

# 현대에이치씨엔(126560)

## 중립(유지)

### 2Q18 Preview: 손익 정체되나 M&A 매력은 상승

#### 2분기 실적은 전분기 수준으로 추정

2분기 수익성은 전분기 수준으로 추정된다. 매출액과 영업이익은 각각 718억원, 140억원으로 전분기와 비슷할 전망이다. 매출액이 전년동기대비로는 3.6% 감소할 것이다. 방송 가입자당 매출액(ARPU)이 줄고 홈쇼핑 송출 수수료가 인하됐기 때문이다. 수익성은 홈쇼핑 수수료 인하, 콘텐츠 구매 가격 상승으로 정체되고 있다.

#### 매출 정체되나 현금흐름은 양호

18년 매출액은 렌탈 등 신규사업 매출이 늘지만 방송매출이 줄어 전년대비 1.5% 감소할 전망이다. 18년 수익성도 정체가 지속될 전망이다. 홈쇼핑 송출 수수료는 인하되고 콘텐츠 구매비용은 인상되는 추세가 이어져 손익에 부정적인 영향을 미칠 것이다. 하지만 현금흐름이 양호해 18년 보유 현금 3,372억원(12월 딜라이브 서초디지털방송 인수 대금 335억원 차감)에 달할 전망이다. 대규모 현금 18년에 M&A를 통한 신성장 동력 확보 재원으로 활용할 계획이다.

#### 투자 의견 중립 유지, M&A 매력은 높음

현대에이치씨엔에 대한 투자 의견 중립을 유지한다. 홈쇼핑 송출 수수료가 인하되고 콘텐츠 비용이 늘어나 수익성이 정체될 것이기 때문이다. 다만 보유 현금이 많아 EV/EBITDA가 1.5배로 낮다. 정부가 유료방송 규제를 완화하면 유료방송 시장 구조조정이 앞당겨져 M&A 가치가 상승할 전망이다. 국내 8위 유료방송 업체(5위 CATV 업체)로 유료방송 시장 점유율은 4.2%다. 방송 가입자당 기업가치는 10만원, 조정 가입자(인터넷, 전화 가입자)를 ARPU 수준에 따라 방송 가입자로 환산, 표 3)당 기업가치는 7만원에 불과해 M&A 대상으로 매력적이다.

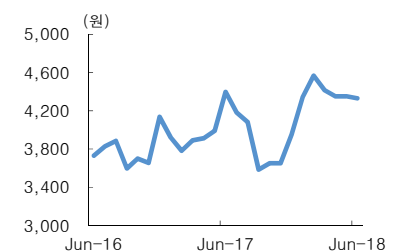
#### Stock Data

KOSPI(6/27)	2,342
주가(6/27)	4,330
시가총액(십억원)	489
발행주식수(백만)	113
52주 최고/최저(원)	4,775/3,520
일평균거래대금(6개월, 백만원)	383
유동주식비율/외국인지분율(%)	31.4/19.1
주요주주(%)	현대홈쇼핑 외 4인 66.2
FIDELITY	9.2

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.0)	9.9	1.9
KOSPI 대비(%p)	3.8	13.8	4.0

#### 주가추이



자료: WISEfn

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	292	49	44	412	20.1	95	10.0	1.6	0.7	7.4	1.0
2017A	290	49	44	395	(4.1)	91	10.0	1.3	0.7	6.7	1.3
2018F	286	51	44	404	2.3	93	10.7	1.5	0.7	6.5	1.2
2019F	289	51	43	387	(4.2)	91	11.2	1.5	0.6	5.8	1.2
2020F	286	48	41	371	(4.1)	85	11.7	1.4	0.6	5.3	1.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

#### 양종인

jiyang@truefriend.com

#### 조민영

minyoung@truefriend.com

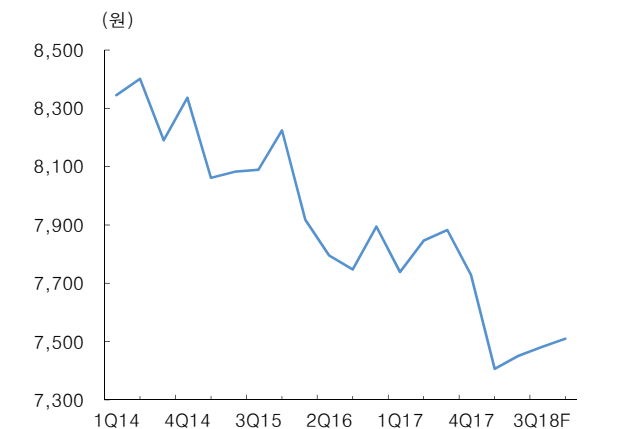
〈표 1〉 분기 실적

(단위: 천명, 원, 십억원, %, %p)

