

SK COMPANY Analysis



Analyst

김세련

sally.kim@sk.com

02-3773-8919

Company Data

자본금	377 십억원
발행주식수	7,538 만주
자사주	530 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,487 십억원
주요주주	
정몽규(외7)	18.56%
국민연금공단	10.49%
외국인지분률	39.20%
배당수익률	2.20%

Stock Data

주가(18/04/25)	46,250 원
KOSPI	2448.81 pt
52주 Beta	0.91
52주 최고가	51,400 원
52주 최저가	32,850 원
60일 평균 거래대금	15 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	20.9%	19.3%
6개월	16.7%	18.7%
12개월	2.8%	-7.8%

현대산업 (012630/KS | 매수(유지) | T.P 60,000 원(유지))

분할 직전 건조한 실적 재확인

현대산업은 4월 27일 분할에 따른 거래 정지를 앞두고 1분기 호실적을 발표했다. 주택 매크로 둔화에도 불구하고, 1) 향후 GTX 착공에 따른 매출액 성장성 지속, 2) 높은 현금 보유에 따른 밸류에이션 리레이팅의 측면에서 볼 때, 타 부동산 유관주와는 차별적으로 접근해야 한다는 판단이다. 하든 밸류에 따른 투자회사, 사업회사의 합산 시가총액은 보수적으로도 4조원 수준에 육박, 여전히 현 주가에서는 Upside가 남아있다는 판단이다

강한 체력의 확인

분할전 기준 현대산업의 1Q18 매출액은 1 조 4,261 억원으로 전년동기대비 25.9% 증가, 컨센서스 대비 11.4% 상회했다. 영업이익은 1,555 억원으로 전년동기대비 10.3% 증가, 컨센서스 영업이익 1,520 억원 대비 2.3% 상회하는 안정적 실적을 기록했다. 현대 오일뱅크, 삼양식품 등의 투자지분에 따른 배당수익이 100 억원 가량 발생하면서 세전이익은 1,779 억원으로 컨센서스 세전이익 대비 18.6% 상회했다. 건설 회계 기준 변경에 따라 기준에 외주 주택으로 분류되던 뉴스테이 (SPC 설립 방식) 사이트, 일부 아이앤콘스 사이트 등이 2018년부터 자체 주택으로 전환되면서, 자체 주택 매출이 다소 증가하는 대신에 매출총이익률이 20%대로 희석되었다. 외주 주택의 경우 여전히 17%를 상회하는 고마진세가 지속되는 모습은 고무적이다. 토목 부문은 인천공항 제 2 여객철도 부대시설 및 연결철도 공사 하자보수 관련 소송 진행에 따라 일시적으로 원가율이 상승했으나, 대세에 크게 영향은 미치지 않는다. 향후 GTX 착공 발표에 따른 토목 부문 매출 증대와 더불어, 파주 주변 보유 부지 개발 모멘텀으로 인해 2020년까지 매출액 성장성은 결코 둔화되지 않을 것으로 보인다.

보수적으로 추정된 투자회사, 사업회사 합산 예상 시가총액은 4조원 수준

SK 증권이 보수적으로 추정된 분할 이후 투자회사, 사업회사의 합산 예상 시가총액은 4조원 수준으로, 현 시가총액 기준으로 16% 이상의 상승 여력이 남아있다. 낙관적 추정으로는 투자회사의 면세점, 아이파크몰 등의 보유 지분 가치의 재평가와 더불어, 사업회사의 건설섹터 경험 모멘텀에 따른 목표 배수의 증가 가능성을 감안할 수 있다. 하든 밸류에 따른 주가 업사이드가 열려있는 현대산업에 대해 긍정적 투자 의견을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	4,603	4,750	5,359	5,807	6,055	6,615
yoy	%	2.8	3.2	12.8	8.4	4.3	9.3
영업이익	십억원	390	517	646	687	752	819
yoy	%	72.9	32.8	24.9	6.3	9.5	8.8
EBITDA	십억원	432	559	687	729	795	862
세전이익	십억원	324	460	605	726	761	825
순이익(지배주주)	십억원	217	307	390	513	538	583
영업이익률%	%	8.5	10.9	12.1	11.8	12.4	12.4
EBITDA%	%	9.4	11.8	12.8	12.6	13.1	13.0
순이익률	%	4.7	6.5	7.3	8.8	8.9	8.8
EPS	원	2,876	4,069	5,169	6,803	7,134	7,731
PER	배	13.5	11.0	8.9	6.8	6.5	6.0
PBR	배	1.2	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	8.3	5.6	4.4	3.9	3.4	2.9
ROE	%	10.5	13.3	14.8	17.0	15.5	14.7
순차입금	십억원	666	-272	-455	-663	-780	-970
부채비율	%	123.0	110.0	93.4	82.6	73.4	66.6

