

SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

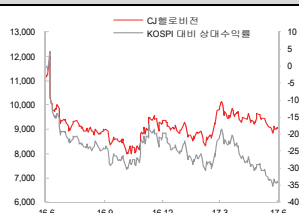
Company Data

자본금	1,936 억원
발행주식수	7,745 만주
자사주	0 만주
액면가	2,500 원
시가총액	7,009 억원
주요주주	
CJ오쇼핑	53.91%
에스케이텔레콤(주)	8.61%
외국인지분률	7.10%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(17/06/28)	9,050 원
KOSPI	2382.56 pt
52주 Beta	0.67
52주 최고가	12,000 원
52주 최저가	7,980 원
60일 평균 거래대금	13 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.2%	-7.3%
6개월	-2.0%	-16.7%
12개월	-18.8%	-34.0%

CJ 헬로비전 (037560/KS | 매수(유지) | T.P 12,500 원(유지))

불확실성 제거로 밸류에이션 매력 부각

디지털 케이블 TV 및 LTE MVNO 가입자가 지속적으로 증가하면서 CJ 헬로비전 가입자의 질이 지속적으로 향상되고 있다. 양질의 가입자를 바탕으로 2017 년을 기점으로 실적의 정상화가 예상된다. 또한 알뜰폰 사업자에게 불리할 수 있었던 기본료 폐지가 통신비 인하 정책에서 제외되며 불확실성도 제거된 상태이다. 현 주가는 올해 기준 EV/EBITDA 4.0 배로 역사적 저평가 상태라 밸류에이션 부담도 낮은 상황이다.

양질의 가입자 증가세

CJ 헬로비전의 디지털 케이블 TV 가입자는 1Q17 말 기준 268.8 만 명(4.7% yoy)이다. 디지털 전환율은 64.8%로 연말까지 67%까지 상승할 전망이다. 디지털 케이블 가입자의 ARPU는 아날로그 대비 3.3 배 이상 높아 향후 TV 매출의 증가가 가능할 전망이다. MVNO 전체 가입자 86.5 만 명 중 LTE 가입자는 44.8 만 명으로 LTE 가입자 비율은 51.9%이다. MVNO 산업 평균인 24.2% 대비 월등히 높다. 변동식 대표 선임 이후 양질의 가입자 확보로 CJ 헬로비전의 본원적 경쟁력이 강화되고 있다.

규제 불확실성 제거

최근 통신비 인하 정책이 발표되었는데, 기본료 폐지는 여기에 포함되지 않았다. 사실 기본료 폐지는 2G, 3G 가입자 비중이 높은 알뜰폰 사업자에게 더 불리할 수 있었으나, 기본료 폐지가 정책에서 제외되면서 알뜰폰 사업자의 불확실성이 제거되었다. 요금할인이 20%에서 25%로 상향될 것으로 예상되나, 알뜰폰 사업자의 요금 경쟁력은 기존 MNO 대비 여전히 높기 때문에 가입자 증가세는 지속될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 12,500 원(유지)

양질의 가입자 증가세가 지속되고 규제 불확실성이 제거된 CJ 헬로비전에 대해 투자의견 매수와 목표주가 12,500 원을 유지한다. 현 주가는 2017 년 기준 EV/EBITDA 4.0 배 수준으로 역사적 최하단이며 4Q16 에 일회성 영업손실이 발생한 이후 2017 년에는 지속적인 실적 개선세가 이어질 것으로 예상되어 주가 상승 가능성이 높다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	12,704	11,826	11,006	11,148	11,435	11,785
yoy	%	25.7	-6.9	-6.9	1.3	2.6	3.1
영업이익	억원	1,021	1,050	429	767	889	1,011
yoy	%	8.6	2.8	-59.1	78.5	16.0	13.7
EBITDA	억원	3,874	3,761	2,922	3,220	3,399	3,469
세전이익	억원	356	760	260	631	775	918
순이익(지배주주)	억원	257	597	215	495	608	720
영업이익률%	%	8.0	8.9	3.9	6.9	7.8	8.6
EBITDA%	%	30.5	31.8	26.6	28.9	29.7	29.4
순이익률	%	2.0	5.1	2.0	4.4	5.3	6.1
EPS	원	331	771	278	639	784	930
PER	배	29.4	16.4	33.7	14.2	11.5	9.7
PBR	배	0.8	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	4.3	4.6	4.7	4.0	3.6	3.4
ROE	%	2.8	6.4	2.2	5.0	5.9	6.6
순차입금	억원	9,015	7,463	6,484	5,878	5,337	4,699
부채비율	%	140.4	110.3	90.4	75.9	72.1	69.0

