

2018. 2. 8



▲ 통신서비스

Analyst 정지수

02. 6098-6681

jisoo.jeong@meritz.co.kr

RA 이민영

02. 6098-6656

my.lee@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월) 8,800 원

현재주가 (2.7) 8,060 원

상승여력 9.2%

KOSPI 2,396.56pt

시가총액 6,242억원

발행주식수 7,745만주

유동주식비율 45.35%

외국인비중 5.92%

52주 최고/최저가 10,150원/6,620원

평균거래대금 32.2억원

주요주주(%)

CJ오쇼핑 53.92

SK텔레콤 8.61

Sable (Asia) Limited 6.66

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 16.0 -6.8 -7.9

상대주가 20.9 -6.7 -20.2

주가그래프



CJ헬로 037560

4Q17 Review: 내실 다지기에 주력

- ✓ 4Q17 매출액 2,908억원(+11.2% YoY), 영업이익 176억원(흑전 YoY) 기록
- ✓ 케이블TV 매출액은 1.4만 가입자 순감에도 ARPU 개선 효과로 +0.9% YoY 성장
- ✓ 디지털 ARPU 개선, 알뜰폰 사업 내 LTE 가입자 비중 확대 등 질적 성장 지속
- ✓ 유료방송 시장 재편에 대한 요구가 거세짐에 따라 인수 가치로서의 매력도 부각
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가는 7,800 원에서 8,800 원으로 상향

4Q17 Review: 영업이익 176 억원으로 전년 동기 대비 흑자전환

4Q17 매출액과 영업이익은 각각 2,908 억원(+11.2% YoY), 176 억원(흑전 YoY)으로 컨센서스(영업이익 189 억원)에 부합했다. 케이블 TV 는 판가 관리 차원에서 수익성이 낮은 저ARPU 가입자 이탈이 나타나며 1.4 만 가입자 순감이 나타났지만, ARPU 개선(3Q17 7,713 원 → 4Q17 7,788 원) 효과에 힘입어 전년 동기 대비 +0.9% 증가한 매출액 967 억원을 기록했다.

본업의 질적 성장, 인수 가치로서의 매력도 부각

유료방송 시장 포화로 과거 수준의 가입자 성장을 기대하긴 어려우나, 수익성 개선 노력으로 케이블 TV ARPU 가 최근 두 분기 연속 상승했다. 알뜰폰(MNVO) 사업도 가입자 정체가 지속되고 있으나, LTE 가입자는 꾸준한 상승세를 지속하며 2017 년 말 LTE 가입자 비중 57.8%를 달성했다. 최근에는 유료방송 시장 재편에 대한 이해관계자들의 요구가 거세짐에 따라, M&A 가치로서의 매력도 부각되고 있다. 케이블 TV 1위 사업자로서 인수합병 시 유무선 결합 혜택 강화, 통신설비 사용료 절감, 콘텐츠 구매 비용 절감 등 다양한 사업적 시너지를 기대할 수 있다. 6 월 합산규제 일몰 시점까지 케이블 TV 사업자에 대한 투자자들의 관심이 높아질 전망이다.

투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 8,800 원으로 상향

투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가는 기존 7,800 원에서 8,800 원으로 +12.8% 상향했다. 실적 추정치의 변동은 크지 않으나, 유료방송 시장 재편에 대한 기대감과 그에 따른センチメント 개선으로 Target EV/EBITDA 할인율을 기존 25%에서 20%로 낮춰 3.6 배를 적용했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,100.6	42.9	21.5	278	-64.0	12,482	33.7	0.8	4.7	2.2	90.4
2017F	1,119.9	72.9	28.9	373	34.3	12,780	19.0	0.6	3.8	3.0	76.8
2018E	1,144.5	88.8	47.9	619	65.9	13,323	13.0	0.6	3.4	4.7	73.1
2019E	1,175.2	96.1	54.9	709	14.6	13,958	11.4	0.6	3.1	5.2	69.5
2020E	1,205.9	102.5	61.2	790	11.4	14,673	10.2	0.5	2.7	5.5	65.0

표1 CJ헬로 4Q17 실적 Review

(십억원)	4Q17P	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	290.8	261.5	11.2	278.2	4.5	279.2	4.2	280.3	3.7
영업이익	17.6	-30.0	흑전	18.5	-4.7	18.9	-6.7	17.6	0.2
세전이익	11.2	-38.2	흑전	5.6	100.7	13.0	-13.9	11.5	-2.8
순이익	8.6	-29.1	흑전	4.6	84.6	10.5	-18.1	8.8	-2.6
영업이익률(%)	6.1	-11.5		6.7		6.8		6.3	
순이익률(%)	2.9	-11.1		1.7		3.7		3.1	

자료: 회사명, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 CJ헬로 추정치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2017P	2018E	2017P	2018E	2017P	2018E
매출액	1,109.4	1,130.5	1,119.9	1,144.5	0.9%	1.2%
영업이익	72.9	87.7	72.9	88.8	-0.1%	1.3%
세전이익	49.0	65.0	41.2	61.1	-15.9%	-6.1%
당기순이익	34.5	49.7	28.9	47.9	-16.3%	-3.6%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 CJ헬로비전 Valuation

