



2017/08/02

# CJ헬로비전(037560)

## 3분기부터 방송 ARPU 턴어라운드 기대

### ■ 2Q17 Review: 매출액 -1.6% YoY, 영업이익 -20.7% YoY

2Q17 매출액과 영업이익은 각각 2,757억원 (-1.6% YoY, +0.2% QoQ), 191억원 (-20.7% YoY, +8.6% QoQ)으로 당사 예상치에 부합하는 실적을 기록했다. 방송 가입자는 4분기 연속 순증세를 지속하여 전체 가입자는 사상 최대 규모인 419만명을 기록했다. 다만 디지털 가입자의 VOD 수요 정체로 방송 ARPU는 전분기대비 1.2% 하락하여 3분기 연속 하락세를 피하지 못한 점이 아쉽다. MVNO 가입자는 전분기대비 1.0% 감소했으나 LTE 가입자 비중 확대로 ARPU는 0.8% 상승하며 4분기만에 플러스 성장세로 돌아섰다.

### ■ 하반기부터 비용 절감 효과 발생

케이블TV 시장이 정체기로 진입한 만큼 CJ헬로비전에 대해 탑라인 성장보다는 비용 효율화에 따른 이익 성장에 초점을 두어야 한다. 축소될 수 있는 비용의 큰 축은 유·무형 감가상각비와 망사용료이다. 유료방송 시장의 경쟁 완화에 따른 SAC의 하향 안정화로 무형자산상각비의 감소가 예상된다. 또한 통신비 절감 정책으로 인해 알뜰폰 사업자에 대한 망 도매대가가 인하될 가능성이 높다. 현재 LTE 도매대가 산정방식은 RS 구조로 LTE 정액제 요금 수익에서 알뜰폰 사업자가 가져가는 비율이 10%p 인상되는 방안이 검토되고 있다. 2분기 기준 LTE 가입자 비중은 53.1%로 LTE 가입자의 비중 증가는 ARPU 개선과 더불어 망 도매대가 인하에 따라 수익성 개선도 동시에 견인할 수 있다.

### ■ 3분기 디지털 방송 ARPU 1만원대 재진입 예상

방송 ARPU는 3분기부터 턴어라운드가 예상된다. 턴어라운드를 기대하는 요인은 1) 디지털 가입자의 VOD 수요 증가, 2) 고가 상품 '헬로tv RED' 출시를 통한 고(高) ARPU 전략 가속화이다. VOD 월정액제 상품의 다양화와 사용자 편의성 확대로 VOD 수요를 촉진시키고 PVR(Personal Video Recorder) 기능이 탑재된 UHD 셋톱 박스 판매를 강화하여 ARPU 상승을 견인할 전망이다. 2분기 디지털방송 ARPU는 9,977원으로 처음으로 9천원대까지 하락했는데 3분기에 1만원대로 재진입할 것으로 추정한다.

인터넷/미디어/엔터

김민정(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

오대식(2122-9212) dsoh@hi-ib.com

**Buy** (Maintain)

목표주가(12M)	11,000원
종가(2017/08/01)	8,720원

### Stock Indicator

자본금	194십억원
발행주식수	7,745만주
시가총액	675십억원
외국인지분율	7.1%
배당금(2016)	75원
EPS(2017E)	633원
BPS(2017E)	13,037원
ROE(2017E)	5.0%
52주 주가	7,980~10,150원
60일평균거래량	117,096주
60일평균거래대금	1.1십억원

