

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%
에스케이텔레콤(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 ARPU가 반등하며 MVNO 매출 부진을 상쇄하였으며 안정적인 비용집행으로 전기 수준(8.6%)의 영업이익률을 시현하였다. 4분기에는 영업이익이 하락할 것으로 예상하는데 2015년분 홈쇼핑 송출 수수료 협상이 완료되면서 일부 매출 감소를 예상하기 때문이다. 하지만 2017년부터 가입자 모집이 정상화되고 일회성 비용이 제거되면서 이익 정상화가 가능해질 것으로 예상된다.

정상화의 길목

SK 텔레콤으로의 피인수 실패 이후 CJ 헬로비전은 독자생존을 위한 경영활동이 재개되고 있다. 디지털 TV와 LTE 중심의 MVNO 가입자 확대에 가입자 질적 개선을 추구하면서 적절히 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 기존 투자자의 매수 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	2.8	-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(지배주주)	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

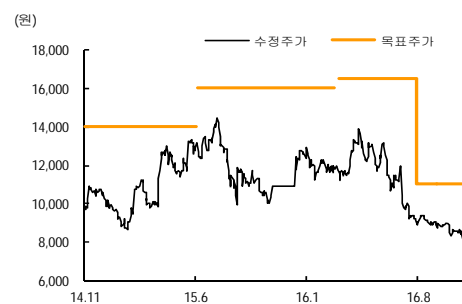
(단위: 백만원)

	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



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 (2016년 11월 4일 기준)

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

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	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
비유동자산	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
자산총계	21,705	20,003	18,770	19,407	20,198
유동부채	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
단기충당부채	0	7	6	6	6
비유동부채	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
장기충당부채	7	11	10	10	10
부채총계	12,669	10,491	8,682	8,684	8,743
지배주주지분	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
자본총계	9,025	9,512	10,088	10,723	11,455
부채외자본총계	21,694	20,003	18,770	19,407	20,198

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	3,971	3,906	2,471	3,147	2,897
당기순이익(손실)	257	597	624	684	781
비현금성항목등	3,840	3,314	2,800	2,700	2,376
유형자산감가상각비	1,820	1,619	1,730	1,612	1,333
무형자산감가상각비	1,033	1,092	681	817	811
기타	627	215	42	-61	-61
운전자본감소(증가)	-4	268	-770	10	13
매출채권및기타채권의 감소(증가)	212	555	312	-31	-28
재고자산감소(증가)	28	19	19	-3	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-181	-305	-319	12	11
기타	-62	-1	-783	31	32
법인세납부	-121	-272	-183	-247	-273
투자활동현금흐름	-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
재무활동현금흐름	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
현금의 증가(감소)	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 : C헬로비전 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	12,704	11,826	11,270	11,528	11,744
매출원가	8,089	7,601	7,225	7,451	7,541
매출총이익	4,614	4,225	4,045	4,077	4,203
매출총이익률 (%)	36.3	35.7	35.9	35.4	35.8
판매비와관리비	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
비영업손익	-665	-290	-126	-85	-20
순금융비용	254	222	178	146	81
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-6	-3	1	0	0
세전계속사업이익	356	760	795	870	993
세전계속사업이익률 (%)	2.8	6.4	7.1	7.6	8.5
계속사업법인세	100	163	170	186	213
계속사업이익	257	597	624	684	781
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	257	597	624	684	781
순이익률 (%)	2.0	5.1	5.5	5.9	6.7
지배주주	257	597	624	684	781
지배주주귀속 순이익률(%)	2.02	5.05	5.54	5.93	6.65
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	242	572	634	693	790
지배주주	242	572	634	693	790
비지배주주	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
성장성 (%)					
매출액	25.7	-6.9	-4.7	2.3	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
수익성 (%)					
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
안정성 (%)					
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
주당지표 (원)					
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
Valuation지표 (배)					
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)	6.4	4.9	5.0	4.6	4.2
EV/EBITDA(최저)	4.3	3.7	3.7	3.3	2.8