CJ 헬로비전 분기별 실적 전망

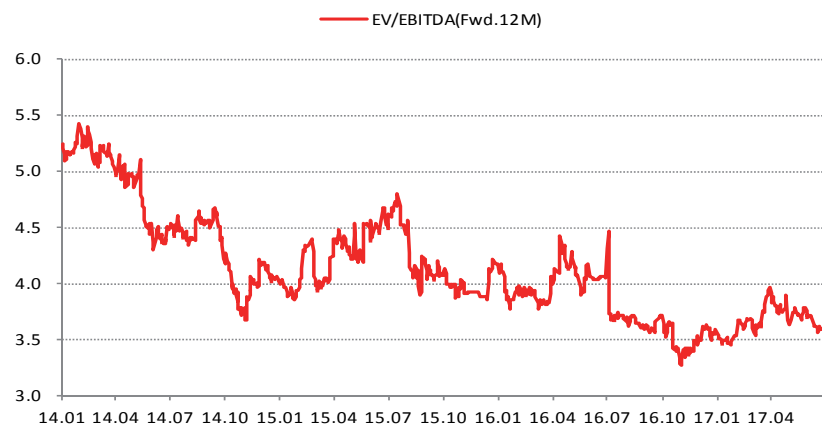
(단위: 백만원)

	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016A	2017F	2018F
매출액	278,555	280,275	280,264	261,542	275,186	276,324	278,348	284,959	1,100,636	1,114,817	1,143,547
TV	97,413	96,516	97,429	95,884	95,701	96,445	97,293	98,166	387,242	387,605	397,493
Analog TV	14,815	14,161	13,617	13,006	12,899	11,981	11,529	11,011	55,599	47,419	39,832
Digital TV	82,598	82,355	83,812	82,878	82,802	84,464	85,765	87,155	331,643	340,185	357,661
Internet	31,204	30,483	29,782	29,317	28,847	30,106	29,426	29,758	120,786	118,137	111,755
VoIP	11,421	10,665	10,379	10,269	10,265	10,074	9,807	9,728	42,734	39,874	35,765
Homeshopping	59,583	58,823	59,412	39,785	56,995	53,522	53,464	55,207	217,603	219,189	221,381
Local Adv.	7,782	7,375	8,583	10,805	6,547	7,933	8,913	10,988	34,545	34,381	34,463
MVNO	66,146	69,058	67,532	66,657	69,652	70,312	71,286	72,286	269,393	283,536	309,770
Miscellaneous	5,006	7,355	7,147	8,825	7,179	7,932	8,159	8,826	28,333	32,096	32,919
영업비용	253,461	256,189	256,511	291,537	257,584	256,702	258,611	265,269	1,057,698	1,038,167	1,054,642
영업이익	25,094	24,086	23,753	-29,995	17,602	19,622	19,737	19,690	42,938	76,651	88,906
영업이익률	9.0%	8.6%	8.5%	-11.5%	6.4%	7.1%	7.1%	6.9%	3.9%	6.9%	7.8%

