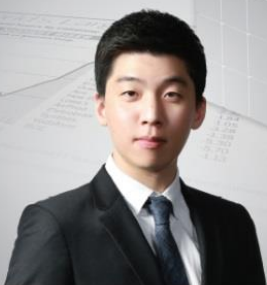


2018. 11. 8



▲ 통신/미디어

Analyst 정지수

02. 6098-6681

jisoo.jeong@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월) 10,000 원

현재주가 (11.7) 9,350 원

상승여력 7.0%

KOSPI 2,078.69pt

시가총액 7,241억원

발행주식수 7,745만주

유동주식비율 45.35%

외국인비중 7.06%

52주 최고/최저가 11,050원/6,620원

평균거래대금 45.5억원

주요주주(%)

CJ ENM 53.92

SK텔레콤 8.61

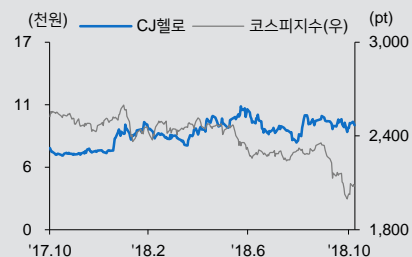
Sable (Asia) Limited 6.66

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -4.0 3.9 39.3

상대주가 4.7 23.0 70.6

주가그래프



CJ헬로 037560

3Q18 Review: 전방위적인 비용 통제

- ✓ 3Q18 영업이익 205억원(+11.0% YoY)으로 시장 컨센서스(162억원) 상회
- ✓ 프로그램 사용료, 지급수수료 등 전반적인 비용 효율화로 실적 개선
- ✓ 케이블TV와 알뜰폰 가입자 전 분기 대비 -1.2만, -2.8만 순감하며 주요 지표 부진
- ✓ M&A 가치로서 시장 컨센서스 대비 저평가되어 있어 단기 투자 매력 존재
- ✓ 투자 의견 Trading Buy 유지, 적정주가 8,800원에서 10,000원으로 상향

3Q18 Review: 비용 효율화로 시장 컨센서스 상회

3Q18 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,977억원(+7.0% YoY), 205억원(+11.0% YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 162억원)를 상회했다. Top-line 성장보다는 효율적인 비용 집행이 두드러졌다. 케이블TV 가입자 감소로 프로그램 사용료와 시설 설치비는 전 분기 대비 각각 -5.0%, -4.8% 감소했다. 유료방송 시장 경쟁 완화로 지급수수료 역시 323억원(-23.9% YoY)을 기록하며 수익성 개선에 기여했다.

주요 지표는 전반적으로 부진

3Q18 시장 예상을 상회하는 실적에도 불구하고 주요 지표는 전반적으로 부진했다. 케이블TV 가입자와 인터넷 가입자는 전 분기 대비 각각 -1.2만, -1.0만 가입자 순감을 기록했다. 알뜰폰(MVNO) 사업은 정부의 선택약정할인을 상향과 사회취약계층 요금 감면 효과로 알뜰폰 사업 시작 이래 가장 많은 -2.8만 가입자 순감을 기록했다. 다만, 대부분 저가 ARPU 가입자가 이탈하면서 MVNO 매출액 감소폭은 크지 않았고, MVNO ARPU는 오히려 소폭 개선됐다.

투자 의견 Trading Buy 유지, 적정주가 10,000 원으로 상향

가입자 이탈과 홈쇼핑송출수수료 감소 등 유료방송 시장 상황 자체는 케이블TV 사업자들에게 다소 불리하게 돌아가고 있다. 다만, 렌탈/ESS 등 신규 서비스를 통한 성장 가능성이 열려있고, M&A 가치로서 시장 컨센서스 대비 저평가되어 있어 단기 Trading 관점에서 투자 매력이 존재한다. 투자 의견 Trading Buy 유지, 적정주가는 실적 추정치 상향 조정을 감안해 기존 8,800원에서 10,000원으로 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,100.6	42.9	21.5	278	-64.0	12,482	33.7	0.8	4.7	2.2	90.4
2017	1,119.9	72.9	28.9	373	34.3	12,746	19.0	0.6	3.9	3.0	89.3
2018E	1,171.5	66.7	37.5	484	29.7	13,155	19.3	0.7	3.7	3.7	84.0
2019E	1,191.1	72.7	41.4	534	10.4	13,614	17.5	0.7	3.4	4.0	83.1
2020E	1,203.1	73.1	43.0	556	4.0	14,095	16.8	0.7	3.2	4.0	81.9

