

미디어/엔터

최남곤



02 3770 5604
namkon.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	12,500원 (M)
현재주가 (4/30)	8,540원
상승여력	46%

시가총액	6,614억원
총발행주식수	77,446,865주
60일 평균 거래대금	26억원
60일 평균 거래량	297,203주
52주 고	9,660원
52주 저	6,620원
외인지분율	5.50%
주요주주	CJ 오쇼핑 53.92%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.8	(0.9)	(9.4)
상대	(1.0)	1.1	(20.6)
절대(달러환산)	1.4	(0.4)	(3.5)

1Q18 리뷰 : IFRS1115 적용으로 무형자산 상각비 급증

IFRS1115 적용에 따라 수익성 큰 폭 하락

1Q18 매출액은 2,865억원(-1.5% QoQ, +4.1% YoY), 영업이익 131억원(-25.6% QoQ, -25.4% YoY), EBITDA 813억원(+10.2% QoQ, +5.0% YoY)를 기록했다. 영업이익률은 4.6%, EBITDA 마진은 28.4%를 기록했다. 영업이익률은 전 분기 대비 큰 폭으로 하락한 반면, EBITDA 마진은 상승했다. 원인은 IFRS1115 적용에 있다. 무형자산에 대한 인식 변경에 따라, 무형자산상각비가 전 분기에 비해 큰 폭으로 증가(170억원 → 276억원)했다.

회계 기준과는 별개로 영업 측면에서의 부진이 아쉽다

1Q. 영업이익의 급감의 원인을 IFRS1115 도입에서 찾는다고 해도, 영업성과의 부진은 아쉬움으로 남는다. ①사업의 기반인 '가입자 성장 정체'는 지속됐다. 1Q 케이블TV 가입자 수는 전 분기 대비 7.2만명 순증했으나, 하나방송 인수(9만명) 효과를 제외하면 실질적으로는 순감했다. 특히 4Q17에 이은 2분기 연속 디지털TV 가입자 순감이 매우 아쉽다. ②ARPU 역시 큰 폭으로 하락했다. 케이블TV ARPU는 4Q17 7,788원 → 1Q18 7,440원, 아날로그와 디지털 ARPU는 각각 2,892원 → 2,743원, 10,181원 → 9,880원으로 하락했다. 회사 측에서는 하나방송 인수에 따른 영향으로 설명하고 있으나, 이는 아날로그에 한정된 설명이고, 디지털 ARPU 하락은 VOD 매출 하락에 기인한다는 점에서 향후 ARPU 턴어라운드에 대한 기대를 낮춰야 할 것으로 전망된다. ③홈쇼핑 송출수수료 매출 역시 -2.6% YoY, -5.6% QoQ의 부진한 실적을 기록했다. 유일하게 MVNO 부문만 +4.9% YoY, +4.9% QoQ의 양호한 성과를 기록했다. ④특히 IFRS1115 회계 기준 하에서 무형자산에 대한 인식과 상각 방식의 변화로 인해 향후 영업이익률은 Low Single 수준으로 하락할 전망이다.

유료방송 구조조정은 선택이 아닌 당위의 영역. Buy 투자 의견 유지

우리는 동사 주가의 핵심 변수는 『실적』이 아닌 『유료방송 사업의 구조 개편 가능성』에 있다고 본다. 한국 유료방송 시장에서 부각된 넷플릭스의 전방위적 공세, KT 합산 규제 일몰(18.6월), 과기부의 M&A에 대한 우호적 입장 표명, SKT와 LGU+의 M&A 의지 등은 2018년 내 유료방송 구조조정 가시성을 높이는 변수이다. 매각가는 현 시총 대비 약 3배 수준인 1.8~1.9조원 내외로 예상된다. 금년 내 M&A 가능성이 있다고 판단한다. 실적 부진에도 불구하고 목표주가 12,500원과 투자 의견 Buy를 유지한다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	1Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,865	4.1	-1.5	2,831	1.2
영업이익	131	-25.4	-25.6	187	-29.8
세전계속사업이익	82	-36.4	-26.9	132	-37.9
지배순이익	64	-34.1	-24.7	99	-34.6
영업이익률 (%)	4.6	-1.8 %pt	-1.5 %pt	6.6	-2.0 %pt
지배순이익률 (%)	2.3	-1.3 %pt	-0.6 %pt	3.5	-1.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	11,006	11,199	11,173	11,054
영업이익	429	729	441	486
지배순이익	215	289	205	273
PER	37.9	22.7	32.3	24.2
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.8	4.1	4.0	3.8
ROE	2.2	3.0	2.1	2.7

