CJ헬로비전(037560)

중장기 펀드멘털 이상 無 - 저점매수 절호의 기회

유통/미디어
민영상, 황용주(2122-9193)
mys@hi-ib.com

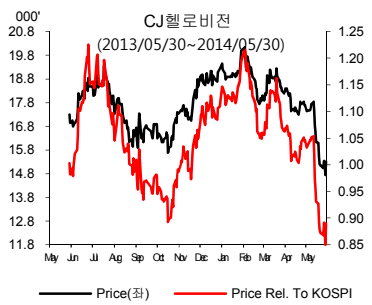
Buy(Maintain)

목표가(6M)	24,000원
종가(2014/06/05)	13,850원

Stock Indicator

자본금	194 십억원
발행주식수	7,745만주
시가총액	1,073십억원
외국인지분율	5.50%
배당금(2013)	75원
EPS(2014E)	1,036 원
BPS(2014E)	12,432 원
ROE(2014E)	8.7 %
52주 주가	14,700~20,100원
60일평균거래량	201,298주
60일평균거래대금	3.4십억원

Price Trend



■ 실적 불투명 시장우려 확대는 과도. 주가급락은 저점매수 절호의 기회

최근 주가 급락(1분기 실적 발표 후 절대수익률 22% 하락)은 1) 통신사업자와의 결합서비스 경쟁심화에 의한 방송/인터넷 ARPU 하락, 2) 모바일/종편채널 등에 대한 컨텐츠 수급비용 증가, 3) 디지털 투자확대에 따른 유무형감가상각비 부담 상승을 주식시장이 부정적 영업 시그널로 인식하면서 2분기 및 하반기 이익개선 여력 기대감을 크게 낮추었기 때문. 그러나 당사 리서치는 동사의 단기 수익성 악화 우려에 의한 주가하락은 과도하며 중장기 동사 펀드멘털은 양호할 것으로 예상. 현시점은 저점매수의 적절한 기회로 판단(투자의견 Buy와 목표주가 2.4만원 유지).

■ 단기 주가급락 요인 점검 결과 중장기 펀드멘털과 성장성 이상 無

단기 주가급락 요인에 대한 점검 결과 (1) 단기 ARPU 하락은 지나친 우려로 중장기 방송 ARPU 상승 기조는 유효하며, (2) 컨텐츠 비용 증가와 감가상각비 부담 상승은 디지털 투자 확대기의 성장통으로 해석 가능하며, (3) 추가 SO M&A 지연은 시장상황을 고려한 것으로 2015년부터 M&A 성장 전략 강화가 재점화될 전망. 또한 2분기 수익성 회복과 하반기부터의 이익개선 여력 상승이 기대되는데, 이는 1) 전년 인수한 SO들의 실적반영(수신료 및 홈쇼핑송출수료 증가 효과), 2) VOD 매출 고성장 지속 및 3) SAC 부담 완화를 통한 비용효율화가 예상되기 때문.

■ 중단기 5가지 긍정적 모멘텀과 EV/EBITDA 기준 저평가 매력 유효

단기 주가급락을 극복할 중단기 긍정적 주가 모멘텀은 다음 5가지로 판단. (1) 2분기 이익방어 시그널 표출 → 시장이 우려하는 수준의 수익성 악화 탈피, (2) 하반기 M&A 성장 전략 재확인 → 적은 규모라도 금년내 SO 인수 성사 필요, (3) MVNO 사업의 가입자 증가와 손익개선 지속 → 전년 손실(-405억원) 대비 의미있는 개선세 시현, (4) 안정적 플랫폼 이익창출 지속 → VOD 고성장 지속 및 홈쇼핑수수료 안정적 유입, (5) 스마트 셋톱박스 가입자수 증가 → 2015년부터 새로운 디지털 성장동력 부각 등임. 또한 글로벌 유료방송 플랫폼 사업자들과의 EV/EBITDA 비교시 동사 주식가치는 4~5배 수준으로 저평가되어 있어 향후 상승여력 충분.

FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2012	891	149	104	1,347	10.4	4.2	9,354	1.5	14.4	114.7
2013	1,160	116	77	994	19.3	6.9	11,415	1.7	9.6	135.2
2014E	1,440	137	80	1,036	13.7	4.9	12,432	1.2	8.7	136.6
2015E	1,724	154	92	1,191	11.9	4.3	13,550	1.1	9.2	136.9
2016E	2,022	196	120	1,553	9.1	3.9	14,977	1.0	10.9	133.0

자료 : CJ 헬로비전, 하이투자증권 리서치센터

동 자료는 '금융투자회사의 영업 및 업무의 관한 규정'에 관한 규정 중 제2장 조사 분석자료의 작성과공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다.

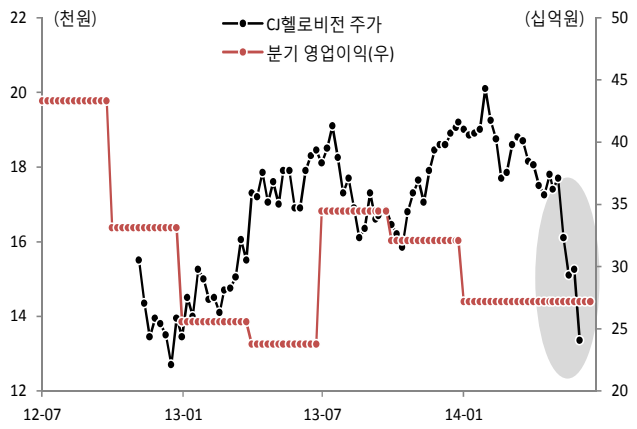
1분기 실적발표 후 수익개선 불투명 시각 확대로 주가급락

동사 주가는 1분기 실적발표(5/13일) 이후 지금까지 절대 주가 기준으로 22% 하락하는 급락세를 나타냈다(5/12일 종가 17,800원 → 6/5일 종가 13,850원). 이는 1분기 실적이 시장기대치를 하회하면서 향후 수익개선과 성장성에 대한 주식시장의 불투명한 시각이 확대된 것이 직접적 주가하락의 원인이 되고 있다.

동사의 1분기 실적은 매출 3,069억원(yoy +12.2%), 영업이익 272억원(yoy +6.4%), 순이익 153억원(yoy -6.9%)을 기록하면서 매출과 영업이익 모두 전년동기 대비 증가세 유지하였다. 또한 순조로운 디지털 전환(1Q13 47% → 1Q14 54%) 속에 VOD수익의 견조한 증가(1Q VOD 매출 229억원, yoy+53.6%)와 MVNO사업의 영업손실폭 축소(1Q13 (-)205억원 → 1Q2014 (-)15억원) 등의 긍정적 변화도 지속되었다.

