

2017/02/06

# CJ헬로비전 (037560)

## MVNO 사업 효도 시작

### ■ 4Q16 Review: 매출액 -10.3% YoY, 영업이익 적전 YoY

4Q16 매출액과 영업이익은 각각 2,615억원 (-10.3% YoY, -6.7% QoQ), -300억원 (적전 YoY, 적전 QoQ)으로 어닝쇼크를 기록했다. 부진한 실적의 주요인은 1) 홈쇼핑송출수수료 인하로 인한 매출 감소, 2) 지상파 CPS 과거 누적 인상분 소급 적용이다. 2016년 홈쇼핑송출수수료 매출액은 전년 대비 3.6% 감소했으며 프로그램 사용료는 전년 대비 17.8% 증가했다. SKT의 합병 무산으로 인한 경영 불안정으로 2016년은 매출액이 역성장을 보인데다 프로그램 사용료까지 증가하면서 영업이익률은 전년 대비 5%p 하락한 3.9% 기록했다.

### ■ 가입자수 증가와 ARPU 턴어라운드 기대

4Q14부터 지속적으로 감소하던 케이블TV 가입자수는 3Q16부터 플러스 성장으로 턴어라운드하여 2분기 연속 증가세를 이어가고 있다. 4분기 케이블TV 가입자수는 전분기 대비 2.3만명 증가한 412만명을 기록했으며 디지털 전환율은 64.2%까지 상승했다. MVNO 가입자수 또한 6분기만에 플러스 성장으로 돌아섰으며 LTE 가입자 비중은 2015년 38.9%에서 2016년 49.6%까지 증가했다. 1) 케이블 TV의 디지털 가입자 비중 확대, 2) MVNO의 LTE 가입자 비중 확대, 3) 유료방송 시장의 경쟁 완화로 올해 하반기부터는 ARPU 반등이 기대된다. 가입자수와 ARPU가 동시에 상승하면서 2017년 매출액은 전년대비 7.4% 증가할 것으로 예상된다.

### ■ 투자의견 BUY, 목표주가 14,000원으로 상향 조정

가입자수 반등에 따라 경영 불안정에 의한 밸류에이션 디스카운트는 점진적으로 해소될 전망으로 CJ헬로비전에 대한 투자의견 BUY 유지, 목표주가는 기존 11,000원에서 14,000원으로 상향 조정한다. 목표주가는 가입자당 가치와 PER을 통해 산출한 적정주가의 평균 수치이다. 케이블TV 가입자당 가치는 45만원, Target PER은 유료방송 시장 내 케이블TV 경쟁력 약화에 따라 미디어 업종의 평균 PER 대비 30% 할인한 18.6배를 적용했다. LG유플러스가 실적발표에서 케이블TV 인수 가능성을 열어둔 만큼 케이블TV 업체의 가입자당 가치는 재조명될 것으로 판단한다.

인터넷/미디어/엔터

김민정(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

오대식 (2122-9212) dsos@hi-ib.com

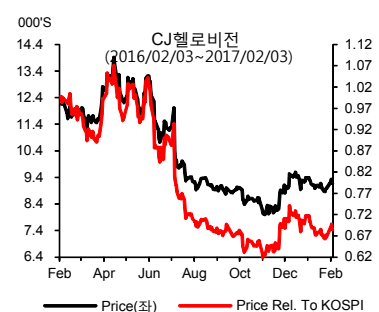
Buy (Maintain)

목표주가(6M)	14,000원
종가(2017/02/03)	9,150원

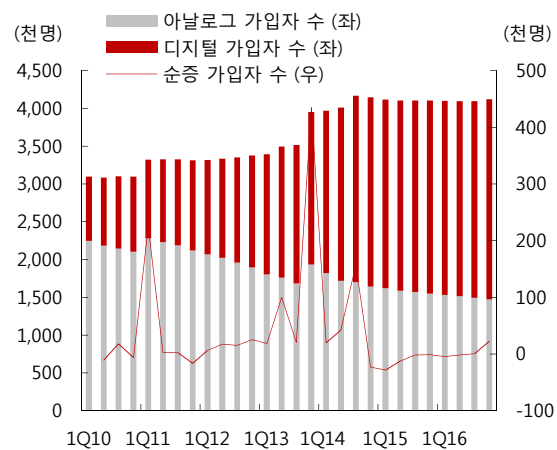
#### Stock Indicator

자본금	194십억원
발행주식수	7,745만주
시가총액	709십억원
외국인지분율	7.9%
배당금(2015)	75원
EPS(2016E)	276원
BPS(2016E)	11,501원
ROE(2016E)	2.2%
52주 주가	7,980~13,900원
60일평균거래량	127,112주
60일평균거래대금	1.1십억원

