

SK COMPANY Analysis



Analyst

김세련

sally.kim@sk.com

02-3773-8919

Company Data

자본금	220 십억원
발행주식수	43,938 천 주
액면가	5,000원
시가총액	n/a
주요주주	
정몽규	13.36%
HDC(주)	7.03%
외국인지분율	n/a
배당수익률	n/a

Stock Data

주가(18/06/11)	n/a
KOSPI	2470.15
52주 Beta	n/a
52주 최고가	n/a
52주 최저가	n/a
60일 평균 거래대금	n/a

주가 및 상대수익률

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	n/a	n/a
6개월	n/a	n/a
12개월	n/a	n/a

HDC 현대산업개발 (294870/KS | 매수(신규편입) | T.P 77,000 원(신규편입))

재평가되는 기업가치

SK 증권은 재상장되는 구 현대산업의 사업회사인 HDC 현대산업개발에 목표배수 8X 를 적용, 목표주가를 77,000 원으로 제시하며 커버리지를 개시한다. GTX A노선 주변 보유 부지 개발에 따라 주택 매크로 둔화에도 불구하고, 2020년까지 매출액 성장성이 지속될 것으로 기대된다. 3 천억원 수준의 순현금에 대한 리레이팅 역시 필요하다는 판단이며, 파주 보유 부지에 따른 남북 경험 모멘텀을 감안할 때, 높은 주가 업사이드가 기대된다

재부각되는 펀더멘탈

HDC 현대산업개발은 주택 비중이 높아 주택 매크로 둔화에 따른 실적 성장 우려에도 불구하고, GTX A 노선 착공에 따른 보유 부지 개발로 인해 타 주택 업체와 다르게 2020년까지 실적 성장세가 유효하다는 점에 주목한다. 물론, 고마진 사업인 자체주택의 경우 건설 회계 기준 변경에 따라 마진율이 20%대로 희석되었으나 (외주 주택으로 분류되던 뉴스테이 (SPC 설립 방식) 사이트, 일부 아이앤콘스 사이트 등이 2018년부터 자체 주택으로 전환), 내년까지는 안정적 성장이 지속될 것으로 예상된다. 외주 주택 역시 사이트 확정에 따른 규모의 경제 효과로 17%를 상회하는 마진율이 지속될 것으로 기대된다. 토목 부문은 인천공항 제2 여객철도 부대시설 및 연결철도 공사 하자보수 관련 소송 진행에 따라 지난 1분기 일시적으로 원가율이 상승했으나, 대세에 크게 영향은 없다. 분할 후 재상장되는 현 시점에서는 기준금리 인상 기조를 감안할 때, 사업회사인 HDC 현대산업개발의 보유 순현금에 대한 리레이팅 역시 필요하다는 판단이다.

HDC 현대산업개발, HDC Holdings 합산 시가총액 4.4 조원 수준

SK 증권이 보수적으로 추정한 분할 이후 투자회사, 사업회사의 합산 예상 시가총액은 4.4 조원 수준이다. 낙관적 기대로는 투자회사의 면세점, 아이파크몰 등의 보유 지분 가치의 재평가, 또는 브랜드 로열티 확대에 의한 지주사의 가치 증가 내지는 사업회사의 경험 모멘텀에 따른 멀티플 증가 가능성 등을 고려해볼 수 있겠다. SK 증권은 사업회사인 HDC 현대산업개발의 안정적 실적 성장과 경험에 따른 국내 대형 건설주 멀티플 정상화를 감안, 투자의견 매수를 제시하고, 목표배수를 8X 로 설정하여 목표주가 77,000 원으로 커버리지를 개시한다. 분할 비율 및 하든 밸류인 현금, 랜드뱅크에 대한 프리미엄을 감안할 때, 현 시점에서는 사업회사인 HDC 현대산업개발의 매력도가 더욱 부각되는 시점으로 보인다.

파주 보유 부지 감안, 무시할 수 없는 남북 경험 모멘텀

GTX 노선 주변으로 보유하고 있는 것으로 추정되는 15 만평의 파주 부지에 대한 재평가가가 주가에 반영되어야 하는 시점으로 보인다. 남북 경험으로 인해 대형 건설주 멀티플이 상승하는 동안 HDC 현대산업개발이 거래 정지가 되어있었던 만큼, 경험으로 오른 타 대형 건설주의 목표 배수를 따라잡는다면, 상장 초기 빠른 주가 슈팅이 기대되는 바이다. 경험 확정 사업 중 하나인 경의선의 재개 및 GTX A 노선의 착공 확정에 따라 파주 보유 부지의 상승 여력을 감안할 때, 무시할 수 없는 남북 경험 모멘텀이 주가를 끌어올릴 것으로 기대된다.

