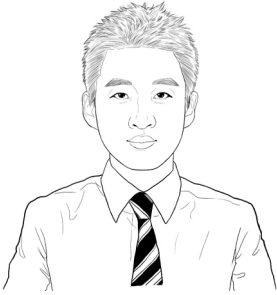


Sector Update

2017. 10. 13

유료방송 (NEUTRAL)

M&A 모멘텀을 기다리며...



양승우, CFA

Analyst

sw45.yang@samsung.com
02 2020 7813

정재훈

Research Associate

jh.cheong@samsung.com
02 2020 7760

AT A GLANCE

CJ헬로비전 (037560 KS, 7,250 원)

SELL HOLD BUY

목표주가: 8,500원 (17.2%)

스카이라이프 (053210 KS, 14,350 원)

SELL HOLD BUY

목표주가: 16,500원 (15%)

현대 HCN (126560 KS, 3,685 원)

SELL HOLD BUY

목표주가: 4,300원 (16.7%)

- 최근 산업 시가총액 -11.7% 하락. 1) 중장기 전망에 대한 우려와 2) M&A 움직임 지연에 따른 피로감 누적에 기인하는 것으로 판단.
- 산업 펀더멘털의 변화는 없음. ARPU 반등은 긍정적인 요인이거나, 홈쇼핑수수료 계약은 여전히 불확실성 존재. 지상파 CPS는 2018년까지 현 수준 유지.
- 산업 중장기 전망이 밝지만은 않음. 다만 통신사 주도의 M&A 가능성이 높으며, 이는 소액주주 입장에서 긍정적 요인. 인수 매력에 높은 CJ헬로비전에 대해 BUY의견 유지.

WHAT'S THE STORY

9월 이후 가파른 주가 하락: 올해 상반기 실적 회복과 M&A 기대감을 바탕으로 일부 반등 조짐을 나타냈으나, 최근 다시 가파른 하락세를 보였다. 주로 국내 기관의 매도세에 기인하며, 1) 중장기 전망에 대한 우려와 2) M&A 움직임 지연에 따른 피로감 누적 등이 원인으로 판단된다.

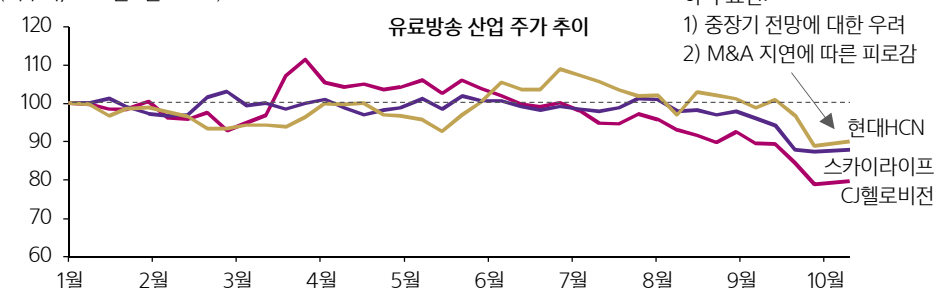
산업 펀더멘털의 변화는 없는 상황: 주가흐름과 달리 펀더멘털은 기존 대비 큰 변화가 없다. 가격 정상화 효과로 현대HCN과 스카이라이프는 지난 2분기 ARPU 반등을 보였으며, CJ헬로비전도 하반기 유사한 추이가 전망된다. 홈쇼핑수수료는 계약이 지연되고 있으나, 홈쇼핑 업황이 일부 되살아나는 점과 빠른 T커머스 성장 속도는 다소 위안이다. 지상파 CPS는 2018년까지는 인상 가능성이 낮다.

M&A 모멘텀을 기다리며: 산업 중장기 전망이 밝지 않음은 사실이다. 다만 주가와 valuation 역시 역사적 저점 수준이다. 관건은 산업 내 consolidation의 발생 여부와 그 시기이다. 통신/미디어 산업의 통합은 해외시장에서도 나타나는 변화이며, 국내 시장 역시 예외는 아니다. 통신사 위주의 시장 재편 가능성이 높다. 유료방송 사업자 간 소유/겸업 규제 폐지 여부와 내년 5월 합산 규제의 변화 움직임을 주목한다.

CJ헬로비전, 스카이라이프 목표주가 하향: 실적 추정치 하향과 산업 전반적인 valuation 수준의 하락을 반영하여 CJ헬로비전과 스카이라이프의 목표주가를 각각 -19%와 -8% 조정한다. 다만 통신사 입장에서 가장 매력적인 인수 대상인 CJ헬로비전은 BUY 투자 의견을 유지한다. M&A가 가시화될 경우 사업적 시너지로 인해 소액주주 역시 혜택을 누릴 수 있다는 판단이다.

Key chart - 최근 가파른 주가하락, 펀더멘털보다는 우려에 기인

(지수화, 2017년 1월 = 100)



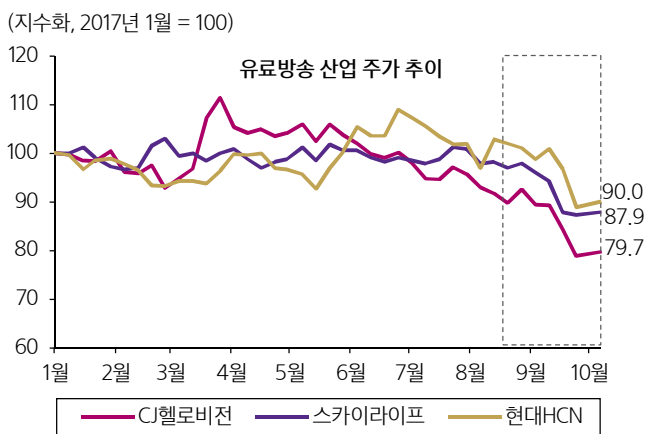
자료: 삼성증권

9월 이후 가파른 주가 하락

유료방송 산업은 실적 회복과 M&A 기대감을 바탕으로 올해 상반기 일부 반등 조짐을 나타냈으나, 최근 다시 가파른 하락세를 보였다. 특히 9월 이후에만 산업 시가총액이 -11.7% 하락하며, 투자자들의 부정적 시각이 반영되고 있다.

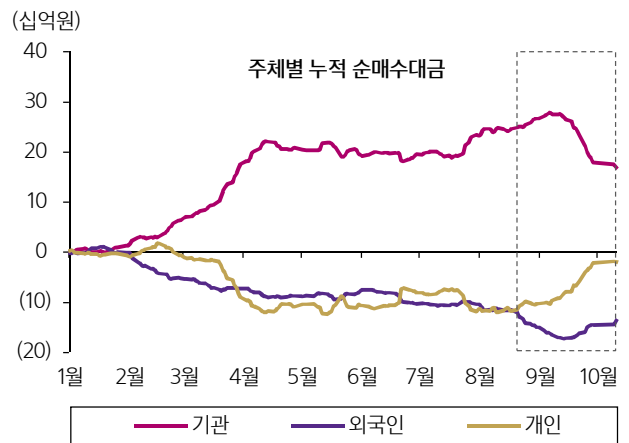
주로 국내 기관의 매도세에 기인한 것으로, 1) 케이블/위성방송의 중장기 전망에 대한 우려, 2) M&A 움직임 지연에 따른 피로감 누적 등을 주 원인으로 꼽을 수 있다. 향후 산업 내 consolidation 활성화가 유력한 상황에서 M&A 모멘텀은 여전히 유효하다. 다만, IPTV의 약진, OTT 보급, 홈쇼핑/지상파와의 갈등 등으로 부정적 전망이 부각되는 양상이다.

