

SK COMPANY Analysis



Analyst
김세련
sally.kim@sk.com
02-3773-8919

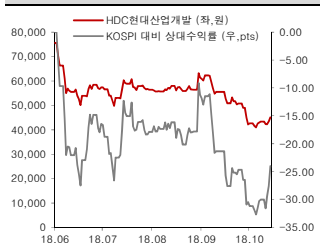
Company Data

자본금	220 십억원
발행주식수	4,394 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,979 십억원
주요주주	
HDC(외9)	38.45%
국민연금공단	11.77%
외국인지분률	31.60%
배당수익률	1.60%

Stock Data

주가(18/10/25)	45,050 원
KOSPI	2063.3 pt
52주 Beta	1.59
52주 최고가	75,600 원
52주 최저가	41,000 원
60일 평균 거래대금	16 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-18.8%	-8.0%
6개월	n/a	n/a
12개월	n/a	n/a

HDC 현대산업개발 (294870/KS | Not Rated | N/A)

지나친 저평가 국면, 호실적과 만나다

HDC 현대산업개발의 3분기 영업이익은 컨센서스 대비 19.8% 상회하는 양호한 실적을 기록했다. 자체주택 매출 감소에도 불구하고 가락 헬리오시티 매출 기여에 따른 외주주택 매출 성장 및 이익 개선이 실적 호조의 주요 원인이다. 현 주가는 Forward PER 5.1X 수준으로 지나친 밸류에이션 저평가 국면에 진입, 호실적에 따른 단기적 주가 상승 포텐셜은 열려있다는 판단이다

자체주택 매출 감소에도 불구하고, 외주주택 준공 효과로 호실적 달성

HDC 현대산업개발의 별도기준 3Q18 매출액은 9,396 억원으로 전년동기대비 10.0% 감소, 컨센서스대비 4.3% 하회했다. 영업이익은 1,176 억원으로 전년동기대비 20.0% 감소, 컨센서스 영업이익 981 억원 대비 19.8% 상회하는 호실적을 기록했다. 자체 매출 공백에도 불구하고 영업이익 호실적 달성의 주요 원인은 가락 헬리오시티 매출 기여에 따른 외주주택 매출 확대, 준공 정산 효과로 인한 마진 증가에 기인한다. 4분기는 자체 주택 매출 공백이 불가피하나, 내년 상반기는 수원 영통, 청주 가경 1차와 같은 자체 사업지 입주가 몰려있어 올해와 유사한 상고하저의 실적이 예상된다. 건축부문은 아이파크몰 증축공사 변경 계약이 완료된 후 환입에 따른 정상화가 나타날 것으로 보인다.

현 주가 Forward PER 5.1X 수준, 밸류에이션 저평가 국면

기준금리 인상 압박이 지속되는 가운데, 레버리지업인 건설사가 분양을 통해 현금을 다량 확보하고 있다는 점은 현 시장에서 밸류에이션 하방을 지지하는 요소로 판단한다. 더불어 시공사 재무구조가 더욱 강조되는 시장에서 HDC 현대산업개발이 순현금 6,500 억 원 수준으로 우량한 재무 구조를 보이고 있다는 점은 긍정적이다. 자체주택 인도기준 매출 인식에 따라 매출액 성장률이 크게 둔화된 점은 아쉽지만, 현 주가 수준은 Forward PER 5.1X 수준으로 단기적인 밸류에이션 업사이드는 열려있다는 판단이다. 정부의 SOC 투자 기조 변경에 따라 예비타당성 조사 면제 검토가 이루어질 경우, 장기적으로는 GTX B, C 노선의 사업 재개에 따른 HDC 현대산업개발의 수혜 역시 기대된다. 물론 현 주식 시장 상황을 고려할 때, 향후 자체사업지 사업 계획 및 배당 기조 등을 확인한 후 매수해도 늦지 않다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	3,348	3,507	4,119	4,221	4,214	4,106
yoy	%	6.2	4.8	17.6	2.3	-0.2	-2.6
영업이익	십억원	293	407	543	502	517	485
yoy	%	88.6	38.8	33.5	-7.6	2.9	-6.1
EBITDA	십억원	336	449	585	544	559	528
세전이익	십억원	231	376	517	519	523	492
순이익(지배주주)	십억원	217	307	390	384	387	364
영업이익률%	%	8.8	11.6	13.2	11.9	12.3	11.8
EBITDA%	%	10.0	12.8	14.2	12.9	13.3	12.9
순이익률	%	6.5	8.7	9.4	9.1	9.2	8.9
EPS	원	5,430	7,532	7,716	8,745	8,816	8,285
PER	배	7.1	6.0	5.8	5.2	5.1	5.4
PBR	배	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	10.7	6.9	3.1	1.7	1.4	0.9
ROE	%	10.5	13.3	12.6	13.1	11.8	10.1
순차입금	십억원	666	-272	-148	-1,063	-1,190	-1,492
부채비율	%	123.0	110.0	100.8	90.9	82.3	75.5

