 이미 살펴보

있듯이 흑자 전환 이후 잉여 이익을 유동성이 높은 현금성 자산의 형태로 축적하고 있기 때문입니다. 고정장기적합율도 30% 미만으로 떨어졌고, 유동자산에서 유동부채를 뺀 순운전 자본이 총자본에서 차지하는 비율이 60%를 넘어서는 등 안정성 관련한 지표가 모두 계속 좋아지고 있는 상황입니다.

나) 안정성 비교

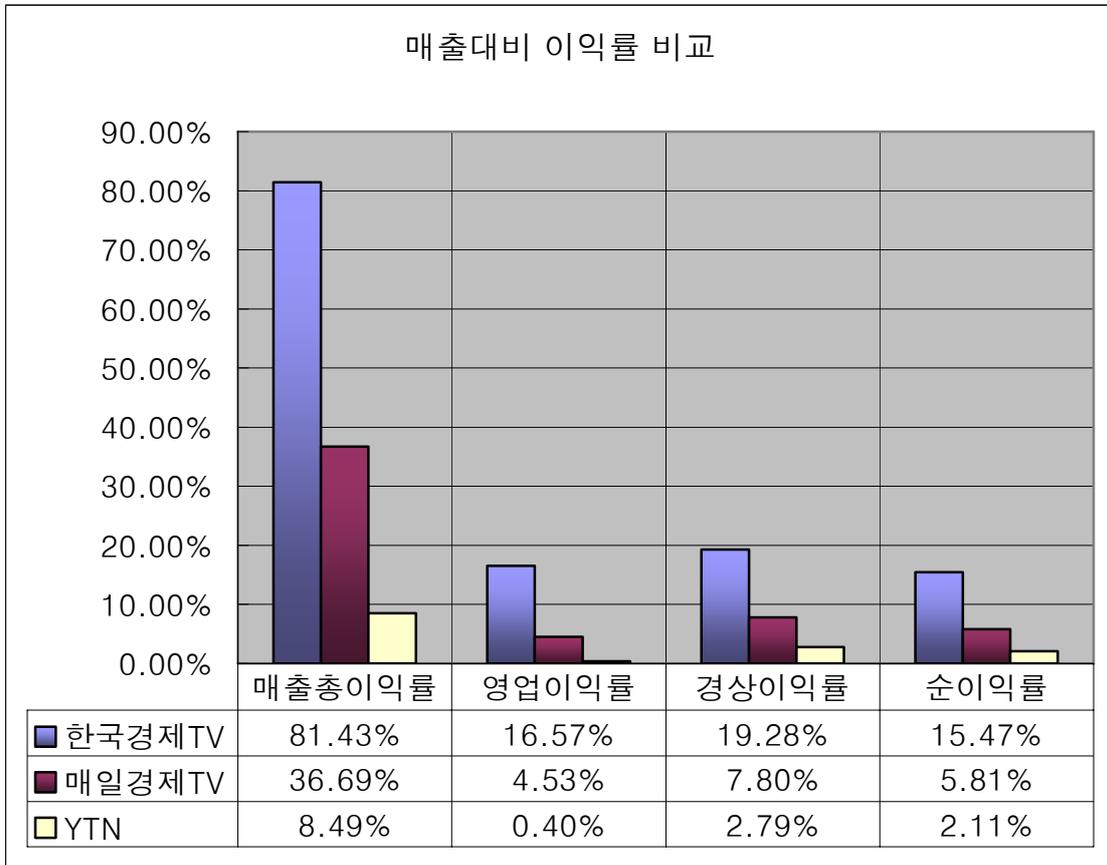


2004년 9월 현재의 한국경제TV와 매일경제TV, YTN의 안정성 비교입니다. 결론부터 말씀드리면, 매일경제TV가 자기자본비율 90% 초과, 부채비율 10% 미만에다가 유동비율, 당좌비율이 무려 1000%를 넘을 정도로 재무적 안정성 면에서 한국경제TV와 YTN을 크게 앞서고 있습니다. 고정자산을 취득하기 위해서 고정성 자금을 얼마나 조달했는지를 나타내주는 고정비율, 고정장기적합율은 한국경제TV가 각각 27.51%, 26.64%로 매일경제TV보다 좋은 수치를 보여주고 있지만, 안정성 면에서는 매일경제TV의 수치가 한국경제TV의 수치를 크게 앞서고 있습니다.

