



무엇이 좋아지는가?

CJ헬로비전(037560/KS) | 매수(유지) | T.P 16,500원(유지)
최관순 | 3773-8812

현재 정부에서 심사중인 SK텔레콤의 CJ헬로비전 지분인수 및 SK브로드밴드와의 합병이 승인된다면 합병법인에 대해 긍정적이라 판단

- ① 유료방송 점유율 제한에 따른 가입자모집 경쟁 완화
- ② 결합상품을 통한 아날로그 가입자의 디지털 전환으로 TV ARPU 상승
- ③ SK텔레콤 재판매를 통한 초고속인터넷 가입자 증가 기조 유지
- ④ 홈쇼핑 송출수수료 협상에서의 협상력 강화를 예상하기 때문



통신서비스. 최관순

SK텔레콤은 CJ헬로비전의 지분인수 및 SK브로드밴드의 합병을 추진 중에 있습니다. 현재 정부의 승인을 기다리고 있는 상태인데 현재로서는 승인 여부 및 승인 조건에 대해 판단하기 어렵습니다.

다만 4월 중에는 승인 여부가 결정될 것으로 예상합니다.

본 보고서는 정부 승인을 전제로 작성하였으며 합병 이후 합병법인의 영업환경과 합병 시너지에 대해 작성하였습니다.

결론적으로 합병법인의 영업환경은 개선될 가능성이 높으며 SK텔레콤, SK브로드밴드, CJ헬로비전의 합병 시너지 창출이 가능할 것으로 예상합니다. 추후 정부 승인 여부가 확정될 경우 승인조건에 따른 변동성은 있으며 실적과 목표주가 등에 대한 조정 가능성도 열려 있음을 알려드립니다.



CJ 헬로비전(037560/KS)

무엇이 좋아지는가?

매수(유지)

T.P 16,500 원(유지)

Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

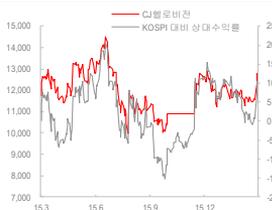
Company Data

| | |
|------------|----------|
| 자본금 | 1,936 억원 |
| 발행주식수 | 7,745 만주 |
| 자사주 | 0 만주 |
| 액면가 | 2,500 원 |
| 시가총액 | 8,984 억원 |
| 주요주주 | |
| 에스케이텔레콤(주) | 38.61% |
| CJ쇼핑 | 23.91% |
| 외국인지분률 | 7.70% |
| 배당수익률 | 0.60% |

Stock Data

| | |
|--------------|------------|
| 주가(16/03/24) | 11,600 원 |
| KOSPI | 1985.97 pt |
| 52주 Beta | 0.99 |
| 52주 최고가 | 14,500 원 |
| 52주 최저가 | 9,880 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 19 억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|-------|-------|
| 1개월 | -3.3% | -6.9% |
| 6개월 | 0.9% | -1.1% |
| 12개월 | 16.6% | 19.8% |

현재 정부에서 심사중인 SK 텔레콤의 CJ 헬로비전 지분인수 및 SK 브로드밴드와의 합병이 승인된다면 합병법인에 대해 긍정적이라 판단한다. ①유료방송 점유율 제한에 따른 가입자모집 경쟁이 완화되고 ②결합상품을 통한 아날로그 가입자의 디지털 전환으로 TV ARPU 상승이 가능하며 ③SK 텔레콤 재판매를 통한 초고속인터넷 가입자 증가 기조가 유지될 것으로 예상하기 때문이다

SK 텔레콤의 CJ 헬로비전 인수 추진

SK 텔레콤은 CJ 헬로비전 인수와 자회사 SK 브로드밴드와의 합병을 추진하고 있다. 현재 정부는 4 월 중 지분인수 및 합병 승인 여부를 결정할 전망이다. 정부의 승인 시 합병법인에 대해 우호적인 영업환경이 조성될 전망이다

SK 텔레콤에 인수 시 기대되는 긍정적인 변화들

합병법인에 대해 긍정적으로 판단하는 이유는 ①유료방송 점유율 제한에 따른 가입자모집 경쟁이 완화되고 ②결합상품을 통한 아날로그 가입자의 디지털 전환으로 TV ARPU 상승이 가능하며 ③SK 텔레콤 재판매를 통한 초고속인터넷 가입자 증가 기조가 유지될 것으로 예상하기 때문이다. 또한 ④홈쇼핑 송출수수로 협상에서의 협상력 강화를 예상하기 때문이다.

투자의견 매수, 목표주가 16,500 원(유지)

CJ 헬로비전에 대한 투자의견 매수를 유지한다. SK 브로드밴드와의 합병 시 영업환경 개선에 따른 실적 개선이 가능하기 때문이다. 목표주가는 기존 16,500 원을 유지하나 합병 승인 시 합병법인은 합병시너지 발생을 통해 실적 개선 가능성이 높아 추가적인 주가 상승 가능성도 높다고 판단한다

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|----|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 억원 | 8,910 | 11,602 | 12,704 | 11,826 | 11,729 | 12,088 |
| yoy | % | 31.0 | 30.2 | 9.5 | -6.9 | -0.8 | 3.1 |
| 영업이익 | 억원 | 1,493 | 1,158 | 1,021 | 1,050 | 1,113 | 1,376 |
| yoy | % | -1.6 | -22.5 | -11.8 | 2.8 | 6.0 | 23.6 |
| EBITDA | 억원 | 3,213 | 3,417 | 3,874 | 3,776 | 3,428 | 3,514 |
| 세전이익 | 억원 | 1,244 | 974 | 356 | 760 | 983 | 1,033 |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 1,043 | 770 | 257 | 598 | 774 | 813 |
| 영업이익률% | % | 16.8 | 10.0 | 8.0 | 8.9 | 9.5 | 11.4 |
| EBITDA% | % | 36.1 | 29.5 | 30.5 | 31.9 | 29.2 | 29.1 |
| 순이익률 | % | 11.7 | 6.6 | 2.0 | 5.1 | 6.6 | 6.7 |
| EPS | 원 | 1,318 | 963 | 332 | 772 | 999 | 1,050 |
| PER | 배 | 10.6 | 19.9 | 29.4 | 16.4 | 12.8 | 12.2 |
| PBR | 배 | 1.5 | 1.7 | 0.8 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 배 | 4.4 | 6.9 | 4.3 | 4.4 | 4.2 | 3.9 |
| ROE | % | 15.5 | 9.6 | 2.9 | 6.5 | 7.8 | 7.6 |
| 순차입금 | 억원 | 4,546 | 8,587 | 9,015 | 6,872 | 4,460 | 3,512 |
| 부채비율 | % | 114.7 | 135.2 | 140.2 | 115.5 | 107.9 | 100.5 |

Contents

| | |
|----------------------------------|----|
| 0. Prologue | 3 |
| 1. 유료방송 경쟁 완화 | 4 |
| 2. 아날로그 가입자의 디지털 전환으로 ARPU 상승 기대 | 6 |
| 3. 합병법인의 재판매를 통한 가입자 확대 | 9 |
| 4. SK 브로드밴드 실적개선 추이 확인 | 11 |
| 5. 가입자 확대에 따른 협상력 제고 | 13 |
| 6. 합병법인 Valuation | 15 |

