

CJ헬로비전 037560

Jan 14, 2013

Buy [신규]
TP 21,000원 [신규]

Company Data

현재가(01/11)	14,500 원
액면가(원)	2,500 원
52 주 최고가(보통주)	15,500 원
52 주 최저가(보통주)	12,450 원
KOSPI (01/11)	1,996.67p
KOSDAQ (01/11)	515.42p
자본금	1,732 억원
시가총액	10,043 억원
발행주식수(보통주)	6,926 만주
발행주식수(우선주)	818 만주
평균거래량(60 일)	36.4 만주
평균거래대금(60 일)	48 억원
외국인지분(보통주)	11.58%
주요주주	
CJ오쇼핑 외 2 인	78.38%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.8%	0.0%	0.0%
상대주가	4.1%	0.0%	0.0%

규모의 경제를 향한 긴 여정

투자 의견 매수 및 목표주가 21,000원 제시하며 커버리지 개시

CJ헬로비전에 대해 투자 의견 매수와 목표주가 21,000원을 제시하며 커버리지를 개시함. 현주가대비 약 45%의 상승여력이 있음

유료방송 본격 개화기의 주목할 만한 투자처

지상파 디지털 전환을 전후로 아날로그 케이블 가입자들이 본격적으로 유료방송 시장에 유입되기 시작하는 유료방송의 본격 개화기에 동사는 주목할 만한 투자처로 판단됨. 동사에 대한 투자포인트는 1) 디지털 전환 및 VOD 수요 확대에 따른 ARPU가 지속적으로 상승할 것이란 점, 그리고 2) 케이블이 위성TV와 IPTV 등에 가입자를 빼앗기는 상황에서도 동사는 상대적으로 가입자 유지에 있어 경쟁력이 있다는 점임. 2)는 2-1) 미디어 그룹으로서의 CJ의 브랜드를 보유하고 있어 콘텐츠 확보 경쟁력에 대한 기대감이 있고 2-2) MVNO, N-Screen 등 다양한 서비스를 통한 번들화의 강점을 보유하고 있다는 점임

규모의 경제를 향한 긴 여정

동사에 대한 가장 중요한 투자포인트는 대형 MSO 중심의 업계 재편이 지속될 것으로 보이며 동사는 그 수혜를 볼 것이라는 점. 이는 1) 방송법 개정으로 케이블에서도 지역 제한이 철폐될 가능성이 높다는 점과 2) 낮아져만 가는 SO의 M&A 가치와 25%가 권고사항으로 되어 있는 방송법 시행령상의 디지털 전환을 사이에서 압박을 받고 있는 중소 SO들이 매각을 서두를 가능성이 높기 때문임. 동사는 방송법 개정 이전 현행 방송법 하에서도 M&A를 지속적으로 추진할 룬이 아직 꽤 있어 방송법 개정과 무관하게 당분간 규모의 경제를 향한 여정은 지속될 것임

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2010.12	2011.12	2012.12E	2013.12E	2014.12E
매출액 (십억원)	0.0	606.0	872.0	1,120.4	1,368.0
YoY(%)	NA	NA	43.9	28.5	22.1
영업이익 (십억원)	0.0	136.7	151.0	166.7	207.4
OP 마진(%)	0.0	22.6	17.3	14.9	15.2
순이익 (십억원)	0.0	77.0	105.2	115.2	145.3
EPS(원)	-68	1,202	1,502	1,647	2,082
YoY(%)	적지	흑전	25.0	9.6	26.4
PER(배)	0.0	0.0	9.3	8.8	7.0
PCR(배)	0.0	0.0	2.4	2.1	1.7
PBR(배)	0.0	0.0	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	0.0	0.0	3.5	3.3	2.8
ROE(%)	0.0	29.2	14.5	11.7	13.1



| 게임/인터넷/미디어

수석연구원 이대우
3771-9252

dlee0724@iprovest.com

1. Summary

**투자의견 매수, 목표주가
18,000원: 커버리지 개시**

케이블 MSO 업체인 CJ헬로비전에 대해 투자의견 매수와 목표주가 21,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 21,000원은 현주가대비 약 45%의 상승여력이 있다. 이는 미국 케이블TV 사업자 Comcast의 valuation을 30% 할인적용한 것이다.

**유료방송 본격 개화기의
주목할 만한 투자처: ARPU
상승 및 가입자 보유
경쟁력**

우리는 현재를 지상파방송의 디지털 전환을 전후로 아날로그 케이블 가입자들이 본격적으로 유료방송 시장에 유입되기 시작하는 유료방송의 본격 개화기로 보며, 동사는 이와 관련하여 주목할 만한 투자처로 판단된다. 동사에 대한 투자포인트는 1) 디지털 전환 및 VOD 수요 확대에 따른 ARPU가 지속적으로 상승할 것이란 점, 그리고 2) 케이블이 위성TV와 IPTV 등에 가입자를 빼앗기는 상황에서도 동사는 상대적으로 가입자 유지에 있어 경쟁력이 있다는 점 등이다. 2)의 가입자 유지 경쟁력의 근거는 2-1) 미디어 그룹으로서의 CJ의 브랜드를 보유하고 있어 콘텐츠 확보 경쟁력에 대한 일반의 기대감이 있고 2-2) MVNO, N-Screen 등 신규 서비스에서 앞서나가고 있어 이들과 더불어 인터넷, 인터넷전화 등을 통한 변들의 강점을 보유하고 있다는 점이다.

**가장 중요한 투자포인트는
대형 MSO 중심의 업계
재편 지속**

동사에 대한 가장 중요한 투자포인트는 대형 MSO 중심의 업계 재편이 지속될 것으로 보이며 동사가 그 수혜를 볼 것이라는 점이다. 이는 1) 방송법 개정으로 케이블에서도 지역 제한이 철폐될 가능성이 높다는 점과 2) 낮아져만 가는 SO의 M&A 가치와 25%가 권고사항으로 되어 있는 방송법 시행령상의 디지털 전환을 사이에서 압박을 받고 있는 군소 SO들이 매각을 서두를 가능성이 높기 때문이다. 아직 법 개정 등을 염두에 둘 때 기대되는 업계 재편의 그림은 장기적 비전일 것이나, 동사는 방송법 개정 이전 현행 방송법 하에서도 M&A를 지속적으로 추진할 룬이 아직 꽤 있어 방송법 개정과 무관하게 당분간 규모의 경제를 향한 여정은 지속될 것으로 보인다.

