

CJ헬로 (037560)

미디어/엔터



투자의견	BUY (M)
목표주가	12,500원 (M)
현재주가 (9/28)	10,200원
상승여력	23%

시가총액	7,900억원
총발행주식수	77,446,865주
60일 평균 거래대금	43억원
60일 평균 거래량	464,713주
52주 고	11,050원
52주 저	6,620원
외인지분율	6.88%
주요주주	CJ ENM 53.92%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	30.8	(1.9)	43.1
상대	28.5	(3.1)	44.9
절대(달러환산)	30.9	(0.6)	48.2

M&A 가능성에 대해 의심하지 말자

CJ헬로 M&A 가능성은 2018년 내로 가시화될 전망

통신사업자의 인수 시, 즉각적인 합병이 예상된다. 영업 시너지를 내기 위해서는 고객 정보를 활용한 교차 마케팅이 전제돼야 하기 때문이다. 따라서 상장사인 LG유플러스에 인수되는 것보다는 비상장사인 SK브로드밴드에 인수 합병되는 것이 CJ헬로 주주에게는 단기적인 Capital Gain 효과가 클 것이다. 하지만 장기적으로는 LG유플러스에 M&A되는 것이 나쁘지 않은 선택이 될 것이다. LG유플러스의 다양한 상품 전략은 CJ헬로 가입자의 빠른 IPTV 전환을 이끌어 낼 것으로 전망하기 때문이다. LG유플러스와의 합병 후 시가총액은 15조원 이상으로 증가할 수 있을 전망이다.

2018년 내로는 M&A 가능성을 높게 보고 있으며, 관련 기대감으로 주가는 강한 흐름을 이어나갈 것으로 전망된다.

다양한 시너지 효과 기대

합병 승인이 난다는 전제 하에 다음과 같은 시너지 효과를 기대한다. ①알뜰폰 사업 정리를 통한 마진율 개선(정부 규제안에 따라 다를 수 있음), ②아날로그 케이블 가입자의 전환 가입을 통한 ARPU 상승, ③규모의 경제 확보를 통한 지급 수수료 등 고정적 비용 항목의 개선, ④결합 확대를 통한 초고속 인터넷 가입자 증가, ⑤콘텐츠 사업 진출을 위한 재무적 기초 체력 완비. 이후 해당 시장에서 경쟁력을 확보한다면, OTT 등의 새로운 미디어 영역에서 주도권을 발휘할 수 있을 것으로 전망된다.

유료방송 구조조정 + 렌탈 사업 고성장

① 유료방송 업종의 체계적이면서도 구조적인 성장을 달성하기 위해서는 M&A가 결국 단행될 수 밖에 없을 것으로 전망한다. ②렌탈 사업의 고성장을 주목해야 한다. 이미 전체 매출액의 10%를 넘어선 렌탈 사업의 성장성은 유료방송 분야에서의 성과 부진을 완벽하게 상쇄하고 있다. 목표주가 12,500원과 투자의견 Buy를 유지한다.

Quarterly earning forecasts

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,936	5.5	0.8	2,879	2.0
영업이익	173	-6.6	10.0	163	5.8
세전계속사업이익	139	149.0	28.3	139	0.0
지배순이익	110	138.0	29.6	88	25.0
영업이익률 (%)	5.9	-0.8 %pt	+0.5 %pt	5.7	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	3.8	+2.1 %pt	+0.9 %pt	3.1	+0.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	11,006	11,199	11,631	11,653
영업이익	429	729	536	577
지배순이익	215	289	281	332
PER	37.9	22.7	28.1	23.8
PBR	0.8	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.8	4.1	4.4	4.3
ROE	2.2	3.0	2.8	3.1

자료: 유안타증권

[표 47] 영업 Metrics & 가정

(단위: 명, 원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
Subscribers								
Cable TV	4,149,715	4,173,345	4,193,960	4,180,066	4,252,738	4,232,058	4,212,058	4,192,058
Analog	1,461,341	1,463,242	1,472,838	1,472,678	1,549,718	1,547,277	1,537,277	1,527,277
Digital	2,688,374	2,710,103	2,721,122	2,707,388	2,703,020	2,684,781	2,674,781	2,664,781
디지털 비율	64.8%	64.9%	64.9%	64.8%	63.6%	63.4%	63.5%	63.6%
Internet	829,632	827,703	823,719	812,974	811,300	808,355	805,355	802,355
VoIP	583,762	564,962	544,966	527,063	511,229	494,250	478,250	462,250
MVNO	865,354	856,904	856,197	857,533	857,755	842,208	842,508	842,808
ARPU								
Cable TV	7,771	7,676	7,676	7,788	7,440	7,597	7,367	7,377
Analog	3,016	2,947	2,908	2,892	2,743	2,865	2,862	2,859
Digital	10,121	9,977	10,057	10,181	9,880	9,946	9,956	9,966
Internet	11,375	11,247	11,211	11,188	10,961	11,156	11,145	11,134
VoIP	5,963	6,027	5,869	6,414	5,306	5,278	5,262	5,246
MVNO	21,691	21,872	22,320	22,400	20,947	22,951	23,020	23,089

