

2019년 02월 27일

키움증권 리서치센터 | 산업분석

## HDC 그룹 맞춰지는 퍼즐 조각, 투자에 나설 때

HDC그룹은 사업회사인 HDC현대산업개발을 중심으로  
종합부동산그룹이라는 미래의 청사진을 그리고 있다.  
작년 지주회사 체제로 재편되면서 여러 우여곡절이 있었지만,  
성공적으로 지배구조를 확립해  
적대적 M&A에 대한 이슈를 해소시켰다.  
따라서 그동안 보수적이었던 현금에 대한  
재배치가 보다 효율적으로 일어나면서  
기업가치가 증대될 전망이다.  
이제는 투자에 나설 때가 됐다!



기업분석팀 건설/부동산

Analyst 라진성

02-3787-5226, jsr@kiwoom.com

## Contents



## I. 성공적인 지배구조 개편 3

- > 지주회사 전환 4
- > 남은 퍼즐은 금융회사 지분 매각과 순환출자 해소 6
- > 배당 확대는 필연적 8
- > 종합부동산회사 Value Chain 구축 9

## II. 지주회사 밸류에이션:

## HDC 10

- > 맞춰지는 퍼즐조각,  
이제는 투자에 나서야 할 때 10

## 기업분석 11

- > HDC (012630) 12
- > HDC현대산업개발 (294870) 25
- > HDC아이콘트롤스 (039570) 37

## Compliance Notice

- 당사는 2월 26일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

## 맞춰지는 퍼즐조각, 투자에 나설 때

## &gt;&gt;&gt; 성공적인 지주회사 전환

동사는 2017년 12월 이사회 결의를 통해 인적분할 방식을 통한 지주회사로의 전환을 결정했다. 분할존속회사인 HDC는 투자회사로 자회사 및 피투자회사 지분 관리와 투자를 목적으로 하는 투자사업부문 및 부동산임대사업부문을 영위한다. 분할신설회사인 HDC현대산업개발은 건설사업부문, PC사업부문, 호텔 및 콘도 사업부문을 영위하는 사업회사다. 작년 7월 지분스왑을 위한 공개매수 현물출자 방식의 유상증자가 결정됐으며, 9월 유상증자가 종료되면서 지주회사 전환이 완료됐다. 유상증자 결과 최대주주(정몽규)의 지주회사 지분은 31.41%까지 증가했고, 지주회사 역시 사업회사 지분을 32.99% 보유하면서 성공적으로 지배구조를 확립했다.

## &gt;&gt;&gt; 지주회사 적정 시가총액은 1.7조원

지주회사 자체사업 외에도 제대로 평가받지 못했던 아이파크몰, 면세점, 서울-춘천고속도로 등 양질의 히든 밸류가 상당부분 존재한다. 아이파크몰의 경우 과거 지속된 적자로 인해 적정가치를 받지 못했지만 최근에는 HDC 그룹사 중 가장 높은 영업이익률을 보이고 있다. 2017년 흑자전환에 성공한 면세점은 타이공 수요 악화로 여전히 부진한 모습이지만, 향후 전망은 나쁘지 않다. 또한 동사가 보유중인 인프라 자산 중 서울-춘천고속도로의 경우 장기간 높은 이자수익을 수취할 수 있는 자산으로 장부가 대비 높은 자산가치를 형성하고 있다. 이처럼 히든 밸류와 계열사의 지분가치까지 감안할 경우 지주회사의 적정가치는 1.7조원으로 추정된다.

## &gt;&gt;&gt; 현금의 효율적 재배치로 기업가치 증대

HDC그룹은 지주회사 전환 이후 사업회사인 HDC현대산업개발을 중심으로 종합부동산그룹이라는 미래의 청사진을 그리고 있다. 그리고 청사진에 대한 가시성이 조금씩 보이기 시작한다. HDC에 대해 목표주가 28,000원 및 건설 유관 지주업종 Top pick으로 제시한다. HDC현대산업개발은 향후 용지투자 확대와 복합개발사업 확대가 기대된다. 목표주가를 65,000원으로 상향하고, 투자의견도 BUY로 상향한다. HDC아이콘트롤스는 순환출자 해소 과정에서 현금만 약 1,000원 유입될 전망이다. 보유 현금까지 감안하면 현재 시총을 모두 설명하고 있기 때문에 투자 매력도가 급격히 증가할 수 있다. 이처럼 **HDC그룹은 보수적이었던 현금에 대한 효율적 재배치가 가능해지면서 기업가치가 증대될 전망이다.**

**이제는 투자에 나설 때가 됐다**



# I. 성공적인 지배구조 개편

## >>> 지주회사 전환

### 인적분할을 통한 지주회사 전환 완료

동사는 2017년 12월 이사회 결의를 통해 인적분할 방식을 통한 지주회사로의 전환을 결정했다. 이로 인해 작년 5월 기존 현대산업개발은 HDC와 HDC현대산업개발로 분할됐으며, 지난 6월 재상장 됐다. 분할준속회사인 HDC는 지주회사로 투자회사로 자회사 및 피투자회사 지분 관리와 투자를 목적으로 하는 투자사업부문 및 부동산임대사업부문을 영위한다. 분할신설회사인 HDC현대산업개발은 건설사업부문, PC사업부문, 호텔 및 콘도 사업부문을 영위하는 사업회사다. 작년 7월 지분스왑을 위한 공개매수 현물출자 방식의 유상증자가 결정됐으며, 9월 유상증자가 종료되면서 지주회사 전환이 완료됐다. 유상증자 결과 최대주주(정몽규)의 지주회사 지분은 31.41%까지 증가했고, 지주회사 역시 사업회사 지분을 32.99% 보유하게 되면서 성공적으로 지배구조를 확립하게 됐다.

### HDC그룹 지주회사 전환 연혁

- 2017.12.05 지주사 전환 이사회 결의
- 2018.02.22 HDC부동산콘텐츠 지분 취득(취득금액 370억원, 지분 75%)
- 2017.03.23 현대산업개발 대표이사 변경(정몽규 대표이사 임기 만료)
- 2018.04.27~2018.06.11 매매거래정지
- 2018.05.01 'HDC'와 'HDC현대산업개발'로 분할
- 2018.05.02 HDC 대표이사로 정몽규 신규 선임
- 2018.06.12 'HDC현대산업개발' 분할 신규 상장
- 2018.06.28 지주회사 전환을 위한 행위제한 해소
  - 1) HDC가 HDC아이서비스가 보유한 HDC현대EP 지분 2.0% 취득
  - 2) HDC가 HDC아이서비스가 보유한 HDC아이파크몰 지분 5.5% 취득
  - 3) HDC가 HDC아이파크몰이 보유한 HDC신라면세점 지분 25.0% 취득
- 2018.07.31 유상증자 결정(HDC현대산업개발 주식 공개매수 현물출자 방식)
- 2018.09.20 유상증자 완료
  - 최대주주(정몽규) 지분변동 (증자 전 13.36% → 증자 후 31.41%)
- 2018.11.16~20 HDC의 최대주주(정몽규)가 HDC 지분을 장내 매입(31.41% → 32.41%)
- 2018.12.06~10 HDC의 최대주주(정몽규)가 HDC 지분을 장내 매입(32.41% → 33.04%)
- 2018.12.17 공정위로부터 지주회사 전환신고에 대한 심사결과(충족) 통지서 접수
- 2018.12.24 지주회사 전환을 위한 행위제한 해소
  - 부동산일일사(주) 자회사 편입(부동산일일사(주)가 에이치디씨부동산콘텐츠(주)를 흡수 합병)

자료: 키움증권

## 분할 당시 개요

구분	분할 전 현대산업개발	분할 후	
		HDC (준속) (A012630)	HDC 현대산업개발 (신설) (A294870)
사업부문		* 투자(자회사 및 피투자회사 지분 관리 투자) * 부동산 임대	* 부동산 개발/운영/건설 * PC (Precast Concrete) * 호텔 및 콘도
분할비율	-	0.4171427	0.5828573
자본금	3,769 억원	1,572 억원	2,197 억원
발행주식수	75,384,180 주	31,445,960 주	43,938,220 주
액면가	5,000 원	5,000 원	5,000 원
평가 시가총액		1 조 5,298 억원	1 조 9,706 억원

자료: HDC, 키움증권

## 분할신설회사의 재상장 주요요건의 검토

구분	내용	현황	결과
규모요건	자기자본	2017년 3분기말 자기자본 17,540 억원	충족
	유통주식수	32,692,228 주	충족
경영성과 요건	매출액	분할이전될 영업부문의 최근 사업연도 매출액 300 억원 이상	2016년 기준 매출액 34,746억원 충족
	이익 등	분할이전될 영업부문의 최근 사업연도에 영업이익, 법인세비용차감전계속사업이익 및 당기순이익 중 적은 금액(종속회사가 있는 법인은 연결재무제표상 연결당기순이익에서 비지배지분을 제외한 금액)을 기준으로 25억원 이상일 것.	2016년 영업이익 : 4,016억원 법인세비용차감전계속사업이익 : 4,042억원 당기순이익 : 3,052억원 충족
안정성 및 건전 요건	감사의견	분할이전될 영업부문 최근 사업연도 및 분·반기검토보고서 적정	검토의견: 적정 충족
	양도제한	정관 등에 주식양도의 제한 없음	제한 없음 충족
	액면가액	세칙에서 정하는 금액	5,000 원 충족
	사외이사	이사 총수의 1/4 이상	이사 7 명 중 4 명 충족
	상근감사	감사위원회 설치	감사위원회 설치(사외이사 3명) 충족

주1: 분할신설회사의 재상장 요건은 2017년 09월 30일 현재의 [K-IFRS 별도 재무제표]를 기준으로 한 분할재무제표 내용이며, 분할기일 최종 이전 재산가액이 확정된 후 공인회계사의 검토를 받아 최종 확정된 수치에 따라 변경될 수 있습니다.

주2: 분할준속회사인 HDC (주)(가칭)는 유가증권시장에 변경상장 예정이며, 재상장과 달리 별도 변경상장요건은 없습니다

자료: HDC, 키움증권

## 분할 이후 지주사와 사업회사의 총 주식수

구분	HDC		HDC 현대산업개발	
	보통주	비고	보통주	비고
I. 발행할 주식의 총수	200,000,000	주 1	200,000,000	주 1)
II. 현재까지 발행한 주식의 총수	233,279,941	주 2)	43,938,220	
III. 현재까지 감소한 주식의 총수	173,538,220			
1. 감자	43,938,220	주 3)		
2. 이익소각				
3. 상환주식의 상환				
4. 기타	129,600,000	액면병합		
IV. 발행주식의 총수 (II-III)	59,741,721		43,938,220	
V. 자기주식수	2,219,656	주 4)	9,470	주 5)
VI. 유통주식수 (IV-V)	57,522,065		43,928,750	

주1: 정관에 의한 발행할 주식수

주2: HDC는 HDC현대산업개발 주주들을 대상으로 공개매수 현물출자를 실시, 그에 대한 댓가로 HDC 주식 28,295,761주를 발행

주3: HDC는 2018년 5월 1일 인적분할 함에 따라 주식수가 감소, 인적분할로 인해 감소된 주식 수는 43,938,220주

주4: HDC는 2018년 5월 1일 인적분할 함에 따라 단수주 8,800주 추가 취득

주5: HDC현대산업개발은 2018년 5월 1일 인적분할 함에 따라 단수주 9,470주 취득

자료: HDC, HDC현대산업개발, 키움증권

지주회사 요건 충족 검토 (2018년 3분기 재무제표 기준)

