

CJ헬로 (037560.KS)

실적 < M&A

실적 성장성이나 Valuation을 감안하면 CJ헬로 주가의 매력도는 떨어짐. 하지만, 동사를 인수함으로써 유료방송시장 내 경쟁력을 끌어올릴 수 있는 통신사 입장에서 동사는 매력적인 매물임. M&A 가치 부각

CATV 업체들의 경쟁력 지속 약화. 실적 성장이 쉽지 않은 국면

현재 CATV 산업은 구조적으로 성장이 쉽지 않은 국면으로 진입. 소비자의 선택이 통신사의 초고속인터넷 및 휴대전화와 결합된 상품 중심으로 이루어지다보니 가입자 확대하기 어려움

그나마 CATV 1위 업체인 CJ헬로는 중소 CATV 업체들을 인수하면서 성장을 주도하였지만, 최근에는 이마저도 여의치 않은 상황임

이러한 CATV의 구조적인 한계로 CJ헬로의 이익 성장을 쉽지 않을 것으로 판단. 2018년 매출액 1,18조원(+ 5.2% y-y), 영업이익 638억원(-12.4% y-y) 예상. 2분기 실적도 매출액 2,909억원(+ 5.5% y-y, + 1.5% q-q), 영업이익 132억원(-31.0% y-y, + 0.4% q-q)으로 영업이익 시장 컨센서스 158억원 하회할 것으로 추정

하지만, M&A 가치는 부각

유료방송 플랫폼 사업자들은 유료방송 시장의 주도권을 확보하고, 콘텐츠 업체들의 영향력 확대를 견제하기 위해 가입자를 늘리고 싶어함. 상대적으로 자금 여력이 풍부한 통신사들이 CATV 업체들을 인수하여 외형을 키우려 하며, 과거 SK텔레콤도 이러한 맥락에서 CJ헬로를 인수하려 하였음

CJ헬로는 CATV 업계 1위 사업자일 뿐만 아니라, 다른 CATV 업체들에 비해 가입자가 전국적으로 분포되어 있어 통신사들의 피인수 매물로 항상 거론되고 있는 상황임. 이러한 상황에서 지난 6월 27일을 기점으로 유료방송 합산규제(사업자별로 전체 유료방송 가입자의 1/3 이상을 확보하지 못하게 하는 규제)가 일몰되었고, 이로 인해 CJ헬로의 M&A 가치는 더욱 부각될 것으로 판단

실적 매력도는 떨어지지만, 피인수 매물로서 동사의 기업가치가 부각된다 는 점에서 CJ헬로에 대한 투자의견을 기준 Hold에서 Buy로 상향하며, 목표주가를 기존 7,700원에서 12,000원으로 상향함

참고로, 2018년 1분기말 기준 CJ헬로 가입자는 425.3만명(디지털 270.3만명, 아날로그 155.0만명)으로, 동사는 KT 757.3만명, SK브로드밴드 446.4만명에 이어 전체 유료방송 가입자 기준(2018년 1분기말) 3위 사업자임

Company Note | 2018. 7. 10

Buy (상향)

| | |
|--------------------|-------------------|
| 목표주가 | 12,000원 (상향) |
| 현재가 ('18/07/09) | 9,540원 |
| 업종 | 미디어 |
| KOSPI / KOSDAQ | 2,285.80 / 808.28 |
| 시가총액(보통주) | 738.8십억원 |
| 발행주식수(보통주) | 77.4백만주 |
| 52주 최고가('18/06/21) | 11,050원 |
| 최저가('17/11/15) | 6,620원 |
| 평균거래대금(60일) | 4.5십억원 |
| 배당수익률(2018E) | 0.84% |
| 외국인지분율 | 5.1% |

| | |
|-------|-------|
| 주요주주 | |
| CJ오쇼핑 | 53.9% |
| SK텔레콤 | 8.6% |

| 주가상승률 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|-----------|------|------|------|
| 절대수익률 (%) | 18.7 | 35.5 | 6.8 |
| 상대수익률 (%) | 26.9 | 48.8 | 11.2 |