그러나 1분기 전체 영업이익이 시장컨센서스를 하회(주식시장은 1Q OP 300억원 상회 기대)하였고, 1) 통신사업자와의 결합서비스 경쟁심화에 의한 방송/인터넷 ARPU 하락, 2) 모바일 및 종편채널 등에 대한 컨텐츠 수급비용 증가, 3) 디지털 투자확대에 따른 유무형감가상각비 부담 상승 등을 주식시장이 부정적 영업 시그널로 인식하면서 2분기 및 하반기 이익개선 여력 기대감을 크게 낮추기 시작한 것이 최근 주가급락의 요인으로 작용하였다.

<그림 1> CJ 헬로비전 주가는 1 분기 실적발표 후 시장의 수익개선 불투명 시각 확대로 절대수익률 기준 20% 이상 하락



자료 : CJ헬로비전, 하이투자증권 리서치

주가급락 요인 점검 결과 중장기 펀드멘털과 성장성 이상 無

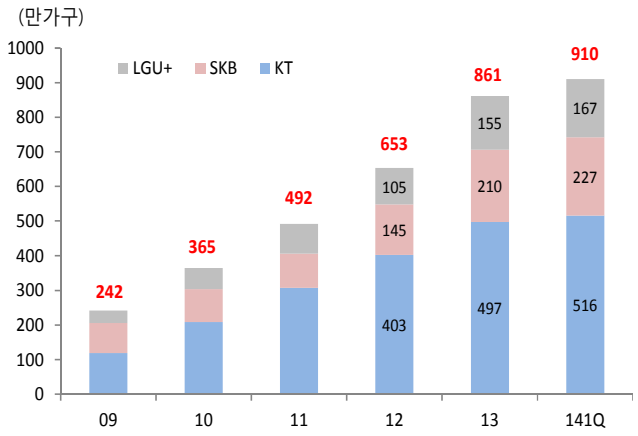
(1) 단기 ARPU 하락은 지나친 우려. 중장기 방송 ARPU 상승 기조 유효

동사의 1분기 방송 및 인터넷 ARPU는 전년동기 및 직전분기 대비 모두 하락하였다. 특히 디지털 전환 가속화에도 불구 1분기 디지털TV의 ARPU(12,432원)는 전년동기(13,749원) 대비 9.6% 하락하면서 종전보다 다소 하락폭이 높아졌다. 이는 통신사의 IPTV와의 가입자 경쟁심화로 동사 결합상품(방송+인터넷+VoIP)에 대한 가격인하 압박이 커지면서 결합서비스 요금에 대한 할인폭을 높였기 때문이다.

특히 1분기의 경우 통신 3사(KT,SKT,LGU+)는 이동통신 영업정지 기간 중 이동통신 가입자 마케팅을 대신하여 IPTV와의 결합상품(IPTV+초고속인터넷+VoIP) 판매에 마케팅을 집중한 것으로 파악된다. 이에 동사는 IPTV 대응 전략으로 디지털 전환을 통한 유료방송 가입자 방어에 적극적으로 나설 수 밖에 없었고 이는 결합상품 가격할인을 통한 일시적 ARPU 하락으로 이어진 것으로 파악된다.

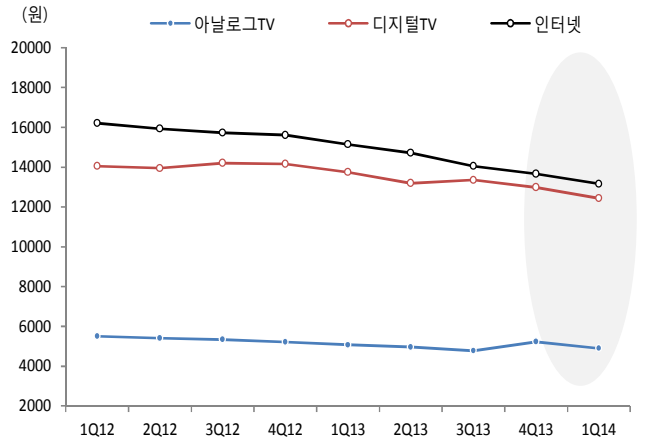
일시적 ARPU 하락에 대한 시장의 우려는 다소 지나친 측면이 있고 중장기 관점에서 동사의 방송 ARPU 상승 기조는 여전히 유효하다. 이는 1) 2015년부터 Telco의 인터넷+IPTV 결합 여력 제한으로 방송가입자 경쟁이 점차 완화될 가능성이 높고, 2) 동사는 디지털 전환 가속화로 VOD 수익증가에 의한 방송 ARPU 상승이 지속될 것으로 예상되기 때문이다. 특히 3) 스마트셋톱 가입자수 확대(신규 디지털가입자 10% 비중)는 고ARPU 가입자 해지방어 및 VDO 사용 증가를 견인하는 새로운 성장동력원이 되고 있다.

<그림 2> 통신 3 사의 공격적 IPTV 가입자수 확대 전략 지속. 2014 년 1 분기말 ITPV 총가입자수는 900 만 상회



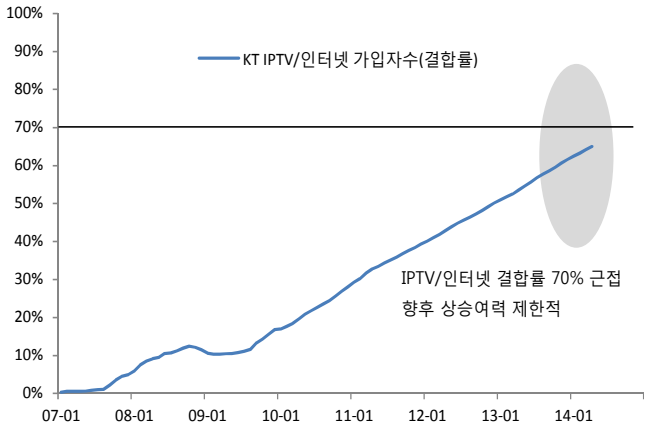
자료 : KT, 하이투자증권 리서치

<그림 3> 통신사 IPTV 결합서비스와의 가격인하 경쟁 심화로 CJ 헬로비전의 아날로그 TV/디지털 TV/인터넷 ARPU 는 하락세 지속



자료 : CJ헬로비전

<그림 4> KT 의 인터넷 가입자 대비 IPTV 가입자 비중(인터넷+IPTV 결합률)은 2014 년 1 분기말 70% 수준 근접으로 향후 상승 여력 제한적



