

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

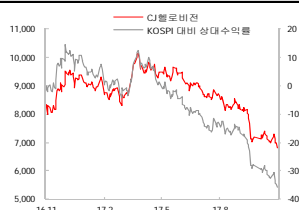
Company Data

자본금	1,936 억원
발행주식수	7,745 만주
자사주	0 만주
액면가	2,500 원
시가총액	5,274 억원
주요주주	
CJ오쇼핑	53.91%
에스케이텔레콤(주)	8.61%
외국인지분률	6.90%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(17/11/06)	6,810 원
KOSPI	2549.41 pt
52주 Beta	0.38
52주 최고가	10,150 원
52주 최저가	6,810 원
60일 평균 거래대금	9 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.2%	-10.9%
6개월	-28.2%	-36.9%
12개월	-14.7%	-33.7%

CJ 헬로비전 (037560/KS | 매수(유지) | T.P 8,500 원(하향))

반가운 ARPU 반등

CJ헬로비전 3Q17 실적은 MVNO 약정 가입자 증가에 따른 비용 증가로 예상치를 소폭 하회하였음. 그럼에도 불구하고 동사의 핵심 사업인 MVNO 와 디지털케이블 TV 의 ARPU 가 구조적인 상승기에 진입한 점은 긍정적 요인임. 양질의 가입자에 기반한 실적 개선세가 이어질 것으로 예상된다는 점을 감안하면 최근 주가 하락은 과도한 수준이며, 향후 점진적인 주가 반등이 가능할 것으로 판단함

3Q17: 디지털케이블 TV 및 MVNO ARPU 상승

CJ 헬로비전 3Q17 실적은 매출액 2,782 억 원(0.9% qoq), 영업이익 185 억 원(-3.1% qoq, OPM: 6.7%)이다. 핵심 사업인 디지털케이블 TV 와 MVNO 부문에서의 ARPU 상승으로 매출은 전기 대비 상승했으나, MVNO 약정 가입자 증가에 따른 비용 증가로 영업이익은 전기 대비 조금 감소해 예상치를 소폭 하회하였다. 영업이익의 예상치 하회에도 불구하고, MVNO ARPU가 사상 최대치를 기록하고, 디지털 케이블 TV ARPU가 반등한 점은 긍정적 요인이다.

ARPU 상승 추세 지속될 전망

CJ 헬로비전의 ARPU 상승이 지속될 것으로 예상한다. MVNO 의 경우 양질의 LTE 가입자 확대 기조가 유지되면서 ARPU 상승이 지속될 것이다. 특히 망도매대가가 조정될 경우 손익에 미치는 영향도 긍정적이다. 신규 가입자의 VOD 노출도 증가와 4분기 추석 효과를 고려하면 디지털케이블 TV 가입자와 ARPU 상승 추세도 지속될 것으로 전망되기 때문에 4분기에도 양호한 실적을 예상한다.

투자의견 매수, 목표주가 8,500 원 하향

CJ 헬로비전에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 핵심 사업인 MVNO 및 디지털케이블 TV 의 ARPU 가 본격적인 상승기에 진입하며 손익 개선이 예상되기 때문이다. 목표주가는 12M Forward EBITDA 에 과거 2년 평균 EV/EBITDA 3.7 배를 적용하여 산정한 8,500 원을 제시한다. 최근 주가 하락은 3 분기의 ARPU 반등을 감안하면 과도한 측면이 있으며, 양질의 가입자에 기반한 실적 개선이 예상되어 주가도 반등할 여지가 높다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	12,704	11,826	11,006	11,129	11,414	11,749
yoy	%	25.7	-6.9	-6.9	1.1	2.6	2.9
영업이익	억원	1,021	1,050	429	772	864	941
yoy	%	8.6	2.8	-59.1	79.7	11.9	9.0
EBITDA	억원	3,874	3,761	2,922	3,157	3,256	3,213
세전이익	억원	356	760	260	491	739	844
순이익(지배주주)	억원	257	597	215	353	573	655
영업이익률%	%	8.0	8.9	3.9	6.9	7.6	8.0
EBITDA%	%	30.5	31.8	26.6	28.4	28.5	27.4
순이익률	%	2.0	5.1	2.0	3.2	5.0	5.6
EPS	원	331	771	278	456	740	846
PER	배	29.4	16.4	33.7	14.9	9.2	8.1
PBR	배	0.8	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	4.3	4.6	4.7	3.5	3.1	2.9
ROE	%	2.8	6.4	2.2	3.6	5.6	6.1
순차입금	억원	9,015	7,463	6,484	5,594	4,773	3,947
부채비율	%	140.4	110.3	90.4	75.1	71.6	68.9