#### Price Trend

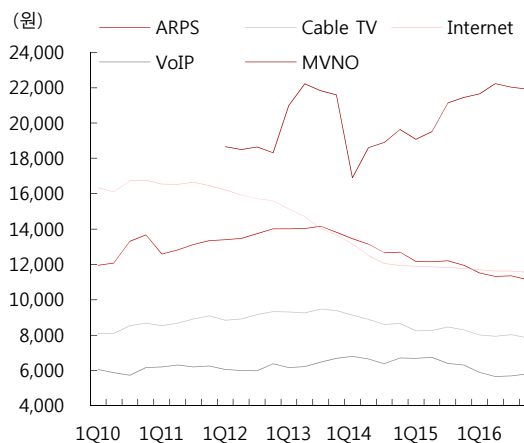


&lt;그림 1&gt; CJ 헬로비전 케이블 TV 가입자수 추이



자료: CJ헬로비전, 하이투자증권

&lt;그림 2&gt; CJ 헬로비전의 ARPU 추이



자료: CJ헬로비전, 하이투자증권

&lt;표 1&gt; CJ 헬로비전 목표 주가 산정

구분	내용		비고
가입자당 가치 ①	가입자당 가치 (원)	450,000	
	케이블 TV 가입자수 (천명)	4,119	4Q16 기준
	기업가치 (십억원)	1,854	
	순차입금 (십억원)	578	3Q16 기준
	목표 시가총액 (십억원)	1,276	
	발행주식수 (천주)	77,447	
PER ②	적정 주가 (원)	16,476	
	12MF EPS (원)	631	
	Targer PER (배)	18.6	미디어 업종 평균 PER 대비 30% 할인
적정 주가 (원)		11,730	
목표 주가 (원) (①+②)/2		14,000	
현재주가 (원)		9,150	2 월 3 일 기준
상승여력 (%)		53.0	

자료: 하이투자증권

〈표 2〉 CJ 헬로비전 4 분기 잠정실적

(단위: 십억원)

	2015	2016P	2017E	4Q15	3Q16	4Q16P	컨센서스	차이(%)
총매출액	1,182.6	1,100.6	1,182.3	291.7	280.3	261.5	267.5	-2.2
YoY(%)	-6.9	-6.9	7.4	-8.8	-5.3	-10.3	-8.3	-2p
QoQ(%)				-1.4	0.0	-6.7	-4.6	-2.1p
영업이익	105.0	42.9	78.3	19.5	23.8	-30.0	13.3	-325.5
YoY(%)	2.8	-59.1	82.4	-11.7	-23.5	적전	-31.8	
QoQ(%)				-37.2	-1.4	적전	-44.0	
이익률(%)	8.9	3.9	6.6	6.7	8.5	-11.5	5.0	-16.4p
순이익	59.7	21.4	47.7	7.8	16.6	-29.1	8.3	-451.1
이익률(%)	5.0	1.9	4.0	2.7	5.9	-11.1	3.1	-14.2p

자료: CJ헬로비전, 하이투자증권

주: 연결기준

〈표 3〉 CJ 헬로비전 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2015	2016P	2017E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
총매출액	1,183	1,101	1,182	279	280	280	262	283	290	299	311
TV	409	387	423	97	97	97	96	99	103	108	113
Internet & Phone	185	164	154	43	41	40	40	39	39	38	38
Advertising	265	252	255	67	66	68	51	62	62	64	67
MVNO	263	269	310	66	69	68	67	73	76	79	82
기타	61	28	40	5	7	7	9	9	10	10	11
영업이익	105	43	78	25	24	24	-30	19	20	20	19
세전이익	76	26	62	23	19	21	-38	15	16	16	15
순이익	60	21	48	19	15	17	-29	12	12	12	12
성장률 (YoY %)											
총매출액	-6.9	-6.9	7.4	-4.9	-7.3	-5.3	-10.3	1.4	3.3	6.8	18.8
TV	-3.5	-5.2	9.3	-4.8	-5.0	-5.6	-5.4	1.8	7.1	10.8	17.5
Internet & Phone	-6.8	-11.7	-5.7	-12.2	-13.3	-12.0	-9.2	-8.9	-6.1	-4.2	-3.2
Advertising	1.2	-5.0	1.1	5.7	-0.1	2.1	-26.4	-8.1	-6.2	-5.9	32.3
MVNO & nScreen	-8.4	2.5	15.1	7.2	-3.5	-0.9	8.6	11.0	9.7	16.7	23.1
기타	-38.7	-53.4	41.0	-69.6	-52.4	-41.5	-46.9	85.1	32.3	43.0	21.6
영업이익	2.8	-59.1	82.4	-6.6	-12.5	-23.5	적전	-22.8	-18.4	-16.6	흑전
세전이익	113.2	-65.9	139.2	25.0	-14.3	-7.6	적전	-34.6	-19.8	-26.8	흑전
순이익	132.6	-64.1	122.8	42.2	-27.9	-6.3	적전	-38.4	-20.1	-27.1	흑전
이익률 (%)											
영업이익률	8.9	3.9	6.6	9.0	8.6	8.5	-11.5	6.9	6.8	6.6	6.3
세전이익률	6.4	2.4	5.2	8.4	6.9	7.7	-14.6	5.4	5.4	5.2	4.9
순이익률	5.0	1.9	4.0	6.8	5.4	5.9	-11.1	4.2	4.1	4.0	3.8

