

CJ헬로(037560)

중립(유지)

4Q18 Preview: M&A 가치 vs 높은 valuation

4분기 실적은 시장 컨센서스 수준 예상

4분기 영업실적은 시장 컨센서스 수준으로 추정된다. 매출액과 영업이익은 각각 2,964억원, 168억원으로 시장 예상치와 비슷할 전망이다. 매출액은 전분기와 비슷하나 영업이익은 홈쇼핑 송출 수수료 인하분 소급 반영으로 18.3% 감소할 것이다. 전년동기와 비교하면 매출액은 렌탈(TV, 청소기, 안마기 등) 판매 증가로 1.9% 증가할 것이나 영업이익은 4.9% 줄어들 전망이다. 홈쇼핑 송출 수수료가 인하된 데다 콘텐츠 구매비용이 늘어나기 때문이다.

매출, 수익성 정체

19년 수익성은 TV홈쇼핑 송출 수수료 인하와 콘텐츠 구매 가격 인상으로 정체될 전망이다. 17년 홈쇼핑 수수료는 신규 T커머스업체 진입으로 늘었으나 18년 이후에는 수수료 인하로 감소 추세다. 영업이익률은 15년 8.5%에서 17년 6.5%로 하락했으며 18년, 19년에는 각각 5.6%, 5.6%에 머물 것이다. 다만 가입자당 매출액(ARPU)이 높은 디지털 방송 및 LTE 가입자 비중이 상승해 가입자 구성이 개선되는 점은 긍정적이다. 이는 방송과 알뜰폰 가입자당 매출액 증가로 이어질 전망이다.

M&A 기대 있으나 수익성 부진, 높은 valuation이 부담

CJ헬로에 대한 중립의견을 유지한다. 홈쇼핑 송출 수수료 인하로 서비스 매출액이 감소하고 콘텐츠 구매 비용 등 구조적 비용 증가로 수익성이 부진하다. 다만 M&A에 대한 기대감은 여전히 높다. LG유플러스 등 IPTV 업체로 통합되면 규모의 경제 효과가 예상된다. 하지만 valuation은 타 유료방송 업체에 비해 높다. 방송 가입자당 기업가치는 33만원, 조정 가입자(인터넷, 전화, 알뜰폰 가입자를 ARPU 수준에 따라 방송 가입자로 환산, 표 3)당 기업가치는 17만원으로 현대 HCN(8만원, 5만원)의 3~4배 수준이다.

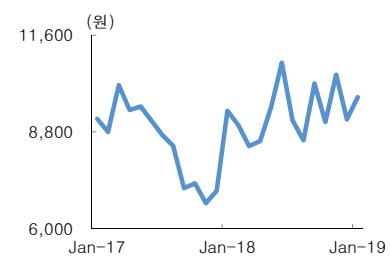
Stock Data

KOSPI(1/7)	2,037
주가(1/7)	9,800
시가총액(십억원)	759
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	11,050/6,870
일평균거래대금(6개월, 백만원)	3,533
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.4/9.1
주요주주(%)	CJ ENM SK텔레콤
	53.9 8.6

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.5)	0.8	41.0
KOSPI 대비(%p)	(0.6)	11.2	59.4

주가추이



자료: FnGuide

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	1,101	43	22	278	(63.9)	292	33.7	4.7	0.8	2.2	0.8
2017A	1,120	73	29	373	34.2	301	19.0	3.9	0.6	3.0	1.1
2018F	1,172	66	35	458	22.8	340	21.3	4.0	0.7	3.5	0.8
2019F	1,179	66	34	443	(3.3)	339	22.1	3.9	0.7	3.3	0.8
2020F	1,184	67	36	462	4.2	343	21.2	3.9	0.7	3.4	0.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

양종인

jiyang@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적

(단위: 천명, 원, 십억원, %)

