

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	7,187 억원
주요주주	
CJ오쇼핑	53.91%
에스케이텔콤(주)	8.61%
외국인지분률	7.10%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(18/10/15)	9,280 원
KOSPI	2145.12 pt
52주 Beta	0.82
52주 최고가	11,050 원
52주 최저가	6,620 원
60일 평균 거래대금	42 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.2%	5.7%
6개월	21.8%	39.4%
12개월	29.6%	49.5%

CJ 헬로 (037560/KS | 매수(유지) | T.P 11,000 원(상향))

가입자 당 가치는 여전히 저평가 상태

- 1) 디지털 TV 가입자 당 가치만 고려해도 현 주가는 현저한 저평가 상태
- 2) 국내 최대 가입자를 보유하고 있는 매력적인 M&A 대상
- 3) 디지털 TV 및 LTE 가입자 확대 등 양질의 가입자 유입으로 자체 사업의 실적 개선 가능성도 높음

가입자 당 가치 고려 시 현저한 저평가 상태

CJ 헬로는 케이블 TV, 초고속인터넷, MVNO 등의 가입자를 보유하고 있는 국내 최대 규모의 SO 사업자이다. 이 중 디지털 TV 가입자는 268 만명으로 현 주가는 가입자 당 268,290 원에 불과하다. 이는 유료방송 시장의 M&A 가 활성화 될 가능성이 높고, CJ 헬로가 국내 최대 가입자를 보유하고 있는 매력적인 M&A 대상이며, MVNO 가입자 가치 등을 고려했을 경우 현 주가는 현저한 저평가 상태라 판단한다.

양질의 가입자 유입으로 실적 개선 가능성도 높음

유료방송 시장 내 경쟁 격화에도 불구하고 디지털 TV 가입자의 지속적인 유입과 LTE 가입자의 비중확대 등 양질의 가입자를 기반으로 CJ 헬로의 실적 개선이 가능할 전망이다. 공격적인 가입자 확대보다 선택과 집중을 통해 마케팅 비용안정화, ARPU 상승 등이 가능할 것으로 예상하기 때문이다. M&A로서의 매력뿐 아니라 자체 사업의 점진적 실적 개선 가능성도 높다는 판단이다.

투자의견 매수, 목표주가 11,000 원(상향)

CJ 헬로에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 그 이유는 1)CJ 헬로 현 주가는 디지털 TV 가입자 가치만 고려해도 268,290 원에 불과해 과거 유료방송 가입자 당 가치 기준 현저한 저평가 상태이며, 2)국내 최대 가입자를 보유한 SO로서 매력적인 M&A 대상이기 때문이다. 또한 3)디지털 TV 및 MVNO LTE 가입자 확대에 따른 양질의 가입자 유입으로 점진적 실적 개선이 예상되기 때문이다. 목표주가는 PBR 밸류에이션으로 산정한 9,362 원과 가입자당 밸류에이션으로 산정한 12,480 원의 평균값인 11,000 원으로 상향한다.

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	%	2.8	-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(지배주주)	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	21.7	22.3	16.3
PBR	배	1.0	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	4.6	4.7	3.9	3.8	3.2	2.9
ROE	%	6.4	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

실적 및 밸류에이션

CJ 헬로 3Q18 실적은 매출액 2,840 억원(2.1% yoY), 영업이익 160 억원(-13.4% yoY, OPM: 5.6%)으로 예상한다. 유료방송 시장의 경쟁격화에도 불구하고 디지털 TV 가입자 확대로 TV 부문 매출이 전년 동기 수준으로 유지될 것으로 예상되며, LTE 가입자 확대에 따라 MVNO 매출이 증가해 매출은 전년 동기 대비 소폭 증가할 전망이다. 영업이익은 가입자 증가에 따른 마케팅 비용 및 무형자산상각비 증가로 전년 동기 대비 하락이 예상된다. CJ 헬로의 향후 실적은 디지털 TV와 MVNO가 결정할 가능성이 높은데, 아날로그 TV 가입자의 디지털 전환과 LTE 가입자 확대를 통해 점진적인 매출 상승이 가능할 것으로 예상한다.

CJ 헬로비전 분기별 실적 전망

	(단위: 억원)										
	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A	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 헬로비전 SK 증권

CJ 헬로에 대한 목표주가를 11,000 원으로 상향한다. PBR 밸류에이션과 가입자 당 가치로 산정된 목표주가의 평균가격이다. PBR 밸류에이션은 2018년 예상 BPS에 최근 3년간 평균 12M Forward PBR 0.69 배를 적용하여 산정한 9,362 원을 적용하였다. 가이드라인 가치는 ARPU 10,000 원, 가입기간 36 개월을 가정하였으며, 디지털 TV 가입자 가치만 적용하여 12,480 원을 적용하였다. 가입자 당 가치에서 MVNO, 초고속인터넷 등등의 가입자 당 가치는 고려하지 않았기 때문에 CJ 헬로의 인수가 가시화될 경우 추가적인 가치부여가 가능할 것으로 판단한다.