자료: SK 증권 CJ 헬로비전

CJ 헬로비전 12M Forward EV/EBITDA 추이

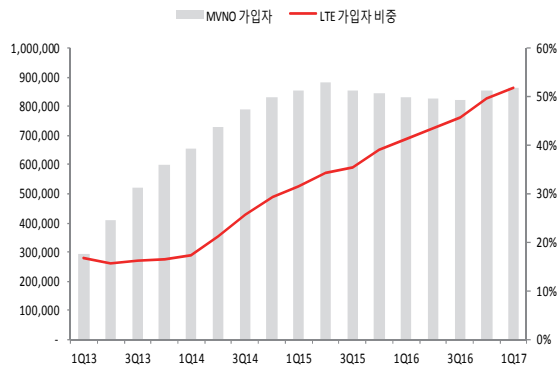
(단위: 배)



자료: Quatiwise

CJ 헬로비전 MVNO 가입자 추이

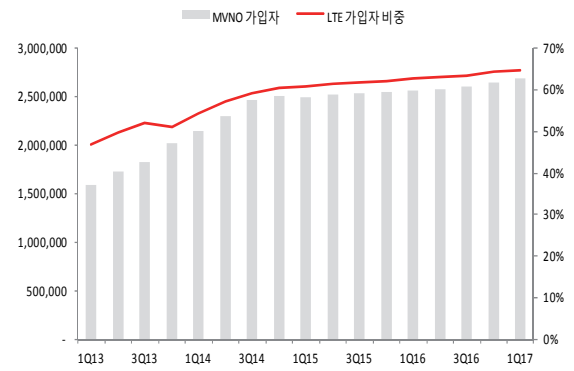
(단위: 명)



자료: CJ 헬로비전

CJ 헬로비전 디지털 TV 가입자 추이

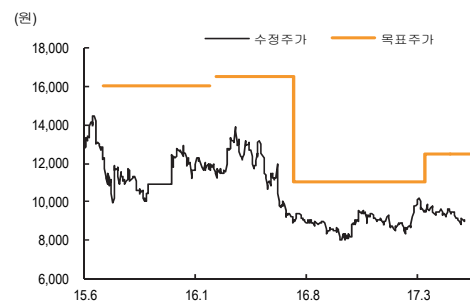
(단위: 명)



자료: CJ 헬로비전

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.06.29	매수	12,500원
2017.04.28	매수	12,500원
2017.04.12	매수	12,500원
2016.12.07	매수	11,000원
2016.11.04	매수	11,000원
2016.08.04	매수	11,000원
2016.03.07	매수	16,500원
2016.02.29	담당자 변경	
2015.08.05	매수	16,000원



Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 6 월 29 일 기준)

매수	92.72%	중립	7.28%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,736	3,153	2,793	3,391	4,128
현금및현금성자산	1,157	595	0	541	1,180
매출채권및기타채권	2,205	2,321	2,528	2,581	2,670
재고자산	182	128	139	142	147
비유동자산	16,266	15,249	14,966	14,923	14,936
장기금융자산	86	82	80	80	80
유형자산	7,371	6,937	6,936	7,090	7,211
무형자산	7,962	7,578	7,270	7,057	6,929
자산총계	20,003	18,402	17,759	18,314	19,064
유동부채	5,278	5,651	2,792	2,827	2,888
단기금융부채	3,534	4,072	1,071	1,071	1,071
매입채무 및 기타채무	1,417	1,412	1,539	1,571	1,625
단기충당부채	7	1	1	1	1
비유동부채	5,213	3,084	4,868	4,843	4,895
장기금융부채	5,097	3,015	4,822	4,822	4,822
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	11	9	10	10	10
부채총계	10,491	8,735	7,660	7,671	7,783
지배주주지분	9,512	9,667	10,099	10,644	11,282
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	5,681	5,830	6,267	6,816	7,459
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	9,512	9,667	10,099	10,644	11,282
부채외자본총계	20,003	18,402	17,759	18,314	19,064