| | 2017 | 2018E | 2019F | 2020F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,120 | 1,178 | 1,188 | 1,195 |
| 증감률 | 1.7 | 5.2 | 0.8 | 0.6 |
| 영업이익 | 72.9 | 63.8 | 62.6 | 62.9 |
| 영업이익률 | 6.5 | 5.4 | 5.3 | 5.3 |
| (지배지분)순이익 | 28.9 | 28.5 | 28.5 | 30.0 |
| EPS | 373 | 368 | 368 | 387 |
| 증감률 | 34.2 | -1.3 | 0.0 | 5.2 |
| PER | 19.0 | 26.0 | 25.9 | 24.6 |
| PBR | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 3.8 | 4.1 | 4.1 | 4.1 |
| ROE | 3.0 | 2.9 | 2.8 | 2.9 |
| 부채비율 | 89.3 | 96.0 | 96.4 | 95.5 |
| 순차입금 | 592.6 | 647.0 | 644.8 | 639.3 |

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 안재민

02)768-7647, jaemin.ahn@nhqvc.com

**투자의견 Buy,
목표주가
12,000원으로 상향**

CJ헬로에 대한 투자의견을 기존 Hold에서 Buy로 상향하며, 목표주가를 기존 7,700원에서 12,000원으로 상향한다. 실적과 높은 PER Valuation 등을 감안하면 동사 주가의 매력도는 떨어지지만, 피인수 매물로서 동사의 기업가치가 부각되고 당분간 M&A가 주가의 주요 Catalyst가 될 수밖에 없다는 점을 감안하였다.

동사의 목표주가 12,000원은 M&A 가치를 고려, 가입자 당 가치를 적용하여 산정하였다. 디지털 가입자 당 가치 45만원(과거 SK텔레콤의 CJ헬로 인수 당시 가격), 아날로그 가입자 당 가치 13.5만원(디지털 가입자 ARPU(가입자당평균매출) 대비 30% 수준임을 감안), 초고속인터넷 가입자 당 가치 14.6만원(IPTV와의 결합상품이 대부분임을 감안하여 CATV 가입자 당 가치의 50% 할인 적용)을 적용한 적정 가치 1.58조원에서 2018년 순차입금 6,470억원을 차감하여 기업가치 9,302억원을 산정하였다. 참고로, 동사의 목표주가 12,000원은 2018년 PER 기준으로 32.6배 수준이며, 이익을 기반으로 한 Valuation은 낮은 수준은 아니다.

표1. M&A가치를 감안해 CJ헬로 목표주가 12,000원 산정

| | 2018년말 예상 가입자(만명) | 가입자당 가치 | 적정가치(십억원) | 주당가치(원) |
|-----------------|----------------------|---------|----------------|-----------------|
| 디지털 CATV | 277.7 | 450,000 | 1,249.5 | 16,134 |
| 아날로그 CATV | 154.7 | 135,000 | 208.9 | 2,697 |
| 초고속인터넷 | 81.2 | 146,250 | 118.7 | 1,522 |
| 가입자 당 가치 | | | 1,577.1 | 20,364.3 |
| 순부채 | | | 647.0 | 8,354 |
| 전체 기업가치 | | | 930.2 | 12,011 |

자료: NH투자증권 리서치본부

표2. CJ헬로 실적 전망 (IFRS 연결)

| | | 2017 | 2018E | 2019F | 2020F |
|-------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | - 수정 후 | 1,119.9 | 1,177.6 | 1,188.1 | 1,195.3 |
| | - 수정 전 | - | 1,106.6 | 1,106.6 | 1,109.7 |
| | - 변동률 | - | 6.4 | 7.4 | 7.7 |
| 영업이익 | - 수정 후 | 72.9 | 63.8 | 62.6 | 62.9 |
| | - 수정 전 | - | 79.5 | 84.7 | 89.0 |
| | - 변동률 | - | -19.7 | -26.1 | -29.3 |
| 영업이익률(수정 후) | | 6.5 | 5.4 | 5.3 | 5.3 |
| EBITDA | | 301.4 | 336.7 | 338.4 | 339.9 |
| (지배지분)순이익 | | 28.9 | 28.5 | 28.5 | 30.0 |
| EPS | - 수정 후 | 373 | 368 | 368 | 387 |
| | - 수정 전 | - | 553 | 629 | 673 |
| | - 변동률 | - | -33.5 | -41.6 | -42.5 |
| PER | | 19.0 | 26.0 | 25.9 | 24.6 |
| PBR | | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA | | 3.8 | 4.1 | 4.1 | 4.1 |
| ROE | | 3.0 | 2.9 | 2.8 | 2.9 |