자료: 유안타증권

[표 - 1] 영업 Metrics & 가정

(단위: 명, 원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E
Subscribers								
Cable TV	4,149,715	4,173,345	4,193,960	4,180,066	4,252,738	4,247,738	4,242,738	4,236,738
Analog	1,461,341	1,463,242	1,472,838	1,472,678	1,549,718	1,529,718	1,509,718	1,489,718
Digital	2,688,374	2,710,103	2,721,122	2,707,388	2,703,020	2,718,020	2,733,020	2,747,020
디지털 비율	64.8%	64.9%	64.9%	64.8%	63.6%	64.0%	64.4%	64.8%
Internet	829,632	827,703	823,719	812,974	811,300	808,300	805,300	802,300
VoIP	583,762	564,962	544,966	527,063	511,229	493,229	475,229	457,229
MVNO	865,354	856,904	856,197	857,533	857,755	858,055	858,355	858,655
ARPU								
Cable TV	7,771	7,676	7,676	7,788	7,440	7,313	7,340	7,368
Analog	3,016	2,947	2,908	2,892	2,743	2,716	2,688	2,662
Digital	10,121	9,977	10,057	10,181	9,880	9,900	9,910	9,920
Internet	11,375	11,247	11,211	11,188	10,961	10,950	10,939	10,928
VoIP	5,963	6,027	5,869	6,414	5,306	5,359	5,413	5,467
MVNO	21,691	21,872	22,320	22,400	20,947	21,010	21,073	21,136

자료: CJ 헬로, 유안타증권 리서치센터

[표 -2] 매출액 & 주요 영업비용 항목 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	275.2	275.7	278.2	290.8	286.5	276.8	276.7	277.3
TV 아날로그	12.9	12.5	12.4	12.3	13.3	12.5	12.2	11.9
TV 디지털	82.8	82.6	83.5	84.5	81.4	80.7	81.2	81.7
Internet	28.8	28.5	28.2	27.9	28.2	26.6	26.4	26.3
VoIP	10.3	10.1	9.4	10.0	7.5	7.9	7.7	7.5
Advertising(홈쇼핑)	57.0	57.2	53.5	58.8	55.5	55.5	55.5	55.5
지역광고	6.5	9.2	9.0	9.5	7.1	9.2	9.0	9.5
MVNO	69.7	64.1	67.2	69.6	73.1	64.1	64.3	64.4
기타	7.2	11.7	15.0	18.3	20.4	20.4	20.4	20.4
영업이익	17.6	19.1	18.5	17.6	13.1	15.5	14.6	0.9
영업비용	257.6	256.6	259.7	273.1	273.4	261.3	262.1	276.4
P.P Cost	40.2	40.3	40.7	42.7	41.6	41.1	42.2	56.2
Network usage fee	34.0	39.7	37.9	39.9	40.4	35.5	35.2	34.8
설치 & 보수	17.5	17.7	18.1	17.7	18.9	18.1	18.0	17.9
Service Fees	41.4	39.9	42.5	41.5	30.4	29.1	29.1	29.1
Labor	22.0	22.0	22.2	25.8	24.6	23.5	23.5	23.6
Sales & Marketing	4.4	5.0	4.9	5.1	4.8	4.4	4.5	4.7
Depreciation	39.5	39.1	39.3	39.1	40.5	39.3	39.3	39.4
Amortization	20.3	18.7	15.5	17.0	27.7	26.9	26.8	26.9
Merchandise sales	22.2	16.0	22.8	26.8	28.5	27.0	26.9	27.0
기타	16.1	18.2	15.8	17.5	15.9	16.5	16.6	16.8

자료: CJ 헬로, 유안타증권 리서치센터

CJ 헬로 (037560) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	11,006	11,199	11,173	11,054	11,040
매출원가	7,393	7,230	7,633	7,633	7,633
매출총이익	3,613	3,969	3,540	3,421	3,407
판매비	3,184	3,240	3,098	2,935	3,010
영업이익	429	729	441	486	397
EBITDA	2,922	3,014	3,050	3,095	3,006
영업외손익	-169	-317	-163	-165	-167
외환관련손익	0	16	0	0	0
이자손익	-169	-149	-147	-147	-147
관계기업관련손익	3	4	0	0	0
기타	-3	-188	-16	-18	-20
법인세비용차감전순이익	260	412	278	321	230
법인세비용	45	123	74	48	42
계속사업순이익	215	289	205	273	187
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	215	289	205	273	187
지배지분순이익	215	289	205	273	187
포괄순이익	213	263	205	273	188
지배지분포괄이익	213	263	205	273	188

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	3,153	3,163	3,305	3,473	3,606
현금및현금성자산	595	647	800	933	1,091
매출채권 및 기타채권	2,337	2,191	2,206	2,222	2,190
재고자산	128	191	175	190	198
비유동자산	15,249	15,519	15,266	15,135	14,991
유형자산	6,937	6,878	6,869	6,859	6,850
관계기업 등 지분관련자산	31	34	34	34	34
기타투자자산	128	465	465	491	506
자산총계	18,402	18,682	18,571	18,608	18,596
유동부채	5,651	3,613	3,655	3,674	3,729
매입채무 및 기타채무	1,512	1,577	1,584	1,532	1,580
단기차입금	1,500	0	0	0	0
유동성장기부채	2,086	1,519	1,569	1,619	1,619
비유동부채	3,084	5,197	4,897	4,701	4,504
장기차입금	20	0	0	0	0
사채	2,995	5,110	4,810	4,610	4,410
부채총계	8,735	8,810	8,553	8,375	8,234
지배지분	9,667	9,871	10,018	10,233	10,363
자본금	1,936	1,936	1,936	1,936	1,936
자본잉여금	1,901	1,901	1,901	1,901	1,901
이익잉여금	5,830	6,034	6,181	6,395	6,524
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,667	9,871	10,018	10,233	10,363
순차입금	5,998	5,940	5,533	5,247	4,896
총차입금	6,601	6,644	6,394	6,244	6,044