0. Prologue

SK 텔레콤은 지난 12월 1일 CJ 오쇼핑이 보유하고 있는 CJ 헬로비전 지분 30% 인수와 100% 자회사 SK 브로드밴드와의 합병 승인 신청을 하였다. 현재 공정거래위원회에서 인수합병 승인심사가 진행 중이다. 심사기간은 120일로 3월말까지 결론이 나와야하나, 자료보정 기간은 120일에 포함되지 않기 때문에 판단은 좀 더 지연될 가능성이 있다. 이후 미래창조과학부에서 심사위원회와 자문단을 통해 공식적인 승인이 날 예정이다. 따라서 SK 텔레콤에서 공시한 4월 1일자 합병은 사실상 어려워진 상태이다. 그럼에도 4월에는 공식적인 승인 여부가 결정될 것으로 예상하며 승인 시 상반기 내 SK 브로드밴드와의 합병이 완료될 것으로 예상된다

현재로서는 경쟁사 등의 반대 여론이 만만치 않은 상태로 인수합병 승인의 결과를 예측하기는 어려운 상황이다. 인수합병이 승인 된다고 하더라도 인가 조건에 따른 합병법인의 시너지 여부는 차이가 클 것이다. 최근 언론보도에 따르면 조건부 승인 가능성이 높은 것으로 알려졌는데 5년간 요금인상 금지, CJ 헬로비전의 알뜰폰 사업부문 매각, 타 케이블 TV 사업자의 결합상품 출시를 위한 이동통신 동등 제공 등이 논의되고 있는 것으로 알려졌다

이번 보고서에서는 승인 조건과 상관없이 CJ 헬로비전과 SK 브로드밴드의 합병을 전제로 합병 이후 유선부문의 영업환경 변화와 합병법인 시너지에 초점을 맞춰서 작성하였다

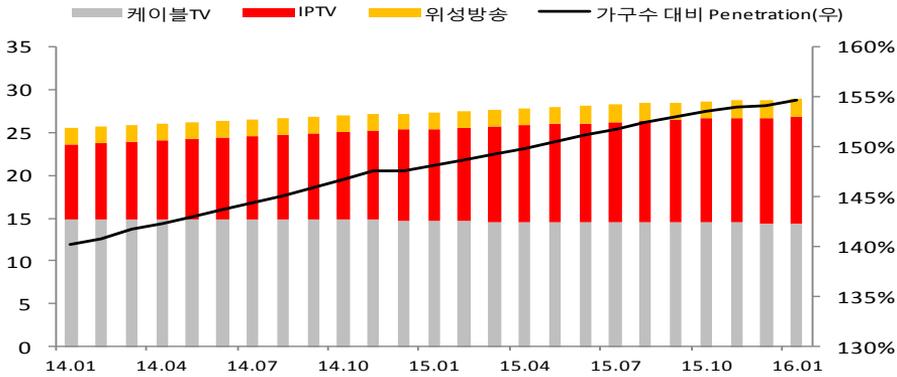
공정위 심사 결과를 예측하기 어려운 상황이며 인수합병 승인 시 조건에 따라 실적 변동성이 크기 때문에 본 보고서의 공식적인 실적 추정과 목표주가는 기존의 CJ 헬로비전 단독 기준으로 제시한다. 추후 승인 여부 및 조건에 따라 실적 추정치 및 목표주가는 변동 가능성이 있다

1. 유료방송 경쟁 완화

SK 텔레콤이 CJ 헬로비전을 인수할 경우 유료방송 시장 내 경쟁 강도가 완화될 것으로 예상된다. IPTV와 케이블 가입자를 포함한 전체 유료방송 가입자는 2016년 1월말 기준 2,896만명이다. 유료방송 시장은 2015년 6월부터 점유율 합산규제를 받고 있다. 한 사업자가 유료방송 시장 내 점유율이 1/3을 넘어서면 안된다. 현재 유료방송 가입자는 총 가구수 대비 154.7%에 달해 추가적인 가입자 확대는 제한적인 상황으로 현재 유료방송 가입자가 유지된다고 가정할 경우 한 사업자가 965만명을 넘어서면 안되는 것이다.

국내 유료방송 가입자 현황

(단위: 백만명)

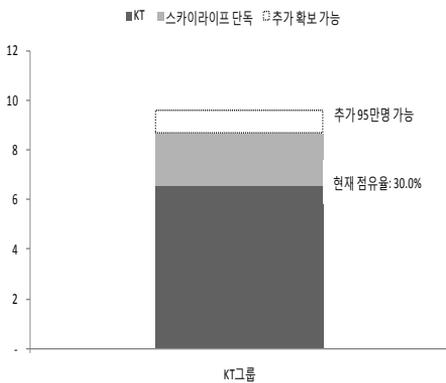


자료: SK 증권

현재 KT 그룹은 KT와 KT 스카이라이프를 합산한 가입자가 876만명으로 유료방송 내 점유율은 30.0%이다. 점유율 제한인 1/3까지 추가적인 가입자는 95.1만명의 여유가 있다. 여기에 도서, 산간 등 위성방송 수신만 가능한 지역(경기도 광주시 남종면 검천리 등 전 구역 예외지역 15곳과 강원도 강릉시 연곡면 삼산리 등 부분 예외지역 1,698곳)을 제외하게 되는데 이를 고려하더라도 KT의 추가적인 가입자 여유분은 100만명 내외로 추산된다. SK 텔레콤이 CJ 헬로비전을 인수할 경우 합산 가입자는 769만명(점유율: 26.5%)으로 추가적인 가입자 확보는 197만명이 가능할 전망이다.

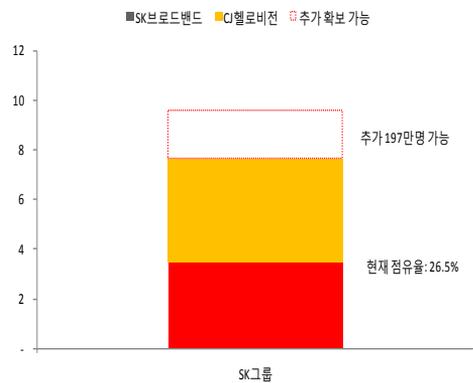
SK 텔레콤이 CJ 헬로비전 인수에 성공할 경우 유료방송 시장의 경쟁이 완화될 것으로 예상된다. SK 텔레콤도 SK 브로드밴드와 CJ 헬로비전의 점유율 합산 규제를 받게 되는데 추가적인 가입자 확보가 제한적인 상황이기 때문이다. 3년 후 일몰 예정인 유료방송 내 점유율 합산규제로 인해 KT 그룹과 SK 그룹이 각각 높은 점유율로 인해 가입자 모집 한도에 얼마 남아있지 않아 단기적으로 가입자 모집경쟁 강도가 완화되는 것이다. 가입자 모집 경쟁이 완화될 경우 산업 평균 1인당 가입자 획득비용 (SAC: Subscriber Acquisition Cost)의 절감효과를 기대할 수 있다