HDC 현대산업개발 멀티플에 따른 목표주가 산정

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS (원)	6,981	8,868	9,500	10,215	11,048
EPS 증가율 (%)	41.5	27.0	7.1	7.5	8.2
적용EPS (원)	9,858	2018~2019년 예상 평균 EPS			
Target Multiple (X)	7.8	대형 건설주 12M Forward PER에서 20% 할인			
목표주가 (원)	77,000				
주식수 (천 주)	43,938				
목표 시가총액 (십억원)	3,378				

자료: SK 증권

HDC Holdings, HDC 현대산업개발 밸류에이션

(단위: 십억원)				비고
1) 자회사 지분가치	636.5			상장지분, 비상장지분 총합
A) 상장지분	107.8			
(십억원)	시가총액	지분율 (%)	지분가치	
현대EP	216.3	49.8	107.8	
B) 비상장지분	528.7			장부가 장부가 장부가 SOC출자 지분 및 기타 투자지분
아이앤콘스	33.5			
아이서비스	16.4			
HDC신라면세점	20.0			
기타	500.0			
2) 브랜드로열티	171.3			로열티 0.3% 가정, 멀티플 10X 적용
기존HDC 연결법인 2018E 매출액	5,710			
브랜드 수수료율 (%)	0.3			
Multiple (X)	10.0			
3) Net Cash	205			2018E Net cash 5천억*분할비율(0.41)
HDC Holdings 기업가치 - (1)	1,013			
HDC현대산업개발 기업가치 - (2)	3,378			
HDC현대산업개발 2018~2019E 순이익	433.1			대형 건설주 멀티플에서 20% 할인
Multiple (X)	7.8			
합산 예상 시가총액 (1+2)	4,391			

자료: SK 증권

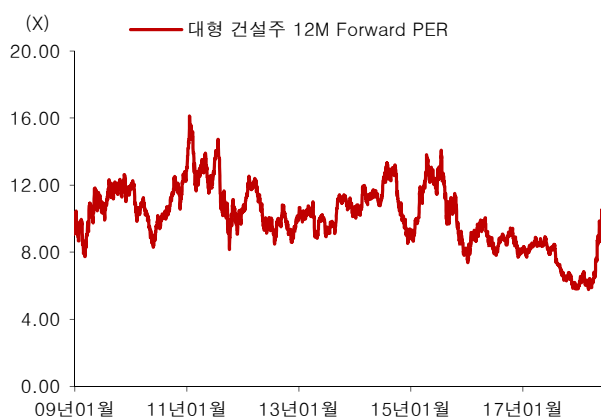
HDC 현대산업개발 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,127	4,533	4,833	5,195
자재주택	1,069	1,292	1,442	1,306
비중 (%)	25.9	28.5	29.8	25.1
외주주택	2,186	2,375	2,330	2,662
토목	302	325	424	512
건축	377	346	440	516
기타	193	195	197	199
Sales Growth (YoY %)	17.7	9.8	6.6	7.5
자재주택	-13.2	20.9	11.6	-9.5
외주주택	42.9	8.6	-1.9	14.3
토목	-12.0	7.6	30.5	20.8
건축	62.5	-8.3	27.4	17.2
매출총이익	729	750	807	864
매출총이익률 (%)	17.7	16.5	16.7	16.6
자재주택	30.1	21.4	22.5	22.5
외주주택	16.7	17.1	17.1	17.5
토목	5.9	6.1	6.5	6.5
건축	2.5	4.9	6.2	6.2
영업이익	543	555	599	641
영업이익률 (%)	13.2	12.2	12.4	12.3
당기순이익	390	417	449	485
순이익률 (%)	9.4	9.2	9.3	9.3

자료: 현대산업 SK 증권

주: 비교 가능성을 위해 분할 전 현대산업 별도 기준으로 추정. 분할 후 실제 매출액과 차이가 있음

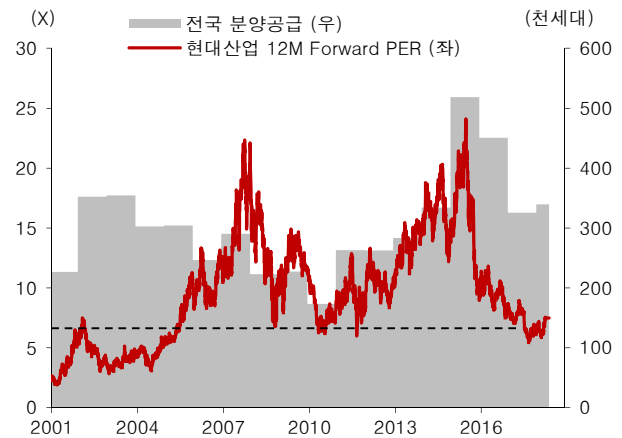
대형 건설주 12M Forward PER 추이



자료: FnGuide, SK 증권

주: 삼성엔지니어링을 제외한 대형 5 개사 기준

분할 전 기준 현대산업 12M Forward PER 추이



자료: FnGuide, REPS, SK 증권

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 / 주: 재무제표는 분할 전을 기준으로 작성

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
판매비와관리비	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
2018.06.12	매수	77,000			

Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 6월 12일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----