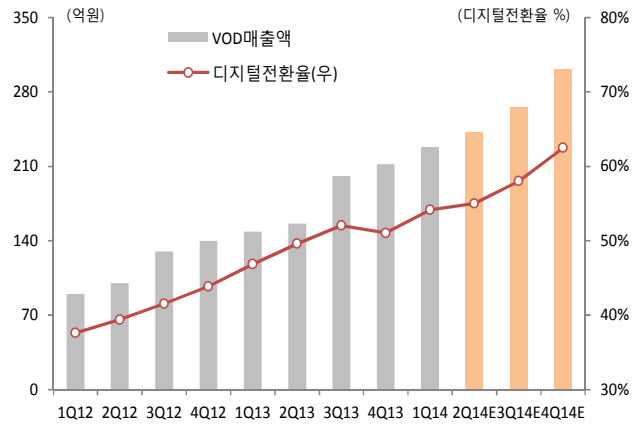
자료 : KT, 하이투자증권 리서치

<그림 5> 국내 유료방송 주요 사업자별 가입자수(2014 년 1Q) 및 규제 상한선 : KT 그룹 합산 규제 법제화시 가입자 순증 여력은 153 만 수준

	총가입자수(만가구)	가입자수 규제	상한선
전체 유료(OTS 중복 제외)	2,589		
- 케이블TV SO	1,485	전체 유료방송 1/3	863
- IPTV	910	전체 유료방송 1/3	863
- 위성방송	422	제한없음	
* OTS	227		
CJ헬로비전 (MSO)	397	순증여유분	466
Skylife (위성방송)	422	없음	없음
KT (IPTV)	516	유료전체 1/3	347
* KT그룹 합산 규제시			
(KT+Skylife, OTS 제외)	710	순증여유분	153

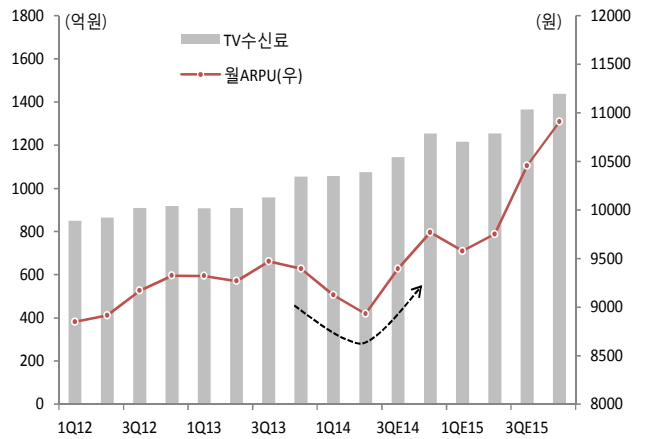
자료 : 방송통신위원회, KT, Skylife, KCTA, 하이투자증권 리서치

<그림 6> CJ 헬로비전의 분기별 VOD 매출은 디지털 전환율 상승 효과로 견조한 증가세 지속 예상



자료 : CJ헬로비전, 예상은 하이투자증권 리서치

<그림 7> CJ 헬로비전의 중장기 방송 ARPU 의 상승 기조는 유효 : VOD 수익 증가가 가격경쟁 완화 시점까지 ARPU 상승 견인 전망



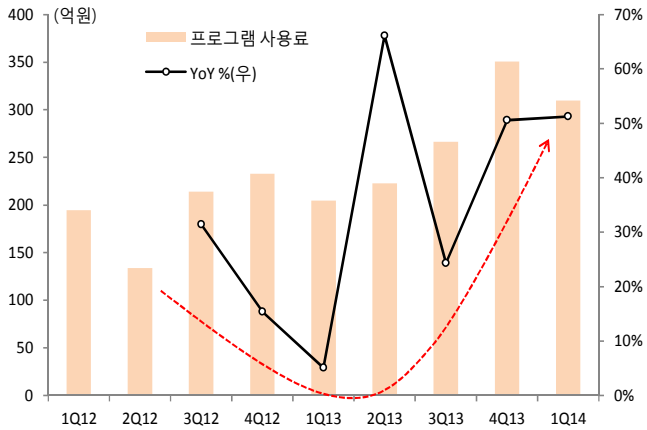
자료 : CJ헬로비전, 예상은 하이투자증권 리서치

(2) 컨텐츠 비용 증가와 감가상각비 부담 상승은 디지털 투자 확대기의 성장통

1분기 실적발표에서 컨텐츠 비용증가와 감가상가비 부담 상승이 동사의 단기 수익성 개선 리스크 요인으로 부각되었다. 즉 1분기 중 프로그램사용사용료(310억원)는 종편채널에 대한 수신료 지급과 모바일(티빙) 플랫폼 확대로 yoy 51.3% 증가하였다. 또한 디지털 전환 가속화에 따른 투자비용 증가(STB 설치비용 증가, SAC 상승 및 VOD컨텐츠 수급 확대 등)로 유무형 감가상각비 부담도 높아졌다. 즉 동사의 1분기 CAPEX는 967억원으로 총매출 대비 비중(31%)이 여전히 높은 수준이었고 감가상각비는 유형 452억원, 무형 229억원으로 전년 동기대비 각각 21.3%, 71.3% 증가하였다.

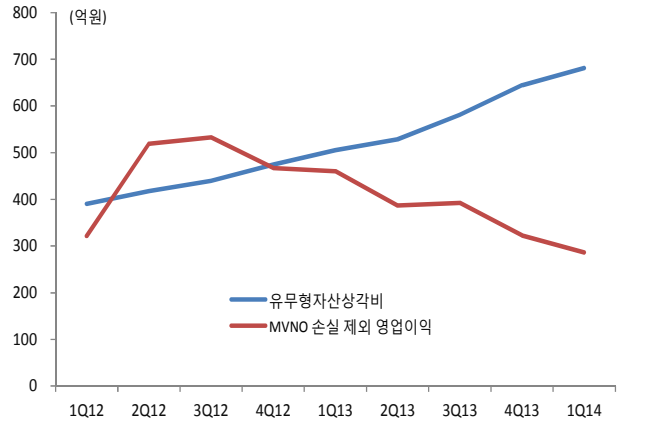
이러한 컨텐츠/감가상각비 비용증가는 단기적 관점에서 하반기까지 수익성을 제한할 리스크 요인으로 작용할 수 있다. 그러나 이는 플랫폼 확대와 디지털 전환 가속화 단계에서 발생하는 투자확대기의 성장통으로 해석할 필요가 있다. 즉 현금창출 기준의 이익지표인 동사의 EBITDA는 1분기 953억원으로 yoy 25.4% 증가하였고, 2014~15년 연간 EBITDA 성장률은 yoy 20% 내외 수준의 견조한 성장세를 지속할 것으로 예상된다.

