



## Outperform(Maintain)

목표주가: 11,000원

주가(11/7): 9,350원

시가총액: 7,241억원

## 통신서비스

Analyst 장민준

02) 3787-4740

minjunj@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI(11/7)		2,078.69pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	11,050원	6,620원
등락률	-15.38%	41.24%
수익률	절대	상대
1W	-4.0%	4.7%
6M	3.9%	23.0%
1Y	39.3%	70.6%

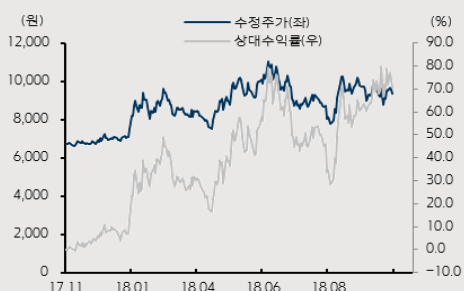
## Company Data

발행주식수	77,447천주
일평균 거래량(3M)	487천주
외국인 지분율	7.06%
배당수익률(18E)	1.06%
BPS(18E)	13,141원
주요 주주	CJ오쇼핑 53.92%

## 투자지표

(억원, IFRS)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	11,199	11,642	12,123	12,620
보고영업이익(억원)	729	674	689	774
핵심영업이익(억원)	729	674	689	774
EBITDA(억원)	3,014	2,459	2,513	2,664
세전이익(억원)	412	467	520	571
순이익(억원)	289	364	390	411
지배주주순이익(억원)	289	364	390	411
EPS(원)	373	470	504	531
증감율(%YoY)	34.3	25.9	7.2	5.4
PER(배)	19.0	19.9	18.6	17.6
PBR(배)	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	3.8	5.4	4.9	4.3
보고영업이익률(%)	6.5	5.8	5.7	6.1
핵심영업이익률(%)	6.5	5.8	5.7	6.1
ROE(%)	3.0	3.6	3.8	3.8
순부채비율(%)	60.0	59.1	49.4	38.4

## Price Trend



## 실적 Review

## CJ헬로 (037560)

## 어려운 업황에도 깜짝 성장 기록



3분기 영업수익 2,976억원(QoQ 2%, YoY 7%), 영업이익 205억원(QoQ 31%, YoY 11%)로 컨센서스(영업수익 2,893억원, 영업이익 162억원)를 상회하는 실적을 기록하였다. 4분기 영업수익 2,890억원(QoQ -3%, YoY -1%), 영업이익 180억원(QoQ -12%, YoY 2%)를 예상한다. 투자이견 Outperform과 목표주가 11,000원을 유지한다.

## &gt;&gt;&gt; 3분기 비용효율화로 컨센서스 상회

3분기 영업수익 2,976억원(QoQ 2%, YoY 7%), 영업이익 205억원(QoQ 31%, YoY 11%)로 컨센서스(영업수익 2,893억원, 영업이익 162억원)를 상회하는 실적을 기록하였다. 영업수익 측면에는 홈쇼핑송출수수료가 전년동기 대비 6.5%성장하였고, 권역업체 인수 가입자가 반영되면서 아날로그 매출이 전년동기대비 3.2% 증가하였다. 추가적으로 기타 사업으로 분류된 렌탈사업의 성장세가 지속적으로 이루어졌다고 판단한다. 영업이익은 비용효율화 집행이 지속적으로 이루어졌고, 케이블 TV가입자가 전분기대비 1만2천명 감소한 422만을 기록하면서 관련한 콘텐츠사용료가 줄어들어 전분기대비 상승하였다. 케이블 ARPU의 경우 가입자 이탈로 인해 7,537원으로 전분기대비 60원 감소하였으나, 디지털 ARPU가 VOD매출 증가로 인해 소폭 증가하였다. MVNO사업은 저가입자의 이탈이 지속되면서 가입자 기준 전분기대비 2만 8천명 감소하였다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 가입자 감소 지속 예상

4분기 영업수익 2,890억원(QoQ -3%, YoY -1%), 영업이익 180억원(QoQ -12%, YoY 2%)를 예상한다. 영업수익 측면에서는 케이블 가입자 감소가 지속됨에 따라, 티커머스 등 광고수수료가 성장하는 부분을 상쇄할 가능성이 크다고 판단된다. 통신사의 저가요금제 출시로 인해 MVNO가입자들이 유출됨에 따라 MVNO사업의 매출성장성도 둔화될 것으로 예상된다. 기타 사업부분에서 기존 가입자 기반 신규사업들의 성과는 보여지고 있는 점은 긍정적이다. 영업이익은 인당 마케팅 비용을 현실화하여 전년동기 대비 증가할 것으로 예상된다.