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. CJ헬로 분기별 매출 추이 및 전망

(단위: 십억원, 천명)

| | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18E | 3Q18F | 4Q18F | 2017 | 2018E | 2019F |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 275.2 | 275.7 | 278.2 | 290.8 | 286.5 | 290.9 | 292.3 | 307.9 | 1,119.9 | 1,177.6 | 1,188.1 |
| TV | 95.7 | 95.1 | 95.9 | 96.7 | 94.7 | 94.4 | 95.3 | 97.0 | 383.4 | 381.5 | 384.7 |
| 인터넷/전화 | 39.1 | 38.5 | 37.6 | 37.9 | 35.7 | 34.4 | 34.1 | 34.8 | 153.1 | 139.1 | 135.2 |
| 광고 | 63.5 | 66.4 | 62.5 | 68.2 | 62.6 | 65.1 | 64.7 | 76.3 | 260.6 | 268.6 | 276.6 |
| 홈쇼핑 | 57.0 | 57.2 | 53.5 | 58.8 | 55.5 | 55.5 | 55.5 | 66.7 | 226.4 | 233.1 | 240.2 |
| MVNO | 69.7 | 64.1 | 67.2 | 69.6 | 73.1 | 77.2 | 77.8 | 79.3 | 270.5 | 307.3 | 308.1 |
| 기타 | 7.2 | 11.7 | 15.0 | 18.3 | 20.4 | 19.7 | 20.5 | 20.5 | 52.3 | 81.1 | 83.6 |
| 영업이익 | 17.6 | 19.1 | 18.5 | 17.6 | 13.1 | 13.2 | 14.2 | 23.3 | 72.9 | 63.8 | 62.6 |
| 영업이익률 | 6.4 | 6.9 | 6.7 | 6.1 | 4.6 | 4.5 | 4.9 | 7.6 | 6.5 | 5.4 | 5.3 |
| 세전이익 | 12.9 | 11.6 | 5.6 | 11.2 | 8.2 | 5.4 | 6.2 | 16.9 | 41.2 | 36.7 | 36.8 |
| 순이익 | 9.8 | 5.9 | 4.6 | 8.6 | 6.5 | 4.2 | 4.8 | 13.1 | 28.9 | 28.5 | 28.5 |
| 가입자 | 4,150 | 4,173 | 4,194 | 4,180 | 4,253 | 4,277 | 4,296 | 4,324 | 4,180 | 4,324 | 4,393 |
| 순증 | 30 | 24 | 21 | -14 | 73 | 25 | 19 | 28 | 61 | 103 | 69 |
| 디지털 | 2,688 | 2,710 | 2,721 | 2,707 | 2,703 | 2,732 | 2,752 | 2,777 | 2,707 | 2,777 | 2,856 |
| 아날로그 | 1,461 | 1,463 | 1,473 | 1,473 | 1,550 | 1,546 | 1,544 | 1,547 | 1,473 | 1,547 | 1,537 |

