

CJ헬로(037560)

수익성 하락 지속

1분기 실적은 비용 증가로 예상치 하회
 홈쇼핑 수수료 인하, 콘텐츠 구매비용 증가로 수익성 하락
 M&A 가치 부각되나 valuation이 높은 수준

Facts : 1분기 실적은 예상치 하회

1분기 영업실적은 우리의 추정치 및 시장 컨센서스를 하회했다. 매출액은 2,865억원으로 추정치를 1.2% 상회했다. 렌탈 판매가 예상보다 많았기 때문이다. 하지만 영업이익은 131억원으로 추정치를 29.8% 하회했다. 매출액은 단말기 및 렌탈 판매 증가로 전년동기대비 4.1% 증가했다. 손익 영향이 미미한 단말기 및 렌탈 판매를 제외하면 매출액은 2.9% 감소했다. 영업이익은 25.4% 감소했다. IFRS-15 회계기준 도입으로 이동통신 매출이 감소하고 홈쇼핑 송출 수수료가 인하된 데다 망사용료 및 콘텐츠 구매비용이 늘었기 때문이다.

Pros & cons : 매출 정체, 수익성 하락 지속

TV홈쇼핑 송출 수수료 인하와 콘텐츠 구매 가격 인상이 수익성 하락으로 이어지고 있다. 17년에 홈쇼핑 수수료는 T커머스업체가 신규로 진입해 늘었으나 18년에는 수수료 인하로 감소할 전망이다. 영업이익률은 15년 8.5%에서 17년 6.5%로 하락했으며 18년에는 회계변경 요인까지 겹쳐 5.2%에 머물 것이다. 다만 디지털 방송 및 LTE 가입자 비중이 상승해 가입자 구성이 개선되는 점은 긍정적이다. 이는 방송과 알뜰폰 가입자당 매출액(ARPU) 증가로 이어질 것이다.

Action: 중립의견 유지

CJ헬로에 대한 중립의견을 유지한다. 홈쇼핑송출 수수료 인하로 서비스 매출액(상품 판매 제외)이 감소하고 콘텐츠 구매 비용 등 구조적 비용 증가로 수익성이 하락하고 있다. 올해 들어 주가는 M&A에 대한 기대감으로 크게 상승했다. CATV SO M&A는 정부의 규제가 완화되면 빠르게 진행될 것이다. Valuation은 타 유료방송 업체 및 통신업체에 비해 높다. 방송 가입자당 기업가치(EV/가입자수)는 32만원, 전체(방송+초고속인터넷+유선전화+이동전화) 가입자당 기업가치는 21만원으로 현대HCN(14만원, 10만원)의 두 배 수준이다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

중립(유지)

Stock Data

KOSPI(4/27)	2,492
주가(4/27)	9,080
시가총액(십억원)	703
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	9,750/6,620
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,786
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.3/5.5
주요주주(%)	CJ오쇼핑 53.9
	SK텔레콤 8.6

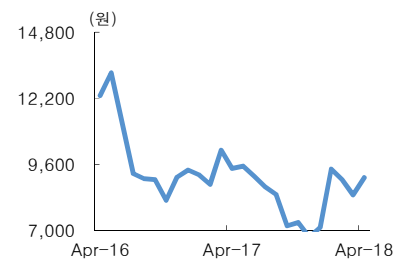
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	19.0	30.7	33.4
PBR(x)	0.6	0.7	0.7
ROE(%)	3.0	2.3	2.1
DY(%)	1.1	0.8	0.8
EV/EBITDA(x)	3.9	4.5	4.4
EPS(원)	373	296	272
BPS(원)	12,746	12,933	13,096

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.8	28.2	(6.9)
KOSPI 대비(%)	5.2	28.4	(19.7)

주가추이



자료: WISEfn

양종인

jjyang@truefriend.com

조민영

minyong@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 실적과 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	275.2	275.7	278.2	290.8	286.5	(1.5)	4.1	283.1
영업이익	17.6	19.1	18.5	17.6	13.1	(25.6)	(25.4)	18.7
영업이익률(%)	6.4	6.9	6.7	6.1	4.6			6.6
세전이익	12.8	11.6	5.6	11.2	8.2	(26.8)	(36.4)	13.2
순이익	9.8	5.9	4.6	8.6	6.5	(24.6)	(34.0)	9.9

