CJ헬로비전(037560)

매수(유지)

목표주가: 21,000원(유지)

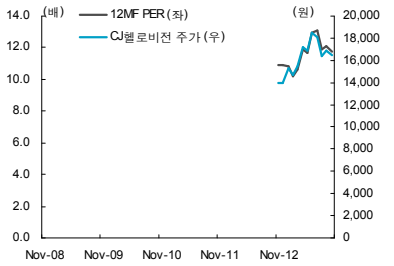
Stock Data

KOSPI(10/4)		1,997
주가(10/4)		16,450
시가총액(십억원)		1,274
발행주식수(백만)		77
52주 최고/최저가(원)		19,300/12,450
일평균거래대금(6개월, 백만원)		6,171
유동주식비율/외국인지분율(%)		34.2/4.3
주요주주(%)	CJ오쇼핑	53.9
	Sable (Asia) Limited	10.6

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.8	(1.8)	0.0
상대주가(%p)	0.5	(3.7)	0.0

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

김시우 3276-6240
swkim@truefriend.com

한상웅 3276-4563
sangung@truefriend.com

3Q13 Preview: 실적은 3분기를 저점으로 개선될 전망

방송 가입자 증가 추세 지속, 매수의견 유지

CJ헬로비전의 주가는 9월 이후 횡보하고 있다. 가입자 유치 경쟁이 지속되고 있고 홈쇼핑송출수수료 협상이 지연됐기 때문이다. 하지만 의정부 나라방송 가입자가 포함되면서 3분기까지 디지털 방송 가입자는 34.8만명 늘었고 전체 방송 가입자는 12.3만명 순증했다. 10월 초에 영서, 호남방송에 대한 공정위의 인가가 났고 전북방송에 대해서도 4분기 중에 최종 인가가 나올 것으로 예상된다. 13년 전체 방송 가입자는 56만명 늘어날 전망이다. 14년에도 M&A가 추가적으로 일어날 것으로 예상돼 방송 가입자 38만명 증가할 것으로 예상된다. 방송 가입자 증가와 함께 초고속인터넷, 인터넷전화, 알뜰폰(MVNO) 가입자도 증가할 것이다.

방송 가입자 유치 경쟁이 심화되는 가운데 방송 가입자가 늘고 있고 향후에도 적극적인 M&A를 통해 가입자 규모를 키워갈 것으로 예상돼 CJ헬로비전에 대해 매수의견과 목표주가 21,000원을 유지한다(목표 EV/EBITDA 5.4배 적용). 12개월 forward PER은 12.6배로 글로벌 유료방송 업체의 평균 14.4배보다 낮다.

3분기 실적은 시장 예상치를 다소 하회할 전망

3분기 방송, 초고속인터넷, 인터넷전화, 알뜰폰 가입자는 전분기 대비 각각 0.5만명, 1.8만명, 0.9만명, 10.8만명 증가했다. 디지털 전환율은 52.3%까지 상승했다. 가입자 증가에 따라 매출액은 3,141억원으로 전분기 대비 10.3% 증가할 전망이다. 2분기 실적에서 가장 우려했던 디지털 방송 ARPU는 VoD ARPU가 전분기 대비 500원~600원 증가해 상승 추세로 전환될 것으로 추정된다. 영업이익은 349억원으로 전분기 대비 46.8% 늘어날 전망이다. 3분기에는 전분기 대비 알뜰폰 관련 마케팅비용이 감소해 실적이 개선될 전망이다. 다만 영업이익은 전년동기 대비 19.5% 감소할 것으로 예상되는데 프로그램 사용료와 감가상각비 등의 부담이 늘었기 때문이다.