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,906	2,905	2,679	3,197	3,292
당기순이익(손실)	597	215	495	608	720
비현금성항목등	3,314	2,883	2,760	2,791	2,749
유형자산감가상각비	1,619	1,586	1,665	1,796	1,830
무형자산감가상각비	1,092	906	788	714	628
기타	215	179	18	-33	-33
운전자본감소(증가)	268	-39	-471	-54	2
매출채권및기타채권의 감소(증가)	555	31	-188	-52	-89
재고자산감소(증가)	19	51	-15	-3	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-305	-34	351	32	54
기타	-1	-87	-618	-30	42
법인세납부	-272	-153	-106	-148	-179
투자활동현금흐름	-1,580	-1,591	-2,393	-2,432	-2,409
금융자산감소(증가)	96	3	12	0	0
유형자산감소(증가)	-1,207	-1,227	-1,942	-1,951	-1,951
무형자산감소(증가)	-500	-470	-500	-500	-500
기타	31	103	37	19	41
재무활동현금흐름	-2,091	-1,876	-881	-224	-244
단기금융부채증가(감소)	-2,769	-1,658	-2,529	0	0
장기금융부채증가(감소)	987	0	1,820	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-58	-58	-58	-58	-77
기타	-251	-160	-172	-166	-166
현금의 증가(감소)	199	-562	-595	541	639
기초현금	958	1,157	595	0	541
기말현금	1,157	595	0	541	1,180
FCF	1,898	1,120	499	728	752

자료 : CJ헬로비전, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	11,826	11,006	11,148	11,435	11,785
매출원가	7,601	7,393	7,273	7,411	7,582
매출총이익	4,225	3,613	3,875	4,024	4,203
매출총이익률 (%)	35.7	32.8	34.8	35.2	35.7
판매비와관리비	3,175	3,184	3,108	3,135	3,192
영업이익	1,050	429	767	889	1,011
영업이익률 (%)	8.9	3.9	6.9	7.8	8.6
비영업손익	-290	-169	-135	-115	-92
순금융비용	222	169	153	148	126
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-3	3	0	0	0
세전계속사업이익	760	260	631	775	918
세전계속사업이익률 (%)	6.4	2.4	5.7	6.8	7.8
계속사업법인세	163	45	136	167	198
계속사업이익	597	215	495	608	720
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	597	215	495	608	720
순이익률 (%)	5.1	2.0	4.4	5.3	6.1
지배주주	597	215	495	608	720
지배주주귀속 순이익률(%)	5.05	1.95	4.44	5.31	6.11
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	572	213	490	603	716
지배주주	572	213	490	603	716
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	3,761	2,922	3,220	3,399	3,469

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	-6.9	-6.9	1.3	2.6	3.1
영업이익	28	-59.1	78.5	16.0	13.7
세전계속사업이익	113.3	-65.8	142.9	22.7	18.6
EBITDA	-2.9	-22.3	10.2	5.6	2.1
EPS(계속사업)	132.6	-64.0	130.2	22.7	18.6
수익성 (%)					
ROE	6.4	2.2	5.0	5.9	6.6
ROA	2.9	1.1	2.7	3.4	3.9
EBITDA마진	31.8	26.6	28.9	29.7	29.4
안정성 (%)					
유동비율	70.8	55.8	100.0	120.0	142.9
부채비율	110.3	90.4	75.9	72.1	69.0
순차입금/자기자본	78.5	67.1	58.2	50.2	41.7
EBITDA/이자비용(배)	13.0	13.7	16.4	20.4	20.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	771	278	639	784	930
BPS	12,282	12,482	13,040	13,743	14,567
CFPS	4,271	3,496	3,807	4,025	4,104
주당 현금배당금	75	75	75	100	100
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	18.8	50.0	15.9	12.9	10.9
PER(최저)	11.2	28.7	13.0	10.6	8.9
PBR(최고)	1.2	1.1	0.8	0.7	0.7
PBR(최저)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
PCR	3.0	2.7	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA(최고)	5.0	5.9	4.3	3.9	3.6
EV/EBITDA(최저)	3.8	4.4	3.8	3.5	3.2