요건	내용	검토결과	충족여부
성립 요건	자산총계 5,000 억원 이상	자산총계: 19,419 억원	충족
	총자산 중 자회사 지분가액 비율이 50% 이상	자회사 지분가액: 11,913억원 자회사 지분가액 비율: 61.3% * 국내자회사 : HDC현대산업개발, HDC아이파크몰, HDC아이앤콘스, HDC아이서비스, HDC현대EP, HDC영창, HDC신라면세점, 아이파크마리나, 북항아이브리지, 부산컨테이너터미널, 통영에코파워, HDC스포츠, 지개남산도시고속화도로, HDC민간임대주택제1호위탁관리부동산투자회사, 부동산일일사	충족
행위 제한 요건	자회사 이외 계열사 지분 보유 불가	해당사항 없음(유상증자 통해 분할신설회사 지분 추가 취득)	충족
	부채비율 200% 초과 보유 불가	부채총계: 647억원, 자본총계: 18,772억원, 부채비율: 3.45%	충족
	계열회사가 아닌 국내회사의 지분을 5% 초과 보유 행위 불가(단, 소유하고 있는 계열회사가 아닌 국내회사의 주식가액의 합계액이 자회사의 주식가액의 합계액의 100분의 15 미만인 지주회사에 대하여는 적용하지 아니함)	* 계열회사가 아닌 국내회사 주식가액의 합계액(A) (규정에 부합하는 민간투자법인 제외): 1,492억원 * 자회사의 주식가액의 합계액(B): 11,913억원 * A/B: 12.5%	충족
	자회사 지분을 규제(상장 20%, 비상장 40%이상)	1. 상장사 - HDC 현대산업개발 33.0% - HDC 현대 EP 48.3% 2. 비상장사 - HDC아이파크몰 87.1% - HDC아이앤콘스 95.2% - HDC아이서비스 56.6% - HDC영창 87.9% - HDC신라면세점 50.0% - 아이파크마리나 88.1% - 북항아이브리지 66.0% - 부산컨테이너터미널 40.0% - 통영에코파워 100.0% - HDC스포츠 100.0% - 지개남산도시고속화도로 63.9% - 부동산일일사 75.0% - HDC민간임대주택제1호위탁관리부동산투자회사 : 50.0%	충족
	자회사의 손자회사 주식보유에 대한 지분율 규제 (상장 20%, 비상장 40% 이상)	1. 분할신설회사: HDC현대산업개발 - 호텔HDC 100% - HDC현대PCE 100% 2. HDC아이서비스 - 아이시어스 46.7% 3. 부동산일일사 - 미래비아이 64.4%	충족
	자회사의 손자회사 이외 국내계열회사 지분보유 불가	1. HDC아이서비스 - HDC아이콘트롤스 6.7% - HDC민간임대주택제1호위탁관리부동산투자회사 3.7% 2. HDC아이앤콘스 - HDC아이콘트롤스 6.4% 3. HDC현대EP - HDC아이콘트롤스 14.8%	미충족 주 1)
	손자회사의 국내계열회사 주식 소유 제한	해당사항 없음	충족
	지주회사체제내 금융회사 지분 소유 금지	* 비상장 - 현대선물 8.7%	미충족 주 2)

주 1: 공정거래법 상 자회사는 손자회사가 아닌 국내계열회사 지분을 보유할 수 없으므로, 그 요건을 충족하지 못하는 지분을 추가 취득 또는 처분하여야 함. 다만, 그 실행 여부, 시기 및 방법은 구체적으로 결정된 바 없음

주 2: 현재 현대선물(주) 지분 8.7%를 보유하고 있음. 해당 지분 처분을 통해 공정거래법상 지주회사 행위제한 요건을 충족시키는 방안을 고려 중에 있으나, 아직 그 실행 여부, 시기 및 방법은 구체적으로 결정된 바 없음

자료: HDC, 키움증권

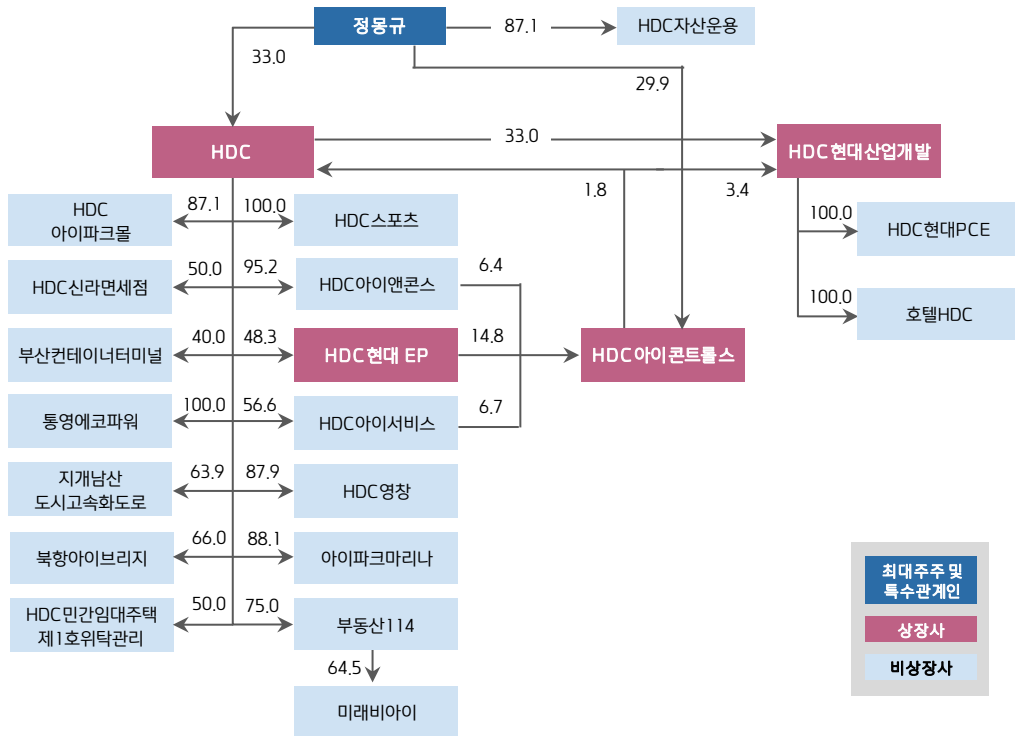


## >>> 남은 퍼즐은 금융회사 지분 매각과 순환출자 해소

### 지주회사 행위제한요건 충족을 위한 추가 작업 필요

분할 당시 사업회사인 HDC현대산업개발의 경우 재상장 주요요건을 모두 충족하고 있었던 반면, 지주회사인 HDC는 지주회사 성립요건 및 행위제한요건을 일부 충족하지 못하고 있었다. 대부분은 현물출자를 통한 지분스왑 과정을 통해 해결됐지만, 1) 지주회사체제내 금융회사 지분 소유 금지, 2) 자회사의 손자회사 이외 국내계열회사 지분보유 불가 등 두 가지 요건에 대해서는 추가 작업이 필요한 상황이다. 두 요건 모두 지주회사 전환일인 2018년 9월 21일부터 2년간의 유예기간 안에 해소되어야 한다.

### HDC그룹 지배구조



자료: 키움증권

### HDC그룹 순환출자 고리

고리	내용
1	HDC → HDC 아이서비스 → HDC 아이콘트롤스 → HDC
2	HDC → HDC 아이서비스 → HDC 현대 EP → HDC 아이콘트롤스 → HDC
3	HDC → HDC 아이앤콘스 → HDC 아이콘트롤스 → HDC
4	HDC → HDC 현대 EP → HDC 아이콘트롤스 → HDC

자료: 키움증권

### 금융회사 지분 매각 필요

주요 미충족 조건 중 하나인 '지주회사체제 내 금융회사 지분 소유 금지' 요건에 대해서는 금융회사인 현대선물(주) 8.7%의 지분을 처분해야 한다. 지주회사 전환 결정 당시에는 현대엠파트너스(주) 9.3%의 지분도 '지주회사체제 내 금융회사 지분 소유 금지' 요건에 해당했으나, 이후 금융업 라이선스를 반납한 것으로 파악돼 행위제한요건에 해당되지 않는다. 따라서 빠르면 연내 현대선물의 지분(3Q18기준 장부가액은 37억원)은 매각이 이뤄질 것으로 전망된다.

## HDC아이콘트롤스와 관련된 순환출자 해소 필요

지주회사 체계를 구축하기 위한 마지막 퍼즐은 순환출자 해소다. 현재 HDC그룹은 HDC아이콘트롤스를 중심으로 하는 순환출자 구조가 형성되어 있다. 순환출자 해소를 통해 지주회사 행위제한요건인 '자회사의 손자회사 이외 국내계열회사 지분보유 불가' 요건을 해소해야 한다. 이를 위해 'HDC → HDC아이앤콘스/HDC아이스서비스/HDC현대EP → HDC아이콘트롤스 → HDC'로 연결된 구조의 변경이 필요하다. 이와 같은 순환출자 해소 방법으로는 크게 4가지 시나리오가 가능하다. 1) HDC아이앤콘스/HDC아이스서비스/HDC현대EP가 보유중인 HDC아이콘트롤스의 지분을 HDC가 매입해 자회사로 편입(HDC아이콘트롤스가 보유중인 지주사와 사업회사, 부동산114 지분 매각 필요), 2) HDC아이앤콘스/HDC아이스서비스/HDC현대EP 중 1~2개 회사로 지분을 재편해 손자회사로 편입(HDC아이콘트롤스가 보유중인 지주사와 사업회사, 부동산114 지분 매각 필요), 3) 지주회사인 HDC와 합병(자회사들이 보유중인 HDC아이콘트롤스 지분 매각 필요), 4) HDC아이앤콘스/HDC아이스서비스/HDC현대EP가 보유중인 동사의 지분을 제3자에게 전량 매각하면서 대주주 개인 회사가 되는 경우 등이다.

이 중 가능성이 가장 높은 방법은 1번(HDC아이앤콘스/HDC아이스서비스/HDC현대EP가 보유중인 HDC아이콘트롤스의 지분을 HDC가 매입해 자회사로 편입(HDC아이콘트롤스가 보유중인 지주사와 사업회사, 부동산114 지분 매각 필요))이라는 판단이다. 과거 지주회사 전환을 위한 해위제한 해소 행위들을 보더라도 지주회사가 자회사 지분을 매입하는 방식을 써왔다. 현재 HDC아이앤콘스(6.4%)/HDC아이스서비스(6.7%)/HDC현대EP(14.8%)가 보유한 HDC아이콘트롤스의 지분은 모두 27.9%다. 26일 증가 기준으로는 약 517억원의 지분 매입 금액이 필요해 지주사 입장에서는 부담스러운 수준은 아니다. 더불어 HDC아이콘트롤스가 보유한 HDC와 HDC현대산업개발의 지분까지 HDC가 매입한다면, 각각 219억원, 774억원이 추가로 필요하다. HDC가 모두 매입할 경우 총 소요 금액은 약 1,510억원 수준으로 현재 보유중인 별도 기준 현금성자산 1,540억원과 일부 차입을 통한다면 불가능한 금액은 아니다. HDC의 경우 별도기준으로는 무차입 경영 중이다. 다만, 차입을 통해서까지 무리하기보다는 HDC아이콘트롤스가 보유중인 지주회사(1.8%)와 사업회사(3.4%)의 지분은 제3자에게 매각할 가능성이 높다. 이를 대비라도 하듯 하더라도 HDC의 최대주주인 정몽규 회장은 작년 11월과 12월 장내 지분 매입을 통해 HDC의 지분율을 기존 31.41%에서 33.04%까지 1.63% 추가 확보했다. 따라서 지배구조에도 전혀 문제가 없다. 이 경우 **HDC아이콘트롤스의 입장에서도 HDC와 HDC현대산업개발 지분 매각을 통해 약 1,000억원의 현금이 유입되고, 기존 보유 현금까지 감안하면 현재 시가총액(26일 증가 기준 1,827억원) 수준의 현금이 확보되기 때문에 투자매력도가 급격히 증가할 수 있다.**

### HDC의 지주회사 전환을 위한 행위제한 해소 사례

일시	내용
2018.6.28	HDC가 HDC아이스서비스가 보유한 HDC현대EP 지분 2.0% 취득 HDC가 HDC아이스서비스가 보유한 HDC아이파크몰 지분 5.5% 취득 HDC가 HDC아이파크몰이 보유한 HDC신라면세점 지분 25.0% 취득
2018.12.24	부동산일일사(주) 자회사 편입(부동산일일사(주)가 에이치디씨부동산콘텐츠(주)를 흡수 합병)

자료: 기금증권

3번(지주회사인 HDC와 합병)의 방안도 지속적으로 언급되고 있지만, 두 회사 모두 상장사인 관계로 합병비율과 주식매추청구권 등 논란이 발생할 가능성이 높아 최근 사회적 이슈를 고려하면 부담스러운 방법이다. 2번(HDC아이앤콘스/HDC아이스서비스/HDC현대EP 중 1~2개 회사로 지분을 재편해 손자회사로 편입(HDC아이콘트롤스가 보유중인 지주사와 사업회사, 부동산114 지분 매각 필요))은 HDC아이콘트롤스를 보유 중인 자회사들의 현금 보유력을 감안하면 쉽지 않은 선택이다. 특히 HDC아이앤콘스의 경우 건설사로 여유 현금이 필수다. 3번(지주회사인 HDC와 합병(자회사들이 보유중인 HDC아이콘트롤스 지분 매각 필요))의 경우는 현 상황에서 그룹 외로 재편할 유인은 없어 보이나 전혀 배제할 방법은 아니다.