### Price Trend



〈표 1〉 CJ 헬로비전 2 분기 잠정실적

(단위: 십억원)											
	2016	2017E	2018E	2Q16	1Q17	2Q17P	컨센서스	차이(%)	당사 추정치	차이(%)	
<b>총매출액</b>	<b>1,100.6</b>	<b>1,121.7</b>	<b>1,230.1</b>	<b>280.3</b>	<b>275.2</b>	<b>275.7</b>	<b>273.8</b>	<b>0.7</b>	<b>274.0</b>	<b>0.7</b>	
YoY(%)	-6.9	1.9	9.7	-7.3	-1.2	-1.6	-2.3	0.7p	-2.3	0.6p	
QoQ(%)				0.6	5.2	0.2	-0.5	0.7p	-0.4	0.6p	
<b>영업이익</b>	<b>42.9</b>	<b>83.6</b>	<b>104.6</b>	<b>24.1</b>	<b>17.6</b>	<b>19.1</b>	<b>24.5</b>	<b>-22.0</b>	<b>19.4</b>	<b>-1.6</b>	
YoY(%)	-59.1	94.8	25.1	-12.5	-29.9	-20.7	1.7	-22.4p	-19.4	-1.3p	
QoQ(%)					-4.0	흑전	8.6	39.2	-30.6p	10.3	-1.8p
이익률(%)	3.9	7.5	8.5	8.6	6.4	6.9	8.9	-2p	7.1	-0.2p	
<b>순이익</b>	<b>21.4</b>	<b>49.0</b>	<b>67.3</b>	<b>15.0</b>	<b>9.8</b>	<b>5.9</b>	<b>16.7</b>	<b>-64.8</b>	<b>11.7</b>	<b>-49.6</b>	
이익률(%)	1.9	4.4	5.5	5.4	3.6	2.1	6.1	-4p	4.3	-2.1p	

자료: CJ헬로비전, 하이투자증권

주: 연결기준

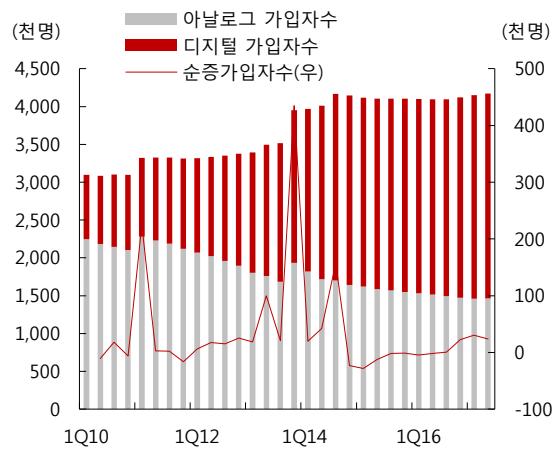
〈표 2〉 CJ 헬로비전 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E
<b>총매출액</b>	<b>1,101</b>	<b>1,122</b>	<b>1,230</b>	<b>279</b>	<b>280</b>	<b>280</b>	<b>262</b>	<b>275</b>	<b>276</b>	<b>284</b>	<b>287</b>
TV	387	382	407	97	97	97	96	96	95	95	97
Internet & Phone	164	152	146	43	41	40	40	39	39	38	37
Advertising	252	266	259	67	66	68	51	64	66	67	69
MVNO	269	276	375	66	69	68	67	70	64	71	71
기타	28	45	44	5	7	7	9	7	12	13	14
<b>영업이익</b>	43	84	105	25	24	24	-30	18	19	24	22
<b>세전이익</b>	26	67	87	23	19	21	-38	13	12	20	18
<b>순이익</b>	21	49	67	19	15	17	-29	10	6	15	14
<b>성장률 (YoY %)</b>											
<b>총매출액</b>	-6.9	1.9	9.7	-4.9	-7.3	-5.3	-10.3	-1.2	-1.6	1.3	9.7
TV	-5.2	-1.3	6.4	-4.8	-5.0	-5.6	-5.4	-1.8	-1.5	-2.5	0.7
Internet & Phone	-11.7	-6.8	-3.9	-12.2	-13.3	-12.0	-9.2	-8.2	-6.4	-6.3	-6.3
Advertising	-5.0	5.5	-2.8	5.7	-0.1	2.1	-26.4	-5.7	0.3	-1.0	35.9
MVNO & nScreen	2.5	2.3	35.9	7.2	-3.5	-0.9	8.6	5.3	-7.2	5.3	6.3
기타	-53.4	60.1	-3.0	-69.6	-52.4	-41.5	-46.9	43.4	59.5	80.5	53.5
<b>영업이익</b>	-59.1	94.8	25.1	-6.6	-12.5	-23.5	적전	-29.9	-20.7	2.8	흑전
<b>세전이익</b>	-65.9	159.1	30.4	25.0	-14.3	-7.6	적전	-44.9	-40.2	-5.2	흑전
<b>순이익</b>	-64.1	128.9	37.4	42.2	-27.9	-6.3	적전	-48.7	-60.8	-6.8	흑전
<b>이익률 (%)</b>											
<b>영업이익률</b>	3.9	7.5	8.5	9.0	8.6	8.5	-11.5	6.4	6.9	8.6	7.8
<b>세전이익률</b>	2.4	6.0	7.1	8.4	6.9	7.7	-14.6	4.7	4.2	7.2	6.4
<b>순이익률</b>	1.9	4.4	5.5	6.8	5.4	5.9	-11.1	3.6	2.1	5.4	4.9