<그림 8> CJ 헬로비전의 모바일, 종편채널 등으로의 컨텐츠 수급 확대로 프로그램사용로 비용 부담이 증가



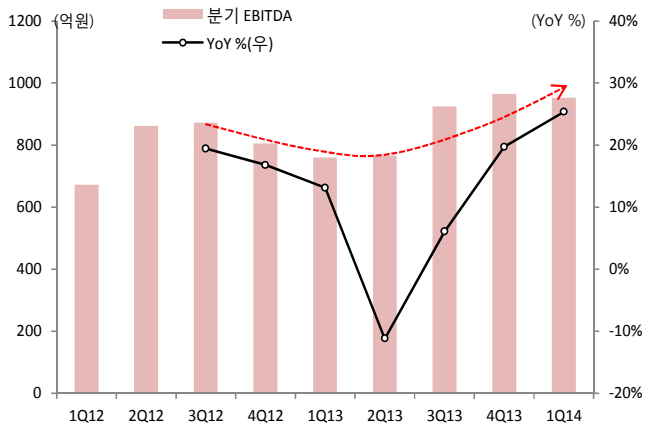
자료 : CJ헬로비전, 하이투자증권 리서치

<그림 9> CJ 헬로비전의 유무형상각비 증가는 영업이익(MVNO 손실 제외) 개선을 제한하는 요인으로 작용



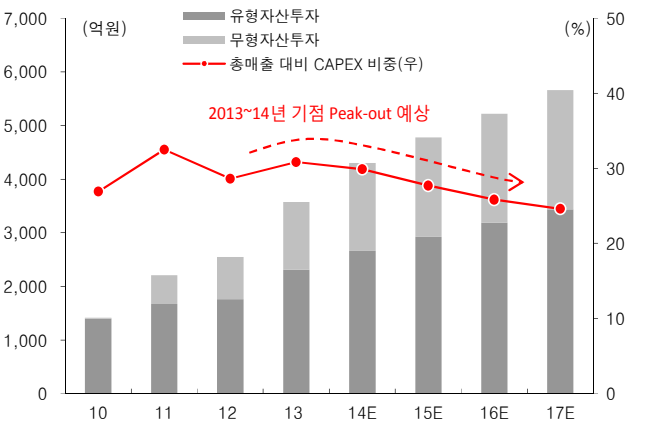
자료 : CJ헬로비전, 하이투자증권 리서치

<그림 10> CJ 헬로비전의 분기 EBITDA 는 1,000 억원 수준에 근접하는 견조한 증가세 지속



자료 : CJ헬로비전, 하이투자증권 리서치

<그림 11> CJ 헬로비전의 CAPEX(유무형투자비) 추이와 전망 : 총매출 대비 CAPEX 비중은 2013~14 년 기점으로 Peak-out 예상



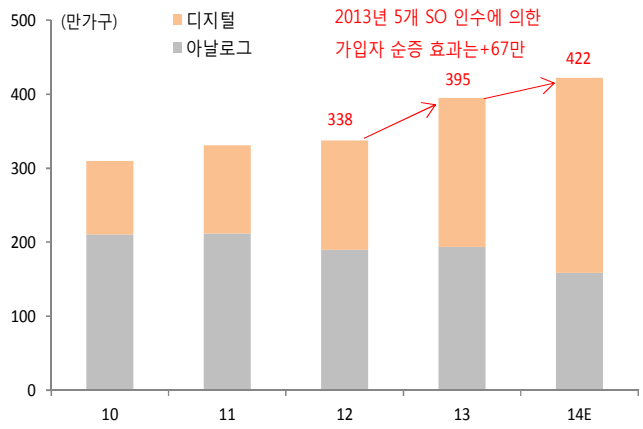
자료 : CJ헬로비전, 예상은 하이투자증권 리서치

(3) 추가 SO M&A 지연은 시장상황 고려 필요. M&A 성장 전략 기조는 여전히 확고

동사는 2013년 중 5개 SO를 인수(M&A)하였고, 이러한 SO M&A에 의한 가입자 순증(+67만가구)으로 시장이 원하는 성장성을 확보하였다. 그러나 2014년 들어서는 추가적인 SO M&A 성사 가능성은 높아 보이지 않는다. 이는 동사가 금년에는 전년도 인수한 SO의 영업 정상화에 주력하고 있는 가운데 아직까지는 인수가격과 지역적 서니지 창출 측면에서 적절한 인수(M&A) 대상 SO가 없기 때문이다. 따라서 동사의 추가적인 SO M&A에 의한 성장 전략 강화는 가입자 규제 완화에 의한 MSO 시장재편이 가시화될 것으로 예상되는 2015년에 다시 구체화될 것으로 기대된다.

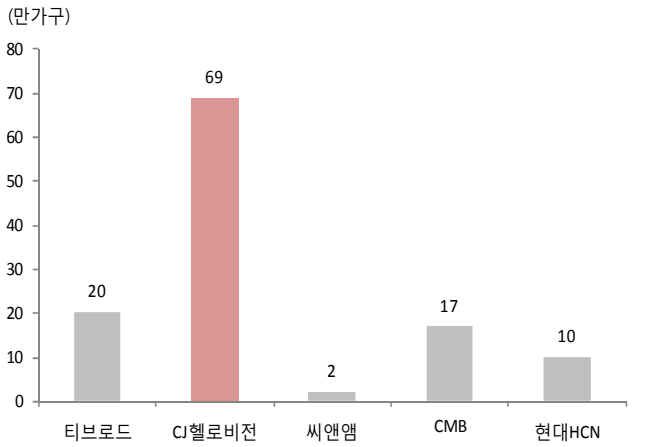
그럼에도 불구하고 동사의 M&A에 의한 중장기 성장 전략 의지는 확고하다. 향후 케이블TV MSO 시장구도는 동사(CJ그룹)와 티브로드(태광산업) 중심으로 재편될 가능성이 높다. 이는 시장점유율이 낮은 현대HCN(145만 가입자 보유)과 매각대상인 씨앤앰(서울/수도권 최대 MSO)이 선도 MSO 사업자로 부가될 가능성은 제한적이라고 판단되기 때문이다. 결국 동사의 M&A 확대 전략은 시장구도 변화에 따른 시기 선택의 문제일 뿐 M&A에 의한 성장 전략 강화 의지는 확고하기 때문에 중장기 M&A 성장성은 여전히 유효하다고 판단된다.

