



하나금융그룹

2018년 4월 20일 | Equity Research

CJ헬로 (037560)

외적인 변화에 주목

1분기 실적은 So-So

CJ헬로의 1분기 매출은 2,849억원으로 전년동기대비 3.5% 증가, 영업이익은 183억원으로 4.2% 증가할 전망이며, 이는 시장 컨센서스와 큰 차이가 없는 수준이다. 디지털TV 매출이 1분기에도 VoD 매출증가가 이어지며 소폭 증가(+2.2% YoY)할 전망이며, MVNO 서비스매출도 증가세가 유지될 것으로 기대한다. 기타부문의 렌탈비즈니스도 성장을 지속할 것으로 예상되나 송출수수료 부문은 전분기 소급반영분이 해소되며 전분기, 전년동기대비 모두 감소할 것으로 판단된다. 반면에 비용부문에서는 최근 출혈경쟁을 지양하는 분위기에 따라 큰 이슈는 없을 것으로 보이며, VoD 매출증가에 따른 컨텐츠원가의 증가 정도만 고려하면 될 것이다.

큰 변화 없이 무난한 편더멘탈

디지털TV, MVNO 서비스를 중심으로 안정적인 성장이 지속될 전망이다. 디지털TV의 경우 전환율이 65% 수준에서 큰 변화를 보이지 않고 있는 가운데, 소폭이지만 ARPU상승이 이어지고 있어 2% 내외의 성장이 가능할 전망이다. 다만, 추가적인 디지털전환을 위해서는 상대적으로 많은 비용이 들 것으로 예상되는 만큼 전환율 상승보다는 ARPU증가를 유도하는 방향의 비즈니스 전개가 예상된다. MVNO도 LTE 가입자 비중이 최근 1년간 8%p 이상 증가했으며, ARPU도 꾸준히 상승하고 있어 기대이상의 성과도 가능할 것으로 판단된다.

M&A, 합산규제 등 외적인 변화에 주목

최근 CJ헬로 주가변동의 핵심은 M&A여부이다. 공식적으로 M&A에 대한 언급이 없었음에도 시장은 이를 기대하고 있으며 최근 회자되고 있는 가입자당가치(40만원 이상)를 감안할 때 시가총액과의 괴리율이 큰 만큼 주가측면에서는 긍정적인 영향이 있을 전망이다. 6월말 합산규제 일몰 여부 및 이에 따른 경쟁구도, M&A 시장의 변화 등 다양한 변수가 존재하는 만큼 지속적인 업데이트가 필요할 것으로 판단된다. 투자의견 BUY를 유지하나, 이익추정치를 20%수준 하향 조정했으며 적정주가도 10,800원으로 하향 조정한다.

Update

BUY

| TP(12M): 10,800원(하향) | CP(4월 19일): 8,200원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,486.10		
52주 최고/최저(원)	9,750/6,620	1,139.6	1,160.7
시가총액(십억원)	635.1	79.0	84.6
시가총액비중(%)	0.05	41.6	46.5
발행주식수(천주)	77,446.9		
60일 평균 거래량(천주)	337.4		
60일 평균 거래대금(십억원)	2.9		
17년 배당금(예상,원)	75		
17년 배당수익률(예상,%)	0.91		
외국인지분율(%)	5.54		
주요주주 지분율(%)			
CJ오쇼핑	53.92		
SK텔레콤	8.61		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(2.7) 13.6 (15.1)		
상대	(3.2) 13.0 (27.0)		

Stock Price	
(천원)	
17.4	110
17.7	100
17.10	90
18.1	80
18.4	70
	60
	50
	40

투자지표	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	1,182.6	1,100.6	1,119.9	1,149.6	1,161.7
영업이익	십억원	105.0	42.9	72.9	80.5	88.2
세전이익	십억원	76.0	26.0	41.2	54.6	62.4
순이익	십억원	59.7	21.5	28.9	41.4	47.3
EPS	원	771	278	373	535	611
증감률	%	113.0	(63.9)	34.2	43.4	14.2
PER	배	12.16	25.56	21.99	15.34	13.43
PBR	배	0.76	0.57	0.64	0.62	0.60
EV/EBITDA	배	3.91	4.10	4.10	4.33	4.50
ROE	%	6.35	2.24	2.95	4.11	4.52
BPS	원	12,282	12,482	12,785	13,245	13,781
DPS	원	75	75	75	75	75



