

2019. 2. 11



## ▲ 통신/미디어

Analyst 정지수

02. 6098-6681

jisoo.jeong@meritz.co.kr

## Overweight

## Top Picks

CJ ENM(037560)	Buy	280,000원
----------------	-----	----------

## 관심종목

LG유플러스(032640)	Trading Buy	18,000원
CJ헬로(037560)	Trading Buy	10,000원

## 통신/미디어

## LG 유플러스, CJ 헬로 인수 관련 코멘트

- ✓ 언론에 따르면, LG유플러스가 CJ헬로 지분 53.9%를 약 1조원에 인수한다는 소식
- ✓ 합병 추진 시 유무선 가입자 확대, 콘텐츠 구매 비용 절감 등 다양한 시너지 기대
- ✓ EV/EBITDA와 인당가입자가치로 평가한 CJ헬로 인수가치는 1.86~1.87조원 수준
- ✓ CJ헬로 인수로 LG유플러스 중장기 전망은 긍정적, 단기 배당 여력 축소는 부정적
- ✓ LG유플러스의 CJ헬로 인수 추진은 CJ헬로와 CJ ENM 주가에는 긍정적 요인

## LG유플러스의 CJ헬로 인수 추진

8일 언론 보도에 따르면 LG유플러스가 CJ ENM이 보유한 CJ헬로 지분 53.9%를 경영권 프리미엄을 더해 약 1조원에 인수한다는 소식이다. 합병이 추진될 경우 LG 유플러스는 국내 유료방송 시장 내 2위(813만명) 사업자로 자리매김할 수 있다. 또한, 무선 가입자 동반 상승, 알뜰폰(MVNO) 사업과의 시너지, 콘텐츠 구매 비용 및 망 이용대가 절감 등 다양한 시너지 효과가 기대된다.

## 공정거래위원회 통과 가능성 역시 높다

지난 2015년 SK텔레콤이 CJ헬로에 대해 높은 경영권 프리미엄을 제공하고 인수하고자 했으나, 2016년 공정위의 합병 불허 판정으로 무산된 바 있다. 다만, 최근 공정위원장이 SK텔레콤의 CJ헬로 인수 불허 결정에 문제가 있었다는 발언을 한 만큼 이번 LG유플러스의 CJ헬로 인수는 공정위 최종 승인을 받을 가능성이 높다.

## CJ헬로 인수가격 관련 코멘트

8일 종가 기준 CJ헬로 기업가치(EV)는 1.51조원(시가총액 9,139억원+순차입금 5,994억원)이며, 인당가입자가치는 36만원(1.51조원/422만명) 수준이다. CJ헬로의 2018년 예상 EBITDA 3,383억원과 업종 평균 EV/EBITDA 5.0배에 경영권 프리미엄 10%를 가정한 경우 전체 기업가치는 1.86조원으로 추정된다. 이 경우 CJ헬로의 적정 시가총액은 순차입금 제거 시 1.26조원으로 산정되며, LG유플러스가 CJ헬로 인수에 필요한 실질적인 현금은 6~7천억원 수준이 된다.

## LG유플러스는 중립적, CJ헬로와 CJ ENM 주가에는 긍정적

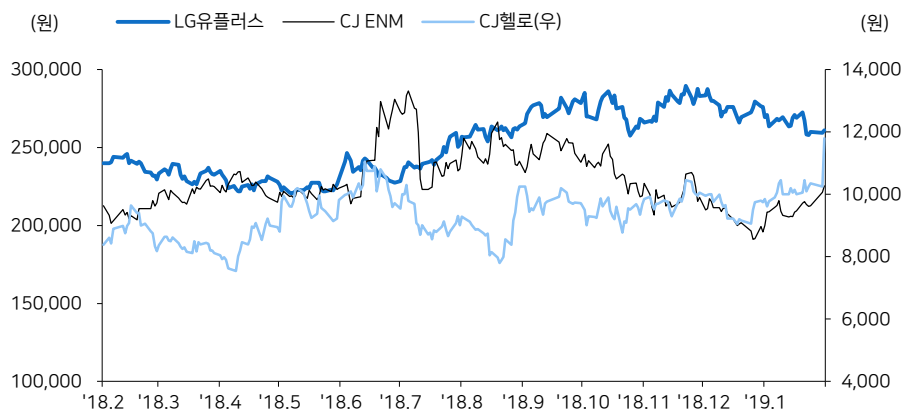
LG유플러스의 CJ헬로 인수에 따른 중장기 시너지와 연간 200억원 이상의 지배주주순이익 증가는 긍정적이거나, 단기 현금 유출과 그에 따른 배당 여력 축소는 다소 부정적이다. CJ헬로는 현재 시가총액 대비 두 배에 달하는 기업가치 평가로 단기 주가 상승이 예상되며, CJ ENM은 CJ헬로 매각 관련 불확실성 제거와 유입되는 현금을 통한 글로벌 콘텐츠 사업 집중으로 긍정적인 주가 흐름이 기대된다.