그림 1. 3Q17 이후 산업 시가총액 가파른 하락



자료: 삼성증권

그림 2. 주로 기관과 외국인의 매도세에 기인



자료: 삼성증권

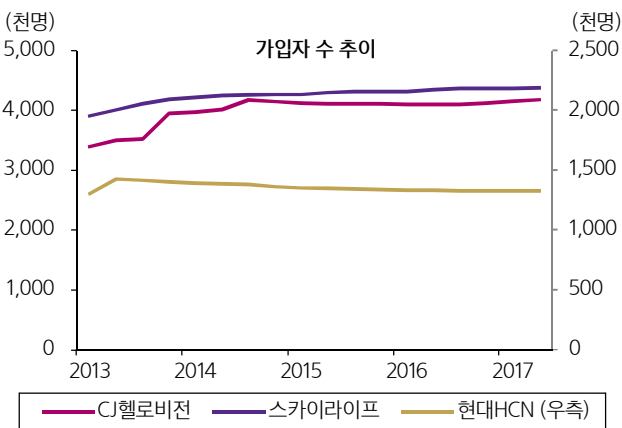
산업 펀더멘탈의 변화는 없는 상황

주가흐름과는 달리 산업의 펀더멘탈은 기존 대비 큰 변화가 없다. 가격 정상화 정책의 효과가 본격화되기 시작하면서 현대HCN과 스카이라이프는 지난 2분기 ARPU 반등을 확인하였다. 특히 스카이라이프는 3년반만의 반등으로서 업계 전반의 영업환경 개선을 증명한다. 비용의 경우, 지상파 CPS 인상이 작년말 대부분 반영됨에 따라 2018년까지 추가적인 비용 인식이 없을 것으로 예상된다. 홈쇼핑수수료는 IPTV의 점유율이 상승하는 상황에서 과거 대비 불리함은 사실이다. 다만 홈쇼핑 업황이 일부 되살아나고 있는 점과 T커머스를 중심으로 신규 채널이 진입하고 있는 점은 위안이다.

1) ARPU 반등세 확인

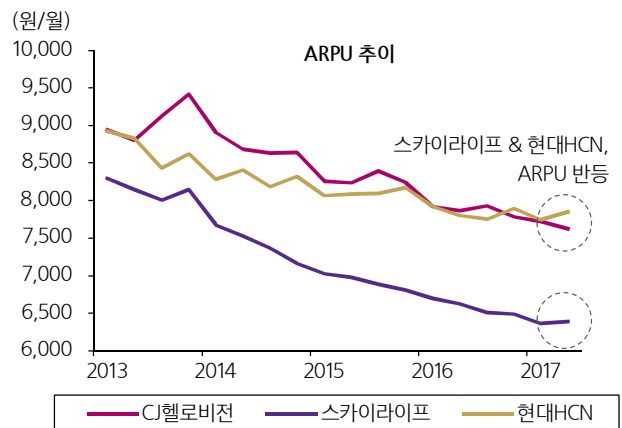
IPTV의 강력한 공세로 인해 케이블/위성방송의 가입자 성장은 제한된 상황이다. 다만, 2015년 6월 시행된 유료방송 합산규제 이후, 업계 내 경쟁강도가 약화됨에 따라 ARPU 하락세는 완화되었다. 가격 정상화와 더불어 1) UHD 가입자 비중 증가(스카이라이프, 9월말 현재 75만명, 총 가입자의 17.1%)와 2) 향후 VoD 이용 활성화로 반등이 가시화되고 있다.

그림 3. 가입자, 성장은 미미하나 기존 수준 유지



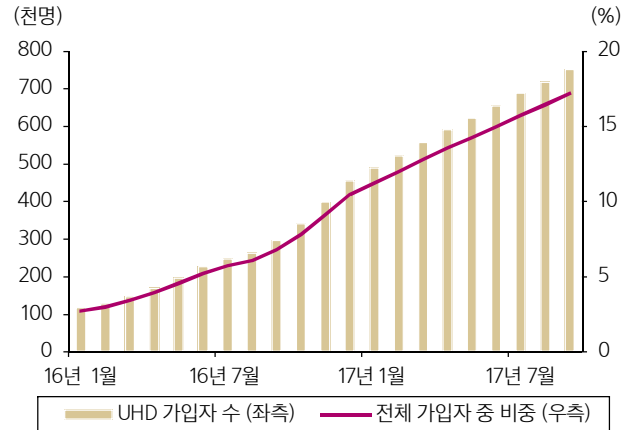
자료: 각 사

그림 4. ARPU, 최근(2Q17) 반등 가능성 확인



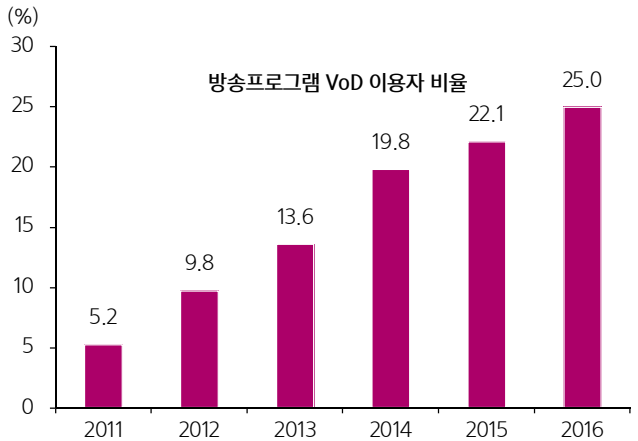
자료: 각 사

그림 5. 스카이라이프: UHD 가입자 지속 증가



자료: 스카이라이프

그림 6. VoD 이용은 점차 대중화되는 추세

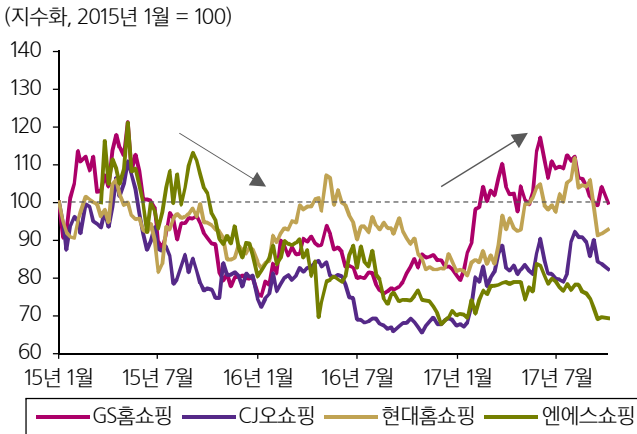


자료: 정보통신정책연구원(KISDI)

2) 홈쇼핑 수수료, 단기 업황은 개선되고 있지만...