자료: CJ헬로비전, 하이투자증권

주: 연결기준

## K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	374	523	614	764
현금 및 현금성자산	116	285	361	488
단기금융자산	1	0	0	0
매출채권	228	212	228	251
재고자산	18	17	18	20
비유동자산	1,627	1,510	1,439	1,345
유형자산	737	679	639	561
무형자산	796	737	707	691
자산총계	2,000	2,032	2,053	2,109
유동부채	528	526	528	530
매입채무	24	22	24	26
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	316	316	316	316
비유동부채	521	521	521	521
사채	349	349	349	349
장기차입금	161	161	161	161
부채총계	1,049	1,047	1,049	1,051
지배주주지분	951	985	1,004	1,058
자본금	194	214	194	194
자본잉여금	190	190	190	190
이익잉여금	568	584	626	682
기타자본항목	-	-	-	-
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	951	985	1,004	1,058

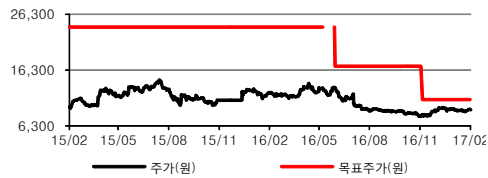
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	1,183	1,101	1,182	1,302
증가율(%)	9.0	-6.9	7.4	10.2
매출원가	760	704	757	834
매출총이익	422	396	426	469
판매비와관리비	318	353	347	371
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	105	43	78	98
증가율(%)	14.9	-59.1	82.4	25.2
영업이익률(%)	8.9	3.9	6.6	7.5
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	0	1	1	-
기타영업외손익	-7	2	-1	-1
세전계속사업이익	76	26	62	81
법인세비용	16	4	14	19
세전계속이익률(%)	6.4	2.4	5.2	6.2
당기순이익	60	21	48	62
순이익률(%)	5.0	1.9	4.0	4.8
지배주주귀속 순이익	60	21	48	62
기타포괄이익	-2	-2	-2	-2
총포괄이익	57	19	45	60
지배주주귀속총포괄이익	57	19	45	59

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	368	350	327	314
당기순이익	60	21	48	62
유형자산감가상각비	162	208	190	178
무형자산상각비	109	109	80	66
지분법관련손실(이익)	0	1	1	-
투자활동 현금흐름	-161	-705	-707	-657
유형자산의 처분(취득)	-125	-150	-150	-100
무형자산의 처분(취득)	-59	-50	-50	-50
금융상품의 증감	99	1	0	0
재무활동 현금흐름	-188	11	-30	-10
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	100	-	-	-
자본의증감	-	20	-20	-
배당금지급	-6	-6	-6	-6
현금및현금성자산의증감	20	169	76	127
기초현금및현금성자산	96	116	285	361
기말현금및현금성자산	116	285	361	488

주요투자지표	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)				
EPS	771	276	616	803
BPS	12,282	11,501	12,962	13,660
CFPS	4,271	4,369	4,110	3,949
DPS	75	75	75	75
Valuation(배)				
PER	16.4	33.1	14.9	11.4
PBR	1.0	0.8	0.7	0.7
PCR	3.0	2.1	2.2	2.3
EV/EBITDA	4.5	3.5	3.4	3.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	6.3	2.2	4.8	6.0
EBITDA 이익률	31.8	32.7	29.5	26.2
부채비율	110.3	106.4	104.5	99.4
순부채비율	74.5	54.9	46.2	31.9
매출채권회전율(x)	4.7	5.0	5.4	5.4
재고자산회전율(x)	64.7	62.8	67.4	68.2

자료 : CJ 헬로비전, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
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 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김민정,오대식)

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

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

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

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

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

## 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2016-12-31 기준

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