KT 그룹 유료방송 가입자 (단위: 백만명)



자료: 각 사, SK 증권

SK 그룹 유료방송 가입자 (단위: 백만명)



자료: 각 사, SK 증권

2. 아날로그 가입자의 디지털 전환으로 ARPU 상승 기대

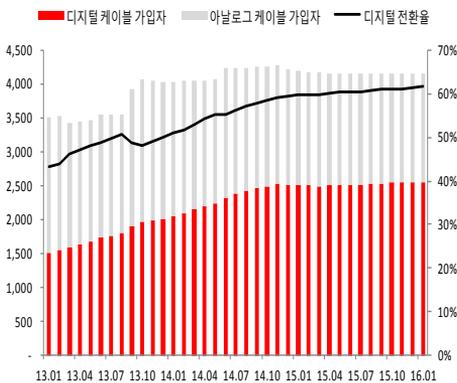
유료방송의 추가적인 가입자 성장 여력이 높지 않은 상황에서 SK 텔레콤은 CJ 헬로 비전 인수 이후 아날로그 케이블 가입자의 디지털 전환에 집중할 것으로 예상된다. 외부 가입자를 유치하는데 높은 가입자 획득비용이 필요한 것에 비해 자사 아날로그 케이블 가입자의 디지털 전환은 마케팅 비용 측면에서 효율적이다. 또한 디지털 전환에 따른 ARPU 상승을 기대할 수 있다. 2016년 1월말 기준 CJ 헬로비전의 아날로그 가입자와 디지털 가입자는 각각 159만명, 256만명이며 각각의 ARPU는 2015년 말 기준 아날로그 3,529원, 디지털 10,948원이다.

2010년 이후 CJ 헬로비전의 SO 인수 이력

| 인수일자 | 인수한 방송사 |
|-----------|---------------------|
| 2010년 04월 | 영동방송 아리방송 동구방송 수성방송 |
| 2012년 03월 | 신라방송 |
| 2013년 06월 | 나라방송 |
| 2013년 10월 | 영서방송 호남방송 |
| 2013년 11월 | 전북방송 |

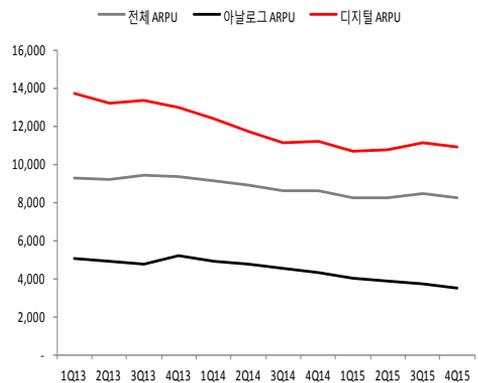
자료: CJ 헬로비전

CJ 헬로비전 가입자 추이 (단위: 천명)



자료: CJ 헬로비전, SK 증권

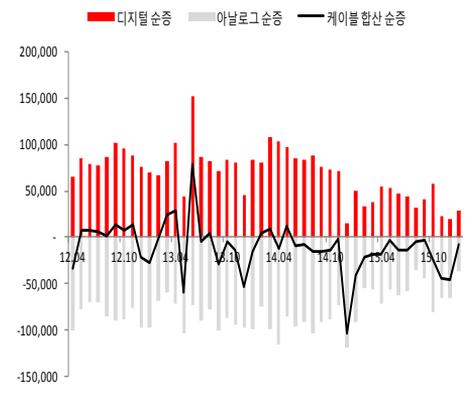
CJ 헬로비전 TV 부문 ARPU 추이 (단위: 원)



자료: CJ 헬로비전, SK 증권

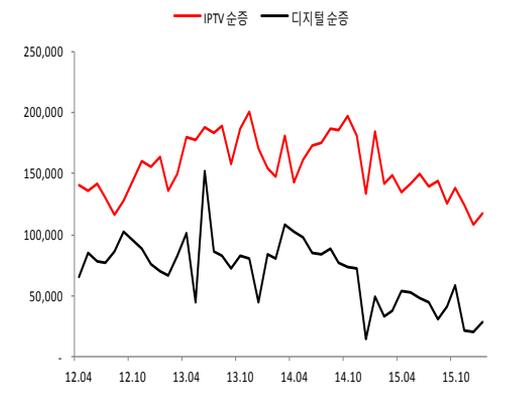
CJ 헬로비전은 그 동안 SO 인수를 통해 가입자를 확대해 왔다. 하지만 2015년 들어 아날로그 케이블 가입자가 이탈한 만큼 디지털로 전환을 하지 못했다. 이는 대부분의 SO의 상황과 유사한데 IPTV 업체의 결합상품 경쟁력과 자금력에 밀려 자사 가입자 방어에도 어려움을 겪은 것이다. 디지털 케이블 가입자 순증과 IPTV 순증 가입자 추이를 보더라도 가입자 모집 경쟁력에 있어 IPTV가 지속적으로 우위를 유지하고 있다

케이블 순증 가입자 추이 (단위: 명)



자료: KCTA, SK 증권

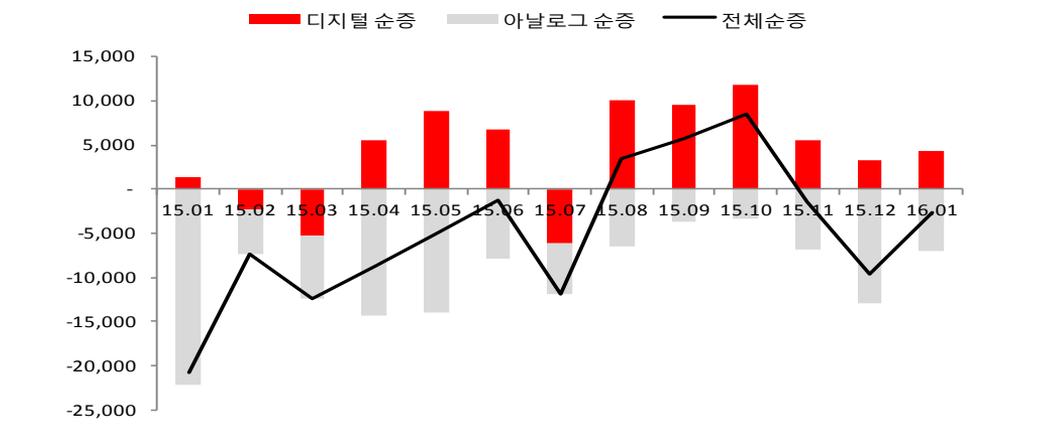
IPTV와 디지털케이블 순증 가입자 추이 (단위: 명)



자료: KCTA, SK 증권

CJ 헬로비전 순증 가입자 추이

(단위: 명)