<그림 12> CJ 헬로비전의 유료방송 (누적)가입자수 추이 : 2013 년 5 개 SO 인수에 의한 가입자 순증(+67 만) 효과가 2013~14 년에 반영



자료 : CJ헬로비전, 하이투자증권 리서치

<그림 13> 국내 선도 MSO 사업자들의 2013 년 연간 방송가입자 순증(방통위 미승인 인수 SO 의 가입자 포함 기준)



자료 : KCTA, CJ헬로비전, 하이투자증권 리서치

<표 1> CJ헬로비전의 SO M&A 현황(2013년 인수한 SO의 가입자수 및 가입자당 인수금액)

인수 SO	이사회결정일	권역	가입자수	디지털전환율	인수금액 (억원)	지분율	가입자당가치 (만원)
나라방송	2013년 1월	경기도 의정부	8.2	33.0%	240	43.1%	29.3
영서방송	2013-06-17	강원도(원주,횡성 등)	10.8	23.0%	484	100.0%	44.8
호남방송	2013-06-25	전남(목포 등)	21.7	14.0%	1,270	89.6%	58.5
전북방송	2013-07-29	전북(남원 등)	12.4	7.0%	584	100.0%	47.1
강원방송	2013-12-16	강원도(춘천 등)	14.0		654	88.7%	46.7
합계			67.1		3,232.2		48.2

자료 : CJ헬로비전

2분기 수익성 회복 및 하반기부터 이익개선력 강화 예상

동사의 2분기 실적은 직전분기 및 전년동기 대비 모두 개선될 것으로 예상된다. 2분기 예상 실적은 매출 3,465억원(yoy +21.6%), 영업이익 283억원(yoy +19.1%), 순이익 157억원(yoy -5.6%)으로 추정된다. 2분기의 경우에도 통신사(IPTV)와의 가격경쟁에 의한 ARPU 하락과 컨텐츠/디지털 투자비용 증가 부담이 상존하고 있어 의미있는 수준의 이익개선은 제한적이겠지만, 1) 전년 인수한 SO들의 실적반영(수신료 및 홈쇼핑송출수료 증가 효과), 2) VOD 매출 고성장 지속 및 3) SAC 부담 완화를 통한 비용효율화 전략 강화 등이 어느 정도 이익방어 요인으로 작용할 전망이다.

하반기(3~4분기)에는 점진적인 영업이익 개선으로 2015년의 의미있는 수익성 강화 기대감이 높아질 수 있는 시기가 될 전망이다. 3~4분기 추정 영업이익은 전년동기대비 각각 15.9%, 30.1% 증가한 399억원과 417억원으로 예상한다. 이익개선이 가능한 이유는 1) IPTV와의 가입자 경쟁완화로 방송/인터넷 ARPU의 하락폭이 완화되는 가운데, 2) 디지털 전환 상승에 의한 VOD 이익기여 상승 및 3) 홈쇼핑송출수수료와 광고수익의 안정적 이익기여도 유지가 유효하기 때문이다.

<표 2> CJ헬로비전 분기 및 연간실적 추이와 전망(K-IFRS 연결 기준) (단위 : 억원, 만 가구/명)

구 분		1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2QE14	3QE14	4QE14	2013	2014E	2015E
매출	총계	2,736	2,849	2,991	3,026	3,069	3,465	3,682	4,180	11,602	14,397	17,236
	TV(수신료+VOD)	908	909	959	1,054	1,057	1,075	1,146	1,255	3,829	4,533	5,274
	홈쇼핑/광고	542	554	567	658	620	651	656	670	2,321	2,597	2,877
	홈쇼핑	484	484	492	520	546	547	547	548	1,979	2,187	2,406
	광고	58	71	75	137	75	104	109	122	342	410	471
	인터넷/VoIP	472	478	492	529	499	519	542	593	1,971	2,153	2,383
	MVNO	683	734	774	539	711	990	1,084	1,373	2,731	4,158	5,478
	Tving	20	26	42	70	41	65	74	73	158	253	381
	기타	111	148	157	177	140	165	180	216	593	702	842
YoY %	총계	50.6%	33.7%	38.3%	8.1%	12.2%	21.6%	23.1%	38.1%	30.2%	24.1%	19.7%
	TV(수신료+VOD)	6.8%	5.1%	5.4%	14.8%	16.5%	18.3%	19.5%	19.1%	8.1%	18.4%	16.3%
	홈쇼핑/광고	38.2%	-7.6%	4.5%	14.8%	14.5%	17.4%	15.7%	1.8%	10.1%	11.9%	10.8%
	홈쇼핑	41.5%	-10.1%	1.7%	7.6%	12.8%	13.1%	11.2%	5.3%	7.2%	10.5%	10.0%
	광고	16.3%	13.8%	27.3%	53.9%	28.1%	47.1%	45.4%	-11.3%	31.1%	20.0%	15.0%
	인터넷/VoIP	6.3%	6.2%	8.3%	13.3%	5.6%	8.5%	10.3%	12.2%	8.6%	9.2%	10.7%
	MVNO	698.4%	418.2%	406.3%	1.9%	4.1%	34.9%	40.0%	154.6%	200.3%	52.3%	31.8%
	Tving	125.5%	115.7%	87.8%	5.1%	110.5%	148.5%	74.8%	4.8%	43.9%	60.5%	50.4%
	기타	199.9%	137.3%	92.0%	-27.8%	25.9%	11.8%	15.2%	22.2%	39.0%	18.4%	20.0%
영업이익		255	237	344	321	272	283	399	417	1,158	1,371	1,542
	YoY %	-9.3%	-46.9%	-20.5%	-3.1%	6.4%	19.1%	15.9%	30.1%	-22.5%	18.4%	12.5%
세전이익		212	192	314	257	196	201	330	330	974	1,058	1,227
	YoY %	-3.4%	-49.4%	-16.9%	-3.8%	-7.4%	4.8%	5.2%	28.6%	-21.7%	8.5%	16.1%
순이익		165	166	253	185	153	157	258	233	770	802	922
	YoY %	-2.7%	-48.2%	-16.8%	-25.5%	-6.9%	-5.6%	2.0%	25.7%	-26.3%	4.2%	15.0%
가입자수	RGU	479	496	500	553	558	573	578	602	553	602	644
	방송부문	339	349	351	395	397	406	407	422	395	422	442
	디지털	159	173	183	202	215	223	236	264	202	264	331
	초고속인터넷	73	76	78	85	88	91	93	98	85	98	111
	VoIP	67	70	71	73	74	76	78	82	73	82	92
	MVNO	29	41	52	60	66	72	79	85	60	85	120
	Tving	22	25	28	33	36	40	45	48	33	48	68

자료 : CJ헬로비전, 예상은 하이투자증권 리서치

주가급락을 극복할 5가지 중단기 긍정적 모멘텀 유효

(1) 2분기 이익방어 시그널 → 시장이 우려하는 수준의 수익성 악화 탈피

1분기 기대보다 부진했던 영업이익 시현 이후 주식시장은 동사의 2분기 수익성에 대해서도 확신하지 못하고 있다. 즉 IPTV와의 경쟁심화(ARPU 하락)와 컨텐츠비용/감가상각비 부담 증가가 지속될 경우 1분기보다 오히려 이익이 크게 감소할 가능성을 열어두고 있는 것이다. 그러나 동사는 2분기에는 비용효율화 전략으로 선회할 가능성이 높다. 이는 CJ그룹 전체 차원의 수익성 강화 전략과도 맞물려 있으며, 2분기에는 유료방송가입자 방어를 위한 SAC 비용 부담을 줄이는 방향으로 수익성을 강화할 것으로 예상된다.