## &gt;&gt;&gt; IPTV업체와의 시너지 기대감 상존

동사는 케이블 업체 시장점유율 29%(17년 12월기준)로 가장 많은 가입자를 보유하고 있는 업체로 IPTV업체와의 시너지는 기대감이 높다. 케이블 업체와의 합병은 단순 가입자를 늘리는 것 이외의 이점이 없다는 것에서 부정적으로 판단된다. IPTV업체가 4백만이 넘는 가입자의 인당 가입자 가격을 어떻게 산정하느냐에 따라 주가의 향방이 달라질 가능성은 높다. 산업적으로는 IPTV중심으로 유선방송이 빠르게 중심이동중인 것으로 판단되고, 케이블사업자 당 프리미엄이 기업가치에 중요한 부분이 될 것이다. 투자이견 Outperform과 목표주가 11,000원을 유지한다.

## CJ헬로 분기별 실적전망 (단위: 십억원, 원, 천명, 연결기준)

	1Q 18	2Q 18	3Q 18	4Q 18E	1Q 19E	2Q 19E	3Q 19E	4Q 19E	2017	2018E	2019E
<b>영업수익</b>	286	291	298	289	292	302	309	309	1,120	1,164	1,212
QoQ	-1%	2%	2%	-3%	1%	3%	2%	0%			
YoY	4%	6%	7%	-1%	2%	4%	4%	7%	1.8%	4.0%	4.1%
케이블	95	95	94	93	93	94	95	92	383	377	373
QoQ	-2%	0%	-1%	0%	-1%	2%	0%	-3%			
YoY	-1%	0%	-2%	-3%	-2%	0%	1%	-2%	-1.0%	-1.7%	-0.9%
광고	63	67	65	63	67	71	70	75	261	258	283
QoQ	-8%	6%	-2%	-3%	6%	7%	-2%	8%			
YoY	-2%	0%	5%	-7%	7%	7%	6%	19%	3.4%	-1.0%	9.9%
<b>영업비용</b>	273	276	277	271	272	284	290	297	1,047	1,097	1,143
QoQ	0%	1%	1%	-2%	1%	4%	2%	2%			
YoY	6%	7%	7%	-1%	0%	3%	5%	10%	-1.0%	4.7%	4.3%
<b>영업이익</b>	13	16	21	18	20	18	19	12	73	67	69
QoQ	-26%	20%	31%	-12%	11%	-10%	7%	-39%			
YoY	-25%	-18%	11%	2%	53%	14%	-7%	-35%	69.7%	-7.5%	2.2%
세전이익	8	11	17	11	17	14	14	7	41	47	52
당기순이익	6	9	13	8	13	11	10	5	29	36	39
<b>영업이익률</b>	5%	5%	7%	6%	7%	6%	6%	4%	7%	6%	6%
<b>세전이익률</b>	3%	4%	6%	4%	6%	5%	4%	2%	4%	4%	4%
<b>순이익률</b>	2%	3%	4%	3%	4%	4%	3%	2%	3%	3%	3%

자료: 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,006	11,199	11,642	12,123	12,620
매출원가	7,393	7,230	256	0	0
매출충이익	3,613	3,969	11,386	12,123	12,620
판매비및일반관리비	3,184	3,240	10,711	11,434	11,846
영업이익(보고)	429	729	674	689	774
영업이익(핵심)	429	729	674	689	774
영업외손익	-169	-317	-208	-169	-202
이자수익	45	42	41	0	150
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	0	16	0	0	0
이자비용	214	190	90	0	190
외환손실	0	0	18	0	0
관계기업지분법손익	3	4	1	0	0
투자및기타자산처분손익	-41	-72	-45	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-17	-27	7	0	0
기타	55	-90	-105	-169	-162
법인세차감전이익	260	412	467	520	571
법인세비용	45	123	103	130	160
유효법인세율 (%)	17.2%	29.9%	22.0%	25.0%	28.0%
당기순이익	215	289	364	390	411
지배주주지분순이익(억원)	215	289	364	390	411
EBITDA	2,922	3,014	2,459	2,513	2,664
현금순이익(Cash Earnings)	2,708	2,574	2,149	2,214	2,302
수정당기순이익	263	358	393	390	411
증감율(% YoY)					
매출액	-6.9	1.7	4.0	4.1	4.1
영업이익(보고)	-59.1	69.7	-7.4	2.2	12.3
영업이익(핵심)	-59.1	69.7	-7.4	2.2	12.3
EBITDA	-22.3	3.1	-18.4	2.2	6.0
지배주주지분 당기순이익	-64.0	34.3	25.9	7.2	5.4
EPS	-64.0	34.3	25.9	7.2	5.4
수정순이익	-58.9	36.0	9.7	-0.6	5.4

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,758	2,813	2,137	3,291	2,252
당기순이익	215	289	364	390	411
감가상각비	1,586	1,570	1,278	1,465	1,636
무형자산상각비	906	716	507	359	254
외환손익	0	-16	17	0	0
자산처분손익	43	85	45	0	0
지분법손익	0	0	-1	0	0
영업활동자산부채 증감	-39	-127	-56	1,077	-50
기타	46	297	-17	0	0
투자활동현금흐름	-1,604	-2,741	-2,342	-2,415	-2,200
투자자산의 처분	98	-384	-193	-28	-1,038
유형자산의 처분	12	8	0	0	0
유형자산의 취득	-1,162	-1,712	-2,284	-2,387	-1,162
무형자산의 처분	-547	-652	0	0	0
기타	-5	-1	135	0	0
재무활동현금흐름	-1,716	-19	-59	-59	-59
단기차입금의 증가	-1,658	-3,587	0	0	0
장기차입금의 증가	0	3,626	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-58	-58	-58	-58	-58
기타	0	0	-1	-1	-1
현금및현금성자산의순증가	-562	52	-264	817	-7
기초현금및현금성자산	1,157	595	647	383	1,199
기말현금및현금성자산	595	647	383	1,199	1,192
Gross Cash Flow	2,797	2,940	2,193	2,214	2,302
Op Free Cash Flow	1,100	304	-44	1,051	1,236