자료: CJ헬로비전, 하이투자증권

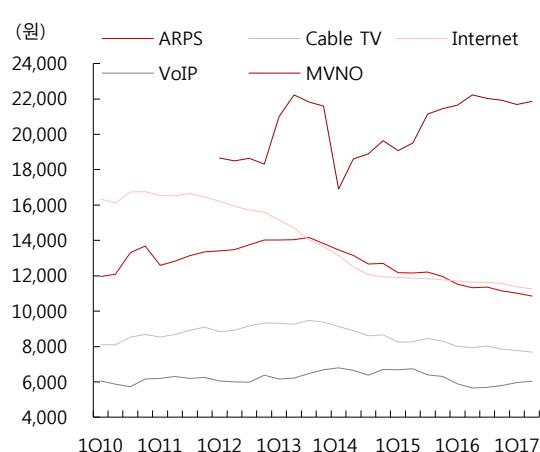
주: 연결기준

&lt;그림 1&gt; CJ 헬로비전 케이블 TV 가입자수 추이



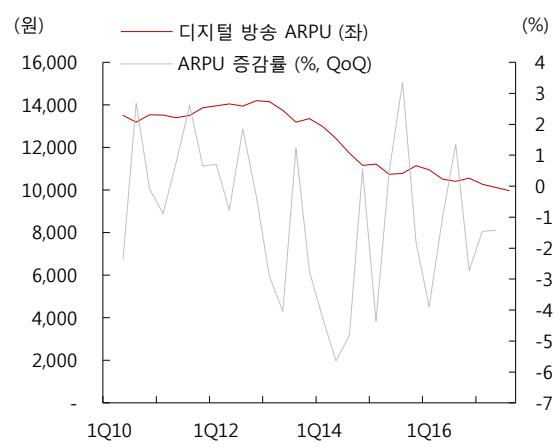
자료: CJ헬로비전, 하이투자증권

&lt;그림 2&gt; CJ 헬로비전의 ARPU 추이



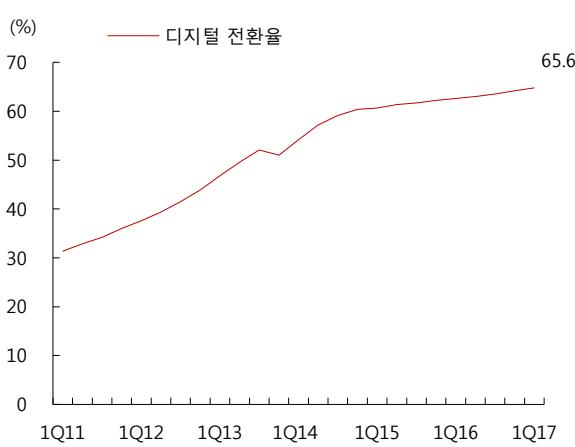
자료: CJ헬로비전, 하이투자증권

&lt;그림 3&gt; CJ 헬로비전 디지털방송 ARPU 추이



자료: CJ헬로비전, 하이투자증권

&lt;그림 4&gt; CJ 헬로비전의 방송 디지털 전환율 추이



자료: CJ헬로비전, 하이투자증권

## K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원, %)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	315	435	594	730	매출액	1,101	1,122	1,230	1,279
현금 및 현금성자산	59	177	313	439	증가율(%)	-6.9	1.9	9.7	4.0
단기금융자산	1	1	0	0	매출원가	739	753	826	859
매출채권	234	238	261	272	매출총이익	361	368	404	420
재고자산	13	13	14	15	판매비와관리비	318	285	299	307
비유동자산	1,525	1,450	1,355	1,290	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	694	694	644	606	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	758	683	638	611	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,840	1,885	1,949	2,019	영업이익	43	84	105	113
유동부채	565	567	570	572	증가율(%)	-59.1	94.8	25.1	7.9
매입채무	14	15	16	17	영업이익률(%)	3.9	7.5	8.5	8.8
단기차입금	150	150	150	150	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	209	209	209	209	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	308	308	308	308	지분법이익(손실)	0	1	-	-
사채	300	300	300	300	기타영업외손익	0	-1	-1	-1
장기차입금	2	2	2	2	세전계속사업이익	26	67	87	96
부채총계	874	875	878	880	법인세비용	4	18	20	22
지배주주지분	967	1,010	1,071	1,139	세전계속이익률(%)	2.4	6.0	7.1	7.5