HDC 현대산업개발 자체주택 입주 시기

입주	현장	세대수
1H19	영통아이파크	1,070
1H19	청주가경1차	900
1H20	청주가경2차	654
2H20	울산태화강	377

자료: HDC 현대산업개발, SK 증권

HDC 현대산업개발 3Q18 실적 Review

(단위: 십억원)	3Q18P	3Q17	YoY (%,%p)	2Q18	QoQ (%,%p)	컨센서스	Gap (%,%p)
매출액	939.6	1,044.0	-10.0	1,308.0	-28.2	982.3	-4.3
영업이익	117.6	147.0	-20.0	158.0	-25.6	98.1	19.8
영업이익률 (%)	12.5	14.1	-1.6	12.1	0.4	10.0	2.5
세전이익	113.0	147.0	-23.1	160.0	-29.4	97.8	15.5
세전이익률 (%)	12.0	14.1	-2.1	12.2	-0.2	10.0	2.1

자료: FnGuide, HDC 현대산업개발, SK 증권

주: 홈페이지 공개된 IR 자료상 십억원으로 표기된 사업회사 별도 실적으로, 공시 기준과 차이가 있음

멀티플 밸류에이션에 따른 주당 내재가치 산출

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS (원)	7,532	7,716	8,745	8,816	8,285
EPS 증가율 (%)	38.7	2.4	13.3	0.8	-6.0
PER (X)	6.0	5.8	5.2	5.1	5.4
적용EPS (원)	8,615	2018~2020년 예상 평균 EPS			
Target Multiple (X)	7.8	대형 건설주 12M Forward PER에서 20% 할인			
주당 내재가치 (원)	67,000				
현재주가 (원 10/25)	45,050				
Upside (%)	48.7				

