

# 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      | 6,219 억원 |
| 주요주주      |          |
| CJ오쇼핑     | 53.91%   |
| 에스케이텔콤(주) | 8.61%    |
| 외국인지분률    | 7.60%    |
| 배당수익률     | 0.90%    |

## Stock Data

|              |           |
|--------------|-----------|
| 주가(16/11/03) | 8,030 원   |
| KOSPI        | 1983.8 pt |
| 52주 Beta     | 0.78      |
| 52주 최고가      | 13,900 원  |
| 52주 최저가      | 8,000 원   |
| 60일 평균 거래대금  | 10 억원     |

## 주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가   | 상대주가   |
|-------|--------|--------|
| 1개월   | -10.8% | -8.1%  |
| 6개월   | -38.9% | -38.9% |
| 12개월  | -26.3% | -23.9% |

## CJ 헬로비전 (037560/KS | 매수(유지) | T.P 11,000 원(유지))

### 경영정상화를 위한 노력 확인 중

CJ 헬로비전 3Q16 실적은 예상치에 부합하였다. 디지털 TV 가입자 및 ARPU 상승으로 MVNO 매출 부진을 상쇄하였다. SK 텔레콤으로의 피인수 실패 이후 경영정상화 노력이 지속되고 있는데 이러한 노력이 2017년부터 수익성 개선으로 나타날 전망이다. 현 주가는 PER 10.0 배로 충분한 주가조정으로 밸류에이션 매력이 높아진 상황이다. 이에 중장기적 관점에서 매수관점에서 접근이 가능하다.

### 3Q16: 예상치 부합

CJ 헬로비전 3Q16 실적은 매출액 2,803 억원(0.0% qoq), 영업이익 238 억원(-1.4% qoq, OPM: 8.5%)로 예상치에 대체로 부합하였다. 디지털 TV ARPU 가 반등하며 MVNO 매출 부진을 상쇄하였으며 안정적인 비용집행으로 전기 수준(8.6%)의 영업이익률을 시현하였다. 4분기에는 영업이익이 하락할 것으로 예상하는데 2015년분 흠크리프 송출 수수료 협상이 완료되면서 일부 매출 감소를 예상하기 때문이다. 하지만 2017년부터 가입자 모집이 정상화되고 일회성 비용이 제거되면서 이익 정상화가 가능해질 것으로 예상한다.

### 정상화의 길목

SK 텔레콤으로의 피인수 실패 이후 CJ 헬로비전은 독자생존을 위한 경영활동이 재개되고 있다. 디지털 TV와 LTE 중심의 MVNO 가입자 확대로 가입자 질적 개선을 추구하면서도 적절한 SAC(Subscriber Acquisition Cost, 가입자 획득비용)의 집행을 통해 수익성도 개선될 전망이다.

### 충분히 높아진 밸류에이션 매력

CJ 헬로비전 현 주가는 2016년 기준 PER 10.0 배로 역사적 최하단이다. 단기 모멘텀은 부족하지만 올해 하반기 경영정상화 이후 2017년 본격적인 수익성 개선이 가능하다는 측면에서 중장기적으로 매수관점이 접근이 가능할 전망이다. 이에 기준 투자의견 매수와 목표주가 11,000 원을 유지한다.

### 영업실적 및 투자지표

| 구분        | 단위 | 2013   | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|-----------|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 억원 | 10,105 | 12,704 | 11,826 | 11,270 | 11,528 | 11,744 |
| yoY       | %  | 30.5   | 25.7   | -6.9   | -4.7   | 2.3    | 1.9    |
| 영업이익      | 억원 | 941    | 1,021  | 1,050  | 921    | 955    | 1,013  |
| yoY       | %  | -19.8  | 8.6    | 28     | -12.3  | 3.8    | 6.0    |
| EBITDA    | 억원 | 2,831  | 3,874  | 3,761  | 3,331  | 3,384  | 3,157  |
| 세전이익      | 억원 | 770    | 356    | 760    | 795    | 870    | 993    |
| 순이익(자배주주) | 억원 | 584    | 257    | 597    | 624    | 684    | 781    |
| 영업이익률%    | %  | 9.3    | 8.0    | 8.9    | 8.2    | 8.3    | 8.6    |
| EBITDA%   | %  | 28.0   | 30.5   | 31.8   | 29.6   | 29.4   | 26.9   |
| 순이익률      | %  | 5.8    | 2.0    | 5.1    | 5.5    | 5.9    | 6.7    |
| EPS       | 원  | 753    | 331    | 771    | 806    | 883    | 1,008  |
| PER       | 배  | 25.5   | 29.4   | 16.4   | 10.0   | 9.1    | 8.0    |
| PBR       | 배  | 1.6    | 0.8    | 1.0    | 0.6    | 0.6    | 0.5    |
| EV/EBITDA | 배  | 8.2    | 4.3    | 4.5    | 3.7    | 3.3    | 2.8    |
| ROE       | %  | 6.8    | 2.8    | 6.4    | 6.4    | 6.6    | 7.0    |
| 순차입금      | 억원 | 8,340  | 9,015  | 7,093  | 5,862  | 4,738  | 2,399  |
| 부채비율      | %  | 114.4  | 140.4  | 110.3  | 86.1   | 81.0   | 76.3   |

