

제일기획 (030000)

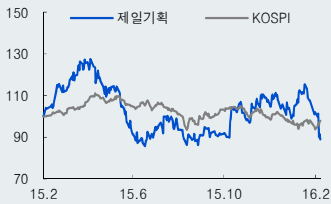
지분 변동 시나리오 점검

미디어

Company Report
2016.2.22

(Downgrade)	Trading Buy
목표주가(원,12M)	20,000
현재주가(16/02/19,원)	17,450
상승여력	15%

영업이익(15F,십억원)	127		
Consensus 영업이익(15F,십억원)	133		
EPS 성장률(15F,%)	-7.4		
MKT EPS 성장률(15F,%)	19.7		
P/E(15F,x)	25.3		
MKT P/E(15F,x)	11.3		
KOSPI	1,916.24		
시가총액(십억원)	2,007		
발행주식수(백만주)	115		
유동주식비율(%)	59.4		
외국인 보유비중(%)	24.9		
베타(12M) 일간수익률	0.72		
52주 최저가(원)	16,800		
52주 최고가(원)	25,000		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-17.7	-1.7	-14.0
상대주가	-18.8	-0.5	-12.0



[통신서비스 / 미디어]

문지현
02-768-3615
jeehyun.moon@dwsec.com

하누리
02-768-4130
nuri.ha@dwsec.com

지분 변동 시나리오 사례 1) 국내 대기업으로부터의 계열 분리

제일기획은 2월 16일 ‘해외 매각 추진 관련’ 해명 공시를 통해 주요 주주가 글로벌 에이전시들과 다각적 협력 방안을 논의 중이며, 아직 구체화된 바는 없다고 밝혔다. 기존 당사의 베스트 시나리오는 잠재 지분 인수자로 보도된 Publicis와 삼성 그룹의 보유 지분이 공존하는 것이었다. 현재는 제일기획의 해명 공시와 과거 사례를 살펴볼 때, 삼성 그룹의 지분 자체가 Publicis 등 글로벌 광고 그룹으로 변동될 가능성도 고려할 필요가 있다고 판단된다.

국내 유사한 세 가지 사례: 1) LG애드의 최대 지분이 LG 그룹에서 WPP로 변동되었던 사례, 2) 금강기획의 최대 지분이 현대 그룹에서 CCG 및 WPP로 변동되었던 사례 등 인하우스 광고 기업의 계열 분리 사례들과 3) 아이마켓코리아의 최대 지분이 삼성 그룹에서 인터파크로 변동되었던 삼성 일감 관련 사례 등이다.

공통점: 1) 5년 간 물량 유지 조건 및 겸업 금지 조항이 붙었다는 점, 2) 당시 계열 분리, 구조 조정, 규제 등 시기적으로 지분 변동의 계기가 될 만한 상황이 있었다는 점이다.

차이점: 1) LG애드는 LG 그룹이 WPP로부터 다시 지분을 회수했고, 2) 현대차 그룹은 겸업 금지 계약 만료 후 이노션이라는 다른 인하우스 광고사를 다시 세웠다는 점, 3) 아이마켓코리아는 아직까지는 물량 감소 가능성이 낮아보이며, 오히려 비계열 매출이 많아지고 사업 다각화에 나서고 있다는 점이다.

전망: 제일기획의 최대 지분이 삼성 그룹에서 Publicis 등 글로벌 광고 그룹으로 변동되더라도, 1) 물량 유지 조건이 5년 정도는 가능하리라는 점, 2) 삼성 그룹의 실용주의 경영 노선을 감안 시 다른 인하우스 광고사 설립 가능성이 제한적일 것이라는 점, 3) 비계열 물량 확대 및 사업 노선 변경(중국, 디지털 등에 선택과 집중) 등이 가능하리라고 전망된다.

지분 변동 시나리오 사례 2) Publicis의 M&A 스타일

강력한 잠재 인수자로 파악되는 Publicis의 M&A 스타일과 사업 현황을 고려할 필요도 있다. Publicis의 최근 M&A 중에는 북미 Sapient 인수 사례가 대규모이면서 인수 방식이 유사하다. 공개 매수(Tender Offer) 방식을 택했다는 점, 디지털 광고 업체로서 Publicis의 향후 사업 전략에 도움이 될 것이라는 점이다. 현재 Publicis의 제일기획 지분 인수로는 공개 매수 방식이 거론되고 있으며, 제일기획은 중국 디지털 광고업의 성장세가 부각 중이다.

지분 변동 관련 불확실성 감안, 투자의견 및 목표주가 조정

당사는 현재 제일기획의 지분 변동이 애초의 베스트 시나리오는 아닐지라도, 최악(물량이 즉시 감소하는 경우)도 아닐 것이라고 판단한다. 이상의 시나리오를 점검 시, **물량 유지 조건 가능성이 높으며 중국 디지털 광고 사업에 대한 평가가 이루어질 것이라고** 판단된다. 다만 아직 확정 공시가 나기 전으로서의 불확실성을 감안하여, **제일기획에 대한 투자의견을 기존 '매수'에서 'Trading Buy'로, 목표주가는 기존 29,000원에서 20,000원으로 조정**한다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	2,365	2,709	2,666	2,807	3,064	3,237
영업이익 (십억원)	126	130	127	127	147	163
영업이익률 (%)	5.3	4.8	4.8	4.5	4.8	5.0
순이익 (십억원)	94	99	102	94	110	120
EPS (원)	817	857	883	818	955	1,042
ROE (%)	13.6	14.7	13.2	11.1	12.8	12.7
P/E (배)	26.4	32.1	19.5	25.3	18.3	16.7
P/B (배)	3.1	3.5	2.0	2.2	1.7	1.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 제일기획, KDB대우증권 리서치센터

I. 지분 변동 시나리오: 국내 사례

1. 제일기획 지분 변동 가능성 제기

제일기획은 2월 16일 ‘해외 매각 추진 관련’ 해명 공시를 통해 주요 주주가 글로벌 에이전시들과 다각적 협력 방안을 논의 중이며, 아직 구체화된 바는 없다고 밝혔다.

기존 당사의 베스트 시나리오는 잠재 지분 인수자로 보도된 Publicis와 삼성 그룹의 보유 지분이 제일기획 내에 공존하는 것이었다.

현재로서는 제일기획의 해명 공시와 과거 인하우스 광고사의 계열 분리 사례를 살펴볼 때, 삼성 그룹의 지분 자체가 Publicis 등 글로벌 광고 그룹으로 변동될 가능성도 고려할 필요가 있다고 판단된다.