## >>> 배당 확대는 필연적

### 지주회사의 배당은 점진적으로 증가할 전망

지주회사에 대한 시장의 기대 중 하나는 배당이다. 지주회사로의 전환을 통해 지배구조상 정점에 있으며, 적대적 M&A에 대한 이슈를 해소하며 대주주 지배력이 강화됐다. 따라서 그동안 보수적이었던 현금에 대한 재배치가 보다 효율적으로 일어날 수 있을 것으로 전망된다. 작년 말 기준 지주회사의 배당가능이익은 별도 기준으로 약 8,000억원에 달하는 것으로 추정된다. 다만, 이 중 대부분이 작년 분할로 인한 중단사업이익(약 8,400억원)에 영향을 받은 것으로 보여, 별도 기준 계속영업이익인 83억원 수준에서 2018년도 배당이 결정될 것으로 예상된다. 83억원이 전부 배당으로 이어진다면 2018년도 결산 배당은 주당 150원 수준이 될 것으로 보인다. 배당수익률은 0.9%로 상당히 낮은 수준이지만, 작년 배당수익에는 HDC현대산업개발의 배당수익이 반영되지 않은 수치다. 향후 HDC의 배당이 별도의 계속영업이익 기준으로 진행된다면, 1) 올해부터는 HDC현대산업개발의 배당수익이 온전히 반영될 것으로 전망되고, 2) 계열사의 배당금과 브랜드 로열티를 기반으로 한 안정적인 현금흐름을 통해 부동산 투자사업을 성공적으로 영위할 수 있을 것으로 예상되기 때문에 실적개선에 따른 점진적인 배당 증가가 기대된다.

### HDC 지주부문 실적 및 배당 전망 (단위: 십억원)

구분	2018E	2019E	2020E
매출액	49.7	59.4	64.7
Yoy(%)		19.4	9.0
임대수익	37.3	37.7	38.3
배당수익	4.8	14.9	19.3
Yoy(%)		210.0	29.7
로열티수익	7.6	6.8	7.1
주당 배당금(원)	150	250	350
배당수익률(%)	0.9	1.2	1.7

자료: HDC, 키움증권

### 사업회사에 대한 배당 확대 요구 증가 전망

HDC현대산업개발의 배당성향은 최근 3개년 20% 수준에서 형성됐다. 2018년 기준 배당은 작년 5월 분할시점을 기준으로 배당가능이익이 산정되기 때문에 전년대비 감소할 전망이다. 다만, 올해부터는 온기 실적이 반영되기 때문에 다시 정상궤도로 회복할 전망이다. 또한 지배구조 확립에 따라 본래 사업부문에 집중함으로써 디벨로퍼의 핵심 역량인 신속한 의사결정으로 적시에 투자판단과 자금집행이 가능해져 사업회사 역시 보수적이었던 현금에 대한 재배치가 보다 효율적으로 일어날 수 있을 것으로 판단된다. 결국 사업회사의 배당이 지주회사의 실적과 배당에 중대한 영향을 미치고, 지주회사가 최대주주의 유일한 현금 통로인 점을 감안하면, 지주회사와 사업회사 모두 중장기적으로 배당 확대가 예상된다. 특히 최근 스튜어드십코드 도입과 주주행동주의의 활성화가 사회적 화두에 오르고 있는 만큼 지주회사 및 사업회사를 대상으로 주주환원정책에 대해 적극적으로 요구할 가능성이 높아졌다.

### HDC현대산업개발 배당 현황

구분	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당 배당금(원)	700	200	50	300	500	700	1,000	700	1,000	1,100
배당성향	22.5%	155.0%	-	54.6%	21.6%	18.6%	20.7%	8.2%	12.2%	14.5%

자료: HDC현대산업개발, 키움증권

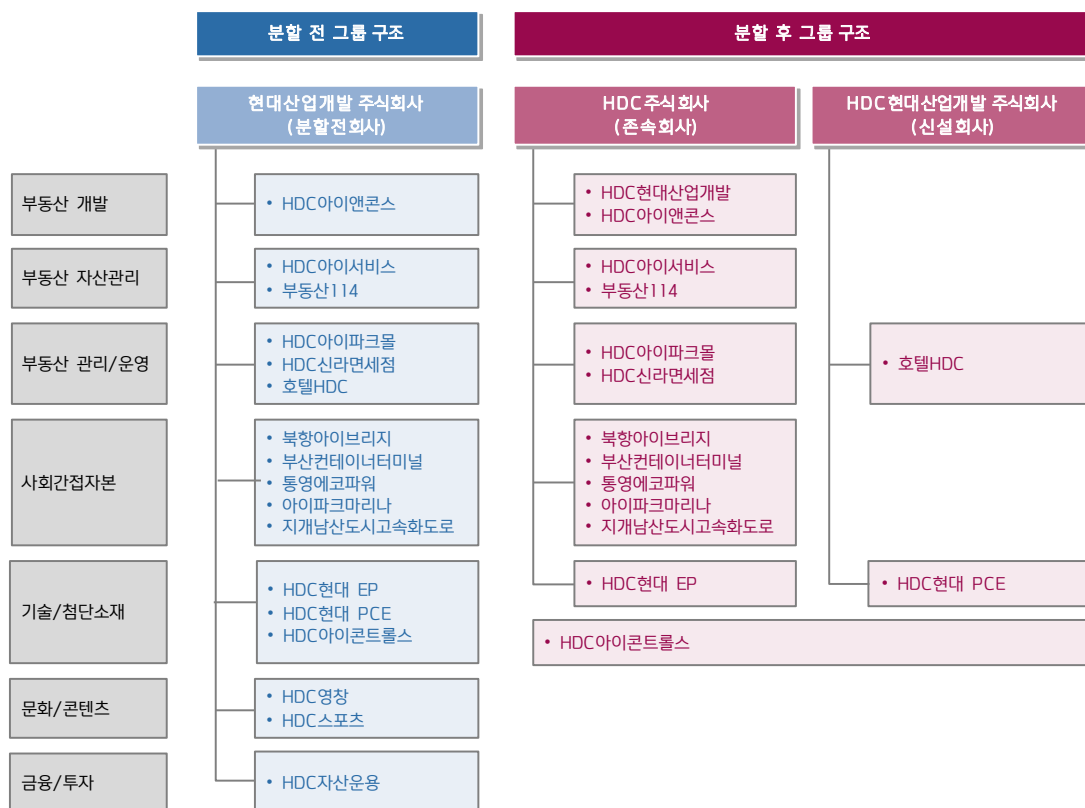


## >>> 종합부동산회사 Value Chain 구축

### 계열사와 시너지 극대화

지주회사 전환 결정 이후 지금까지 우여곡절이 많았지만, HDC그룹은 계열사와 지주회사의 협업을 통해 그룹 포트폴리오의 경쟁력을 강화시키기 위한 작업을 진행 중이다. 지주회사 전환이 완료되면서 종합 부동산 회사의 Value Chain 구축이 진행됐고, 이를 바탕으로 지주회사와 사업회사 간의 유기적인 전략을 통한 시너지 효과가 기대된다. 특히 운영사업의 확대를 중점적으로 추진할 예정이므로 HDC아이파크몰, 호텔HDC, HDC 아이서비스 등의 역할이 증대될 전망이다. 향후 지주회사와 사업회사가 운영하는 자산들의 성격에 따라 HDC아이파크몰과 호텔HDC에 위탁운영이 가능하다. 또한 기존 FM(Facility Management) 중심이었던 HDC아이서비스가 PM(Property Management) 중심으로 역량확보를 통해 그룹의 주요 운영자산들을 관리 운영하면서 매출 기반을 확대할 수 있을 전망이다. 이처럼 계열사와의 보다 강화된 협력관계가 기대된다. 한국판 메가 디벨로퍼의 탄생이 가까워지고 있다.

### HDC 그룹 체계도



자료: HDC, 키움증권

## II. 지주회사 밸류에이션: HDC

### >>> 맞춰지는 퍼즐조각, 이제는 투자에 나서야 할 때

#### 투자 의견 BUY, 목표주가 28,000원, 건설 유관 지주업종 Top pick 제시

지주회사 자체 매출 외에도 그동안 제대로 평가받지 못했던 아이파크몰, 면세점, 서울-춘천고속도로 등 양질의 히든 밸류가 상당부분 존재한다. 특히 아이파크몰의 경우 과거 지속된 적자로 인해 적정가치를 받지 못했지만 최근에는 HDC 그룹사 중 가장 높은 영업이익률을 보이고 있다. 2017년 흑자전환에 성공한 면세점은 타이공 수요 악화로 여전히 부진한 모습이지만, 향후 전망은 나쁘지 않은 상황이다. 또한 동사가 보유중인 인프라 자산 중 서울-춘천고속도로의 경우 장기간 높은 이자수익을 수취할 수 있는 자산으로 장부가 대비 높은 자산가치를 형성하고 있다. 이처럼 히든 밸류와 계열사의 지분가치까지 감안할 경우 지주회사의 적정가치는 1.7조원으로 추정된다. 지주회사인 HDC에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 28,000원을 신규 제시하며, 건설 유관 지주업종 Top pick으로 제시한다.

