

# 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	6,753 억원
주요주주	
CJ오쇼핑	53.91%
에스케이텔레콤(주)	8.61%
외국인지분률	7.10%
배당수익률	0.90%

## Stock Data

주가(17/08/01)	8,720 원
KOSPI	2422.96 pt
52주 Beta	0.44
52주 최고가	10,150 원
52주 최저가	7,980 원
60일 평균 거래대금	11 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.4%	-5.6%
6개월	-5.9%	-19.2%
12개월	-5.4%	-20.8%

CJ 헬로비전 (037560/KS | 매수(유지) | T.P 11,500 원(하향))

## 영업이익 기대치 부합. 하반기 LTE 가입자 확대 전략에 주목

- 2Q17 실적은 디지털 케이블 TV, LTE 등 가입자의 질적 개선과 효율적인 비용통제를 통해 예상치를 충족
- 요금할인을 상향, 보편요금제 출시 등 하반기 규제환경의 불확실성에도 LTE 가입자 모집경쟁력은 유지될 것이며, LTE 가입자의 수익분배 비율 상승 시 매출 증대 전망
- 목표주가는 EV/EBITDA 4.4배 작용하여 산정한 11,500 원 제시

## 2Q17: 영업이익 기대치 부합. 하반기 LTE 가입자 확대 전략에 주목

CJ 헬로비전 2Q17 실적은 매출액 2,757 억원(2.0% qoq), 영업이익 191 억원(8.6% qoq, OPM: 6.9%)이다. 매출은 MVNO 매출 감소에도 불구하고 지역광고 성수기 효과와 신규 매출의 증가로 인해 전기 수준을 유지하였으며, 영업이익은 효율적인 비용통제를 통해 전기 대비 개선되었다. 디지털 케이블 TV 가입자는 2.2만명 순증 하였고, LTE 가입자는 0.6만명 증가하면서 가입자의 질적 개선이 진행되고 있는 점도 긍정적이다.

## 하반기 주가 반등의 열쇠는 LTE 가입자 증가여부

CJ 헬로비전은 2Q17 LTE 가입자 증가에도 불구하고 MVNO 전체가입자는 감소하였다. 가입자의 질적 개선이 진행되고 있지만 규제환경 속에서 MVNO 사업자의 가입자 모집경쟁력이 둔화되고 있는 것도 사실이다. 요금할인율이 20%에서 25%로 상향되고 보편요금제가 실시될 경우 MVNO 사업자에겐 불리한 영업환경이 조성될 수 있다. 하지만 LTE 가입자의 수익 분배비율이 상향 된다면 MVNO 사업자의 매출은 증가할 수 있는데, LTE 가입자 비중이 높은(2Q17 기준 53.1%) CJ 헬로비전의 수혜가 예상된다.

## 투자의견 매수, 목표주가 11,500 원(하향)

가입자 질적 개선과 점진적인 이익정상화가 예상되는 CJ 헬로비전에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 다만 목표주가는 MVNO 가입자 증가세 정체에 따른 수익추정치 소폭 하향을 반영하여 기존 12,500 원에서 11,500 원으로 하향한다. 목표주가 하향에도 역사적 EV/EBITDA 하단인 CJ 헬로비전의 현 주가는 하방경직성을 확보한 것으로 보인다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	12,704	11,826	11,006	11,074	11,318	11,648
yoy	%	25.7	-6.9	-6.9	0.6	2.2	2.9
영업이익	억원	1,021	1,050	429	769	840	918
yoy	%	8.6	2.8	-59.1	79.2	9.2	9.2
EBITDA	억원	3,874	3,761	2,922	3,223	3,350	3,376
세전이익	억원	356	760	260	597	725	822
순이익(지배주주)	억원	257	597	215	436	563	638
영업이익률%	%	8.0	8.9	3.9	7.0	7.4	7.9
EBITDA%	%	30.5	31.8	26.6	29.1	29.6	29.0
순이익률	%	2.0	5.1	2.0	3.9	5.0	5.5
EPS	원	331	771	278	563	726	824
PER	배	29.4	16.4	33.7	15.5	12.0	10.6
PBR	배	0.8	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	4.3	4.6	4.7	3.9	3.6	3.4
ROE	%	2.8	6.4	2.2	4.4	5.5	5.9
순차입금	억원	9,015	7,463	6,484	5,883	5,391	4,832
부채비율	%	140.4	110.3	90.4	76.4	72.7	70.1