## LG유플러스의 CJ헬로 인수 소식

### LG유플러스, CJ헬로 인수 추진

8일 언론 보도에 따르면 LG유플러스가 CJ헬로 인수를 추진 중이며, 이르면 금주 이사회를 통해 최종 확정한다는 소식이다. LG유플러스는 CJ ENM이 보유한 CJ헬로 지분 53.9%에 경영권 프리미엄을 더해 약 1조원 수준의 인수가격을 책정한 것으로 전해졌다. 관련하여 8일 LG유플러스와 CJ헬로, CJ ENM 주가는 전일 종가 대비 각각 +6.1%, +15.1%, +1.9% 상승했다. LG유플러스의 CJ헬로 인수 협상이 1년도 넘게 지속된 점을 감안할 때 인수 추진에 대한 부분은 기정사실로 판단되나, 속도에 대해서는 아직까지 구체화된 사항은 없는 것으로 파악된다.

그림1 LG유플러스, CJ헬로, CJ ENM 최근 1년 주가 현황



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

### 금주 국내 유료방송 주요 현안들 공론화 예정

한편, 금주에는 국내 유료방송 시장 내 주요 현안들이 공론화될 전망이다. CJ헬로는 11일 정오까지 최대주주 지분 매각 추진에 대한 조회공시 답변을 공시해야 하며, LG유플러스 역시 같은 이유로 13일 케이블TV 인수에 대한 조회공시 답변이 공시될 예정이다. 한국케이블TV방송협회는 13일 유료방송 합산규제 재도입 간담회를 개최하며, 14일 국회 과학기술정보방송통신위원회(이하 과방위)는 합산규제와 관련한 법안심사 소위가 예정되어 있다. 국내 유료방송 시장 재편이 가속화되고 있는 만큼 관련 내용에 대한 이해와 선제적 대응이 중요한 시기다.

표1 금주 국내 유료방송 주요 이벤트 일정

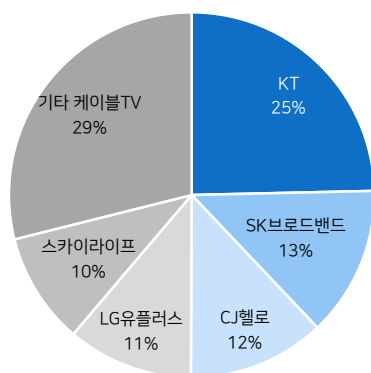
구분	내용
11일	CJ헬로, 최대주주 지분 매각 추진에 대한 조회공시 답변(정오)
11일	CJ헬로, 4Q18 실적 공시
11일~13일	LG유플러스, 국내 NDR 진행
13일	케이블TV협회, 유료방송 합산규제 재도입 간담회
13일	LG유플러스, 케이블TV 인수 관련 조회공시 요구에 대한 답변
14일	국회 과방위, 합산규제법 법안심사 소위 개최

자료: 언론, 메리츠증권 리서치센터

합병 시, LGU+ 813만 가입자로  
국내 2위 사업자로 자리매김

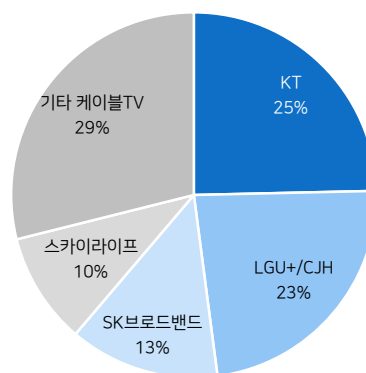
3Q18 기준 LG유플러스와 CJ헬로 유료방송 가입자는 각각 391만명, 422만명으로 합병이 추진될 경우 LG유플러스는 총 813만명의 유료방송 가입자를 보유해 KT(864만명)에 이어 국내 2위 사업자로 자리매김할 수 있다. CJ헬로는 수도권 외에도 영남, 호남, 강원 등 넓은 커버리지를 가지고 있으며, 디지털 전환율도 높아 사업 안정화 시 규모의 경제 달성에 따른 이익 레버리지 효과가 가능하다. 또한, 기존 CJ헬로 가입자들에 대한 결합 할인 혜택을 제공할 경우 LG유플러스는 5G라는 이동통신 세대 변화를 앞두고 무선 가입자의 동반 상승 효과까지 기대할 수 있다. 그 외에도 국내 1위 알뜰폰(MVNO) 사업과의 시너지, 콘텐츠 구매 비용 절감, 망 이용대가 절감 등 다양한 시너지 효과가 기대된다.

