



하나금융그룹

2018년 6월 29일 | Equity Research

CJ헬로 (037560)

꽃놀이패

합산규제 일몰에 따른 M&A 경우의 수 증가

합산규제 일몰과 더불어 CJ헬로 M&A에 대한 관심이 확대되고 있다. 시장경쟁력 제고, 신규 규제가능성에 따른 빠른 M&A, 경쟁사 견제 등을 이유로 이동통신 기업들을 포함하는 대기업들의 M&A 가능성이 확대되고 있다. CJ헬로는 전국적인 커버리지를 확보하고 있으며, 가입자의 64%가 디지털전환을 마쳤다는 점에서 다양한 시너지를 기대할 수 있는 유료방송 사업자이다. 따라서 몸집을 불리기 위한 사업자들 입장에서는 매력적일 수 밖에 없다. 즉, '쓸만한 물건은 하나고, 살 사람은 많은 상황'이라는 점에서 바둑에서의 꽃놀이패를 쥐고 있는 형국이다. 경쟁이 치열해질 경우 가격상승도 기대해볼 수 있다는 점에서 주가에 긍정적인 영향을 줄 전망이다.

M&A 프리미엄 부여

1분기말 기준 CJ헬로의 방송가입자는 425만명이며 이 중 디지털가입자는 63.6%인 270만명이다. 과거 적정수준의 할인율을 고려해 디지털가입자당 가치를 40만원, 아날로그가입자는 25만원으로 가정할 경우 가중평균한 가입자당 가치는 약 34만 5천원 수준이며 전체 규모로는 1.47조원에 달하는 가격이다. 주가로 환산하면 약 19,000원이 된다. 펀더멘털의 변화가 없었다는 점에서 기준 적정주가(10,800원)의 변동은 제한적이다. 다만 적정 가치 외에 M&A를 통해 추가로 발생할 수 있는 가치는 주가에 프리미엄으로 작용할 것으로 판단된다. 이를 감안해 기준 적정 주가에 M&A 추가가치의 30%를 프리미엄으로 반영해 적정주가를 13,200원으로 상향 조정한다.

무난한 펀더멘털

디지털TV, MVNO 서비스를 중심으로 안정적인 펀더멘털 흐름이 지속되고 있다. 최근에 텔레비즈니스의 성과가 개선되고 있다는 점 정도가 변수이나 비중이 크지 않다는 점에서 펀더멘털 변화에 미치는 영향도 제한적일 전망이다. 디지털TV의 경우 하나방송 인수 이후 전환율이 소폭 하락했으나 64% 수준에서 큰 변화를 보이지 않고 있으며, ARPU의 변화도 제한적이다. MVNO도 LTE가입자 비중이 1분기 60% 넘어서며 안정적인 실적을 유지하고 있다. 2분기 실적도 연결기준 매출액 2,844억원, 영업이익 137억원으로 시장 컨센서스와 큰 차이는 없을 것으로 판단된다.

Update

BUY

| TP(12M): 13,200원(상향) | CP(6월 28일): 10,400원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,314.24		
52주 최고/최저(원)	11,050/6,620	매출액(십억원)	1,146.8 1,164.2
시가총액(십억원)	805.4	영업이익(십억원)	67.5 75.3
시가총액비중(%)	0.07	순이익(십억원)	32.9 39.0
발행주식수(천주)	77,446.9	EPS(원)	424 504
60일 평균 거래량(천주)	437.6	BPS(원)	13,130 13,546
60일 평균 거래대금(십억원)	4.2		
18년 배당금(예상,원)	0		
18년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	4.95		
주요주주 지분율(%)			
CJ오쇼핑	53.92		
SK텔레콤	8.61		
주가상승률	1M 6M 12M		
전대	10.9 46.5 14.9		
상대	18.8 56.2 18.3		

Stock Price	
(천원)	CJ헬로(좌) 상대지수(우)