표1 3Q18 CJ헬로 실적 Review

(십억원)	3Q18P	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	Meritz	(% diff.)
매출액	297.7	278.2	7.0	291.3	2.2	289.3	2.9	285.4	4.3
영업이익	20.5	18.5	11.0	15.7	30.7	16.2	26.8	18.0	14.1
세전이익	17.0	5.6	205.3	10.8	57.8	10.8	57.4	11.4	49.1
당기순이익	13.1	4.6	182.2	8.5	54.1	7.7	70.1	9.0	45.6
영업이익률 (%)	6.9	6.7	0.2	5.4	1.5	5.6	1.3	7.0	-0.1
당기순이익률 (%)	4.4	1.7	2.7	2.9	1.5	2.7	1.7	4.1	0.3

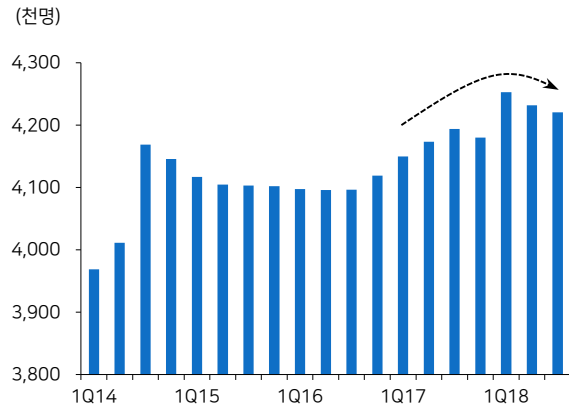
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 CJ헬로비전 Valuation

구분	내용 (십억원)	비고
EBITDA	336.0	12M FW EBITDA
Target EV/EBITDA(배)	3.6	과거 3년 평균에 20% 할인
영업가치	1,220.8	
순차입금	441.4	
적정기업가치	779.4	
발행주식수(천주)	77,447	
적정주가(원)	10,064	

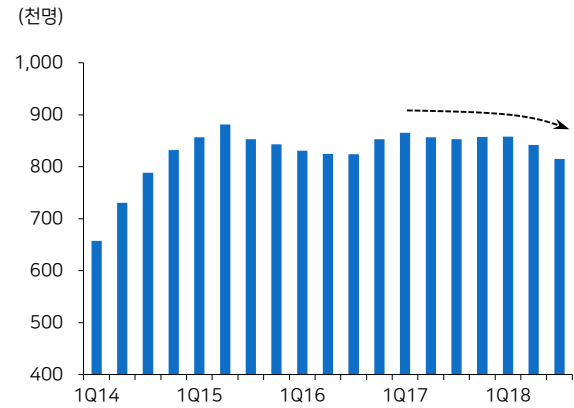
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 CJ헬로 케이블TV 가입자 추이



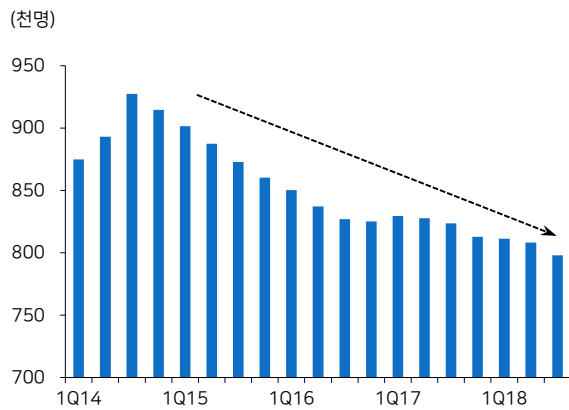
자료: CJ헬로, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 CJ헬로 알뜰폰(MVNO) 가입자 추이