## CJ 헬로비전 분기별 실적 전망

(단위: 백만원)

|               | 1Q15A   | 2Q15A   | 3Q15A   | 4Q15A   | 1Q16A   | 2Q16A   | 3Q16P   | 4Q16F   | 2015A     | 2016F     | 2017F     |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|
| 매출액           | 292,790 | 302,325 | 295,824 | 291,674 | 278,555 | 280,275 | 280,262 | 287,911 | 1,182,613 | 1,127,003 | 1,152,828 |
| TV            | 102,346 | 101,548 | 103,260 | 101,388 | 97,413  | 96,516  | 97,428  | 98,343  | 408,542   | 389,700   | 399,568   |
| Analog TV     | 18,572  | 17,621  | 16,625  | 15,659  | 14,815  | 14,161  | 13,616  | 13,027  | 68,477    | 55,619    | 46,562    |
| Digital TV    | 83,774  | 83,927  | 86,635  | 85,729  | 82,598  | 82,355  | 83,812  | 85,317  | 340,065   | 334,082   | 353,006   |
| Internet      | 34,038  | 33,425  | 32,651  | 31,982  | 31,204  | 30,483  | 29,782  | 29,844  | 132,096   | 121,313   | 116,397   |
| VoIP          | 14,499  | 14,062  | 12,982  | 12,570  | 11,421  | 10,665  | 10,379  | 10,010  | 54,113    | 42,475    | 37,294    |
| Homeshopping  | 55,810  | 56,010  | 56,429  | 57,434  | 59,583  | 58,823  | 59,412  | 57,447  | 225,683   | 235,265   | 228,207   |
| Local Adv.    | 7,915   | 10,254  | 10,181  | 11,620  | 7,782   | 7,375   | 8,583   | 12,161  | 39,970    | 35,901    | 38,315    |
| MVNO          | 61,698  | 71,585  | 68,113  | 61,383  | 66,146  | 69,058  | 67,532  | 72,493  | 262,779   | 275,229   | 302,579   |
| nScreen       | 4,347   | 4,922   | 4,822   | 4,370   | -       | -       | -       | -       | 18,461    | -         | -         |
| Miscellaneous | 12,137  | 10,519  | 7,387   | 10,946  | 5,006   | 7,355   | 7,146   | 7,613   | 40,989    | 27,120    | 30,468    |
| 영업비용          | 265,913 | 274,794 | 264,763 | 272,172 | 253,461 | 256,189 | 256,511 | 268,760 | 1,077,642 | 1,034,921 | 1,057,290 |
| 영업이익          | 26,877  | 27,531  | 31,061  | 19,501  | 25,094  | 24,086  | 23,751  | 19,151  | 104,970   | 92,082    | 95,538    |
| 영업이익률         | 9.2%    | 9.1%    | 10.5%   | 6.7%    | 9.0%    | 8.6%    | 8.5%    | 6.7%    | 8.9%      | 8.2%      | 8.3%      |

자료 SK 증권 CJ 헬로비전

| 투자의견변경 | 일시         | 투자의견   | 목표주가    |
|--------|------------|--------|---------|
|        | 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 |
|        | 2015.06.10 | 매수     | 16,000원 |
|        | 2015.06.09 | 담당자 변경 |         |
|        | 2015.01.08 | 매수     | 14,000원 |
|        | 2014.11.07 | 매수     | 14,000원 |

(원)

18,000  
16,000  
14,000  
12,000  
10,000  
8,000  
6,000

14.11 15.6 16.1 16.8

수정주가 목표주가

### 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 증목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 11월 4일 기준)

|    |        |    |       |    |    |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 94.63% | 중립 | 5.37% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