CJ 헬로 목표주가 산정

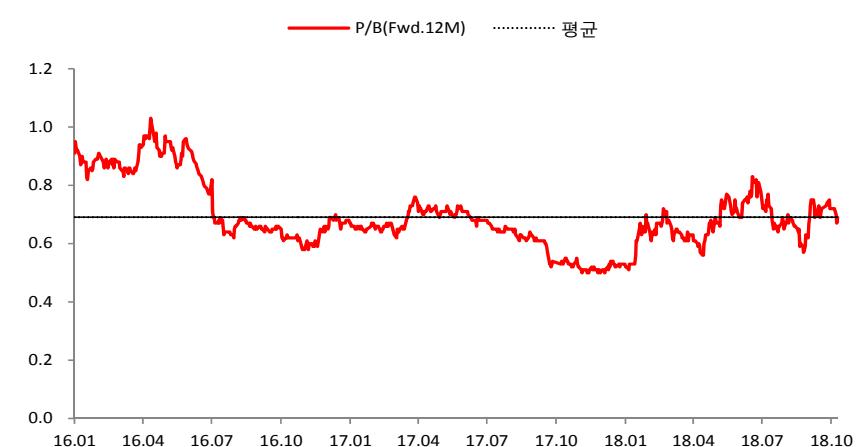
(단위: 명, 배, 원)

구분	내용	비고
2018년 예상 BPS	13,640	
Target PBR	0.69	2016년 이후 평균 PBR
목표주가(①)	9,362	
2Q18 기준 디지털TV 가입자	2,684,781	2Q18 기준
가입자 당 가치	360,000	ARPU 10,000원, 3년 약정기준
목표 시가총액	9,665	
발행주식수	77,446,865	
목표주가(②)	12,480	
CJ헬로 적정주가	10,921	①과 ②의 평균
CJ헬로 목표주가	11,000	

자료 SK 증권

CJ 헬로 12M Forward PBR 추이

(단위: 배)



자료 Quantwise

가입자당 가치는 현저한 저평가

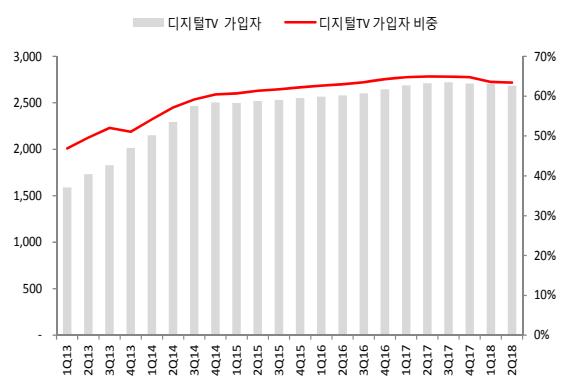
CJ 헬로의 현주가는 가입자당 가치로 판단할 경우 현저한 저평가 상태라 판단한다. CJ 헬로의 현 시가총액 7,203 억원은 디지털 TV 가입자 기준 가입자 당 268,290 원에 불구하다. 디지털 TV 가입자 당 ARPU가 1 만원 수준임을 고려하면 2년 3개월이면 투자금액을 회수할 수 있는 것이다. 여기에 아날로그 TV, 초고속인터넷, MVNO 가입자 등을 고려하면 가입자 당 가치는 훨씬 낮아질 전망이다.

CJ 헬로가 가장 최근(16년 12월)에 인수한 하나방송의 경우 가입자 당 25 만원에 인수되었다. 하나방송의 가입자는 9만명 수준으로 아날로그 가입자 비중이 높았던 것으로

로 추정되며 100% 지분 인수 가격이 225 억원이었다. 실제로 CJ 헬로비전이 매각된다면 국내 최대 케이블 TV 가입자를 보유하고 있는 1위 SO이며, 경영권 프리미엄도 고려 대상이기 때문에 CJ 헬로 현 주가는 현저하게 저평가 상태로 판단한다.

CJ 헬로 디지털 TV 가입자 추이

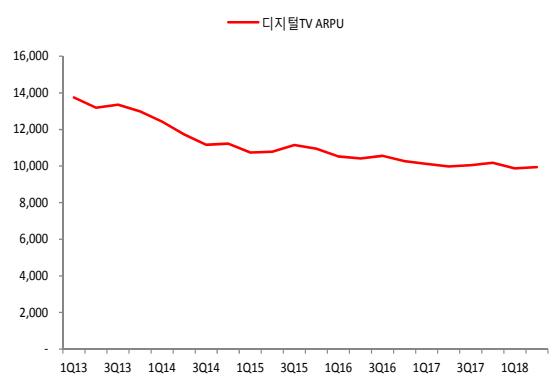
(단위: 천명)