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,758	2,813	2,748	2,706	2,764
당기순이익	215	289	205	273	187
감가상각비	1,586	1,570	1,609	1,609	1,609
외환손익	0	-16	0	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-39	-127	-223	-335	-192
기타현금흐름	996	1,098	1,157	1,160	1,160
투자활동 현금흐름	-1,604	-2,741	-2,864	-2,869	-2,859
투자자산	4	1	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,162	-1,712	-1,600	-1,600	-1,600
유형자산 감소	12	8	0	0	0
기타현금흐름	-459	-1,038	-1,264	-1,269	-1,259
재무활동 현금흐름	-1,716	-19	-308	-208	-258
단기차입금	1,500	-1,500	0	0	0
사채 및 장기차입금	-3,158	1,539	-250	-150	-200
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-58	-58	-58	-58	-58
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	578	504	510
현금의 증감	-562	52	154	133	157
기초 현금	1,157	595	647	800	933
기말 현금	595	647	800	933	1,091
NOPLAT	429	729	441	486	397
FCF	1,647	956	1,111	1,087	1,140

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

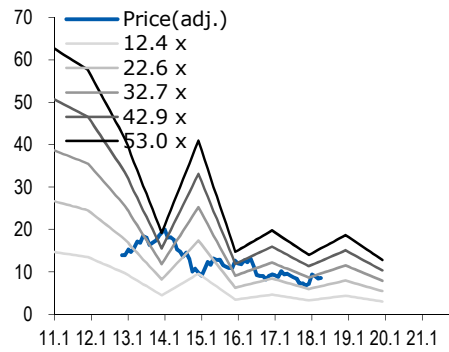
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	278	373	264	352	242
BPS	12,482	12,746	12,935	13,213	13,380
EBITDAPS	3,773	3,891	3,939	3,996	3,881
SPS	14,211	14,460	14,426	14,273	14,255
DPS	75	75	75	75	75
PER	37.9	22.7	32.3	24.2	35.3
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.8	4.1	4.0	3.8	3.8
PSR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-6.9	1.7	-0.2	-1.1	-0.1
영업이익 증가율 (%)	-59.1	69.7	-39.4	10.1	-18.4
지배순이익 증가율 (%)	-64.0	34.3	-29.1	33.3	-31.4
매출총이익률 (%)	32.8	35.4	31.7	30.9	30.9
영업이익률 (%)	3.9	6.5	4.0	4.4	3.6
자본순이익률 (%)	2.0	2.6	1.8	2.5	1.7
EBITDA 마진 (%)	26.5	26.9	27.3	28.0	27.2
ROIC	2.2	3.3	2.2	2.8	2.2
ROA	1.1	1.6	1.1	1.5	1.0
ROE	2.2	3.0	2.1	2.7	1.8
부채비율 (%)	90.4	89.3	85.4	81.8	79.5
순차입금/자기자본 (%)	62.1	60.2	55.2	51.3	47.2
영업이익/금융비용 (배)	2.0	3.8	2.4	2.6	2.1

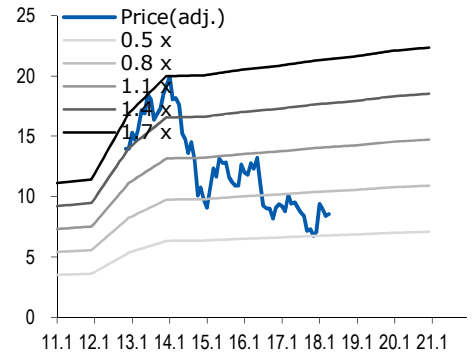
P/E band chart

(천원)

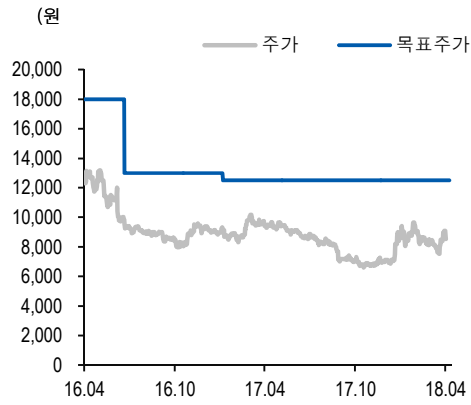


P/B band chart

(천원)



CJ헬로 (037560) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-05-02	BUY	12,500	1년		
2018-02-03	1년 경과 이후		1년	-32.18	-22.88
2017-02-03	BUY	12,500	1년	-33.06	-18.80
2016-07-19	BUY	13,000	1년	-30.50	-21.92
2016-04-12	BUY	18,000	1년	-34.29	-22.78

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	11.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-04-30

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최남곤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.