#### HDC NAV 밸류에이션

구분	평가가치(억원)	지분율	내용
<b>1. 영업가치</b>	<b>1,038</b>		
별도 NOPAT	104		임대수익, 배당수익, 로열티수익 모두 10 배 적용
적용 Multiple (x)	10		
<b>2. 지분가치</b>	<b>14,532</b>		
<b>1) 상장사 지분가치</b>	<b>6,328</b>		
HDC현대산업개발	5,104	33.0%	분할 이후 평균 시가총액 30% 할인
HDC현대 EP	563	48.3%	분할 이후 평균 시가총액 30% 할인
삼양식품	661	17.0%	HDC 분할 이후 시점 평균 시가총액 30% 할인
<b>2) 비상장사 지분가치</b>	<b>8,204</b>		
> HDC아이파크몰	3,107	81.5%	
NOPAT	311		
적용 Multiple (x)	10		
> HDC신라면세점	541	50.0%	
NOPAT	54		
적용 Multiple (x)	10		
> 서울-춘천고속도로	1,846		DCF 밸류에이션(20P)
> 현대오일뱅크	710	1.4%	장외 시가총액 40% 할인
> 기타지분	2,034		장부가치 40% 할인
<b>3. 순차입금</b>	<b>-1,540</b>		
<b>합계</b>	<b>17,145</b>		
주식수(주)	59,741,721		
적정주가(원)	28,698		
<b>목표주가(원)</b>	<b>28,000</b>		
현재주가	20,350		
목표 시가총액	16,728		
upside(%)	37.6		

자료: 키움증권





## 기업분석

HDC  
(012630)

BUY(Reinitiate)/목표주가 28,000원  
제대로 된 히든 밸류 가치평가 필요

HDC현대산업개발  
(294870)

BUY(Upgrade)/목표주가 65,000원  
기업가치증대의 기폭제가 될 개발 모멘텀

HDC아이콘트롤스  
(039570)

BUY(Maintain)/목표주가 17,000원  
그룹의 다크호스가 되다



HDC (012630)



## BUY(Reinitiate)

주가(2/26) 20,350원

목표주가 28,000원

지주회사 자체사업 외에도 제대로 평가받지 못했던 아이파크몰, 면세점, 서울-춘천고속도로 등 양질의 히든 밸류가 상당부분 존재한다. 특히 동사가 보유중인 인프라 자산 중 서울-춘천고속도로의 경우 장기간 높은 이자수익을 수취할 수 있는 자산으로 장부가 대비 높은 자산가치를 형성하고 있다. 이를 반영한 지주회사의 적정가치는 1.7조원으로 추정된다. 투자 의견 BUY, 목표주가 28,000원을 신규 제시하며, 건설 유관 지주업종 중 Top pick으로 추천한다.

## Stock Data

KOSPI (2/26)		2,226.60pt	
시가총액		12,157 억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	34,835원	15,700원	
최고/최저가 대비 등락	-41.6%	29.6%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	18.0%	15.4%
	6M	-17.1%	-14.6%
	1Y	-30.7%	-23.5%

## Company Data

발행주식수	59,742천주	
일평균 거래량(3M)	467천주	
외국인 지분율	25.3%	
배당수익률(18E)	1.6%	
BP (18E)	356원	
주요 주주	정몽규 외 7인	35.9%
	국민연금공단	8.7%

## Price Trend



## 제대로 된 히든 밸류 가치평가 필요

## &gt;&gt;&gt; 안정적인 수익창출이 가능한 구조

지주회사인 HDC의 주 수익원은 부동산 임대수익, 배당수익, 로열티수익 등으로 구성된다. 2018년 HDC의 자체 매출액은 496억원(임대수익 373억원, 배당수익 48억원, 로열티수익 76억원)이 예상된다. 로열티수익의 경우 국내 주요 대기업은 물론 건설 유관 기업집단 대비 상대적으로 낮은 수준이다. 현재 브랜드 사용료율에 대한 적정성 평가가 진행 중에 있어 향후 지주회사 체제가 안정화 된다면 브랜드 사용료 수취 기준이 상향될 가능성도 높다는 판단이다. 작년 기준 배당수익은 분할이슈로 HDC현대산업개발의 배당수익이 반영되지 않은 수치다. 올해부터는 사업회사의 배당수익이 온기로 반영되기 때문에 배당수익도 점차 증가할 것으로 전망된다. 따라서 지주회사의 자체 수익성은 안정적으로 증가할 수 있을 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 배당은 점진적으로 증가할 전망

동사의 중장기적 배당 전망은 1) 사업회사의 배당이 지속적으로 증가하고, 2) 계열사의 배당금과 브랜드 로열티를 기반으로 한 안정적인 현금흐름을 통해 부동산 투자사업을 성공적으로 영위할 수 있을 것으로 예상되기 때문에 실적개선에 따라 배당은 점진적으로 증가할 전망이며, 3) 최대주주의 유일한 현금 통로이고, 4) 최근 스튜어드십 코드 도입과 주주행동주의의 활성화가 사회적 화두에 오르고 있는 만큼 지주회사를 대상으로 주주환원정책에 대해 적극적으로 요구할 가능성이 높아졌다.

## &gt;&gt;&gt; 지주회사 적정 시가총액은 1.7조원

지주회사 자체사업 외에도 제대로 평가받지 못했던 아이파크몰, 면세점, 서울-춘천고속도로 등 양질의 히든 밸류가 상당부분 존재한다. 아이파크몰의 경우 과거 지속된 적자로 인해 적정가치를 받지 못했지만 최근에는 HDC 그룹사 중 가장 높은 영업이익률을 보이고 있다. 2017년 흑자전환에 성공한 면세점은 타이공 수요 악화로 여전히 부진한 모습이지만, 향후 전망은 나쁘지 않다. 또한 동사가 보유중인 인프라 자산 중 서울-춘천고속도로의 경우 장기간 높은 이자수익을 수취할 수 있는 자산으로 장부가 대비 높은 자산가치를 형성하고 있다. 이처럼 히든 밸류와 계열사의 지분가치까지 감안할 경우 지주회사의 적정가치는 1.7조원으로 추정된다. 투자이견 BUY, 목표주가 28,000원을 신규 제시하며, 건설 유관 지주업종 중 Top pick으로 추천한다.

## >>> 지주회사 자체 수익성도 개선될 전망

### 안정적인 수익창출이 가능한 구조

지주회사인 HDC의 주 수익원은 부동산 임대수익, 배당수익, 로열티수익 등으로 구성된다. 2018년 HDC의 자체 매출액은 496억원(임대수익 373억원, 배당수익 48억원, 로열티수익 76억원)이 예상된다. 로열티수익의 경우 매출액이 3,000억원 이상인 경우 '매출액의 4bp + 세전이익의 1%', 미만인 경우에는 '매출액의 2bp + 세전이익의 1%'에 불과해 국내 주요 대기업은 물론 건설 유관 기업집단 대비 상대적으로 낮은 수준이다. 현재 브랜드 사용료율에 대한 적정성 평가가 진행 중에 있어 향후 지주회사 체제가 안정화 된다면 브랜드 사용료 수취 기준이 상향될 가능성도 높다는 판단이다. 작년 기준 배당수익은 분할이슈로 HDC현대산업개발의 배당수익이 반영되지 않은 수치다. 올해부터는 사업회사의 배당수익이 온기로 반영되기 때문에 배당수익도 점차 증가할 것으로 전망된다. 따라서 지주회사의 자체 수익성은 안정적으로 증가할 수 있을 전망이다.

HDC 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액					346	405	394	403		1,548	1,628
yoy(%)					N/A	N/A	N/A	N/A		N/A	5.2
지주					20	9	11	10		50	59
임대수익					15	7	7	8		37	38
배당수익					5	0	0	0		5	15
로열티수익					0	2	4	2		8	7
건설					45	60	45	92		242	297
유화					218	241	219	238		915	904
약기					17	17	15	16		64	64
유통					38	41	41	19		138	150
기타					73	84	72	101		330	334
내부거래제거					-45	-66	-8	-72		-192	-181
매출원가율					19.1	17.7	15.8	16.9		17.3	17.6
영업이익					26	31	24	15		95	106
yoy(%)					N/A	N/A	N/A	N/A		N/A	10.9
영업이익률(%)					7.5	7.6	6.0	3.7		6.2	6.5
지주					0	6	3	2		11	14
opm(%)					0.0	68.3	31.3	15.7		22.6	23.3
건설					5	8	0	4		17	21
opm(%)					10.2	13.0	0.9	4.6		7.0	7.2
유화					7	8	3	-2		16	13
opm(%)					3.3	3.2	1.2	-0.8		1.7	1.5
약기					-1	-1	-3	6		2	2
opm(%)					-3.4	-5.4	-17.1	36.7		2.7	3.2
유통					8	10	9	10		37	42
opm(%)					20.3	23.9	22.5	55.7		26.8	28.1
기타					5	3	9	-5		12	12
opm(%)					6.3	3.3	12.5	-4.7		3.5	3.7
내부거래제거					2	-3	2	0		1	1
opm(%)					-4.5	4.1	-22.5	0.2		-0.5	-0.6
세전이익					34	36	5	28		103	174
순이익					146	747	2	23		917	131
지배주주순이익					138	741	1	24		904	129

자료: HDC, 키움증권

## 지주회사의 수익원 (단위: 억원)

구분	내용	2018E	2019E
배당금수익	- 자회사로 보유 중인 자회사로부터 배당소득 - 자회사의 경영상태에 따라 배당 가능 여부가 결정	48	149
상표사용수익	- 브랜드 사용료	76	68
경영자문 수익	- 경영컨설팅 수익 등 기타 수익, 경영효율화 방안 및 기타 그룹 경영지침에 따른 자문 수수료	-	-
기타수익	- 임대 수익: 지주회사가 부동산을 소유한 경우, 계열사 및 타사 임대로부터 발생하는 수익 - 사업 수익: 사업지주회사인 경우에만 해당	373	377
합계		497	594

자료: HDC, 키움증권

## 국내 주요 대기업 브랜드 사용료 수취 기준



자료: 공정거래위원회(2018.1), 키움증권

## 기업집단별 상표권 사용료 산정기준

기업집단명	수취회사	산정방식
삼성	삼성물산 등	(순매출액) x 0.5%
CJ	CJ	(매출액-광고선전비) x 0.4%
한라	한라홀딩스	(연결매출액-광고선전비) x 0.1~0.4%
코오롱	코오롱	(매출액-광고선전비) x 0.35%
한솔	한솔홀딩스	(매출액) x 0.28%
SK	SK	(매출액-광고선전비) x 0.1%~0.2%
LG	LG	(매출액-광고선전비) x 0.1%~0.2%
한화	한화	(매출액-광고선전비) x 0.1%~0.2%
LS	LS	(연결매출액-광고선전비) x 0.1~0.2%
금호아시아나	금호산업	(연결매출액) x 0.2%
부영	부영	(매출액) x 0.1%
HDC	HDC	1) 분기 매출액이 750 억원 이상: (매출액 x 0.04%) + (세전이익 x 1%) 2) 분기 매출액이 750 억원 미만: (매출액 x 0.02%) + (세전이익 x 1%)

자료: KERI, 공정거래위원회(2018.1), 키움증권



## >>> 밸류에이션

### 투자의견 BUY, 목표주가 28,000원, 건설 유관 지주업종 Top pick 제시

지주회사 자체 매출 외에도 그동안 제대로 평가받지 못했던 아이파크몰, 면세점, 서울-춘천고속도로 등 양질의 히든 밸류가 상당부분 존재한다. 특히 아이파크몰의 경우 과거 지속된 적자로 인해 적정가치를 받지 못했지만 최근에는 HDC 그룹사 중 가장 높은 영업이익률을 보이고 있다. 2017년 흑자전환에 성공한 면세점은 타이공 수요 악화로 여전히 부진한 모습이지만, 향후 전망은 나쁘지 않은 상황이다. 또한 동사가 보유중인 인프라 자산 중 서울-춘천고속도로의 경우 장기간 높은 이자수익을 수취할 수 있는 자산으로 장부가 대비 높은 자산가치를 형성하고 있다. 이처럼 히든 밸류와 계열사의 지분가치까지 감안할 경우 지주회사의 적정가치는 1.7조원으로 추정된다. 지주회사인 HDC에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 28,000원을 신규 제시하며, 건설 유관 지주업종 Top pick으로 제시한다.

