

# CJ 헬로 (037560)

## 매각 기대감에 의한 가입자당 가치 부각

### ■ 2Q18 Preview: 매출액 +2.0% YoY, 영업이익 -30.1% YoY 예상

CJ헬로비전의 2분기 매출액은 2,814억원 (+2.0% YoY), 영업이익은 134억원 (-30.1% YoY)으로 예상된다. 하나방송 인수로 인한 아날로그 가입자 증가에 의한 ARPU 하락 영향으로 케이블 TV 매출액은 전년동기대비 2.0% 감소할 것으로 추정한다. 케이블TV, 인터넷, 전화, 알뜰폰 사업 모두 전반적으로 가입자 증가 ARPU 개선이 이루어지고 있지 않는 가운데 수익성이 높은 TV홈쇼핑 송출 수수료 증가 둔화와 프로그램 사용료 증가 부담이 증가해 영업이익의 역성장은 불가피하다. 신사업인 렌탈 사업 확대로 매출 하락은 방어하겠지만 사업 확대를 위한 투자 확대 의미 있는 이익 기여는 불가능할 것으로 예상된다.

### ■ 투자 의견 BUY, 목표주가 12,500원으로 상향 조정

당분간 국회나 여론의 움직임을 살펴봐야겠지만 최근 유료 방송 합산규제가 자동 일몰되면서 유료 방송 시장의 지각변동이 시작될 것으로 예상된다. CJ헬로는 막강한 자금력과 결합할인 경쟁력을 갖추고 있는 IPTV 업체와의 경쟁으로 구조적 한계에 부딪힌 상황으로 매각 의사가 있을 것으로 판단한다. 통신사업자가 케이블TV를 인수할 경우 케이블TV 사업자는 네트워크 사용료 절감 등 비용을 효율화할 수 있으며, 통신사업자는 번들링 향상, 가입자 확대 기반의 홈쇼핑송출수수료 협상력 향상 및 자체 콘텐츠 제작 등의 시너지를 창출할 수 있어 통신사업자는 케이블TV 인수에 적극적 행보를 보일 것으로 전망한다. CJ헬로는 케이블TV 1위 사업자이자 디지털 전환률이 가장 높아 인수합병 매물로 가장 매력적인 업체로 실적보다는 가입자당 가치가 부각될 것으로 CJ헬로에 대한 목표주가를 기존 11,000원에서 12,500원으로 상향 조정한다. 목표주가는 SKT가 CJ헬로 인수를 진행할 당시의 가입자당 가치인 45만원을 적용한 기업가치와 12MF EPS 754원에 과거 최저 PER인 11.2배를 적용한 기업가치의 산술 평균으로 산정했다.

인터넷/미디어/엔터

김민정(2122-9180) mjkim@hi-ib.com

## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	12,500원
종가(2018/07/13)	9,790원

### Stock Indicator

자본금	194십억원
발행주식수	7,745만주
시가총액	758십억원
외국인지분율	5.5%
배당금(2017)	75원
EPS(2018E)	402원
BPS(2018E)	13,039원
ROE(2018E)	3.1%
52주 주가	6,620~11,050원
60일평균거래량	472,659주
60일평균거래대금	4.6십억원

### Price Trend



〈표 38〉 CJ헬로 2Q18 예상 실적

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	2Q17	1Q18	2Q18E	컨센서스	차이(%)
매출액	1,119.9	1,150.6	1,177.0	275.7	286.5	281.4	288.7	-7.3
YoY(%)	1.8	2.7	2.3	-1.6	4.1	2.0	-4.5	-145.4
QoQ(%)				0.2	-1.5	-1.8	-0.8	134.4
영업이익	72.9	55.4	116.7	19.1	13.1	13.4	13.1	1.8
YoY(%)	69.7	-24.0	110.7	-20.7	-25.4	-30.1	45.7	-75.8p
QoQ(%)				8.6	-25.6	1.8	0.1	1.7p
이익률(%)	6.5	4.8	9.9	6.9	4.6	4.7	4.5	0.2p
순이익	28.9	31.1	78.0	5.9	6.5	7.7	5.5	39.2
이익률(%)	2.6	2.7	6.6	2.1	2.3	2.7	1.9	0.8p