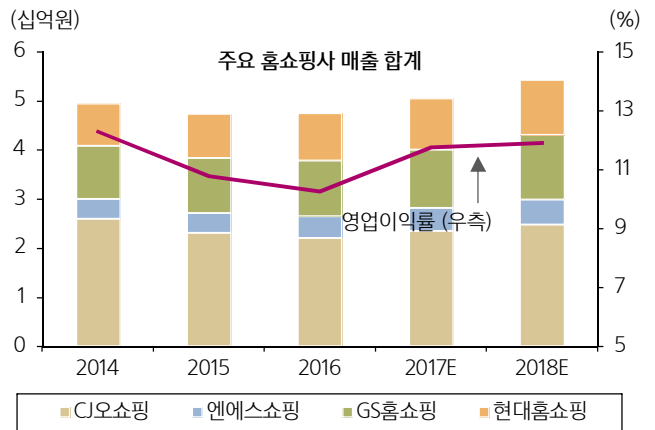
과거 2-3년간 홈쇼핑 업계는 젊은 층의 TV시청 감소와 시장 포화에 따라 성장정체를 겪어 왔다. 중장기적으로도 홈쇼핑 사업자들이 케이블보다 IPTV에 좀 더 우호적인 협상조건을 제시할 가능성이 큰 것이 사실이다. 이에 따라 유료방송사 매출의 23-28% 수준을 차지하는 홈쇼핑송출 수수료 협상 또한 난항을 겪으며 실적악화가 불가피하였다. 다만, 올해는 소비심리 개선에 따른 외적 성장과 모바일 판촉경쟁 완화에 따른 비용 절감이 나타나면서 실적 반등 가능성이 높다. 홈쇼핑송출수수료 인하 압력이 다소 완화될 수 있다.

그림 7. 올해 초 이후 홈쇼핑 산업 주가 일부 회복



자료: 삼성증권

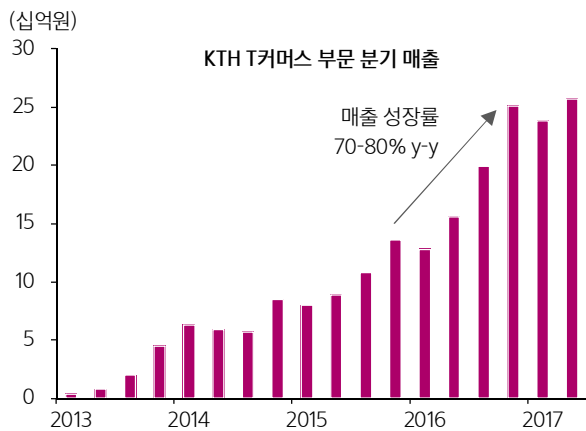
그림 8. 매출 성장 및 이익률 회복 전망에 기인



자료: FnGuide

신규 T커머스 업체의 진입은 추가적인 수익원이다. KTH의 1위 자리가 굳건한 가운데, 신규 업체 중에서는 신세계그룹과의 시너지를 바탕으로 하는 신세계TV쇼핑의 성장세가 눈에 띈다. (매출: 15년 48억원, 16년 321억원, 17년 상반기 328억원)

그림 9. 빠르게 성장하는 T커머스



자료: KTH

표 1. 신세계TV쇼핑, 일부 플랫폼에서 한자릿수 채널 점유

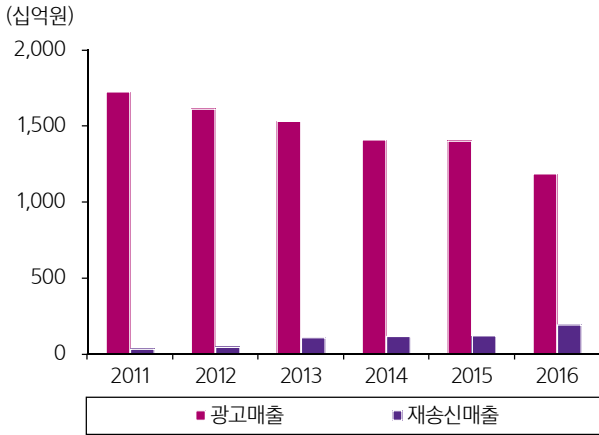
(채널 번호)	K Shopping	신세계TV쇼핑
KT	20	2
SK브로드밴드	25	22
LG유플러스	n/a	74
CJ헬로비전	26	30
현대HCN	27	4
스카이라이프	21	2
티브로드	29	38
딜라이브	32	25

자료: 삼성증권

3) 지상파송출수수료, 2018년 까지는 안전

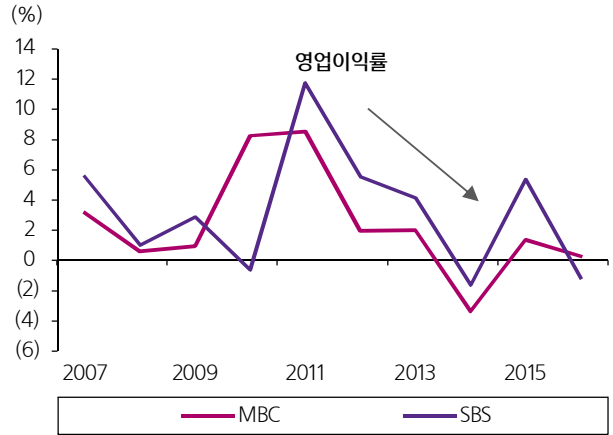
2016년 말 지상파 CPS 상승분을 인식하면서 2018년까지는 추가적인 인상 가능성이 제한적이다. 다만 지상파의 실적이 악화되는 것은 부담요인이다. 당장은 중간광고 도입 등을 통해 만회하려 하겠지만, 중장기적으로 재송신 매출을 끊임없이 인상시키려 할 것이다.

그림 10. 지상파 광고매출은 지속 감소 추세...



참고: KBS, MBC, SBS 합계
자료: 방송통신위원회

그림 11. ...수익성 동반 악화



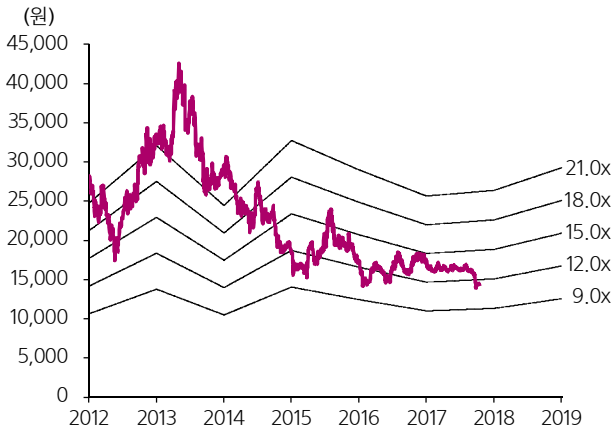
자료: 방송통신위원회

M&A 모멘텀을 기다리며...

산업 중장기 전망이 밝지 않은 것은 사실이다. 다만 이는 상당 부분 주가에 반영되어 있다. 현재 주가 수준은 가격으로나 valuation 상으로 모두 역사적 저점 수준이다. 특히 현대HCN은 2,900억원(2Q17 기준) 수준의 보유현금 대비 시가총액은 4,160억원으로 2017E EV/EBITDA 1.1배에 해당한다.

관건은 산업 내 consolidation의 발생 여부와 그 시기이다. 통신/미디어 산업의 통합은 해외시장에서도 나타나고 있는 변화이며, 국내 시장 역시 예외는 아니다. 특히 국내 시장은 IPTV로 이미 시장을 잠식해가고 있는 통신사 위주의 시장 재편 가능성이 높다고 판단한다. 유료방송 사업자 간 소유/겸업 규제 폐지 여부와 내년 5월 유료방송 시장 점유율 합산 규제의 변화 움직임을 지켜볼 필요가 있다.