Financial Data

투자지표	단위	2014	2015	2016	2017	2018F
매출액	십억원	1,084.8	1,182.6	1,100.6	1,119.9	1,143.6
영업이익	십억원	91.3	105.0	42.9	72.9	53.7
세전이익	십억원	33.9	76.0	26.0	41.2	33.8
순이익	십억원	28.0	59.7	21.5	28.9	26.0
EPS	원	362	771	278	373	335
증감률	%	(51.9)	113.0	(63.9)	34.2	(10.2)
PER	배	26.89	16.42	33.73	19.04	31.03
PBR	배	0.81	1.03	0.75	0.56	0.62
EV/EBITDA	배	4.89	4.59	4.70	3.93	4.12
ROE	%	3.02	6.35	2.24	2.96	2.56
BPS	원	12,004	12,282	12,482	12,746	13,245
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

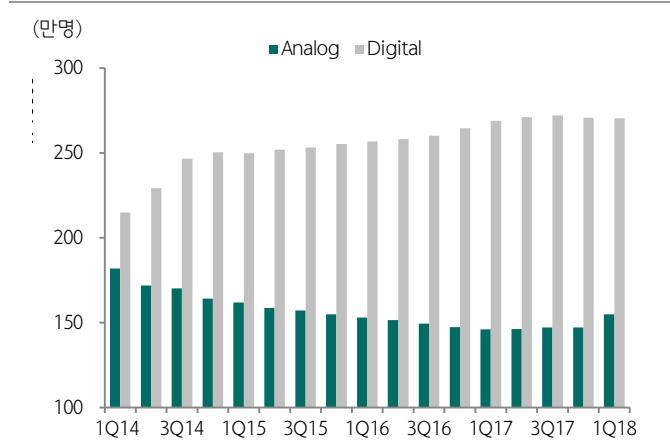
표 1. CJ헬로의 실적현황 및 전망

(단위:백만원)

	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
총매출액	1,119,894	1,143,567	275,186	275,746	278,177	290,785	286,485	284,422	284,027	288,633
성장률(%)	1.7	2.1	(1.2)	(1.6)	(0.7)	11.2	4.1	3.1	2.1	(0.7)
방송	383,353	378,676	95,701	95,057	95,852	96,743	94,710	94,220	94,513	95,234
디지털	50,035	50,858	12,899	12,503	12,351	12,282	13,339	12,689	12,499	12,331
아날로그	333,318	327,818	82,802	82,554	83,501	84,461	81,371	81,531	82,013	82,903
인터넷	153,146	142,014	39,112	38,520	37,631	37,883	35,740	35,871	35,434	34,969
홈쇼핑/광고	260,599	261,047	63,542	66,385	62,459	68,213	62,569	65,617	64,648	68,213
MVNO	270,543	272,800	69,652	64,056	67,195	69,640	73,076	66,286	66,556	66,882
기타	52,253	89,030	7,179	11,728	15,040	18,306	20,390	22,429	22,877	23,335
영업비용	1,047,030	1,089,888	257,584	256,637	259,663	273,146	273,360	270,738	270,622	275,169
성장률(%)	(1.0)	4.1	1.6	0.2	1.2	(6.3)	6.1	5.5	4.2	0.7
영업이익	72,864	53,679	17,602	19,109	18,514	17,639	13,125	13,684	13,406	13,464
성장률(%)	69.7	(26.3)	(29.9)	(20.7)	(22.1)	흑자전환	(25.4)	(28.4)	(27.6)	(23.7)
이익률(%)	6.5	4.7	6.4	6.9	6.7	6.1	4.6	4.8	4.7	4.7
순이익	28,883	25,950	9,790	5,884	4,642	8,567	6,458	6,623	6,412	6,456
성장률(%)	34.3	(10.2)	(48.7)	(60.8)	(72.0)	흑자전환	(34.0)	12.6	38.1	(24.6)
이익률(%)	2.6	2.3	3.6	2.1	1.7	2.9	2.3	2.3	2.3	2.2