## CJ 헬로비전 분기별 실적 전망

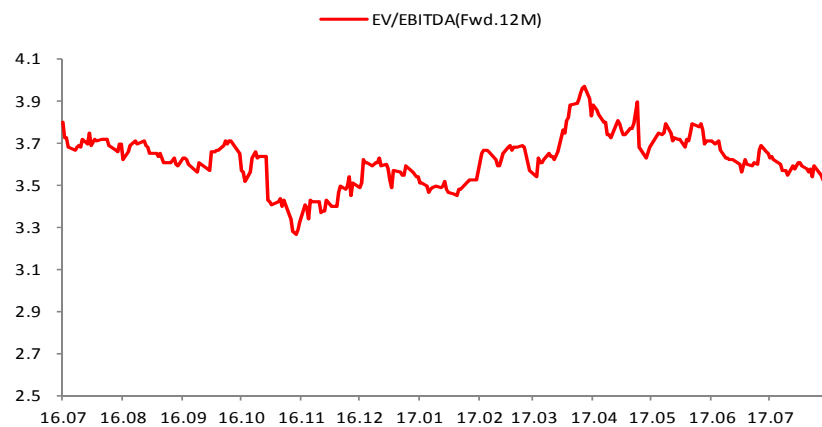
(단위: 억원)

	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17P	3Q17F	4Q17F	2016A	2017F	2018F
매출액	2,786	2,803	2,803	2,615	2,752	2,757	2,752	2,813	11,006	11,074	11,318
TV	974	965	974	959	957	951	950	953	3,872	3,810	3,858
Analog TV	148	142	136	130	129	125	121	116	556	491	423
Digital TV	826	824	838	829	828	826	829	837	3,316	3,319	3,435
Internet	312	305	298	293	288	285	283	280	1,208	1,135	1,102
VoIP	114	107	104	103	103	101	99	97	427	399	358
Homeshopping	596	588	594	398	570	572	572	581	2,176	2,295	2,318
Local Adv.	78	74	86	108	65	92	84	110	345	352	349
MVNO	661	691	675	667	697	641	673	691	2,694	2,700	2,942
Miscellaneous	50	74	71	88	72	117	92	101	283	382	393
영업비용	2,535	2,562	2,565	2,915	2,576	2,566	2,554	2,608	10,577	10,305	10,478
영업이익	251	241	238	-300	176	191	197	205	429	769	840
영업이익률	9.0%	8.6%	8.5%	-11.5%	6.4%	6.9%	7.2%	7.3%	3.9%	6.9%	7.4%

자료: SK 증권 CJ 헬로비전

## CJ 헬로비전 12M Forward EV/EBITDA

(단위: 배)



자료: SK 증권

## CJ 헬로비전 목표주가 산정

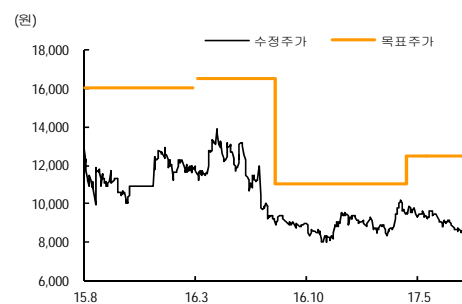
(단위: 배)

구분	내용
2017년 EBITDA	3,312
적용배수	4.4
EV	14,575
순차입금	5,883
Firm Value	8,692
발행주식수	77,446,865
목표주가	11,223

자료: SK 증권 CJ 헬로비전

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.08.02	매수	11,500원
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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 2일 기준)

매수	92.16%	중립	7.84%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	3,736	3,153	2,764	3,322	3,973
현금및현금성자산	1,157	595	7	499	1,058
매출채권및기타채권	2,205	2,321	2,496	2,555	2,639
재고자산	182	128	137	141	145
<b>비유동자산</b>	16,266	15,249	14,942	14,882	14,895
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
<b>자산총계</b>	20,003	18,402	17,706	18,204	18,868
<b>유동부채</b>	5,278	5,651	2,770	2,810	2,867
단기금융부채	3,534	4,072	1,071	1,071	1,071
매입채무 및 기타채무	1,417	1,412	1,519	1,555	1,606
단기충당부채	7	1	1	1	1
<b>비유동부채</b>	5,213	3,084	4,897	4,854	4,906
장기금융부채	5,097	3,015	4,833	4,833	4,833
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	11	9	10	10	10
<b>부채총계</b>	10,491	8,735	7,666	7,664	7,773
<b>지배주주지분</b>	9,512	9,667	10,040	10,539	11,095
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	6,208	6,712	7,273
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	9,512	9,667	10,040	10,539	11,095
<b>부채외자본총계</b>	20,003	18,402	17,706	18,204	18,868