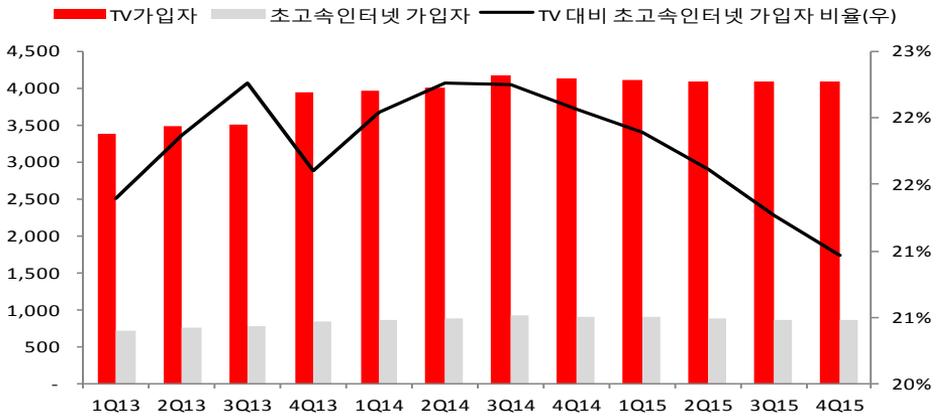


자료: CJ 헬로비전

SK 텔레콤이 CJ 헬로비전을 인수할 경우 우선적으로 자사 가입자 방어전략에 집중할 가능성이 높다. SK 텔레콤과의 이동통신 결합을 통해 아날로그 케이블 가입자를 디지털로 전환하는 것이다. 이동통신과 TV, 초고속인터넷을 결합할 경우 TV 부분 APRU 상승이 가능하다. 또한 86 만명에 불과한 CJ 헬로비전 초고속인터넷 가입자의 자사 초고속인터넷 가입으로 전환 유도가 가능할 것으로 판단한다

CJ 헬로비전 순증 가입자 추이

(단위: 천명)

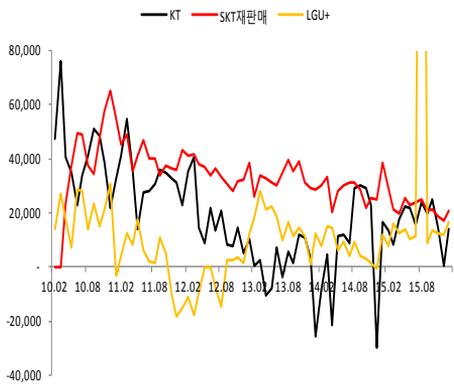


자료: CJ 헬로비전

3. 합병법인의 재판매를 통한 가입자 확대

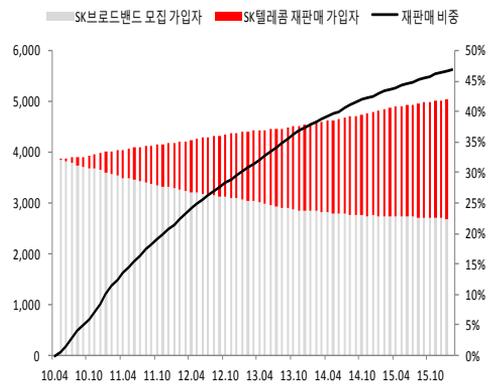
CJ 헬로비전과 합병하게 될 SK 텔레콤의 100% 자회사 SK 브로드밴드의 초고속인터넷 가입자는 2016년 1월말 기준 505만명이다. 이 중 모회사인 SK 텔레콤을 통한 재판매 가입자는 236만명으로 전체 가입자 중 46.8%에 달한다. 재판매 가입자의 경우 SK 텔레콤 영업망을 이용하기 때문에 자회사 입장에서는 획득비용에 대한 부담이 낮아지게 된다.

업체별 초고속인터넷 순증 추이 (단위: 명)



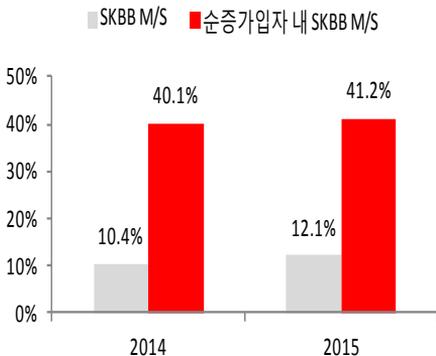
자료: 미래창조과학부, SK 증권

SK 브로드밴드 초고속인터넷 가입자 추이 (단위: 천명)



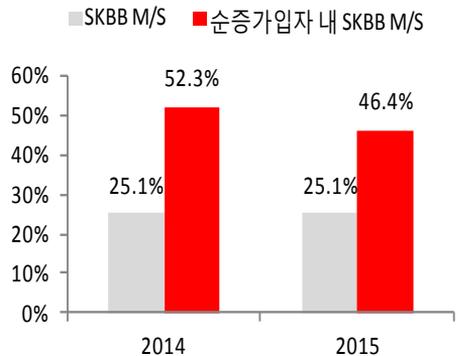
자료: 미래창조과학부, SK 증권

유료방송 내 SK 브로드밴드 점유율



자료: 미래창조과학부, SK 증권

초고속인터넷 내 SK 브로드밴드 점유율 (단위: 천명)



자료: 미래창조과학부, SK 증권

주: LG 유플러스의 15년 8월 기업회선 가입자 일시 편입 제외 가정

SK 브로드밴드의 3Q15 말 기준 1인당 획득비용(전체 순증가입자 당 판매수수료 비중)은 2014년 말 대비 4.0% 감소한 것으로 추정하는데 이는 재판매 가입자 확대에 기인한다고 판단한다. CJ 헬로비전과 SK 브로드밴드의 합병법인에 대한 재판매도 지속될 예정이기 때문에 구조적인 시장 경쟁 완화 이외에도 SK 텔레콤 재판매 가입자 확대를 통해 향후 가입자 획득비용 안정화가 가능할 전망이다

SK 브로드밴드 가입자 당 획득비용 추이

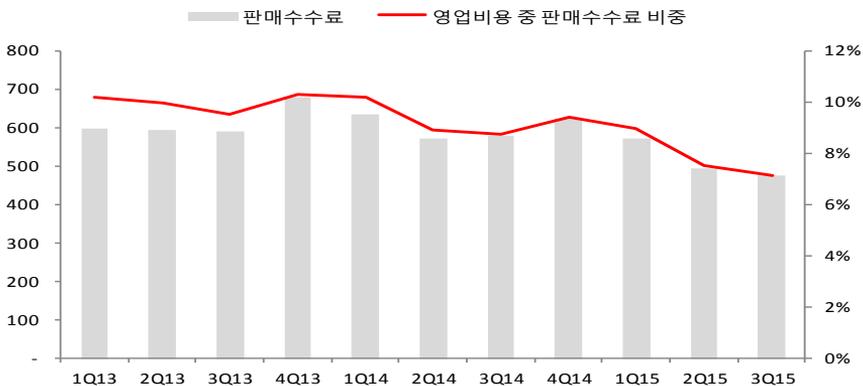
(단위: 천명, 억원, 명)

