

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 | 6,993 억원 |
| 주요주주 | |
| CJ오쇼핑 | 53.91% |
| 에스케이텔레콤(주) | 8.61% |
| 외국인지분률 | 7.60% |
| 배당수익률 | 0.80% |

Stock Data

| | |
|--------------|------------|
| 주가(16/12/06) | 9,030 원 |
| KOSPI | 1989.86 pt |
| 52주 Beta | 0.91 |
| 52주 최고가 | 13,900 원 |
| 52주 최저가 | 7,980 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 10 억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|--------|--------|
| 1개월 | 13.2% | 12.7% |
| 6개월 | -27.8% | -27.9% |
| 12개월 | -17.2% | -17.8% |

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

성장을 위한 재시동

CJ 헬로비전은 하나방송을 225 억원(가입자 당 25 만원)에 인수하기로 결정하였다. 가입자 당 가격은 과거 인수사례 대비 합리적인 것으로 판단하며 동일권역이라는 측면에서 규모의 경제 달성을 통한 시너지 발생이 가능할 전망이다. LTE 및 디지털 TV 가입자 등 양질의 가입자를 기반으로 CJ 헬로비전의 2017 년 본격적인 수익성 개선이 예상된다

하나방송 인수 결정

CJ 헬로비전은 경남지역(마산, 고성, 통영, 거제) 케이블 TV 방송사(SO: System Operator)인 하나방송 인수를 결정하였다. 총 인수가격은 225 억원이며 지분 100%를 확보하게 된다. 보유하고 있는 현금으로 충당할 예정이다. CJ 헬로비전은 2012 년과 2013 년 5 개 SO 를 인수하며 65 만명 가입자를 확보하였는데, 강원방송을 인수한 이후 3 년 만에 SO 인수를 결정하였다. CJ 헬로비전은 3 분기말 기준 케이블 TV 가입자 409.6 만명을 보유하고 있었으며 이번 인수를 통해 전체 가입자 수는 419 만명까지 증가하게 되었다. 가입자 당 인수가격은 25 만원으로 과거 인수가격 대비 합리적인 수준이라 판단한다. SK 텔레콤으로의 피인수 무산 이후 동일권역 내 SO 인수라는 측면에서 규모의 경제 달성과 경영정상화의 시그널로써 긍정적이라 판단한다.

2017 년부터 수익성 개선 전망

CJ 헬로비전은 2016 년 어려운 영업환경 속에서도 LTE 및 디지털 TV 가입자가 지속적으로 증가하고 있다. 16 년 4 분기 2015 년분 홈쇼핑송출수수료 협상 결과에 따라 실적 변동성 있으나, 양질의 가입자 기반의 수익성 개선이 2017 년부터 시작될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 11,000 원(유지)

가입자 기반확대로 본격적인 수익성 개선이 예상되는 CJ 헬로비전에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 11 월 12.5% 주가가 상승했으나 2016 년 기준 PER 11.2 배로 여전히 저평가 상태라 판단한다.

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 | 11.2 | 10.2 | 9.0 |
| PBR | 배 | 1.6 | 0.8 | 1.0 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| EV/EBITDA | 배 | 8.2 | 4.3 | 4.5 | 3.9 | 3.5 | 3.0 |
| 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 주요 SO 인수 사례

| 공시일 | 피인수회사 | 인수 지분율 | 가입자(만명) | 인수가격(억원) | 가입자 당 가격(원) |
|-------------------|-------------|---------------|----------|------------|----------------|
| 2012-12-14 | 나라방송 | 39.1% | 8 | 121 | 387,500 |
| 2013-06-17 | 영서방송 | 68.4% | 11 | 404 | 536,580 |
| 2013-06-25 | 호남방송 | 89.6% | 20 | 1,240 | 691,805 |
| 2013-07-29 | 전북방송 | 100.0% | 12 | 584 | 486,667 |
| 2013-12-16 | 강원방송 | 88.7% | 14 | 654 | 526,757 |
| 2016-12-06 | 하나방송 | 100.0% | 9 | 225 | 250,000 |

자료: SK 증권

주: 가입자당 가격은 지분율 100% 환산

하나방송 주요 재무제표

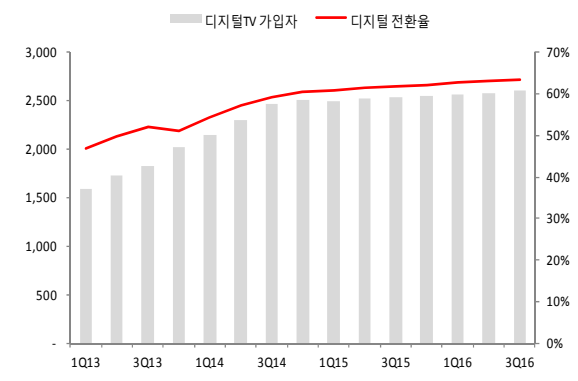
(단위: 백만원)

| 구분 | 2014 | 2015 |
|-------|--------|--------|
| 매출액 | 7,555 | 7,762 |
| 영업이익 | 659 | 630 |
| 당기순이익 | 14 | 30 |
| 자산 | 13,019 | 13,743 |
| 부채 | 10,483 | 9,448 |
| 자본 | 2,536 | 4,295 |

자료: 하나방송

CJ 헬로비전 디지털 TV 가입자 추이

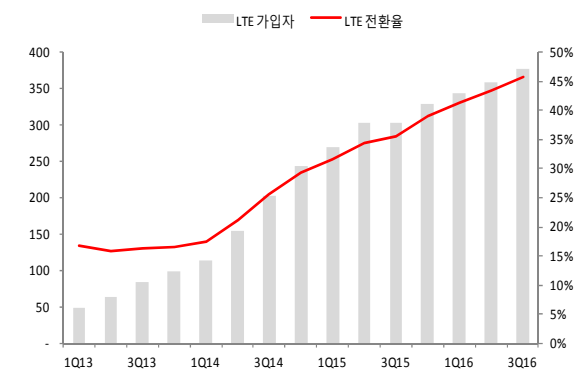
(단위: 천명)



자료: CJ 헬로비전

CJ 헬로비전 디지털 TV 가입자 추이

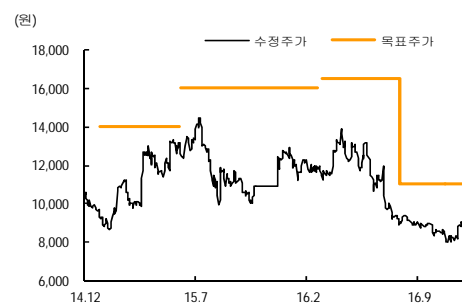
(단위: 천명)



자료: CJ 헬로비전

투자의견변경

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 |
|------------|--------|---------|
| 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 |
| 2015.06.10 | 매수 | 16,000원 |
| 2015.06.09 | 담당자 변경 | |
| 2015.01.08 | 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 (2016 년 12 월 7 일 기준)

| | | | | | |
|----|-------|----|------|----|----|
| 매수 | 94.9% | 중립 | 5.1% | 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 | 9.0 | 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 | 2.3 | 2.3 | 2.4 |
| 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 |