

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	6,978 억원
주요주주	
CJ오쇼핑	53.91%
에스케이텔콤(주)	8.61%
외국인지분율	5.90%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(18/08/08)	9,010 원
KOSPI	2301.45 pt
52주 Beta	0.77
52주 최고가	11,050 원
52주 최저가	6,620 원
60일 평균 거래대금	40 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.3%	-8.5%
6개월	6.4%	11.3%
12개월	5.6%	9.9%

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

반가운 ARPU 반등

- 2Q18 가입자 믹스 개선으로 디지털 TV 및 MVNO ARPU 반등하며 예상치에 부합한 양호한 실적 기록
- 가입자의 양적 성장보다는 질적 성장을 통한 수익성 개선 전략 유효
- 현 주가는 디지털 TV 가입자만을 고려해도 가입자 당 26 만원으로 절대적 저평가 상태

2Q18: ARPU 상승전환

CJ 헬로 2Q18 실적은 매출액 2,913 억원(5.7% qoq), 영업이익 157 억원(19.8% qoq, OPM: 5.4%)이다. ARPU 상승이 돋보인 실적이다. 디지털 TV ARPU는 VOD 매출 호조에 따라 전기 대비 65 원 증가한 9,946 원이며, MVNO ARPU도 LTE 가입자 확대에 따라 전기 대비 2,004 원이 증가한 22,951 원을 기록했다. 비용 효율화를 통해 영업이익도 전기 대비 19.8% 증가하며 예상치에 부합한 양호한 실적이다.

양적 성장보다 질적 성장추구 전략 유효

CJ 헬로의 2 분기 MVNO 가입자는 전기 대비 1.6 만명 감소하였으나, LTE 가입자는 0.7 만명 증가하였다. 디지털 TV 도 획득비용의 효율화로 전기 대비 가입자가 1.8 만명 감소하였다. 이는 가입자의 양적 성장보다는 질적 성장을 추구하려는 의도로 보인다. IPTV, 아동통신3 사와의 가입자 모집 경쟁에서 발생할 수 밖에 없는 비용을 최소화하여 가입자 믹스 개선을 통해 ARPU를 상승시키고, 이익을 추구하는 전략은 치열한 가입자 모집경쟁에서 MSO로서 CJ 헬로에게 적합한 전략이라 판단한다.

투자의견 매수, 목표주가 10,400 원(유지)

CJ 헬로에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 가입자 질적 개선을 통한 수익성 개선 전략이 유효하며, 268 만명의 디지털 TV 및 84 만명의 MVNO 가입자 가치가 현재 주가에 충분히 반영되지 않았다고 판단하기 때문이다. 디지털 TV 가입자만 고려하더라도 현 주가는 가입자 당 26 만원 수준이다. 16년 아날로그 가입자가 대부분인 하나방송 인수 시 가입자 당 25 만원 수준이었던 점을 고려한다면 현 주가는 저평가 상태라 판단한다.