그림 12. 스카이라이프: 12m FWD P/E band



자료: 스카이라이프, 삼성증권 추정

그림 13. 현대HCN: 12m FWD EV/EBITDA band



자료: 현대HCN, 삼성증권 추정

표 2. 국내 vs 해외: 유료방송사 valuation 비교

기업	시가총액 (십억원)	EV/가입자 (원)	P/E (배)			P/B (배)			EV/EBITDA (배)			FCF yield (%)		
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
CJ헬로비전	561	283,185	26.1	13.8	11.8	0.6	0.6	0.5	4.1	3.5	3.3	18.7	16.6	21.3
스카이라이프	686	137,518	10.4	11.8	11.4	1.3	1.2	1.1	3.3	3.0	2.7	9.9	9.9	9.0
현대HCN	416	83,895	9.0	9.0	8.8	0.7	0.6	0.6	1.5	1.1	0.6	18.3	11.3	15.0
Comcast	199,684	2,404,673	20.8	18.1	16.9	3.3	3.1	2.9	9.0	8.5	8.0	4.8	4.5	5.1
Dish	27,256	962,222	16.8	21.2	21.2	5.4	4.0	3.2	11.3	12.6	13.3	6.3	7.5	6.3
SKY	23,761	363,750	14.9	16.2	14.9	5.2	4.0	3.7	9.7	10.5	9.8	5.0	4.4	6.3

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

CJ헬로비전, 스카이라이프 목표주가 하향

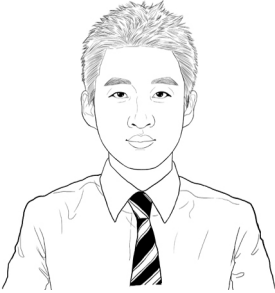
실적 추정치 하향과 산업 전반적인 valuation 수준 하락을 반영하여 CJ헬로비전과 스카이라이프의 목표주가를 각각 -19.0%와 -8.3% 조정한다. 다만 400만명 이상의 방송 가입자, 80만명 이상의 MVNO 가입자 기반을 가진 CJ헬로비전은 통신사 입장에서 가장 매력적인 인수 대상이다. M&A가 가시화될 경우 사업적 시너지로 인해 소액주주 역시 충분한 혜택을 누릴 수 있기 때문에 BUY 투자의견을 유지한다.

Company Update

2017. 10. 13

C헬로비전 (037560)

여전히 매력적인 M&A 대상



양승우, CFA

Analyst

sw45.yang@samsung.com
02 2020 7813

정재훈

Research Associate
jh.cheong@samsung.com
02 2020 7760

AT A GLANCE

SELL HOLD BUY

목표주가	8,500원	(17.2%)
------	--------	---------

현재주가	7,250원
------	--------

시가총액	5,614.9억원
Shares (float)	77,446,865주 (45.3%)
52주 최저/최고	7,020원/10,150원
60일-평균거래대금	7.0억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
C헬로비전 (%)	-11.0	-24.2	-16.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	-15.0	-34.8	-31.4

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	8,500	10,500	-19.0%
2017E EPS	526	547	-3.8%
2018E EPS	613	666	-8.0%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	14
Target price	11,365
Recommendation	3.6

BUY***: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL***: 1

- C헬로비전의 3분기 영업이익은 207억원으로 시장 컨센서스와 유사할 예상. 전년 대비 -13% 감소한 수치로, 주로 지상파 CPS 협상에 따른 프로그램 사용료 상승(+11.6% y-y)에 기인.
- 한편, 최근 통신비 규제로 인해 알뜰폰 가입자 확대에 어려움을 겪는 상황. 단말기 완전 자급제 시행 시, 부족한 단말기 유통 역량을 보완할 수 있어 긍정적.
- 동사는 여전히 통신사 입장에서 가장 매력적인 인수 대상. 다만, 실적 추정치 하향 및 산업의 전반적인 valuation 하락을 반영하여 목표주가를 8,500원으로 -19% 하향.

WHAT'S THE STORY

3Q17 Preview - 컨센서스 부합: C헬로비전의 3분기 영업이익은 207억원으로 시장 컨센서스(205억원)와 유사한 수준을 기록했을 예상이다. 전년대비 -13% 감소한 수치로서, 주로 지상파 CPS 협상에 따른 프로그램 사용료 상승(+11.6% y-y)에 기인한다. 한편 경쟁사와 달리 적극적인 디지털 전환 전략을 보이면서 가격 정상화 효과가 본격화되지 않은 상황이다. 디지털 전환률은 65% 수준에 도달했으나, 아직 ARPU 턴어라운드를 확신하기는 어렵다.

MVNO, 규제에 따라 희비 교차: 최근 통신비 규제로 인해 알뜰폰 가입자 확대에 어려움을 겪고 있다. 보편요금제까지 도입될 경우 상황은 더 어려워 지겠지만, 정치적 상황을 감안하면 가능성은 낮다. 망도매대가 인하와 같은 MVNO 지원책이 언급되고 있으며, 단말기 완전자급제가 실시될 경우 통신사 대비 부족한 단말기 유통 역량을 극복할 수 있어 긍정적이다.

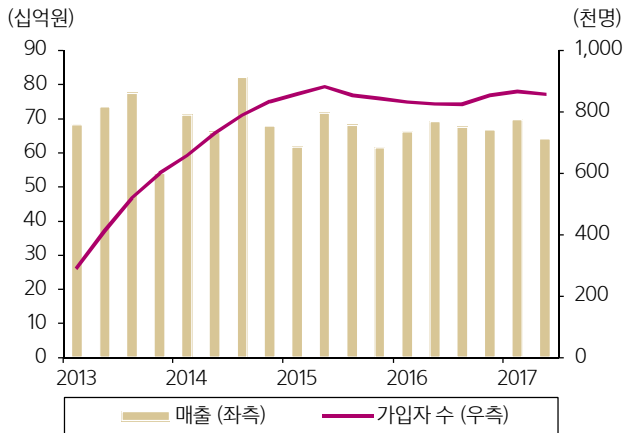
BUY 의견 유지하나, 목표주가 하향: 당초 기대했던 바와 달리, 유료방송 산업 내 consolidation이 지연되면서 투자자들이 피로감을 느끼고 있는 상황이다. 실적 추정치 하향 및 산업의 전반적인 valuation 하락을 반영하여 12개월 목표주가를 8,500원으로 -19% 조정한다. 연간 1,000억원 이상의 현금흐름을 감안하면 value 차원의 접근도 가능하다. 다만 산업 내 M&A 움직임이 가장 강력한 모멘텀으로 작용할 것이며, 동사는 여전히 통신사 입장에서 가장 매력적인 인수 대상이다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액 (십억원)	1,101	1,091	1,063	1,050
순이익 (십억원)	22	41	47	56
EPS (adj) (원)	278	526	613	719
EPS (adj) growth (%)	(64.0)	89.2	16.6	17.3
EBITDA margin (%)	26.5	28.1	27.8	27.8
ROE (%)	2.2	4.1	4.6	5.2
P/E (adj) (배)	26.1	13.8	11.8	10.1
P/B (배)	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA (배)	4.1	3.5	3.2	2.9
Dividend yield (%)	1.0	1.0	1.2	1.4

자료: 삼성증권 추정

CJ헬로비전: 최근 알뜰폰 사업 정세



자료: CJ헬로비전

현재 논의 중인 주요 규제안

1) 보편요금제 (MVNO에 부정적)