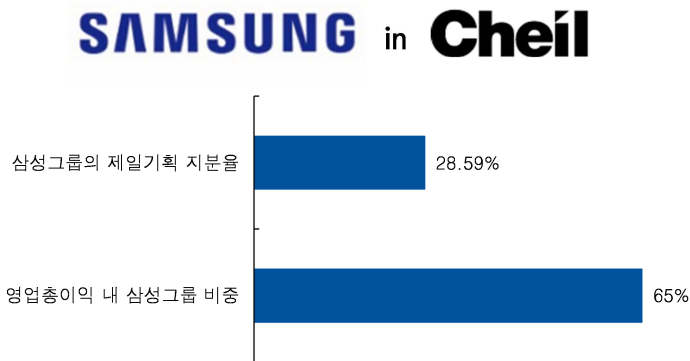
지분 변동 시나리오들로는 대표적인 과거 사례들에 기반하여 설정하였다. 국내 사례로는 1) LG애드의 최대 지분이 LG 그룹에서 WPP로 변동되었던 사례, 2) 금강기획의 최대 지분이 현대 그룹에서 CCG 및 WPP로 변동되었던 사례 등 인하우스 광고 기업의 계열 분리 경우가 대표적이다. 3) 아이마켓코리아의 최대 지분이 삼성 그룹에서 인터파크로 변동되었던 사례도 있다. 광고 기업은 아니지만, 삼성 그룹 일감과 관련된 기업의 대표적인 계열 분리 사례라고 할 수 있다. 해외 사례로는 잠재 인수자로 거론되는 Publicis의 북미 디지털 광고 기업 Sapient 인수 당시 사례를 살펴보았다.

이상을 종합하여 당사는 제일기획의 최대 지분이 삼성 그룹에서 Publicis 등 글로벌 광고 그룹으로 변동될 경우, 다음과 같이 전망한다. 1) 계열 물량의 유지 조건이 5년 정도는 가능하리라는 점, 2) 삼성 그룹의 실용주의 경영 노선을 감안 시 다른 인하우스 광고사가 설립될 가능성이 제한적일 것이라는 점, 3) 향후 비계열 물량 확대 및 사업 노선 변경(중국, 디지털 사업 등에 선택과 집중) 등이 전개될 것이라는 점이다.

당사는 현재 제일기획의 지분 변동이 애초의 베스트 시나리오는 아닐지라도, 최악(물량이 즉시 감소하는 경우)도 아닐 것이라고 판단한다. Deal이 성사될 경우 계열 물량 유지 조건이 붙을 가능성이 높으며, 중국 디지털 광고 사업에 대한 평가(Valuation) 또한 이루어질 것이라고 판단된다.

다만 아직 확정 공시가 발표되기 전으로서 주가가 불확실성 구간에 진입한 점을 감안하여, 제일기획을 기존 대우 미디어 섹터의 Top Pick에서 제외한다. 제일기획에 대한 투자 의견은 기존 ‘매수’에서 ‘Trading Buy’로, 목표주가는 기존 29,000원에서 20,000원으로 조정한다. (10페이지 참조)

그림 1. 제일기획은 삼성전자 등 삼성 그룹이 최대 광고주이자 주요 주주



주: 제일기획 지분율 삼성물산 12.64%, 삼성전자 12.60%, 삼성카드 3.04%, 그 외 삼성생명(특별계정), 임원 합산, 자료: 제일기획, KDB대우증권 리서치센터

2. LG 그룹의 LG애드 사례

재벌 그룹의 인하우스 광고 기업이 글로벌 광고 그룹으로 지분이 변동된 사례는 과거에도 있었다. 대표적으로 LG 그룹의 LG애드 사례가 있다.

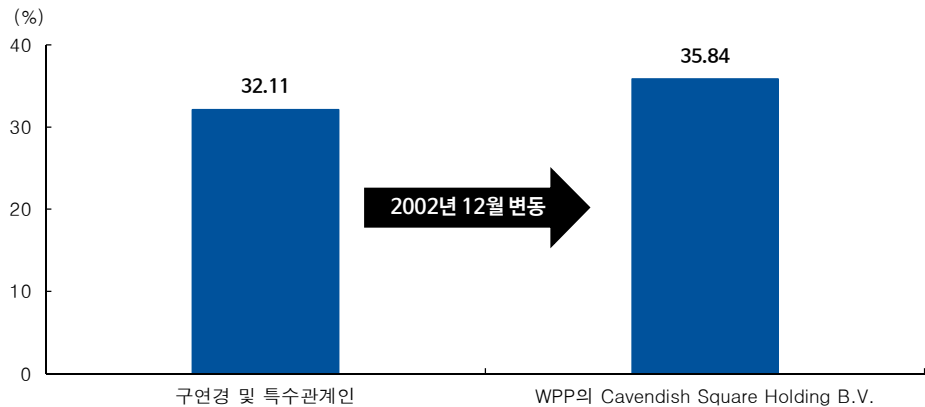
WPP(Cavendish Square Holding B.V.)는 2002년 12월에 LG애드의 구연경 및 특수관계인 지분을 포함한 35%가 넘는 지분을 매입하여 LG애드의 최대 주주가 되었다. 당시 LG 그룹은 지주회사로 전환하고 계열 분리를 진행하던 시기였다.

당시 WPP는 LG 그룹에 5년 간 겸업 금지 조항을 인수 조건으로 내걸었다. WPP가 최대 주주였던 2003년에서 2007년 기간 동안 LG애드의 매출액은 연간 2천억원 수준으로 안정 내지 정체되었다. 영업이익률은 기존 6%대에서 8~10% 구간으로 향상되었다.

LG애드, 현재 분할된 이후의 지투알은 2008년 10월에 LG로 최대 주주가 다시 변경되었다. 2008년 금융위기 등을 감안한다면, 그 이후 LG 계열 물량이 추가로 유입되면서 매출은 다시 성장하고 있다. 그러나 영업이익률은 2010년에 8% 도달 이후 최근 2% 가까이 하락 추세이다.

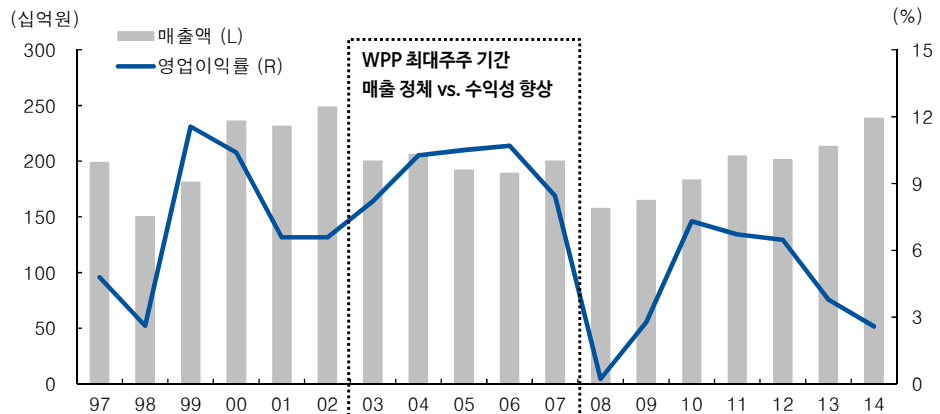
여기서 주목할 부분은 1) 재벌 그룹의 계열 분리 시기에 광고 기업의 지분 소유주의 변동 발생, 2) 글로벌 광고 기업 WPP의 인수 당시 그룹의 5년 간 물량 유지 조건, 3) 수익성 향상 등이다. 제일기획과 LG애드의 유사점은 계열 물량이 많다는 점, 차이점은 LG애드는 지분 변동 당시 100% 내수 사업 매출이었고, 제일기획은 현재 72%가 해외 사업 매출이라는 점이다.