3분기를 기점으로 실적 개선 추세 나타날 것으로 예상

13년 홈쇼핑송출수수료는 당초 기대보다는 낮은 1,957억원으로 전년 대비 6% 증가할 것으로 예상된다. 4분기에는 홈쇼핑송출수수료 협상이 완료돼 소급분이 적용될 전망이다. 따라서 4분기 영업이익은 431억원으로 전년동기 대비 30% 증가할 전망이다. 14년에도 영업이익은 전년 대비 24.3% 늘어나면서 증가 추이가 이어질 것으로 추정된다. 1) 알뜰폰 관련 적자가 13년 510억원에서 14년 330억원 수준으로 줄어들 것으로 예상되고, 2) M&A 등을 통해 가입자가 늘어나면서 수신료수익과 플랫폼 매출액이 증가하기 때문이다. 3분기를 기점으로 CJ헬로비전의 실적 개선 추세가 꾸준히 나타날 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2011A	680	152	120	91	1,420	2.2	295	NM	0.5	NM	19.4
2012A	891	149	124	104	1,491	5.0	321	9.4	4.4	1.5	15.5
2013F	1,259	127	101	86	1,146	(23.1)	346	14.4	5.1	1.6	11.2
2014F	1,649	158	128	104	1,346	17.4	407	12.2	4.5	1.4	12.1
2015F	2,004	228	198	159	2,048	52.2	502	8.0	3.3	1.2	16.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

<표 1> 분기별 가입자, 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 천명)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F
매출액	181.7	213.1	216.3	279.9	273.6	284.9	314.1	386.1
영업이익	28.2	44.8	43.3	33.1	25.5	23.7	34.9	43.1
세전이익	21.9	38.0	37.8	26.7	21.2	19.2	27.9	33.2
순이익	16.9	32.1	30.4	24.9	16.5	16.6	20.7	31.9
가입자								
방송	3,317	3,335	3,350	3,376	3,394	3,494	3,499	3,936
아날로그	2,070	2,021	1,959	1,896	1,804	1,761	1,671	1,756
디지털	1,247	1,314	1,392	1,480	1,590	1,733	1,828	2,180
초고속인터넷	685	690	694	700	726	764	782	852
VoIP	546	578	606	635	671	698	707	771
MVNO	30	76	121	203	292	411	519	575
RGU	4,579	4,680	4,772	4,914	4,792	4,956	4,988	5,559

자료: CJ헬로비전, 한국투자증권

<표 2> 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	680.4	891.0	1,258.7	1,648.7	2,004.0
영업이익	151.7	149.3	127.3	158.2	228.4
세전이익	122.1	124.4	101.5	127.9	198.4
순이익	90.6	104.4	85.7	104.3	158.7
영업이익률(%)	22.3	16.8	10.1	9.6	11.4
순이익률(%)	13.3	11.7	6.8	6.3	7.9

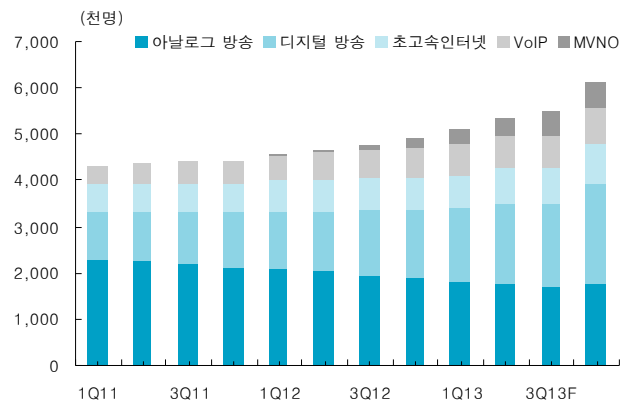
자료: CJ헬로비전, 한국투자증권

<표 3> CJ헬로비전 목표주가 산정 내역

구분	가치	비고
12 개월 forward EBITDA (십억원)	392.8	
12 개월 forward 순차입금 (십억원)	538.0	
목표 EV/EBITDA (배)	5.4	해외 케이블 업체 12MF EV/EIBTDA 평균을 10% 할인
적정 EV (십억원)	2,136.7	
적정 주주가치 (십억원)	1,598.7	
총 주식수 (천주)	77,447	
목표주가 (원)	**20,643**	

