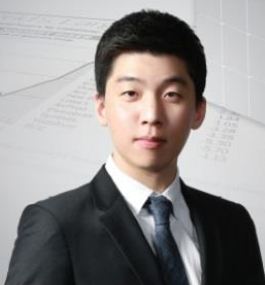


2017. 07. 19



▲ 통신서비스

Analyst 정지수

02. 6098-6681

jisoo.jeong@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월) 10,500 원

현재주가 (7.18) 8,590 원

상승여력 22.2%

KOSPI 2,426.04pt

시가총액 6,653억원

발행주식수 7,745만주

유동주식비율 45.29%

외국인비중 7.00%

52주 최고/최저가 10,150원 / 7,980원

평균거래대금 11.1억원

주요주주(%)

CJ오쇼핑 53.92

에스케이텔레콤(주) 8.61

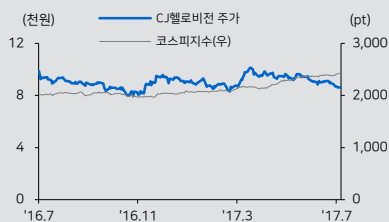
Sable (Asia) Limited 6.66

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -5.50 -6.12 -12.88

상대주가 -8.02 -22.59 -27.16

주가그래프



CJ헬로비전 037560

하반기 수익성 회복 전망

- ✓ 2Q17 매출액 2,754억원(-1.7% YoY), 영업이익 194억원(-19.6% YoY) 전망
- ✓ 하반기 대작들 출시에 따른 VOD 매출 확대에 3Q17 디지털 ARPU 반등 기대
- ✓ 전파사용료 감면 연장, 망 도매대가 인하 등 알뜰폰 사업 관련 비용 부담 완화
- ✓ T커머스 채널 추가로 홈쇼핑송출수수료 전년 대비 소폭 성장할 2,198억원 전망
- ✓ 투자의견 Trading Buy, 적정주가 10,500원 유지

2Q17 Review: 하반기 디지털 ARPU 반등 예상

2Q17 매출액과 영업이익은 각각 2,754억원(-1.7% YoY)과 194억원(-19.6% YoY)으로 컨센서스(영업이익 201억원)에 부합할 전망이다. 상반기 부진했던 VOD 매출이 하반기 대작들 출시로 회복되면서 3Q17부터 디지털 ARPU 반등이 기대된다. 알뜰폰(MVNO) 사업도 LTE 위주로 가입자를 확대하고 있으며, 올해 말까지 누적 90만 가입자를 달성할 전망이다.

알뜰폰 비용 부담 완화

정부는 지난 달 통신비 인하 대책을 발표하면서 알뜰폰(MVNO) 사업자들에 대한 전파사용료 면제기간을 2018년 9월까지 1년 더 연장했다. 구체적인 사안들이 계속 논의 중이나 알뜰폰 사업자들이 통신사에게 지급하는 망 도매대가 인하도 이르면 올해 8월부터 시행될 계획이다. 이를 통해 알뜰폰 사업 관련 비용 부담이 상당 부분 완화될 전망이다. 다만, 정부가 2만원대 보편 요금제를 출시할 경우 알뜰폰 사업자와 경쟁이 불가피하기 때문에 중장기적 효과까지 예단하기 힘든 상황이다.

투자의견 Trading Buy, 적정주가 10,500 원 유지

홈쇼핑송출수수료는 우려와 달리 올해 2,198억원으로 전년 대비 소폭 성장할 전망이다. 매년 감소하던 유료방송 가입자가 반등에 성공하면서 홈쇼핑 사업자와의 협상에서 방어 논리가 가능하다. T커머스 채널도 올해 3개가 추가되면서 정부 허가를 받은 10개의 T커머스 사업자들이 모두 포함될 예정이다. 투자의견 Trading Buy, 적정주가 10,500원을 유지한다

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	1,182.6	105.0	59.8	771	112.8	2,002	16.4	6.3	4.6	6.3	110.3
2016	1,100.6	42.9	21.5	278	-64.0	2,696	33.7	3.5	4.7	2.2	90.4
2017E	1,112.2	79.7	46.1	595	114.1	3,319	14.4	2.6	4.1	4.7	75.4
2018E	1,135.9	92.2	56.6	731	22.9	4,088	11.7	2.1	3.8	5.5	66.5
2019E	1,172.3	99.9	63.7	822	12.5	4,969	10.4	1.7	3.4	5.9	61.7

표1 CJ헬로비전 2Q17 Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	YoY (%)	1Q17	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	275.4	280.3	-1.7	275.2	0.1	277.4	-0.7
영업이익	19.4	24.1	-19.6	17.6	10.1	20.1	-3.6
세전이익	14.7	19.4	-24.4	12.8	14.2	16.6	-11.6
당기순이익	11.3	15.0	-24.9	9.8	15.0	13.3	-15.3