(2) M&A 성장 전략 재확인 → 하반기 적은 규모라도 SO 인수 성사 기대

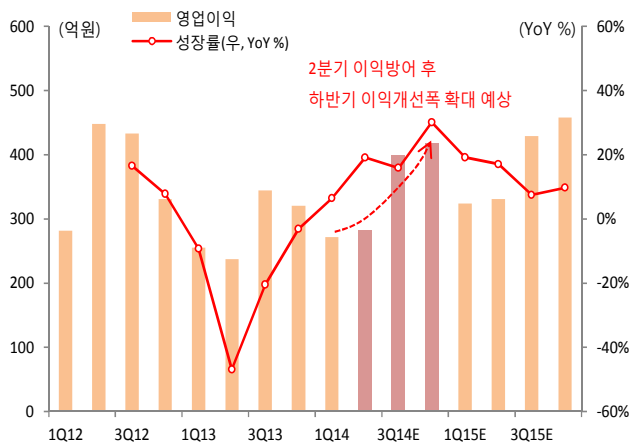
현시점에서 하반기 중 전년 수준의 대규모 SO M&A 실현 가능성은 성사될 가능성은 제한적이다. 그러나 하반기 중 디지털 전환이 낙후된 소형 지방SO(가입자 5~10만 보유)에 대한 M&A 성사 가능성은 여전히 유효하다. 이 경우 주식시장은 동사의 M&A 전략 지속성에 대한 의심을 지우고 중장기 M&A 성장 모멘텀을 재확인하는 계기로 삼을 가능성이 높다. 즉 M&A 성장 프리미엄이 다시 높아지는 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다.

(3) MVNO 가입자 증가와 손익개선 → 전년 손실(-405억원) 대비 의미있는 개선 가능

동사 MVNO 사업에서 2015년부터 손익 턴어라운드 가능성을 시장이 확인할 수 있는 가입자 증가와 분기 손익개선 시그널이 하반기에 나타날 것으로 시장은 기대하고 있다. 즉 연말 MVNO 누적 가입자수는 90만 수준에 근접하고 2014년 연간 MVNO 손실폭은 (-)200억원 내외 수준에서 효율화되어야 한다.

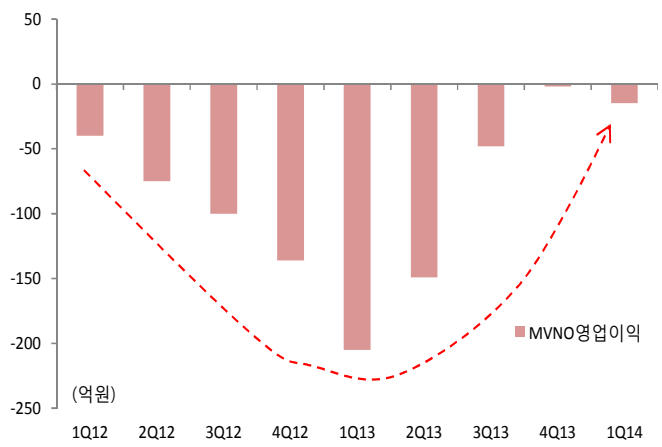
당사 리서치는 동사의 MVNO 사업은 4분기부터는 의미있는 손익개선 기조로의 전환을 예상한다. 1분기에는 (-)15억원 수준의 영업손실을 기록하는데 그쳤으나 금년 2~3분기에는 가입자 마케팅 강화로 손실폭이 다소 확대될 것으로 예상되지만 연간 전체로는 가입자 증가에 의한 규모의 경제 효과(망사용료 절감, 서비스매출 증가 등)로 전년 손실폭보다는 크게 완화되고 2015년부터는 연간 MVNO 영업이익의 (+)전환을 예상한다.

<그림 14> CJ 헬로비전 분기 영업이익 추이와 전망 : 2 분기 이익방어 후 하반기부터 점진적 이익개선 여력 상승 예상



자료 : CJ헬로비전, 예상은 하이투자증권 리서치

<그림 15> CJ 헬로비전 MVNO 영업손익은 2013 년 연간 -404 억원(4 분기 -2 억원) 기록 후 2014 년 1 분기 -15 억원으로 손실폭 대폭 축소



자료 : CJ헬로비전

(4) 안정적 플랫폼 이익창출 지속 → VOD 고성장 지속 및 홈쇼핑수수료 안정적 유입

동사의 VOD 매출은 분기 기준으로 2013년 3분기부터 200억원을 상회하기 시작하였고 금년 1분기 VOD 매출은 yoy 53.6% 증가한 229억원을 기록하였다(3Q13 201억원 → 4Q12 212억원 → 1Q14 229억원). 2014년 연간 VOD 매출은 전년대비 44.5% 증가한 1,037억원으로 예상한다(TV수신료 대비 비중은 22.9%로 추정). 국내 방송/영화 컨텐츠 VOD 시장의 고성장세와 동사의 디지털 가입자 확대 추세를 감안할 경우 동사 VOD 이익기여도 상승 기조는 당분간 지속될 전망이다.

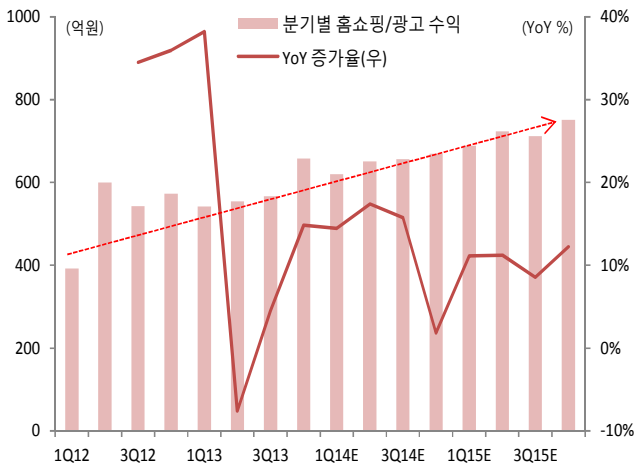
동사의 2014년 홈쇼핑송출수익은 SO 인수 효과로 전년대비 10% 성장은 가능할 전망이다(1분기 홈쇼핑송출수익은 yoy 12.8% 증가한 546억원 기록). 또한 향후에도 지상파 인접 홈쇼핑 채널의 간접광고 효과 상승이 유효한만큼 SO M&A 효과를 제외해도 연 5~10% 안정적 성장세 유지는 가능할 전망이다.