### HDC NAV 밸류에이션

구분	평가가치(억원)	지분율	내용
<b>1. 영업가치</b>	<b>1,038</b>		
별도 NOPAT	104		임대수익, 배당수익, 로열티수익 모두 10 배 적용
적용 Multiple (x)	10		
<b>2. 지분가치</b>	<b>14,532</b>		
<b>1) 상장사 지분가치</b>	<b>6,328</b>		
HDC현대산업개발	5,104	33.0%	분할 이후 평균 시가총액 30% 할인
HDC현대 EP	563	48.3%	분할 이후 평균 시가총액 30% 할인
삼양식품	661	17.0%	HDC 분할 이후 시점 평균 시가총액 30% 할인
<b>2) 비상장사 지분가치</b>	<b>8,204</b>		
> HDC아이파크몰	3,107	81.5%	
NOPAT	311		
적용 Multiple (x)	10		
> HDC신라면세점	541	50.0%	
NOPAT	54		
적용 Multiple (x)	10		
> 서울-춘천고속도로	1,846		DCF 밸류에이션(20P)
> 현대오일뱅크	710	1.4%	장외 시가총액 40% 할인
> 기타지분	2,034		장부가치 40% 할인
<b>3. 순차입금</b>	<b>-1,540</b>		
<b>합계</b>	<b>17,145</b>		
주식수(주)	59,741,721		
적정주가(원)	28,698		
<b>목표주가(원)</b>	<b>28,000</b>		
현재주가	20,350		
목표 시가총액	16,728		
upside(%)	37.6		

자료: 키움증권

## >>> 히든 밸류를 찾아라!

### 1) 아이파크몰: 미운오리새끼에서 백조로

적자가 지속되면서 한때 부실자산으로 인식됐던 아이파크몰의 위상이 달라지고 있다. 효율적인 Tenant Coordination이 진행되면서 최근 3년 평균 영업이익률은 24.6%를 기록하고 있다. IFRS1115호의 영향으로 4분기에 일회성 매출 차감이 발생해 연간 매출액은 전년대비 25.7% 감소했지만, 증축/리뉴얼을 통한 내부 역량 시너지 극대화로 매 분기 수익성은 전년대비 지속적으로 개선됐다. 임대료율도 4년 전 8% 수준에서 현재 11% 수준으로 개선되고 있다. 코엑스몰 등 주요 상권 대비 낮은 수준이기 때문에 향후 지속적으로 개선될 가능성도 높다. 더불어 1) 증축에 따른 영업정상화가 올해 본격적으로 나타날 것으로 전망되고, 2) 최근 용산 개발이 다시 진행 중인 가운데 HDC현대산업개발의 '용산역 전면 공원 지하 개발'사업이 올해 말로 사업시기가 확정돼 상권 확장 및 유동인구 증가가 기대되며, 3) 면세점에 대한 기대감이 조금씩 살아나는 등 아이파크몰의 자산가치 증대가 이뤄지고 있어 미래가치가 기대된다. 이와 같은 traffic 증가요인들로 인해 1) 기존 임차인들의 매출액 및 임대료율 상승에 따른 임대료 증가, 2) 매장 교체 수요 증가로 Anchor Tenant 입점 등이 기대된다. 아이파크몰은 현재 면세점 매출의 2%를 임대수수료로 수취하고 있다. 면세점 매출이 증가하면 아이파크몰의 매출도 증가하는 구조로, 면세점에 대한 임대수수료는 초기 5년까지 매출액에 2%, 2020년이 5년차로 그 이후에는 면세점 업황에 따라 상향 조정도 기대해 볼 수 있을 전망이다.

HDC아이파크몰 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	35.6	37.1	35.8	46.3	38.3	40.5	40.8	-4.7	154.8	115.0	121.9
yoy(%)	13.3	15.0	15.6	-5.0	7.8	9.2	14.1	적전	8.0	-25.7	6.0
총매출	59.0	58.1	57.5	71.1	57.0	59.5	64.2	24.9	245.7	205.6	212.4
yoy(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	-3.4	2.4	11.7	-65.0	2.1	-16.3	3.3
영업이익	6.5	6.4	8.6	7.4	7.8	9.7	9.2	10.4	28.9	37.1	40.0
영업이익률(%)	18.3	17.2	24.0	16.0	20.3	23.9	22.5	-221.3	18.7	32.3	32.8
순이익	1.9	1.7	2.0	16.2	2.3	9.1	4.2	1.9	21.9	17.5	21.5
EBITDA									44.1	51.2	54.4
NOPAT									61.7	28.8	31.1

자료: HDC아이파크몰, 키움증권

### HDC아이파크몰 증축 주요 현황

구분	내용	세부내용
증축면적	64,000㎡	기존 28만㎡ → 34만㎡ 확장
공사기간	주요 시설별 단계별 개장	2018년 상반기 CJ와 '복합 한류타운' 조성완료
증축시설	좌측면 3개층, 우측면 5개층	해·달 주차장 뒀 공간
주요 추가시설	상업시설	라이프스타일 등 신규 쇼핑 MD 구성
	문화시설	영화, 미디어, 공연장 등
	공공시설	역사 연결로, 공개 문화 시설 등
	주차시설	총 360여대 주차 신설(약 2,500대), 교통 편의시설, 도로 시설 개선 등

자료: HDC아이파크몰, 언론정리, 키움증권

## HDC현대산업개발 용산역 전면 공원 지하 개발

- \* 용산구 공모 민간투자사업(BTO)으로 건설 완료 후 관리운영(30년+30년) 예정(토지소유주는 코레일)
- \* 지상은 문화공원이 조성되어 용산파크웨이와 연결, 지하로는 지하철역(신분당선, 4호선)과 용산역 주변 건물 연결
- \* I PARK Mall 상권 확장 및 용산을 HDC현대산업개발의 거점타운으로 개발(대지면적 4,000평, 연면적 6,898평, 판매시설 2,602평)
- \* 사업 추진 일정: 2018년 3월 우선협상 대상자 선정 → 2018년 12월 사업협약 체결 → 2019년 12월 착공 예정



자료: HDC현대산업개발, 키움증권



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

## HDC아이파크몰 주요 판매 경로 및 주요 매출처

사업부문	판매 경로	주요 매출처
백화점부문	협력사(매입처) → HDC아이파크몰 → 소비자	개인고객
임대부문	HDC아이파크몰(임대인) → 계약자(임차인)	개인 및 법인사업자
신통부문	협력사(매입처) → HDC아이파크몰 → 고객사(매출처)	법인사업자

자료: HDC아이파크몰, 키움증권



## 2) HDC신라면세점: 영업환경 개선 중

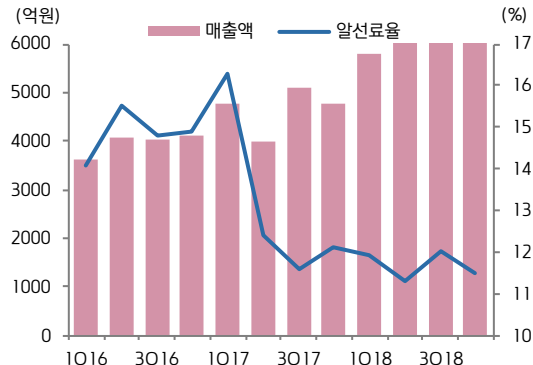
신라면세점은 오픈 첫 해인 2016년에 시내 면세점 사업자가 추가되면서 경쟁심화 및 여행사에 지불해야 하는 리베이트 증가에 따른 수익성 악화로 적자를 기록했다. 2017년에는 중국의 사드 배치 보복에 따른 영향으로 부진한 실적을 기록했지만 흑자전환에는 성공했다. 작년에는 전년대비 총매출액이 30.6% 증가해 면세점 런칭 시 목표했던 매출 1조원을 달성했다. 재판매 중심의 중국인 관광객 수요 회복이 매출 성장을 견인했다. 작년 하반기 시내 면세점 위주의 다이공 유치를 위한 알선수수료 인상 경쟁으로 출혈경쟁이 불가피했던 반면, 동사의 경우 알선수수료 경쟁에 동참하지 않고 MD 개선을 통한 매장 경쟁력 강화 및 중국 대형 여행사 확보 등 집객 역량을 통한 영업력 강화에 힘썼다. 이는 하반기 매출이 전년대비 감소하는 결과를 불러왔지만 수익성은 개선되면서 영업이익은 전년대비 2배 이상, 순이익은 전년대비 47.8% 증가했다. 올해에도 일 매출은 전년과 비슷한 수준인 30억원을 유지하고 있으며, HDC현대산업개발의 '용산역 전면 공원 지하 개발' 사업 등의 traffic 증가요인들이 면세점에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다.

HDC신라면세점 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	147.8	143.7	186.2	204.2	165.5	181.4	159.2	145.5	681.9	651.6	684.2
yoy(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	12.0	26.2	-14.5	-28.7	87.5	-4.4	5.0
총매출	180.1	178.8	232.9	241.7	269.2	283.6	274.8	261.2	833.5	1,088.8	1,197.7
yoy(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	49.5	58.6	18.0	8.1	N/A	30.6	10.0
영업이익	1.1	0.1	2.4	1.7	2.8	3.7	3.1	1.1	5.3	10.7	14.0
영업이익률(%)	0.7	0.1	1.3	0.8	1.7	2.0	1.9	0.8	0.8	1.6	2.0
순이익	1.1	-0.3	1.5	1.8	2.1	1.8	2.0	0.1	4.1	6.0	7.2
EBITDA									12.2	18.0	21.7
NOPAT									4.2	8.3	10.8

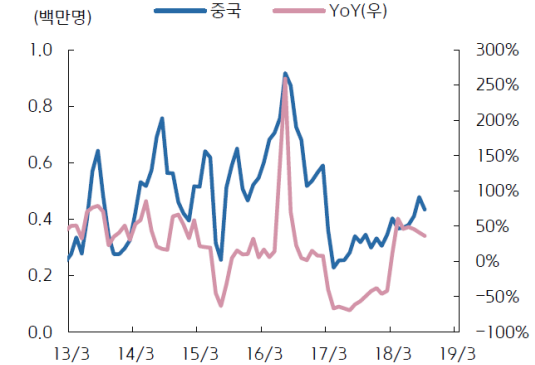
자료: HDC신라면세점, 키움증권

호텔신라 시내면세점 알선수수료 추이



자료: 호텔신라, 키움증권

중국인 입국자수 추이

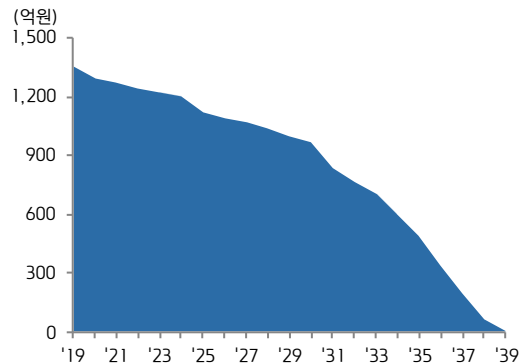


자료: 한국관광공사, 키움증권

### 3) 서울-춘천고속도로

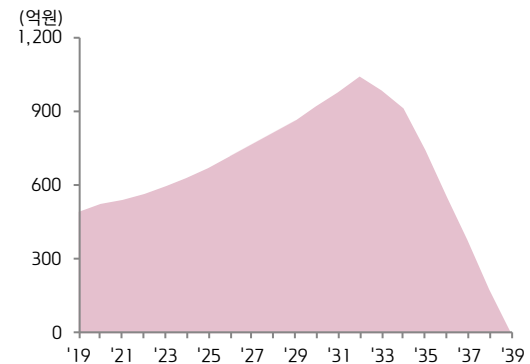
동사는 여러 개의 인프라 투자자산을 보유하고 있다. 그 중에서도 서울-춘천고속도로는 매우 중요한 자산이다. 작년 3분기말 기준 장부가액은 187억원에 불과하지만, 후순위차입금 투자를 통해 얻는 수익을 현재가치로 환산하면 1,811억원의 자산가치로 평가(HDC그룹이 투자한 금액에서 지주회사인 HDC 금액만 평가)할 수 있다. 특히 작년 6월 진행된 자금재조달로 HDC그룹은 신규 후순위차입금에 1,246억원을 투자했다. 연 13.90%의 고정금리 대출로 만기는 2038년 4분기다. 고정금리의 이자를 향후 19년동안 받을 수 있는 알짜 투자자산인 셈이다. 총 투자금액은 1,580억원으로 거래 전 대비 총 투자금액은 770억원이 증가했다. 이 거래로 거래 전 대비 서울-춘천고속도로의 지분가치는 더욱 증대할 것으로 전망된다. 동 거래의 주요 내용은 선순위 차입금 차환, 신규 후순위 차입금 추가, 주주구성 변경 및 자본감소 실행, 통행료 인하로 구성되어 있다. 이 거래로 HDC그룹에 영향을 미치는 부분은 자본감소 및 지분율 증가, 신규 후순위 차입금 투자 등이다.