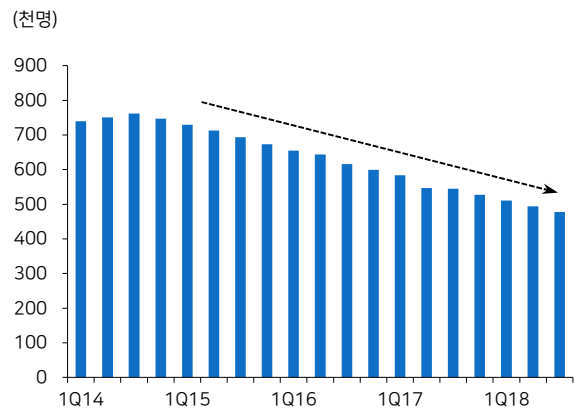
자료: CJ헬로, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 CJ헬로 인터넷 가입자 추이



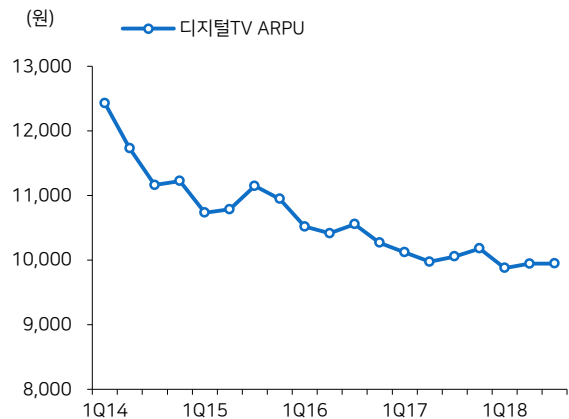
자료: CJ헬로, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 CJ헬로 VoIP 가입자 추이



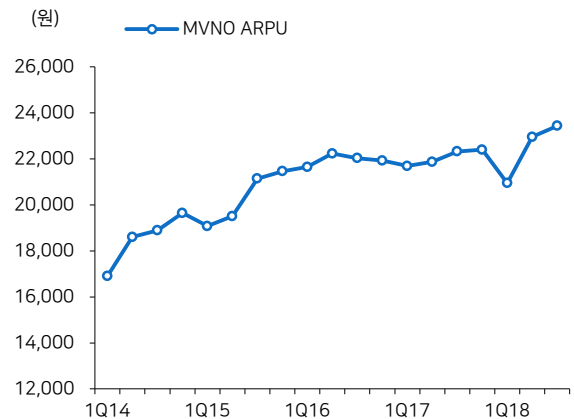
자료: CJ헬로, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 CJ헬로 디지털TV ARPU 추이



자료: CJ헬로, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 CJ헬로 알뜰폰(MVNO) ARPU 추이