그러나, 매일경제TV가 한국경제TV보다 더 좋은 안정성 수치를 보여주고 있다는 것이 곧 한국경제TV의 재무 안정성이 절대적인 측면에서 취약하다는 뜻은 절대 아닙니다. 매일경제TV보다는 못하지만, 한국경제TV는 부채비율 30%미만에 당좌비율 400%이상으로, 일반적인 다른 기업과 비교해 볼 때 매우 높은 안정성을 유지하고 있습니다.

나. 수익성

가) 매출대비 이익률 비교

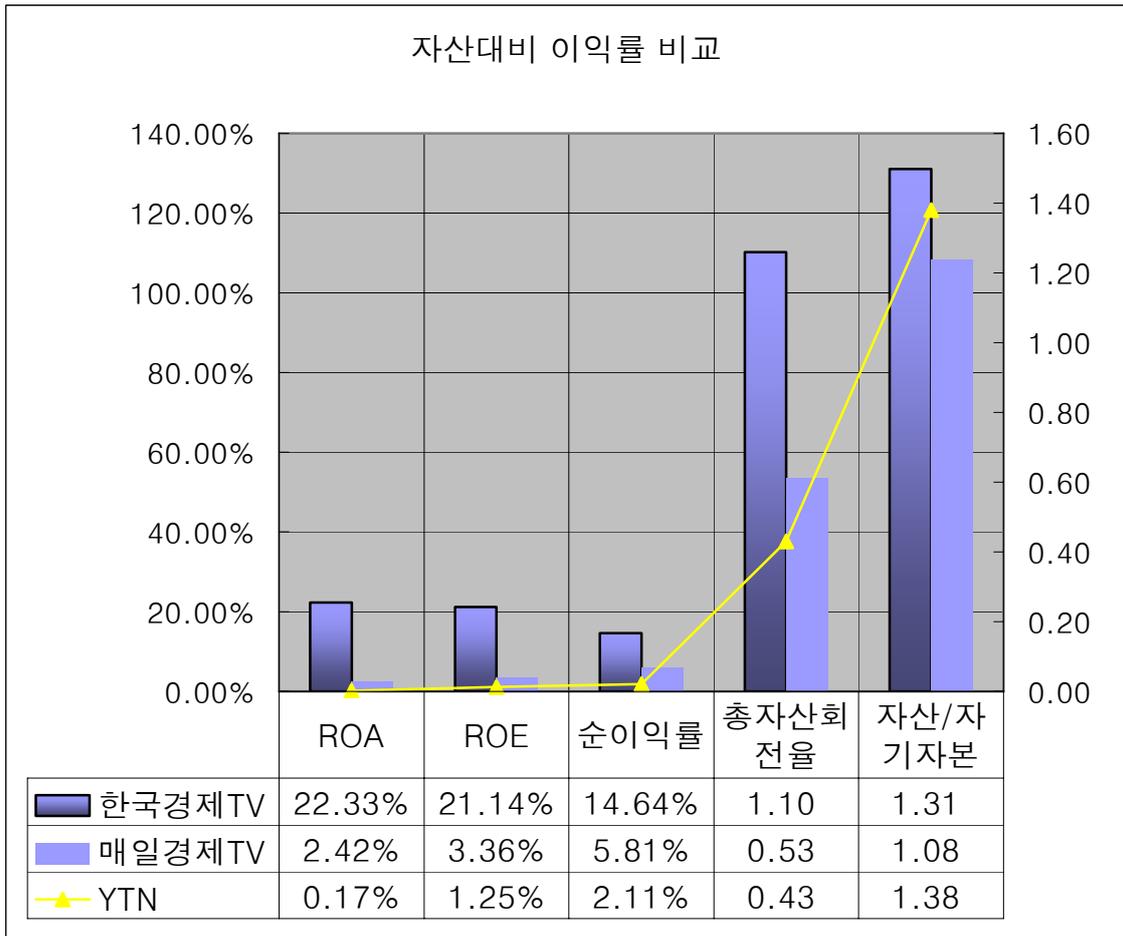


2004년 현재의 매출대비 이익률 비교입니다. 한국경제TV가 매일경제TV, YTN보다 월등히 높은 수치를 보이고 있습니다. 모든 이익률 수치에서 앞서고, 특히나 영업이익률, 경상이익률, 순이익률에서 많은 차이를 보이고 있습니다.