서울-춘천고속도로 후순위차입금 현금흐름



자료: 키움증권

서울-춘천고속도로 지분투자 현금흐름



자료: 키움증권

서울-춘천고속도로(주)에 대한 HDC그룹 투자 내역

구분	거래 전	거래 후
자본금(지분율)	810억원(25.00%)	334억원(33.85%)
기존 후순위 차입금(지분율)	0원(0.00%)	0원(0.00%)
신규 후순위 차입금(지분율)	해당없음	1,246억원(39.00%)
투자금액 총계	810억원	1,580억원

주: 신규 후순위 차입금 1,246억원은 HDC와 HDC현대산업개발이 공동으로 출자한 금액

자료: HDC, 맥쿼리인프라, 키움증권

서울-춘천고속도로 자본재구조화 하이라이트

거래 하이라이트	내용
HDC그룹은 서울-춘천고속도로(주)에 대한 지분확대 및 신규 후순위차입금 투자를 시행	서울-춘천고속도로 사업의 사업시행자인 서울-춘천고속도로(주)는 (1) 신규 차입약정을 체결하고, (2) 주주구성 변경 및 자본감소를 실행했으며, (3) 서울-춘천고속도로의 통행료를 인하
	동 거래로 서울-춘천고속도로(주)에 대한 HDC그룹의 총 투자금액은 770억원 증가 - 신규 후순위차입금에 1,246억원 투자
	<b>2018년 8월에 금융 종결된 동 거래는 HDC의 지분가치 증대효과를 가져올 것으로 전망</b>

자료: HDC, 맥쿼리인프라, 키움증권

## 서울-춘천고속도로 자산 개요

구분	내용
실시협약기간	실시협약상 2009년 자산 개통 시점부터 2039년까지 운영 가능(잔여기간약21년)
검증된 실적	약 8년간의 운영실적이 있는 자산, 개통 이후 주주들에게 안정적인 현금 흐름 제공
하방위험 보호	2024년까지 최소수입보장(협약의 70%/60% 보장)
성장 가능성	강원도/동해안 방문객 및 우회차량 증가, 인근 주거지구의 개발
2018년 실적	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 일일 평균 통행량 53,347대 (yoy +5%)</li> <li>* 통행료수입 1,127억원 (yoy -6%): 실시협약 변경에 따른 통행료 인하</li> <li>* EBITDA 마진 82% (9년 연속 80%+ 마진 달성)</li> </ul>
도로 개요	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 총 연장 61.4km의 왕복 4-6차선 유료도로로, 서울과 대한민국 동해안을 최단 거리로 직접 연결</li> <li>* 서울-동해안 최단도로: 서울과 동해안을 오가는 여행객 및 통근자에게 편의 제공</li> <li>* 견조한 성장세 전망: 대한민국 동부 여행객 수요 증가와 인근(경기도) 주거지구 개발</li> <li>* 우수자산: 강원도/동해안 방문객이 직접 이용하는 도로이자 겨울 레저 이용객이 평창 등 방문 시 우회하는 도로로서 차량을 이용하는 대한민국 동부 여행객에게 이동시간을 의미 있게 단축시켜 주는 도로</li> <li>* 안정적인 사업구조: 2039년까지 장기간 실시협약이 체결되어 있고, 2024년까지 MRG 조항이 적용</li> </ul>



주: 2018년 통행료수입은 기타 수입 및 정부 재정지원금 제외  
 자료: 맥쿼리인프라, 키움증권



서울-춘천 고속도로(주) 자금재조달 거래 내역 요약

구분	거래 전	거래 후	거래에 따른 변동사항
주주구성	현대산업개발 (25.00%) MKIF (15.00%) 교직원공제회 (15.00%) 현대건설 (10.00%) 한국도로공사 (10.00%) 강원도 (5.0%) 춘천시 (5.0%) 매도 주주단 (15.00%)	HDC그룹 (33.85%) MKIF (15.83%) 교직원공제회 (18.63%) 현대건설 (11.69%) 한국도로공사 (10.00%) 강원도 (5.0%) 춘천시 (5.0%)	* 매도 주주단이 보유한 총 15.00%의 지분을 매수 주주단에 매각
자본금	3,238억원	988억원	* 유상감자
선순위차입금	4,865억원  고정금리 1,081억원: 연 6.52% 2024년 2분기 만기  변동금리 3,784 억원: 1년 무보증 회사채(AA-) + 연 1.65% 2024년 2분기 만기	4,650억원  고정금리 4,650억원: 연 4.30% 2035년 2분기 만기	* 선순위차입금 총액 215억원 감소 * 만기 약 11년 연장 * 선순위차입금 전체 고정금리로 변경
기존 후순위차입금	1,749억원  고정금리 1,749억원: 연 11.59% 2031년 2분기 만기	동일	* 변동없음
신규 후순위차입금	없음	3,195억원  고정금리 3,195억원: 연 13.90% 2038년 4분기 만기	* 고정금리 연 13.90%의 신규 후순위차입금 추가 * HDC그룹의 투자금액은 1,246억원
통행료	6,800원/대	5,700원/대	* 주무관청과의 이익 공유로 통행료 약 16.2% 인하
MRG	초기 15년간(~2024년) 실시협약상 추정치의 80%/70%/60%	동일	* 변동없음

주1: 매수 주주단은 HDC그룹, MKIF, 교직원공제회, 현대건설

주2: 매도 주주단은 고려산업개발(4%), 롯데건설(7%), 한일건설(4%)

주3: 거래 전 선순위차입금액은 선순위차입금 금융종결 예상일(2018년 6월 29일) 기준 추정금액

주4: 통행료는 승용차, 미니 트럭, 16인승 미만의 여객 수송용 차량: 서울-춘천 고속도로 최장거리 기준(2018년 4월 12일자 국토교통부 보도자료)

자료: 맥쿼리인프라, 키움증권

#### 4) 지분가치: 다양하게 활용할 수 있는 도구

작년 부각됐던 대표적인 지분가치로는 삼양식품을 들 수 있다. 16.99%(127만 9890주)를 보유중이다. 대규모 지분보유의 배경으로는 정세영 현대산업개발 명예회장과 삼양식품 창업주인 전중윤 명예회장의 친분이 계기가 됐다. 정세영 명예회장은 2005년 삼양식품의 경영권 위협 때 백기사로 참여해 주당 약 6,700원에 21.75%(136만 1610주)를 매입했다. 2006년에도 주당 6,000원에 3.65%(31만 3000주)를 추가로 매입했다. 이후 2008년과 2011년 세 차례에 걸쳐 일부 정리하면서 현재 지분이 마련됐다. 이후 지주사인 삼양내츄럴스가 33.26%를 확보해 오너일가에서 지분을 충분히 확보하고 있다. 지주사는 계열사가 아닌 국내회사의 주식을 5% 이상 가질 수 없다는 행위제한 요건이 있으나, 소유하고 있는 비계열회사 주식가액의 합계액이 자회사 주식가액 합계액의 15% 미만인 경우에는 예외다. 따라서 지분 활용도에 있어 걸림돌은 모두 제외된 상황이다. 하지만 지난해 117,500원까지 올랐던 삼양식품 주가가 최근 오너리스크가 불거지며 6만원대로 급락했고 이와 함께 2대주주인 HDC가 정관변경 등의 주주제안을 하면서 주가 변동성이 심해지고 있다.

이외에도 현대오일뱅크 지분 1.5%, 본사사옥 등도 보유하고 있다. 금융계열사 지분은 매각해야 하기 때문에 현대선물 8.7%는 곧 매각될 예정이며, 앞서 언급한 삼양식품 지분도 언제든지 매각 대상이 될 수 있다. 매각되면서 유입된 현금도 다양하게 활용될 여지가 높다. 대표적인 예로 순환출자 해소를 위해 자회사들이 보유한 HDC아이콘트롤스의 지분 매입과 HDC아이콘트롤스가 보유한 HDC 및 HDC현대산업개발의 지분 매입 재원 등으로 활용될 수 있겠다.

#### 5) 신사업: M&A, 시행/시공/분양 노하우 + ‘금융 조달 능력’ & ‘임대관리 역량확보’

HDC는 단순 지주회사가 아니라 사업형 지주회사로 확장해 나갈 예정이다. 인적분할 내용에서도 공표됐듯이 HDC의 사업목표 중 하나는 임대사업이다. 따라서 임대사업의 목적물로 상업용 부동산 인수 검토가 이뤄질 것으로 예상된다. 더불어 임대사업의 효율성을 높이기 위해 Big data 업체, 레버리지 확대를 위한 관련 업체 등에 대해서도 M&A가 시도될 전망이다. 실제로 big data 활용을 위해 부동산114를 인수했고, 레버리지 확대를 위해 부동산금융 인수를 시도해 왔다. 디벨로퍼 그룹이 시행, 시공, 분양 노하우에 금융 조달 능력과 임대관리 역량까지 갖추면 시너지는 상당할 것으로 예상된다. 부동산금융 회사 인수 뿐만 아니라 부동산신탁 신규 라이선스 확보에도 관심을 갖을 수 있다는 판단이다. 금융위원회는 연내 1~2곳의 부동산신탁사의 신규 설립 및 인가 절차를 추진 중에 있다.

#### HDC그룹의 주요 M&A 사례

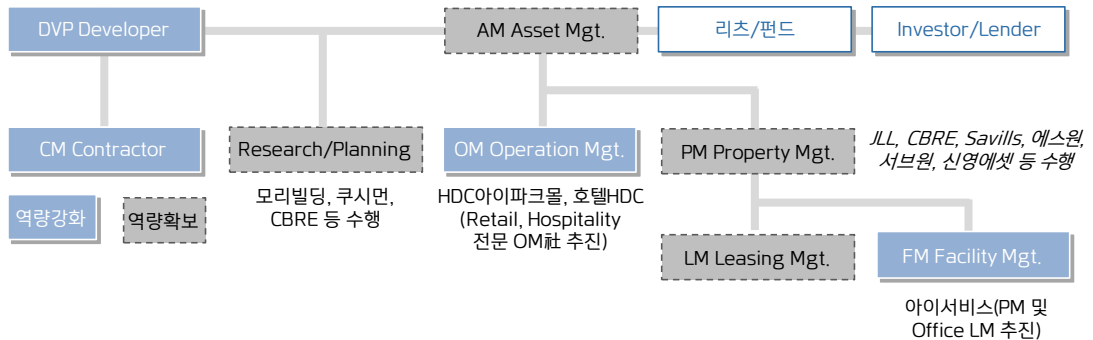
구분	법인	내용
Big data	부동산 114 인수	성공(총 인수가액 637 억원)
신탁사	생보부동산신탁	진행중 or drop 삼성생명 지분 50% 인수전 인수후보: HDC, 신한금융 등 5 곳 예상 인수가액 1,300 억원
	2008 년 농협과 부동산신탁회사 설립 추진	무산
	한국토지신탁 인수	무산
저축은행	저축은행 인수	무산

자료: HDC, 언론정리, 키움증권

동사가 부동산금융 회사를 인수하거나 설립하게 되면 시행사들이 사업 초기에 시공사와 신탁사 선정에 동시에 진행되는 경우가 많아 단순도급 공사의 수주 확대가 기대된다. 또한 개발사업 진행 시 레버리지 확대가 가능하다. 추가 자금조달이 필요할 경우 신탁사의 차입형 토지신탁을 통해 자금을 공급받을 수 있어 자금조달처가 다양해지는 효과도 누릴 수 있다. 이는 향후 후분양제가 본격화 될 경우 유리한 위치를 점할 수도 있다. 부동산 신탁사는 각종 개발정보와 함께 부동산 금융시장의 현황도 빠르게 파악할 수 있어 기존의 강점이었던 토지 확보 역량이 더욱 강화될 수 있을 전망이다, 부동산 리츠 시장과 부동산114의 빅데이터가 만나 보다 큰 시너지 창출도 기대된다.