	2017				2018				2017	2018F	2Q18F	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF			QoQ	YoY
매출액	71.9	74.5	75.6	68.3	71.3	71.8	72.0	70.7	290.2	285.8	0.8	(3.6)
방송수익	30.8	31.3	31.3	30.8	29.6	29.7	29.7	29.8	124.2	118.7	0.3	(5.2)
유선	12.7	12.5	12.5	12.4	12.9	12.7	12.4	12.1	50.1	50.1	(2.2)	1.4
초고속인터넷	10.4	10.2	10.3	10.2	10.8	10.6	10.4	10.2	41.1	42.0	(2.1)	3.9
VoIP	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0	1.9	8.9	8.1	(2.8)	(9.7)
플랫폼	25.6	26.5	26.5	21.8	25.1	25.1	25.1	24.5	100.4	99.6	0.0	(5.5)
광고	5.3	6.2	6.2	5.2	5.8	5.8	5.8	5.8	21.8	23.4	0.2	(1.6)
홈쇼핑송출수수료수익	20.3	20.3	20.3	16.6	19.2	19.2	19.2	18.6	78.6	76.3	0.0	(6.7)
기타	2.8	4.2	5.3	3.3	3.7	4.4	4.8	4.3	15.6	17.3	19.9	5.8
영업이익	12.5	14.2	15.1	7.4	14.0	14.0	13.6	9.6	49.3	51.3	(0.0)	(1.7)
영업이익률	17.4	19.1	20.0	10.8	19.6	19.5	18.9	13.6	17.0	17.9	(0.2)	0.4
세전이익	13.8	15.7	16.7	10.2	14.9	16.0	15.9	11.9	56.3	58.6	6.9	1.7
세전이익률	19.2	21.1	22.1	14.9	20.9	22.2	22.1	16.8	19.4	20.5	1.3	1.2
순이익	11.9	12.0	12.8	6.8	11.9	11.8	11.9	8.9	43.5	44.5	(0.5)	(1.5)
순이익률	16.6	16.1	16.9	10.0	16.7	16.4	16.5	12.6	15.0	15.6	(0.2)	0.3
지배주주순이익	11.9	12.0	12.8	6.8	11.9	11.8	11.9	8.9	43.5	44.5	(0.5)	(1.5)
지배주주순이익률	16.6	16.1	16.9	10.0	16.7	16.4	16.5	12.6	15.0	15.6	(0.2)	0.3
가입자(기말 기준)												
방송	1,328	1,329	1,321	1,314	1,329	1,325	1,322	1,320	1,333	1,320	(0.3)	(0.3)
아날로그	354	280	221	168	148	114	88	61	188	61	(22.7)	(59.2)
디지털	974	1,049	1,100	1,147	1,181	1,211	1,235	1,259	1,145	1,259	2.5	15.4
초고속인터넷	290	288	285	282	279	276	273	270	282	270	(1.1)	(4.0)
VoIP	157	154	150	147	143	139	135	132	147	132	(2.7)	(9.7)