자료: CJ헬로, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 CJ헬로비전 연결 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
영업수익	286.5	291.3	297.7	296.1	291.3	299.4	299.2	301.1	1,119.9	1,171.5	1,191.1
% YoY	4.1%	5.6%	7.0%	1.8%	1.7%	2.8%	0.5%	1.7%	1.7%	4.6%	1.7%
TV	94.7	94.6	93.9	94.1	94.2	94.2	94.3	94.4	383.4	377.2	377.1
아날로그	13.3	13.2	12.8	12.4	12.1	11.8	11.6	11.3	50.0	51.8	46.9
디지털	81.4	81.4	81.0	81.6	82.0	82.3	82.7	83.1	333.3	325.4	330.2
초고속인터넷	28.2	28.4	27.9	27.4	27.3	27.2	27.1	27.0	113.4	111.8	108.6
인터넷 전화	7.5	6.6	6.1	5.8	5.6	5.4	5.3	5.1	39.7	26.1	21.4
광고사업 매출	62.6	66.6	65.5	67.9	61.3	65.8	64.8	66.5	260.6	262.6	258.4
알뜰폰(MVNO)	73.1	63.9	65.4	67.2	70.3	71.0	70.7	71.4	270.5	269.6	283.4
기타	20.4	31.2	39.0	33.7	32.6	35.8	37.1	36.6	52.3	124.3	142.1
영업비용	273.4	275.6	277.1	278.8	278.0	276.5	280.6	283.3	1,047.0	1,104.8	1,118.4
% YoY	6.1%	7.4%	6.7%	2.1%	1.7%	0.3%	1.3%	1.6%	-1.0%	5.5%	1.2%
프로그램 사용료	41.6	43.4	41.3	41.8	41.7	41.7	41.6	41.9	163.9	168.1	166.9
통신설비 사용료	40.4	37.5	37.5	40.6	41.8	41.5	41.2	41.0	151.5	156.1	165.6
지급수수료	30.4	32.2	32.3	35.8	35.9	35.6	35.1	36.3	165.3	130.7	142.8
인건비	24.6	25.6	25.7	26.8	25.5	26.4	26.2	27.7	91.9	102.6	105.8
유무형자산상각비	68.2	68.1	68.0	67.3	65.3	66.1	65.6	65.6	228.5	271.5	262.6
영업이익	13.1	15.7	20.5	17.3	13.3	22.9	18.6	17.8	72.9	66.7	72.7
% YoY	-25.4%	-17.7%	11.0%	-1.7%	1.4%	46.0%	-9.3%	2.7%	69.7%	-8.4%	8.9%
영업이익률 (%)	4.6%	5.4%	6.9%	5.9%	4.6%	7.7%	6.2%	5.9%	6.5%	5.7%	6.1%
법인세차감전순이익	8.2	10.8	17.0	12.1	8.4	18.0	13.7	13.0	41.2	48.0	53.1
법인세비용	1.7	2.3	3.9	2.7	1.8	4.0	3.0	2.9	12.3	10.6	11.7
당기순이익	6.5	8.5	13.1	9.4	6.5	14.0	10.6	10.2	28.9	37.5	41.4
당기순이익률 (%)	2.3%	2.9%	4.4%	3.2%	2.2%	4.7%	3.6%	3.4%	2.6%	3.2%	3.5%
가입자 (천명)											
방송 가입자수	4,253	4,232	4,221	4,223	4,225	4,224	4,227	4,228	4,180	4,223	4,228
디지털 가입자수	2,703	2,685	2,701	2,720	2,738	2,754	2,773	2,791	2,707	2,720	2,791
디지털 전환율 (%)	63.6%	63.4%	64.0%	64.4%	64.8%	65.2%	65.6%	66.0%	64.8%	64.4%	66.0%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

CJ 헬로 (037560)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,100.6	1,119.9	1,171.5	1,191.1	1,203.1
매출액증가율 (%)	-6.9	1.7	4.6	1.7	1.0
매출원가	739.3	723.0	756.4	769.0	776.8
매출총이익	361.3	396.9	415.2	422.1	426.4
판매관리비	318.4	324.0	348.4	349.4	353.2
영업이익	42.9	72.9	66.7	72.7	73.1
영업이익률	3.9	6.5	5.7	6.1	6.1
금융손익	-17.1	-13.6	-10.1	-8.4	-6.7
중속/관계기업손익	0.3	0.4	3.0	1.3	1.5
기타영업외손익	-0.1	-18.4	-11.6	-12.5	-12.7
세전계속사업이익	26.0	41.2	48.0	53.1	55.2
법인세비용	4.5	12.3	10.6	11.7	12.2
당기순이익	21.5	28.9	37.5	41.4	43.0
지배주주지분 순이익	21.5	28.9	37.5	41.4	43.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	275.8	281.3	306.4	302.8	297.8
당기순이익(손실)	21.5	28.9	37.5	41.4	43.0
유형자산상각비	158.6	157.0	159.5	154.3	150.2
무형자산상각비	90.6	71.6	112.0	108.3	105.3
운전자본의 증감	-3.9	-12.7	-2.6	-1.2	-0.7
투자활동 현금흐름	-160.4	-274.1	-187.6	-191.0	-190.6
유형자산의증가(CAPEX)	-116.2	-171.2	-115.0	-120.0	-120.0
투자자산의감소(증가)	1.3	-34.1	-2.3	-0.9	-0.5
재무활동 현금흐름	-171.6	-2.0	-38.9	10.9	10.6
차입금의 증감	-154.4	-4.1	-33.1	16.7	16.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-56.2	5.2	80.0	122.7	117.8
기초현금	115.7	59.5	64.7	144.7	267.3
기말현금	59.5	64.7	144.7	267.3	385.1