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,153	3,163	3,110	2,856	3,927
현금및현금성자산	595	647	383	1,199	1,192
유동금융자산	8	57	233	242	1,262
매출채권및유동채권	2,422	2,268	2,328	1,212	1,262
재고자산	128	191	166	202	210
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	15,249	15,519	15,874	16,474	15,784
장기매출채권및기타비유동채권	291	441	458	477	497
투자자산	212	559	577	595	614
유형자산	6,937	6,878	7,884	8,807	8,332
무형자산	7,578	7,461	6,954	6,595	6,341
기타비유동자산	231	180	0	0	0
자산총계	18,402	18,682	18,984	19,331	19,710
유동부채	5,651	3,613	3,611	3,626	3,654
매입채무및기타유동채무	1,578	1,691	1,758	1,831	1,906
단기차입금	1,500	0	0	0	0
유동성장기차입금	2,086	1,519	1,519	1,519	1,519
기타유동부채	487	402	333	276	229
비유동부채	3,084	5,197	5,196	5,195	5,194
장기매입채무및비유동채무	9	8	8	8	8
사채및장기차입금	3,015	5,110	5,110	5,110	5,110
기타비유동부채	60	79	78	77	76
부채총계	8,735	8,810	8,807	8,822	8,848
자본금	1,936	1,936	1,936	1,936	1,936
주식발행초과금	3,202	3,202	3,202	3,202	3,202
이익잉여금	5,830	6,034	6,340	6,672	7,025
기타자본	-1,301	-1,301	-1,301	-1,301	-1,301
지배주주지분자본총계	9,667	9,871	10,177	10,509	10,862
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	9,667	9,871	10,177	10,509	10,862
순차입금	5,998	5,926	6,014	5,188	4,175
총차입금	6,601	6,630	6,630	6,630	6,630

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	278	373	470	504	531
BPS	12,482	12,746	13,141	13,569	14,025
주당EBITDA	3,773	3,891	3,175	3,245	3,440
CFPS	3,496	3,324	2,774	2,859	2,972
DPS	75	75	75	75	75
주가배수(배)					
PER	33.7	19.0	19.9	18.6	17.6
PBR	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.5	3.8	5.4	4.9	4.3
PCFR	2.7	2.1	3.4	3.3	3.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.9	6.5	5.8	5.7	6.1
영업이익률(핵심)	3.9	6.5	5.8	5.7	6.1
EBITDA margin	26.5	26.9	21.1	20.7	21.1
순이익률	2.0	2.6	3.1	3.2	3.3
자기자본이익률(ROE)	2.2	3.0	3.6	3.8	3.8
투자자본이익률(ROIC)	3.5	5.4	5.3	5.5	6.1
안정성(%)					
부채비율	90.4	89.3	86.5	83.9	81.5
순차입금비율	62.1	60.0	59.1	49.4	38.4
이자보상배율(배)	2.0	3.8	7.5	N/A	4.1
활동성(배)					
매출채권회전율	4.6	4.8	5.1	6.8	10.2
재고자산회전율	71.1	70.3	65.2	65.8	61.2
매입채무회전율	6.8	6.8	6.7	6.8	6.8

## Compliance Notice

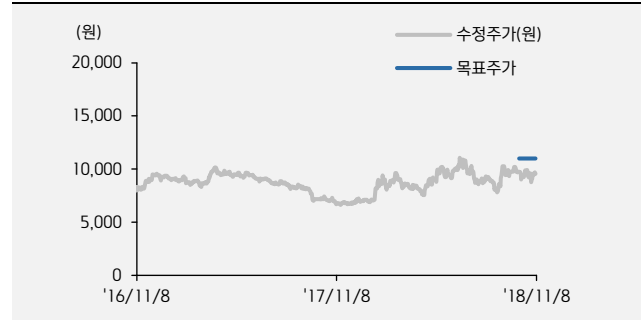
- 당사는 11월 7일 현재 'CJ헬로' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
CJ헬로	2018-10-16	Outperform(Initiate)	11,000	6개월	-13.86	-10.00
(037560)	2018-11-08	Outperform(Initiate)	11,000	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비+20%이상주가상승예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비+10~+20%주가상승예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비+10~-10%주가변동예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비-10~-20%주가하락예상
Sell(매도)	시장대비-20%이하주가하락예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight(비중확대)	시장대비+10%이상초과수익예상
Neutral(중립)	시장대비+10~-10%변동예상
Underweight(비중축소)	시장대비-10%이상초과하락예상

## 투자등급 비율 통계 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%