| | 1Q14 | 2Q14 | 3Q14 | 4Q14 | 1Q15 | 2Q15 | 3Q15 | 2014말 | 3Q15말 |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|
| Subscribers | | | | | | | | | |
| 초고속 | 4,632 | 4,682 | 4,741 | 4,810 | 4,891 | 4,943 | 4,995 | 4,810 | 4,995 |
| 재판매 | 1,819 | 1,897 | 1,989 | 2,061 | 2,150 | 2,218 | 2,287 | 2,061 | 2,287 |
| 재판매 비중 | 39.3% | 40.5% | 41.9% | 42.8% | 44.0% | 44.9% | 45.8% | 42.8% | 45.8% |
| 집전화 | 4,556 | 4,550 | 4,530 | 4,514 | 4,509 | 4,511 | 4,495 | 4,514 | 4,495 |
| IPTV | 2,268 | 2,426 | 2,614 | 2,829 | 3,029 | 3,198 | 3,349 | 2,829 | 3,349 |
| 번들링 | 49.0% | 51.8% | 55.1% | 58.8% | 61.9% | 64.7% | 67.1% | 58.8% | 67.1% |
| 1인당 획득비용 | | | | | | | | | |
| 가입자 순증 | 246,983 | 214,165 | 268,200 | 299,782 | 276,504 | 222,759 | 186,128 | 1,029,130 | 685,391 |
| 판매수수료 | 634 | 574 | 581 | 626 | 574 | 493 | 476 | 2,415 | 1,543 |
| 가입자 당 평균 SAC | 256,698 | 268,018 | 216,629 | 208,818 | 207,615 | 221,340 | 255,911 | 234,664 | 225,191 |

자료: SK 브로드밴드, SK 증권

SK 브로드밴드 판매수수료 추이

(단위: 억원)

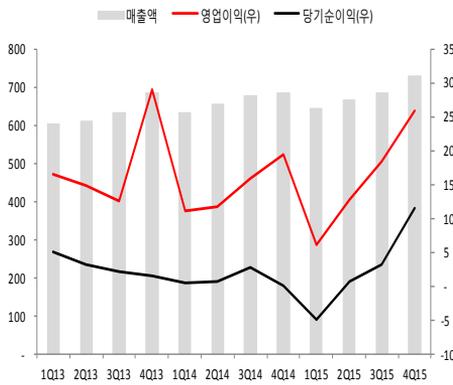


자료: SK 브로드밴드

4. SK 브로드밴드 실적개선 추이 확인

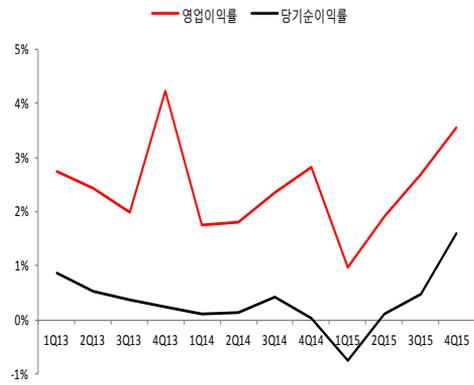
SK 브로드밴드의 실적 개선이 진행되고 있다. SK 브로드밴드는 2015년 실적은 매출액 2조 7,313억원, 당기순이익 108억원을 기록했다. 매출과 당기순이익이 전년 대비 각각 2.9%, 151.5% 증가한 수치이다. SK 브로드밴드의 실적 개선은 IPTV 이 흑자전환에 성공한 것으로 추정되기 때문이다. 2015년 흑자전환 이후 2016년부터 본격적인 이익 기여가 가능할 것으로 예상된다

SK 브로드밴드 분기별 실적 추이 (단위: 십억원)



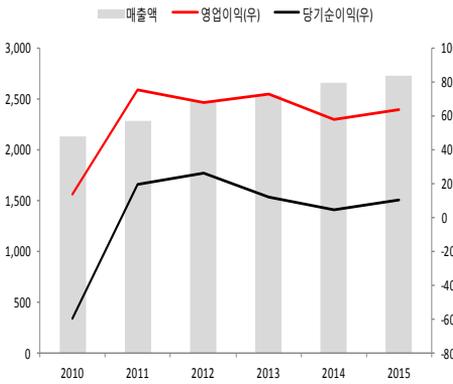
자료: SK 브로드밴드, SK 증권

SK 브로드밴드 분기별 수익성 추이



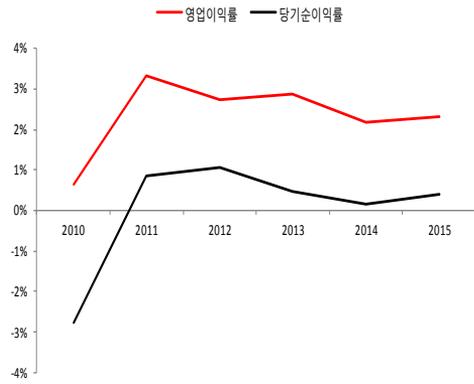
자료: SK 브로드밴드, SK 증권

SK 브로드밴드 연간 실적 추이 (단위: 십억원)



자료: SK 브로드밴드, SK 증권

SK 브로드밴드 연간 수익성 추이



자료: SK 브로드밴드, SK 증권

2016년 SK 브로드밴드 실적개선이 지속될 것으로 예상된다. TV 가입자 확대에 따른 IPTV 부문 이익 레버리지 효과가 발생할 것으로 예상하며 판매수수료도 전년 대비 감소하면서 매출액 2조 8,902억원, 영업이익 1,041억원, EBITDA 6,369억원을 예상한다

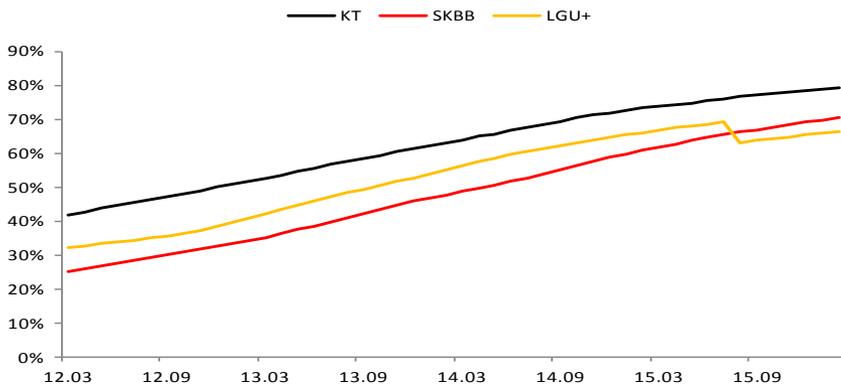
SK 브로드밴드 실적 전망

(단위: 억원)

| | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 26,544 | 27,307 | 28,902 |
| 초고속 | 8,605 | 8,892 | 9,189 |
| TV | 4,167 | 5,140 | 6,339 |
| 기업매출 | 11,167 | 11,046 | 11,106 |
| 전화 | 1,606 | 1,490 | 1,263 |
| 영업비용 | 25,961 | 26,678 | 27,861 |
| 매출연동성격 비용 | 15,911 | 16,293 | 17,109 |
| 고정성격 비용 | 2,742 | 3,423 | 4,104 |
| 감가상각비 | 4,893 | 5,034 | 5,328 |
| 판매수수료 | 2,415 | 1,853 | 1,320 |
| 영업이익 | 583 | 635 | 1,041 |
| 영업이익률 | 2.2% | 2.3% | 3.6% |
| EBITDA | 5,476 | 5,669 | 6,369 |
| EBITDA Margin | 20.6% | 20.8% | 22.0% |