자료: CJ 헬로, 유안타증권 리서치센터

[표 48] 매출액 & 주요 영업비용 항목 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
매출액	275.2	275.7	278.2	290.8	286.5	291.3	293.6	293.6
TV 아날로그	12.9	12.5	12.4	12.3	13.3	13.2	13.2	13.1
TV 디지털	82.8	82.6	83.5	84.5	81.4	81.4	79.9	79.7
Internet	28.8	28.5	28.2	27.9	28.2	28.4	26.9	26.8
VoIP	10.3	10.1	9.4	10.0	7.5	6.6	7.5	7.3
Advertising(홈쇼핑)	57.0	57.2	53.5	58.8	55.5	57.7	57.7	57.7
지역광고	6.5	9.2	9.0	9.5	7.1	8.9	9.0	9.5
MVNO	69.7	64.1	67.2	69.6	73.1	63.9	68.2	68.4
기타	7.2	11.7	15.0	18.3	20.4	31.2	31.2	31.2
영업이익	17.6	19.1	18.5	17.6	13.1	15.7	17.3	7.2
영업비용	257.6	256.6	259.7	273.1	273.4	275.6	276.3	286.4
P.P Cost	40.2	40.3	40.7	42.7	41.6	43.4	42.8	52.9
Network usage fee	34.0	39.7	37.9	39.9	40.4	37.5	36.9	36.5
설치 & 보수	17.5	17.7	18.1	17.7	18.9	20.9	20.0	20.0
Service Fees	41.4	39.9	42.5	41.5	30.4	32.2	32.3	32.3
Labor	22.0	22.0	22.2	25.8	24.6	25.6	25.5	25.5
Sales & Marketing	4.4	5.0	4.9	5.1	4.8	6.0	5.0	5.2
Depreciation	39.5	39.1	39.3	39.1	40.5	39.4	41.5	41.5
Amortization	20.3	18.7	15.5	17.0	27.7	28.7	28.5	28.5
Merchandise sales	22.2	16.0	22.8	26.8	28.5	25.6	26.4	26.4
기타	16.1	18.2	15.8	17.5	15.9	16.4	17.5	17.7

자료: CJ 헬로, 유안타증권 리서치센터

CJ 헬로 (037560) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서						(단위: 억원)
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
매출액	11,006	11,199	11,631	11,653	11,565	
매출원가	7,393	7,230	0	0	0	
매출총이익	3,613	3,969	11,631	11,653	11,565	
판관비	3,184	3,240	11,095	11,076	11,035	
영업이익	429	729	536	577	529	
EBITDA	2,922	3,014	3,223	3,264	3,216	
영업외순익	-169	-317	-182	-159	-159	
외환관련순익	0	16	4	3	3	
이자순익	-169	-149	-132	-132	-132	
관계기업관련순익	3	4	3	3	3	
기타	-3	-188	-57	-33	-33	
법인세비용차감전순순익	260	412	354	418	370	
법인세비용	45	123	73	85	75	
계속사업순순익	215	289	281	332	294	
중단사업순순익	0	0	0	0	0	
당기순이익	215	289	281	332	294	
지배지분순이익	215	289	281	332	294	
포괄순이익	213	263	280	332	294	
지배지분포괄이익	213	263	280	332	294	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표						(단위: 억원)
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
유동자산	3,153	3,163	2,830	3,402	3,698	
현금및현금성자산	595	647	325	862	1,183	
매출채권 및 기타채권	2,337	2,191	2,206	2,222	2,190	
재고자산	128	191	175	190	198	
비유동자산	15,249	15,519	16,171	16,381	16,479	
유형자산	6,937	6,878	6,928	6,948	6,968	
관계기업등 지분관련자산	31	34	289	289	289	
기타투자자산	128	465	366	491	506	
자산총계	18,402	18,682	19,001	19,783	20,177	
유동부채	5,651	3,613	3,156	3,578	3,634	
매입채무 및 기타채무	1,512	1,577	1,425	1,375	1,423	
단기차입금	1,500	0	0	0	0	
유동성장기부채	2,086	1,519	1,555	1,605	1,605	
비유동부채	3,084	5,197	5,345	5,431	5,534	
장기차입금	20	0	0	0	0	
사채	2,995	5,110	5,210	5,310	5,410	
부채총계	8,735	8,810	8,501	9,009	9,168	
지배지분	9,667	9,871	10,500	10,774	11,009	
자본금	1,936	1,936	1,936	1,936	1,936	
자본잉여금	1,901	1,901	1,901	1,901	1,901	
이익잉여금	5,830	6,034	6,664	6,938	7,175	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	9,667	9,871	10,500	10,774	11,009	
순차입금	5,998	5,940	6,396	6,007	5,791	
총차입금	6,601	6,644	6,782	6,932	7,032	