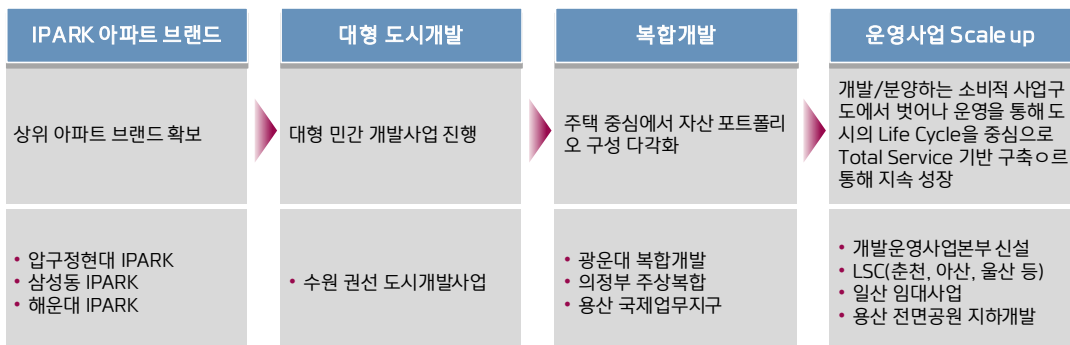
실제로 리츠AMC 설립 인가를 획득한 HDC자산운용을 통해 '부동산리츠' 시장 진출을 준비하고 있다. 부동산 리츠를 통한 토지 매입을 통해서도 부동산 개발을, 건물 매입은 임대업을 영위할 수 있다. 부동산114를 통해서도 온오프라인 비즈니스 플랫폼을 확보하고, 종합부동산디벨로퍼로의 밸류체인을 확대하고 있다. 부동산 114는 보유한 매물정보에 '대출설계'를 접목한 서비스 등을 제공하면서 부동산종합서비스를 시작했다. 대출 설계는 부동산 매매자금이나 전세보증금 대출을 필요로 하는 고객에게 금융기관별 대출한도와 금리를 자동으로 매칭해 최적을 대출상품을 추천하는 서비스다. 이후 해당 금융기관 담당자와 상담진행과 대출성사까지 원스톱으로 제공한다는 점에서 기존의 단순한 대출금리 비교 서비스와는 차별화된다. 향후 생활중개서비스의 한 부분으로 인테리어, 이사, 입주후 서비스 등 거래 이후 단계까지 서비스를 확대할 계획이다. 시행, 시공, 분양으로 끝나지 않고, 관리, 임대, 중개, 금융서비스, 부동산 컨설팅, 리폼 비즈니스 등 분양 이후 밸류체인까지 확대해 나가고 있다.

#### 핵심 Value Chain 그룹의 자체 전력화



자료: HDC, 키움증권

#### 개발운영사업으로 진화



자료: HDC, 키움증권



## 6) 사업회사의 배당 증가 & 지주회사의 배당 증가

지주회사에 대한 시장의 기대 중 하나는 배당이다. 지주회사로의 전환을 통해 지배구조상 정점에 있으며, 적대적 M&A에 대한 이슈를 해소하며 대주주 지배력이 강화됐다. 따라서 그동안 보수적이었던 현금에 대한 재배치가 보다 효율적으로 일어날 수 있을 것으로 전망된다. 작년 말 기준 지주회사의 배당가능이익은 별도 기준으로 약 8,000억원에 달하는 것으로 추정된다. 다만, 이 중 대부분이 작년 분할로 인한 중단사업이익(약 8,400억원)에 영향을 받은 것으로 보여, 별도 기준 계속영업이익인 83억원 수준에서 2018년도 배당이 결정될 것으로 예상된다. 83억원이 전부 배당으로 이어진다면 2018년도 결산 배당은 주당 150원 수준이 될 것으로 보인다. 배당수익률은 0.9%로 상당히 낮은 수준이지만, 작년 배당수익에는 HDC현대산업개발의 배당수익이 반영되지 않은 수치다. 향후 HDC의 배당이 별도의 계속영업이익 기준으로 진행된다면, 1) 올해부터는 HDC현대산업개발의 배당수익이 온전히 반영될 것으로 전망되고, 2) 계열사의 배당금과 브랜드 로열티를 기반으로 한 안정적인 현금흐름을 통해 부동산 투자사업을 성공적으로 영위할 수 있을 것으로 예상되기 때문에 실적개선에 따른 점진적인 배당 증가가 기대된다.

### HDC 지주부문 실적 및 배당 전망 (단위: 십억원)

구분	2018E	2019E	2020E
매출액	49.7	59.4	64.7
Yoy(%)		19.4	9.0
임대수익	37.3	37.7	38.3
배당수익	4.8	14.9	19.3
Yoy(%)		210.0	29.7
로열티수익	7.6	6.8	7.1
주당 배당금(원)	150	250	350
배당수익률(%)	0.9	1.2	1.7

자료: HDC, 키움증권

HDC현대산업개발의 배당성향은 최근 3개년 20% 수준에서 형성됐다. 2018년 기준 배당은 작년 5월 분할시점을 기준으로 배당가능이익이 산정되기 때문에 전년대비 감소할 전망이다. 다만, 올해부터는 온기 실적이 반영되기 때문에 다시 정상궤도로 회복할 전망이다. 또한 지배구조 확립에 따라 본래 사업부문에 집중함으로써 디벨로퍼의 핵심 역량인 신속한 의사결정으로 적시에 투자판단과 자금집행이 가능해져 사업회사 역시 보수적이었던 현금에 대한 재배치가 보다 효율적으로 일어날 수 있을 것으로 판단된다. 결국 사업회사의 배당이 지주회사의 실적과 배당에 중대한 영향을 미치고, 지주회사가 최대주주의 유일한 현금 통로인 점을 감안하면, 지주회사와 사업회사 모두 중장기적으로 배당 확대가 예상된다. 특히 최근 스튜어십코드 도입과 주주행동주의의 활성화가 사회적 화두에 오르고 있는 만큼 지주회사 및 사업회사를 대상으로 주주환원정책에 대해 적극적으로 요구할 가능성이 높아졌다.

### HDC현대산업개발 배당 현황

구분	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당 배당금(원)	700	200	50	300	500	700	1,000	700	1,000	1,100
배당성향	22.5%	155.0%	-	54.6%	21.6%	18.6%	20.7%	8.2%	12.2%	14.5%

자료: HDC현대산업개발, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액			15,478	16,279	16,852
매출원가			12,801	13,409	13,797
매출총이익			2,678	2,869	3,055
매출총이익률(%)			17.3	17.6	18.1
판매비및일반관리비			1,724	1,811	1,870
영업이익			954	1,058	1,184
영업이익률(%)			6.2	6.5	7.0
영업외손익			75	686	575
금융수익			188	154	159
금융원가			471	489	490
기타수익			981	367	356
기타비용			947	674	688
종속및관계기업관련손익			324	1,329	1,239
법인세차감전이익			1,029	1,744	1,760
법인세비용			255	435	433
당기순이익			9,174	1,309	1,326
순이익률(%)			59.3	8.0	7.9
지배주주지분순이익			9,038	1,290	1,318
EBITDA			1,388	1,488	1,615
EBITDA margin (%)			9.0	9.1	9.6
NOPLAT			-491	484	600
증감율(% YoY)					
매출액			-71.1	5.2	3.5
영업이익			-85.2	10.9	11.9
법인세차감전이익			-83.0	69.5	0.9
당기순이익			121.8	-85.7	1.3
지배주주지분당기순이익			132.0	-85.7	2.1
EBITDA			-79.8	7.2	8.5
EPS			238.2	-87.2	2.1

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름			1,341	4,250	6,834
당기순이익			225	1,309	1,326
감가상각비			422	420	420
무형자산상각비			13	11	11
운전자본변동			430	6,924	9,439
매출채권및기타채권의감소(증가)			-1,662	316	311
재고자산의감소(증가)			2,174	171	164
매입채무및기타채무의증가(감소)			-358	703	807
기타			251	-4,413	-4,361
투자활동현금흐름			-1,498	-984	-1,427
투자자산의감소(증가)			-745	417	352
유형자산의감소			-8	2	0
유형자산의증가(CAPEX)			-1,477	-1,362	-1,650
무형자산의감소(증가)			-13	-18	-19
기타			743	-22	-109
재무활동현금흐름			-9,726	-3,683	-4,933
차입금의증가(감소)			1,229	0	0
자본증가(감소)			0	0	0
배당금지급			-798	-304	-433
기타			-10,151	-3,368	-4,489
현금및현금성자산의증가			-9,884	-419	472
GrossCashFlow			-57	914	1,030
(-) 운전자본증가(감소)			-16,367	-1,617	-966
(-) 설비투자			1,477	1,362	1,650
(-) 기타영업자산의증가(감소)			-667	501	180
(+) 자산매각			-20	-16	-19
Free Cash Flow			15,479	652	147

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산			9,208	8,029	7,962
현금및현금성자산			2,903	2,484	2,956
매출채권및기타유동채권			3,110	2,793	2,482
재고자산			1,631	1,460	1,295
기타유동자산			1,564	1,292	1,229
비유동자산			24,408	26,983	28,800
장기매출채권및기타비유동채권			153	500	687
유형자산			7,225	9,766	11,697
무형자산			284	291	299
투자자산			16,518	16,101	15,750
기타비유동자산			228	325	367
자산총계			33,616	35,012	36,762
유동부채			6,892	7,398	8,220
매입채무및기타유동채무			2,835	3,538	4,345
단기이자발생차입금			3,384	3,384	3,384
기타유동부채			673	475	491
비유동부채			5,686	5,609	5,645
장기매입채무및기타비유동채무			1,049	980	979
장기이자발생차입금			4,265	4,265	4,265
기타비유동부채			372	364	401
부채총계			12,578	13,006	13,865
자본금			2,987	2,987	2,987
자본잉여금			6,447	6,447	6,447
이익잉여금			31,358	32,371	33,292
기타자본			-21,659	-21,697	-21,700
지배주주지분자본총계			19,133	20,109	21,027
자본총계			21,038	22,006	22,897
총차입금			7,649	7,649	7,649
순차입금			4,746	5,165	4,693

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS			18,590	2,370	2,420
BPS			35,143	36,936	38,623
DPS			150	250	350
SPS			28,707	27,248	28,208
CPS			2,758	7,806	12,553
주가배수(배)					
PER			0.9	8.6	8.4
PBR			0.5	0.6	0.5
EV/EBITDA			12.2	12.9	11.6
PSR			0.6	0.7	0.7
PCR			6.3	2.6	1.6
배당수익률(%)			0.9	1.2	1.7
배당성향(%)			0.9	10.5	14.5
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)			38.3	6.6	6.4
총자산이익률(ROA)			18.5	3.8	3.7
투자자본이익률(ROIC)			-2.3	3.9	4.3
안정성(% 배)					
부채비율			59.8	59.1	60.6
순차입금비율			22.6	23.5	20.5
유동비율			133.6	108.5	96.9
이자보상배율			3.2	3.5	3.9
활동성(회)					
매출채권회전율			1.7	5.5	6.4
재고자산회전율			3.5	8.7	10.0
매입채무회전율			1.5	4.2	3.5

HDC현대산업개발 (294870)



## BUY(Upgrade)

주가(2/26) 51,800원

목표주가 65,000원(상향)

우리가 동사에 기대하는 모습은 한국형 디벨로퍼로의 성공적인 변신이다. 이를 위해서는 용지투자자 복합개발사업의 가시성 확대가 필요하다. 용지투자자는 전년 대비 큰 폭으로 증가할 예정이며, 복합개발사업은 빠르면 연말로 예상되는 GTX-C라인의 발주 소식과 함께 동사의 기업가치를 증대시키는데 기폭제 역할을 할 전망이다. 목표주가는 12개월 fwd EPS 8,060원에 선진 디벨로퍼의 평균 P/E를 40% 할인한 8.1배를 적용 65,000원으로 상향하고, 투자의견도 BUY로 상향한다.