현대산업 1Q18 실적 Review

(단위: 십억원)	1Q18P	1Q17	YoY (%,%p)	4Q17	QoQ (%,%p)	컨센서스	Gap (%,%p)
매출액	1,426.1	1,133.1	25.9	1,512.0	-5.7	1,279.7	11.4
영업이익	155.5	141.0	10.3	192.3	-19.2	152.0	2.3
영업이익률 (%)	10.9	12.4	-1.5	12.7	-1.8	11.9	-1.0
세전이익	177.9	137.6	29.3	149.9	18.7	149.9	18.6
세전이익률 (%)	12.5	12.1	0.2	9.9	2.6	11.7	0.8

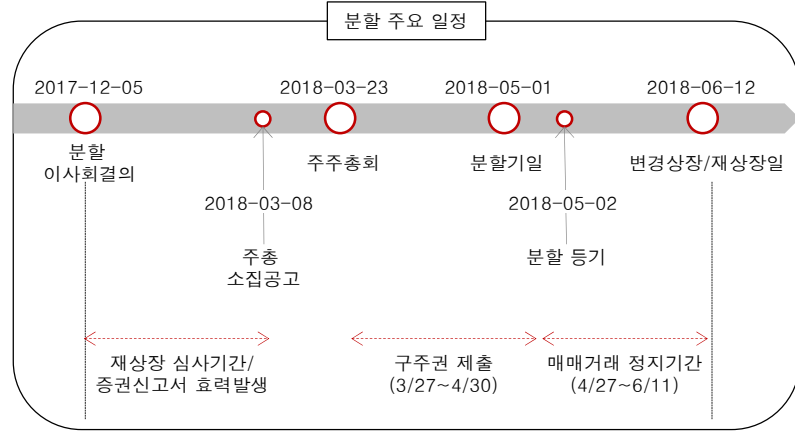
자료: 현대산업, SK 증권

HDC Holdings, HDC 사업회사 밸류에이션

(단위: 십억원)				비고
1) 자회사 지분가치	627.5			상장지분, 비상장지분 총합
A) 상장지분	98.8			
(십억원)	시가총액	지분율 (%)	지분가치	
현대EP	2134	46.3	98.8	
B) 비상장지분	528.7			
아이앤콘스	33.5			장부가
아이서비스	16.4			장부가
HDC신라면세점	20.0			장부가
기타	500.0			SOC출자 지분 및 기타 투자지분
2) 브랜드로열티	114.2			로열티 0.2% 가정, 멀티플 10X 적용
기존HDC 연결법인 2018E 매출액	5,710			
브랜드 수수료율 (%)	0.2			
Multiple (X)	10.0			
3) Net Cash	250 (보수적)	287 (중립적)	310 (긍정적)	2018E Net cash 7천억*분할비율(0.41)
HDC Holdings 기업가치	992 (보수적)	1,029 (중립적)	1,052 (긍정적)	
HDC 사업회사 기업가치	3,020			
HDC 별도 기준 2018E 순이익	503.3			
Multiple (X)	6			보수적 멀티플 적용
HDC 시가총액 (04/25)	3,487			
합산 예상 시가총액	4,049			
현재 시가총액 기준 Upside (%)	16.1			