자료: FnGuide, SK 증권

HDC현대산업개발 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17*	3Q17*	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E
매출액	4,119	4,221	4,214	839	1,048	1,049	1,183	1,080	1,308	939	893
자체주택	1,069	838	855	222	286	237	324	314	446	53	25
비중 (%)	26.0	19.9	20.3	26.5	27.3	22.6	27.4	29.1	34.1	5.6	2.8
외주주택	2,186	2,627	2,532	441	551	570	624	595	673	701	658
토목	302	244	268	64	73	74	91	64	63	54	63
건축	377	346	392	73	91	111	102	71	86	94	95
기타	185	167	168	39	47	57	42	36	40	37	53
Sales Growth (YoY %)	17.5	2.5	-0.2	22.8	17.1	21.7	10.9	28.7	24.8	-10.4	-24.5
자체주택	-13.2	-21.6	2.0	-18.1	-16.6	-24.0	5.9	41.4	55.9	-77.6	-92.3
외주주택	42.9	20.2	-3.6	83.0	53.5	46.9	15.1	34.9	22.1	23.0	5.4
토목	-12.0	-19.2	9.7	-22.9	-24.7	-7.5	9.6	0.0	-13.7	-27.0	-30.9
건축	62.5	-8.3	13.4	35.2	44.4	131.3	52.2	-2.7	-5.5	-15.3	-7.2
매출총이익	524	597	624	156	112	125	138	100	209	156	140
매출총이익률 (%)	12.7	14.2	14.8	18.6	10.7	11.9	11.7	9.3	16.0	16.6	15.6
자체주택	30.1	24.1	26.4	31.1	28.7	29.0	31.4	19.7	26.4	30.1	26.0
외주주택	16.7	17.4	16.2	17.6	15.1	19.5	14.9	17.3	13.9	20.8	17.3
토목	5.9	6.1	6.5	12.9	3.6	6.2	2.7	5.0	5.6	7.5	6.4
건축	2.5	-3.6	2.0	-0.1	1.9	3.3	4.1	-4.8	-4.7	-13.9	8.4
영업이익	543	502	517	118	118	143	164	124	158	118	103
영업이익률 (%)	13.2	11.9	12.3	14.1	11.2	13.7	13.9	11.5	12.1	12.5	11.5
당기순이익	390	384	387	99	104	123	64	124	117	85	59
순이익률 (%)	9.5	9.1	9.2	11.8	9.9	11.7	5.4	11.5	8.9	9.0	6.6

자료: HDC현대산업개발, SK증권

주: *표시는 분할 후 사업회사 실적이며, 2017년 나머지 분기 실적은 분할 전 별도 기준임 (분할 전 별도와 비교 시 기타부문 소폭 변동)

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,645	3,770	4,320	4,779	5,180
현금및현금성자산	1,152	1,018	1,923	2,060	2,372
매출채권 및 기타채권	1,070	1,543	1,074	866	1,013
재고자산	768	574	622	1,155	1,125
비유동자산	2,139	2,065	1,903	1,822	1,766
장기금융자산	442	442	442	442	442
유형자산	851	860	869	877	885
무형자산	16	16	16	16	16
자산총계	5,785	5,835	6,224	6,601	6,946
유동부채	2,264	2,157	2,179	2,177	2,165
단기금융부채	745	535	526	529	531
매입채무 및 기타채무	592	700	732	727	712
단기충당부채	5	5	5	5	5
비유동부채	766	773	784	803	823
장기금융부채	335	335	334	341	349
장기매입채무 및 기타채무	3	3	4	4	4
장기충당부채	212	223	234	245	258
부채총계	3,030	2,929	2,963	2,980	2,988
지배주주지분	2,622	2,760	3,100	3,444	3,764
자본금	377	220	220	220	220
자본잉여금	179	179	179	179	179
기타자본구성요소	-142	-142	-142	-142	-142
자기주식	-84	-84	-84	-84	-84
이익잉여금	2,186	2,481	2,821	3,164	3,484
비지배주주지분(연결)	133	146	161	177	195
자본총계	2,755	2,906	3,261	3,621	3,958
부채와자본총계	5,785	5,835	6,224	6,601	6,946

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	840	317	1,001	214	391
당기순이익(손실)	331	339	384	387	364
비현금수익비용가감	192	171	184	175	175
유형자산감가상각비	40	40	40	41	41
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	123	123	123	123	123
운전자본감소(증가)	316	-193	433	-348	-148
매출채권의감소(증가)	39	-472	469	208	-147
재고자산의감소(증가)	344	194	-47	-533	30
매입채무의증가(감소)	-41	108	32	-5	-15
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	-417	-59	-39	-39
단기금융부채의 증가(감소)	-277	-210	-9	3	3
장기금융부채의 증가(감소)	174	0	0	7	7
자본의 증가(감소)	-3	-157	0	0	0
배당금지급	-37	-44	-44	-44	-44
기타재무활동	-3	-5	-5	-5	-5
현금의 증가	605	-135	906	137	312
기초현금	548	1,152	1,018	1,923	2,060
기말현금	1,152	1,018	1,923	2,060	2,372
FCF	790	267	951	165	341