현금흐름표						(단위: 억원)
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
영업활동 현금흐름	2,758	2,813	2,381	2,885	2,988	
당기순이익	215	289	281	332	294	
감가상각비	1,586	1,570	1,580	1,580	1,580	
외환순이익	0	-16	-4	-3	-3	
증속,관계기업관련순익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-39	-127	-788	-306	-165	
기타현금흐름	996	1,098	1,311	1,282	1,282	
투자활동 현금흐름	-1,604	-2,741	-3,244	-3,044	-3,037	
투자자산	4	1	-231	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,162	-1,712	-1,694	-1,600	-1,600	
유형자산 감소	12	8	3	0	0	
기타현금흐름	-459	-1,038	-1,322	-1,444	-1,437	
재무활동 현금흐름	-1,716	-19	78	92	42	
단기차입금	1,500	-1,500	0	0	0	
사채 및 장기차입금	-3,158	1,539	136	150	100	
자본금	0	0	0	0	0	
현금배당	-58	-58	-58	-58	-58	
기타현금흐름	0	0	0	0	0	
연결범위변동 등 기타	0	0	464	604	329	
현금의 증감	-562	52	-322	536	322	
기초 현금	1,157	595	647	325	862	
기말 현금	595	647	325	862	1,183	
NOPLAT	429	729	536	577	529	
FCF	1,647	956	631	1,241	1,344	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

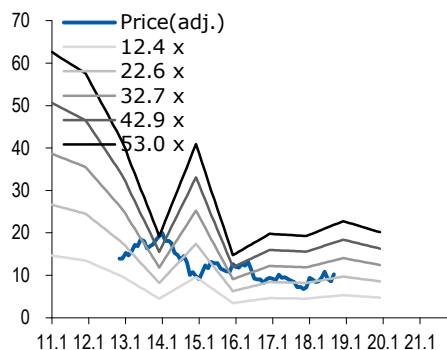
3. ROE,ROA의 경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
EPS	278	373	363	429	380	
BPS	12,482	12,746	13,558	13,911	14,215	
EBITDAPS	3,773	3,891	4,162	4,215	4,153	
SPS	14,211	14,460	15,018	15,046	14,932	
DPS	75	75	75	75	75	
PER	37.9	22.7	28.1	23.8	26.8	
PBR	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7	
EV/EBITDA	4.8	4.1	4.4	4.3	4.3	
PSR	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
매출액 증가율 (%)	-6.9	1.7	3.9	0.2	-0.8	
영업이익 증가율 (%)	-59.1	69.7	-26.4	7.6	-8.3	
지배순이익 증가율 (%)	-64.0	34.3	-2.6	18.2	-11.5	
매출총이익률 (%)	32.8	35.4	100.0	100.0	100.0	
영업이익률 (%)	3.9	6.5	4.6	5.0	4.6	
지배순이익률 (%)	2.0	2.6	2.4	2.9	2.5	
EBITDA 마진 (%)	26.5	26.9	27.7	28.0	27.8	
ROIC	2.2	3.3	2.8	2.9	2.6	
ROA	1.1	1.6	1.5	1.7	1.5	
ROE	2.2	3.0	2.8	3.1	2.7	
부채비율 (%)	90.4	89.3	81.0	83.6	83.3	
순차입금/자기자본 (%)	62.1	60.2	60.9	55.8	52.6	
영업이익/금융비용 (배)	2.0	3.8	2.9	3.1	2.9	

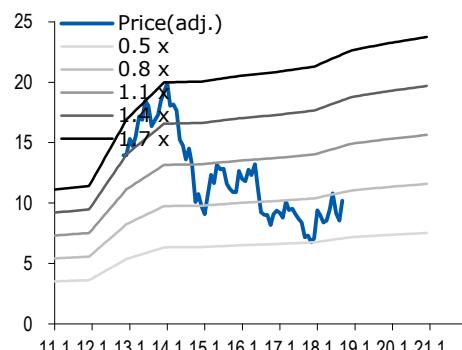
P/E band chart

(천원)

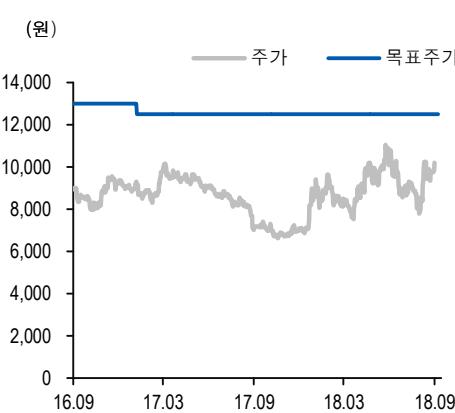


P/B band chart

(천원)



CJ 헬로 (037560) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-02	BUY	12,500	1년		
2018-02-03	1년 경과 이후		1년	-27.25	-11.60
2017-02-03	BUY	12,500	1년	-30.91	-11.60
2016-07-19	BUY	13,000	1년	-30.50	-21.92

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가}^* - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	86.9
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-09-29

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외