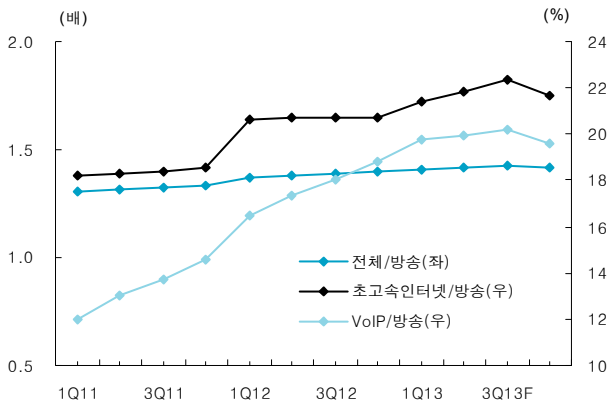
자료: 한국투자증권

[그림 1] 주요 서비스의 가입자 추이 및 전망



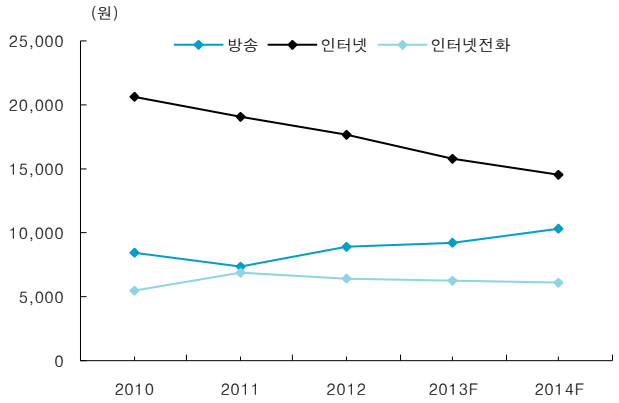
자료: CJ헬로비전, 한국투자증권

[그림 2] 방송 가입자 대비 CJ헬로비전의 가입자 수준 추이



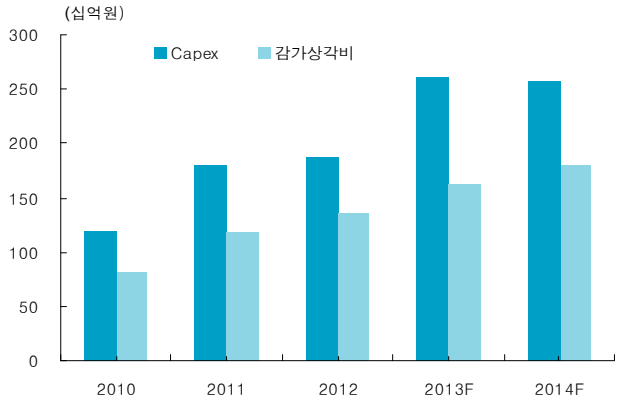
자료: CJ헬로비전, 한국투자증권

[그림 3] 주요 사업 부문의 ARPU 추이 및 전망



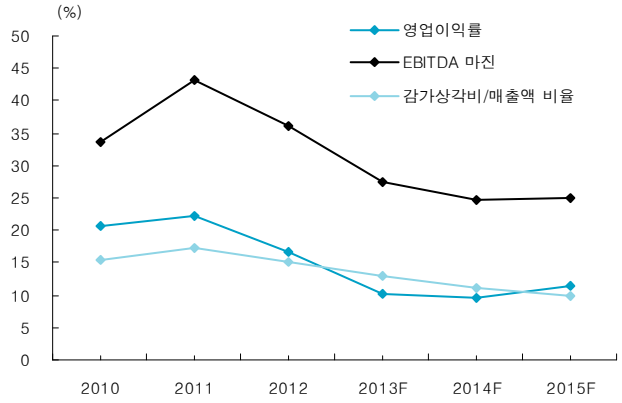
자료: CJ헬로비전, 한국투자증권

[그림 4] Capex와 감가상각비 추이 및 전망



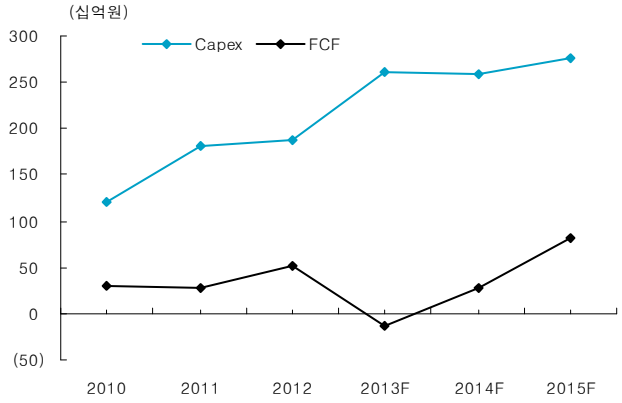
자료: CJ헬로비전, 한국투자증권

[그림 5] CJ헬로비전의 수익성 추이 및 전망



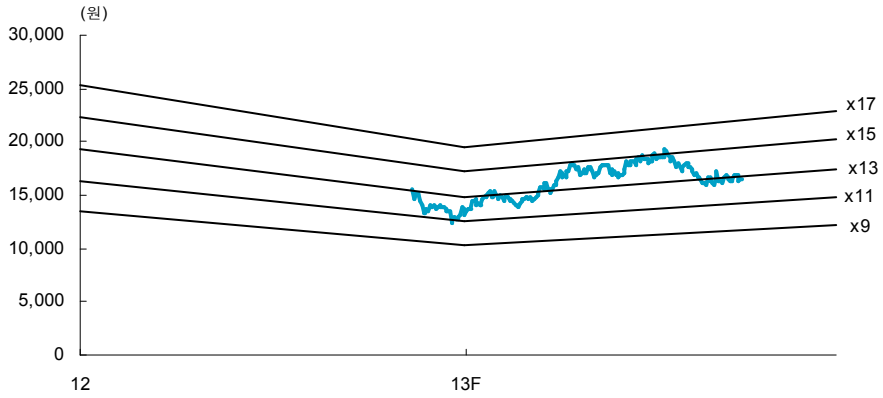
자료: CJ헬로비전, 한국투자증권

[그림 6] FCF는 13년 이후 개선 추이 나타날 전망



자료: CJ헬로비전, 한국투자증권

[그림 7] CJ헬로비전 12개월 forward PER band 차트



자료: CJ헬로비전, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

CJ헬로비전은 가입자에게 케이블TV, 초고속인터넷, 인터넷전화, 광고, N스크린 및 MVNO 이동통신 서비스 등을 제공하는 국내 최대 MSO(Multiple system operator)이다. 서울 양천 지역을 포함한 전국 18개 권역(매각 예정 종속 기업 제외)에서 방송 사업을 영위하고 있다. 현재 케이블 방송 사업자 중 가장 많은 가입자를 보유하고 있으며 최근 티빙(N스크린 서비스), 헬로모바일(MVNO) 등의 부가사업을 확대하고 있다.