자료: HDC현대산업개발, SK증권 추정 / 주: 재무상태표는 분할 전 별도기준

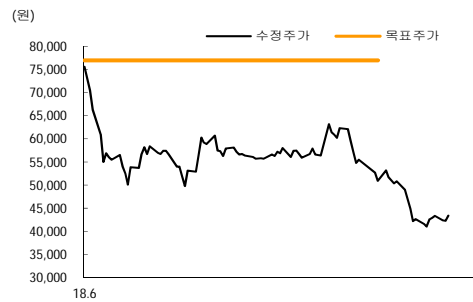
포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,507	4,126	4,221	4,214	4,106
매출원가	2,873	3,397	3,552	3,529	3,457
매출총이익	634	729	669	686	650
매출총이익률(%)	18.1	17.7	15.9	16.3	15.8
판매비와관리비	227	186	167	169	164
영업이익	407	543	502	517	485
영업이익률(%)	11.6	13.2	11.9	12.3	11.8
조정영업이익	407	543	502	517	485
비영업손익	-31	-26	17	6	7
순금융손익	-16	-11	-13	-16	-18
외환관련손익	-3	12	2	14	17
관계기업등 투자손익	-6	4	4	4	4
세전계속사업이익	376	517	519	523	492
세전계속사업이익률(%)	10.7	12.5	12.3	12.4	12.0
계속사업법인세	99	178	135	136	128
계속사업이익	331	339	384	387	364
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	331	339	384	387	364
순이익률(%)	9.4	8.2	9.1	9.2	8.9
지배주주	307	390	384	387	364
지배주주귀속 순이익률(%)	8.7	9.4	9.1	9.2	8.9
비지배주주	24	-51	0	0	0
총포괄이익	326	348	394	398	373
지배주주	302	323	365	369	345
비지배주주	24	26	29	29	27
EBITDA	449	585	544	559	528

주요투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	4.8	17.6	2.3	-0.2	-2.6
영업이익	38.8	33.5	-7.6	2.9	-6.1
세전계속사업이익	62.8	37.6	0.4	0.8	-6.0
EBITDA	33.6	30.3	-6.9	2.8	-5.6
EPS	38.7	2.4	13.3	0.8	-6.0
수익성(%)					
ROA(%)	5.9	5.8	6.4	6.0	5.4
ROE(%)	13.3	12.6	13.1	11.8	10.1
EBITDA마진(%)	12.8	14.2	12.9	13.3	12.9
안정성(%)					
유동비율(%)	161.0	174.8	198.3	219.5	239.3
부채비율(%)	110.0	100.8	90.9	82.3	75.5
순차입금/자기자본(%)	-9.9	-5.1	-32.6	-32.9	-37.7
EBITDA/이자비용(배)	9.5	14.8	13.9	14.3	13.4
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	7,532	7,716	8,745	8,816	8,285
BPS	59,313	62,450	70,196	78,012	85,297
CFPS	8,479	8,656	9,697	9,780	9,260
주당 현금배당금	500	700	1,000	2,000	2,500
Valuation지표(배)					
PER(최고)	7.2	10.1	8.9	8.8	9.4
PER(최저)	4.6	5.3	4.6	4.6	4.9
PBR(최고)	0.9	1.2	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5
PCR	5.3	5.2	4.6	4.6	4.9
EV/EBITDA(최고)	8.3	5.6	4.3	4.0	3.7
EV/EBITDA(최저)	5.3	2.8	1.3	1.1	0.6

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.26	Not Rated				
2018.10.01	Not Rated				
2018.07.25	매수	77,000원	6개월	-25.68%	-1.82%
2018.07.10	매수	77,000원	6개월	-26.20%	-1.82%
2018.06.12	매수	77,000원	6개월	-24.50%	-1.82%



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 (2018 년 10 월 26 일 기준)

매수	91.73%	중립	8.27%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----