그림 2. LG애드의 최대주주 변경: LG 그룹의 구연경 및 특수관계인 → WPP(Cavendish Square)



주: 각각 2002년 및 2003년 사업보고서 기준, 자료: 금융감독원, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. LG애드(현재 HS애드와 지투알로 분할)의 실적 추이: WPP 계열 편입 후 매출은 정체, 수익성은 향상



주: 2002년 12월 WPP(Cavendish~)로 최대주주 변경, 2008년 10월 LG로 최대주주 변경, 2004년 에이치에스애드와 지투알로 분할됨에 따라 두 회사의 각 개별 실적 합산으로 추산, 자료: 금융감독원, KDB대우증권 리서치센터

3. 현대 그룹의 금강기획 사례

현대 그룹의 금강기획 사례도 재벌 그룹의 광고 기업 지분이 외국계로 변동된 사례이다.

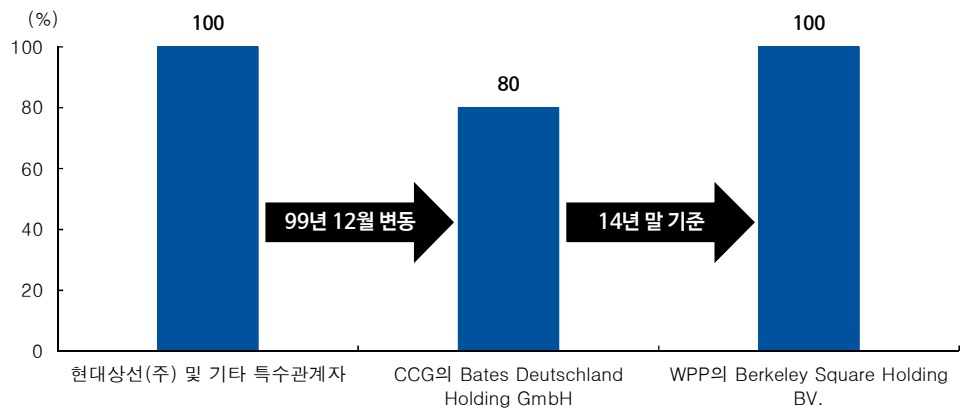
1999년 12월 영국계 광고대행회사인 Cordiant Communications Group PLC(CCG)의 계열사 Bates Deutschland Holding GmbH(BDHG)가 금강기획의 현대 그룹의 현대상선 등으로부터 지분 80%를 매입했다. 당시 현대 그룹은 구조조정을 하던 시기였다.

당시 CCG는 현대 그룹에 5년 간 겸업 금지 조항을 내건 것으로 파악된다. 이후 2003년 8월에는 WPP가 CCG를 인수함으로써 금강기획은 WPP 그룹에 편입되었다. 외국계가 최대 주주로 있던 첫 해 2000년의 실적은 향상되었다. 그러나 그 이후 4년 간 매출액은 연간 2천억원대에서 700억원대까지 감소했던 반면, 수익성은 관리가 되는 모습이었다.

현대 그룹이 현대 및 현대중공업, 현대차 계열 등으로 분리되었고, 겸업 금지 기한이 만료되자 현대차 그룹은 2005년 금강기획으로부터 자동차 광고 부문을 인수하여 이노션을 새로 설립했다. 금강기획은 2006년 금강 오길비로 합병되었고, 이후 매출액은 연간 200억원 수준이다.

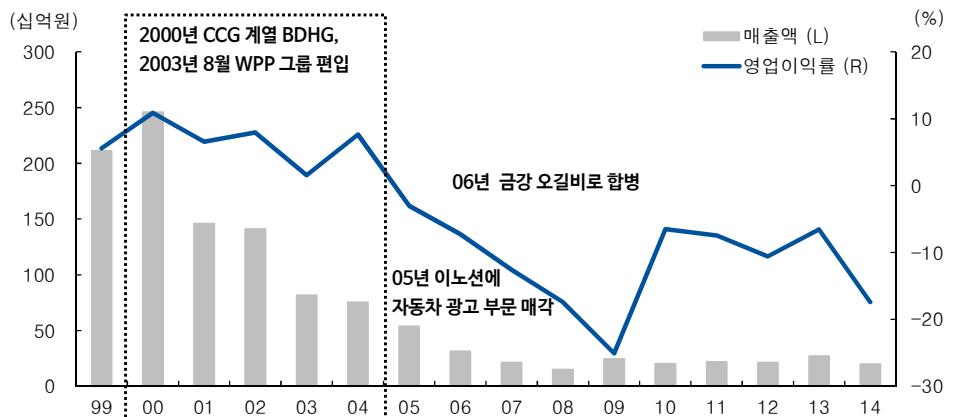
여기서 주목할 부분은 1) 재벌 그룹의 계열 분리 시기에 광고 기업의 지분 소유 변동 발생, 2) 글로벌 광고 기업 WPP의 인수 당시 5년 간 물량 유지 조건은 LG 그룹 사례와 유사하나, 3) 겸업 금지 조건 만료 후 해당 그룹에서 인하우스 광고 기업(이노션)을 따로 만들었다는 것이 차이점이다. 제일기획과 금강기획의 유사점은 역시 계열 물량이 많다는 점, 차이점은 광고 업계 위상과 해외 네트워크 보유 현황 등에 큰 격차가 있다는 것이다.

그림 4. 금강기획의 최대주주 변경: 현대 그룹의 현대상선 → CCG → WPP



주: 각각 2000년, 2004년 및 2014년 감사보고서 기준, 2003년 당시 80% 지분이었으나, 2014년 기준 100%로 지분 변동
자료: 금융감독원, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 금강기획(현재 금강 오길비)의 실적 추이: 외국계 편입 후 매출 감소, 2005년 이노션 설립으로 타격



주: 개별 기준, 자료: 금융감독원, KDB대우증권 리서치센터

4. 삼성 그룹의 아이마켓코리아 사례

광고 기업은 아니지만, 삼성 그룹에 매출 의존도가 높으면서 계열에서 분리된 대표적인 기업으로 아이마켓코리아 사례를 살펴 볼 필요가 있다. 아이마켓코리아는 2000년 설립된 산업재 B2B 전자상거래, 즉 MRO(소모성 자재 구매 대행) 업체이다. 태생부터 삼성 그룹에 자재를 납품하는 목적으로 설립된 업체였으므로, 지분을 및 매출액 모두 삼성 그룹에 절대적인 의존도가 높았다.