자료: SK 증권

현대산업 분할 스케줄



자료 : 현대산업 SK 증권

현대산업 실적 추이 및 전망

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E
십억원											
매출액	5,359	5,807	6,055	1,133	1,364	1,349	1,512	1,426	1,463	1,424	1,493
별도매출	4,127	4,587	4,848	839	1,056	1,049	1,183	1,107	1,164	1,118	1,199
자체주택	1,069	1,347	1,463	222	286	237	324	327	343	319	358
비중 (%)	25.9	29.4	30.2	26.5	27.1	22.6	27.4	29.5	29.5	28.5	29.9
외주주택	2,186	2,375	2,325	441	551	570	624	596	592	583	603
토목	302	325	423	64	73	74	91	64	81	84	96
건축	377	346	440	73	91	111	102	71	89	88	98
기타	193	195	197	39	55	57	42	50	59	43	44
연결조정	1,232	1,219	1,207	294	308	300	329	319	300	307	294
Sales Growth (YoY %)	12.8	8.4	4.3	15.6	12.9	15.9	8.2	25.9	7.3	5.5	(1.3)
자체주택	-13.2	26.0	8.6	-18.1	-16.6	-24.0	5.9	47.1	20.1	34.6	10.5
외주주택	42.9	8.6	-2.1	83.0	53.5	46.9	15.1	35.1	7.4	2.3	-3.3
토목	-12.0	7.6	30.3	-22.9	-24.7	-7.5	9.6	0.0	10.9	13.8	5.3
건축	62.5	-8.3	27.2	35.2	44.4	131.3	52.2	-2.7	-2.6	-20.7	-3.9
매출총이익	987	1,030	1,110	216	230	259	282	239	259	255	276
매출총이익률 (%)	18.4	17.7	18.3	19.1	16.9	19.2	18.7	16.8	17.7	17.9	18.5
별도	17.7	16.6	18.2	18.6	16.2	18.3	17.8	15.8	16.4	16.7	17.3
자체주택	30.1	21.4	27.2	31.1	28.7	29.0	31.4	20.3	21.3	21.5	22.6
외주주택	16.7	17.1	17.1	17.6	15.1	19.5	14.9	17.3	16.9	17.3	16.9
토목	5.9	6.1	6.5	12.9	3.6	6.2	2.7	5.0	6.3	6.3	6.4
건축	2.5	4.9	6.2	-0.1	1.9	3.3	4.1	-4.8	6.5	7.3	8.2
영업이익	646	687	752	141	141	172	192	155	172	170	190
영업이익률 (%)	12.1	11.8	12.4	12.4	10.4	12.7	12.7	10.9	11.7	11.9	12.7
당기순이익	414	544	571	103	109	129	73	133	131	129	151
순이익률 (%)	7.7	9.4	9.4	9.1	8.0	9.6	4.8	9.3	9.0	9.1	10.1

자료: 현대산업, SK증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,645	4,002	4,632	5,285	6,067
현금및현금성자산	1,152	1,325	1,523	1,650	1,850
매출채권 및 기타채권	1,070	1,321	1,511	1,244	1,631
재고자산	768	661	875	1,659	1,812
비유동자산	2,139	2,005	1,922	1,829	1,702
장기금융자산	442	442	442	442	442
유형자산	851	860	869	877	885
무형자산	16	16	16	16	16
자산총계	5,785	6,007	6,555	7,114	7,769
유동부채	2,264	2,128	2,181	2,210	2,283
단기금융부채	745	535	526	529	531
매입채무 및 기타채무	592	671	734	759	830
단기충당부채	5	5	5	5	5
비유동부채	766	773	784	803	823
장기금융부채 (사채+장차)	335	335	334	341	349
장기매입채무 및 기타채무	3	3	4	4	4
장기충당부채	212	223	234	245	258
부채총계	3,030	2,901	2,965	3,013	3,106
지배주주지분	2,622	2,960	3,429	3,925	4,468
자본금	377	377	377	377	377
자본잉여금	179	179	179	179	179
기타자본구성요소	-142	-142	-142	-142	-142
자기주식	-84	-84	-84	-84	-84
이익잉여금	2,186	2,524	2,993	3,488	4,032
비지배주주지분(연결)	133	146	161	177	195
자본총계	2,755	3,106	3,590	4,102	4,663
부채외자본총계	5,785	6,007	6,555	7,114	7,769

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	840	498	326	236	310
당기순이익(손실)	331	414	544	571	619
비현금수익비용가감	192	171	143	174	177
유형자산감가상각비	40	40	40	41	41
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	123	123	123	123	123
운전자본감소(증가)	316	-87	-362	-509	-486
매출채권의감소(증가)	39	-251	-190	267	-387
재고자산의감소(증가)	344	107	-214	-784	-153
매입채무의증가(감소)	-41	79	62	26	71
기타	-25	-22	-20	-18	-16
법인세납부	-85	-77	-69	-62	-56
투자활동으로 인한 현금흐름	-89	-34	-36	-38	-39
금융자산감소(증가)	-34	19	17	15	14
유형자산처분(취득)	1	1	1	1	1
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0	0
기타투자활동	-4	-4	-4	-4	-4
재무활동으로 인한 현금흐름	-146	-291	-90	-70	-70
단기금융부채의 증가(감소)	-277	-210	-9	3	3
장기금융부채의 증가(감소)	174	-0	-0	7	7
자본의 증가(감소)	-3	0	0	0	0
배당금지급	-37	-75	-75	-75	-75
기타재무활동	-3	-5	-5	-5	-5
현금의 증가	605	172	199	127	199
기초현금	548	1,152	1,325	1,523	1,650
기말현금	1,152	1,325	1,523	1,650	1,850
FCF	790	448	276	186	260