자본금	194	194	194	194	당기순이익	22	49	67	74
자본잉여금	190	190	190	190	순이익률(%)	2.0	4.4	5.5	5.8
이익잉여금	583	626	688	756	지배주주귀속 순이익	22	49	67	74
기타자본항목	-	-	-	-	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	21	49	67	73
자본총계	967	1,010	1,071	1,139	지배주주귀속총포괄이익	21	48	66	73

현금흐름표					주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	276	286	272	250	주당지표(원)				
당기순이익	22	49	67	74	EPS	278	633	869	951
유형자산감가상각비	159	150	150	138	BPS	12,482	13,037	13,830	14,704
무형자산상각비	91	75	45	27	CFPS	3,496	3,535	3,380	3,080
지분법관련손실(이익)	0	1	-	-	DPS	75	75	75	75
투자활동 현금흐름	-160	-142	-92	-92	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-124	-150	-100	-100	PER	33.7	13.8	10.0	9.2
무형자산의 처분(취득)	-54	-	-	-	PBR	0.8	0.7	0.6	0.6
금융상품의 증감	0	0	0	0	PCR	2.7	2.5	2.6	2.8
재무활동 현금흐름	-172	-6	-6	-6	EV/EBITDA	4.5	3.8	3.4	3.2
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	2.2	5.0	6.5	6.7
자본의증감	-	0	-	-	EBITDA 이익률	26.5	27.5	24.3	21.7
배당금지급	-6	-6	-6	-6	부채비율	90.4	86.7	82.0	77.3
현금및현금성자산의증감	-56	117	137	125	순부채비율	62.1	47.8	32.3	19.4
기초현금및현금성자산	116	59	177	313	매출채권회전율(x)	4.8	4.8	4.9	4.8
기말현금및현금성자산	59	177	313	439	재고자산회전율(x)	71.1	86.9	90.1	87.8

자료 : CJ 헬로비전, 하이투자증권 리서치센터

## 주가와 목표주가와의 추이



## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-07-17	Buy	11,000
2017-02-06	Buy	14,000
2016-11-07	Buy	11,000
2016-06-01(담당자변경)	Buy	17,000

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 김민정, 오대식\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-