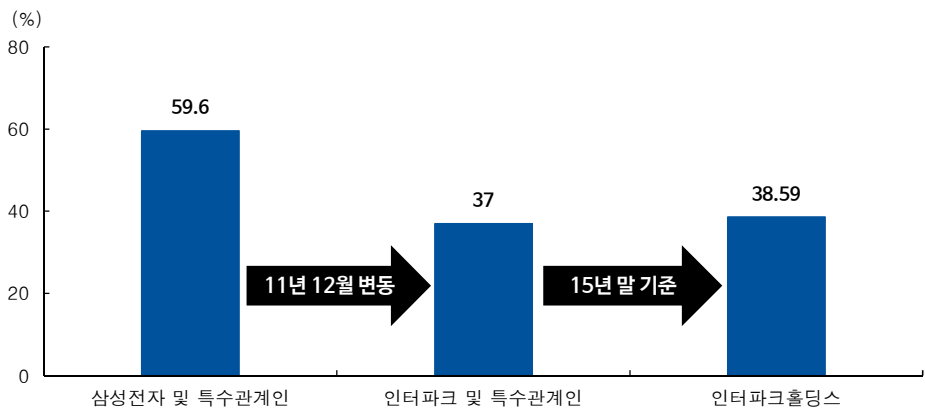
2011년 12월 인터파크는 컨소시엄 형태로 아이마켓코리아의 지분 42.93%를 삼성 그룹으로부터 인수했고, 이 중 37%를 인터파크가 보유했다. 당시 삼성 그룹은 동반성장위원회의 MRO에 대한 가이드라인 적용에 따라, 중소기업과의 동반 성장을 위해 아이마켓코리아의 지분을 정리했다.

당시 인터파크 컨소시엄은 5년 간(2016년까지) 삼성 그룹 물량을 아이마켓코리아에서 조달한다는 조건 외에도 이후 3년 간 유사 기업을 미설립하는 조건도 추가로 계약했다. 삼성 그룹은 현재 MRO를 따로 만드는 등 해당 사업을 내재화하려는 움직임이 없고, 물량을 대신 소화할 수 있는 기업도 없다.

아이마켓코리아는 삼성 계열에서 분리된 이후, 삼성 외의 고객사를 확대하고 사업 영역을 다각화해 왔다. 비삼성 고객사 매출은 2006년 이후 2014년까지 연평균 23% 성장했고, 현재 삼성 관련 매출 비중은 60%대이다. 2014년 안연케어, 2015년 큐브릿지 등 의료 관련 도매 업체를 인수하기도 했다.

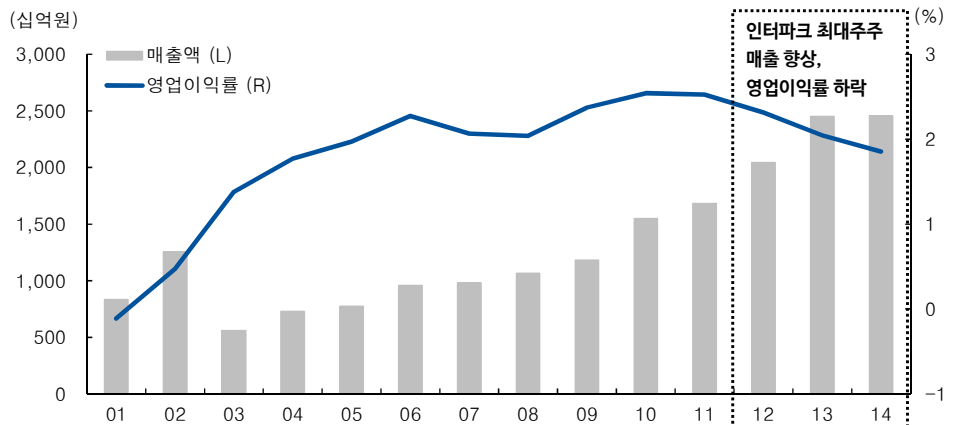
여기서 주목할 부분은 1) 재벌 그룹의 일감 몰아주기 관련 기업의 계열 분리, 2) 5년 간 물량 유지 조건 및 이후 겸업 금지 조항, 3) 삼성 그룹의 실용주의 경영 기조에 따라 유사 기업 설립 가능성이 낮은 점, 4) 계열 분리 후 오히려 비계열사 매출과 사업이 확대된 점 등이다.

그림 6. 아이마켓코리아의 최대주주 변경: 삼성 그룹의 삼성전자 등 → 인터파크 → 인터파크 홀딩스



주: 각각 2010년, 2011년 및 2015년 사업 및 분기보고서 기준, 자료: 금융감독원, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 아이마켓코리아의 실적 추이: 인터파크 편입 후 오히려 매출 성장



주: 개별 기준, 자료: 금융감독원, KDB대우증권 리서치센터

II. 지분 변동 시나리오: Publicis 스타일

1. Publicis의 M&A 연혁

Publicis는 2014년 이래 공개된 M&A Deal 개수만 40여 건에 달한다. 이 중 가장 대규모는 2014년 11월 발표된 북미의 Sapient 인수이며, 가장 최근 발표된 것은 제일기획에 대한 지분 인수 건이다.

표 1. Publicis의 2014년 이래 Deal 현황

(백만달러)

발표일자	Deal 형태	인수 대상	총 규모	방식	상태
2016-01-13	INV	Cheil Worldwide Inc (제일기획)	N/A	미공시	제안 (Proposed)
2015-11-24	M&A	Glickman Shamir Samsonov	N/A	미공시	완료
2015-11-10	M&A	Langland Advertising Design And Marketing Ltd	N/A	미공시	완료
2015-11-02	M&A	Commercial Service business/PDI Inc	25.5	현금 취득	완료
2015-10-15	M&A	August Ltd	N/A	미공시	완료
2015-10-08	M&A	Frubis	N/A	미공시	완료
2015-10-06	M&A	First Click Consulting Pty Ltd	N/A	미공시	완료
2015-09-10	M&A	Creative Counsel Group/The	N/A	미공시	완료
2015-09-03	M&A	Tardis Medical Consultancy Ltd	N/A	미공시	완료
2015-08-31	M&A	2DataFish Pty Ltd	N/A	미공시	완료
2015-07-01	M&A	Voden Reklam Ve Iletisim Hizmetleri Ticaret ASA	N/A	미공시	완료
2015-06-03	M&A	Match Media Australia Pty Ltd	N/A	미공시	계류 중
2015-05-11	M&A	B2B Group sro	N/A	미공시	완료
2015-04-23	M&A	Vivid Brand	N/A	미공시	완료
2015-03-12	M&A	Expicient Inc	N/A	미공시	완료
2015-02-27	M&A	Epic Communications Pty Ltd	N/A	미공시	완료
2015-02-27	M&A	Stars Reklam Hizmetleri AS	N/A	미공시	완료
2015-02-16	M&A	Relaxnews	16.6	현금 취득	완료
2015-01-27	M&A	Monkees	N/A	미공시	완료
2014-12-11	M&A	Relevant24 Inc	N/A	미공시	계류 중
2014-11-03	M&A	Sapient Corp	3,264.7	현금 취득	완료
2014-10-28	M&A	Run Inc	N/A	미공시	완료
2014-10-15	M&A	3 Share	N/A	미공시	완료
2014-10-13	INV	Matomy Media Group Ltd	81.0	현금 취득	계류 중
2014-10-08	M&A	BrandsRock, Liquorice/South Africa, Machine/South Africa	N/A	미공시	완료
2014-09-30	M&A	Ambito5 Srl	N/A	미공시	계류 중
2014-09-26	M&A	zweimaleins GmbH	N/A	미공시	완료
2014-09-09	M&A	AKM3 GmbH	N/A	미공시	완료
2014-09-08	M&A	Turner Duckworth Ltd	N/A	미공시	완료
2014-09-02	M&A	Nurun Inc	114.5	현금 취득	완료
2014-08-29	M&A	Criteo SA	N/A	미공시	취소
2014-08-04	INV	Arcade Pty Ltd	N/A	미공시	계류 중
2014-07-23	M&A	Valtech NR	N/A	미공시	취소
2014-07-08	M&A	Cyber Media Group SA	N/A	미공시	계류 중
2014-07-03	M&A	Salterbaxter MSLGROUP	N/A	미공시	완료
2014-07-01	M&A	Razorfish Platforms	N/A	미공시	완료
2014-04-08	M&A	OwenKessel	N/A	미공시	완료
2014-03-06	M&A	Hawkeye	N/A	미공시	완료
2014-02-25	M&A	Lighthouse Digital LLC	N/A	미공시	완료
2014-01-29	M&A	Law & Kenneth Communications India Pvt Ltd	N/A	미공시	완료
2014-01-21	M&A	Applied Media Logic Pty Ltd	N/A	미공시	완료
2014-01-10	M&A	Qorvis Communications LLC	N/A	미공시	완료

