

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	7,009 억원
주요주주	
CJ오쇼핑	53.91%
에스케이텔레콤(주)	8.61%
외국인지분률	5.50%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(18/05/02)	9,050 원
KOSPI	2505.61 pt
52주 Beta	0.71
52주 최고가	9,660 원
52주 최저가	6,620 원
60일 평균 거래대금	25 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.2%	4.6%
6개월	29.7%	31.8%
12개월	-2.6%	-13.7%

CJ 헬로 (037560/KS | 매수(유지) | T.P 10,400 원(상향))

단기 실적 반등 가능성 낮으나, 가입자당 가치로는 여전히 매력적

CJ헬로 1Q18 실적은 LTE 가입자 증가에도 TV ARPU 감소에 따른 영향으로 매출과 영업이익이 모두 전기 대비 감소하였음. 디지털 TV 가입자 증가세 둔화와 ARPU 정체로 단기 실적 반등 가능성은 낮아졌음. 하지만 유료방송 시장 재편에 대한 기대감이 확대됨에 따라 가입자당 가치가 부각될 여지가 높는데, 보수적으로 디지털 TV 가입자당 가치만 고려했을 경우에도 현 주가는 매력적이라 판단함

1Q18: TV ARPU 하락으로 부진한 실적

CJ 헬로 1Q18 실적은 매출액 2,865 억원(-1.5% qoq), 영업이익 131 억원(-25.6% qoq, OPM: 4.6%)이다. 매출은 하나방송 인수에 따른 가입자 증가에도 불구하고 ARPU 하락으로 TV 매출이 줄어들어 전기 대비 감소하였다. 매출 감소에 따른 고정비 부담으로 영업이익도 부진하였다.

단기 실적 반등 가능성 낮으나, 가입자당 가치는 여전히 매력적

LTE 가입자 확대에도 불구하고 디지털 케이블 TV 가입자 증가세가 둔화됨에 따라 단기 실적 반등에 대한 기대감은 낮아진 상태이다. 또한, 디지털 TV ARPU 반등도 지연되고 있다. 하지만 CJ 헬로 주가는 가입자당 가치로 보면 여전히 매력적이다. 디지털 케이블 TV 가입자당 ARPU는 10,000 원 수준으로, 3년 약정을 기준으로 1인당 매출 36 만 원을 가정해 산정한 CJ 헬로의 주당 주가는 12,565 원이다. 유료방송 시장 재편에 대한 기대감이 확대되고, IPTV 사업자들도 M&A 가능성을 열어두고 있음을 고려한다면 CJ 헬로의 가입자당 가치가 부각될 여지가 크다.

투자의견 매수, 목표주가 10,400 원(상향)

CJ 헬로에 대한 투자의견을 매수로 유지한다. 단기 실적 반등에 대한 기대감은 낮아졌으나, 유료방송 시장 재편에 따른 가입자당 가치가 부각될 가능성이 높기 때문이다. 목표 주가는 10,400 원으로 상향한다. PBR 로 산정한 8,201 원과 디지털 TV 가입자당 가치를 통해 산정한 12,565 원의 평균값이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	11,826	11,006	11,199	11,518	11,854	12,068
yoy	%	-6.9	-6.9	1.8	2.9	2.9	1.8
영업이익	억원	1,050	429	729	559	657	756
yoy	%	2.8	-59.1	69.7	-23.3	17.5	15.1
EBITDA	억원	3,761	2,922	3,014	3,187	3,274	3,331
세전이익	억원	760	260	412	377	475	574
순이익(지배주주)	억원	597	215	289	294	368	445
영업이익률%	%	8.9	3.9	6.5	4.9	5.5	6.3
EBITDA%	%	31.8	26.6	26.9	27.7	27.6	27.6
순이익률	%	5.1	2.0	2.6	2.6	3.1	3.7
EPS	원	771	278	373	379	476	575
PER	배	16.4	33.7	19.0	23.9	19.0	15.7
PBR	배	1.0	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	4.6	4.7	3.9	3.2	2.2	1.3
ROE	%	6.4	2.2	3.0	2.9	3.6	4.2
순차입금	억원	7,463	6,484	6,342	3,087	215	-2,705
부채비율	%	110.3	90.4	89.3	89.1	88.6	87.1