자료: SK 브로드밴드, SK 증권

통신 3사 인터넷 가입자 대비 IPTV 가입자 비중 추이



자료: 각 사, SK 증권

주: 2015년 8월부터 LGU+만 미래부 권고로 기업회선을 소급없이 포함. 대략 34만명으로 추산됨

5. 가입자 확대에 따른 협상력 제고

유료방송사업자의 주요 매출 중 홈쇼핑 송출수수료가 있다. 홈쇼핑 송출수수료는 홈쇼핑업체가 SO 나 IPTV 업체에 지급하는 것으로 매년 계약을 갱신하게 된다. 최근 IPTV 업체의 가입자가 확대되면서 IPTV 업체의 협상력이 강화되고 있으나 SO 도 전통적인 유료방송시장 내 강자로 여전히 높은 협상력을 발휘하고 있다. CJ 헬로비전의 경우 2015 년 홈쇼핑 송출수수료 규모는 2,257 억원(2.1% yoy)인데 2015 년 분에 대해 아직 협상이 완료되지 않았다

CJ 헬로비전 가입자 당 홈쇼핑 송출수수료 추이

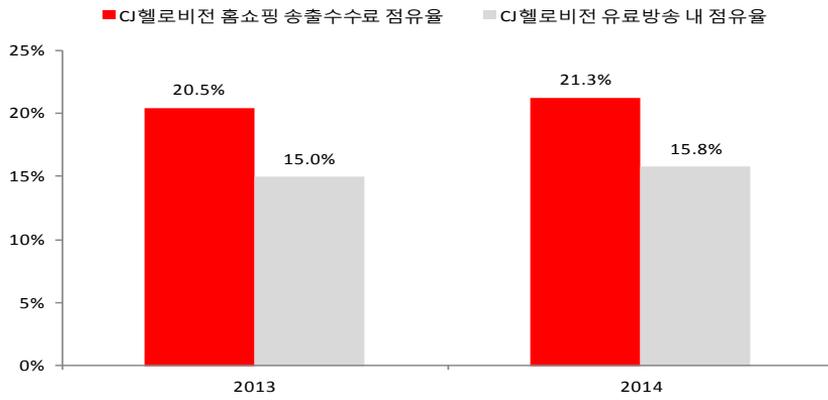
(단위: 명 백만원, 원)

| 연도 | 연 평균 가입자 | 홈쇼핑 송출수수료 | 가입자 당 홈쇼핑 송출수수료(연간) |
|------|-----------|-----------|---------------------|
| 2013 | 3,679,474 | 197,925 | 53,792 |
| 2014 | 4,166,431 | 221,095 | 53,066 |
| 2015 | 4,165,343 | 225,683 | 54,181 |

자료: CJ 헬로비전, SK 증권

유료방송사업자의 홈쇼핑 송출수수료 협상에서의 핵심은 가입자와 협상력이라 할 수 있다. 오랜기간 홈쇼핑업체와의 협상을 진행한 CJ 헬로비전은 IPTV 업체 대비 높은 협상력을 가진다고 판단한다. CJ 헬로비전과 SK 브로드밴드가 합병할 경우 CJ 헬로비전의 협상력은 여전히 유지되는 가운데 가입자가 크게 증가하게 된다. CJ 헬로비전 단독 기준 가입자는 410 만명이었으나 SK 브로드밴드의 IPTV 가입자 353 만명이 추가되면서 홈쇼핑 업체와의 협상에서는 763 만명을 대상으로 협상이 진행되기 때문이다. 홈쇼핑 송출수수료 시장은 2014 년 기준 1 조 383 억원으로 유료방송 시장 내 양사 가입자 점유율인 26.5%이상의 홈쇼핑 송출수수료 매출 발생을 기대할 수 있다. 홈쇼핑 송출수수료는 추가적인 비용 부담이 낮아 이는 영업이익에 대한 기여도가 높을 것으로 판단한다

CJ헬로비전 유료방송 점유율 및 홈쇼핑 송출 수수료 점유율 추이



자료: 방송통신위원회 CJ 헬로비전, SK 증권
주: 가입자 및 점유율은 연 평균 가입자 기준

6. 합병법인 Valuation

SK 텔레콤은 2015 년 11 월 2 일부터 11 월 23 일간 CJ 헬로비전에 대해 주당 12,000 원으로 공개매수를 진행하였다. 이를 통해 667 만주(8.6%)를 확보했으며 CJ 오쇼핑이 보유하고 있는 2,323 만주(30.0%)를 주당 21,520 원에 취득하였다. 이로써 SK 텔레콤은 CJ 헬로비전 지분 38.6%를 보유하게 되었다

CJ 헬로비전 주주 구성

| 주주 | 주식수 | 지분율 |
|---------------------|------------|--------|
| SK텔레콤(기준 CJ오쇼핑 보유분) | 23,234,060 | 30.0% |
| SK텔레콤(공개매수) | 6,671,993 | 8.6% |
| CJ오쇼핑 | 18,522,224 | 23.9% |
| Sable(Asia)Limited | 5,158,970 | 6.7% |
| 기타 | 20,022,093 | 25.9% |
| 합계 | 77,446,865 | 100.0% |

자료: CJ 헬로비전 SK 증권

이후 SK 브로드밴드와 CJ 헬로비전은 합병하게 되는데 기준가격은 CJ 헬로비전 10,680 원, SK 브로드밴드 5,080 원이다. 두 회사가 합병하게 되면 합병법인에 대해 SK 텔레콤의 지분율은 78.3%로 확대되며 합병가액 기준 합병법인의 시가총액은 2 조 3, 433 억원(CJ 헬로비전 8,271 억원 + SK 브로드밴드 1 조 5,162 억원)이 된다

합병법인 주주 구성

| 주주 | 주식수 | 지분율 |
|--------------------|-------------|--------|
| SK텔레콤 | 171,870,274 | 78.3% |
| CJ오쇼핑 | 18,522,224 | 8.4% |
| Sable(Asia)Limited | 5,158,970 | 2.4% |
| 기타 | 23,859,618 | 10.9% |
| 합계 | 219,411,086 | 100.0% |