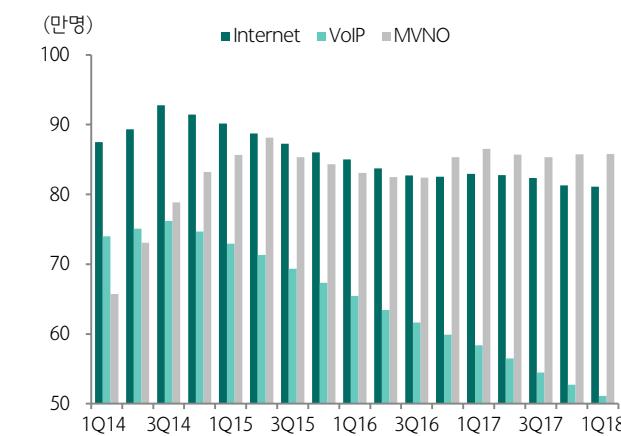
자료: CJ헬로, 하나금융투자

그림 1. CJ헬로비전의 케이블TV(아날로그, 디지털) 가입자 추이



자료: CJ헬로, 하나금융투자

그림 2. CJ헬로비전의 인터넷, VoIP, MVNO 가입자 추이



자료: CJ헬로, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018F
매출액	1,084.8	1,182.6	1,100.6	1,119.9	1,143.6
매출원가	678.3	760.1	739.3	723.0	0.0
매출총이익	406.5	422.5	361.3	396.9	1,143.6
판관비	315.2	317.5	318.4	324.0	1,089.9
영업이익	91.3	105.0	42.9	72.9	53.7
금융순익	(19.6)	(22.1)	(17.1)	(13.6)	(17.6)
종속/관계기업손익	0.0	(0.3)	0.3	0.4	0.4
기타영업외손익	(37.8)	(6.6)	(0.1)	(18.4)	(2.6)
세전이익	33.9	76.0	26.0	41.2	33.8
법인세	5.8	16.3	4.5	12.3	8.0
계속사업이익	28.0	59.7	21.5	28.9	26.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	28.0	59.7	21.5	28.9	26.0
비자매주주지분순이익	0.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	28.0	59.8	21.5	28.9	26.0
지배주주지분포괄이익	26.9	57.3	21.3	26.3	26.3
NOPAT	75.6	82.5	35.5	51.1	41.0
EBITDA	322.5	376.1	292.2	301.4	305.3
성장성(%)					
매출액증가율	7.4	9.0	(6.9)	1.8	2.1
NOPAT증가율	6.0	9.1	(57.0)	43.9	(19.8)
EBITDA증가율	13.9	16.6	(22.3)	3.1	1.3
영업이익증가율	(3.0)	15.0	(59.1)	69.9	(26.3)
(지배주주)순익증가율	(52.1)	113.6	(64.0)	34.4	(10.0)
EPS증가율	(51.9)	113.0	(63.9)	34.2	(10.2)
수익성(%)					
매출총이익률	37.5	35.7	32.8	35.4	100.0
EBITDA이익률	29.7	31.8	26.5	26.9	26.7
영업이익률	8.4	8.9	3.9	6.5	4.7
계속사업이익률	2.6	5.0	2.0	2.6	2.3

투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018F
주당지표(원)					
EPS	362	771	278	373	335
BPS	12,004	12,282	12,482	12,746	13,245
CFPS	4,412	5,049	4,000	4,029	3,802
EBITDAPS	4,164	4,856	3,773	3,891	3,943
SPS	14,007	15,270	14,211	14,460	14,766
DPS	75	75	75	75	75
주가지표(배)					
PER	26.9	16.4	33.7	19.0	31.0
PBR	0.8	1.0	0.8	0.6	0.6
PCFR	2.2	2.5	2.3	1.8	2.7
EV/EBITDA	4.9	4.6	4.7	3.9	4.1
PSR	0.7	0.8	0.7	0.5	0.7
재무비율(%)					
ROE	3.0	6.3	2.2	3.0	2.6
ROA	1.4	2.9	1.1	1.6	1.4
ROIC	6.0	5.6	2.2	3.3	2.7
부채비율	123.1	110.3	90.4	89.3	81.6
순부채비율	88.3	78.5	67.1	64.3	43.5
이자보상배율(배)	2.8	3.6	2.0	3.8	12.1