주: INV는 Investment의 약자, 자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

2. Publicis의 Sapient 인수 사례

Publicis의 M&A 중 눈여겨볼 만한 가장 대표적인 사례는 바로 북미 디지털 에이전시인 Sapient 인수 건이다. Publicis는 Sapient에 대한 인수를 현금 취득 형태로 진행할 것이라고 공표한 이후, 공개 매수(Tender Offer) 방식으로 3개월 만에 마무리했다.

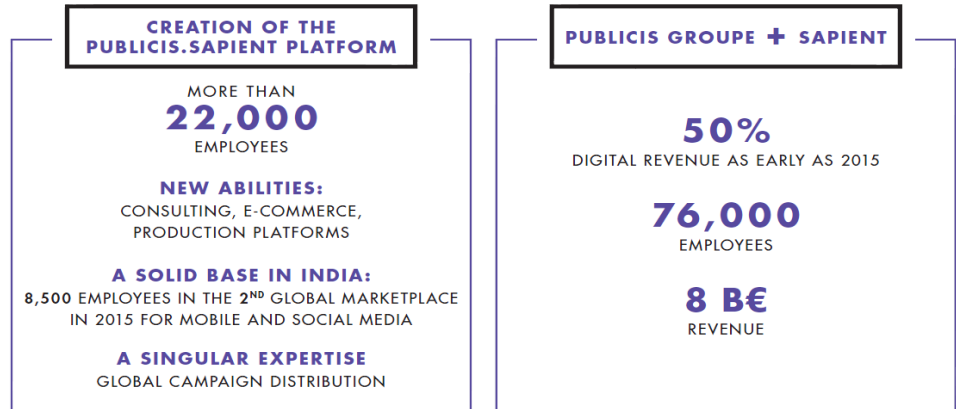
Publicis의 Sapient 인수 사례와 제일기획 Deal 간의 유사점은 1) 공개 매수 방식이라는 점, 2) 디지털 사업 가치가 부각된다는 점 등이다. Publicis의 제일기획에 대한 지분 인수도 공개 매수(Tender Offer) 가능성으로 최초 보도되었고, 제일기획은 현재 중국 Pengtai의 디지털 광고 및 전자상거래 사업의 규모(연간 약 7천억원)와 고성장세(2015년 4분기 전년비 + 50%)가 부각되고 있기 때문이다.

표 2. Publicis의 Sapient 인수는 공개 매수(Tender Offer) 방식으로 약 3개월 만에 마무리됨

일자	내용	비고
2014-11-03	Sapient 인수 공식 발표, 총 37억달러의 현금 매입	총 37억달러 규모의 매입 발표
2014-11-12	Sapient 공개 매수 시작 (주당 현금 \$25)	
2014-12-09	Sapient 공개 매수 확대 (주당 현금 \$25)	뉴욕 현지 시각 기준 12/8 오후 5시, 21.3% 지분을
2014-12-16	Sapient 인수 자금 확보 위한 13억유로 채권 발행	7억유로 21년 만기 연 1.125%, 6억유로 24년 만기 연 1.625%
2014-12-24	Sapient 공개 매수 확대 (주당 현금 \$25)	뉴욕 현지 시각 기준 12/23 오후 5시, 79.6% 지분을
2015-01-08	Sapient 공개 매수 확대 (주당 현금 \$25)	뉴욕 현지 시각 기준 1/7 오후 5시, 78.9% 지분을
2015-01-23	Sapient 공개 매수 확대 (주당 현금 \$25)	뉴욕 현지 시각 기준 1/22 오후 5시, 80.6% 지분을
2015-02-04	Sapient 인수를 위한 모든 규제 승인/허가 획득	
2015-02-06	Sapient 인수 완료	121,954,854주, 86.5% 지분율로 인수 완료

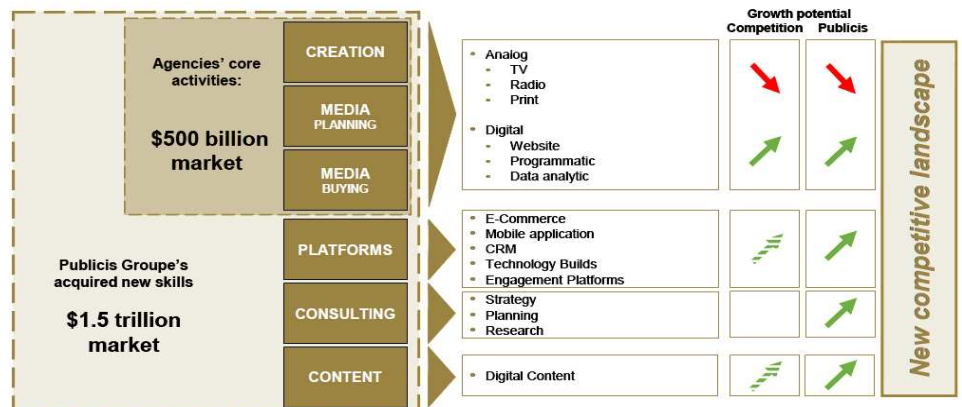
자료: Publicis, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. Publicis의 Sapient 인수 당시 비전: 디지털 매출 비중 상승 및 컨설팅과 전자상거래, 플랫폼 사업 강화



자료: Publicis 2014 Highlights, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. Publicis의 기존 강점은 미디어 관련 사업, 향후 디지털 플랫폼, 컨설팅, 콘텐츠로 사업 확대 목표



자료: Publicis 2015 FY Results, KDB대우증권 리서치센터

3. 제일기획과 Publicis의 사업 중첩성 분석

Publicis가 제일기획에 대한 지분 공개 매수 의사를 밝힘에 따라, 제일기획이 Publicis 그룹에 편입된 이후의 사업 변화 가능성을 살펴보려 한다. 주요 지역별로 사업의 중첩성이 어떠한지, 사업의 특성 및 네트워크 현황을 볼 필요가 있다.