- N스크린: TV, PC, 태블릿PC, 스마트폰 등 다양한 기기에서 하나의 컨텐츠를 끊김 없이 이용할 수 있게 해주는 서비스. 사용자가 구입한 컨텐츠는 단말기가 아니라 서버에 저장되어 다양한 단말기에서 컨텐츠 이용 가능
- TVing: CJ헬로비전이 제공하고 있는 N스크린 서비스
- MVNO(Mobile virtual network operator): 통신망을 임대하여 독자적인 이동통신서비스를 제공하는 사업체
- VoD(Video on demand): 통신망 연결을 통하여, 사용자가 필요로 하는 영상을 원하는 시간에 제공해주는 맞춤 영상 정보 서비스

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	260	365	442	595	743
현금성자산	52	38	88	132	180
매출채권및기타채권	80	165	176	214	240
재고자산	7	24	50	82	120
비유동자산	1,045	1,191	1,498	1,665	1,847
투자자산	9	23	37	49	59
유형자산	591	628	726	802	878
무형자산	427	469	655	709	782
자산총계	1,305	1,556	1,940	2,260	2,590
유동부채	553	495	687	789	1,074
매입채무및기타채무	137	235	277	363	421
단기차입금및단기사채	214	198	200	190	160
유동성장기부채	109	16	30	38	71
비유동부채	130	337	443	557	445
사채	0	149	285	406	315
장기차입금및금융부채	110	174	140	127	100
부채총계	683	831	1,130	1,347	1,519
지배주주지분	622	724	809	913	1,071
자본금	173	173	173	173	173
자본잉여금	301	131	131	131	131
자본조정	(210)	(31)	(31)	(31)	(31)
이익잉여금	362	453	539	643	802
비지배주주지분	0	0	0	0	1
자본총계	622	725	810	914	1,072