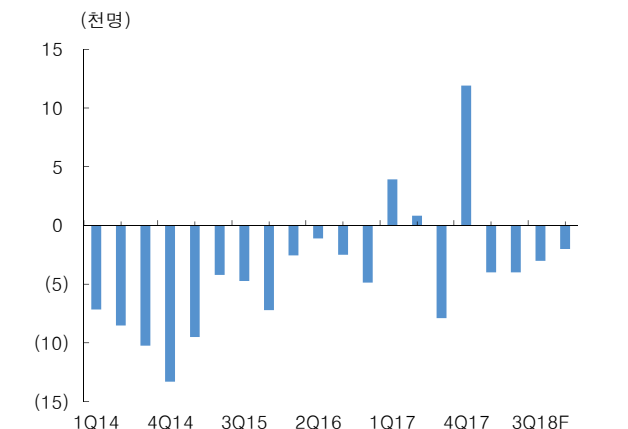
자료: 현대에이치씨엔, 한국투자증권

[그림 1] 방송 ARPU



자료: 현대에이치씨엔, 한국투자증권

[그림 2] 방송 가입자 순증



자료: 현대에이치씨엔, 한국투자증권

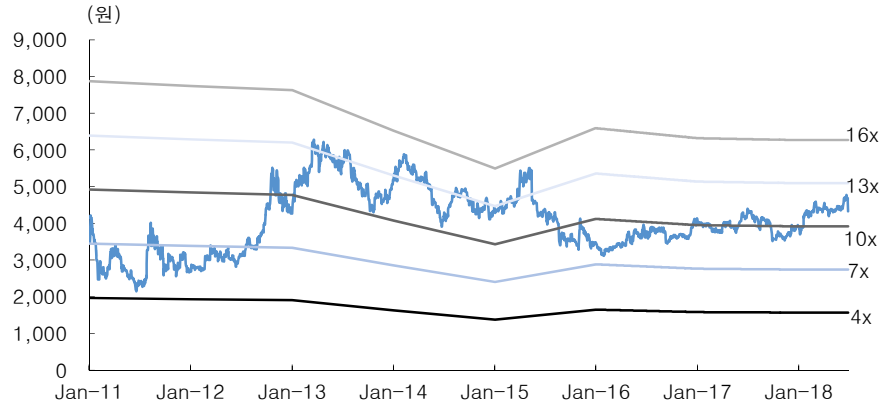
〈표 2〉 순현금과 EV/EBITDA

(단위: 십억원, 배)

	2015	2016	2017	2018F
순현금	230.9	279.8	316.8	337.2
EV/EBITDA	1.8	1.6	1.3	1.5

자료: 한국투자증권

[그림 3] 12MF PER 차트



자료: Quantiwise, 한국투자증권

<표 3> CJ헬로와 현대HCN의 가입자당 기업가치

(단위: 십억원, 천명, 원)

CJ 헬로			현대 HCN		
기업가치	1,407		기업가치	138	
시가총액	782		시가총액	489	
순차입금	624		순차입금	(351)	
가입자	가입자 수	ARPU	가입자	가입자 수	ARPU
방송가입자	4,253	7,487	방송가입자	1,329	7,733
아날로그	1,550	2,942	아날로그	479	
디지털	2,703	10,026	디지털	850	
초고속인터넷	811	11,572	초고속인터넷	279	12,026
인터넷전화(VoIP)	511	4,846	인터넷전화(VoIP)	143	4,842
이동통신(알뜰폰)	858	20,910			
가입자당 가치			가입자당 가치		
1. 방송 가입자 기준	330,731		1. 방송 가입자 기준	103,667	
2. 전체 가입자 합산 기준	218,640		2. 전체 가입자 합산 기준	78,683	
3. 조정 가입자 기준	170,841		3. 조정 가입자 기준	74,375	

주: 1. 6월 27일 종가 기준, 가입자 및 ARPU는 18년 1분기 기준

2. 전체 가입자는 방송, 초고속인터넷, 전화, 알뜰폰 가입자의 합

3. 조정 가입자는 방송 외 가입자를 ARPU 수준에 따라 방송 가입자로 환산(예: 조정 초고속인터넷 가입자 = 초고속인터넷 가입자 X 초고속인터넷 ARPU/방송 ARPU)

자료: 한국투자증권

## 기업개요

현대에이치씨엔은 1995년 3월 케이블TV 방송을 시작한 유료방송 사업자다. SO는 서울은 서초 등 3개, 충북 1개, 경상도 3개, 부산 1개 등 총 8개다. 2002년 현대백화점 계열사로 편입됐다.

**재무상태표**

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	328	361	393	401	413
현금성자산	63	32	77	78	86
매출채권및기타채권	47	43	55	56	55
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	363	374	409	406	400
투자자산	5	23	54	53	53
유형자산	122	123	116	110	108
무형자산	213	211	222	224	222
자산총계	691	735	802	807	814
유동부채	51	55	81	48	17
매입채무및기타채무	42	39	27	27	27
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	11	11	11	11	11
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	63	66	92	58	28
지배주주지분	628	669	710	748	786
자본금	56	56	56	56	56
자본잉여금	329	329	329	329	329
기타자본	(39)	(39)	(39)	(39)	(39)
이익잉여금	282	322	361	399	434
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	628	669	710	748	786