영업실적 및 투자지표

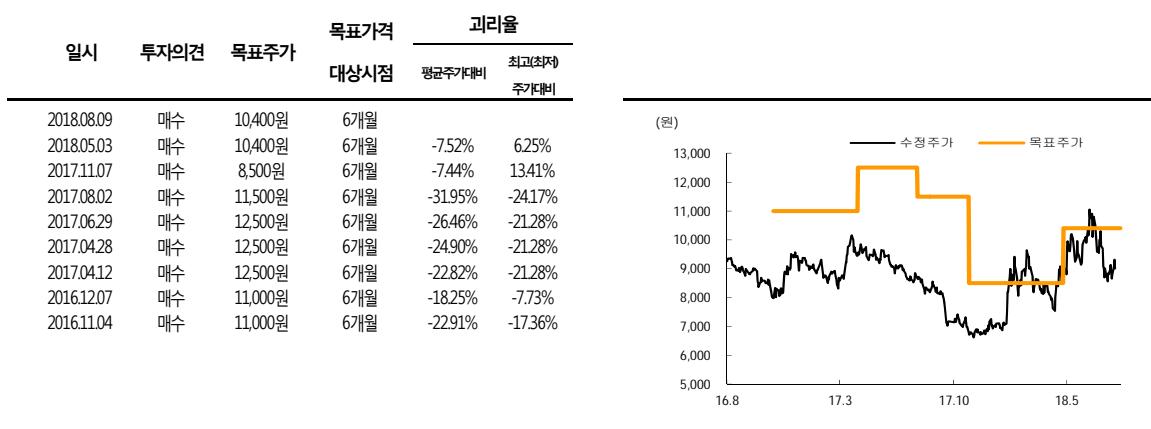
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	11,826	11,006	11,199	11,544	11,742	11,829
yoY	%	-6.9	-6.9	1.8	3.1	1.7	0.7
영업이익	억원	1,050	429	729	614	673	753
yoY	%	28	-59.1	69.7	-15.8	9.7	11.9
EBITDA	억원	3,761	2,922	3,014	3,396	3,754	3,968
세전이익	억원	760	260	412	423	416	567
순이익(자배주주)	억원	597	215	289	332	323	440
영업이익률%	%	8.9	3.9	6.5	5.3	5.7	6.4
EBITDA%	%	31.8	26.6	26.9	29.4	32.0	33.5
순이익률	%	5.1	2.0	2.6	2.9	2.8	3.7
EPS	원	771	278	373	428	417	569
PER	배	16.4	33.7	19.0	21.0	21.6	15.9
PBR	배	1.0	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	4.6	4.7	3.9	3.7	3.1	2.8
ROE	%	64	2.2	3.0	3.3	3.0	4.0
순차입금	억원	7,463	6,484	6,342	5,670	4,589	4,133
부채비율	%	110.3	90.4	89.3	72.1	70.3	68.3

CJ 헬로 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	2,752	2,757	2,782	2,908	2,865	2,913	2,840	2,926	11,199	11,544	11,742
TV	957	951	959	967	947	946	953	962	3,834	3,809	3,863
Analog TV	129	125	124	123	133	132	129	129	500	523	502
Digital TV	828	826	835	845	814	814	824	833	3,333	3,285	3,361
Internet	288	285	282	279	282	284	282	280	1,134	1,128	1,110
VoIP	103	101	94	100	75	66	71	68	397	280	250
Homeshopping	570	572	535	588	555	577	561	592	2,264	2,285	2,308
Local Adv.	65	92	90	95	71	89	88	101	342	349	346
MVNO	697	641	672	696	731	639	673	695	2,705	2,738	2,898
Miscellaneous	72	117	150	183	204	312	212	228	523	956	969
영업비용	2,576	2,566	2,597	2,731	2,734	2,756	2,680	2,761	10,470	10,930	11,069
영업이익	176	191	185	176	131	157	160	165	729	614	673
영업이익률	6.4%	6.9%	6.7%	6.1%	4.6%	5.4%	5.6%	5.6%	6.5%	5.3%	5.7%

자료: CJ 헬로, SK증권



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 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 (2018년 8월 9일 기준)

매수	93.08%	증립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,153	3,163	4,086	5,686	6,499
현금및현금성자산	595	647	675	1,756	2,212
매출채권및기타채권	2,321	2,163	3,082	3,620	3,999
재고자산	128	191	188	192	193
비유동자산	15,249	15,519	14,068	12,705	12,279
장기금융자산	82	427	333	333	333
유형자산	6,937	6,878	5,474	3,535	849
무형자산	7,578	7,461	7,536	7,188	6,959
자산총계	18,402	18,682	18,154	18,391	18,778
유동부채	5,651	3,613	1,301	1,117	965
단기금융부채	4,072	1,921	329	329	329
매입채무 및 기타채무	1,412	1,409	679	573	456
단기증당부채	1	0	0	0	0
비유동부채	3,084	5,197	6,302	6,477	6,653
장기금융부채	3,015	5,124	6,098	6,098	6,098
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기증당부채	9	18	0	0	0
부채총계	8,735	8,810	7,602	7,594	7,618
지배주주지분	9,667	9,871	10,552	10,797	11,160
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	6,715	6,960	7,323
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,667	9,871	10,552	10,797	11,160
부채와자본총계	18,402	18,682	18,154	18,391	18,778