손익계산서

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	680	891	1,259	1,649	2,004
매출원가	353	502	819	1,080	1,286
매출총이익	327	389	440	569	718
판매관리비	176	240	312	411	490
영업이익	152	149	127	158	228
금융수익	2	5	6	9	11
이자수익	2	3	5	7	10
금융비용	31	24	24	28	28
이자비용	28	24	24	28	28
기타영업외손익	(2)	(6)	(8)	(11)	(13)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	120	124	101	128	198
법인세비용	27	22	20	26	40
연결당기순이익	91	104	86	104	159
지배주주지분순이익	91	104	86	104	159
기타포괄이익	1	(1)	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	92	104	85	104	158
지배주주지분포괄이익	92	104	85	104	158
EBITDA	295	321	346	407	502

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	275	217	473	351	617
당기순이익	91	104	86	104	159
유형자산감가상각비	118	136	162	181	199
무형자산상각비	25	36	56	68	75
자산부채변동	11	(58)	166	(5)	182
기타	30	(1)	3	3	2
투자활동현금흐름	(222)	(470)	(540)	(416)	(456)
유형자산투자	(180)	(189)	(262)	(258)	(276)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	1	(216)	(15)	(12)	(11)
무형자산순증	(41)	(66)	(241)	(123)	(147)
기타	(3)	0	(23)	(24)	(23)
재무활동현금흐름	(5)	238	117	109	(112)
자본의증가	0	143	0	0	0
차입금의순증	3	105	118	109	(112)
배당금지급	(1)	(10)	(1)	0	0
기타	(7)	0	0	0	0
기타현금흐름	(49)	0	0	0	0
현금의증가	(1)	(14)	51	44	49

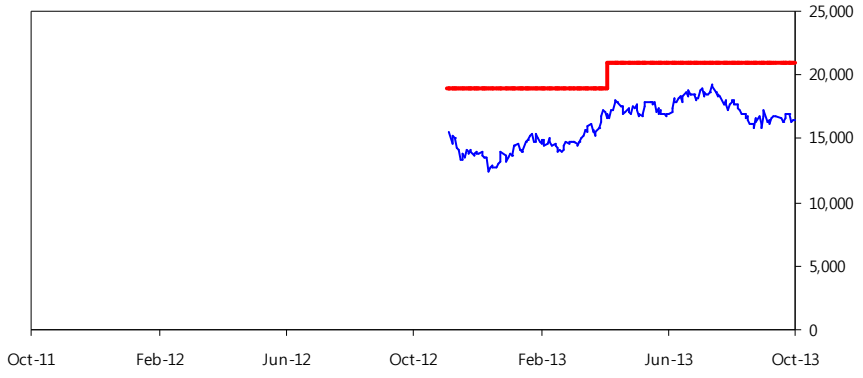
주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	1,420	1,491	1,146	1,346	2,048
BPS	10,736	9,354	10,452	11,790	13,830
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	46.7	30.9	41.3	31.0	21.6
영업이익증가율	63.8	(1.6)	(14.8)	24.3	44.4
순이익증가율	57.6	15.0	(17.9)	21.7	52.2
EPS증가율	2.2	5.0	(23.1)	17.4	52.2
EBITDA증가율	66.6	9.0	7.7	17.7	23.3
수익성(%)					
영업이익률	22.3	16.8	10.1	9.6	11.4
순이익률	13.3	11.7	6.8	6.3	7.9
EBITDA Margin	43.3	36.1	27.5	24.7	25.1
ROA	8.0	7.3	4.9	5.0	6.5
ROE	19.4	15.5	11.2	12.1	16.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	370	455	503	549	370
차입금/자본총계비율(%)	69.9	74.2	80.9	83.7	60.9
Valuation(X)					
PER	NM	9.4	14.4	12.2	8.0
PBR	NM	1.5	1.6	1.4	1.2
PSR	NM	1.2	1.0	0.8	0.6
EV/EBITDA	0.5	4.4	5.1	4.5	3.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
CJ 헬로비전(037560)	2012.11.07	매수	19,000 원
	2013.04.10	매수	21,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 10월 6일 현재 CJ헬로비전 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 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 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
- 중　　립 : 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 돕기 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.