(5) 스마트 셋톱박스 가입자수 증가 → 2015년부터 새로운 디지털 성장동력 부각

동사는 2014년 4월부터 디지털 가입자 전환에서 스마트 셋톱박스 가입자 마케팅을 강화하고 있다. 스마트 셋톱박스는 다양한 디지털양방향 기능 부여로 1) 고ARPU(기존 셋톱박스 ARPU 7,000~8,000원 대비 2배 수준) 가입자 화보로 해지 방어, 2) 디지털 가입자의 높은 번들율 유지 및 3) VOD 등 부가수익 기여도 상승 등의 강점을 보유하고 있다.

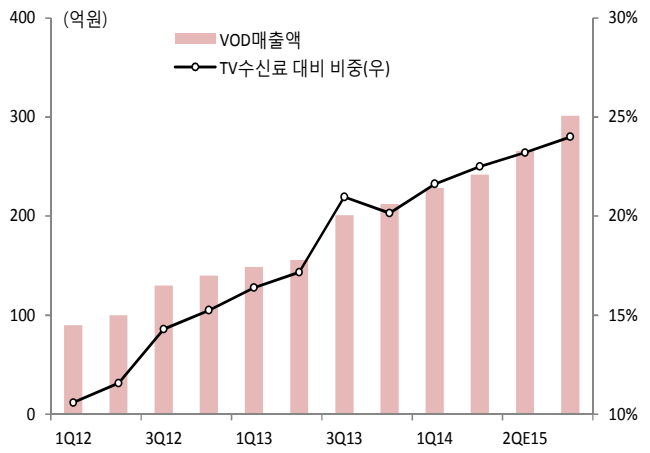
현재 동사 스마트 셋톱박스 가입자수는 월기준으로 가파른 성장세를 보이고 있는 것으로 파악되고 있는데(최근 월별 신규 디지털 가입자수의 10% 비중에 이르고 있는 것으로 추산), 2014년말에는 전체 디지털 가입자수(당사 263만 예상)의 5% 수준까지 높아질 것으로 예상된다. 2015년부터는 기존 디지털 전환 가입자의 스마트 셋톱박스 가입자로의 전환까지 가속화될 경우 스마트 셋톱박스는 동사의 새로운 디지털 성장 동력원으로 부각될 가능성도 충분하다고 판단된다.

<그림 16> CJ 헬로비전의 분기별 홈쇼핑/광고 수익 추이와 전망 : 플랫폼 수익(홈쇼핑수수료 + 광고)의 안정적 유입 지속



자료 : CJ헬로비전, 예상은 하이투자증권 리서치

<그림 17> CJ 헬로비전의 분기 VOD 매출은 2014 년 4 분기 300 억원을 상회하고 TV 수신료 대비 매출비중은 24% 수준에 이를 전망



자료 : CJ헬로비전

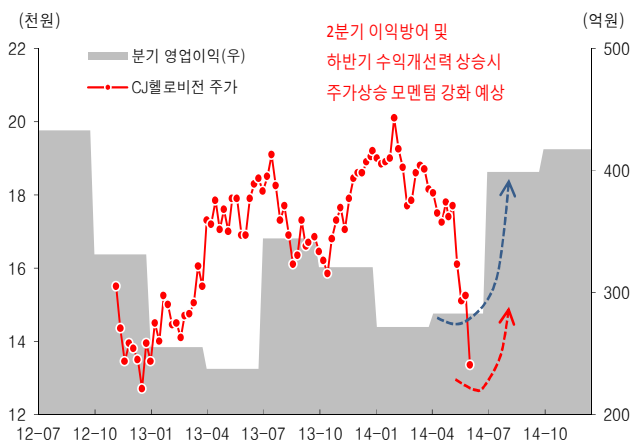
중장기 펀드멘털 이상없다 : 주가상승 여력 충분. 저점매수 절호의 기회

현재 동사 주식가치(시가총액)는 2014~15년 예상실적(순이익) 대비 P/E 12~14배 수준이다. IPTV와의 유료방송 가입자 경쟁 심화에 의한 수익성 제한과 성장여력 약화 가능성이 부각되면서 주가 밸류에이션 프리미엄이 과거 고점(18~19배) 대비 크게 낮아진 상황이다. 당사 리서치는 최근 동사의 단기 수익성 악화 우려에 의한 주가 급락은 과매도 국면으로 해석하고 있으며 중장기 관점에서 변함없이 양호한 동사 펀드멘털을 감안할 경우 현시점은 저점매수의 적절한 기회로 판단하고 있다(투자의견 Buy와 목표주가 2.4만원 유지). .

또한 현시점은 동사의 중장기 성장을 위한 투자확대 시기로 디지털 투자비용 상승(감가상각비 증가)과 컨텐츠 수급확대(VOD 수급비용 상승) 등을 감안시 단기 수익개선보다는 중장기 성장성에 무게를 둘 시점으로 판단된다. 즉 현금창출 수익성(EBITDA) 기준으로 볼 때 동사의 이익성장성이 여전히 유효하다는 점을 감안할 경우 2015년부터는 성장 프리미엄의 본격적 회복도 가능할 전망이다. 동사의 2014~15년 EBITDA 성장율은 각각 yoy 18.6%, 19.3%로 예상되고, 글로벌 유료방송 플랫폼 사업자들과의 EV/EBITDA 비교시 동사는 4~5배 수준으로 저평가 상태에 있다.