	2017				2018				2017	2018F	4Q18F		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF			QoQ	YoY	Consensus
가입자(기말 기준)													
방송	4,150	4,173	4,194	4,180	4,253	4,232	4,221	4,208	4,180	4,208	(0.3)	0.7	
아날로그	1,461	1,463	1,473	1,473	1,550	1,547	1,519	1,494	1,473	1,494	(1.6)	1.5	
디지털	2,688	2,710	2,721	2,707	2,703	2,685	2,701	2,713	2,707	2,713	0.4	0.2	
초고속인터넷	830	828	824	813	811	808	798	788	813	811	(1.3)	(3.1)	
인터넷전화	584	565	545	527	511	494	478	461	527	461	(3.4)	(12.5)	
알뜰폰	865	857	853	858	858	842	815	810	858	810	(0.6)	(5.6)	
방송 ARPU (QoQ 증가율)	7,716 (0.8)	7,614 (1.3)	7,637 0.3	7,702 0.8	7,487 (2.8)	7,432 (0.7)	7,403 (0.4)	7,429 0.4	7,718 (2.8)	7,488 (3.0)	0.4	(3.5)	
매출액	275.2	275.7	278.2	290.8	286.5	291.3	297.7	296.4	1,119.9	1,171.6	(0.4)	1.9	
방송수익	95.7	95.1	95.9	96.7	94.7	94.6	93.9	93.9	383.4	376.8	0.1	(2.9)	
인터넷수익	28.8	28.5	28.2	27.9	28.2	28.4	27.9	27.3	113.4	111.7	(2.1)	(2.2)	
인터넷전화	10.3	10.1	9.4	10.0	7.5	6.6	6.1	5.6	39.7	25.8	(8.7)	(44.4)	
광고수익	63.5	66.4	62.5	68.2	62.6	66.6	65.5	63.8	260.6	258.5	(2.5)	(6.4)	
TV 광고	6.5	9.2	9.0	9.5	7.1	8.9	8.5	9.9	34.2	34.4	16.4	4.4	
홈쇼핑총출수수료수익	57.0	57.2	53.5	58.8	55.5	57.7	57.0	54.0	226.4	224.1	(5.3)	(8.2)	
알뜰폰	69.7	64.1	67.2	69.6	73.1	63.9	65.4	65.3	270.5	267.6	(0.2)	(6.3)	
기타	7.2	11.7	15.0	18.3	20.4	31.2	39.0	40.5	52.3	131.1	4.0	121.4	
영업이익	17.6	19.1	18.5	17.6	13.1	15.7	20.5	16.8	72.9	66.2	(18.3)	(4.9)	
법인세차감전순이익	12.8	11.6	5.6	11.2	8.2	10.8	17.0	9.6	41.2	45.5	(43.6)	(14.3)	
당기순이익	9.8	5.9	4.6	8.6	6.5	8.5	13.1	7.4	28.9	35.5	(43.6)	(13.6)	
												6.9	

자료: CJ헬로, 한국투자증권

[그림 1] 방송 가입자당 매출액(ARPU)



자료: CJ헬로, 한국투자증권

[그림 2] 초고속인터넷 ARPU



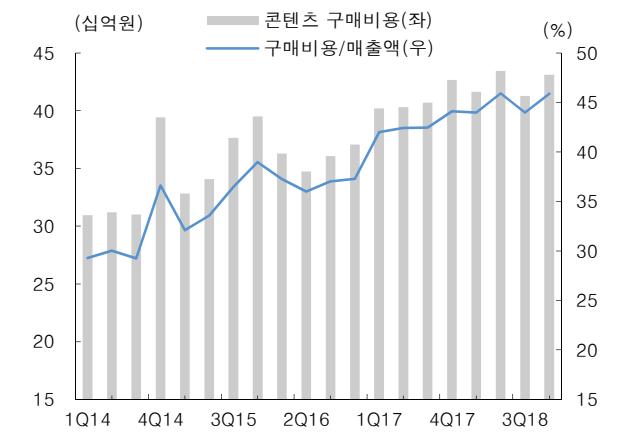
자료: CJ헬로, 한국투자증권

[그림 3] 알뜰폰 ARPU



자료: CJ헬로, 한국투자증권

[그림 4] 콘텐츠 구매비용



자료: CJ헬로, 한국투자증권

<표 2> 2018년 6월 유료방송 가입자 수 및 점유율

(단위: 천명, %)

구분	사업자	가입자 수	시장점유율
종합유선방송	CJ헬로	4,134	12.8
	티브로드	3,139	9.7
	딜라이브	2,062	6.4
	CMB	1,557	4.8
	현대HCN	1,330	4.1
	개별SO(10개사)	1,719	5.3
	소 계	13,940	43.3
위성방송	KT스카이라이프	3,260	10.1
IPTV	KT	6,712	20.8
	SK브로드밴드	4,543	14.1
	LG유플러스	3,760	11.7
	소 계	15,016	46.6
총 계		32,216	100.0

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

자료: 과학기술정보통신부, 한국투자증권

〈표 3〉 CJ헬로와 현대HCN의 가입자당 기업가치

(단위: 십억원, 천명, 원)

CJ 헬로		현대 HCN	
기업가치	1,410	기업가치	103
시가총액	759	시가총액	464
순차입금	651	순차입금	(361)
가입자	가입자 수	ARPU	가입자
방송가입자	4,221	7,403	방송가입자
아날로그	1,519	2,942	아날로그
디지털	2,701	10,027	디지털
초고속인터넷	798	11,574	초고속인터넷
인터넷전화(VoIP)	478	4,168	인터넷전화(VoIP)
이동통신(알뜰폰)	815	21,929	
가입자당 가치	가입자당 가치		
1. 방송 가입자 기준	334,124	1. 방송 가입자 기준	77,609
2. 전체 가입자 합산 기준	223,450	2. 전체 가입자 합산 기준	59,323
3. 조정 가입자 기준	173,019	3. 조정 가입자 기준	54,327