자료: CJ헬로, NH투자증권 리서치본부

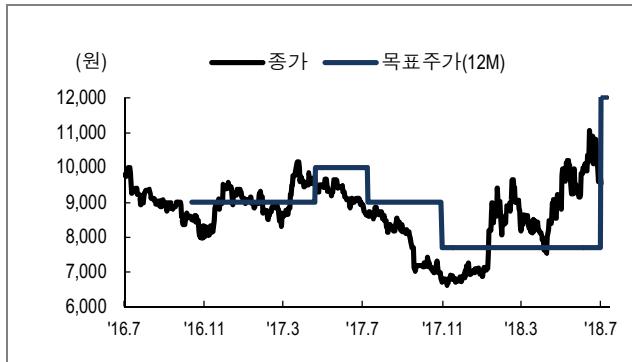
| STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME | | | | | Valuation / Profitability / Stability | | | | |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|----------|---------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2017/12A | 2018/12E | 2019/12F | 2020/12F | | 2017/12A | 2018/12E | 2019/12F | 2020/12F |
| 매출액 | 1,120 | 1,178 | 1,188 | 1,195 | PER(X) | 19.0 | 26.0 | 25.9 | 24.6 |
| 증감률 (%) | 1.7 | 5.2 | 0.8 | 0.6 | PBR(X) | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 매출원가 | 723.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | PCR(X) | 1.8 | 2.3 | 2.3 | 2.3 |
| 매출총이익 | 396.9 | 1,178 | 1,188 | 1,195 | PSR(X) | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| Gross 마진 (%) | 35.4 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | EV/EBITDA(X) | 3.8 | 4.1 | 4.1 | 4.1 |
| 판매비와 일반관리비 | 324.0 | 1,114 | 1,125 | 1,132 | EV/EBIT(X) | 15.7 | 21.7 | 22.1 | 21.9 |
| 영업이익 | 72.9 | 63.8 | 62.6 | 62.9 | EPS(W) | 373 | 368 | 368 | 387 |
| 증감률 (%) | 69.9 | -12.5 | -1.9 | 0.5 | BPS(W) | 12,746 | 13,033 | 13,301 | 13,568 |
| OP 마진 (%) | 6.5 | 5.4 | 5.3 | 5.3 | SPS(W) | 14,460 | 15,205 | 15,340 | 15,434 |
| EBITDA | 301.4 | 336.7 | 338.4 | 339.9 | 자기자본이익률(ROE, %) | 3.0 | 2.9 | 2.8 | 2.9 |
| 영업외손익 | -31.6 | -27.1 | -25.8 | -24.1 | 총자산이익률(ROA, %) | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.5 |
| 금융수익(비용) | -13.6 | -10.8 | -8.5 | -6.7 | 투하자본이익률 (ROIC, %) | 3.6 | 3.6 | 3.0 | 3.0 |
| 기타영업외손익 | -18.4 | -16.4 | -17.3 | -17.4 | 배당수익률(%) | 1.1 | 0.8 | 1.0 | 1.3 |
| 종속, 관계기업관련손익 | 0.4 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 배당성향(%) | 20.1 | 21.8 | 27.2 | 31.0 |
| 세전계속사업이익 | 41.2 | 36.7 | 36.8 | 38.8 | 총현금배당금(십억원) | 5.8 | 6.2 | 7.7 | 9.3 |
| 법인세비용 | 12.3 | 8.2 | 8.3 | 8.8 | 보통주 주당배당금(W) | 75 | 80 | 100 | 120 |
| 계속사업이익 | 28.9 | 28.5 | 28.5 | 30.0 | 순부채(현금)/자기자본(%) | 60.0 | 64.1 | 62.6 | 60.8 |
| 당기순이익 | 28.9 | 28.5 | 28.5 | 30.0 | 총부채/ 자기자본(%) | 89.3 | 96.0 | 96.4 | 95.5 |
| 증감률 (%) | 34.4 | -1.4 | 0.0 | 5.3 | 이자발생부채 | 663.0 | 701.2 | 728.1 | 735.8 |
| Net 마진 (%) | 2.6 | 2.4 | 2.4 | 2.5 | 유동비율(%) | 87.5 | 75.4 | 83.3 | 87.0 |
| 지배주주지분 순이익 | 28.9 | 28.5 | 28.5 | 30.0 | 총발행주식수(mn) | 77 | 77 | 77 | 77 |
| 비지배주주지분 순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 액면가(W) | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 |
| 기타포괄이익 | -2.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 주가(W) | 7,100 | 9,540 | 9,540 | 9,540 |
| 총포괄이익 | 26.3 | 28.5 | 28.5 | 30.0 | 시가총액(십억원) | 549.9 | 738.8 | 738.8 | 738.8 |

