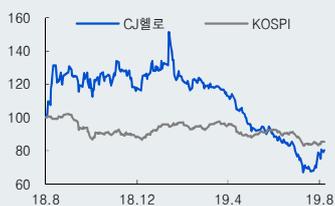


투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 하향)	▼ 7,800원
현재주가(19/09/03)	6,250원
상승여력	25%

영업이익(19F, 십억원)	49
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	53
EPS 성장률(19F, %)	-36.3
MKT EPS 성장률(19F, %)	-27.7
P/E(19F, x)	19.1
MKT P/E(19F, x)	12.4
KOSPI	1,965.69

시가총액(십억원)	484
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	45.4
외국인 보유비중(%)	10.1
베타(12M) 일간수익률	0.80
52주 최저가(원)	5,230
52주 최고가(원)	11,800

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.3	-33.9	-25.4
상대주가	8.0	-26.2	-12.5



[통신/로보틱스/조선]

이학무
 02-3774-1785
 hmlee@miraeasset.com

CJ헬로 (037560)

중기적 인수 시너지 기대

단기적 실적 악화 반영하여 목표주가 7,800원으로 하향 조정하나 매수 의견 유지

통신서비스 업체 IPTV 진영의 공세로 인해서 케이블 방송국 업체의 영업환경이 지속적으로 악화되면서 가입자 감소 및 ARPU 하락으로 인한 매출 감소가 진행되고 있다. 이에 추가적으로, 가입자 감소는 홈쇼핑 송출 수수료 인하로 인한 추가적인 매출 감소 요인이 될 뿐 아니라 콘텐츠 구매 협상력 저하로 구매 가격이 인상되는 비용 증가 요인이 된다. 이와 같은 상황은 LG유플러스의 인수가 마무리되는 연말 또는 내년 초까지 진행될 것으로 보이고 이에 따른 수익성 악화가 불가피하다고 판단한다. 따라서 2019년 순이익 전망을 기존 307억원에서 250억원으로 19% 하향 조정하고 목표주가를 기존 9,200원에서 7,800원으로 하향한다. 그러나 목표주가가 현주가 대비 20% 이상의 상승 여력이 있는 것을 감안해서 투자 의견은 매수를 유지한다.

인수 완료 이후 중장기적으로 LG유플러스와의 시너지 보이며 회복세 기대 가능

LG유플러스의 인수가 마무리되면 현재 수익성 하락의 주요한 요인 대부분이 해소될 수 있을 것으로 기대한다. 케이블 TV 가입자 감소는 LG유플러스의 이동통신 가입자와의 결합상품을 통해서 유지 또는 증가를 기대할 수 있고 디지털 전환 가입을 가속화 시키면서 ARPU 유지 및 상승도 기대할 수 있다. 콘텐츠 구매 협상에 있어서도 현재보다는 우위를 보일 수 있을 것이다. 물론 LG유플러스와 통합 플랫폼이 되는 것은 아니긴 하지만 결합 회사로서의 협상력 우위는 충분히 기대 가능하다는 판단이다.

유료방송 시장이 점차 안정화되는 것에 대한 수혜도 중장기적으로 기대할 수 있다. CJ헬로가 LG유플러스에 인수되는 것뿐 아니라 티브로드 역시 SK브로드밴드와의 합병을 진행하고 있고, 딜라이브도 매물로 나와 있어 통신사에 인수될 가능성이 높은 상황이다. 이와 같은 인수 합병 과정이 마무리되면 케이블방송국과 IPTV 간의 실질적인 경쟁이 약화되어 과도하게 낮은 상품 가격이 정상화될 수 있을 것이고 이로 인한 수익성 개선도 기대할 수 있다.

인수 승인 및 3분기 영업이익 회복 모멘텀 기대

지난 8월 26일 공정거래위원회가 '유료방송 가격 인상 제한'이라는 조건으로 LG유플러스의 CJ헬로 인수를 조건부 승인하는 것으로 가닥을 잡았다는 뉴스와 함께 CJ헬로의 주가는 큰 폭의 상승을 보였다. 이와 같이 하반기 인수 승인으로 인한 주가 상승 모멘텀을 충분히 기대할 수 있다. 공정거래위원장의 변동 등으로 인해 일부 지연이 되고 있는 것이긴 하지만 하반기 중으로 승인을 받고 인수가 마무리될 수 있을 것으로 전망한다. 3분기 영업이익은 2분기 일회성 비용 요인이 없어지면서 120억원 수준으로 회복될 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	1,101	1,120	1,171	1,130	1,155	1,194
영업이익 (십억원)	43	73	68	49	57	70
영업이익률 (%)	3.9	6.5	5.8	4.3	4.9	5.9
순이익 (십억원)	22	29	40	25	32	42
EPS (원)	278	373	514	328	409	538
ROE (%)	2.2	3.0	3.9	2.4	2.9	3.7
P/E (배)	33.7	19.0	17.8	19.1	15.3	11.6
P/B (배)	0.8	0.6	0.7	0.4	0.4	0.4
배당수익률 (%)	0.8	1.1	0.8	1.2	1.2	1.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: CJ헬로, 미래에셋대우 리서치센터