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	315.3	316.3	407.2	534.3	654.8
현금및현금성자산	59.5	64.7	144.7	267.3	385.1
매출채권	217.0	203.1	212.5	216.0	218.2
재고자산	12.8	19.1	20.0	20.3	20.5
비유동자산	1,524.9	1,551.9	1,467.7	1,396.0	1,331.0
유형자산	693.7	687.8	643.3	609.0	578.8
무형자산	757.9	746.1	704.1	665.8	630.5
투자자산	15.9	50.0	52.3	53.2	53.7
자산총계	1,840.2	1,868.2	1,874.9	1,930.3	1,985.8
유동부채	565.1	361.3	320.1	323.7	326.0
매입채무	14.3	16.7	17.4	17.7	17.9
단기차입금	150.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	208.6	151.9	101.0	101.0	101.0
비유동부채	308.4	519.7	536.1	552.2	568.3
사채	299.5	511.1	503.1	495.1	487.1
장기차입금	2.0	0.0	24.0	48.0	72.0
부채총계	873.5	881.0	856.1	875.9	894.2
자본금	193.6	193.6	193.6	193.6	193.6
자본잉여금	190.1	190.1	190.1	190.1	190.1
기타포괄이익누계액	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	583.0	603.4	635.1	670.6	707.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	966.7	987.1	1,018.8	1,054.4	1,091.6

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	14,212	14,460	15,127	15,379	15,535
EPS(지배주주)	278	373	484	534	556
CFPS	4,000	4,029	4,274	4,137	3,980
EBITDAPS	3,773	3,892	4,367	4,329	4,243
BPS	12,482	12,746	13,155	13,614	14,095
DPS	75	75	75	75	75
배당수익률(%)	0.8	1.1	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	33.7	19.0	19.3	17.5	16.8
PCR	2.3	1.8	2.2	2.3	2.3
PSR	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
PBR	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
EBITDA	292.2	301.4	338.2	335.3	328.6
EV/EBITDA	4.7	3.9	3.7	3.4	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.2	3.0	3.7	4.0	4.0
EBITDA 이익률	26.5	26.9	28.9	28.1	27.3
부채비율	90.4	89.3	84.0	83.1	81.9
금융비용부담률	1.9	1.7	1.6	1.5	1.6
이자보상배율(x)	2.0	3.8	3.6	4.0	3.9
매출채권회전율(x)	5.1	5.3	5.6	5.6	5.5
재고자산회전율(x)	71.1	70.3	60.0	59.2	59.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 08일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 08일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 08일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:정지수)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

CJ 헬로 (037560) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.04.26	산업분석	Trading Buy	10,500	정지수	-12.3	-7.1	
2017.07.19	기업브리프	Trading Buy	10,500	정지수	-19.8	-7.1	
2017.11.14	산업분석	Trading Buy	7,800	정지수	-5.5	20.6	
2018.02.08	기업브리프	Trading Buy	8,800	정지수	-3.9	9.5	
2018.04.25	기업브리프	Trading Buy	8,800	정지수	4.1	25.6	
2018.11.08	기업브리프	Trading Buy	10,000	정지수	-	-	