매일경제TV가 안정성 측면에서는 상대적으로 한국경제TV보다 앞서지만 절대적인 측면에서는 두 기업 모두 안정성이 높다고 평가할 수 있었던 반면, 수익성 측면에서 매일경제TV는 절대적으로도 상대적으로도 우수하다고 볼 수가 없습니다. 영업이익률 4.53%, 순이익률 5.81%는 결코 높다고는 말할 수 없는 수치입니다.

반면에 한국경제TV는 영업이익률, 순이익률이 각각 16.57%, 15.47%로 절대적/상대적인 면에서 모두 상당히 우수한 수익성을 보이고 있습니다.

나) 자산대비 이익률 비교



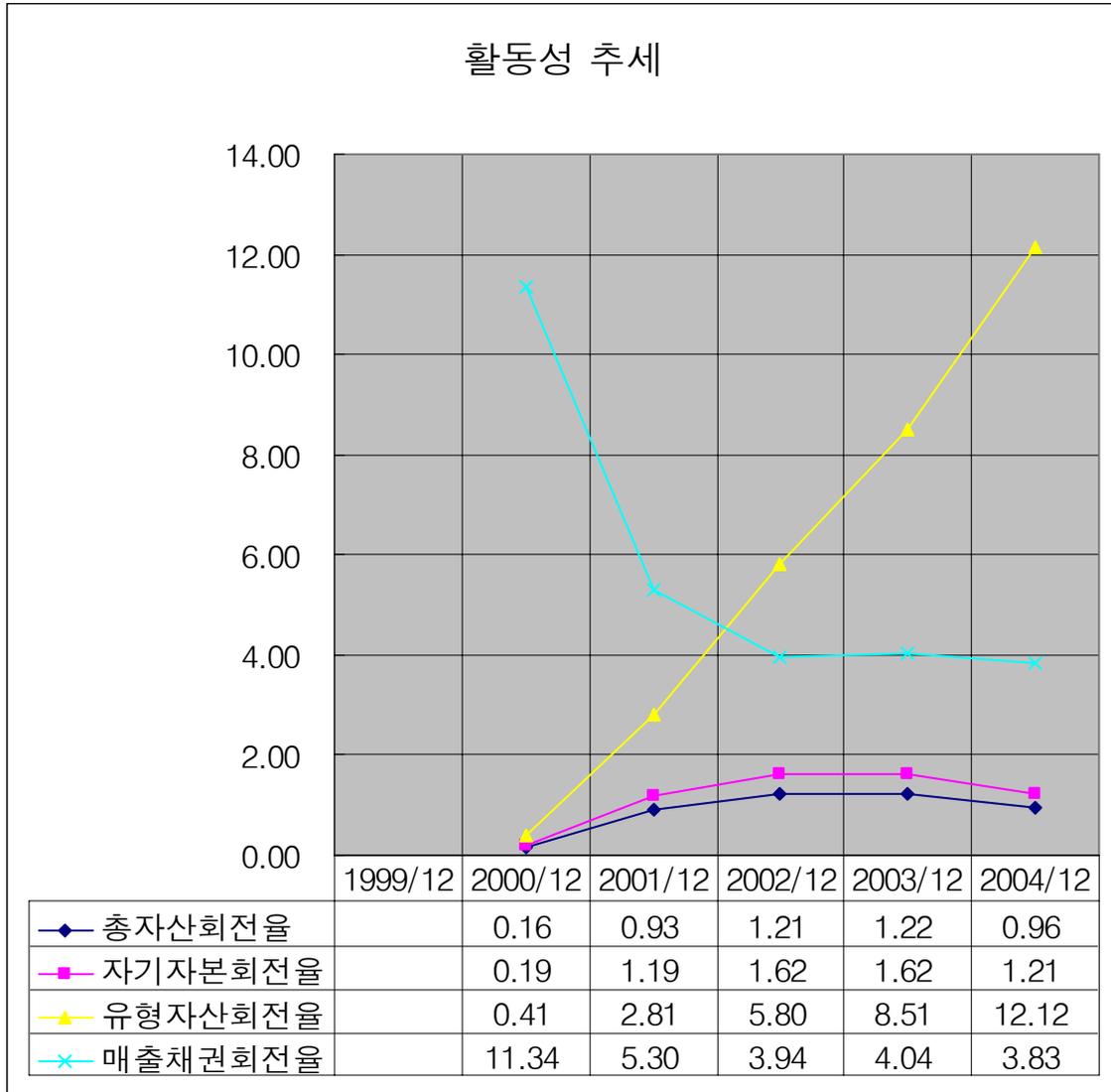
2004년 현재의 자산대비 이익률 비교입니다.