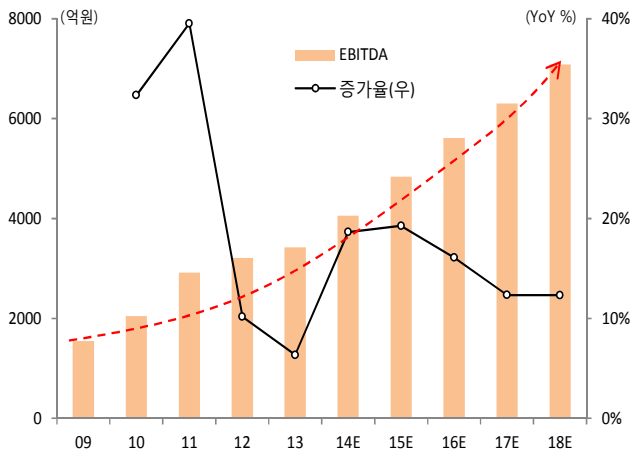
결론적으로 중장기 관점에서의 동사의 펀드멘털은 변함없이 양호하며 중장기 주가상승 모멘텀은 여전히 유효하다고 판단된다. 즉 1) IPTV의 신규가입 여력 제한으로 유료방송 가입자 경쟁 완화로 ARPU 상승 지속, 2) MVNO 손익 턴어라운드로 결합서비스의 성장성 재부각, 3) MSO 시장재편 가속화 및 추가 M&A에 의한 시장지배력 강화, 4) 안정적 플랫폼 이익창출 지속(VOD 고성장과 홈쇼핑송출수수료 안정 유입 지속), 5) 스마트 셋톱박스 가입자 증가에 의한 디지털 신성장 동력 확보 등이 장기 성장성을 견인할 모멘텀으로서 유효하게 작용할 전망이다.

<그림 18> 하반기 ARPU 회복과 MVNO 손익개선 효과로 이익개선 및 M&A 성장 전략 강화로 주가모멘텀 재부각 예상



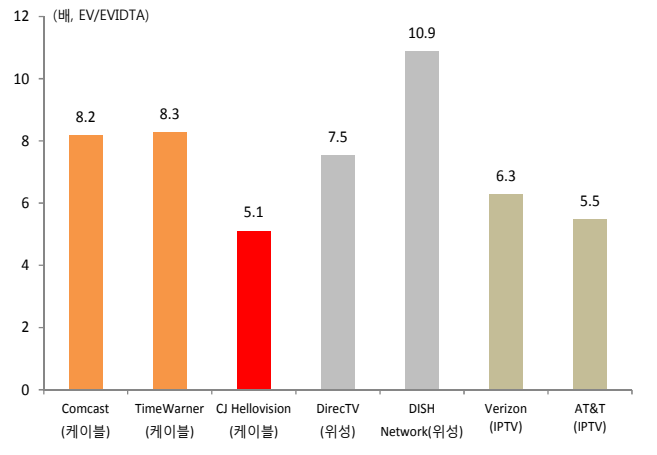
자료 : CJ헬로비전

<그림 19 CJ 헬로비전의 현금창출 수익성(EBITDA) 기준 이익의 견조한 성장성은 여전히 유효. 2015 년 EBITDA 는 5,000 억원 수준 예상



자료 : CJ헬로비전, 예상은 하이투자증권 리서치

<그림 20> CJ 헬로비전의 EV/EBITDA 는 4~5 배 수준으로 글로벌 유료방송 플랫폼 사업자(와 비교시 저평가 상태



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)

	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	400	414	447	477
현금 및 현금성자산	60	48	29	12
단기금융자산	15	23	28	29
매출채권	258	288	327	364
재고자산	23	36	43	51
비유동자산	1,681	1,865	2,039	2,227
유형자산	778	855	908	962
무형자산	753	838	934	1,036
자산총계	2,081	2,279	2,487	2,703
유동부채	419	360	382	398
매입채무	32	245	276	313
단기차입금	163	81	73	51
유동성장기부채	20	14	10	7
비유동부채	777	956	1,055	1,145
사채	299	334	318	302
장기차입금	451	541	649	747
부채총계	1,196	1,316	1,437	1,543
지배주주지분	884	963	1,049	1,160
자본금	194	194	194	194
자본잉여금	193	199	205	211
이익잉여금	498	571	651	756
기타자본항목	-1	-1	-1	-1
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	885	963	1,050	1,160

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)

	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	1,160	1,440	1,724	2,022
증가율(%)	30.2	24.1	19.7	17.3
매출원가	716			
매출총이익	444	1,440	1,724	2,022
연구개발비				
판매비와관리비	328	1,303	1,569	1,826
기타영업수익				
기타영업비용				
영업이익	116	137	154	196
증가율(%)	-22.5	18.4	12.5	27.2
영업이익률(%)	10.0	9.5	8.9	9.7
이자수익	10	3	3	2
이자비용	26	33	35	38
지분법이익(손실)	1	0	0	0
기타영업외손익	-3	-1	1	0
세전계속사업이익	97	106	123	161
법인세비용	23	26	31	41
세전계속이익률(%)	8.4	7.3	7.1	8.0
당기순이익	77	80	92	120
순이익률(%)	6.6	5.6	5.3	5.9
지배주주귀속순이익	77	80	92	120
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	77	80	92	120
지배주주귀속총포괄이익	77	81	93	121

현금흐름표

(단위:십억원)

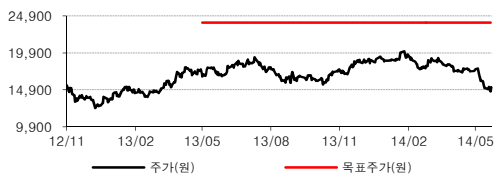
	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동현금흐름	170	434	441	524
당기순이익	77	80	92	120
유형자산감가상각비	161	186	237	261
무형자산상각비	65	82	93	104
지분법관련손실(이익)	1	0	0	0
투자활동현금흐름	-615	-264	-264	-289
유형자산의처분(취득)	-229	-263	-289	-315
무형자산의처분(취득)	-125	-167	-188	-207
금융상품의증감	21	-8	-5	-1
재무활동현금흐름	429	38	77	51
단기금융부채의증감	-78			
장기금융부채의증감	507			
자본의증감		6	6	6
배당금지급		-6	-8	-12
현금및현금성자산의증감	-16	-12	-19	-17
기초현금및현금성자산	38	60	48	29
기말현금및현금성자산	60	48	29	12

자료 : CJ헬로비전, 하이투자증권리서치센터

주요투자지표

	2013	2014E	2015E	2016E
주당지표(원)				
EPS	994	1,036	1,191	1,553
BPS	11,415	12,432	13,550	14,977
CFPS	3,911	4,500	5,443	6,267
DPS	75	100	150	200
Valuation(배)				
PER	19.3	14.7	12.8	9.8
PBR	1.7	1.2	1.1	1.0
PCR	4.9	3.4	2.8	2.4
EV/EBITDA	6.9	5.1	4.5	4.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	9.6	8.7	9.2	10.9
EBITDA이익률	29.4	28.2	28.0	27.8
부채비율	135.2	136.6	136.9	133.0
순부채비율	96.9	93.4	94.5	91.8
매출채권회전율(x)	5.8	5.3	5.6	5.8
재고자산회전율(x)	30.0			

주가와 목표주가와의 추이



투자등급추이

의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격
2013-05-09	Buy	24,000						

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-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 : 민영상, 황용주)

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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. (2014년 5월 12일부터 적용)
-Buy(매 수): 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)