그림2 3Q18 기준 국내 유료방송 시장 점유율 현황



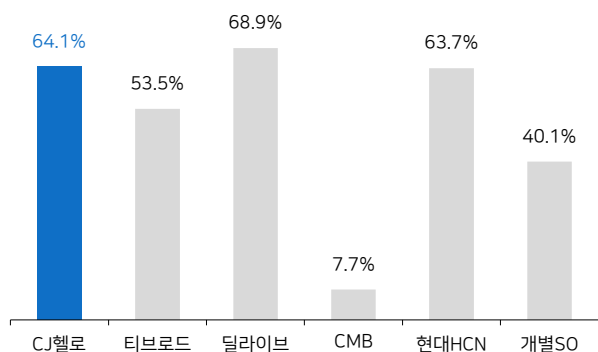
자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권 리서치센터

그림3 합병 후 국내 유료방송 시장 점유율 변화 예상



자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권 리서치센터

그림4 국내 케이블TV 사업자 디지털 전환율 (2017년 기준)



자료: 한국케이블TV방송협회, 메리츠증권 리서치센터

그림5 LG유플러스와 CJ헬로 인수합병 예상 시너지

- ① 국내 2위 유료방송 사업자
- ② 무선 가입자 동반 상승 효과
- ③ 알뜰폰(MVNO) 입지 강화
- ④ 콘텐츠 구매 비용 절감
- ⑤ 망 이용대가 절감

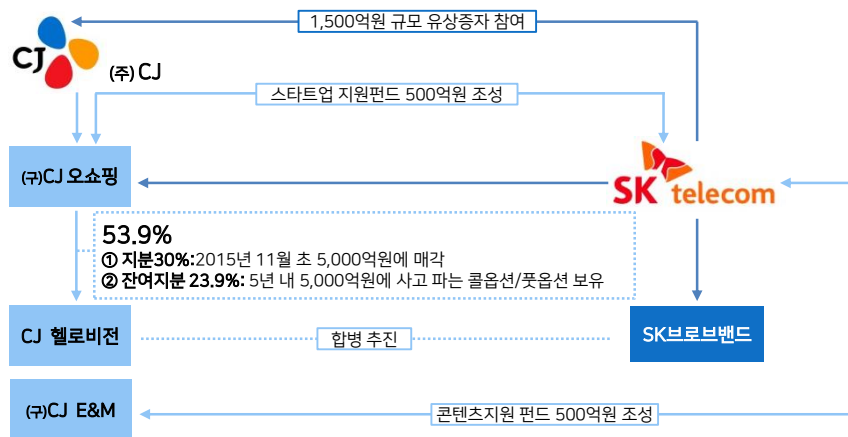
자료: 메리츠증권 리서치센터

## 2015년 SK텔레콤의 CJ헬로 인수 시도 때와는 다른 결론 예상

2015년 SK텔레콤의 CJ헬로 인수  
추진은 공정위 반대로 무산

LG유플러스에 앞서 이미 지난 2015년 11월 SK텔레콤이 CJ헬로(당시 CJ헬로비전) 인수를 추진한 바 있다. 당시 CJ오쇼핑(현 CJ ENM)이 보유한 CJ헬로 지분 53.9% 중 30%를 우선 인수하고 나머지 잔여지분 23.9%는 콜/풋 옵션을 포함해 추후 인수한다는 계획이었다. SK텔레콤은 CJ헬로의 전체 기업가치를 1.86조원으로 평가하고, 인당가입자가치 45만원으로 책정하는 등 높은 경영권 프리미엄을 제공하고 인수하고자 했으나, 2016년 공정거래위원회(이하 공정위)의 합병 불허 판정으로 인수가 최종 무산된 바 있다.