투자에 있어서 가장 중요한 지표라 할 수 있는 ROA, ROE가 한국경제TV는 20%를 넘는 반면에 매일경제TV는 2-3% 대입니다. 원인을 살펴보면 순이익률이 5.81%로 현격하게 낮은데다가, 자산의 활용도를 나타내는 총자산 회전율도 0.53회로 한국경제TV의 1.10회에 비해 떨어지기 때문입니다.

이같이 20%를 넘어서는 한국경제TV의 ROE는 투자자에게 상당한 매력입니다. 한국경제TV가 이 같이 20% 내외의 높은 ROE를 장기간 유지할 수 있느냐가 투자자에게는 투자의 관건이 될 것입니다.

다. 활동성

가) 활동성 추세



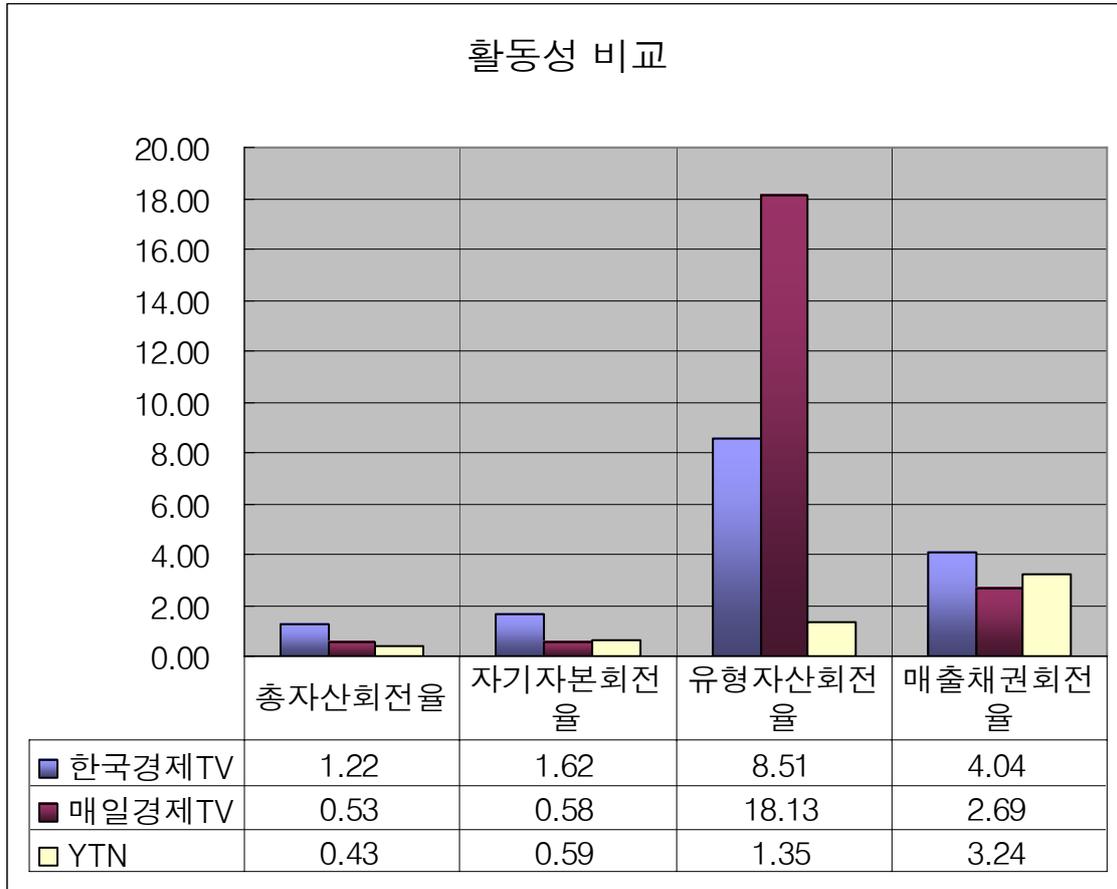
2001년부터 본격적인 매출이 발생하며 유형자산 회전율은 큰 기울기로 상승하고 있는데, 위에서도 말씀드렸듯이 이것은 보도/제작 인력이 중심이 되는 한국경제TV의 수익 모델의 특성에 기인한다고 볼 수 있습니다.