1) 중국 현황

제일기획의 2015년 중국 매출액은 8,732억원, 순이익 465억원으로 추산된다. 제일기획 전체 실적에서 기여도는 매출은 31%, 순이익은 57%에 달한다. Publicis는 중국 실적을 따로 공개하지 않았다.

제일기획은 중국에서 이미 디지털 특화 에이전시인 Pengtai 위주로 사업이 확고하게 자리잡은 상황이다. Publicis는 중국에서 통합 광고와 미디어 위주로 사업이 전개되고 있어, 제일기획의 중국 디지털 사업과는 서로 보완 가능성이 높은 긍정적인 지역으로 판단된다.

표 3. 제일기획 중국 네트워크: '디지털'에 강점, Pengtai 부문이 중국 전체의 80% 매출 비중

종류	자회사
통합 광고	Cheil China Cheil Hong Kong Ltd.
미디어	MEDIALYTICS Inc.
디지털	Pengtai Greater China Co., Ltd. Pentai Interactive Advertising Co., Ltd. Pentai Taiwan Co., Ltd. Pentai China Co., Ltd. Pentai e-Commerce Co., Ltd. Pentai Marketing service Co., Ltd.
전략	Bravo Asia Limited Bravo Asia - Shanghai

자료: 제일기획, KDB대우증권 리서치센터

표 4. Publicis 중국 네트워크: 통합 광고 및 미디어에 강점

종류	자회사
통합 광고	Publicis Worldwide: Publicis (Publicis China, Publicis China-Betterway), Publicis Dialog, Publicis Modem (Publicis Modem Beijing / Gomye, Publicis Modem Shanghai / Wangfan) Saatchi & Saatchi Worldwide: Saatchi & Saatchi, Saatchi & Saatchi X BBH: Bartle Bogle Hegarty (BBH)
미디어	ZenithOptimedia Group: Newcast, Optimedia, Performics, Zenith, ZenithOptimedia VivaKi: VivaKi Starcom MediaVest Group: MediaVest, Starcom
디지털	Razorfish Global: Razorfish DigitasLBI: DigitasLBI
제작	Leo Burnett Group: Leo Burnett (Leo Burnett, EmporioAsia)
홍보	MSLGROUP Global: MSLGROUP, King Harvests, Genedigi
기타	Re:Sources: Re:Sources China Publicis Healthcare Communications Group (PHCG): Discovery, Publicis Life Brands, Razorfish Healthcare, Saatchi & Saatchi Health (UBS Saatchi & Saatchi Health)

자료: R3, Publicis, KDB대우증권 리서치센터

2) 한국 현황

한국의 경우 제일기획이 Publicis의 한국 자회사들보다 10배 가까운 매출액을 거두고 있는 지역이다. Publicis의 한국 자회사들의 사업이 크리에이티브 등 제작 위주로 소규모로 전개되고 있는 반면, 제일기획은 통합 광고 성격의 확고한 국내 1위사이다. 제일기획의 기존 사업이 유지될 가능성이 높다.

표 5. 한국의 제일기획과 Publicis의 사업 규모 및 네트워크 현황 (십억원)

한국	제일기획	Publicis
매출액	608	61
회사	제일기획 본사 수원삼성축구단	레오버넷 코리아 웰컴 퍼블리시스

주: 제일기획 2015년 기준, 수원삼성축구단 2015년 매출액 275억원, 한국 매출액은 전체 연결 매출액에서 해외 연결자회사 매출액 차감 방식으로 산출, Publicis의 한국 매출액은 광고계동향에 2015년 공개된 2014년 매출 기준

자료: 제일기획, 광고계동향, KDB대우증권 리서치센터

3) 유럽 현황

유럽의 제일기획 네트워크는 삼성전자 매출에 의존도가 높은 현지법인들이 대부분이다. 2014년 말에 인수한 Iris Worldwide 정도가 리테일과 디지털에 강점이 있고, 삼성전자 외의 다양한 비계열 대형 광고주들을 보유한 기업으로서 기존 Publicis의 유럽 사업과 차별화된다.

Publicis는 프랑스에 본사가 있는 유럽 중심의 그룹으로서, 수많은 그룹형 브랜드 기업들로 유럽 네트워크가 구성되어 있다. 통합 광고, 미디어 대행, 디지털, 컨설팅, 헬스케어 등 다변화된 사업 포트폴리오를 자랑한다.

표 6. 유럽의 제일기획과 Publicis의 사업 규모 및 네트워크 현황 (십억원)

유럽	제일기획	Publicis
매출액	577	3,569
자회사	Cheil Europe Ltd. Cheil Rus LLC Cheil Germany GmbH Cheil France SAS Cheil Ukraine LLC Cheil Italia S.r.l Cheil Spain S.L Cheil Benelux B.V. Cheil Austria GmbH Cheil Nordic AB Iris Worldwide Holdings Limited Beattie McGuinnessBungay One Agency Istanbul Advertisement, Communication & Production LLC(**) One RX Russia LLC	Publicis Worldwide (Group) Leo Burnett Worldwide (Group) DigitasLBI (Group) Saatchi & Saatchi (Group) Starcom Media Vest Group ZenithOptiMedia (Group) MSLGROUP Razorfish (Group) Bartle Bogle Hegarty (Group) Publicis Healthcare Communication Group Prodigious (Group) Medias & Regies Europe (Group) Burrell Communications Group VivaKi

주: 2015년 기준, Publicis의 매출액은 유료화 표기를 원화로 환산

자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

III. Valuation

1. 보수적 가정을 대입하여 목표주가 재산출

제일기획에 대한 사업 불확실성이 제기됨에 따라, 목표주가 산출 시 기존보다 보수적인 가정을 적용하였다. 광고 기업의 주가는 규모를 막론하고, 광고주 관련 불확실성이 가장 큰 리스크로 작용하며 주가가 흔들리는 경향이 있다. 이에 따라 투자 의견은 ‘매수’에서 ‘Trading Buy’로 하향하고, 목표주가는 기존 29,000원에서 20,000원으로 변경한다. 향후 불확실성이 해소될 경우 투자 의견과 목표주가를 재검토할 예정이다.

제일기획의 2015년 지역별 실적 상황은 한국과 미주, 유럽 등은 전년비 부진해졌고, 중국과 신흥 아시아 지역 등은 M&A 없이도 상대적으로 고성장하는 상황이다. 한국과 서구 지역의 성장은 제한적이며, 삼성전자 등 기존 계열 물량에 대한 의존도가 높다.