CJ 헬로비전 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17P	4Q17F	2016A	2017F	2018F
매출액	2,786	2,803	2,803	2,615	2,752	2,757	2,782	2,838	11,006	11,129	11,414
TV	974	965	974	959	957	951	959	968	3,872	3,834	3,917
Analog TV	148	142	136	130	129	125	124	119	556	497	434
Digital TV	826	824	838	829	828	826	835	849	3,316	3,338	3,484
Internet	312	305	298	293	288	285	282	281	1,208	1,136	1,105
VoIP	114	107	104	103	103	101	94	93	427	391	343
Homeshopping	596	588	594	398	570	572	535	581	2,176	2,257	2,280
Local Adv.	78	74	86	108	65	92	90	110	345	357	351
MVNO	661	691	675	667	697	641	672	688	2,694	2,697	2,930
Miscellaneous	50	74	71	88	72	117	150	118	283	457	487
영업비용	2,535	2,562	2,565	2,915	2,576	2,566	2,597	2,619	10,577	10,358	10,550
영업이익	251	241	238	(300)	176	191	185	219	429	772	864
영업이익률	9.0%	8.6%	8.5%	-11.5%	6.4%	6.9%	6.7%	7.7%	3.9%	6.9%	7.6%

자료: CJ 헬로비전 SK 증권

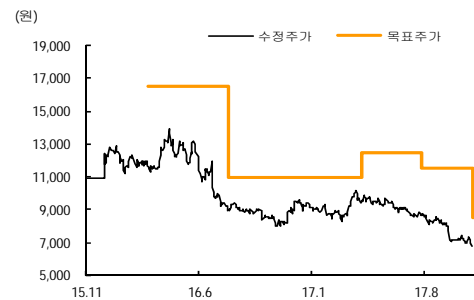
CJ 헬로비전 목표주가 산정

(단위: 억원 주 원)

구분	내용	비고
EBITDA	3,294	12M Forward 기준
적용배수	3.7	16년 이후 12M Forward EV/EBITDA
EV	12,160	
순차입금	5,594	17년말 기준
Firm Value	6,565	
발행주식수	77,446,865	자사주 제외
목표주가	8,477	

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2017.11.07	매수	8,500원	6개월		
2017.08.02	매수	11,500원	6개월	-31.95%	-24.17%
2017.06.29	매수	12,500원	6개월	-26.46%	-21.28%
2017.04.28	매수	12,500원	6개월	-24.90%	-21.28%
2017.04.12	매수	12,500원	6개월	-22.82%	-21.28%
2016.12.07	매수	11,000원	6개월	-18.81%	-7.73%
2016.11.04	매수	11,000원	6개월	-20.66%	-14.82%
2016.08.04	매수	11,000원	6개월	-19.82%	-14.82%
2016.03.07	매수	16,500원	6개월	-29.61%	-15.76%
2016.02.29	담당자 변경				



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 11 월 7 일 기준)

매수	90.2%	중립	9.8%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,736	3,153	2,788	3,681	4,602
현금및현금성자산	1,157	595	0	821	1,648
매출채권및기타채권	2,205	2,321	2,518	2,583	2,669
재고자산	182	128	139	142	147
비유동자산	16,266	15,249	14,636	14,270	14,028
장기금융자산	86	82	74	74	74
유형자산	7,371	6,937	6,576	6,396	6,255
무형자산	7,962	7,578	7,295	7,091	6,968
자산총계	20,003	18,402	17,424	17,951	18,630
유동부채	5,278	5,651	2,714	2,758	2,817
단기금융부채	3,534	4,072	1,000	1,000	1,000
매입채무 및 기타채무	1,417	1,412	1,533	1,572	1,625
단기충당부채	7	1	1	1	1
비유동부채	5,213	3,084	4,756	4,731	4,781
장기금융부채	5,097	3,015	4,615	4,615	4,615
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	11	9	10	10	10
부채총계	10,491	8,735	7,470	7,489	7,598
지배주주지분	9,512	9,667	9,954	10,462	11,032
자본금	1,936	1,936	1,936	1,936	1,936
자본잉여금	1,901	1,901	1,901	1,901	1,901
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	5,681	5,830	6,125	6,640	7,218
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,512	9,667	9,954	10,462	11,032
부채외자본총계	20,003	18,402	17,424	17,951	18,630