자료: CJ헬로비전, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표2 CJ헬로비전 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
영업수익	278.6	280.3	280.3	261.5	275.2	275.4	279.8	281.9	1,100.6	1,112.2	1,135.9
% YoY	-4.9%	-7.3%	-5.2%	-10.3%	-1.2%	-1.7%	-0.2%	7.8%	-6.9%	1.1%	2.1%
TV	97.4	96.5	97.4	95.9	95.7	97.4	98.6	99.9	387.2	391.6	413.6
아날로그	14.8	14.2	13.6	13.0	12.9	12.3	11.9	11.5	55.6	48.6	42.3
디지털	82.6	82.4	83.8	82.9	82.8	85.1	86.7	88.4	331.6	343.0	371.3
초고속인터넷	31.2	30.5	29.8	29.3	28.8	28.7	28.3	28.0	120.8	113.9	109.8
인터넷 전화	11.4	10.7	10.4	10.3	10.3	10.1	10.1	10.0	42.7	40.4	39.6
광고사업 매출	67.4	66.2	68.0	50.6	63.5	62.5	65.0	65.2	252.1	256.2	251.6
알뜰폰(MVNO)	66.1	69.1	67.5	66.7	69.7	68.7	69.6	70.3	269.4	278.3	286.4
기타	5.0	7.4	7.1	8.8	7.2	8.0	8.2	8.5	28.3	31.8	34.8
영업비용	253.5	256.2	256.5	291.5	257.6	256.0	258.9	260.0	1,057.7	1,032.5	1,043.7
% YoY	-4.7%	-6.8%	-3.1%	7.1%	1.6%	-0.1%	0.9%	-10.8%	-1.9%	-2.4%	1.1%
프로그램 사용료	36.3	34.7	36.1	62.5	40.2	37.1	37.8	38.0	169.7	153.1	156.5
통신설비 사용료	37.9	38.5	38.9	43.4	34.0	41.7	41.6	41.6	158.7	158.8	170.1
시설설치/유지보수비	17.8	19.1	19.4	17.1	17.5	17.6	18.3	17.6	73.4	71.0	73.7
지급수수료	39.1	40.1	41.0	45.3	41.4	41.8	43.0	43.5	165.4	169.6	162.3
인건비	21.2	22.2	22.3	21.3	22.0	20.4	21.0	20.7	86.9	84.1	84.5
판촉비/광고선전비	5.0	3.2	3.3	4.7	4.4	3.9	4.4	6.4	16.1	19.1	17.5
유형자산상각비	39.8	39.7	39.6	39.5	39.5	39.1	38.7	38.3	158.6	155.7	154.1
무형자산상각비	23.7	23.0	22.3	21.6	20.3	20.1	19.9	19.7	90.6	80.0	77.2
상품매출 비용	15.8	19.9	18.8	18.7	22.2	18.2	17.7	17.0	73.1	75.0	80.0
기타	16.9	15.7	15.0	17.5	16.1	16.2	16.6	17.2	65.1	66.2	67.7
영업이익	25.1	24.1	23.8	-30.0	17.6	19.4	20.8	21.9	42.9	79.7	92.2
% YoY	-6.6%	-12.4%	-23.5%	-253.8%	-29.9%	-19.6%	-12.3%	-172.9%	-59.1%	85.6%	15.7%
영업이익률 (%)	9.0%	8.6%	8.5%	-11.5%	6.4%	7.0%	7.4%	7.8%	3.9%	7.2%	8.1%
법인세차감전순이익	23.3	19.4	21.5	-38.2	12.8	14.7	16.1	16.5	26.0	60.2	74.0
법인세비용	4.3	4.4	4.9	-9.1	3.1	3.4	3.8	3.9	4.5	14.1	17.3
당기순이익	19.1	15.0	16.6	-29.1	9.8	11.3	12.4	12.7	21.5	46.1	56.6
당기순이익률 (%)	6.8%	5.4%	5.9%	-11.1%	3.6%	4.1%	4.4%	4.5%	2.0%	4.1%	5.0%
가입자 (천명)											
방송 가입자수	4,098	4,096	4,097	4,119	4,150	4,151	4,152	4,152	4,119	4,152	4,155
디지털 가입자수	2,567	2,581	2,601	2,645	2,688	2,710	2,731	2,752	2,645	2,752	2,837
디지털 전환율 (%)	62.6%	63.0%	63.5%	64.2%	64.8%	65.3%	65.8%	66.3%	64.2%	66.3%	68.3%