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,905	2,933	1,215	2,063	874
당기순이익(순실)	215	289	332	323	440
비현금성항목등	2,883	2,831	3,104	3,431	3,528
유형자산감가상각비	1,586	1,570	1,893	2,433	2,686
무형자산상각비	906	716	890	648	529
기타	179	294	206	146	146
운전자본감소(증가)	-39	-127	-1,987	-1,515	-2,885
매출채권및기타채권의 감소(증가)	31	5	-956	-538	-379
재고자산감소(증가)	51	-64	6	-4	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-34	87	-604	-106	-117
기타	-87	-154	-434	-868	-2,387
법인세납부	-153	-60	-234	-176	-210
투자활동현금흐름	-1,591	-2,725	-896	-767	-234
금융자산감소(증가)	3	-384	79	0	0
유형자산감소(증가)	-1,150	-1,704	-491	-494	0
무형자산감소(증가)	-547	-652	-300	-300	-300
기타	103	15	-184	28	67
재무활동현금흐름	-1,876	-156	-291	-216	-184
단기금융부채증가(감소)	0	-1,029	-1,219	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	1,794	971	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-58	-58	-58	-77	-77
기타	-160	-136	-43	-138	-106
현금의 증가(감소)	-562	52	28	1,081	456
기초현금	1,157	595	647	675	1,756
기말현금	595	647	675	1,756	2,212
FCF	1,120	499	965	1,265	585

자료 : CJ헬로, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,006	11,199	11,544	11,742	11,829
매출원가	7,393	7,230	5,777	7,789	7,788
매출총이익	3,613	3,969	5,767	3,953	4,041
매출총이익률 (%)	32.8	35.4	50.0	33.7	34.2
판매비와관리비	3,184	3,240	5,154	3,280	3,288
영업이익	429	729	614	673	753
영업이익률 (%)	3.9	6.5	5.3	5.7	6.4
비영업수익	-169	-317	-190	-257	-185
순금융비용	169	149	24	111	39
외환관련손익	0	16	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	3	4	1	0	0
세전계속사업이익	260	412	423	416	567
세전계속사업이익률 (%)	2.4	3.7	3.7	3.5	4.8
계속사업법인세	45	123	92	93	127
계속사업이익	215	289	332	323	440
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	215	289	332	323	440
순이익률 (%)	2.0	2.6	2.9	2.8	3.7
지배주주	215	289	332	323	440
지배주주가속 순이익률(%)	1.95	2.58	2.87	2.75	3.72
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	213	263	332	323	440
지배주주	213	263	332	323	440
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	2,922	3,014	3,396	3,754	3,968

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	-6.9	1.8	3.1	1.7	0.7
영업이익	-59.1	69.7	-15.8	9.7	11.9
세전계속사업이익	-65.8	58.5	2.8	-17	36.3
EBITDA	-22.3	3.1	12.7	10.6	5.7
EPS(계속사업)	-64.0	34.3	14.9	-2.7	36.3
수익성 (%)					
ROE	2.2	3.0	3.3	3.0	4.0
ROA	1.1	1.6	1.8	1.8	2.4
EBITDA마진	26.6	26.9	29.4	32.0	33.5
안정성 (%)					
유동비율	55.8	87.5	314.1	509.0	673.2
부채비율	90.4	89.3	72.1	70.3	68.3
순차입금/자기자본	67.1	64.3	53.7	42.5	37.0
EBITDA/이자비용(배)	13.7	15.8	76.1	27.2	37.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	278	373	428	417	569
BPS	12,482	12,746	13,624	13,941	14,409
CFPS	3,496	3,324	4,021	4,396	4,720
주당 현금배당금	75	75	100	100	120
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	50.0	27.2	25.8	26.5	19.4
PER(최저)	28.7	17.8	16.0	16.5	12.1
PBR(최고)	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8
PBR(최저)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
PCR	2.7	2.1	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA(최고)	5.9	4.7	4.2	3.5	3.2
EV/EBITDA(최저)	4.4	3.8	3.3	2.7	2.4