Analyst 황승택

02-3771-7519

sthwang@hanafn.com

RA 허제나

02-3771-7375

Jn.huh@hanafn.com

하나금융투자

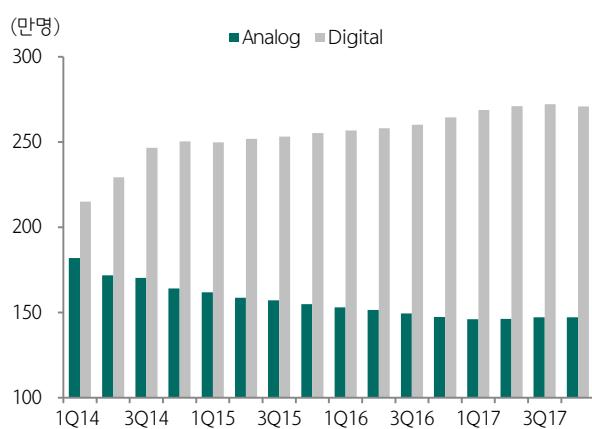
표 1. CJ헬로비전의 실적현황 및 전망

(단위:백만원)

	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
총매출액	1,119,894	1,149,648	275,186	275,746	278,177	290,785	284,884	287,341	287,302	290,120
성장률(%)	1.7	2.7	(1.2)	(1.6)	(0.7)	11.2	3.5	4.2	3.3	(0.2)
방송	383,353	389,469	95,701	95,057	95,852	96,743	97,280	97,333	97,394	97,463
디지털	50,035	49,967	12,899	12,503	12,351	12,282	12,654	12,540	12,435	12,338
아날로그	333,318	339,502	82,802	82,554	83,501	84,461	84,626	84,792	84,958	85,125
인터넷	153,146	145,304	39,112	38,520	37,631	37,883	37,289	36,614	36,000	35,401
홈쇼핑/광고	260,599	261,039	63,542	66,385	62,459	68,213	62,819	65,348	65,132	67,740
MVNO	270,543	276,876	69,652	64,056	67,195	69,640	68,824	69,001	69,350	69,701
기타	52,253	76,959	7,179	11,728	15,040	18,306	18,672	19,046	19,426	19,815
영업비용	1,047,030	1,069,160	257,584	256,637	259,663	273,146	266,540	265,886	266,276	270,459
성장률(%)	(1.0)	2.1	1.6	0.2	1.2	(6.3)	3.5	3.6	2.5	(7.0)
영업이익	72,864	80,488	17,602	19,109	18,514	17,639	18,345	21,456	21,027	19,661
성장률(%)	69.7	10.5	(29.9)	(20.7)	(22.1)	흑자전환	4.2	12.3	13.6	11.5
이익률(%)	6.5	7.0	6.4	6.9	6.7	6.1	6.4	7.5	7.3	6.8
순이익	28,883	41,411	9,790	5,884	4,642	8,567	9,005	11,364	11,039	10,003
성장률(%)	34.3	43.4	(48.7)	(60.8)	(72.0)	흑자전환	(8.0)	93.1	137.8	16.8
이익률(%)	2.6	3.6	3.6	2.1	1.7	2.9	3.2	4.0	3.8	3.4