그림6 2015년 SK텔레콤의 CJ헬로비전 인수 구도



자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

공정위의 합병 승인 가능성이 높은  
LG유플러스의 CJ헬로 인수

LG유플러스 역시 CJ헬로에 대해 과거와 비슷한 수준의 기업가치를 평가했으나, 유료방송 시장 내 케이블TV 경쟁력 약화로 인당가입자가치는 과거 대비 소폭 감소했다. 다만, 지난 1월 김상조 공정위원장이 국내 매체와의 인터뷰에서 SK텔레콤의 CJ헬로 인수 불허 결정에 문제가 있었다는 요지의 발언을 한 만큼 과거와 달리 이번 LG유플러스의 CJ헬로 인수는 공정위의 최종 합병 승인을 받을 가능성이 높다.

## CJ헬로 인수가격 관련 코멘트

적정 가격 수준의 CJ헬로 인당가  
입자가치(36만원)

2월 8일 종가 기준 CJ헬로 기업가치(EV)는 1조 5,133억원(시가총액 9,139억원 + 순차입금 5,994억원)이며, 이를 기준으로 산정한 인당가입자가치는 36만원(1조 5,133억원/422만명) 수준이다. 다소 비싼 감은 있으나 CJ헬로가 보유한 인터넷 가입자(80만명), VoIP 가입자(48만명), 알뜰폰 가입자(82만명)를 감안할 경우 적정 가격 수준이라는 판단이다.

CJ헬로 적정 인수가치 1.86조원

CJ헬로의 2018년 예상 EBITDA 3,383억원과 업종 평균 EV/EBITDA 5.0배에 경영권 프리미엄 10%를 가정할 경우 전체 기업가치는 1조 8,607억원으로 추정된다. 국내 유료방송 시장 내 디지털 인당가치 55만원과 아날로그 인당가치 25만원을 가정할 경우에도 CJ헬로 전체 기업가치는 1조 8,675억원으로 비슷한 규모로 산정된다. 이 경우 CJ헬로의 적정 시가총액은 순차입금 제거 시 1.26조원으로 현 주가 대비 추가적인 Upside가 발생한다. 한편, 이 경우 LG유플러스가 CJ헬로 인수를 위해 실질적으로 필요한 현금의 수준은 약 6~7천억원 수준으로 예상된다.

표2 CJ헬로 인수가격 시나리오 I

구분	내용
2018년 예상 EBITDA (십억원) (A)	338.3
적용 EV/EBITDA(x) (B)	5.5
업종 평균 EV/EBITDA(x)	5.0
경영권 프리미엄 10% 가정	0.5
<b>CJ헬로 적정 인수가치(십억원) (C=AxB)</b>	<b>1,860.7</b>

자료: 메리츠증권리서치센터

표3 CJ헬로 인수가격 시나리오 II

구분	CJ헬로	티브로드	딜라이브	CMB	현대HCN
전체 인수가치(십억원)	1,867.5	1,300.5	1,093.0	423.9	588.1
전체 가입자수(천명)	4,221	3,169	2,394	1,552	1,333
전체 인당가치(만원)	40	40	40	40	40
디지털 인수가치(십억원)	1,489.1	931.8	906.7	65.9	467.3
디지털 가입자수(천명)	2,707	1,694	1,648	120	850
디지털 인당가치(만원)	55	55	55	55	55
아날로그 인수가치(십억원)	378.5	368.8	186.3	358.0	120.9
아날로그 가입자수(천명)	1,514	1,475	745.4	1,432	483
아날로그 인당가치(만원)	25	25	25	25	25

자료: 메리츠증권리서치센터

## LG유플러스는 중립적, CJ헬로와 CJ ENM주가에는 긍정적

### LG유플러스 주가에는 중립적

기사 내용처럼 LG유플러스가 CJ헬로 지분 53.9%에 1조원을 투자할 경우 적정 가격 수준에 대한 논쟁의 여지는 남아 있다. 국내 유료방송 시장 내 케이블TV 사업자들의 경쟁력 약화를 감안할 때 더 저렴한 가격으로 사야 한다는 주장도 설득력 있기 때문이다. 결국 CJ헬로 인수에 따른 유료방송 시장 내 증장기 시너지와 연간 200억원 이상의 지배주주순이익 증가는 긍정적이나, 단기 현금 유출과 그에 따른 배당 여력 축소는 다소 부정적이다.

### CJ헬로, CJ ENM 주가에는 긍정적

CJ헬로의 경우 현재 시가총액 대비 두 배에 달하는 기업가치 평가로 인한 단기 주가 상승이 예상된다. 다만, 지난 1년 간 반복된 주가 흐름처럼 금주 내 인수 관련 내용이 확정되지 않을 시 주가 하락은 불가피하다. CJ ENM의 입장에서는 여러 해 동안 반복된 CJ헬로 매각 관련 불확실성이 제거되고, 유입되는 6~7천억원 가량의 현금을 통해 M&A 자금은 물론 글로벌 콘텐츠 사업에 집중할 수 있는 만큼 긍정적인 주가 흐름이 기대된다.