자료: SK 증권

합병법인 기준 2016 년과 2017 년 EBITDA 는 각각 1 조 177 억원, 1 조 946 억원으로 추정한다. 이는 합병법인에 대한 시너지는 고려되지 않은 개별 기업의 합산된 수치이다. 기존 CJ 헬로비전에 대해 Target EV/EBITDA 를 5 배 적용했다. SK 브로드밴드, CJ 헬로비전, 스카이라이프 등 유료방송 3 사의 지난 3 년간 평균 EV/EBITDA 는 4.9 배 수준으로 CJ 헬로비전과 SK 브로드밴드 합병 시 가입자 모집경쟁 완화가 예상된다는 측면에서 합리적인 수준이라 판단한다. 합병 시너지를 고려하지 않고 단순 두 회사의 합산실적 기준으로 보면 2017 년 기준 적정주가는 17,500 원 수준이 산출되며 합병 시너지가 본격적으로 발생할 경우 추가적인 상승여력이 발생할 것으로 예상된다

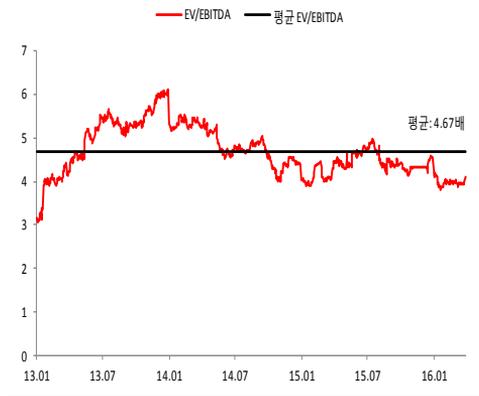
| 합병법인 Valuation | | (단위: 억원 배 주, 원) | | |
|------------------|-------------|-----------------|-------------|--|
| | 2015 | 2016 | 2017 | |
| CJ헬로비전 | | | | |
| 매출액 | 11,826 | 11,729 | 12,088 | |
| 영업이익 | 1,050 | 1,113 | 1,376 | |
| EBITDA | 3,761 | 3,809 | 4,069 | |
| 순차입금 | 7,093 | 4,522 | 3,655 | |
| SK브로드밴드 | | | | |
| 매출액 | 27,307 | 28,902 | 30,824 | |
| 영업이익 | 635 | 1,041 | 1,196 | |
| EBITDA | 5,669 | 6,369 | 6,878 | |
| 순차입금 | 15,060 | 13,880 | 12,605 | |
| 합병법인 | | | | |
| 매출액 | 39,133 | 40,631 | 42,911 | |
| 영업이익 | 1,685 | 2,154 | 2,571 | |
| EBITDA | 9,429 | 10,177 | 10,946 | |
| 순차입금 | 22,153 | 18,402 | 16,261 | |
| Target EV/EBITDA | 5.0 | 5.0 | 5.0 | |
| 목표 시가총액 | 24,993 | 32,485 | 38,471 | |
| 발행주식수 | 219,411,086 | 219,411,086 | 219,411,086 | |
| 적정주가 | 11,391 | 14,806 | 17,534 | |

자료: SK 증권

주: 합병 시너지 고려하지 않은 단순 합산 실적으로 시너지 고려 시 이익 레버리지 효과 예상

주: Target EV/EBITDA 는 유선 3 사 3 년간 평균 멀티플 적용

CJ 헬로비전 12개월 Forward EV/EBITDA 추이 (단위: 배)



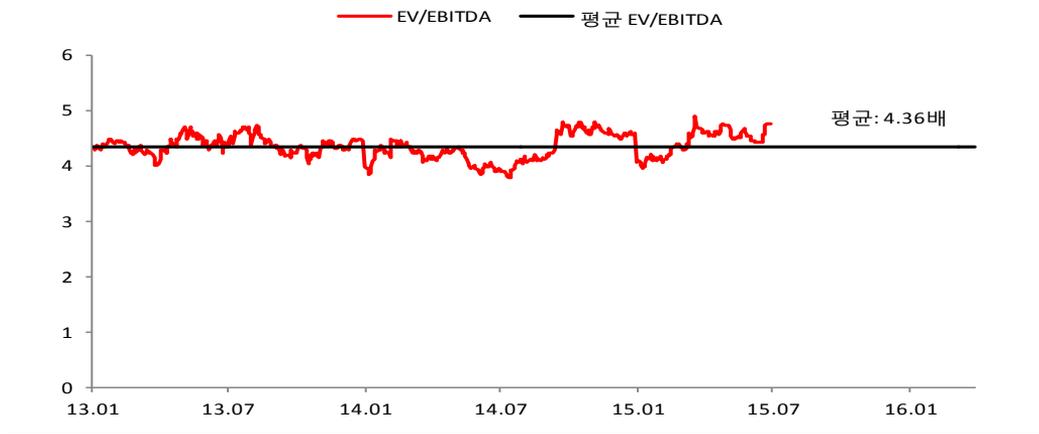
자료: SK 증권

SK 스카이라이프 12개월 Forward EV/EBITDA 추이 (단위: 배)



자료: SK 증권

SK 브로드밴드 12개월 Forward EV/EBITDA 추이 (단위: 배)

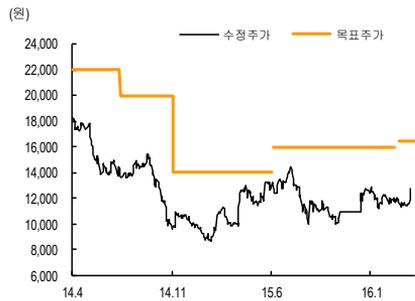


자료: SK 증권

주: 유료방송 3사 지난 3년간 평균 EV/EBITDA는 4.93배

투자의견변경

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 |
|------------|--------|---------|
| 2016.04.04 | 매수 | 16,500원 |
| 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 |
| 2014.07.16 | 매수 | 20,000원 |
| 2014.04.07 | 매수 | 22,000원 |



Compliance Notice

- 작성자(차관순)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.
- 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 4월 4일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 95.27% | 중립 | 4.73% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