이에 따라 한국과 서구(미주, 유럽) 사업은 글로벌 유사 기업 중 가장 낮은 2016년 예상 PER을 기록 중인 Publicis의 11.5배 수준을 적용했다. 반면 고성장하는 중국 사업은 중국 유사 기업의 주식 중에서도 매출 1조원 이상으로 규모가 유사한 BlueFocus(디지털 광고 기업), Guangdong Advertising(통합 광고 기업)만을 벤치마크로 활용했다.

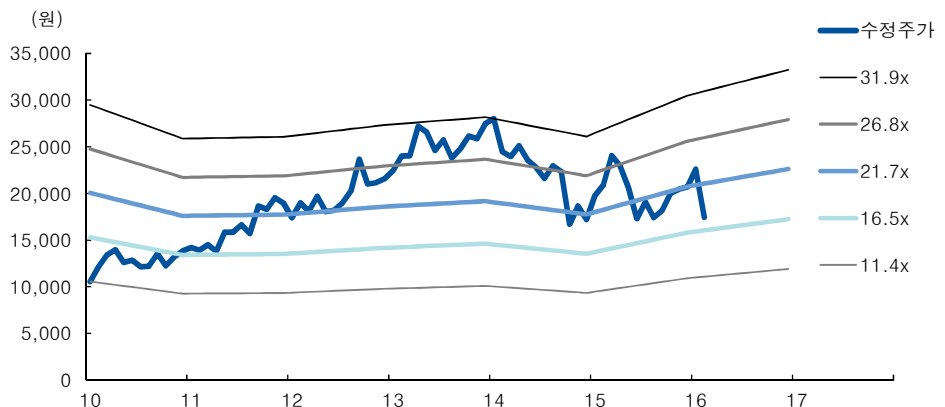
표 7. 제일기획 Sum-of-the-Parts 방식의 목표주가 산출: 중국 영업기치 반영 (십억원, 배, 원)

구분	평가액		비고
영업기치	2,047		
	2016F 순이익	적용 배수	
한국	6	11.5	지역별 비중은 2016년 예상치 적용 Publicis 2016F PER 수준
중국	63	21.2	중국 매출 1조원 이상 광고 기업 2016F PER 평균 수준
서구(미주, 유럽)	11	11.5	Publicis 2016F PER 수준
기타	31	17.0	글로벌 광고 Peer 전체 평균
투자자산가치	19		
상장주식		4	3Q15 말 증가 기준
비상장주식		10	장부가 3Q15 말 기준
관계기업투자주식		4	장부가 3Q15 말 기준
총자산가치	2,066		
순차입금		-321	3Q15 말 기준
순자산가치	2,387		
주식수 (전주)		115,041	발행 주식 수
12개월 목표주가 (원)	20,000		반올림 적용

주: 중국 광고 Peer Group은 BlueFocus, Guangdong Advertising 평균, 관계기업투자주식은 연결검토보고서 해당 항목에 기재된 사항만 포함, 재무 사항은 2015년 감사보고서 제출 이전으로서 2015년 3분기 말 기준 참조

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 제일기획의 12개월 Forward PER 밴드: 삼성 프리미엄 받기 이전 Valuation 하단은 16.5배 수준



자료: KDB대우증권 리서치센터

2. 광고 기업 Global Peers

표 8. 글로벌 주요 광고 기업 실적 전망

(십억원)

	시가총액	매출액			영업이익			순이익		
		14	15F	16F	14	15F	16F	14	15F	16F
제일기획 (한)	2,007	2,666	2,807	3,064	127	127	147	102	94	110
이노션	1,526	745	988	1,166	83	93	103	82	71	77
나스미디어	477	30	46	55	9	12	15	8	10	12
Dentsu (일)	17,422	7,053	9,110	9,612	1,281	1,520	1,687	773	966	1,056
Hakuhodo Dy Holdings	5,299	10,948	12,429	12,879	356	423	450	192	233	248
Asatsu-Dk Inc	1,331	3,292	3,794	3,830	46	54	59	50	51	59
BlueFocus (중)	3,695	1,017	1,672	2,388	136	46	188	122	68	167
Guangdong Advertising	3,248	1,078	1,573	1,956	103	158	205	73	107	139
Beijing Tensyn Digital	2,316	142	226	299	17	28	41	15	24	36
Zhejiang Huamei Holding	1,762	251	270	288	28	40	50	32	37	47
WPP (영)	33,632	19,993	21,336	21,605	2,610	2,980	3,061	1,868	2,117	2,266
Omnicom Group (미)	22,603	17,136	18,827	19,587	2,174	2,437	2,574	1,239	1,378	1,462
Publicis Groupe (프)	17,481	12,064	13,504	14,025	1,732	2,015	2,171	1,132	1,413	1,532
Interpublic Group (미)	10,591	8,621	9,546	9,879	987	1,136	1,223	515	636	700

주: 한국 기업은 대우 추정치

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 9. 글로벌 주요 광고 기업 Valuation 지표

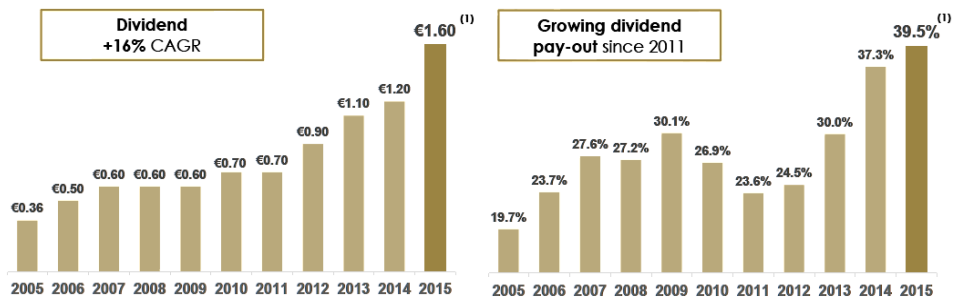
(배, %)