2. 기업 개요

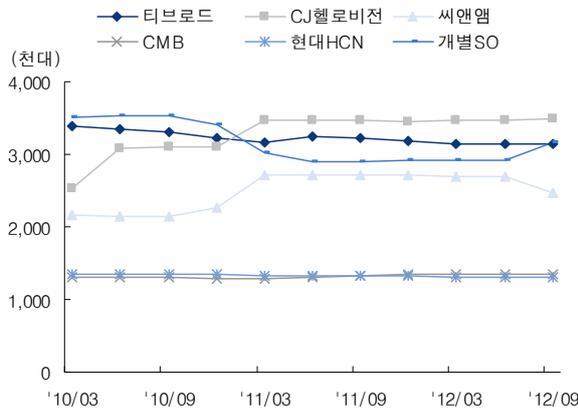
2-1. 가입자 수 기준 국내 1위 케이블TV 사업자

2-1-1. 케이블TV 사업

2011년 이래 가입자 수 기준 M/S 1위 유지 중

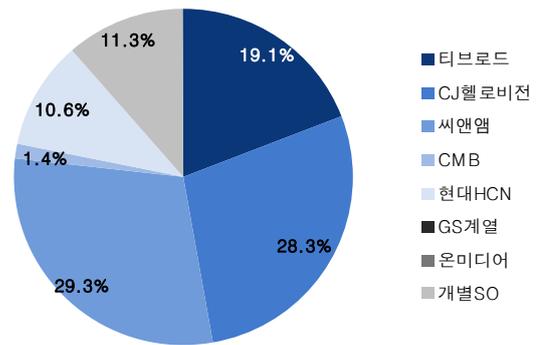
동사는 케이블 TV 가입자 수 기준 M/S 23.5% (10월 기준, 한국케이블TV방송협회)를 보유하고 있는 업계 1위 업체이다. 2006년말 기준 12.0%로 티브로드와 C&M에 이어 업계 3위 수준이었으나 2011년 1분기 1위에 올라선 이래 1위 자리를 유지하고 있다.

도표 1. MSO 별 전체 가입자 수 추이



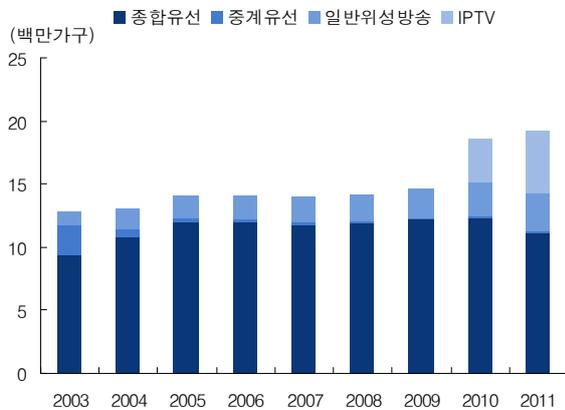
자료: 한국케이블TV방송협회, 교보증권 리서치센터

도표 2. 3Q12 기준 디지털방송 MSO 별 점유율



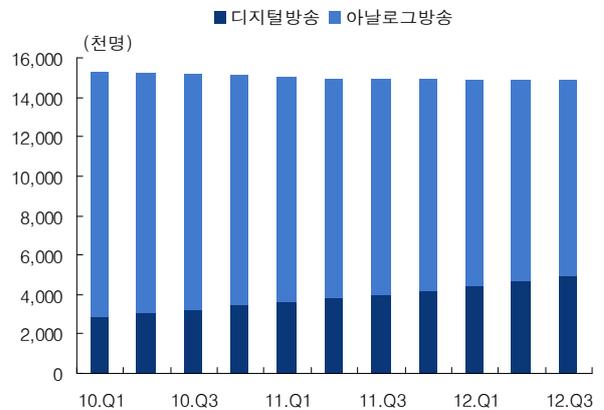
자료: 한국케이블TV방송협회, 교보증권 리서치센터

도표 3. 유료방송 가입자 추이



자료: 한국케이블TV방송협회, 교보증권 리서치센터

도표 4. 케이블 디지털 vs 아날로그 방송 가입자

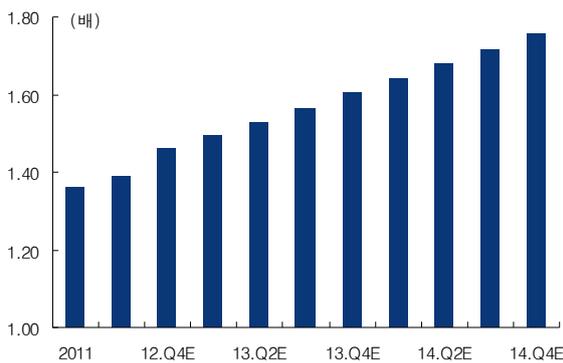


자료: 한국케이블TV방송협회, 교보증권 리서치센터

케이블 업종 내 가입자 방어 측면의 경쟁력 높음

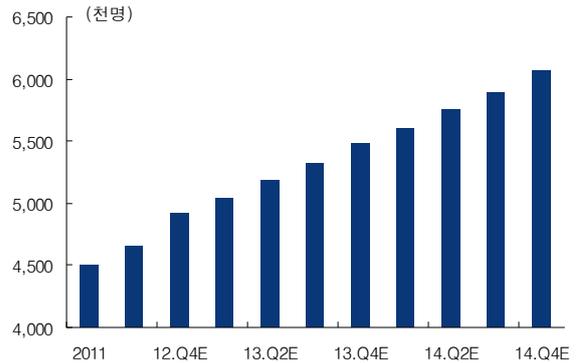
동사는 미디어그룹 CJ의 브랜드를 보유하고 있고 업계 최다 수준의 채널을 확보하고 있어 명실상부한 콘텐츠 경쟁력을 확보하고 있다. 또한 6개의 MSO와 개별SO들이 공동설립한 홈초이스의 지분을 16.25%(12년9월 기준) 보유하고 있다. 또한 MVNO(알뜰폰/헬로모바일) 및 N-Screen(tving) 등의 신규서비스를 통해 번들률 제고를 꾀하고 있다. 번들률(전체 서비스 가입자 중복 카운트 즉 RGU를 케이블 가입자 수로 나눈 것. 원칙적으로 분모에 케이블 가입자가 아니면서 복수의 서비스를 사용하는 가입자도 포함해야하나 비중이 미미하므로 케이블 가입자 수로 대체)의 상승은 RGU(revenue generating units: 서비스당 가입자 수(중복 카운트)) 및 ARPS(average revenue per subscriber: 가입자당 매출) 상승으로 이어져 디지털 전환을 상승에 따른 ARPU 못지 않게 동사의 수익성 제고에도 기여할 것이다. 요약하자면 1) 콘텐츠 경쟁력과 2) 다양한 서비스 제공을 통한 번들률 상승이 가입자 방어에 있어 케이블 업종 내 상대적으로 경쟁력을 지속적으로 강화해줄 뿐 아니라 수익성 제고에도 기여할 것으로 판단된다.