구분	내용 (십억원)	비고
EBITDA	325.1	2018년
Target EV/EBITDA(배)	3.6	과거 3년 평균에 20% 할인
영업가치	1,165.9	
순차입금	488.5	
적정기업가치	677.5	
발행주식수(천주)	77,447	
적정주가(원)	8,748	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

CJ 헬로 (037560)

Income Statement

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
매출액	1,100.6	1,119.9	1,144.5	1,175.2	1,205.9
매출액증가율 (%)	-6.9	1.7	2.2	2.7	2.6
매출원가	739.3	752.3	768.8	789.4	810.0
매출총이익	361.3	367.6	375.7	385.8	395.9
판매관리비	318.4	294.8	286.9	289.6	293.3
영업이익	42.9	72.9	88.8	96.1	102.5
영업이익률	3.9	6.5	7.8	8.2	8.5
금융손익	-17.1	-13.8	-12.6	-11.0	-9.4
종속/관계기업손익	0.3	-2.7	-3.1	-3.1	-3.0
기타영업외손익	-0.1	-15.2	-12.1	-12.2	-12.2
세전계속사업이익	26.0	41.2	61.1	69.9	77.9
법인세비용	4.5	12.3	13.1	15.0	16.7
당기순이익	21.5	28.9	47.9	54.9	61.2
지배주주지분 순이익	21.5	28.9	47.9	54.9	61.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	275.8	264.8	291.4	297.8	295.2
당기순이익(손실)	21.5	28.9	47.9	54.9	61.2
유형자산상각비	158.6	157.0	157.7	157.4	157.3
무형자산상각비	90.6	71.6	78.6	78.6	78.5
운전자본의 증감	-3.9	7.4	7.2	6.9	-1.8
투자활동 현금흐름	-160.4	-192.3	-192.4	-192.5	-182.5
유형자산의증가(CAPEX)	-123.9	-120.0	-120.0	-120.0	-110.0
투자자산의감소(증가)	1.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4
재무활동 현금흐름	-171.6	-131.6	-23.7	-23.5	-23.5
차입금의 증감	-154.4	-125.8	-17.9	-17.7	-17.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-56.2	-59.1	75.3	81.9	89.2
기초현금	115.7	59.5	0.4	75.7	157.6
기말현금	59.5	0.4	75.7	157.6	246.8

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
유동자산	315.3	260.7	341.7	430.7	527.1
현금및현금성자산	59.5	0.4	75.7	157.6	246.8
매출채권	217.0	220.8	225.6	231.7	237.7
재고자산	12.8	13.0	13.3	13.6	14.0
비유동자산	1,524.9	1,488.7	1,444.8	1,401.2	1,347.9
유형자산	693.7	656.7	619.1	581.6	534.4
무형자산	757.9	758.3	751.7	745.2	738.6
투자자산	15.9	16.2	16.5	17.0	17.4
자산총계	1,840.2	1,749.4	1,786.5	1,831.9	1,875.0
유동부채	565.1	435.1	413.9	394.1	365.5
매입채무	14.3	14.5	14.8	15.2	15.6
단기차입금	150.0	115.0	80.0	45.0	10.0
유동성장기부채	208.6	101.0	101.0	101.0	101.0
비유동부채	308.4	324.6	340.7	356.9	373.1
사채	299.5	291.5	283.5	275.5	267.5
장기차입금	2.0	26.0	50.0	74.0	98.0
부채총계	873.5	759.6	754.6	751.0	738.6
자본금	193.6	193.6	193.6	193.6	193.6
자본잉여금	190.1	190.1	190.1	190.1	190.1
기타포괄이익누계액	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
이익잉여금	583.0	606.0	648.2	697.3	752.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	966.7	989.7	1,031.9	1,081.0	1,136.3

Key Financial Data

	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	14,212	14,460	14,778	15,174	15,571
EPS(지배주주)	278	373	619	709	790
CFPS	4,000	3,690	4,015	4,068	4,106
EBITDAPS	3,773	3,891	4,197	4,289	4,368
BPS	12,482	12,780	13,323	13,958	14,673
DPS	75	75	75	75	75
배당수익률(%)	0.8	1.1	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	33.7	19.0	13.0	11.4	10.2
PCR	2.3	1.9	2.0	2.0	2.0
PSR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR	0.8	0.6	0.6	0.6	0.5
EBITDA	292.2	301.4	325.1	332.1	338.3
EV/EBITDA	4.7	3.8	3.4	3.1	2.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.2	3.0	4.7	5.2	5.5
EBITDA 이익률	26.5	26.9	28.4	28.3	28.1
부채비율	90.4	76.8	73.1	69.5	65.0
금융비용부담률	1.9	1.6	1.4	1.3	1.2
이자보상배율(x)	2.0	4.1	5.7	6.3	7.0
매출채권회전율(x)	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
재고자산회전율(x)	71.1	86.9	87.1	87.3	87.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 2월 08일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 2월 08일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 2월 08일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:정지수,이민영)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

CJ 헬로 (037560) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