자료: CJ헬로, Dataguide, 하이투자증권

주: 연결기준

〈표 39〉 CJ헬로비전 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
총매출액	1,120	1,151	1,177	275	276	278	291	286	281	288	295
TV	383	375	381	96	95	96	97	95	93	93	94
Internet & Phone	153	138	134	39	39	38	38	36	34	34	34
Advertising	261	263	267	64	66	62	68	63	65	67	68
MVNO	271	277	278	70	64	67	70	73	66	67	71
기타	52	97	117	7	12	15	18	20	23	26	29
영업이익	73	55	117	18	19	19	18	13	13	15	14
세전이익	41	40	101	13	12	6	11	8	10	11	11
순이익	29	31	78	10	6	5	9	6	8	9	8
성장률 (YoY %)											
총매출액	1.8	2.7	2.3	-1.2	-1.6	-0.7	11.2	4.1	2.0	3.4	1.5
TV	-1.0	-2.2	1.7	-1.8	-1.5	-1.6	0.9	-1.0	-2.0	-2.6	-3.2
Internet & Phone	-6.3	-9.7	-3.1	-8.2	-6.4	-6.3	-4.3	-8.6	-10.5	-9.2	-10.6
Advertising	3.4	1.0	1.6	-5.7	0.3	-8.1	34.8	-1.5	-2.1	8.0	-0.2
MVNO & nScreen	0.4	2.3	0.2	5.3	-7.2	-0.5	4.5	4.9	2.9	-0.4	1.9
기타	84.4	86.5	20.0	43.4	59.5	110.5	107.4	184.0	94.7	70.1	56.5
영업이익	69.7	-24.0	110.7	-29.9	-20.7	-22.0	흑전	-25.4	-30.1	-19.9	-20.2
세전이익	59.2	-2.5	152.0	-44.9	-40.2	-74.0	흑전	-36.4	-14.4	105.0	-4.7
순이익	35.0	7.7	150.6	-48.7	-60.8	-72.0	흑전	-34.0	30.0	89.3	-4.2
이익률 (%)											
영업이익률	6.5	4.8	9.9	6.4	6.9	6.7	6.1	4.6	4.7	5.2	4.8
세전이익률	3.7	3.5	8.6	4.7	4.2	2.0	3.8	2.9	3.5	4.0	3.6
순이익률	2.6	2.7	6.6	3.6	2.1	1.7	2.9	2.3	2.7	3.1	2.8

자료: CJ헬로, 하이투자증권

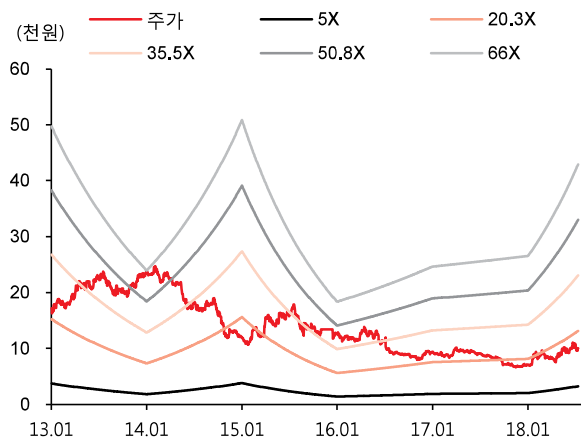
주: 연결기준

〈표 40〉 CJ헬로 목표주가 산정

구분	내용		비고
가입자당 가치	가입자당 가치 (원)	450,000	1Q18 기준
	케이블TV 가입자수 (천명)	4,253	
	기업가치 (십억원)	1,914	
	순차입금 (십억원)	625	1Q18 기준
	목표 시가총액 (십억원)	1,289	
	발행주식수 (천주)	77,447	
	적정 주가 (원)	16,639	
PER	12MF EPS (원)	754	과거 최저 PER 수준
	Targer PER (배)	11.2	
	적정 주가 (원)	8,450	
목표 주가 (원)		12,500	가입자당 가치와 PER 적용한 적정주가의 평균 7월 14일 기준
현재주가 (원)		9,790	
상승여력 (%)		27.7	