**현금흐름표**

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	96	87	100	48	48
당기순이익	46	44	44	43	41
유형자산감가상각비	37	32	31	29	26
무형자산상각비	10	10	10	11	10
자산부채변동	1	(5)	15	(35)	(29)
기타	2	6	0	0	0
투자활동현금흐름	(53)	(114)	(49)	(41)	(35)
유형자산투자	(20)	(24)	(24)	(24)	(24)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(19)	(82)	(29)	2	2
무형자산순증	(7)	(8)	(21)	(13)	(8)
기타	(7)	0	25	(6)	(5)
재무활동현금흐름	(14)	(4)	(6)	(6)	(6)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	0	0	0	0	0
배당금지급	(4)	(4)	(6)	(6)	(6)
기타	(10)	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	30	(31)	45	1	8

주: K-IFRS (연결) 기준

**손익계산서**

(단위: 십억원)

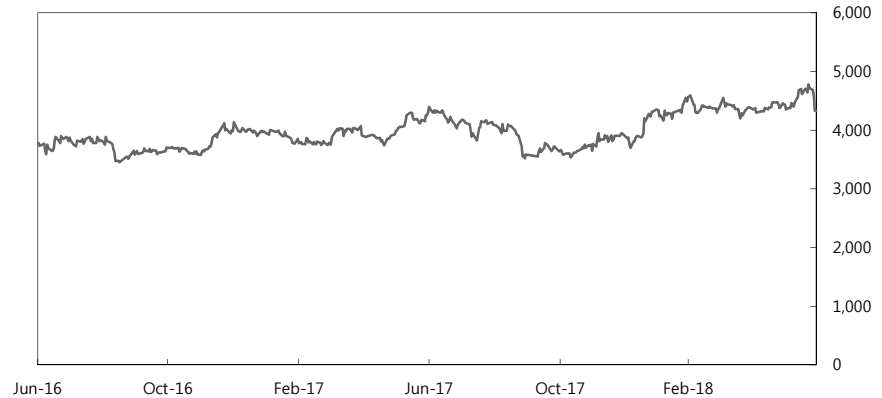
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	292	290	286	289	286
매출원가	176	174	173	177	177
매출총이익	116	116	112	113	109
판매관리비	67	67	61	62	60
영업이익	49	49	51	51	48
금융수익	4	6	9	9	9
이자수익	4	5	6	6	6
금융비용	0	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(1)	1	(0)	(0)	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	52	56	59	57	55
법인세비용	7	13	14	14	14
연결당기순이익	46	44	44	43	41
지배주주지분순이익	44	44	44	43	41
기타포괄이익	0	2	2	2	2
총포괄이익	46	45	46	44	43
지배주주지분포괄이익	45	45	46	44	43
EBITDA	95	91	93	91	85

**주요투자지표**

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	412	395	404	387	371
BPS	5,653	6,014	6,374	6,717	7,045
DPS	40	50	50	50	50
성장성(% , YoY)					
매출증가율	0.3	(0.6)	(1.5)	1.3	(1.2)
영업이익증가율	8.5	0.0	4.1	(0.6)	(4.9)
순이익증가율	20.2	(2.1)	2.2	(4.2)	(4.1)
EPS증가율	20.1	(4.1)	2.3	(4.2)	(4.1)
EBITDA증가율	2.3	(5.0)	2.1	(2.3)	(6.2)
수익성(%)					
영업이익률	16.9	17.0	17.9	17.6	17.0
순이익률	15.2	15.0	15.6	14.7	14.3
EBITDA Margin	32.7	31.3	32.4	31.3	29.7
ROA	6.8	6.1	5.8	5.3	5.0
ROE	7.4	6.7	6.5	5.8	5.3
배당수익률	1.0	1.3	1.2	1.2	1.2
배당성향	9.9	12.6	12.4	12.9	13.5
안정성					
순차입금(십억원)	(280)	(317)	(337)	(344)	(357)
차입금/자본총계비율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	10.0	10.0	10.7	11.2	11.7
PBR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	1.6	1.3	1.5	1.5	1.4

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
현대에이치씨엔(126560)	2016.04.06	중립	—	—	—
	2017.04.06	1년경과	—	—	—



### ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 6월 28일 현재 현대에이치씨엔 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

### ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

### ■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

### ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.