다만, 매출채권 회전율은 2000년 11.34에서 2004년 3.83으로 떨어졌는데, 이것은 즉 매출채권의 증가속도가 매출액의 증가속도보다 빨랐다는 뜻입니다. 투자자로 하여금 “매출채권의 회수가 제대로 안 되고 있는 것은 아닌가?”하는 의구심을 갖게 만드는 부분입니다.

그러나 이것은 주 매출이 광고수입인 방송산업의 특성에 기인한 것으로 다음의 ‘활동성 비교’에서 비슷한 수익모델을 갖고 있는 다른 기업들과의 비교를 통해 자세히 설명하도록 하

졌습니다.

나) 활동성 비교



2003년말 현재의 활동성 비교입니다. 한국경제TV가 대체적으로 우수한 것을 알 수 있습니다. 총자산회전율이나 자기자본회전율은 비교기업보다 2배 이상 높은 수치를 나타내고 있습니다.

그리고, 위에서 언급했던 매출채권회전율에 대해서는 한국경제TV가 자사의 ‘유가증권신고서’(2004.06.14)에서 밝힌 아래의 자료를 통해 말씀을 드리겠습니다. (제 계산으로는 YTN의 2003년 매출채권회전율이 3.14가 나오는데, 아래 표에는 3.47로 나와있습니다. 이것은 아마도 계산방법의 차이에서 나온 오차로 보입니다.)

[유사회사 매출채권 회전율]

(단위:회)

구분	한경TV	MBN	YTN	SBS
2002년	3.87	2.68	3.52	4.49
2003년	3.71	2.50	3.47	4.14

(출처 : 한국경제TV 유가증권신고서(2004.6.14))

표를 보시면 한국경제TV의 매출채권회전율이 매일경제TV(MBN)와 YTN보다는 높은 반면

SBS보다는 낮은 것을 보실 수 있습니다. 그러나, 케이블TV PP보다 상대적으로 우량한 매출채권을 갖고 있는 지상파 방송사업자인 SBS도 2002년, 2003년 매출채권회전율이 각각 4.49회, 4.14회로 그리 큰 차이를 보이지 않고 있다는 점도 눈여겨 보실 필요가 있습니다.

이렇게 낮은 매출채권회전율은 한국경제TV가 ‘유가증권신고서’에서 스스로 밝히듯이 광고 수입이 주가 되는 수익모델에서 기인한 것으로, 한국경제TV의 매출채권회전율은 업계 평균을 고려했을 때 오히려 상대적으로 우수한 편이고, 매출채권의 회수와 관련된 위험은 그리 높지 않다고 볼 수 있습니다.

### 3. 가치 분석

기업의 가치, 주식의 가치를 추정하는 데에는 다양한 방법이 있습니다. 여기서는 가장 보편적으로 쓰이는 주가배수(Price Multiple)법과 현금흐름할인(Discounted Cash Flow)법의 두 가지 방법으로 한국경제TV의 가치와 예상 투자수익률을 계산해보겠습니다.

#### 1) 주가 배수(Price Multiple)법

##### 가. 가정

##### 가) 성장율

한국경제TV의 ROE가 앞으로 5년간 12%로 일정하고, 배당을 하지 않는다고 가정하면 (유보율 100%), “성장율 = ROE \* 유보율”의 공식에 따라 성장율은 연 12%가 됩니다.

→ 성장율 = 연 12%

##### 나) 적용 PER

최근 몇 개월간 한국경제TV의 PER는 약 8과 12사이를 오르내리고 있습니다. 그래서 적용PER의 최저치는 8, 최고치는 12로 가정하겠습니다.