	EV/EBITDA			PER			PBR			ROE		
	14	15F	16F	14	15F	16F	14	15F	16F	14	15F	16F
제일기획 (한)	9.5	12.4	8.8	19.5	25.3	18.3	2.0	2.2	1.7	13.2	11.1	12.8
이노션	-	10.5	10.3	-	18.8	19.8	-	3.0	2.9	21.5	15.9	15.5
나스미디어	18.5	34.0	31.3	24.7	41.5	38.4	3.1	5.9	5.9	13.4	15.0	16.5
Dentsu (일)	-	9.1	8.5	17.0	17.5	16.0	1.5	1.3	1.2	9.2	7.9	8.0
Hakuhodo Dy Holdings	8.2	8.6	8.1	20.1	21.0	19.8	1.7	1.7	1.7	8.9	8.2	8.4
Asatsu-Dk Inc	-	11.9	12.9	22.5	24.7	21.7	1.0	1.0	1.0	4.2	3.5	4.4
BlueFocus (중)	-	21.8	15.1	42.1	42.2	22.0	4.5	4.0	3.0	9.2	10.6	16.9
Guangdong Advertising	-	20.4	15.8	32.3	27.5	20.4	7.2	5.6	4.3	27.0	23.4	22.9
Beijing Tensyn Digital	-	-	-	111.3	91.9	61.7	16.0	13.6	11.1	16.4	15.0	17.9
Zhejiang Huamei Holding	-	-	-	22.5	45.8	36.6	6.7	6.4	5.4	34.3	14.0	14.9
WPP (영)	10.6	11.3	10.7	14.9	15.9	14.4	2.6	2.4	2.3	17.4	15.5	15.9
Omnicom Group (미)	9.4	9.0	8.6	17.4	16.2	14.9	7.5	7.1	6.9	40.8	41.2	44.5
Publicis Groupe (프)	9.2	8.3	7.8	14.1	12.5	11.5	1.9	1.8	1.6	14.3	15.0	14.9
Interpublic Group (미)	8.4	8.5	7.9	17.5	16.1	14.3	4.6	4.1	4.0	25.5	26.1	27.8
글로벌 평균	9.2	12.0	10.4	22.0	25.0	20.6	3.7	3.6	3.2	16.5	13.9	15.1

주: 한국 기업은 대우 추정치, 글로벌 평균은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. Publicis는 배당성장 39.5%로 높은 편, 배당 성장률 연평균 16%: Publicis 편입 후 배당 증가 가능성



Pay-out ratio objective of 42% in 2018

(1) Based on dividend to be proposed to May 25, 2016 AGM vote

자료: Publicis, KDB대우증권 리서치센터

제일기획 (030000)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액	2,666	2,807	3,064	3,237
매출원가	1,873	1,858	2,039	2,169
매출총이익	793	949	1,025	1,068
판매비와관리비	666	821	879	905
조정영업이익	127	127	147	163
영업이익	127	127	147	163
비영업손익	13	23	23	22
금융손익	3	5	4	5
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	140	150	170	185
계속사업법인세비용	38	54	59	65
계속사업이익	102	96	110	121
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	102	96	110	121
지배주주	102	94	110	120
비지배주주	0	2	1	1
총포괄이익	92	102	110	121
지배주주	91	100	108	118
비지배주주	1	3	3	3
EBITDA	160	166	185	200
FCF	17	-17	120	131
EBITDA 마진을 (%)	6.0	5.9	6.0	6.2
영업이익률 (%)	4.8	4.5	4.8	5.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.8	3.3	3.6	3.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
유동자산	1,523	1,473	1,642	1,798
현금 및 현금성자산	317	181	232	309
매출채권 및 기타채권	899	962	1,049	1,109
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	307	330	361	380
비유동자산	321	400	404	400
관계기업투자등	5	6	14	15
유형자산	101	93	91	90
무형자산	151	230	224	219
자산총계	1,844	1,873	2,046	2,198
유동부채	905	977	1,064	1,122
매입채무 및 기타채무	543	581	634	670
단기금융부채	18	28	28	28
기타유동부채	344	368	402	424
비유동부채	56	63	68	72
장기금융부채	0	2	2	2
기타비유동부채	56	61	66	70
부채총계	961	1,040	1,132	1,194
지배주주지분	879	819	898	988
자본금	23	23	23	23
자본잉여금	118	118	118	118
이익잉여금	857	951	1,031	1,120
비지배주주지분	4	14	15	16
자본총계	883	833	913	1,004

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
영업활동으로 인한 현금흐름	56	-5	140	151
당기순이익	102	96	110	121
비현금수익비용가감	71	92	93	96
유형자산감가상각비	22	22	22	21
무형자산상각비	12	16	16	16
기타	37	54	55	59
영업활동으로인한자산및부채의변동	-77	-149	-8	-6
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	10	-38	-86	-58
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-60	1	50	33
법인세납부	-45	-50	-59	-65
투자활동으로 인한 현금흐름	-127	26	-50	-43
유형자산처분(취득)	-36	-10	-20	-20
무형자산감소(증가)	-5	-2	-10	-10
장단기금융자산의 감소(증가)	-82	-14	-20	-13
기타투자활동	-4	52	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	130	-159	-30	-30
장단기금융부채의 증가(감소)	5	12	0	0
자본의 증가(감소)	11	0	0	0
배당금의 지급	0	0	-30	-30
기타재무활동	114	-171	0	0
현금의 증가	55	-136	51	77
기초현금	262	317	181	232
기말현금	317	181	232	309

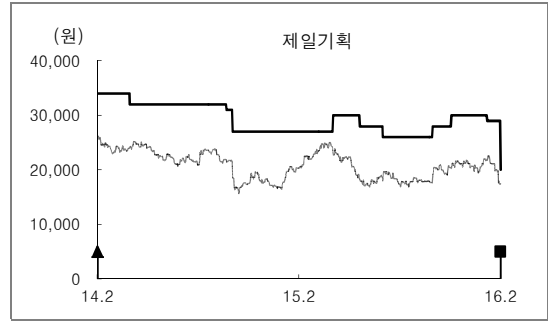
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	19.5	25.3	18.3	16.7
P/CF (x)	11.4	12.6	9.9	9.3
P/B (x)	2.0	2.2	1.7	1.6
EV/EBITDA (x)	9.5	12.4	8.8	7.7
EPS (원)	883	818	955	1,042
CFPS (원)	1,506	1,639	1,771	1,886
BPS (원)	8,704	9,576	10,267	11,045
DPS (원)	0	300	300	300
배당성향 (%)	0.0	31.6	27.5	25.2
배당수익률 (%)	0.0	1.4	1.7	1.7
매출액증가율 (%)	-1.6	5.3	9.2	5.6
EBITDA증가율 (%)	1.9	3.8	11.4	8.1
조정영업이익증가율 (%)	-2.3	0.0	15.7	10.9
EPS증가율 (%)	3.0	-7.4	16.7	9.1
매출채권 회전을 (회)	3.0	3.1	3.1	3.1
재고자산 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전을 (회)	3.5	3.6	3.6	3.6
ROA (%)	5.8	5.2	5.6	5.7
ROE (%)	13.2	11.1	12.8	12.7
ROIC (%)	24.6	18.3	19.5	21.4
부채비율 (%)	108.9	124.8	124.0	119.0
유동비율 (%)	168.3	150.8	154.3	160.2
순차입금/자기자본 (%)	-53.0	-39.8	-43.8	-48.6
조정영업이익/금융비용 (x)	68.8	44.0	40.7	45.2

자료: 제일기획, KDB대우증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
제일기획(030000)	2016.02.21	Trading Buy	20,000원
	2016.01.28	매수	29,000원
	2015.11.24	매수	30,000원
	2015.10.21	매수	28,000원
	2015.07.23	매수	26,000원
	2015.06.11	매수	28,000원
	2015.04.24	매수	30,000원
	2014.10.24	매수	27,000원
	2014.10.13	매수	31,000원
	2014.04.21	매수	32,000원
	2014.01.29	매수	34,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
71.08%	11.76%	17.16%	0.00%

* 2015년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.