자료: 현대산업, SK증권 추정

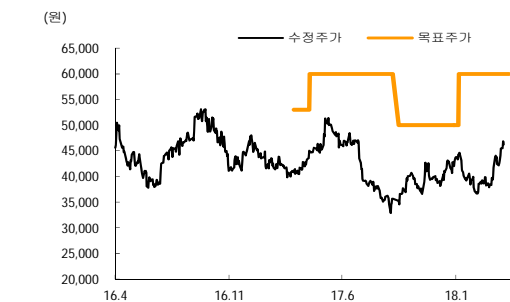
포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,750	5,359	5,807	6,055	6,615
매출원가	3,855	4,372	4,777	4,945	5,406
매출총이익	895	987	1,030	1,110	1,209
매출총이익률(%)	18.8	18.4	17.7	18.3	18.3
판매비외관리비	378	341	343	357	390
영업이익	517	646	687	752	819
영업이익률(%)	10.9	12.1	11.8	12.4	12.4
조정영업이익	517	646	687	752	819
비영업손익	-58	-41	39	9	6
순금융손익	-16	-11	-13	-16	-18
외환관련손익	-3	12	12	12	12
관계기업등 투자손익	-6	4	34	7	7
세전계속사업이익	460	605	726	761	825
세전계속사업이익률(%)	9.7	11.3	12.5	12.6	12.5
계속사업법인세	129	192	181	190	206
계속사업이익	331	414	544	571	619
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	331	414	544	571	619
순이익률(%)	7.0	7.7	9.4	9.4	9.4
지배주주	307	390	513	538	583
지배주주귀속 순이익률(%)	6.5	7.3	8.8	8.9	8.8
비지배주주	24	24	32	33	36
총포괄이익	326	423	554	581	627
지배주주	302	392	513	539	581
비지배주주	24	31	41	43	46
EBITDA	559	687	729	795	862

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	3.2	12.8	8.4	4.3	9.3
영업이익	32.8	24.9	6.3	9.5	8.8
세전계속사업이익	41.7	31.7	19.9	4.9	8.4
EBITDA	29.3	23.0	6.0	9.0	8.4
EPS	41.5	27.0	31.6	4.9	8.4
수익성(%)					
ROA(%)	5.9	7.0	8.7	8.4	8.3
ROE(%)	13.3	14.8	17.0	15.5	14.7
EBITDA마진(%)	11.8	12.8	12.6	13.1	13.0
안정성(%)					
유동비율(%)	161.0	188.1	212.4	239.2	265.7
부채비율(%)	110.0	93.4	82.6	73.4	66.6
순차입금/자기자본(%)	-9.9	-14.6	-18.5	-19.0	-20.8
EBITDA/이자비용(배)	11.8	17.4	18.7	20.4	21.8
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	4,069	5,169	6,803	7,134	7,731
BPS	34,571	39,058	45,281	51,854	59,062
CFPS	390	472	604	631	679
주당 현금배당금	500	700	1,000	1,000	1,000
Valuation지표(배)					
PER(최고)	13.3	9.9	7.6	7.2	6.6
PER(최저)	8.5	6.4	4.8	4.6	4.2
PBR(최고)	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
PCR	115.2	97.9	76.6	73.3	68.1
EV/EBITDA(최고)	6.7	5.0	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA(최저)	4.3	2.9	2.5	2.1	1.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.04.26	매수	60,000원	6개월		
2018.04.02	매수	60,000원	6개월	-32.48%	-21.92%
2018.01.31	매수	60,000원	6개월	-34.27%	-25.58%
2017.11.27	매수	50,000원	6개월	-20.42%	-11.40%
2017.10.27	매수	50,000원	6개월	-23.66%	-18.60%
2017.10.09	매수	50,000원	6개월	-25.65%	-20.70%
2017.07.28	매수	60,000원	6개월	-28.14%	-14.33%
2017.07.13	매수	60,000원	6개월	-21.42%	-14.33%
2017.05.23	매수	60,000원	6개월	-21.26%	-14.33%
2017.04.26	매수	60,000원	6개월	-24.50%	-22.67%
2017.03.27	매수	53,000원	6개월	-20.99%	-15.09%



Compliance Notice

- 작성자(김세렌)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 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 26일 기준)

매수	90.6%	중립	9.4%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----