→ 적용 PER 최저치 = 8 , 적용 PER 최고치 = 12

##### 다) 주당 순자산(BPS)

현재 한국경제TV의 유통보통주식수는 23,000,000 주입니다. 따라서 2004년 말 현재의 주당 순자산을 구하면 1,118.4원입니다.

→ 주당 순자산(BPS) = 1,118.4원

##### 라) 매수가격

주당 1,800원에 매입한다고 가정하겠습니다.

→ 매수가격 = 1,800원

##### 마) 기타

증권거래세율 → 0.3%, 거래수수료율 → 0.025%



## 2) 현금흐름 할인(Discounted Cash Flow)법

### 가. 가정

#### 가) 1단계 성장율

위에서와 마찬가지로 향후 5년간 무배당에 ROE 12%, 성장율 연 12%를 가정하겠습니다.

→ 1단계 성장율 = 연 12%

#### 나) 2단계 성장율

5년간 12%의 성장을 한 1단계 이후에는 앞으로 계속 연 3%씩 성장을 한다고 가정하겠습니다.

→ 2단계 성장율 = 연 3%

#### 다) 할인율

미래의 현금흐름을 현재가치로 환산할 때 쓰이는 할인율에는 연 15%를 적용하겠습니다.

→ 할인율 = 연 15%

#### 라) 매수 가격

위에서와 같이 1,800원으로 가정하겠습니다.

#### 마) 주당 현금흐름(CPS)

가치분석의 핵심은 주주의 몫으로 돌아가는 현금흐름을 정확히 추정해내는 것입니다. 보통 많이 쓰이는 지표인 주당 순이익(EPS)은 비현금비용인 감가상각비나 기업의 경쟁력 유지를 위한 자본지출을 감안하지 않기 때문에 주주 몫의 정확한 현금흐름을 계산해내는데 한계가 있습니다. 그래서 가치분석을 위해서 EPS 대신 EBITDA, FCF 등의 현금흐름 값을 많이 쓰는데, 여기서는 현금흐름을 “순이익 + 비현금비용(감가상각비 등) - 자본지출”로 정의하여 계산하겠습니다.

2004년 말 현재의 주당 현금흐름(CPS)을 구하면 221.6원이 나옵니다.

→ 주당현금흐름(CPS) = 221.6원

나. 추정

위와 같이 한국경제TV를 ROE 12%, 1단계 연 성장을 12%, 2004년 주당 현금흐름 221.6원으로 가정하면 이후 5년간 주당 현금흐름(CPS)의 변화는 아래의 표와 같습니다.

	CPS
2004	₩221.60
2005	₩248.19
2006	₩277.98
2007	₩311.33
2008	₩348.69
2009	₩390.53

이 수치를 15%의 이율로 할인하여 현가를 계산하고, 한국경제TV가 2009년 이후부터 3%의 성장을 영구히 한다는 가정하에 나오는 수치를 또 다시 15%로 할인하여 현가를 계산하여 합하면 주당 현금흐름의 현재가치는 2,532.54원으로 추정할 수 있습니다. 이 주식을 주당 1,800원에 매입했다는 가정하에 저평가된 정도, 즉 안전마진을 계산하면 각각 28.93%의 안전 마진을 추정할 수 있습니다.

할인율과 성장율의 변화에 따라 예상 안전 마진이 어떻게 달라지는지는 아래의 표를 통해서 확인하실 수 있습니다.