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019 년 2 월 11 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6 개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019 년 2 월 11 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019 년 2 월 11 일 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 (2016 년 11 월 7 일부터 기준 변경 시행)

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

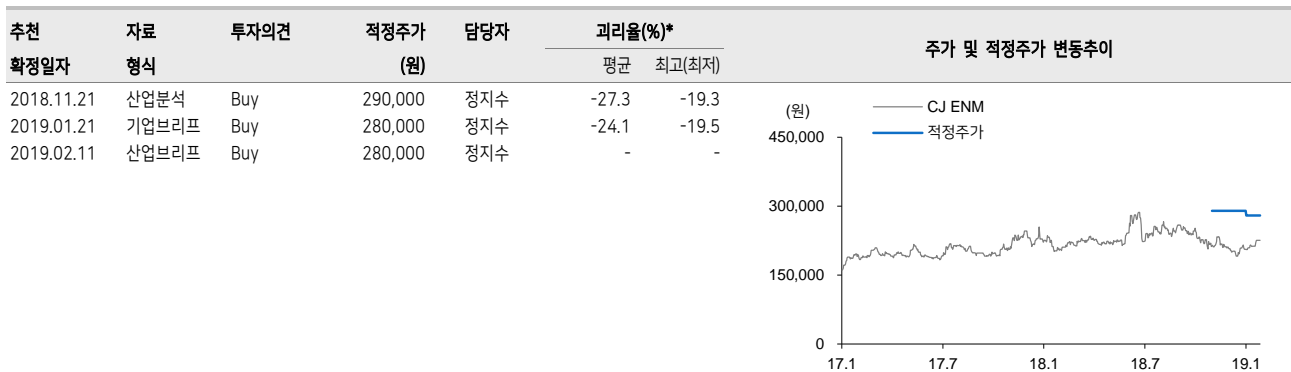
## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018 년 12 월 31 일 기준으로  
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## CJ ENM (035760) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시장: 1 년



## LG 유플러스 (032640) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.04.05	기업브리프	Trading Buy	17,000	정지수	-15.8	-12.9	
2017.04.28	기업브리프	Trading Buy	17,000	정지수	-15.3	-6.5	
2017.05.31	산업분석	Trading Buy	17,000	정지수	-10.8	0.0	
2017.07.11	기업브리프	Trading Buy	17,000	정지수	-10.2	0.0	
2017.09.06	산업분석	Trading Buy	16,000	정지수	-15.9	-13.4	
2017.09.26	산업브리프	Trading Buy	16,000	정지수	-17.0	-13.4	
2017.11.03	기업브리프	Trading Buy	16,000	정지수	-18.1	-13.4	
2017.11.28	산업분석	Trading Buy	16,000	정지수	-15.6	-5.3	
2018.01.11	산업브리프	Trading Buy	16,000	정지수	-14.2	-2.5	
2018.02.01	기업브리프	Trading Buy	16,000	정지수	-16.3	-2.5	
2018.04.17	산업브리프	Buy	16,000	정지수	-16.9	-2.5	
2018.05.08	기업브리프	Buy	16,000	정지수	-17.2	-2.5	
2018.05.28	산업분석	Buy	16,000	정지수	-17.0	-2.5	
2018.07.13	산업브리프	Trading Buy	16,000	정지수	-16.6	-2.5	
2018.07.27	기업브리프	Trading Buy	16,000	정지수	-14.8	1.9	
2018.09.06	1년 경과				5.4	14.4	
2018.10.04	기업브리프	Trading Buy	18,000	정지수	-5.2	0.3	
2018.11.01	기업브리프	Trading Buy	18,000	정지수	-7.2	0.3	
2018.11.12	산업분석	Trading Buy	18,000	정지수	-6.1	1.1	
2019.01.14	산업브리프	Trading Buy	18,000	정지수	-6.1	1.1	
2019.01.29	기업브리프	Trading Buy	18,000	정지수	-6.7	1.1	
2019.02.11	산업브리프	Trading Buy	18,000	정지수	-	-	

## CJ 헬로 (037560) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	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	-2.6	-0.8	
2018.11.21	산업분석	Trading Buy	10,000	정지수	-1.2	18.0	
2019.02.11	산업브리프	Trading Buy	10,000	정지수	-	-	