CJ헬로 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	2,752	2,757	2,782	2,908	2,865	2,865	2,851	2,938	11,199	11,518	11,854
TV	957	951	959	967	947	944	952	961	3,834	3,803	3,894
Analog TV	129	125	124	123	133	123	121	121	500	498	456
Digital TV	828	826	835	845	814	821	830	840	3,333	3,305	3,438
Internet	288	285	282	279	282	274	272	272	1,134	1,099	1,072
VoIP	103	101	94	100	75	77	74	71	397	297	269
Homeshopping	570	572	535	588	555	578	530	592	2,264	2,254	2,277
Local Adv.	65	92	90	95	71	83	88	101	342	343	342
MVNO	697	641	672	696	731	746	761	760	2,705	2,997	3,276
Miscellaneous	72	117	150	183	204	164	175	181	523	724	724
영업비용	2,576	2,566	2,597	2,731	2,734	2,734	2,704	2,788	10,470	10,959	11,197
영업이익	176	191	185	176	131	130	147	150	729	559	657
영업이익률	6.4%	6.9%	6.7%	6.1%	4.6%	4.5%	5.2%	5.1%	6.5%	4.9%	5.5%

자료: CJ 헬로, SK 증권

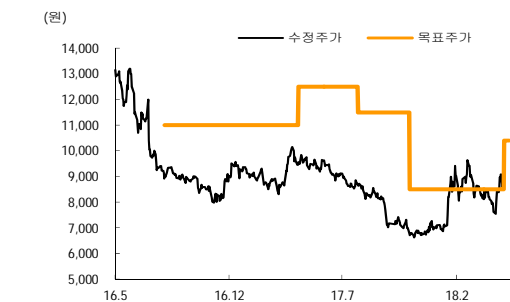
CJ헬로 목표주가 산정

(단위: 원, 억원 주)

구분	내용	비고
2018년 예상 BPS	13,050	
Target PBR	0.63	2017년 이후 평균 PBR
목표주가(①)	8,201	
1Q18 기준 디지털TV 가입자	2,703,020	1Q18 기준
가입자당 가치	360,000	ARPU 10,000원, 3년 약정기준
목표 시가총액	9,731	
발행주식수	77,446,865	
목표주가(②)	12,565	
CJ헬로 목표주가	10,383	①과 ②의 평균

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.05.03	매수	10,400원	6개월		
2017.11.07	매수	8,500원	6개월	-7.44%	13.41%
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%



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 (2018 년 5 월 3 일 기준)

매수	90.41%	중립	9.59%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,153	3,163	6,524	9,480	12,440
현금및현금성자산	595	647	3,903	6,774	9,695
매출채권및기타채권	2,321	2,163	2,254	2,329	2,363
재고자산	128	191	200	207	210
비유동자산	15,249	15,519	12,585	10,125	7,707
장기금융자산	82	427	427	427	427
유형자산	6,937	6,878	5,194	3,190	795
무형자산	7,578	7,461	6,517	5,903	5,723
자산총계	18,402	18,682	19,108	19,605	20,147
유동부채	5,651	3,613	3,697	3,755	3,783
단기금융부채	4,072	1,921	1,921	1,921	1,921
매입채무 및 기타채무	1,412	1,409	1,479	1,528	1,551
단기충당부채	1	0	0	0	0
비유동부채	3,084	5,197	5,305	5,452	5,599
장기금융부채	3,015	5,124	5,124	5,124	5,124
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	9	18	0	0	0
부채총계	8,735	8,810	9,002	9,208	9,381
지배주주지분	9,667	9,871	10,107	10,398	10,765
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	5,830	6,034	6,269	6,560	6,928
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,667	9,871	10,107	10,398	10,765
부채외자본총계	18,402	18,682	19,108	19,605	20,147