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	3,906	2,905	2,675	3,149	3,216
당기순이익(손실)	597	215	436	563	638
비현금성항목등	3,314	2,883	2,822	2,788	2,738
유형자산감가상각비	1,619	1,586	1,665	1,796	1,830
무형자산감가상각비	1,092	906	788	714	628
기타	215	179	56	-34	-34
운전자본감소(증가)	268	-39	-453	-57	5
매출채권및기타채권의 감소(증가)	555	31	-155	-59	-84
재고자산감소(증가)	19	51	-13	-3	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-305	-34	331	36	51
기타	-1	-87	-615	-31	42
법인세납부	-272	-153	-130	-143	-165
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,580	-1,591	-2,393	-2,433	-2,413
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	18	38
<b>재무활동현금흐름</b>	-2,091	-1,876	-870	-225	-244
단기금융부채증가(감소)	-2,769	-1,658	-2,529	0	0
장기금융부채증가(감소)	987	0	1,831	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-58	-58	-58	-58	-77
기타	-251	-160	-172	-167	-167
<b>현금의 증가(감소)</b>	199	-562	-588	492	559
기초현금	958	1,157	595	7	499
기말현금	1,157	595	7	499	1,058
FCF	1,898	1,120	466	679	674

자료 : C헬로비전 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	11,826	11,006	11,074	11,318	11,648
<b>매출원가</b>	7,601	7,393	7,218	7,363	7,551
<b>매출총이익</b>	4,225	3,613	3,856	3,956	4,097
매출총이익률 (%)	35.7	32.8	34.8	35.0	35.2
<b>판매비와관리비</b>	3,175	3,184	3,086	3,115	3,179
영업이익	1,050	429	769	840	918
영업이익률 (%)	8.9	3.9	7.0	7.4	7.9
비영업손익	-290	-169	-173	-115	-96
<b>순금융비용</b>	222	169	153	149	129
외환관련손익	0	0	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-3	3	0	0	0
세전계속사업이익	760	260	597	725	822
세전계속사업이익률 (%)	6.4	2.4	5.4	6.4	7.1
계속사업법인세	163	45	160	162	184
<b>계속사업이익</b>	597	215	436	563	638
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	597	215	436	563	638
<b>순이익률 (%)</b>	5.1	2.0	3.9	5.0	5.5
지배주주	597	215	436	563	638
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	5.05	1.95	3.94	4.97	5.48
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	572	213	431	558	633
<b>지배주주</b>	572	213	431	558	633
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	3,761	2,922	3,223	3,350	3,376

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-6.9	-6.9	0.6	2.2	2.9
영업이익	28	-59.1	79.2	9.2	9.2
세전계속사업이익	113.3	-65.8	129.5	21.5	13.4
EBITDA	-2.9	-22.3	10.3	4.0	0.8
EPS(계속사업)	132.6	-64.0	102.8	29.0	13.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	6.4	2.2	4.4	5.5	5.9
ROA	2.9	1.1	2.4	3.1	3.4
EBITDA마진	31.8	26.6	29.1	29.6	29.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	70.8	55.8	99.8	118.2	138.6
부채비율	110.3	90.4	76.4	72.7	70.1
순차입금/자기자본	78.5	67.1	58.6	51.2	43.6
EBITDA/이자비용(배)	13.0	13.7	16.4	20.1	20.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	771	278	563	726	824
BPS	12,282	12,482	12,964	13,609	14,326
CFPS	4,271	3,496	3,731	3,967	3,998
주당 현금배당금	75	75	75	100	100
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	18.8	50.0	18.0	14.0	12.3
PER(최저)	11.2	28.7	14.8	11.4	10.1
PBR(최고)	1.2	1.1	0.8	0.8	0.7
PBR(최저)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
PCR	3.0	2.7	2.3	2.2	2.2
EV/EBITDA(최고)	5.0	5.9	4.3	4.0	3.8
EV/EBITDA(최저)	3.8	4.4	3.8	3.5	3.4