자료: CJ 헬로

CJ 헬로 디지털 TV ARPU 추이

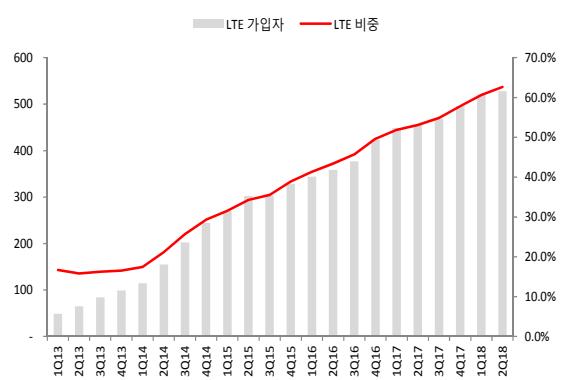
(단위: 원)



자료: CJ 헬로

CJ 헬로 LTE 가입자 추이

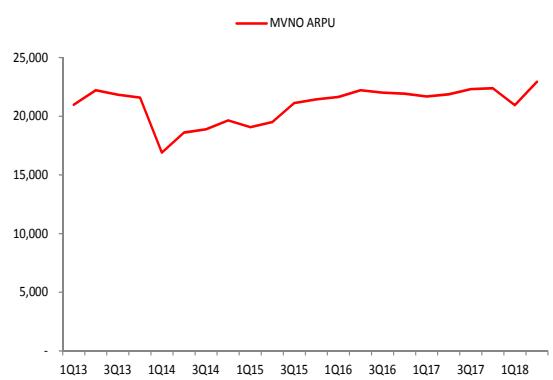
(단위: 천명)



자료: CJ 헬로

CJ 헬로 MVNO ARPU 추이

(단위: 원)



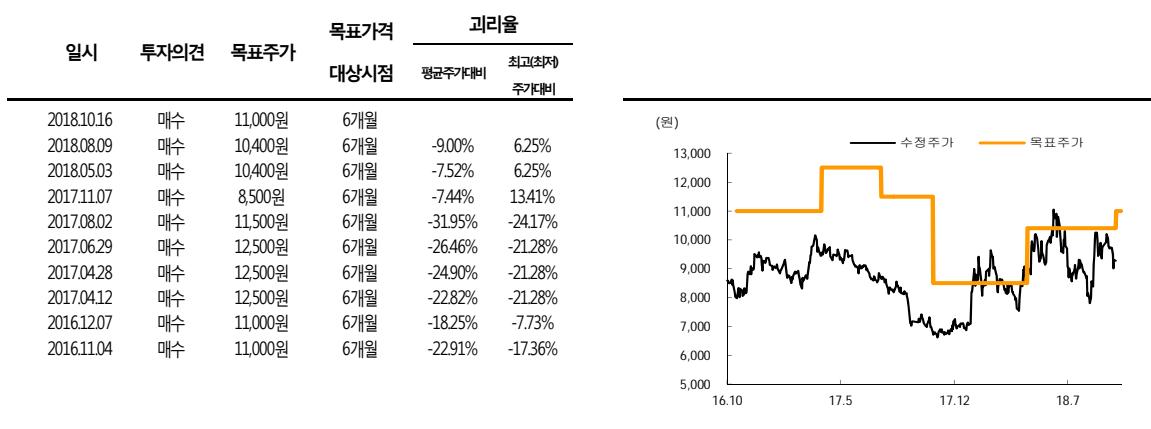
자료: CJ 헬로

CJ 헬로 주요 SO 인수 사례

공시일	피인수회사	인수 지분율	가입자(만명)	인수가격(억원)	가입자 당 가격(원)
2012-12-14	나리방송	39.1%	8	121	387,500
2013-06-17	영서방송	68.4%	11	404	536,580
2013-06-25	호남방송	89.6%	20	1,240	691,805
2013-07-29	전북방송	100.0%	12	584	486,667
2013-12-16	강원방송	88.7%	14	654	526,757
2016-12-06	하나방송	100.0%	9	225	250,000

자료: SK 증권

주: 가입자당 가격은 지분율 100% 환산



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 10월 16일 기준)

매수	92.48%	중립	7.52%	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
단기충당부채	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
장기충당부채	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
비자본주주지분	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 감소증가	31	5	-956	-538	-379
재고자산감소(증가)	51	-64	6	-4	-1
매입채무 및 기타채무의 증가감소	-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 : CI헬로, 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
비영업손익	-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 (%)	24	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
지배주주구속 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	-1.7	36.3
EBITDA	-22.3	31	12.7	10.6	5.7
EPS(계속사업)	-64.0	34.3	14.9	-2.7	36.3
수익성 (%)					
ROE	22	30	33	30	40
ROA	11	16	18	18	24
EBITDA/마진	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	2.3	2.1	2.0
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