대차대조표

| 월 결산(억원) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 3,651 | 3,997 | 4,135 | 4,534 | 7,019 |
| 현금및현금성자산 | 376 | 597 | 958 | 1,676 | 4,089 |
| 매출채권및기타채권 | 1,592 | 2,844 | 2,709 | 2,470 | 2,534 |
| 재고자산 | 244 | 234 | 193 | 176 | 181 |
| 비유동자산 | 11,909 | 16,808 | 17,570 | 16,020 | 14,417 |
| 장기금융자산 | 130 | 118 | 110 | 81 | 81 |
| 유형자산 | 6,277 | 7,779 | 7,820 | 6,761 | 5,334 |
| 무형자산 | 4,693 | 7,532 | 8,487 | 7,981 | 7,688 |
| 자산총계 | 15,560 | 20,805 | 21,705 | 20,554 | 21,437 |
| 유동부채 | 4,946 | 4,194 | 5,103 | 5,614 | 5,670 |
| 단기금융부채 | 2,141 | 1,835 | 2,741 | 3,461 | 3,461 |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,746 | 1,773 | 1,635 | 1,491 | 1,530 |
| 단기충당부채 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 3,366 | 7,766 | 7,565 | 5,401 | 5,455 |
| 장기금융부채 | 3,235 | 7,504 | 7,316 | 5,125 | 5,125 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 2 | 2 | 7 | 6 | 6 |
| 부채총계 | 8,312 | 11,960 | 12,669 | 11,015 | 11,125 |
| 지배주주지분 | 7,244 | 8,840 | 9,025 | 9,538 | 10,314 |
| 자본금 | 1,732 | 1,936 | 1,936 | 1,936 | 1,936 |
| 자본잉여금 | 1,311 | 1,929 | 1,929 | 1,901 | 1,901 |
| 기타자본구성요소 | -310 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자기주식 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 4,532 | 4,982 | 5,177 | 5,717 | 6,491 |
| 비지배주주지분 | 3 | 5 | 11 | 0 | -2 |
| 자본총계 | 7,248 | 8,845 | 9,036 | 9,538 | 10,312 |
| 부채외자본총계 | 15,560 | 20,805 | 21,705 | 20,554 | 21,437 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 2,384 | 1,957 | 3,971 | 3,783 | 3,074 |
| 당기순이익(손실) | 1,044 | 770 | 257 | 597 | 772 |
| 비현금성항목등 | 2,232 | 2,752 | 3,840 | 3,283 | 2,656 |
| 유형자산감가상각비 | 1,361 | 1,611 | 1,820 | 1,657 | 1,427 |
| 무형자산상각비 | 358 | 648 | 1,033 | 1,069 | 888 |
| 기타 | 84 | 109 | 627 | 167 | 56 |
| 운전자본감소(증가) | -583 | -1,534 | -4 | 305 | -11 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | -1,211 | -1,535 | 212 | 271 | -64 |
| 재고자산감소(증가) | -178 | 22 | 28 | 22 | -5 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 559 | -25 | -181 | 40 | 39 |
| 기타 | 248 | 4 | -62 | -27 | 19 |
| 법인세납부 | -309 | -31 | -121 | -402 | -344 |
| 투자활동현금흐름 | -4,674 | -5,741 | -3,797 | -1,244 | -378 |
| 금융자산감소(증가) | -465 | -58 | 56 | 78 | 0 |
| 유형자산감소(증가) | -1,873 | -2,294 | -2,231 | -770 | 0 |
| 무형자산감소(증가) | -662 | -1,249 | -1,263 | -594 | -594 |
| 기타 | -1,675 | -2,141 | -359 | 41 | 216 |
| 재무활동현금흐름 | 2,145 | 4,006 | 187 | -1,783 | -283 |
| 단기금융부채증가(감소) | -1,220 | -784 | -1,040 | -2,452 | 0 |
| 장기금융부채증가(감소) | 2,273 | 5,073 | 1,589 | 987 | 0 |
| 자본의증가(감소) | 1,426 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -100 | 0 | -58 | -58 | 0 |
| 기타 | -233 | -283 | -304 | -259 | -283 |
| 현금의 증가(감소) | -145 | 221 | 361 | 719 | 2,412 |
| 기초현금 | 520 | 376 | 597 | 958 | 1,676 |
| 기말현금 | 376 | 597 | 958 | 1,676 | 4,089 |
| FCF | -237 | -2,353 | 700 | 2,292 | 2,565 |

자료 : C헬로비전 SK증권 추정

손익계산서

| 월 결산(억원) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E |
|-----------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 8,910 | 11,602 | 12,704 | 11,826 | 11,729 |
| 매출원가 | 5,016 | 7,163 | 8,089 | 7,638 | 7,439 |
| 매출총이익 | 3,894 | 4,439 | 4,614 | 4,188 | 4,291 |
| 매출총이익률 (%) | 43.7 | 38.3 | 36.3 | 35.4 | 36.6 |
| 판매비와관리비 | 2,400 | 3,281 | 3,593 | 3,139 | 3,178 |
| 영업이익 | 1,493 | 1,158 | 1,021 | 1,050 | 1,113 |
| 영업이익률 (%) | 16.8 | 10.0 | 8.0 | 8.9 | 9.5 |
| 비영업손익 | -250 | -183 | -665 | -290 | -130 |
| 순금융비용 | 208 | 161 | 254 | 217 | 70 |
| 외환관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 0 | 5 | -6 | -10 | -4 |
| 세전계속사업이익 | 1,244 | 974 | 356 | 760 | 983 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 14.0 | 8.4 | 2.8 | 6.4 | 8.4 |
| 계속사업법인세 | 222 | 229 | 100 | 163 | 211 |
| 계속사업이익 | 1,022 | 745 | 257 | 597 | 772 |
| 중단사업이익 | 22 | 24 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 4 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 1,044 | 770 | 257 | 597 | 772 |
| 순이익률 (%) | 11.7 | 6.6 | 2.0 | 5.1 | 6.6 |
| 지배주주 | 1,043 | 770 | 257 | 598 | 774 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 11.71 | 6.64 | 2.02 | 5.06 | 6.6 |
| 비지배주주 | 1 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 총포괄이익 | 1,038 | 773 | 242 | 598 | 774 |
| 지배주주 | 1,037 | 774 | 243 | 600 | 775 |
| 비지배주주 | 1 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| EBITDA | 3,213 | 3,417 | 3,874 | 3,776 | 3,428 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E |
|------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 31.0 | 30.2 | 9.5 | -6.9 | -0.8 |
| 영업이익 | -1.6 | -22.5 | -11.8 | 2.8 | 6.0 |
| 세전계속사업이익 | 3.4 | -21.7 | -63.5 | 113.3 | 29.4 |
| EBITDA | 9.0 | 6.4 | 13.4 | -2.5 | -9.2 |
| EPS(계속사업) | 9.1 | -27.0 | -65.5 | 132.7 | 29.4 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 15.5 | 9.6 | 2.9 | 6.5 | 7.8 |
| ROA | 7.3 | 4.2 | 1.2 | 2.8 | 3.7 |
| EBITDA마진 | 36.1 | 29.5 | 30.5 | 31.9 | 29.2 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 73.8 | 95.3 | 81.0 | 80.8 | 123.8 |
| 부채비율 | 114.7 | 135.2 | 140.2 | 115.5 | 107.9 |
| 순차입금/자기자본 | 62.7 | 97.1 | 99.8 | 72.0 | 43.3 |
| EBITDA/이자비용(배) | 13.7 | 13.1 | 11.2 | 12.7 | 12.1 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 1,318 | 963 | 332 | 772 | 999 |
| BPS | 9,354 | 11,415 | 11,653 | 12,316 | 13,317 |
| CFPS | 3,567 | 3,911 | 4,016 | 4,293 | 3,989 |
| 주당 현금배당금 | 0 | 75 | 75 | 0 | 0 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER(최고) | 11.8 | 20.0 | 60.6 | 18.8 | 12.9 |
| PER(최저) | 9.4 | 13.7 | 29.1 | 11.2 | 11.2 |
| PBR(최고) | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.2 | 1.0 |
| PBR(최저) | 1.3 | 1.2 | 0.8 | 0.7 | 0.8 |
| PCR | 3.9 | 4.9 | 2.4 | 3.0 | 3.2 |
| EV/EBITDA(최고) | 4.8 | 6.9 | 6.4 | 4.8 | 4.2 |
| EV/EBITDA(최저) | 4.1 | 5.2 | 4.3 | 3.6 | 3.9 |