도표 5. CJ 헬로비전 번들률 전망



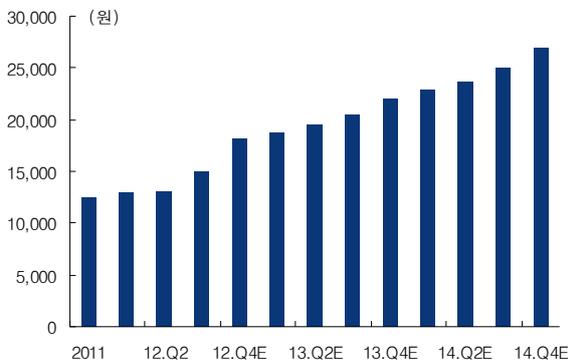
자료: CJ헬로비전, 교보증권 리서치센터

도표 6. CJ 헬로비전 RGU 전망



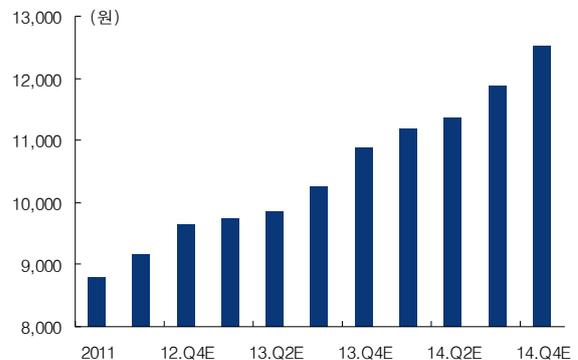
자료: CJ헬로비전, 교보증권 리서치센터

도표 7. CJ 헬로비전 ARPS 전망



자료: CJ헬로비전, 교보증권 리서치센터

도표 8. CJ 헬로비전 ARPU 전망



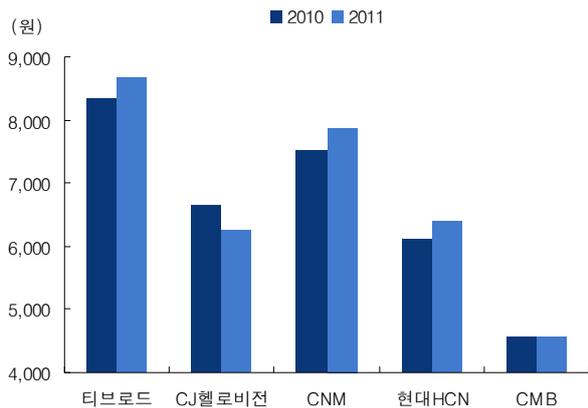
자료: CJ헬로비전, 교보증권 리서치센터

ARPU 상승 톱 상대적으로 많아

도표 4에서 확인되듯 케이블TV의 디지털 전환율은 아직 30%대 초반 수준으로 낮다. 게다가 동사는 도표 9에서 보듯 경쟁사 대비 낮은 ARPU 수준을 보이고 있다. 이는 동사가 서울지역을 주 커버리지로 하고 있는 티브로드나 C&M과 달리 대부분 경남 및 인천/서서울 지역을 집중적으로 커버하고 있기 때문이다. 또한 상대적으로 지방 SO들의 디지털 전환율이 수도권 대비 낮은 것도 낮은 ARPU를 형성하는 주 요인이다. 이는 상대적으로 동사가 경쟁사 대비 ARPU 상승에 의해 수혜를 입을 수 있는 톱이 많다는 것을 의미한다고 해석할 수 있어 긍정적이다.

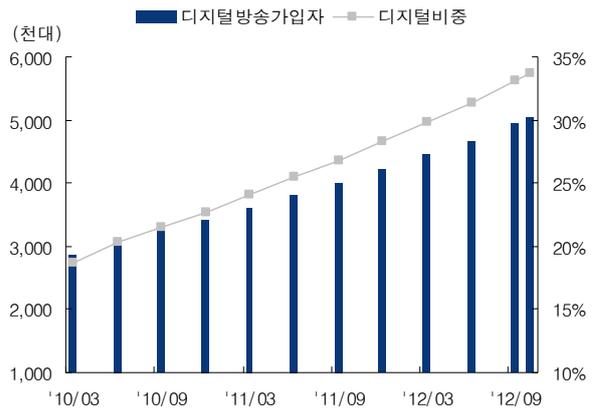
또 아직 국내 정서는 무형의 재화에 돈을 지불하는 문화에 대해 여전히 보수적이거나 스마트기기의 보급과 더불어 다양한 콘텐츠 소비 경향이 확산되면서 이는 빠르게 개선될 것으로 전망된다.

도표 9. 주요 MSO 별 ARPU 비교



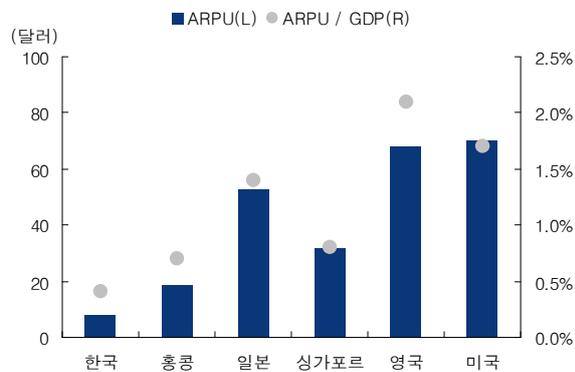
자료: 한국케이블TV방송협회, 교보증권 리서치센터

도표 10. 디지털방송 가입자 및 비중 추이



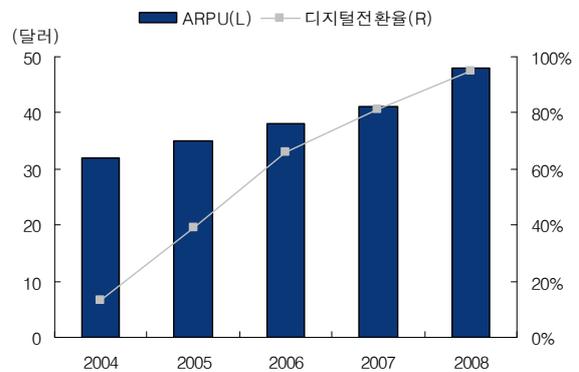
자료: 한국케이블TV방송협회, 교보증권 리서치센터

도표 11. 국가별 유료방송 평균 ARPU



자료: CJ헬로비전 IR자료

도표 12. 싱가포르 디지털 전환에 따른 ARPU 변화



자료: CJ헬로비전 IR자료

2-1-2. 인터넷 및 인터넷전화 사업

인터넷 및 인터넷 전화는 가입자 충성도 제고를 위한 번들 상품으로서 의미를 가지나 개별 상품으로서는 큰 의미는 없다. 인터넷의 경우 가입자 증가 속도는 미미하나 통신3사가 제공하는 인터넷서비스 대비 이미 충분히 경쟁력있는 가격에 제공하고 있어 ARPU는 현 수준에서 큰 변동이 없을 전망이다. 인터넷전화는 아직 일반전화선(PSTN: public switched telephone network) 대비 침투율이 낮아 인터넷 대비 가입자 증가 속도는 빠를 전망이나 ARPU는 완만히 하락을 지속할 전망이다.