자료: CJ헬로, Quantiwise, 한국투자증권

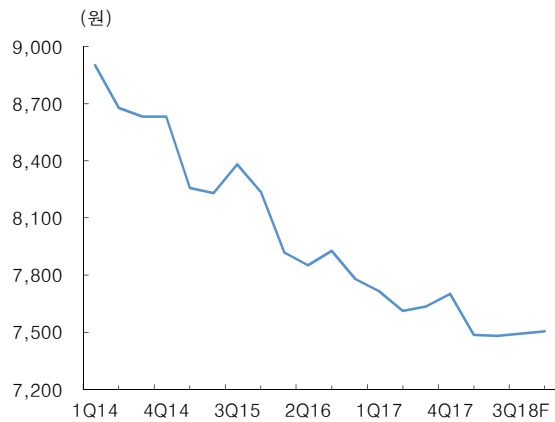
〈표 2〉 1분기 실적

(단위: 천명, 원, 십억원, %)

	2017				2018				2017	2018F	1Q18P	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF			QoQ	YoY Consensus
가입자 (기말 기준)												
방송	4,150	4,173	4,194	4,180	4,253	4,254	4,256	4,259	4,180	4,259	1.7	2.5
아날로그	1,461	1,463	1,473	1,473	1,550	1,541	1,532	1,523	1,473	1,523	5.2	6.0
디지털	2,688	2,710	2,721	2,707	2,703	2,713	2,724	2,736	2,707	2,736	(0.2)	0.5
초고속인터넷	830	828	824	813	811	810	808	806	813	811	(0.2)	(2.2)
인터넷전화	584	565	545	527	511	495	480	464	527	464	(3.0)	(12.4)
알뜰폰	865	857	853	858	858	863	868	873	858	873	0.0	(0.9)
방송 ARPU	7,716	7,614	7,637	7,702	7,487	7,482	7,493	7,506	7,699	7,538	(2.8)	(3.0)
(QoQ 증가율)	(0.8)	(1.3)	0.3	0.8	(2.8)	(0.1)	0.2	0.2	(1.9)	(2.1)		
매출액	275.2	275.7	278.2	290.8	286.5	288.3	291.4	291.3	1,119.9	1,157.5	(1.5)	4.1
방송수익	95.7	95.1	95.9	96.7	94.7	95.5	95.6	95.9	383.4	381.7	(2.1)	(1.0)
인터넷수익	28.8	28.5	28.2	27.9	28.2	28.1	27.9	27.8	113.4	111.9	1.0	(2.3)
인터넷전화	10.3	10.1	9.4	10.0	7.5	7.3	7.1	6.9	39.7	28.9	(24.4)	(26.5)
광고수익	63.5	66.4	62.5	68.2	62.6	64.7	65.3	65.8	260.6	258.4	(8.3)	(1.5)
TV 광고	6.5	9.2	9.0	9.5	7.1	8.3	8.9	10.4	34.2	34.7	(25.2)	8.2
홈쇼핑송출수수료수익	57.0	57.2	53.5	58.8	55.5	56.4	56.4	55.5	226.4	223.7	(5.6)	(2.6)
알뜰폰	69.7	64.1	67.2	69.6	73.1	73.6	74.0	74.5	270.5	295.2	4.9	4.9
기타	7.2	11.7	15.0	18.3	20.4	19.2	21.4	20.5	52.3	81.5	11.4	184.0
영업이익	17.6	19.1	18.5	17.6	13.1	15.0	15.6	16.4	72.9	60.0	(25.6)	(25.4)
법인세차감전순이익	12.8	11.6	5.6	11.2	8.2	7.1	6.6	7.2	41.2	29.0	(26.8)	(36.4)
당기순이익	9.8	5.9	4.6	8.6	6.5	5.6	5.2	5.7	28.9	22.9	(24.6)	(34.0)

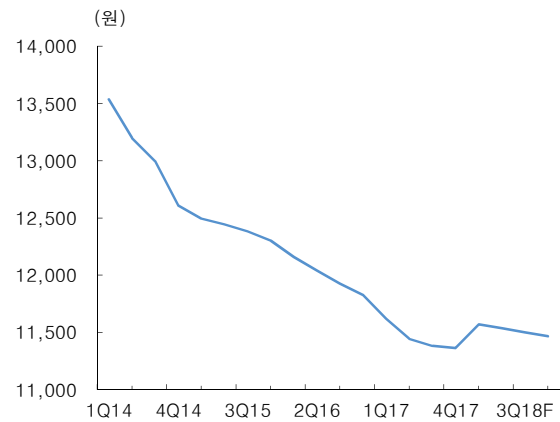
자료: CJ헬로, 한국투자증권

[그림 1] 방송 가입자당 매출액(ARPU)