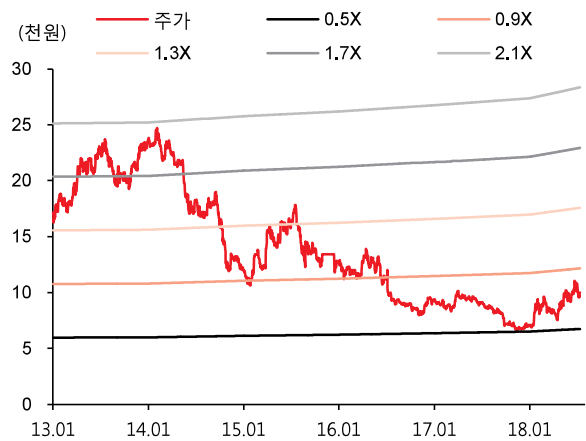
자료: 하이투자증권

〈그림 51〉 CJ헬로 12개월 fwd PER Band



자료: Dataguide, 하이투자증권

〈그림 52〉 CJ헬로 12개월 fwd PBR Band



자료: Dataguide, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

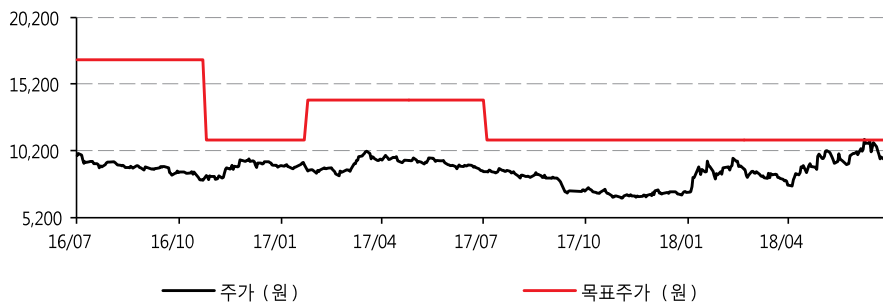
재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	316	465	621	758	매출액	1,120	1,151	1,177	1,211
현금 및 현금성자산	65	173	76	90	증가율(%)	1.7	2.7	2.3	2.9
단기금융자산	6	40	289	404	매출원가	723	743	760	782
매출채권	219	225	230	237	매출총이익	397	408	417	429
재고자산	19	20	20	21	판매비와관리비	324	352	300	305
비유동자산	1,552	1,431	1,349	1,292	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	688	634	593	562	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	746	679	638	613	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,868	1,896	1,970	2,050	영업이익	73	55	117	124
유동부채	361	366	371	376	증가율(%)	69.7	-24.0	110.7	6.4
매입채무	17	17	18	18	영업이익률(%)	6.5	4.8	9.9	10.3
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	152	152	152	152	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	520	520	520	520	지분법이익(손실)	0	0	-	-
사채	511	511	511	511	기타영업외손익	-18	-6	-6	-6
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	41	40	101	109
부채총계	881	886	891	896	법인세비용	12	9	23	25
지배주주지분	987	1,010	1,079	1,155	세전계속이익률(%)	3.7	3.5	8.6	9.0
자본금	194	194	194	194	당기순이익	29	31	78	84
자본잉여금	190	190	190	190	순이익률(%)	2.6	2.7	6.6	6.9
이익잉여금	603	629	701	779	지배주주귀속 순이익	29	31	78	84
기타자본항목	-	-	-	-	기타포괄이익	-3	-3	-3	-3
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	26	28	75	81
자본총계	987	1,010	1,079	1,155	지배주주귀속총포괄이익	26	28	75	80

현금흐름표					주요투자지표				
	(단위:십억원)					(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	281	272	281	260	주당지표(원)				
당기순이익	29	31	78	84	EPS	373	402	1,007	1,081
유형자산감가상각비	157	154	141	131	BPS	12,746	13,039	13,937	14,909
무형자산상각비	72	67	41	25	CFPS	3,324	3,256	3,359	3,099
지분법관련손실(이익)	0	0	-	-	DPS	75	75	75	75
투자활동 현금흐름	-274	-134	-348	-215	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-171	-100	-100	-100	PER	19.0	24.4	9.7	9.1
무형자산의 처분(취득)	-70	-	-	-	PBR	0.6	0.8	0.7	0.7
금융상품의 증감	-5	-35	-248	-116	PCR	2.1	3.0	2.9	3.2
재무활동 현금흐름	-2	-6	-6	-6	EV/EBITDA	3.8	4.4	3.5	3.3
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	363	-	-	-	ROE	3.0	3.1	7.5	7.5
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	26.9	24.0	25.4	23.2
배당금지급	-6	-6	-6	-6	부채비율	89.3	87.7	82.5	77.6
현금및현금성자산의증감	5	108	-97	15	순부채비율	60.0	44.6	27.6	14.6
기초현금및현금성자산	59	65	173	76	매출채권회전율(x)	4.9	5.2	5.2	5.2
기말현금및현금성자산	65	173	76	90	재고자산회전율(x)	70.3	59.5	59.4	59.5

자료: CJ헬로, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이(CJ헬로)



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-11-07	Buy	11,000	6개월	-18.5%	-13.0%
2017-02-06	Buy	14,000	6개월	-34.3%	-27.5%
2017-07-17	Buy	11,000	1년	-24.6%	0.5%
2018-07-16	Buy	12,500	1년		

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.  
(작성자 : 김민정)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율(%)	89.2%	10.8%	-