2-1-3. MVNO 사업

**MVNO: 번들을 제고 및
해지율 하락 목적이 우선**

동사는 2012년 초부터 신규 사업의 하나로 MVNO(알뜰폰) 서비스(헬로모바일)를 제공하고 있다. MVNO 서비스는 2012년 국내에서 인지도 측면에서 어느 정도 정착되었다고 회자되고 있으나 연평균 2천만건 이상의 휴대폰 가입이 이루어지는 가운데 2012년 약 백만건의 MVNO 가입자 수준(약 5%)은 5~10% 이상의 침투율을 보이고 있는 선진국과 비교해 볼 때 이미 상당한 수준이라고 할 수 있다. 국내 휴대전화 가입자 수가 약 5,300만명(12년 11월 기준)임을 감안시 약 3개년 정도 주기로 전체 가입자가 휴대폰을 한번 이상 교환한다고 보면 현 추세만 유지된다고 하면 3년 이내에 선진국 수준 이상의 침투율을 달성할 수 있으리란 계산이 나온다. 특히 올해부터 대형 유통채인의 시장 진입이 예정되어 있어 전체 시장의 파이 확대 속도가 가속될 전망이다. 반면 부정적인 부분도 있는데, 아직 정책적인 부분은 미흡한 부분이 많다는 점이다. 최근 보조금 지급 행위와 관련하여 통신3사가 영업정지를 받았으나 이런 유통질서 관련 문제나 데이터 요율 산정 관련 가이드라인이 부재하다는 점 등이 MVNO 사업자에게 부담 혹은 차별화된 다양한 서비스 제공이 힘들게 만드는 부분이다. 이런 측면의 제도 개선이 이루어진다면 시장 확대 속도는 더욱 가속화될 것으로 기대된다.

동사는 2012년말까지 20만명을 상회하는 가입자를 유치하면서 최대 MVNO 사업자로 발돋움했다. 그러나 2015년경 도달할 것으로 예상되는 100만명 가입자 수준을 BEP로 보고 있어 아직 갈 길이 먼 상황이고, 단기적으로는 보조금 지급에 따른 원가 부담이 커진 상황이다. 통신3사 영업정지로 보조금 부담은 완화될 전망이나 4Q 영업이익이 QoQ 역성장을 기록한 데에는 IPO와 관련한 일회성 비용 외에도 단말기 보조금 부담이 일조한 것으로 판단된다.

동사는 MVNO 서비스 자체보다는 서비스 해지율 하락 및 가입자 방어를 위한 번들 상품으로서의 역할을 중시하고 있고 전체 수익성에 부담이 간다면 프로모션을 강도를 조절하는 등 유연하게 대응할 방침이어서 심각한 수익성 저해 요인이 되진 않을 것으로 보인다.

도표 13. 국내 MVNO 사업자별 가입자 및 가입자 기준 M/S 현황 ('12년 8월 기준) (단위: 명)

SKT	아이즈비전	94,873	10.2%
	한국케이블텔레콤	61,835	6.7%
	한국정보통신	7,325	0.8%
	유니컴즈	49,066	5.3%
	SK 텔링크	16,564	1.8%
KT	에넥스텔레콤	157,253	17.0%
	에버그린모바일	66,009	7.1%
	KT 파워텔	27,510	3.0%
	프리텔레콤	96,825	10.4%
	씨엔커뮤니케이션	2,823	0.3%
	위너스텔	10,336	1.1%
	S 로밍	2,466	0.3%
	인스프리트	750	0.1%
	CJ 헬로비전	115,856	12.5%
	온세텔레콤	8,320	0.9%
LGU+	몬티스타텔레콤	7,704	0.8%
	씨엔엠브이엔오	5,646	0.6%
	비앤에스솔루션	2,295	0.2%
	자티전자	210	0.0%
	에프아이텔	160	0.0%
	리더스텔레콤	24	0.0%
	인터파크	7,615	0.8%
	스페이스네트	182,865	19.7%
	머천트코리아	3,342	0.4%
합계	927,672	100.0%	

자료: 이데일리 기사 재인용, 교보증권 리서치센터

2-1-4. N-Screen 사업

tvN: 가입자 400만명
상회

동사는 2010년 6월 TV보기 앱 ‘tvN’을 출시하였다. 채널수 등 콘텐츠 경쟁력을 보유하고 있으며 지난 12년 9월 기준 UV(unique visitors: 순방문자) 900만명을 넘어섰고 현재 UV는 1천만명을 상회한 것으로 추정된다. 가입자는 12년 12월 기준 400만,

명에 달한다. 동 서비스 역시 MVNO와 마찬가지로 번들률 상승 및 서비스 해지율 하락을 유도하기 위한 부가서비스의 차원이나 미디어 그룹으로서의 이미지 제고 측면에서도 동 서비스는 적극적으로 추진할 필요가 있었다고 본다.

tvING 역시 가입자 방어 측면이 최우선

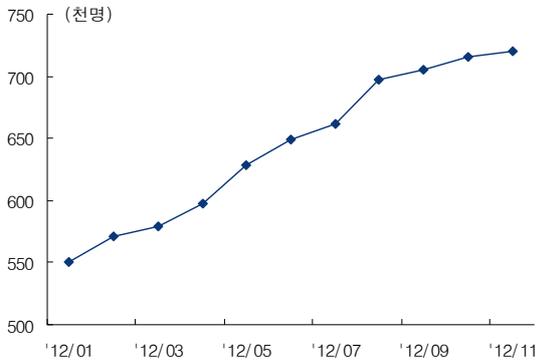
다만 방문자 및 가입자 수의 빠른 증가에도 불구하고 1) 가입자 한 명, 지상파 채널 한 개 당 280원의 콘텐츠 수급 비용을 지불해야 하기 때문에 경쟁서비스(Pooq) 대비 상대적으로 원가 측면에서 열위에 있고 2) 한동안 서버 증설 및 시설투자 부담을 져야 하기 때문에 당분간 수익을 기대하기는 힘들다. 동사에 따르면 역시 2015년경 도달할 것으로 예상되는 가입자 1천만명 수준을 BEP로 보고 있으며 본격적인 수익 사업 추진은 이 시기 이후에나 가능할 것으로 보고 있다. N-Screen 가입자 방어를 위한 기능이 최우선이므로 본질을 벗어나는 수준으로 수익성을 저해할 경우 유연하게 대처할 방침이라고 한다.