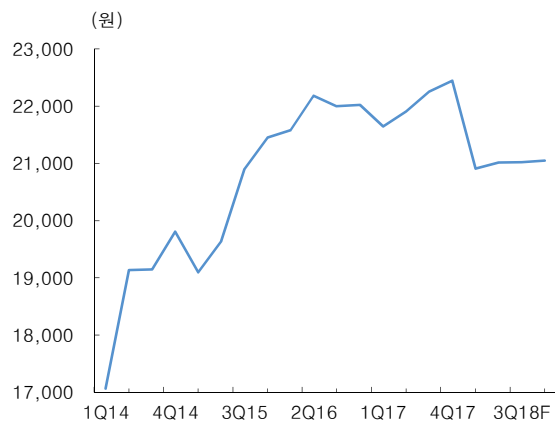
자료: CJ헬로, 한국투자증권

[그림 2] 초고속인터넷 ARPU



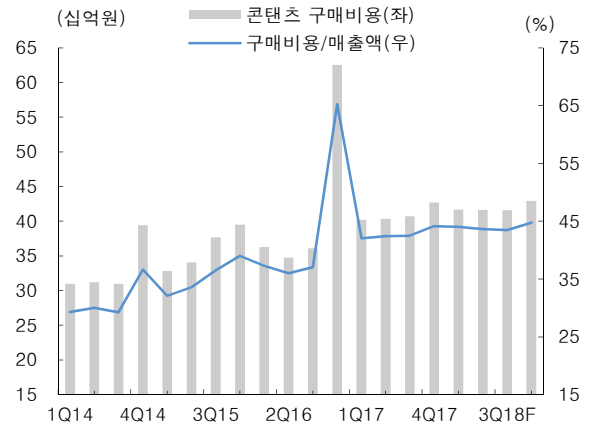
자료: CJ헬로, 한국투자증권

[그림 3] 알뜰폰 ARPU



자료: CJ헬로, 한국투자증권

[그림 4] 콘텐츠 구매비용



자료: CJ헬로, 한국투자증권

〈표 3〉 2017년 6월 유료방송 가입자 수 및 점유율

(단위: 천명, %)

구분	사업자	가입자 수	시장점유율
종합유선방송	CJ헬로	3,970	12.9
	티브로드	3,226	10.5
	딜라이브	2,044	6.6
	CMB	1,545	5.0
	현대HCN	1,343	4.4
	개별SO(10개사)	1,839	6.0
	(소 계)	13,968	45.3
위성방송	KT스카이라이프	3,228	10.5
IPTV	KT	6,185	20.1
	SK브로드밴드	4,158	13.5
	LG유플러스	3,289	10.7
	(소 계)	13,632	44.2
총 계		30,829	100.0

주: 결합상품 OTS 가입자는 KT와 스카이라이프에 각각 1/2씩 반영

자료: 과학기술정보통신부, 한국투자증권

〈표 4〉 CJ헬로와 현대HCN의 가입자당 기업가치

(단위: 십억원, 천명, 원)

CJ 헬로			현대 HCN		
기업가치	1,337		기업가치	178	
시가총액	703		시가총액	495	
순차입금	634		순차입금	(317)	
가입자 수	가입자	ARPU	가입자 수	가입자	ARPU
방송가입자	4,180	7,788	방송가입자	1,314	7,787
아날로그	1,473	2,892	아날로그	168	
디지털	2,707	10,181	디지털	1,147	
초고속인터넷	813	11,188	초고속인터넷	282	12,044
인터넷전화(VoIP)	527	6,414	인터넷전화(VoIP)	147	4,847
이동통신(알뜰폰)	858	22,400			
가입자당 가치			가입자당 가치		
1. 방송 기준	319,909		1. 방송 기준	135,574	
2. 방송+인터넷	267,818		2. 방송+인터넷	111,621	
3. 방송+인터넷+알뜰폰	228,563		3. 방송+인터넷+전화	102,208	
4. 방송+인터넷+알뜰폰+전화	209,674				

주: 4월 27일 종가 기준

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

CJ헬로비전은 2000년 3월 CJ 그룹이 양천방송을 인수하며 종합유선방송사업을 시작했다. SO는 경상도 5개, 부산 4개, 강원도 3개, 전라도 3개, 서울 2개 등 총 23개다. 유료방송 외에도 초고속인터넷, 인터넷전화, 알뜰폰 등의 사업을 영위하고 있다.