## 대차대조표

| 월 결산(억원)       | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>유동자산</b>    | 4,135  | 3,736  | 3,764  | 4,867  | 7,240  |
| 현금및현금성자산       | 958    | 1,157  | 1,283  | 2,346  | 4,685  |
| 매출채권및기타채권      | 2,709  | 2,205  | 1,953  | 1,984  | 2,011  |
| 재고자산           | 193    | 182    | 161    | 163    | 166    |
| <b>비유동자산</b>   | 17,570 | 16,266 | 15,006 | 14,540 | 12,957 |
| 장기금융자산         | 110    | 86     | 74     | 74     | 74     |
| 유형자산           | 7,820  | 7,371  | 5,995  | 5,783  | 4,450  |
| 무형자산           | 8,487  | 7,962  | 7,688  | 7,311  | 6,940  |
| <b>자산총계</b>    | 21,705 | 20,003 | 18,770 | 19,407 | 20,198 |
| <b>유동부채</b>    | 5,103  | 5,278  | 3,992  | 3,954  | 3,973  |
| 단기금융부채         | 2,741  | 3,164  | 2,626  | 2,566  | 2,566  |
| 매입채무 및 기타채무    | 1,635  | 1,417  | 785    | 797    | 808    |
| 단기증당부채         | 0      | 7      | 6      | 6      | 6      |
| <b>비유동부채</b>   | 7,565  | 5,213  | 4,690  | 4,730  | 4,770  |
| 장기금융부채         | 7,316  | 5,097  | 4,541  | 4,541  | 4,541  |
| 장기매입채무 및 기타채무  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 장기증당부채         | 7      | 11     | 10     | 10     | 10     |
| <b>부채총계</b>    | 12,669 | 10,491 | 8,682  | 8,684  | 8,743  |
| <b>지배주주지분</b>  | 9,025  | 9,512  | 10,088 | 10,723 | 11,455 |
| 자본금            | 1,936  | 1,936  | 1,936  | 1,936  | 1,936  |
| 자본잉여금          | 1,929  | 1,901  | 1,901  | 1,901  | 1,901  |
| 기타자본구성요소       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 자기주식           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 이익잉여금          | 5,177  | 5,681  | 6,247  | 6,873  | 7,595  |
| 비지배주주지분        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>자본총계</b>    | 9,025  | 9,512  | 10,088 | 10,723 | 11,455 |
| <b>부채와자본총계</b> | 21,694 | 20,003 | 18,770 | 19,407 | 20,198 |

## 현금흐름표

| 월 결산(억원)          | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>   | 3,971  | 3,906  | 2,471  | 3,147  | 2,897 |
| 당기순이익(순실)         | 257    | 597    | 624    | 684    | 781   |
| 비현금성활동등           | 3,840  | 3,314  | 2,800  | 2,700  | 2,376 |
| 유형자산감가상각비         | 1,820  | 1,619  | 1,730  | 1,612  | 1,333 |
| 무형자산상각비           | 1,033  | 1,092  | 681    | 817    | 811   |
| 기타                | 627    | 215    | 42     | -61    | -61   |
| 운전자본감소(증가)        | -4     | 268    | -770   | 10     | 13    |
| 매출채권및기타채권의 감소증가   | 212    | 555    | 312    | -31    | -28   |
| 재고자산감소(증가)        | 28     | 19     | 19     | -3     | -2    |
| 매입채무 및 기타채무의 증가감소 | -181   | -305   | -319   | 12     | 11    |
| 기타                | -62    | -1     | -783   | 31     | 32    |
| 법인세납부             | -121   | -272   | -183   | -247   | -273  |
| <b>투자활동현금흐름</b>   | -3,797 | -1,580 | -985   | -1,736 | -272  |
| 금융자산감소(증가)        | 56     | 96     | 1      | 0      | 0     |
| 유형자산감소(증가)        | -2,231 | -1,207 | -639   | -1,400 | 0     |
| 무형자산감소(증가)        | -1,263 | -500   | -440   | -440   | -440  |
| 기타                | -359   | 31     | 92     | 104    | 168   |
| <b>재무활동현금흐름</b>   | 187    | -2,091 | -1,360 | -347   | -285  |
| 단기금융부채증가(감소)      | -1,040 | -2,769 | -1,090 | -60    | 0     |
| 장기금융부채증가(감소)      | 1,589  | 987    | 0      | 0      | 0     |
| 자본의증가(감소)         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0     |
| 배당금의 지급           | -58    | -58    | -58    | -58    | -58   |
| 기타                | -304   | -251   | -211   | -229   | -227  |
| <b>현금의 증가(감소)</b> | 361    | 199    | 126    | 1,064  | 2,339 |
| 기초현금              | 597    | 958    | 1,157  | 1,283  | 2,346 |
| 기말현금              | 958    | 1,157  | 1,283  | 2,346  | 4,685 |
| FCF               | 1,015  | 2,267  | 1,062  | 1,310  | 2,474 |