CJ헬로

중기적 인수 시너지 기대

CJ헬로 (037560)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	1,171	1,130	1,155	1,194
매출원가	117	438	773	795
매출총이익	1,054	692	382	399
판매비와관리비	986	643	324	328
조정영업이익	68	49	57	70
영업이익	68	49	57	70
비영업손익	-16	-16	-16	-16
금융손익	-10	-11	-7	9
관계기업등 투자손익	0	-2	-9	-25
세전계속사업손익	52	33	41	54
계속사업법인세비용	12	8	10	13
계속사업이익	40	25	32	42
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	40	25	32	42
지배주주	40	25	32	42
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	37	25	32	42
지배주주	37	25	32	42
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	338	316	315	427
FCF	83	137	172	398
EBITDA 마진율 (%)	28.9	28.0	27.3	35.8
영업이익률 (%)	5.8	4.3	4.9	5.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.4	2.2	2.8	3.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	332	403	493	891
현금 및 현금성자산	107	191	276	666
매출채권 및 기타채권	179	169	174	180
재고자산	16	16	16	17
기타유동자산	30	27	27	28
비유동자산	1,602	1,612	1,553	1,198
관계기업투자등	29	27	28	29
유형자산	692	652	633	399
무형자산	778	751	711	587
자산총계	1,934	2,015	2,046	2,089
유동부채	347	491	496	503
매입채무 및 기타채무	110	103	106	110
단기금융부채	150	305	305	305
기타유동부채	87	83	85	88
비유동부채	527	445	445	446
장기금융부채	513	431	431	431
기타비유동부채	14	14	14	15
부채총계	874	936	941	949
지배주주지분	1,059	1,079	1,105	1,141
자본금	194	194	194	194
자본잉여금	190	190	190	190
이익잉여금	676	695	721	757
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,059	1,079	1,105	1,141

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	261	255	290	398
당기순이익	40	25	32	42
비현금수익비용가감	318	300	275	360
유형자산감가상각비	157	156	137	233
무형자산상각비	112	111	121	123
기타	49	33	17	4
영업활동으로인한자산및부채의변동	-82	-47	0	0
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	3	-1	-4	-6
재고자산 감소(증가)	3	1	0	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-10	-18	0	1
법인세납부	-1	-12	-10	-13
투자활동으로 인한 현금흐름	-210	-168	-199	-1
유형자산처분(취득)	-175	-117	-118	0
무형자산감소(증가)	-27	-53	-80	0
장단기금융자산의 감소(증가)	15	2	-1	-1
기타투자활동	-23	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-8	-10	-6	-6
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	73	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-6	-6	-6	-6
기타재무활동	-1	-77	0	0
현금의 증가	43	84	84	390
기초현금	65	107	191	275
기말현금	107	191	275	666

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	17.8	19.1	15.3	11.6
P/CF (x)	2.0	1.5	1.6	1.2
P/B (x)	0.7	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	3.7	3.2	3.0	1.3
EPS (원)	514	328	409	538
CFPS (원)	4,614	4,205	3,955	5,190
BPS (원)	13,678	13,931	14,264	14,727
DPS (원)	75	75	75	75
배당성향 (%)	14.6	22.9	18.4	13.9
배당수익률 (%)	0.8	1.2	1.2	1.2
매출액증가율 (%)	4.6	-3.5	2.2	3.4
EBITDA증가율 (%)	12.3	-6.5	-0.3	35.6
조정영업이익증가율 (%)	-6.8	-27.9	16.3	22.8
EPS증가율 (%)	37.8	-36.2	24.7	31.5
매출채권 회전을 (회)	6.3	6.8	7.1	7.1
재고자산 회전을 (회)	65.9	70.7	73.4	73.5
매입채무 회전을 (회)	7.3	29.2	52.3	52.2
ROA (%)	2.1	1.3	1.6	2.0
ROE (%)	3.9	2.4	2.9	3.7
ROIC (%)	3.4	2.0	2.9	4.1
부채비율 (%)	82.5	86.7	85.2	83.2
유동비율 (%)	95.7	82.1	99.4	177.1
순차입금/자기자본 (%)	51.7	49.8	41.0	5.5
조정영업이익/금융비용 (x)	3.7	2.3	2.7	3.3

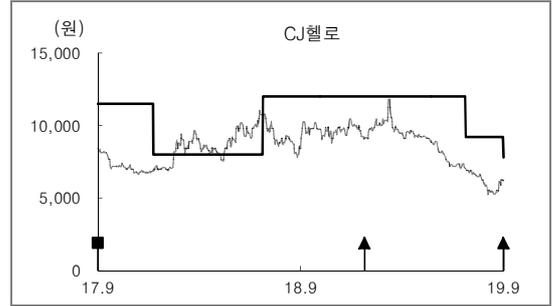
자료: CJ헬로, 미래에셋대우 리서치센터

CJ헬로

중기적 인수 시너지 기대

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
CJ헬로(037560)				
2019.09.03	매수	7,800	-	-
2019.06.27	매수	9,200	-33.46	-24.89
2018.12.27	매수	12,000	-23.14	-1.67
2018.06.27	Trading Buy	12,000	-21.27	-10.00
2017.12.12	Trading Buy	8,000	7.64	38.13
2017.05.25	Trading Buy	11,500	-30.05	-16.09



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.14%	8.72%	8.14%	0.00%

* 2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.