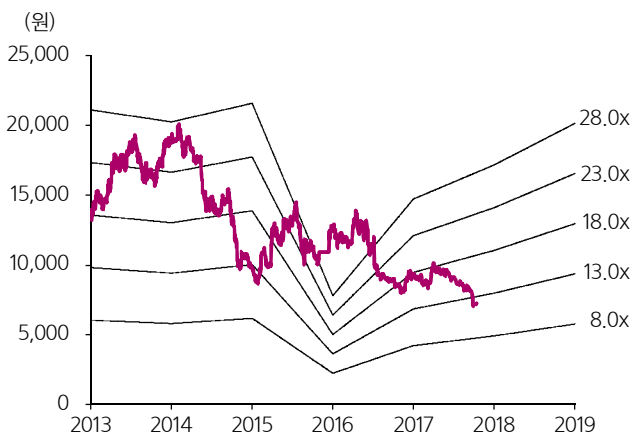
- | | |
|-------|--|
| 방안/취지 | <ul style="list-style-type: none"> • 정부 주도 하에 SKT에서 약 1만원 저렴한 요금제 출시 • 타 통신사에서도 연쇄적인 할인 요금제 출시 기대 |
| 진행 상황 | <ul style="list-style-type: none"> • 정의당, 지난 6월 관련 법안 발의 • 야당은 알뜰폰 붕괴, 민간에 과도한 간섭을 이유로 반대 • 여당에서도 일부 부정적 입장 |

2) 단말기 자급제 (MVNO에 긍정적)

- | | |
|-------|---|
| 방안/취지 | <ul style="list-style-type: none"> • 휴대폰과 통신서비스를 분리하여 판매 • 유통구조 개선 및 소비자의 단말기 선택폭 확대 |
| 진행 상황 | <ul style="list-style-type: none"> • 자유한국당, 9월 18일 관련 법안 발의 • 한편, 과기부 및 방통위에서는 신중해야 한다는 입장 표명 • SKT, 긍정적으로 검토한다는 입장 (10월 12일 국정감사) |

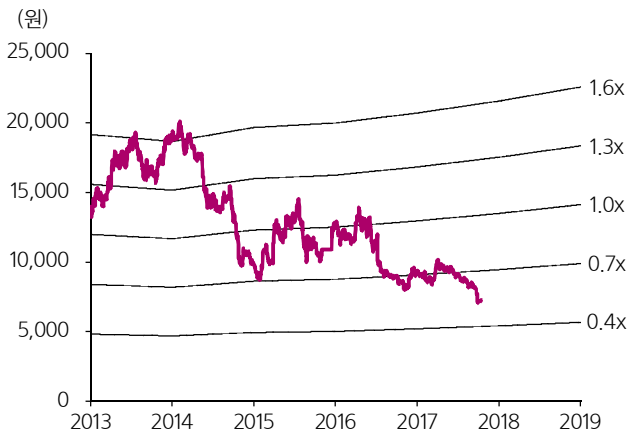
자료: 언론보도, 삼성증권 정리

CJ헬로비전: 12m FWD P/E band



자료: CJ헬로비전, 삼성증권 추정

CJ헬로비전: 12m FWD P/B band



자료: CJ헬로비전, 삼성증권 추정

실적 추정 및 주요 가정

(십억원)	2016	2017E	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
영업수익	1,101	1,091	1,063	279	280	280	262	275	276	270	271	264	269	264	266
TV	387	381	377	97	97	97	96	96	95	95	95	95	94	94	94
아날로그	56	49	44	15	14	14	13	13	13	12	12	11	11	11	11
디지털	332	331	332	83	82	84	83	83	83	83	83	83	83	83	83
초고속인터넷	121	113	110	31	31	30	29	29	29	28	28	28	28	27	27
인터넷 전화	43	40	35	11	11	10	10	10	10	10	9	9	9	9	8
광고사업 매출	252	260	251	67	66	68	51	64	66	65	65	62	64	63	63
홈쇼핑송출수수료	218	229	220	60	59	59	40	57	57	57	57	55	55	55	55
광고	35	31	31	8	7	9	11	7	9	8	8	7	9	8	8
MVNO	269	263	257	66	69	68	67	70	64	65	64	64	64	64	64
기타	28	35	33	5	7	7	9	7	12	7	9	7	10	7	9
영업비용	1,058	1,015	983	253	256	256	291	258	257	250	251	247	248	243	245
프로그램 사용료	170	161	162	36	35	36	63	40	40	40	40	40	40	41	41
통신설비 사용료	159	147	144	38	38	39	43	34	40	37	36	36	36	36	36
시설설치/유지보수비	73	71	70	18	19	19	17	18	18	18	18	17	18	17	18
지급수수료	165	164	166	39	40	41	45	41	40	41	41	41	41	42	42
인건비	87	86	83	21	22	22	21	22	22	21	22	21	21	21	21
판촉비/광고선전비	16	17	14	5	3	3	5	4	5	4	4	4	4	3	4
유형자산상각비	159	155	144	40	40	40	39	40	39	38	38	37	36	36	35
무형자산상각비	91	76	71	24	23	22	22	20	19	18	18	18	18	18	17
상품매출 비용	73	70	65	16	20	19	19	22	16	16	16	17	17	16	16
기타	65	69	63	17	16	15	18	16	18	16	18	16	16	14	16
영업이익	43	76	80	25	24	24	(30)	18	19	20	20	18	21	21	20
세전계속사업이익	26	57	68	23	19	21	(38)	13	12	16	16	14	18	18	18
당기순이익	22	41	47	19	15	17	(29)	10	6	13	12	11	9	14	14
EBITDA	292	307	295	89	87	86	31	77	77	77	76	73	75	74	73
EPS (수정, 원)	278	526	613												
DPS (원)	75	75	90												
주요지표 (%)															
영업이익률	3.9	7.0	7.5	9.0	8.6	8.5	(11.4)	6.4	7.0	7.4	7.3	6.6	7.9	7.9	7.7
세전계속사업이익률	2.4	5.2	6.4	8.4	6.9	7.7	(14.6)	4.7	4.2	6.0	6.0	5.4	6.7	6.8	6.7
순이익률	2.0	3.7	4.5	6.9	5.3	5.9	(11.1)	3.6	2.1	4.7	4.6	4.1	3.4	5.2	5.2
EBITDA 마진	26.5	28.1	27.8	31.8	31.0	30.6	11.9	28.1	27.9	28.5	27.9	27.4	28.0	28.1	27.5
배당수익률 (%)	1.0	1.0	1.2												
가입자수 추정 (천명)															
CATV	3,197	3,159	3,121	4,098	4,096	4,097	4,119	4,150	4,173	4,193	4,211	4,228	4,242	4,255	4,267
디지털	2,645	2,768	2,856	2,567	2,581	2,601	2,645	2,688	2,710	2,740	2,768	2,792	2,814	2,836	2,856
아날로그	1,474	1,443	1,411	1,531	1,515	1,495	1,474	1,461	1,463	1,453	1,443	1,436	1,428	1,420	1,411
초고속인터넷	825	830	833	850	837	827	825	830	828	829	830	831	832	832	833
VoIP	599	528	460	654	634	616	599	584	565	547	528	511	493	476	460
MVNO	853	848	838	831	825	824	853	865	857	852	848	845	842	840	838
ARPU 추정 (원)															
CATV	8,781	9,981	9,996	7,919	7,859	7,926	7,782	7,716	7,617	7,567	7,521	7,469	7,419	7,371	7,343
디지털	10,635	10,198	9,848	10,755	10,671	10,780	10,534	10,349	10,200	10,078	9,997	9,917	9,838	9,759	9,711
아날로그	3,065	2,818	2,586	3,223	3,124	3,032	2,940	2,943	2,848	2,783	2,722	2,666	2,614	2,566	2,519
초고속인터넷	11,944	11,420	11,019	12,160	12,050	11,936	11,821	11,601	11,464	11,342	11,233	11,136	11,050	10,973	10,904
VoIP	5,608	5,858	5,856	5,725	5,535	5,545	5,651	5,806	5,862	5,862	5,862	5,862	5,862	5,862	5,862
MVNO	21,523	22,045	22,138	21,541	22,186	21,998	22,061	21,684	21,909	21,975	22,034	22,088	22,136	22,180	22,219