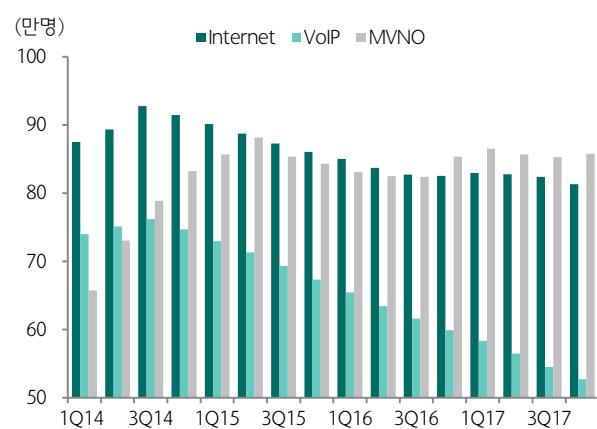
자료: CJ헬로비전, 하나금융투자

그림 1. CJ헬로비전의 케이블TV(아날로그, 디지털) 가입자 추이



자료: CJ헬로비전, 하나금융투자

그림 2. CJ헬로비전의 인터넷, VoIP, MVNO 가입자 추이



자료: CJ헬로비전, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	1,182.6	1,100.6	1,119.9	1,149.6	1,161.7
매출원가	760.1	739.3	532.2	0.0	0.0
매출총이익	422.5	361.3	587.7	1,149.6	1,161.7
판관비	317.5	318.4	514.8	1,069.2	1,073.4
영업이익	105.0	42.9	72.9	80.5	88.2
금융순익	(22.1)	(17.1)	(11.3)	(25.9)	(25.9)
종속/관계기업손익	(0.3)	0.3	0.5	0.0	0.0
기타영업외손익	(6.6)	(0.1)	(20.8)	0.0	0.0
세전이익	76.0	26.0	41.2	54.6	62.4
법인세	16.3	4.5	12.3	13.2	15.1
계속사업이익	59.7	21.5	28.9	41.4	47.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	59.7	21.5	28.9	41.4	47.3
비지배주주지분 순이익	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	59.8	21.5	28.9	41.4	47.3
지배주주지분포괄이익	57.3	21.3	29.3	41.4	47.3
NOPAT	82.5	35.5	51.1	61.0	66.9
EBITDA	376.1	292.2	298.8	285.6	278.9
성장성(%)					
매출액증가율	9.0	(6.9)	1.8	2.7	1.1
NOPAT증가율	9.1	(57.0)	43.9	19.4	9.7
EBITDA증가율	16.6	(22.3)	2.3	(4.4)	(2.3)
영업이익증가율	15.0	(59.1)	69.9	10.4	9.6
(지배주주)순익증가율	113.6	(64.0)	34.4	43.3	14.3
EPS증가율	113.0	(63.9)	34.2	43.4	14.2
수익성(%)					
매출총이익률	35.7	32.8	52.5	100.0	100.0
EBITDA이익률	31.8	26.5	26.7	24.8	24.0
영업이익률	8.9	3.9	6.5	7.0	7.6
계속사업이익률	5.0	2.0	2.6	3.6	4.1

투자지표

	2015	2016	2017	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	771	278	373	535	611
BPS	12,282	12,482	12,785	13,245	13,781
CFPS	5,049	4,000	3,888	3,886	3,799
EBITDAPS	4,856	3,773	3,858	3,688	3,601
SPS	15,270	14,211	14,460	14,844	14,999
DPS	75	75	75	75	75
주가지표(배)					
PER	12.2	25.6	22.0	15.3	13.4
PBR	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
PCFR	1.9	1.8	2.1	2.1	2.2
EV/EBITDA	3.9	4.1	4.1	4.3	4.5
PSR	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5
재무비율(%)					
ROE	6.3	2.2	3.0	4.1	4.5
ROA	2.9	1.1	1.5	2.1	2.3
ROIC	5.6	2.2	3.3	4.0	4.2
부채비율	110.3	90.4	99.7	96.7	93.1
순부채비율	78.5	67.1	59.5	58.5	58.0
이자보상배율(배)	3.6	2.0	5.0	5.2	5.7