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,906	2,905	2,573	3,025	3,022
당기순이익(손실)	597	215	353	573	655
비현금성항목등	3,314	2,883	2,855	2,683	2,558
유형자산감가상각비	1,619	1,586	1,599	1,664	1,624
무형자산감가상각비	1,092	906	786	729	647
기타	215	179	181	-13	-13
운전자본감소(증가)	268	-39	-521	-56	8
매출채권및기타채권의 감소(증가)	555	31	-264	-65	-86
재고자산감소(증가)	19	51	-13	-4	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-305	-34	345	39	52
기타	-1	-87	-590	-27	47
법인세납부	-272	-153	-114	-176	-199
투자활동현금흐름	-1,580	-1,591	-1,975	-1,989	-1,962
금융자산감소(증가)	96	3	8	0	0
유형자산감소(증가)	-1,207	-1,227	-1,476	-1,483	-1,483
무형자산감소(증가)	-500	-470	-525	-525	-525
기타	31	103	18	19	47
재무활동현금흐름	-2,091	-1,876	-1,194	-215	-234
단기금융부채증가(감소)	-2,769	-1,658	-3,106	0	0
장기금융부채증가(감소)	987	0	2,118	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-58	-58	-58	-58	-77
기타	-251	-160	-147	-157	-157
현금의 증가(감소)	199	-562	-595	821	826
기초현금	958	1,157	595	0	821
기말현금	1,157	595	0	821	1,648
FCF	1,898	1,120	835	1,020	947

자료 : C헬로비전 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	11,826	11,006	11,129	11,414	11,749
매출원가	7,601	7,393	7,236	7,413	7,605
매출총이익	4,225	3,613	3,894	4,000	4,144
매출총이익률 (%)	35.7	32.8	35.0	35.1	35.3
판매비와관리비	3,175	3,184	3,122	3,137	3,202
영업이익	1,050	429	772	864	941
영업이익률 (%)	8.9	3.9	6.9	7.6	8.0
비영업손익	-290	-169	-281	-125	-97
순금융비용	222	169	155	138	111
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-3	3	3	0	0
세전계속사업이익	760	260	491	739	844
세전계속사업이익률 (%)	6.4	2.4	4.4	6.5	7.2
계속사업법인세	163	45	138	166	189
계속사업이익	597	215	353	573	655
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	597	215	353	573	655
순이익률 (%)	5.1	2.0	3.2	5.0	5.6
지배주주	597	215	353	573	655
지배주주귀속 순이익률(%)	5.05	1.95	3.17	5.02	5.58
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	572	213	346	566	647
비지배주주	572	213	346	566	647
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	3,761	2,922	3,157	3,256	3,213

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-6.9	-6.9	1.1	2.6	2.9
영업이익	28	-59.1	79.7	11.9	9.0
세전계속사업이익	113.3	-65.8	88.8	50.6	14.2
EBITDA	-2.9	-22.3	8.0	3.2	-1.3
EPS(계속사업)	132.6	-64.0	64.2	62.3	14.2
수익성 (%)					
ROE	6.4	2.2	3.6	5.6	6.1
ROA	2.9	1.1	2.0	3.2	3.6
EBITDA마진	31.8	26.6	28.4	28.5	27.4
안정성 (%)					
유동비율	70.8	55.8	102.7	133.5	163.4
부채비율	110.3	90.4	75.1	71.6	68.9
순차입금/자기자본	78.5	67.1	56.2	45.6	35.8
EBITDA/이자비용(배)	13.0	13.7	17.3	20.8	20.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	771	278	456	740	846
BPS	12,282	12,482	12,853	13,508	14,244
CFPS	4,271	3,496	3,536	3,830	3,779
주당 현금배당금	75	75	75	100	100
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	18.8	50.0	22.3	13.7	12.0
PER(최저)	11.2	28.7	14.9	9.2	8.1
PBR(최고)	1.2	1.1	0.8	0.8	0.7
PBR(최저)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
PCR	3.0	2.7	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA(최고)	5.0	5.9	4.3	3.9	3.7
EV/EBITDA(최저)	3.8	4.4	3.5	3.1	2.9