도표 14. 주요 N-Screen 앱 비교 (2012년 10~12월 기준, 다운로드는 2013년 1월 12일 안드로이드 기준)

	지상파 (EBS 포함)	CJ 헬로비전	SK 플래닛
	Pooq	Tving	Hoppin
			
유/무료	유료	유료	유료
가격	4,900 원 (On-air + 다시보기)	5,000 원 (지상파/케이블)	8,000 원 (지상파TV 무제한)
가입자	100 만명	400 만명	300 만명
유료가입자	7 만명	10 만명	11 만명
유료비율	7.0%	2.5%	3.7%
앱출시일	'12/07	'12/01	'11/01
다운로드	7 위	10 위	34 위

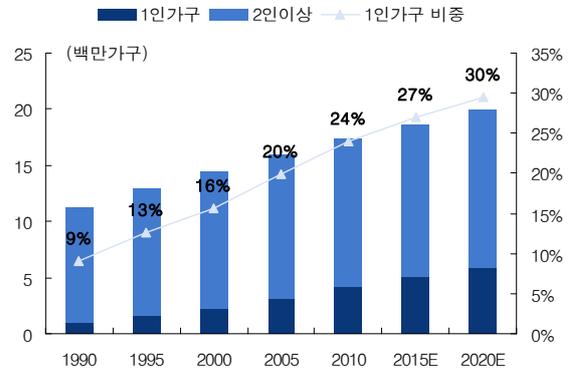
자료: 언론, App Annie, 교보증권 리서치센터

도표 15. 국내 태블릿 PC 가입자 수 추이



자료: 방통위, 교보증권 리서치센터

도표 16. 국내 1 인가구 추이



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

2-1-5. B2B 사업

B2B: 장래 성장동력 발굴 차원

동사는 신규사업의 일환으로 B2B 사업을 의욕적으로 추진하고 있다. 아직 매출 비중은 미미하나 방송/통신 관련 인프라 구축 등 다양한 분야의 기업 수주를 받아 수행하는 데 상당한 노력을 기울이고 있는 것으로 파악된다. 이는 단기적으로는 ARPU 상승, 중장기적으로는 업계 재편을 통한 규모의 경제 실현이라는 성장동력이 있으나 유료방송시장이 최종적으로 포화/안정화된 이후에도 성장을 지속해나가기 위해서는 현재 영위하고 있는 사업부문 외에 추가적인 성장 동력이 필요하다는 인식에 기인한 것으로 파악된다.

2-2. M&A를 통한 규모의 경제 확대 지속

시장 재편의 수혜자

케이블TV 시장은 M&A를 통한 시장 재편이 진행될 가능성이 높으며, 동사는 그 수혜자가 될 전망이다. 그 이유는 첫째, 현행 방송법상으로는 77개 행정구역 가운데 1/3까지만 서비스할 수 있고 전체 케이블 가입자의 1/3(약 500만)까지만 서비스할 수 있다는 시장점유율 제한 규제가 있으나 차기 방송법 개정 시 ‘케이블 가입자의 1/3’ 제한 규정이 현행 IPTV법과 같은 ‘전체 유료방송가입자의 1/3’로 완화될 가능성이 높다는 데 있다. 현행 규정 상으로는 MSO간 합병이 불가하나 상기 내용으로 방송법 개정이 이루어질 경우 MSO간 빅딜 가능성이 높아지면서 사업 확장 의지와 역량이 있는 소수의 거대 MSO에게 기회가 집중될 가능성이 높다.

둘째, 대형 SO는 5년 소형 SO는 3년마다 사업 승인 연장이 이루어져야 하는데 현행 방송법 시행령상 디지털 전환을 권고 기준이 25% 수준이고 이를 맞추기 위해서는 아

직 디지털 전환율이 낮고 대규모 망 투자를 부담해야 하는 SO들이 다수 존재한다. 따라서 투자비를 부담하기보다는 사업을 매각하고자 하는 수요가 증가하고 있는 것이 업계 재편을 가속화하는 한 요인이다.

셋째, M&A 시장에서 SO의 가격은 과거 가입자당 60만원 이상을 호가하였으나 현재 상장사 기준 가입자당 시가총액은 그 절반 이하 수준이다. 빠르게 현실화되고 있는 SO의 시장가격은 SO 소유주들로 하여금 조기 매각을 서두르게 하는 요인이다.

선별된 M&A, 오래전부터 진행형

이상과 같은 요인들로 이미 시장에는 많은 SO들이 매물로 나와 있으며, 동사의 M&A는 이미 오래전부터 진행형이다. 동사는 선별적 투자를 통해 M&A를 통한 인수회사-피인수회사 양자간 시너지를 도모한다는 방침이다. 인수 후 5년내 매출 2배, EBITDA 4배 성장이 가능하다는 판단이 있을 때 M&A를 진행하며, 이는 번들율 / 디지털 전환율 / 흡소핑 송출수수료의 제고와 각종 조달비용의 감소를 통해 가능하다.

이와 같은 요인들이 어우러져 소수 거대 MSO들을 중심으로한 시장 재편이 장기적으로 진행될 것으로 보고 있으며 업계 수위인 동사가 그 수혜가 될 가능성이 매우 높다. 동사는 최종적으로 3개 정도의 MSO로 안정화될 것으로 보고 있다.

도표 17. 케이블 TV 방송 가입자 (12년 10월 기준)

(단위: 천대)

MSO	SO 수	가입자(대수기준)			디지털 전환율
		아날로그	디지털	계	
CJ 헬로비전	19 개사	2,070	1,431	3,501	40.9%
티브로드	21 개사	2,175	970	3,145	30.8%
씨앤엠	17 개사	1,012	1,448	2,460	58.9%
CMB	9 개사	1,273	74	1,347	5.5%
현대 HCN	8 개사	769	534	1,303	41.0%
소계	75 개사	7,299	4,457	11,756	37.9%
개별 SO	19 개사	2,582	574	3,156	18.2%
합계	93 개사	9,881	5,031	14,912	33.7%

자료: 한국케이블TV협회, 교보증권 리서치센터

2-3. 실적 전망

4Q 외형은 확대, 이익은 감소: MVNO 영향

동사의 4Q 실적은 매출액 2,609억원 영업이익 343억원 수준인 것으로 추정된다. 매출액은 전분기대비 20.6% 성장했으나 영업이익은 반대로 21.7% 가량 감소한 것이다. 이는 기존 사업부문이 전분기 대비 QoQ 완만한 성장을 한 데 비해(방송 +7.4%, 광고

+7.6%, 인터넷 +0.4%, 인터넷전화 +7.6% 추정) MVNO 및 B2B 부문에서 QoQ +100% 이상의 성장을 거둔 데 따른 것으로 추정된다.

반면 전분기 대비 영업이익 감소는, 4Q에 동사가 MVNO 분야에서 에넥스텔레콤, 스페이스네트 등을 제치고 1위로 치고 나간 것은 단말기 보조금 지급에 힘입은 것으로 파악하고 있는데 이에 따른 단기 수익성 악화 영향에 기인한 것으로 파악된다. 방송3사의 영업정지 영향으로 보조금 지급에 따른 영향은 조만간 감소할 것으로 판단되며 지속적인 수익성 저해 요인으로 자리잡지는 않을 것이라는 판단이다.