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2015	2016	2017	2018F	2019F
유동자산	373.6	315.3	433.9	428.3	411.9
금융자산	116.8	60.3	207.9	196.2	177.4
현금성자산	115.7	59.5	198.8	186.9	167.9
매출채권 등	227.6	233.7	205.3	210.7	212.9
재고자산	18.2	12.8	14.2	14.6	14.7
기타유동자산	11.0	8.5	6.5	6.8	6.9
비유동자산	1,626.6	1,524.9	1,543.3	1,589.5	1,649.5
투자자산	17.2	15.9	51.7	53.1	53.6
금융자산	13.9	12.8	48.0	49.2	49.8
유형자산	737.1	693.7	699.4	792.3	885.1
무형자산	796.2	757.8	730.9	682.9	649.4
기타비유동자산	76.1	57.5	61.3	61.2	61.4
자산총계	2,000.3	1,840.2	1,977.2	2,017.8	2,061.3
유동부채	527.8	565.1	481.4	486.1	488.0
금융부채	353.4	407.2	303.3	303.3	303.3
매입채무 등	159.1	151.2	168.1	172.6	174.4
기타유동부채	15.3	6.7	10.0	10.2	10.3
비유동부채	521.3	308.4	505.6	505.9	506.1
금융부채	509.7	301.5	493.3	493.3	493.3
기타비유동부채	11.6	6.9	12.3	12.6	12.8
부채총계	1,049.1	873.5	987.1	992.0	994.1
지배주주지분	951.2	966.7	990.2	1,025.8	1,067.3
자본금	193.6	193.6	193.6	193.6	193.6
자본잉여금	190.1	190.1	190.1	190.1	190.1
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(0.6)	(0.0)	0.4	0.4	0.4
이익잉여금	568.1	583.0	606.0	641.6	683.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	951.2	966.7	990.2	1,025.8	1,067.3
순금융부채	746.3	648.4	588.7	600.3	619.2

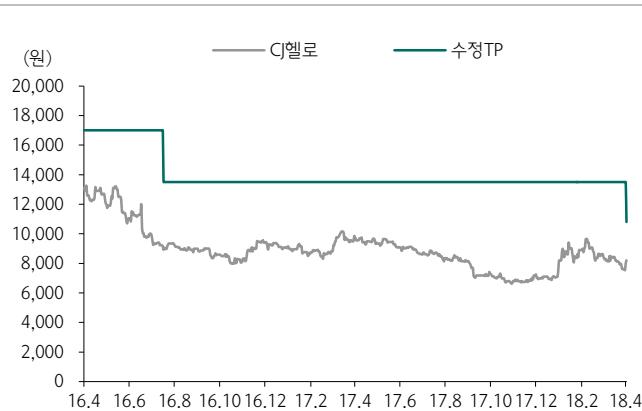
현금흐름표

	2015	2016	2017	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	368.2	275.8	287.3	245.5	237.5
당기순이익	59.7	21.5	28.9	41.4	47.3
조정	281.7	258.2	255.6	205.1	190.6
감가상각비	271.1	249.3	225.9	205.1	190.6
외환거래손익	(0.0)	0.0	0.8	0.0	0.0
지분법손익	0.3	(0.3)	(0.5)	0.0	0.0
기타	10.3	9.2	29.4	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	26.8	(3.9)	2.8	(1.0)	(0.4)
투자활동 현금흐름	(160.6)	(160.4)	(277.5)	(251.6)	(250.7)
투자자산감소(증가)	417.8	1.3	(35.8)	(1.4)	(0.6)
유형자산감소(증가)	(120.7)	(122.7)	(186.6)	(250.0)	(250.0)
기타	(457.7)	(39.0)	(55.1)	(0.2)	(0.1)
재무활동 현금흐름	(187.7)	(171.6)	129.5	(5.8)	(5.8)
금융부채증가(감소)	(81.8)	(154.4)	87.9	0.0	0.0
자본증가(감소)	(112.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	12.0	(11.4)	47.4	0.0	0.0
배당지급	(5.8)	(5.8)	(5.8)	(5.8)	(5.8)
현금의 증감	19.9	(56.2)	139.3	(11.9)	(19.0)
Unlevered CFO	391.1	309.8	301.1	301.0	294.2
Free Cash Flow	243.3	151.9	100.1	(4.5)	(12.5)



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

CJ헬로



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.4.20	BUY	10,800		
16.8.4	BUY	13,500	-36.94%	-24.81%
16.5.9	BUY	17,000	-34.51%	-22.35%
15.7.2	BUY	14,000	-15.53%	3.57%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.0%	11.3%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2018년 4월 18일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 4월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2018년 4월 20일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.