| STATEMENT OF FINANCIAL POSITION | | | | | CASH FLOW STATEMENT | | | | |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2017/12A | 2018/12E | 2019/12F | 2020/12F | (십억원) | 2017/12A | 2018/12E | 2019/12F | 2020/12F |
| 현금및현금성자산 | 64.7 | 46.8 | 75.8 | 88.9 | 영업활동 현금흐름 | 281.3 | 330.2 | 299.0 | 301.0 |
| 매출채권 | 203.1 | 234.9 | 234.6 | 241.1 | 당기순이익 | 28.9 | 28.5 | 28.5 | 30.0 |
| 유동자산 | 316.3 | 320.6 | 349.6 | 369.4 | + 유형자산상각비 | 228.5 | 272.8 | 275.7 | 277.0 |
| 유형자산 | 687.8 | 685.5 | 676.4 | 662.1 | + 종속, 관계기업관련손익 | -0.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산 | 50.0 | 58.0 | 64.2 | 71.4 | + 외화환산손실(이익) | -1.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동자산 | 1,552 | 1,658 | 1,674 | 1,685 | Gross Cash Flow | 312.0 | 320.7 | 321.5 | 323.0 |
| 자산총계 | 1,868 | 1,979 | 2,023 | 2,055 | - 운전자본의증가(감소) | -12.7 | 28.9 | -5.2 | -6.0 |
| 단기성부채 | 192.1 | 207.9 | 206.7 | 209.4 | 투자활동 현금흐름 | -274.1 | -381.0 | -291.3 | -288.6 |
| 매입채무 | 16.7 | 17.0 | 17.3 | 17.6 | + 유형자산 감소 | 0.8 | 68.8 | 66.7 | 64.7 |
| 유동부채 | 361.3 | 425.1 | 419.8 | 424.6 | - 유형자산 증가(CAPEX) | -171.2 | -229.3 | -222.5 | -215.8 |
| 장기성부채 | 512.4 | 535.5 | 564.1 | 569.9 | + 투자자산의매각(취득) | -34.1 | -8.1 | -6.2 | -7.1 |
| 장기충당부채 | 5.6 | 7.1 | 7.4 | 7.5 | Free Cash Flow | 110.0 | 100.8 | 76.5 | 85.2 |
| 비유동부채 | 519.7 | 544.3 | 573.4 | 579.2 | Net Cash Flow | 7.2 | -50.8 | 7.7 | 12.4 |
| 부채총계 | 881.0 | 969.5 | 993.2 | 1,004 | 재무활동현금흐름 | -1.9 | 33.0 | 21.3 | 0.7 |
| 자본금 | 193.6 | 193.6 | 193.6 | 193.6 | 자기자본 증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본잉여금 | 190.1 | 190.1 | 190.1 | 190.1 | 부채증감 | -1.9 | 33.0 | 21.3 | 0.7 |
| 이익잉여금 | 603.4 | 625.7 | 646.4 | 667.1 | 현금의증가 | 5.2 | -17.8 | 28.9 | 13.1 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 기말현금 및 현금성자산 | 64.7 | 46.8 | 75.8 | 88.9 |
| 자본총계 | 987.1 | 1,009 | 1,030 | 1,051 | 기말 순부채(순현금) | 592.6 | 647.0 | 644.8 | 639.3 |

투자의견 및 목표주가 변경내역

| 제시일자 | 투자의견 | 목표가 | 과거율 (%) | |
|------------|------|---------------|---------|-------|
| | | | 평균 | 최저/최고 |
| 2018.07.10 | Buy | 12,000원(12개월) | - | - |
| 2017.11.07 | Hold | 7,700원(12개월) | 9.2% | - |
| 2017.07.17 | Hold | 9,000원(12개월) | -11.6% | - |
| 2017.04.28 | Hold | 10,000원(12개월) | -7.9% | - |
| 2016.10.20 | Hold | 9,000원(12개월) | 0.0% | - |

CJ헬로(037560.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy: 15% 초과
- Hold: -15% ~ 15%
- Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2018년 7월 6일기준)

- 투자의견 분포

| Buy | Hold | Sell |
|-------|-------|------|
| 79.3% | 20.7% | 0.0% |

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 'CJ헬로' 의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.