2013년은 신사업 추진 초기의 부담이 크나 신사업이 어닝 성장을 저해하는 수준은 아닐 듯

동사는 지난 2012년 매출액 872십억원과 영업이익 151십억원, 그리고 당기순이익 105십억원을 기록한 것으로 추정되며, 2013년 실적은 매출액/영업이익/당기순이익 각각 1,120/167/115십억원으로 전망한다. 각각 YoY 28.5/10.4/9.5% 성장한 것이다. 외형 성장의 주 요인은 1) 가입자의 디지털 전환을 상승에 따른 ARPU의 견조한 상승에 따른 방송사업 매출 증가(YoY +14.4%)와 2) 홈쇼핑 송출수수료 증가에 따른 광고 매출 증가(YoY +14.6%), 그리고 3) 알뜰폰 판매 확대에 따른 MVNO 매출 확대(YoY +272.7%) 등이다.

반면 수익성 개선 속도는 외형 성장에 못미치는데 이는 신규 사업 관련 비용 요인이 크며 다만 어닝 성장을 저해하지 않는 수준 내에서 컨트롤이 가능할 것으로 전망한다. 신규 사업 추진 초기에 따른 비용 부담이 집중되는 시기가 2013년이 될 전망이나 동사의 어닝 개선은 규모의 경제화가 진행될수록 가시화될 가능성이 큰 것으로 본다.

·도표 18. CJ 헬로비전 분기별/연간 사업부별 매출 추정

(단위: 십억원)

(십억원)	12.Q4E	13.Q1E	13.Q2E	13.Q3E	13.Q4E	2012E	2013E	2014E
매출액	261	254	271	281	314	872	1,120	1,368
아날로그방송	34	28	26	25	26	132	105	72
디지털방송	64	71	74	80	86	231	310	412
광고	58	54	64	60	64	212	243	278
인터넷	33	34	34	34	34	135	136	140
인터넷전화	12	12	13	14	14	42	53	63
MVNO	39	43	48	53	60		204	300
Tving	2	3	3	5	6		17	42
기타	19	9	10	11	24	120	54	61

자료: 교보증권 리서치센터

3. Valuation

도표 19. Peer 그룹 valuation 비교 -1

(단위: 백만달러, 배)

회사	시가총액 (\$ mn)	PER			EV/EBITDA		
		2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E
유료방송							
CJ 헬로비전	950	-	11.04	10.36	-	4.86	4.34
COMCAST CORP-CLASS A	101,398	15.01	18.78	17.07	6.44	7.39	7.07
BRITISH SKY BROADCASTING GRO	20,395	19.46	15.83	13.94	11.25	8.92	8.37
DIRECTV	31,657	12.32	12.46	10.16	6.11	6.24	5.75
CABLEVISION SYSTEMS-NY GRP-A	4,100	13.81	25.27	20.07	6.34	7.15	6.95
ROGERS COMMUNICATIONS INC-B	23,371	13.35	13.62	13.11	6.50	6.94	6.76
MEDIASET SPA	2,950	10.69	-	48.00	2.71	3.48	3.43
VIRGIN MEDIA INC	10,074	29.33	23.61	14.20	5.98	7.21	6.85
SKY PERFECT JSAT HOLDINGS	1,555	22.38	15.39	14.60	3.10	2.86	2.84
JUPITER TELECOMMUNICATIONS	8,476	14.49	19.23	17.77	4.26	5.54	5.39
미디어							
NETFLIX INC	5,626	16.27	153.24	103.04	7.60	37.31	29.35
WALT DISNEY CO/THE	89,634	11.87	16.44	14.79	7.00	9.14	8.35
TIME WARNER INC	46,974	12.25	15.49	13.57	7.45	9.22	8.57
VIACOM INC-CLASS B	29,850	10.25	13.85	12.23	6.88	8.95	8.80
NEWS CORP-CL A	64,152	14.16	19.18	15.81	8.17	10.29	9.48
PEARSON PLC	15,805	10.12	14.16	13.28	10.00	10.33	9.81
CENTRAL EUROPEAN MEDIA ENT-A	454	-	-	-	8.26	12.44	10.72
자상파							
CBS CORP-CLASS B NON VOTING	24,685	13.99	15.07	13.20	6.32	8.34	7.76
FUJI MEDIA HOLDINGS INC	3,698	26.80	12.39	11.39	3.29	5.46	4.88
TOKYO BROADCASTING SYSTEM	1,999	1,811.11	13.06	142.44	10.59	8.56	8.04
TV ASAHII CORP	1,451	18.60	19.39	16.54	3.62	4.17	3.85
ITV PLC	6,943	10.71	12.79	11.96	5.68	8.16	7.78
M6-METROPOLE TELEVISION	1,994	9.85	11.68	12.06	3.42	4.55	4.67
ANTENA 3 TELEVISION	1,352	9.96	37.80	37.80	8.04	27.24	23.50
CTC MEDIA INC	1,283	11.24	8.65	8.32	5.15	5.29	4.53
국내업체							
CJ HELLOVISION CO LTD	950	-	11.04	10.36	-	4.86	4.34
HYUNDAI HY COMMUNICATIONS &	411	5.46	11.84	10.21	2.16	4.35	3.95
KT SKYLIFE CO LTD	1,461	39.03	27.08	15.86	15.13	12.13	8.31
SK BROADBAND CO LTD	1,336	-	51.06	17.64	4.46	5.05	4.71
SEOUL BROADCASTING SYSTEM	751	11.53	22.86	9.38	5.89	9.59	4.60

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

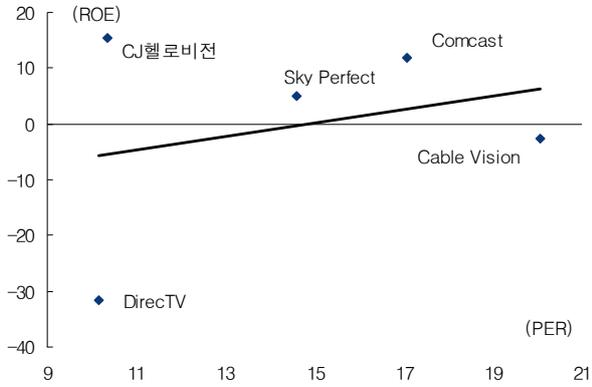
도표 20. Peer 그룹 valuation 비교 -2

(단위: 백만달러, 배)