자료: 메리츠증권 리서치센터

CJ 헬로비전(037560)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,182.6	1,100.6	1,112.2	1,135.9	1,172.3
매출액증가율 (%)	9.0	-6.9	1.1	2.1	3.2
매출원가	760.1	739.3	747.1	763.0	787.5
매출총이익	422.5	361.3	365.1	372.9	384.9
판매비와관리비	317.5	318.4	285.4	280.7	284.9
영업이익	105.0	42.9	79.7	92.2	99.9
영업이익률 (%)	8.9	3.9	7.2	8.1	8.5
금융수익	-22.1	-17.1	-13.0	-11.5	-10.0
종속/관계기업관련손익	-0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
기타영업외손익	-6.6	-0.1	-6.8	-7.0	-7.0
세전계속사업이익	76.0	26.0	60.2	74.0	83.2
법인세비용	16.3	4.5	14.1	17.3	19.5
당기순이익	59.7	21.5	46.1	56.6	63.7
지배주주지분 순이익	59.8	21.5	46.1	56.6	63.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	368.2	275.8	290.8	286.2	290.6
당기순이익(손실)	59.7	21.5	46.1	56.6	63.7
유형자산감가상각비	161.9	158.6	155.7	154.1	154.2
무형자산상각비	109.2	90.6	80.0	77.2	75.3
운전자본의 증감	24.9	-5.3	9.0	-1.7	-2.7
투자활동 현금흐름	-160.6	-160.4	-192.2	-187.2	-180.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-125.0	-123.9	-120.0	-118.4	-114.9
투자자산의 감소(증가)	417.8	1.3	-0.2	-0.3	-0.5
재무활동 현금흐름	-187.7	-171.6	-131.9	-64.9	-27.6
차입금증감	-81.8	-154.4	-126.1	-59.1	-21.8
자본의증가	-112.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	19.9	-56.2	-33.3	34.2	82.6
기초현금	95.8	115.7	59.5	26.2	60.3
기말현금	115.7	59.5	26.2	60.3	142.9

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	373.6	315.3	284.7	324.3	415.4
현금및현금성자산	115.7	59.5	26.2	60.3	142.9
매출채권	212.5	217.0	219.3	223.9	231.1
재고자산	18.2	12.8	12.9	13.2	13.6
비유동자산	1,626.6	1,524.9	1,481.4	1,437.2	1,388.1
유형자산	737.1	693.7	658.0	622.3	582.9
무형자산	796.2	757.8	749.9	741.1	730.8
투자자산	17.2	15.9	16.0	16.4	16.9
자산총계	2,000.3	1,840.2	1,766.1	1,761.6	1,803.5
유동부채	527.8	565.1	434.7	352.3	330.1
매입채무	23.6	14.3	14.4	14.7	15.2
단기차입금	0.0	150.0	115.0	91.0	69.0
유동성장기부채	315.7	208.6	101.0	38.0	30.6
비유동부채	521.3	308.4	324.5	351.5	357.8
사채	349.2	299.5	291.5	281.9	271.7
장기차입금	160.5	2.0	26.0	62.5	78.7
부채총계	1,049.1	873.5	759.2	703.8	687.9
자본금	193.6	193.6	193.6	193.6	193.6
자본잉여금	190.1	190.1	190.1	190.1	190.1
기타포괄이익누계액	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	568.1	583.0	623.2	674.0	731.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	951.2	966.7	1,006.9	1,057.7	1,115.6

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	15,270	14,211	14,361	14,666	15,137
EPS(지배주주)	771	278	595	731	822
CFPS	5,049	4,000	4,019	4,108	4,151
EBITDAPS	4,856	3,773	4,072	4,177	4,254
BPS	2,002	2,696	3,319	4,088	4,969
DPS	75	75	75	75	75
배당수익률(%)	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	16.4	33.7	14.4	11.7	10.4
PCR	2.5	2.3	2.1	2.1	2.1
PSR	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
PBR	6.3	3.5	2.6	2.1	1.7
EBITDA	376.1	292.2	315.3	323.5	329.5
EV/EBITDA	4.6	4.7	4.1	3.8	3.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.3	2.2	4.7	5.5	5.9
EBITDA 이익률	31.8	26.5	28.4	28.5	28.1
부채비율	110.3	90.4	75.4	66.5	61.7
금융비용부담률	2.4	1.9	1.6	1.3	1.2
이자보상배율(x)	3.6	2.0	4.5	6.1	7.2
매출채권회전율(x)	5.1	5.1	5.1	5.1	5.2
재고자산회전율(x)	64.7	71.1	86.6	87.0	87.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 7월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 7월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 7월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정지수)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

CJ 헬로비전(037560) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2017.04.26	산업분석	Trading Buy	10,500	정지수	
2017.07.19	기업브리프	Trading Buy	10,500	정지수	