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2014	2015	2016	2017	2018F
유동자산	430.4	373.6	315.3	316.3	462.7
금융자산	123.6	116.8	60.3	70.4	209.6
현금성자산	23.6	115.7	59.5	64.7	201.5
매출채권 등	274.4	227.6	233.7	219.1	211.2
재고자산	18.4	18.2	12.8	19.1	18.9
기타유동자산	14.0	11.0	8.5	7.7	23.0
비유동자산	1,643.6	1,626.6	1,524.9	1,551.9	1,430.7
투자자산	435.1	17.2	15.9	50.0	66.0
금융자산	32.3	13.9	12.8	46.5	36.9
유형자산	570.5	737.1	693.7	687.8	572.4
무형자산	543.7	796.2	757.8	746.1	729.7
기타비유동자산	94.3	76.1	57.5	68.0	62.6
자산총계	2,073.9	2,000.3	1,840.2	1,868.2	1,893.4
유동부채	411.1	527.8	565.1	361.3	326.0
금융부채	217.6	353.4	407.2	192.1	150.5
매입채무 등	171.9	159.1	151.2	157.7	156.6
기타유동부채	21.6	15.3	6.7	11.5	18.9
비유동부채	733.1	521.3	308.4	519.7	524.9
금융부채	727.4	509.7	301.5	512.4	512.6
기타비유동부채	5.7	11.6	6.9	7.3	12.3
부채총계	1,144.2	1,049.1	873.5	881.0	850.9
지배주주지분	929.7	951.2	966.7	987.1	1,042.5
자본금	193.6	193.6	193.6	193.6	193.6
자본잉여금	302.2	190.1	190.1	190.1	190.1
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(1.7)	(0.6)	(0.0)	0.0	(0.0)
이익잉여금	435.6	568.1	583.0	603.4	658.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	929.7	951.2	966.7	987.1	1,042.5
순금융부채	821.4	746.3	648.4	634.2	453.6

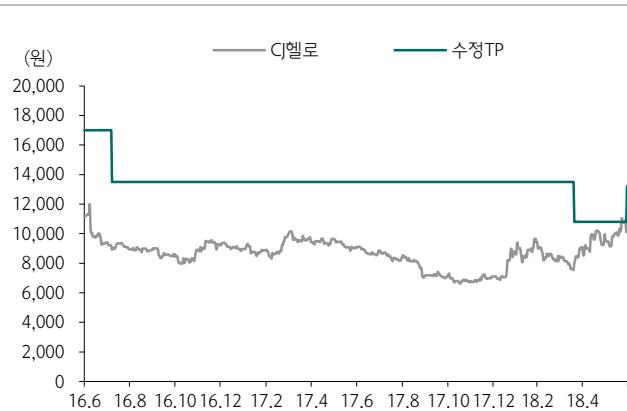
현금흐름표

	2014	2015	2016	2017	2018F
영업활동 현금흐름	305.5	368.2	275.8	281.3	239.2
당기순이익	28.0	59.7	21.5	28.9	26.0
조정	281.3	281.7	258.2	265.1	259.4
감가상각비	231.2	271.1	249.3	228.5	251.7
외환거래손익	0.0	(0.0)	0.0	(1.6)	(0.1)
지분법손익	0.0	0.3	(0.3)	(0.4)	(0.1)
기타	50.1	10.3	9.2	38.6	7.9
영업활동자산부채변동	(3.8)	26.8	(3.9)	(12.7)	(46.2)
투자활동 현금흐름	(362.2)	(160.6)	(160.4)	(274.1)	(95.2)
투자자산감소(증가)	91.4	417.8	1.3	(34.1)	(16.0)
유형자산감소(증가)	(156.1)	(120.7)	(115.0)	(170.4)	(49.1)
기타	(297.5)	(457.7)	(46.7)	(69.6)	(30.1)
재무활동 현금흐름	46.3	(187.7)	(171.6)	(1.9)	(7.2)
금융부채증가(감소)	76.3	(81.8)	(154.4)	(4.1)	(41.4)
자본증가(감소)	(18.0)	(112.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(6.2)	12.0	(11.4)	8.0	40.0
배당지급	(5.8)	(5.8)	(5.8)	(5.8)	(5.8)
현금의 증감	(10.4)	19.9	(56.2)	5.2	136.8
Unlevered CFO	341.7	391.1	309.8	312.0	294.5
Free Cash Flow	146.7	243.3	159.6	110.0	189.8



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

CJ헬로



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.6.29	BUY	13,200		
18.4.20	BUY	10,800	-11.26%	2.31%
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 6월 27일

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 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 6월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(황승택)는 2018년 6월 29일 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.