	시가총액 (\$ mn)	PBR			ROE		
		2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E
유료방송							
CJ 헬로비전	950	-	1.55	1.36	-	16.69	15.31
COMCAST CORP-CLASS A	101,398	1.36	2.04	1.97	9.08	12.05	11.76
BRITISH SKY BROADCASTING GRO	20,395	14.34	14.06	13.91	101.57	86.32	87.91
DIRECTV	31,657	-	-	-	-	-40.73	-31.50
CABLEVISION SYSTEMS-NY GRP-A	4,100	-	-	-	-	-2.31	-2.71
ROGERS COMMUNICATIONS INC-B	23,371	5.77	6.09	5.30	42.64	44.67	43.42
MEDIASET SPA	2,950	0.98	0.95	0.95	8.83	-0.18	1.93
VIRGIN MEDIA INC	10,074	6.19	14.09	10.60	7.97	52.61	116.77
SKY PERFECT JSAT HOLDINGS	1,555	0.55	0.75	0.71	2.45	5.00	4.99
JUPITER TELECOMMUNICATIONS	8,476	1.24	1.65	1.56	8.81	8.77	9.06
DISH NETWORK CORP-A	16,346	-	44.81	11.76	-	577.60	128.62
미디어							
NETFLIX INC	5,626	5.97	8.23	4.52	48.47	9.36	4.70
WALT DISNEY CO/THE	89,634	1.46	2.24	2.13	12.84	14.47	15.29
TIME WARNER INC	46,974	1.18	1.50	1.39	9.18	10.34	11.84
VIACOM INC-CLASS B	29,850	2.50	4.00	3.92	-	26.19	31.29
NEWS CORP-CL A	64,152	1.55	2.42	2.41	9.93	12.53	16.00
PEARSON PLC	15,805	1.63	1.58	1.57	16.67	10.71	10.98
CENTRAL EUROPEAN MEDIA ENT-A	454	0.42	0.47	0.49	-15.67	-3.80	-4.30
자사파							
CBS CORP-CLASS B NON VOTING	24,685	1.45	2.41	2.15	13.23	16.66	16.90
FUJI MEDIA HOLDINGS INC	3,698	0.59	0.68	0.60	2.18	4.76	5.36
TOKYO BROADCASTING SYSTEM	1,999	0.56	0.48	0.46	0.03	3.42	0.17
TV ASAHI CORP	1,451	0.55	0.53	0.51	2.97	2.76	3.25
ITV PLC	6,943	3.29	3.69	3.06	33.67	32.66	24.59
M6-METROPOLE TELEVISION	1,994	2.09	2.17	2.15	21.75	19.46	18.39
ANTENA 3 TELEVISION	1,352	3.14	3.63	3.55	31.24	10.67	11.33
CTC MEDIA INC	1,283	1.99	1.74	1.58	7.14	19.06	19.73
국내업체							
CJ HELLOVISION CO LTD	950	-	1.55	1.36	-	16.69	15.31
HYUNDAI HY COMMUNICATIONS &	411	0.57	1.19	1.06	11.54	11.69	11.99
KT SKYLIFE CO LTD	1,461	4.50	4.54	3.53	14.84	17.76	24.59
SK BROADBAND CO LTD	1,336	0.94	1.28	1.20	-1.31	2.36	6.88
SEOUL BROADCASTING SYSTEM	751	1.28	1.41	1.22	11.83	7.70	13.40

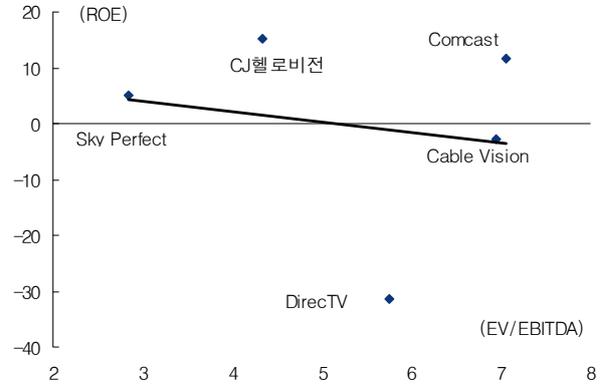
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 21. 해외 유료방송 및 CJ 헬로비전 ROE vs PER



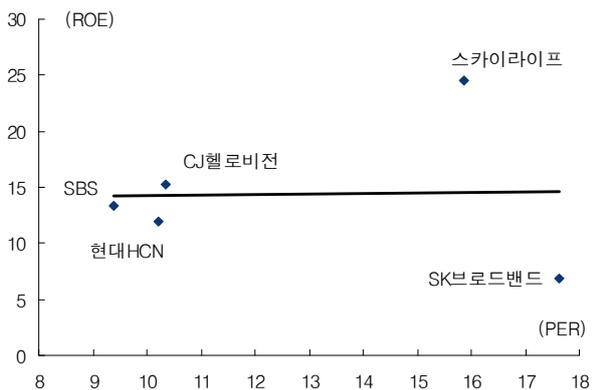
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 22. 해외 유료방송 및 CJ 헬로비전 ROE vs EV/EBITDA



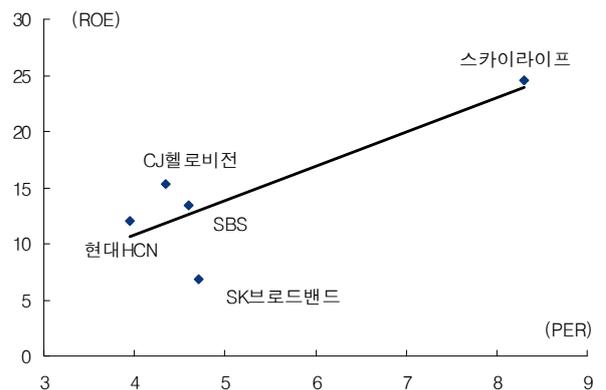
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 23. 국내 유료방송 및 CJ 헬로비전 ROE vs PER



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 24. 국내 유료방송 및 CJ 헬로비전 ROE vs EV/EBITDA



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

글로벌 및 국내 peer 대비 상대적으로 싼 주가

위 도표들을 통해 글로벌 peer 대비 동사가 현재 적용받고 있는 multiple은 상대적으로 작음을 확인할 수 있다. 특히 비교대상인 해외 케이블업체의 경우 시장 재편이 상당히 진행되고 과점 상태의 안정 국면에 접어들었음을 감안시 아직 유사한 과정을 거쳐야 하는 동사가 더 낮은 PER 및 EV/EBITDA를 적용받고 있음은, 장기적으로 볼 때 지금이 동사에 투자할 적기임을 보여주고 있다는 판단이다. 도표 21에서 DirecTV와 유사한 PER, 그리고 도표 22에서 DirecTV보다 더 낮은 EV/EBITDA를 적용받고 있음을 확인할 수 있는데 DirecTV의 ROE를 감안하면 동사의 현재 주가는 역시 기회 영역일 가능성이 높음을 확인할 수 있다.

또 국내 유료방송과 비교한 도표 23 24에서도 역시 유사업종 대비 상대적으로 양호한 수익성에도 불구하고 상대적으로 낮은 수준의 주가를 형성하고 있음이 확인된다.

**산업에 대한 부정적 시각이
아직 지배적 + 오버행 이슈**

이와 같이 동사가 상대적으로 저평가 국면에 있음은 1) 케이블TV가 가입자를 위성TV 및 IPTV에 빼앗기고 있음에 대해 시장이 주저하고 있다는 점과 2) IPO 당시 주간사들이 인수한 실권주 물량(공모가 기준 약 550억원 규모) 및 일부 주요 주주들의 3개월/6개월 락업 물량에 대한 오버행 이슈에 가장 크게 기인한다고 판단한다.