자료 : CJ헬로비전, SK증권 추정

## 손익계산서

| 월 결산(억원)              | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>매출액</b>            | 12,704 | 11,826 | 11,270 | 11,528 | 11,744 |
| <b>매출원가</b>           | 8,089  | 7,601  | 7,225  | 7,451  | 7,541  |
| <b>매출총이익</b>          | 4,614  | 4,225  | 4,045  | 4,077  | 4,203  |
| 매출총이익률 (%)            | 36.3   | 35.7   | 35.9   | 35.4   | 35.8   |
| <b>판매비와관리비</b>        | 3,593  | 3,175  | 3,124  | 3,122  | 3,190  |
| 영업이익                  | 1,021  | 1,050  | 921    | 955    | 1,013  |
| 영업이익률 (%)             | 8.0    | 8.9    | 8.2    | 8.3    | 8.6    |
| 비영업순익                 | -665   | -290   | -126   | -85    | -20    |
| <b>순금융비용</b>          | 254    | 222    | 178    | 146    | 81     |
| 외환관련손익                | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>관계기업투자등 관련손익</b>   | -6     | -3     | 1      | 0      | 0      |
| 세전계속사업이익              | 356    | 760    | 795    | 870    | 993    |
| 세전계속사업이익률 (%)         | 28     | 64     | 7.1    | 7.6    | 8.5    |
| 계속사업법인세               | 100    | 163    | 170    | 186    | 213    |
| <b>계속사업이익</b>         | 257    | 597    | 624    | 684    | 781    |
| 중단사업이익                | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| *법인세효과                | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익                 | 257    | 597    | 624    | 684    | 781    |
| <b>순이익률 (%)</b>       | 2.0    | 5.1    | 5.5    | 5.9    | 6.7    |
| <b>지배주주</b>           | 257    | 597    | 624    | 684    | 781    |
| <b>지배주주기여 순이익률(%)</b> | 202    | 505    | 554    | 593    | 665    |
| <b>비지배주주</b>          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>총포괄이익</b>          | 242    | 572    | 634    | 693    | 790    |
| <b>지배주주</b>           | 242    | 572    | 634    | 693    | 790    |
| <b>비지배주주</b>          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| EBITDA                | 3,874  | 3,761  | 3,331  | 3,384  | 3,157  |

## 주요투자지표

| 월 결산(억원)               | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>성장성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 매출액                    | 25.7   | -6.9   | -4.7   | 23     | 1.9    |
| 영업이익                   | 8.6    | 2.8    | -12.3  | 3.8    | 6.0    |
| 세전계속사업이익               | -53.8  | 113.3  | 4.6    | 9.5    | 14.2   |
| EBITDA                 | 36.8   | -2.9   | -11.4  | 1.6    | -6.7   |
| EPS(계속사업)              | -56.0  | 132.6  | 4.6    | 9.5    | 14.2   |
| <b>수익성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| ROE                    | 2.8    | 6.4    | 6.4    | 6.6    | 7.0    |
| ROA                    | 1.2    | 2.9    | 3.2    | 3.6    | 3.9    |
| EBITDA마진               | 30.5   | 31.8   | 29.6   | 29.4   | 26.9   |
| <b>안정성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 유동비율                   | 81.0   | 70.8   | 94.3   | 123.1  | 182.2  |
| 부채비율                   | 140.4  | 110.3  | 86.1   | 81.0   | 76.3   |
| 순차입금/자기자본              | 99.9   | 74.6   | 58.1   | 44.2   | 21.0   |
| EBITDA/이자비용(배)         | 11.2   | 13.0   | 14.2   | 14.8   | 13.9   |
| <b>주당지표 (원)</b>        |        |        |        |        |        |
| EPS(계속사업)              | 331    | 771    | 806    | 883    | 1,008  |
| BPS                    | 11,653 | 12,282 | 13,025 | 13,845 | 14,791 |
| CFPS                   | 4,015  | 4,271  | 3,919  | 4,018  | 3,776  |
| 주당 현금배당금               | 75     | 75     | 75     | 75     | 100    |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |        |        |        |        |        |
| PER(최고)                | 60.7   | 18.8   | 17.2   | 15.7   | 13.8   |
| PER(최저)                | 29.2   | 11.2   | 9.9    | 9.1    | 7.9    |
| PBR(최고)                | 1.7    | 1.2    | 1.1    | 1.0    | 0.9    |
| PBR(최저)                | 0.8    | 0.7    | 0.6    | 0.6    | 0.5    |
| PCR                    | 2.4    | 3.0    | 2.1    | 2.0    | 2.1    |
| EV/EBITDA(최고)          | 64     | 4.9    | 5.0    | 4.6    | 4.2    |
| EV/EBITDA(최저)          | 4.3    | 3.7    | 3.7    | 3.3    | 2.8    |