- 홈쇼핑 송출 수수료: 홈쇼핑 업체가 방송망 이용대가로 매출액의 30%를 유료방송업체에 지급하는 수수료

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	315	316	324	352	365
현금성자산	59	65	68	94	106
매출채권및기타채권	234	219	232	234	235
재고자산	13	19	12	12	12
비유동자산	1,525	1,552	1,596	1,601	1,611
투자자산	16	50	52	52	52
유형자산	694	688	703	718	724
무형자산	758	746	771	760	763
자산총계	1,840	1,868	1,920	1,953	1,976
유동부채	565	361	394	409	414
매입채무및기타채무	151	158	163	165	165
단기차입금및단기사채	150	0	0	0	0
유동성장기부채	209	152	152	152	152
비유동부채	308	520	525	530	535
사채	300	511	516	521	526
장기차입금및금융부채	2	1	1	1	1
부채총계	874	881	919	939	949
자본금	194	194	194	194	194
자본잉여금	190	190	190	190	190
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	583	603	620	636	651
자본총계	967	987	1,002	1,014	1,027

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	276	281	274	260	254
당기순이익	22	29	23	21	21
유형자산감가상각비	159	157	157	155	157
무형자산상각비	91	72	73	72	73
자산부채변동	(4)	(13)	20	12	4
기타	8	36	1	0	(1)
투자활동현금흐름	(160)	(274)	(275)	(234)	(241)
유형자산투자	(116)	(171)	(173)	(170)	(164)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	1	(38)	(4)	(3)	(3)
무형자산순증	(55)	(65)	(98)	(61)	(76)
기타	9	(1)	(1)	(1)	1
재무활동현금흐름	(172)	(2)	(1)	(1)	(1)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(166)	4	5	5	5
배당금지급	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(56)	5	(2)	25	12

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

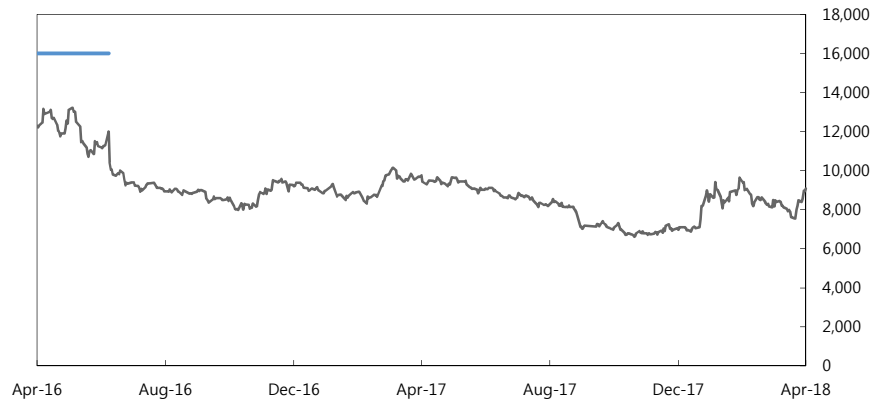
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,101	1,120	1,158	1,169	1,174
매출원가	739	723	765	776	781
매출총이익	361	397	393	393	393
판매관리비	318	324	324	322	324
영업이익	43	73	60	60	58
금융수익	5	7	4	5	7
이자수익	5	4	4	5	6
금융비용	22	20	20	20	20
이자비용	21	19	20	20	20
기타영업외손익	(0)	(18)	(16)	(18)	(18)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	26	41	29	27	27
법인세비용	4	12	6	6	6
당기순이익	22	29	23	21	21
기타포괄이익	(0)	(3)	(3)	(3)	(3)
총포괄이익	21	26	20	18	18
EBITDA	292	301	291	287	287

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	278	373	296	272	271
BPS	12,482	12,746	12,933	13,096	13,259
DPS	75	75	75	75	75
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(6.9)	1.7	3.4	1.0	0.4
영업이익증가율	(59.1)	69.7	(17.6)	(0.5)	(3.4)
순이익증가율	(64.0)	34.3	(20.7)	(8.0)	(0.4)
EPS증가율	(63.9)	34.2	(20.7)	(8.0)	(0.4)
EBITDA증가율	(22.3)	3.1	(3.5)	(1.5)	0.3
수익성(%)					
영업이익률	3.9	6.5	5.2	5.1	4.9
순이익률	2.0	2.6	2.0	1.8	1.8
EBITDA Margin	26.5	26.9	25.1	24.5	24.5
ROA	1.1	1.6	1.2	1.1	1.1
ROE	2.2	3.0	2.3	2.1	2.1
배당수익률	0.8	1.1	0.8	0.8	0.8
배당성향	27.0	20.1	25.4	27.6	27.7
안정성					
순차입금(십억원)	648	634	595	574	567
차입금/자본총계비율(%)	73.3	71.4	66.7	66.3	66.0
Valuation(X)					
PER	33.7	19.0	30.7	33.4	33.5
PBR	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.7	3.9	4.5	4.4	4.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
CJ헬로(037560)	2016.04.04	매수	16,000원	-23.3	-13.1
	2016.07.05	중립	-	-	-
	2017.07.05	1년경과	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 27일 현재 CJ헬로 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.