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,905	2,933	3,314	2,949	2,998
당기순이익(손실)	215	289	294	368	445
비현금성항목등	2,883	2,831	2,894	2,906	2,886
유형자산감가상각비	1,586	1,570	1,684	2,004	2,395
무형자산상각비	906	716	944	613	180
기타	179	294	182	182	182
운전자본감소(증가)	-39	-127	368	-61	-47
매출채권및기타채권의 감소(증가)	31	5	-91	-75	-34
재고자산감소(증가)	51	-64	-9	-7	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-34	87	70	49	23
기타	-87	-154	398	-29	-32
법인세납부	-153	-60	-241	-264	-286
투자활동현금흐름	-1,591	-2,725	0	0	0
금융자산감소(증가)	3	-384	0	0	0
유형자산감소(증가)	-1,150	-1,704	0	0	0
무형자산감소(증가)	-547	-652	0	0	0
기타	103	15	0	0	0
재무활동현금흐름	-1,876	-156	-58	-77	-77
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-58	-58	-58	-77	-77
기타	-160	-136	0	0	0
현금의 증가(감소)	-562	52	3,256	2,872	2,920
기초현금	1,157	595	647	3,903	6,774
기말현금	595	647	3,903	6,774	9,695
FCF	1,120	499	3,476	3,101	3,150

자료 : C헬로, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,006	11,199	11,518	11,854	12,068
매출원가	7,393	7,230	7,701	7,880	7,955
매출총이익	3,613	3,969	3,818	3,974	4,113
매출총이익률 (%)	32.8	35.4	33.1	33.5	34.1
판매비와관리비	3,184	3,240	3,259	3,318	3,358
영업이익	429	729	559	657	756
영업이익률 (%)	3.9	6.5	4.9	5.5	6.3
비영업손익	-169	-317	-182	-182	-182
순금융비용	169	149	0	0	0
외환관련손익	0	16	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	3	4	0	0	0
세전계속사업이익	260	412	377	475	574
세전계속사업이익률 (%)	2.4	3.7	3.3	4.0	4.8
계속사업법인세	45	123	83	106	129
계속사업이익	215	289	294	368	445
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	215	289	294	368	445
순이익률 (%)	2.0	2.6	2.6	3.1	3.7
지배주주	215	289	294	368	445
지배주주귀속 순이익률(%)	1.95	2.58	2.55	3.11	3.69
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	213	263	294	368	445
지배주주	213	263	294	368	445
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	2,922	3,014	3,187	3,274	3,331

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	-6.9	1.8	2.9	2.9	1.8
영업이익	-59.1	69.7	-23.3	17.5	15.1
세전계속사업이익	-65.8	58.5	-8.5	26.0	20.8
EBITDA	-22.3	3.1	5.8	2.7	1.7
EPS(계속사업)	-64.0	34.3	1.7	25.5	20.8
수익성 (%)					
ROE	2.2	3.0	2.9	3.6	4.2
ROA	1.1	1.6	1.6	1.9	2.2
EBITDA마진	26.6	26.9	27.7	27.6	27.6
안정성 (%)					
유동비율	55.8	87.5	176.5	252.4	328.9
부채비율	90.4	89.3	89.1	88.6	87.1
순차입금/자기자본	67.1	64.3	30.5	2.1	-25.1
EBITDA/이자비용(배)	13.7	15.8	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	278	373	379	476	575
BPS	12,482	12,746	13,050	13,426	13,900
CFPS	3,496	3,324	3,773	3,855	3,900
주당 현금배당금	75	75	100	100	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	50.0	27.2	25.4	20.3	16.8
PER(최저)	28.7	17.8	18.1	14.4	12.0
PBR(최고)	1.1	0.8	0.7	0.7	0.7
PBR(최저)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
PCR	2.7	2.1	2.4	2.4	2.3
EV/EBITDA(최고)	5.9	4.7	3.3	2.3	1.4
EV/EBITDA(최저)	4.4	3.8	2.6	1.7	0.8