자료: CJ헬로비전, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,183	1,101	1,091	1,063	1,050
매출원가	760	739	713	695	687
매출총이익	422	361	378	368	364
(매출총이익률, %)	35.7	32.8	34.6	34.6	34.6
판매 및 일반관리비	318	318	302	288	275
영업이익	105	43	76	80	89
(영업이익률, %)	8.9	3.9	7.0	7.5	8.4
영업외손익	(29)	(17)	(20)	(12)	(9)
금융수익	7	5	4	2	2
금융비용	29	22	18	15	11
지분법손익	(0)	0	0	0	0
기타	(7)	(0)	(6)	(0)	0
세전이익	76	26	57	68	79
법인세	16	4	16	20	24
(법인세율, %)	21.4	17.2	28.4	30.0	29.8
계속사업이익	60	22	41	47	56
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	60	22	41	47	56
(순이익률, %)	5.0	2.0	3.7	4.5	5.3
지배주주순이익	60	22	41	47	56
비지배주주순이익	(0)	0	0	0	0
EBITDA	376	292	307	295	292
(EBITDA 이익률, %)	31.8	26.5	28.1	27.8	27.8
EPS (지배주주)	771	278	526	613	719
EPS (연결기준)	771	278	526	613	719
수정 EPS (원)*	771	278	526	613	719

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동에서의 현금흐름	368	276	277	264	260
당기순이익	60	22	41	47	56
현금유출입이없는 비용 및 수익	331	288	271	248	236
유형자산 감가상각비	162	159	155	144	135
무형자산 상각비	109	91	76	71	69
기타	60	39	41	33	33
영업활동 자산부채 변동	27	(4)	(10)	1	1
투자활동에서의 현금흐름	(161)	(160)	(183)	(144)	(144)
유형자산 증감	(121)	(123)	(122)	(80)	(80)
장단기금융자산의 증감	117	2	(0)	0	0
기타	(157)	(39)	(61)	(64)	(64)
재무활동에서의 현금흐름	(188)	(172)	(44)	(127)	(128)
차입금의 증가(감소)	(82)	(154)	(86)	(121)	(121)
자본금의 증가(감소)	(112)	0	0	0	0
배당금	(6)	(6)	(6)	(6)	(7)
기타	12	(11)	48	0	0
현금증감	20	(56)	51	(7)	(11)
기초현금	96	116	59	110	103
기말현금	116	59	110	103	92
Gross cash flow	391	310	312	295	292
Free cash flow	193	105	93	120	116

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: CJ헬로비전, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	374	315	335	324	310
현금 및 현금등가물	116	59	110	103	92
매출채권	213	217	184	181	179
재고자산	18	13	13	13	13
기타	27	26	27	26	26
비유동자산	1,627	1,525	1,455	1,384	1,324
투자자산	17	16	16	16	16
유형자산	737	694	637	573	518
무형자산	796	758	742	735	730
기타	76	57	60	60	60
자산총계	2,000	1,840	1,790	1,708	1,634
유동부채	528	565	412	408	406
매입채무	24	14	15	14	14
단기차입금	0	150	0	0	0
기타 유동부채	504	401	398	394	392
비유동부채	521	308	376	256	136
사채 및 장기차입금	510	301	369	249	129
기타 비유동부채	12	7	7	7	7
부채총계	1,049	874	789	665	542
지배주주지분	951	967	1,002	1,043	1,092
자본금	194	194	194	194	194
자본잉여금	190	190	190	190	190
이익잉여금	568	583	618	660	708
기타	(1)	(0)	0	0	0
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	951	967	1,002	1,043	1,092
순부채	746	648	511	397	288

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2015	2016	2017E	2018E	2019E
증감률 (%)					
매출액	9.0	(6.9)	(0.8)	(2.6)	(1.2)
영업이익	14.9	(59.1)	77.9	4.8	10.7
순이익	112.8	(64.0)	89.2	16.6	17.3
수정 EPS**	112.8	(64.0)	89.2	16.6	17.3
주당지표					
EPS (지배주주)	771	278	526	613	719
EPS (연결기준)	771	278	526	613	719
수정 EPS**	771	278	526	613	719
BPS	12,282	12,482	12,933	13,470	14,100
DPS (보통주)	75	75	75	90	100
Valuations (배)					
P/E***	9.4	26.1	13.8	11.8	10.1
P/B***	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.5	4.1	3.5	3.2	2.9
비율					
ROE (%)	6.3	2.2	4.1	4.6	5.2
ROA (%)	2.9	1.1	2.2	2.7	3.3
ROIC (%)	5.6	2.2	3.6	3.9	4.5
배당성향 (%)	9.7	27.0	14.3	14.7	13.9
배당수익률 (보통주, %)	1.0	1.0	1.0	1.2	1.4
순부채비율 (%)	78.5	67.1	51.1	38.1	26.4
이자보상배율 (배)	3.6	2.0	4.1	5.5	7.9

Company Update



양승우, CFA

Analyst

sw45.yang@samsung.com
02 2020 7813

정재훈

Research Associate
jh.cheong@samsung.com
02 2020 7760

AT A GLANCE

SELL **HOLD** BUY

목표주가	16,500원	(15%)
현재주가	14,350원	
시가총액	6,862.5억원	
Shares (float)	47,821,966주 (42.6%)	
52주 최저/최고	13,850원/18,300원	
60일-평균거래대금	10.0억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
스카이라이프 (%)	-9.2	-13.3	-15.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-13.2	-25.4	-30.2

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	HOLD	HOLD	
목표주가	16,500	18,000	-8.3%
2017E EPS	1,220	1,272	-4.1%
2018E EPS	1,254	1,347	-6.9%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	12
Target price	21,375
Recommendation	3.8

BUY***: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL***: 1

2017. 10. 13

스카이라이프 (053210)

모멘텀 부재의 아쉬움

- 스카이라이프의 3분기 영업이익은 151억원(-11.5% y-y)으로, 컨센서스 181억원을 -11% 하회하였을 예상. 본업 및 신사업을 위한 마케팅비용 집행에 기인.
- 12개월 FWD P/E 상으로 11.5배에 거래되고 있어 valuation 상 저점에 해당. 다만 독자적으로는 실적 개선과 같은 모멘텀을 기대하기 어려울 것으로 전망.
- 12개월 목표주가를 16,500원(P/E multiple 13배)으로 -8.3% 조정. 주가 반등을 위해서는 향후 UHD 보급에 따른 산업 환경 변화를 지켜 볼 필요가 있다는 판단.

WHAT'S THE STORY

3Q17 Preview - 컨센서스 소폭 하회: 스카이라이프의 3분기 영업이익은 151억원(-11.5% y-y)으로, 컨센서스 181억원을 -11% 하회하였을 예상이다. 본업 및 신사업을 위한 마케팅비용 집행이 있었기 때문이다. 전년 대비 서비스 매출은 유사한 가운데, 광고와 T커머스 수수료를 통해 플랫폼 매출은 소폭 개선되었을 예상이다.