	〈안전 마진〉									
8.00%	61.28%	63.28%	65.34%	67.48%	69.68%	71.97%	74.33%	76.77%	79.31%	81.94%
9.00%	55.67%	57.62%	59.63%	61.70%	63.85%	66.07%	68.36%	70.73%	73.19%	75.74%
10.00%	49.96%	51.86%	53.82%	55.84%	57.92%	60.08%	62.31%	64.61%	66.99%	69.46%
11.00%	44.16%	46.01%	47.92%	49.88%	51.91%	54.00%	56.17%	58.40%	60.72%	63.11%
12.00%	38.28%	40.08%	41.93%	43.84%	45.81%	47.85%	49.95%	52.12%	54.36%	56.68%
13.00%	32.31%	34.06%	35.86%	37.72%	39.64%	41.62%	43.65%	45.76%	47.93%	50.18%
14.00%	26.26%	27.96%	29.72%	31.52%	33.39%	35.31%	37.29%	39.33%	41.43%	43.61%
15.00%	20.13%	21.79%	23.49%	25.25%	27.06%	28.93%	30.85%	32.83%	34.87%	36.98%
16.00%	13.92%	15.54%	17.20%	18.91%	20.66%	22.47%	24.34%	26.26%	28.24%	30.28%
17.00%	7.65%	9.22%	10.83%	12.49%	14.20%	15.96%	17.77%	19.63%	21.55%	23.53%
18.00%	1.30%	2.83%	4.40%	6.01%	7.67%	9.38%	11.13%	12.94%	14.80%	16.72%
19.00%	-5.11%	-3.63%	-2.10%	-0.53%	1.08%	2.74%	4.44%	6.19%	8.00%	9.85%
20.00%	-11.59%	-10.15%	-8.66%	-7.14%	-5.57%	-3.96%	-2.31%	-0.61%	1.14%	2.94%
21.00%	-18.13%	-16.73%	-15.28%	-13.80%	-12.28%	-10.72%	-9.12%	-7.47%	-5.77%	-4.03%
22.00%	-24.73%	-23.36%	-21.96%	-20.52%	-19.04%	-17.53%	-15.97%	-14.37%	-12.73%	-11.04%
할인율 2단계 성장율	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%

〈안전 마진〉										
8.00%	52.86%	57.63%	61.87%	65.63%	68.98%	71.97%	74.62%	77.00%	79.12%	81.01%
9.00%	43.66%	49.21%	54.17%	58.59%	62.54%	66.07%	69.22%	72.05%	74.58%	76.86%
10.00%	34.53%	40.81%	46.44%	51.49%	56.02%	60.08%	63.72%	66.99%	69.94%	72.58%
11.00%	25.46%	32.43%	38.70%	44.35%	49.43%	54.00%	58.12%	61.83%	65.18%	68.20%
12.00%	16.45%	24.06%	30.94%	37.16%	42.78%	47.85%	52.43%	56.57%	60.31%	63.70%
13.00%	7.48%	15.70%	23.16%	29.93%	36.06%	41.62%	46.65%	51.21%	55.35%	59.09%
14.00%	-1.43%	7.36%	15.36%	22.65%	29.28%	35.31%	40.78%	45.76%	50.28%	54.39%
15.00%	-10.30%	-0.98%	7.55%	15.34%	22.45%	28.93%	34.83%	40.21%	45.11%	49.57%
16.00%	-19.13%	-9.30%	-0.28%	7.99%	15.56%	22.47%	28.80%	34.57%	39.85%	44.66%
17.00%	-27.92%	-17.61%	-8.12%	0.61%	8.61%	15.96%	22.69%	#DIV/0!	34.49%	39.65%
18.00%	-36.68%	-25.91%	-15.97%	-6.81%	1.62%	9.38%	16.50%	23.04%	29.04%	34.55%
19.00%	-45.40%	-34.21%	-23.84%	-14.26%	-5.42%	2.74%	10.25%	17.16%	23.51%	29.35%
20.00%	-54.08%	-42.49%	-31.72%	-21.74%	-12.50%	-3.96%	3.92%	11.19%	17.89%	24.07%
21.00%	-62.74%	-50.77%	-39.62%	-29.25%	-19.63%	-10.72%	-2.47%	5.15%	12.19%	18.69%
22.00%	-71.37%	-59.04%	-47.52%	-36.79%	-26.80%	-17.53%	-8.93%	-0.96%	6.41%	#DIV/0!
할인율 1단계 성장률	-0.50%	2.00%	4.50%	7.00%	9.50%	12.00%	14.50%	17.00%	19.50%	22.00%

### 3) 결론

위와 같이 간략하게나마 한국경제TV의 주식가치를 예측해보았습니다. 최근의 주가 흐름을 보건데 1800원 내외의 현 주가는 미래 수익원의 추가 발굴이 불확실한 한국경제TV의 현재상황을 고려했을 때 부담스러운 면이 있기 때문에 저희의 투자 의견은 “Hold”입니다.