케이블TV의 가입자 유출은 지속되며 위성TV 및 IPTV의 시장 점유율은 지속적으로 상승할 것이나 그러나 개별 기업의 측면을 볼 때, 번들화 진행에 따른 대형 MSO의 가입자 방어력은 지속적으로 강화될 것이며 특히 그 가운데에서도 동사는 가입자 방어에 있어 상대적으로 더 강점이 있을 전망이다. 또한 M&A를 통해 가입자 확대를 지속할 것이다. 그리고 향후 디지털 전환율의 지속적인 상승으로 인한 ARPU 개선이 외형 및 어닝 성장을 견인할 전망이다.

유료방송 본격 확산의 초기 국면에서는 비록 기존 가입자를 일부 잃더라도 본격 유료화의 수혜를 입는다는 측면에 있어서는 위성TV나 IPTV 등 타 플랫폼과 마찬가지로 판단이다.

**산업 전반과 달리 개별
MSO들은 호황국면**

따라서 산업 전체로는 매력적이지 않을지 모르나 개별 MSO들은 산업과 별개로 호황국면에 접어들었다는 판단이다. 산업에 대한 부정적인 시각은 점차 견힐 것으로 판단되며 오버행 이슈 역시 시간이 지나며 자연스럽게 해결점을 찾게 될 것으로 기대한다.

우리는 동사에 대해 목표주가 21,000원을 제시한다. 이는 Comcast 대비 PER과 EV/EBITDA를 각각 30% 할인한 12배와 5배를 적용하여 산술평균한 결과이다. 현주가 대비 약 45%의 상승여력이 있다.

[CJ헬로비전 037560]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	0	606	872	1,120	1,368
매출원가	0	311	443	549	680
매출총이익	0	295	429	572	688
기타영업손익	0	158	278	405	480
판관비	0	161	278	405	480
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	0	3	0	0	0
영업이익	0	137	151	167	207
조정영업이익	0	134	151	167	207
EBITDA	0	269	353	411	500
영업외손익	0	-32	-14	-16	-18
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	1	6	6	6
금융비용	0	-28	-20	-22	-24
기타	0	-5	0	0	0
법인세비용차감전순이익	0	104	137	150	190
법인세비용	0	24	32	35	44
계속사업순이익	0	80	105	115	145
중단사업순이익	0	-3	0	0	0
당기순이익	0	77	105	115	145
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	0	77	105	115	145
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	0	0	0
포괄순이익	0	78	105	115	145
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	0	78	105	115	145

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	0	241	205	322	401
당기순이익	0	77	105	115	145
비현금항목의 가감	0	195	255	302	362
감가상각비	0	109	172	207	250
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	0	86	83	96	112
자산부채의 증감	0	6	-109	-45	-44
기타현금흐름	0	-38	-45	-51	-62
투자활동 현금흐름	0	-199	-585	-266	-348
투자자산	0	-15	-15	-15	-15
유형자산	0	-144	-312	-276	-328
기타	0	-40	-258	25	-5
재무활동 현금흐름	0	-2	432	61	31
단기차입금	0	-10	-14	0	0
사채	0	0	150	110	150
장기차입금	0	23	10	-61	-116
유상증자	0	0	83	0	0
현금배당	0	0	-2	-1	-1
기타	0	-14	204	14	-1
현금의 증감	0	-8	47	30	-3
기초 현금	0	41	0	47	77
기말 현금	0	33	47	77	74
NOPLAT	0	105	116	128	159
FCF	0	100	-103	51	79

주: 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 자료: CJ 헬로비전, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	0	217	575	628	677
현금및현금성자산	0	33	47	77	74
매출채권 및 기타채권	0	70	184	233	283
재고자산	0	6	10	12	15
기타유동자산	0	108	335	305	305
비유동자산	0	969	1,206	1,336	1,468
유형자산	0	528	668	737	815
관계기업투자금	0	0	16	31	47
기타금융자산	0	7	51	71	91
기타비유동자산	0	435	472	497	515
자산총계	0	1,186	1,781	1,963	2,145
유동부채	0	527	534	553	557
매입채무 및 기타채무	0	119	123	127	131
차입금	0	214	200	200	200
유동성채무	0	105	101	116	116
기타유동부채	0	89	110	110	110
비유동부채	0	130	323	372	406
차입금	0	21	31	-30	-146
전환증권	0	0	150	260	410
기타비유동부채	0	108	141	141	141
부채총계	0	657	857	925	962
지배지분	0	529	925	1,039	1,183
자본금	0	173	173	173	173
자본잉여금	0	252	335	335	335
이익잉여금	0	313	416	530	674
기타자본변동	0	-210	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	529	925	1,039	1,183
총차입금	0	430	572	636	670

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

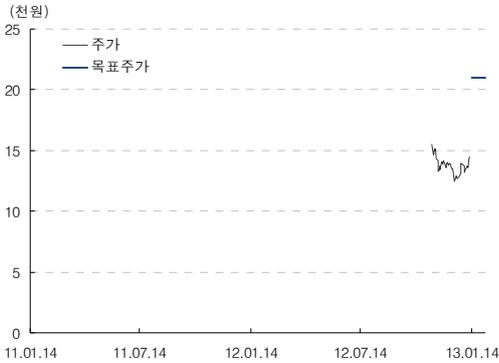
12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	-68	1,202	1,502	1,647	2,082
PER	0.0	0.0	9.3	8.8	7.0
BPS	0	6,830	11,938	13,411	15,273
PBR	0.0	0.0	1.2	1.1	0.9
EBITDAPS	0	3,473	4,561	5,305	6,461
EV/EBITDA	0.0	0.0	3.5	3.3	2.8
SPS	0	9,705	12,590	16,175	19,750
PSR	0.0	0.0	1.1	0.9	0.7
CFPS	0	1,288	-1,333	662	1,026
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	NA	NA	43.9	28.5	22.1
영업이익 증가율	NA	NA	10.5	10.4	24.4
순이익 증가율	NA	NA	36.6	9.5	26.1
수익성					
ROIC	0.0	22.8	11.1	10.4	11.6
ROA	0.0	13.0	7.1	6.2	7.1
ROE	0.0	29.2	14.5	11.7	13.1
안정성					
부채비율	0.0	124.1	92.7	89.0	81.4
순차입금비율	0.0	36.2	32.1	32.4	31.2
이자보상배율	0.0	4.9	7.8	7.6	8.9

CJ헬로비전 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2013.01.14	매수	21,000			

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

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

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

▶ **투자기간 및 투자등급** : 향후 6개월 기준, 2008.7.1일 Trading Buy 등급 추가
 적극매수(Strong Buy): KOSPI 대비 기대수익률 30% 이상
 Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
 매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10~30% 이내
 보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%