신규 서비스 '텔레비' 출시: 한편, 동사는 지난 9월 1인 가구를 타겟으로 하는 신규 OTT 서비스 '텔레비'를 출시하였다. 기존 유료방송 서비스와 달리 약정 의무가 없고, 원하는 채널 선택이 가능하며, 왓차플레이와 연동되는 점은 차별화 포인트이나, 화질 및 콘텐츠 라이브러리 측면에서는 개선의 여지가 있다.

모멘텀은 부재하나 valuation은 매력적: 스카이라이프는 꾸준한 현금흐름에도 불구하고 낮은 배당성향으로 인해 순현금이 쌓이고 있다. 현재 순현금은 2,300억원으로, EV/EBITDA 2.8배에 거래되고 있으며, 12개월 FWD P/E 상으로도 11.5배에 불과(vs 과거 2년 평균 13.0배)해 valuation 상으로는 저점에 해당한다. 다만 독자적으로는 실적 개선과 같은 모멘텀을 기대하기는 어렵다.

목표주가 -8.3% 하향: 스카이라이프에 대해 HOLD 투자 의견을 유지하며, 이익추정치 하향을 반영하여 12개월 목표주가를 16,500원(2018E 목표 P/E multiple 13배 적용)으로 -8.3% 조정한다. 2분기 ARPU 턴어라운드로 영업환경 개선을 일부 확인하였으나, IPTV의 시장 장악력이 지속 강화되는 환경에서 1) 홈쇼핑·지상파 사업자와의 협상 불확실성, 2) 양방향성이 부재한 위성상품의 매력도 감소는 여전히 부담 요인이다. 향후 UHD 보급에 따른 산업 환경 변화를 지켜 볼 필요가 있다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액 (십억원)	625	627	635	648
순이익 (십억원)	66	58	60	67
EPS (adj) (원)	1,379	1,220	1,254	1,391
EPS (adj) growth (%)	(11.4)	(11.5)	2.8	11.0
EBITDA margin (%)	25.5	25.1	25.1	25.8
ROE (%)	12.7	10.4	10.0	10.3
P/E (adj) (배)	10.4	11.8	11.4	10.3
P/B (배)	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (배)	3.3	3.0	2.7	2.3
Dividend yield (%)	2.9	2.8	2.8	2.9

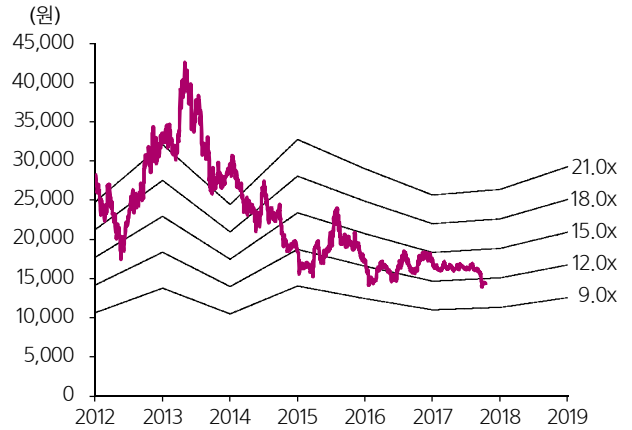
자료: 삼성증권 추정

스카이라이프 신규 OTT 서비스 개요

서비스	TELEBEE (텔레비)
출시	17년 9월
셋탑박스	샤오미 미박스
OS	Android Nougat
이용요금	<ul style="list-style-type: none"> • 기본팩(8개 채널) 월 3,300원 • 추가 채널 1개당 월 550원 (초반 프로모션기간 110원)
특징	<ul style="list-style-type: none"> • 약정기간 없음 • 20-30대 1인가구 타겟 • 원하는 채널로 요금제 구성 가능 • 왓차플레이 연계로 영화 콘텐츠 확보 • 향후 구글 어시스턴트 제공 예정

자료: 삼성증권

스카이라이프: 12m FWD P/E band



자료: 스카이라이프, 삼성증권 추정

실적 추정 및 주요 가정

(십억원)	2016	2017E	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
영업수익	625	627	635	150	161	159	155	155	156	159	157	155	158	162	160
서비스 매출	342	336	344	87	86	85	85	83	84	84	85	85	86	86	87
플랫폼 매출	186	204	201	41	50	50	45	51	51	52	50	48	50	53	51
비용성 매출	43	35	38	11	11	11	11	8	8	10	10	10	10	10	10
기타 매출	54	52	51	12	15	13	14	14	13	13	13	13	13	13	13
영업비용	547	551	557	127	132	142	146	131	136	144	140	133	137	146	141
위성중계기임차료	44	44	44	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
프로그램사용료	156	148	158	37	34	37	48	35	36	37	40	37	38	40	43
설치수수료	42	43	39	9	11	11	11	10	11	11	11	10	10	10	10
광고판촉비	13	16	16	1	6	6	1	0	7	7	2	0	7	7	2
판매수수료	71	70	69	17	19	19	17	19	17	17	17	19	17	17	16
감가상각비	79	79	79	19	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
무형자산상각비	2	3	2	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
용역비	31	30	30	8	7	7	8	8	7	8	8	7	8	8	8
지급수수료	18	19	19	3	3	10	3	2	3	11	3	2	3	11	3
광고매출원가	12	21	21	2	3	3	4	5	6	4	5	5	5	5	5
기타	80	78	79	21	19	18	22	20	17	18	23	21	18	17	23
마케팅비용	126	130	125	27	35	35	29	30	35	35	30	29	34	34	28
영업이익	78	77	78	23	29	17	9	24	20	15	17	23	21	16	18
세전계속사업이익	78	77	80	24	29	18	7	24	20	15	18	23	21	17	19
당기순이익	66	58	60	18	22	13	12	18	15	11	13	17	16	13	14
EBITDA	159	158	159	43	49	38	29	45	40	35	38	43	41	37	39
EPS (수정, 원)	1,379	1,220	1,254												
DPS (원)	415	400	400												
주요지표 (%)															
마케팅비용/매출	20.1	20.7	19.6	17.8	21.8	22.1	18.7	19.2	22.6	21.9	18.9	18.5	21.4	20.9	17.8
영업이익률	12.5	12.2	12.3	15.3	18.0	10.7	5.8	15.6	12.7	9.5	11.1	14.6	13.2	10.2	11.5
세전계속사업이익률	12.5	12.3	12.6	15.8	18.1	11.1	4.8	15.6	13.0	9.5	11.3	14.8	13.4	10.3	11.9
순이익률	10.5	9.3	9.4	12.0	13.7	8.4	8.0	11.8	9.8	7.1	8.5	11.1	10.0	7.7	8.9
EBITDA 마진	25.5	25.1	25.1	28.7	30.6	23.6	19.0	28.7	25.7	22.2	24.0	27.6	26.1	22.7	24.2
ARPU 추정															
월간 ARPU (원)	6,577	6,408	6,532	6,694	6,621	6,508	6,482	6,357	6,387	6,426	6,460	6,491	6,520	6,547	6,570