주: 1. 1월 7일 종가 기준

2. 전체 가입자는 3분기 방송, 초고속인터넷, 전화, 알뜰폰 가입자의 합

3. 조정 가입자는 방송 외 가입자를 ARPU 수준에 따라 방송 가입자로 환산(예: 조정 초고속인터넷 가입자 = 초고속인터넷 가입자 X 초고속인터넷 ARPU/방송 ARPU)

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

CJ헬로는 2000년 3월 CJ그룹이 양천방송을 인수하며 종합유선방송사업을 시작. SO는 경상도 5개, 부산 4개, 강원도 3개, 전라도 3개, 서울 2개 등 총 23개. 유료방송 외에도 초고속인터넷, 인터넷전화, 알뜰폰 등의 사업을 영위.

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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	315	316	328	355	368
현금성자산	59	65	69	94	107
매출채권및기타채권	234	219	234	236	237
재고자산	13	19	12	12	12
비유동자산	1,525	1,552	1,631	1,652	1,668
투자자산	16	50	52	53	53
유형자산	694	688	703	718	730
무형자산	758	746	805	810	813
자산총계	1,840	1,868	1,960	2,007	2,037
유동부채	565	361	420	437	434
매입채무및기타채무	151	158	165	166	167
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	945	967	969
지배주주지분	967	987	1,014	1,040	1,067
자본금	194	194	194	194	194
자본잉여금	190	190	190	190	190
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	583	603	633	662	692
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	967	987	1,014	1,040	1,067

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,101	1,120	1,172	1,179	1,184
영업이익	43	73	66	66	67
금융수익	5	7	9	7	9
이자수익	5	4	7	7	8
금융비용	22	20	20	19	20
이자비용	21	19	18	19	19
기타영업외손익	(0)	(18)	(10)	(10)	(10)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	26	41	46	44	46
법인세비용	4	12	10	10	11
연결당기순이익	22	29	35	34	36
지배주주지분순이익	22	29	35	34	36
기타포괄이익	(0)	(3)	(3)	(3)	(3)
총포괄이익	21	26	33	32	33
지배주주지분포괄이익	21	26	33	32	33
EBITDA	292	301	340	339	343

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	276	281	353	322	308
당기순이익	22	29	35	34	36
유형자산감가상각비	159	157	159	157	160
무형자산상각비	91	72	114	116	116
자산부채변동	(4)	(13)	43	15	(4)
기타	8	36	2	0	0
투자활동현금흐름	(160)	(274)	(353)	(296)	(295)
유형자산투자	(116)	(171)	(175)	(173)	(173)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	1	(38)	(5)	(3)	(3)
무형자산순증	(55)	(65)	(173)	(121)	(119)
기타	9	(1)	(1)	0	(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	(1)	25	12

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	278	373	458	443	462
BPS	12,482	12,746	13,095	13,430	13,783
DPS	75	75	75	75	75
성장성(%), YoY					
매출증가율	(6.9)	1.7	4.6	0.6	0.4
영업이익증가율	(59.1)	69.7	(9.2)	0.2	1.4
순이익증가율	(64.0)	34.3	22.8	(3.3)	4.2
EPS증가율	(63.9)	34.2	22.8	(3.3)	4.2
EBITDA증가율	(22.3)	3.1	12.7	(0.1)	1.2
수익성(%)					
영업이익률	3.9	6.5	5.6	5.6	5.7
순이익률	2.0	2.6	3.0	2.9	3.0
EBITDA Margin	26.5	26.9	29.0	28.8	29.0
ROA	1.1	1.6	1.9	1.7	1.8
ROE	2.2	3.0	3.5	3.3	3.4
배당수익률	0.8	1.1	0.8	0.8	0.8
배당성향	27.0	20.1	16.4	16.9	16.2
안정성					
순차입금(십억원)	648	634	594	574	566
차입금/자본총계비율(%)	73.3	71.4	65.9	64.7	63.5
Valuation(X)					
PER	33.7	19.0	21.3	22.1	21.2
PBR	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.7	3.9	4.0	3.9	3.9

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
CJ헬로(037560)	2016.07.05	중립	-	-	-
	2017.07.05	1년경과	-	-	-
	2018.07.05	1년경과	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 1월 8일 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

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 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
- 중립 : 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 돋기 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.