참고: K-IFRS 별도 기준

자료: 스카이라이프, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	626	625	627	635	648
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	626	625	627	635	648
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	529	547	551	557	562
영업이익	98	78	77	78	86
(영업이익률, %)	15.6	12.5	12.2	12.3	13.3
영업외손익	1	(0)	1	2	3
금융수익	6	5	6	6	6
금융비용	3	2	2	0	(1)
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(2)	(2)	(4)	(4)	(4)
세전이익	99	78	77	80	89
법인세	24	12	19	20	22
(법인세율, %)	24.6	15.4	24.5	25.0	25.0
계속사업이익	74	66	58	60	67
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	74	66	58	60	67
(순이익률, %)	11.9	10.5	9.3	9.4	10.3
지배주주순이익	74	66	58	60	67
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	175	159	158	159	167
(EBITDA 이익률, %)	27.9	25.5	25.1	25.1	25.8
EPS (지배주주)	1,557	1,379	1,220	1,254	1,391
EPS (연결기준)	1,557	1,379	1,220	1,254	1,391
수정 EPS (원)*	1,557	1,379	1,220	1,254	1,391

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동에서의 현금흐름	140	137	143	142	149
당기순이익	74	66	58	60	67
현금유출입이없는 비용 및 수익	111	101	100	96	97
유형자산 감가상각비	74	79	79	79	79
무형자산 상각비	3	2	3	2	2
기타	34	20	19	14	15
영업활동 자산부채 변동	(39)	(12)	3	1	1
투자활동에서의 현금흐름	(72)	(195)	(77)	(83)	(84)
유형자산 증감	(81)	(68)	(75)	(80)	(80)
장단기금융자산의 증감	15	(128)	(3)	(3)	(4)
기타	(6)	1	1	0	0
재무활동에서의 현금흐름	(37)	(17)	(40)	(49)	(49)
차입금의 증가(감소)	(20)	0	(20)	(30)	(30)
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(17)	(17)	(20)	(19)	(19)
기타	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
현금증감	31	(76)	26	9	15
기초현금	108	139	64	90	99
기말현금	139	64	90	99	114
Gross cash flow	186	167	159	155	163
Free cash flow	59	68	68	62	69

참고: * 일회성 수익(비용) 제외, ** 완전 회식, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 스카이라이프, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	271	351	381	395	417
현금 및 현금등가물	139	64	90	99	114
매출채권	88	113	114	116	119
재고자산	3	1	2	2	2
기타	41	173	176	179	183
비유동자산	427	412	401	400	400
투자자산	45	42	42	43	44
유형자산	298	284	278	280	281
무형자산	39	39	38	36	34
기타	46	48	42	42	42
자산총계	698	763	782	796	817
유동부채	133	145	207	210	213
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	133	145	207	210	213
비유동부채	72	75	(5)	(35)	(64)
사채 및 장기차입금	60	60	(20)	(50)	(80)
기타 비유동부채	12	15	15	15	16
부채총계	204	220	202	175	149
지배주주지분	494	543	580	621	668
자본금	120	120	120	120	120
자본잉여금	161	161	161	161	161
이익잉여금	219	268	305	346	394
기타	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	494	543	580	621	668
순부채	(109)	(165)	(213)	(255)	(304)

재무비율 및 주당지표

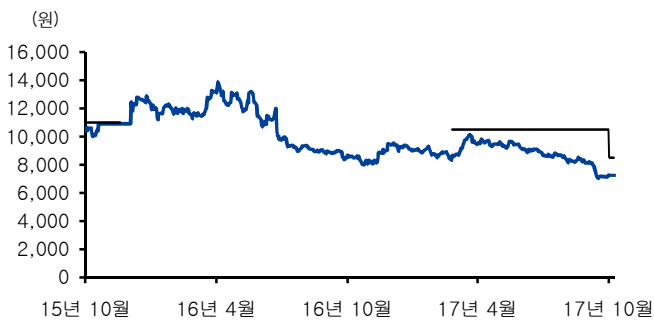
12월 31일 기준	2015	2016	2017E	2018E	2019E
증감률 (%)					
매출액	0.6	(0.2)	0.4	1.3	2.0
영업이익	25.5	(20.1)	(1.8)	2.3	9.6
순이익	34.0	(11.4)	(11.5)	2.8	11.0
수정 EPS**	34.0	(11.4)	(11.5)	2.8	11.0
주당지표					
EPS (지배주주)	1,557	1,379	1,220	1,254	1,391
EPS (연결기준)	1,557	1,379	1,220	1,254	1,391
수정 EPS**	1,557	1,379	1,220	1,254	1,391
BPS	10,382	11,415	12,187	13,047	14,046
DPS (보통주)	350	415	400	400	420
Valuations (배)					
P/E***	9.2	10.4	11.8	11.4	10.3
P/B***	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	3.3	3.3	3.0	2.7	2.3
비율					
ROE (%)	16.0	12.7	10.4	10.0	10.3
ROA (%)	10.9	9.0	7.6	7.6	8.3
ROIC (%)	22.8	20.2	18.0	18.5	20.3
배당성향 (%)	22.4	29.9	32.6	31.7	30.0
배당수익률 (보통주, %)	2.4	2.9	2.8	2.8	2.9
순부채비율 (%)	(22.1)	(30.4)	(36.8)	(41.1)	(45.5)
이자보상배율 (배)	46.7	47.3	50.4	434.0	(124.0)

Compliance Notice

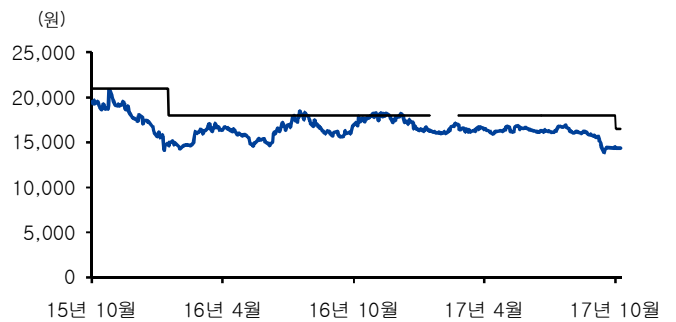
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 10월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이

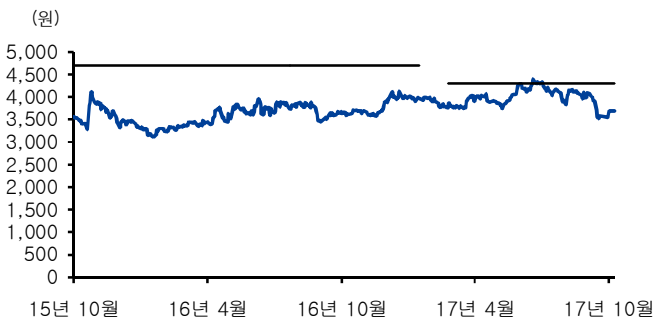
CJ헬로비전



스카이라이프



현대HCN



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

CJ 헬로비전

일 자	2014/11/7	2015/11/7	2017/3/6	10/13
투자의견	HOLD	HOLD	BUY	BUY
TP (원)	11,000	11,000	10,500	8,500
과리율 (평균)	2.52	(0.91)	(15.33)	
과리율 (최대or최소)	31.82	(0.91)	(33.14)	

스카이라이프

일 자	2015/7/29	2016/1/27	2017/1/27	10/13
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)	21,000	18,000	18,000	16,500
과리율 (평균)	(9.74)	(8.18)	(10.08)	
과리율 (최대or최소)	(32.86)	2.78	(5.56)	

현대 HCN

일 자	2015/8/12	2016/8/12	2017/3/6
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)	4,700	4,700	4,300
과리율 (평균)	(24.09)	(19.91)	
과리율 (최대or최소)	(12.23)	(12.02)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업		산업	
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~10% 내외	NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2017년 9월 30일 기준

매수 (82.2%) | 중립 (17.8%) | 매도 (0%)