## Stock Data

KOSPI (2/26)		2,226.60pt	
시가총액		22,760 억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	75,600원	39,700원	
최고/최저가 대비 등락	-31.48%	30.48%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	15.5%	13.0%
	6M	-10.7%	-8.0%
	1Y	N/A	N/A

## Company Data

발행주식수	43,938천주	
일평균 거래량(3M)	181천주	
외국인 지분율	31.35%	
배당수익률(18E)	1.45%	
BP (18E)	41,982원	
주요 주주	HDC 외 9인	38.46%
	국민연금공단	12.40%

## Price Trend



## 기업가치 증대의 기폭제가 될 개발 모멘텀

### >>> 디벨로퍼로 바라볼 것인가?

동사는 주택 중심 시장에서 대장주의 역할을 했었다. 하지만 지주회사 체제로 전환되면서 디벨로퍼에 대한 기대감을 높였고, 회사 역시 장기 청사진을 제시했다. 즉, 동사를 다른 대형사와 차별적인 범주로 바라보는 주요인은 국내 주택에 집중된 사업을 하고 있어서가 아니라, 디벨로퍼로의 잠재력을 기대하고 있기 때문이다. 따라서 외주주택을 통한 외형성장과 수익성 증대는 양질의 수주가 어떻게 이익으로 반영되는지 보여주는 좋은 사례이나, 디벨로퍼를 표방하고 있는 이상 밸류에이션 프리미엄 요소로 반영하기는 어렵다. 그런 측면에서 작년에 불거진 회계기준 변경에 따른 실적 변동성 확대는 펀더멘털에 큰 문제는 아니며, 주가 급락의 원인 중 하나일 수는 있으나, 근본적인 이유는 아니다.

### >>> 밸류에이션 프리미엄 작동 조건

한국의 제대로 된 디벨로퍼라는 관점에서 바라보기 위해선 용지투자자 복합개발사업의 가시성 확대가 필요하다. 3년 연속 랜드뱅크가 감소했지만, 올해는 전년대비 257% 증가한 1,500억원의 용지투자 가이던스가 제시됐다. 디벨로퍼 전환의 가능성이 될 복합개발사업의 본격적인 시작은 광운대 역세권 개발과 창동 역사 개발, 파주 서패동 도시개발 사업이 될 전망이다. 빠르면 연말로 예상되는 GTX-C라인의 발주 소식이 동사의 기업가치를 증대시키는데 기폭제 역할을 할 전망이다.

### >>> 판이 마련되고 있다

동사는 지주사 전환과정에서의 논란, 회계변경 이슈에 따른 실적 불확실성 확대로 할인되어 거래되었다. 하지만, 지주사 전환이 마무리되고, 대형 개발사업들이 표면 위로 떠오르고 있는 점에 주목해야 한다. 실적은 특히 내년 부진할 전망이지만, 향후 회사의 성장을 이끌 주요 사업들의 가시성이 확대되고 있다는 점이 중요한 모멘텀이다. 디벨로퍼 관점에서 밸류에이션 프리미엄에 대해 이야기 할 수 있는 국면에 진입하고 있다는 판단이다. 올해 국민연금이 스튜어드십코드를 통한 주주권 행사 강화를 예고한 만큼 적극적인 주주권 행사를 통한 배당확대도 기대된다. 지주회사인 HDC의 배당확대를 위해서도 사업회사의 적극적인 배당은 필연적이다. 목표주가는 12개월 fwd EPS 8,060원에 선진 디벨로퍼의 평균 P/E를 40% 할인한 8.1배를 적용해 65,000원으로 상향하고, 투자의견도 BUY로 상향한다



## >>> 디벨로퍼로 바라볼 것인가?

### 주가 부진의 근본적인 이유는 따로 있다

동사는 주택 중심 시장에서 대장주의 역할을 했었다. 하지만 지주회사 체제로 전환되면서 우리는 동사에게 디벨로퍼에 대한 기대감을 높였고, 회사 역시 디벨로퍼로서의 장기 청사진을 제시했다. 즉, 동사를 다른 대형사와 차별적인 범주로 바라보는 주요인은 국내 주택에 집중된 사업을 영위해서가 아니라, 한국형 디벨로퍼로의 잠재력을 기대하고 있기 때문이다. 따라서 외주주택을 통한 외형성장과 수익성 증대는 양질의 수주가 어떻게 이익으로 반영되는지 보여주는 좋은 사례임에는 분명하나, 디벨로퍼를 표방하는 동사에게 더 이상 밸류에이션 프리미엄 요소로 반영하기는 어렵다. 그런 측면에서 작년에 불거진 회계기준 변경에 다른 실적 변동성 확대는 펀더멘탈에 큰 문제는 아니며, 주가 급락의 원인 중 하나일 수는 있으나, 근본적인 이유는 아니다.

### 실적은 올해보다 내년에 대한 불확실성 존재

실적은 올해 상반기 2개(청주가경1차, 영통아이파크캐슬), 2020년 상반기에 1개(청주가경2차)의 자체사업이 준공되는데 모두 인도기준으로 일시에 반영된다. 2018년 자체사업 분양이 0인 관계로 2020년 실적에 대한 우려가 존재하지만, 올해 상반기 4,375세대의 자체분양이 공급될 예정으로 급격한 매출 감소를 방어할 수 있을 전망이다.

### HDC현대산업개발 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액					10,790	13,080	9,395	10,277		43,542	43,105
주택(자체)					3,140	4,460	530	70		8,200	7,507
주택(외주)					5,950	6,730	7,010	8,130		27,820	27,472
토목					640	630	540	700		2,510	2,967
건축					710	860	940	1,040		3,550	3,603
기타					350	390	375	337		1,452	1,556
매출원가율					84.8	84.0	82.8	85.8		84.4	84.7
별도					84.8	84.0	82.8	85.8		84.4	84.7
주택(자체)					80.3	73.6	69.9	2.0		75.3	76.2
주택(외주)					82.7	86.1	79.2	81.4		82.3	82.9
토목					95.0	94.4	92.5	94.9		94.3	93.9
건축					104.8	104.7	113.9	112.9		109.6	103.7
기타					101.6	107.1	76.0	107.4		97.8	96.1
매출총이익률(%)					15.2	16.0	17.2	14.2		15.6	15.3
영업이익					1,240	1,580	1,189	993		5,002	4,797
영업이익률(%)					11.5	12.1	12.7	9.7		11.5	11.1
세전이익					1,390	1,600	1,147	1,087		5,224	4,992
순이익					1,040	1,170	855	678		3,743	3,612

주: 분할 후 사업회사 기준으로 소급하여 작성

자료: HDC현대산업개발, 키움증권

### HDC현대산업개발 아파트 자체현장 현황 (단위: 억원)

년도	사업장명	착공일자	준공일자	세대수	계약 도급금액	계약잔고	회계기준
2015	속초 아이파크	2015.11	2018.01	687	1,680		잔여 입주세대 (약 80여 세대) 매출 2H18 인식
	김포 한강 아이파크	2015.11	2018.02	1,230	4,164		
	김포 사우 아이파크	2015.11	2018.04	1,300	4,531		
2016	평택 비전 아이파크	2016.03	2018.02	585	1,858		인도기준
	청주 가경1차 아이파크	2016.12	2019.04	905	2,528	2,528	
	영통 아이파크 캐슬	2016.12	2019.03	1,070	4,424	4,424	
2017	청주 가경2차 아이파크	2017.12	2020.05	664	2,024	2,024	인도기준

자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 2019년 분양계획 현황 (단위: 억원)

시기	사업지명	지역	세대수	사업유형
3월	대전도안 2-1	대전시 서구	2,560	자체(준)
4월	개나리 4차	서울시 강남구	138	도시재생
5월	일산 구역 2차	경기도 고양시	214	민간임대
	속초 조양	속초시 조양동	582	일반도급
	광주 화정동	광주시 서구	849	일반도급
	영통아이파크캐슬 2차	경기도 수원시	1,815	자체(준)
7월	신규 민수 A (경기)	경기도	500	일반도급
8월	신규 민수 B (남부)	기타	700	일반도급
9월	광주 계림2구역	광주시 동구	862	도시재생
	부산 거제2구역	부산시 연제구	1,272	도시재생
	대전도안 준주거	대전시 서구	375	자체(준)
	신규 민수 C (서울)	서울시	669	일반도급
10월	둔촌주공	서울시 강동구	2515	도시재생
	전주 태평1구역	전주시 완산구	1302	도시재생
	의정부 주상복합	경기도 의정부시	1243	자체
11월	개포1단지	서울시 강남구	3128	도시재생
	신규 자체	강원도	596	자체
합계			19,320	

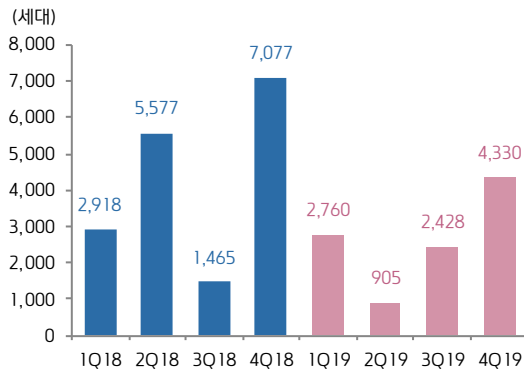
자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC그룹 2018년 신규공급 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
현대산업	1	수지 광교산 IPARK	수도권	537	537	10.00:1	분양 5일만에 완판
현대산업	3	당산 센트럴 IPARK	서울	802	108	79.90:1	전 타입 1순위 청약 마감
아이앤콘스	3	논현 IPARK	서울	99	76	18.32:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	4	서신 아이파크 e편한세상	지방	1,390	647	63.41:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	6	여주 IPARK	수도권	526	507	0.99:1	전 타입 순위내 청약 마감(1.28:1)
현대산업	7	꿈의숲 IPARK	서울	1,711	485	14.97:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	7	대구 연경 IPARK	광역시	792	586	24.23:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	7	창주 가경 IPARK 3단지	지방	983	906	5.30:1	전 타입 순위내 청약 마감(5.50:1)
현대산업	11	북현 IPARK	광역시	105	61	280.46:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	11	병점역 아이파크 캐슬	수도권	2,666	2,099	5.32:1	전 타입 순위내 청약 마감(6.07:1)
아이앤콘스	12	꽃자왈 IPARK	지방	85	85	1.89	청약 미달(1순위내 2.46:1)

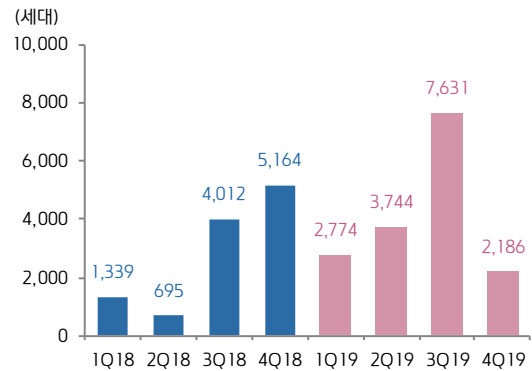
자료: APT2you, HDC그룹, 키움증권

HDC현대산업개발 분기별 아파트 입주 물량 추이



자료: 부동산114, 키움증권

HDC현대산업개발 분기별 신규 아파트 공급 추이



자료: 부동산114, 키움증권

## >>> 밸류에이션 프리미엄이 작동하기 위한 조건

### 첫째, 디벨로퍼의 근간, 랜드뱅크

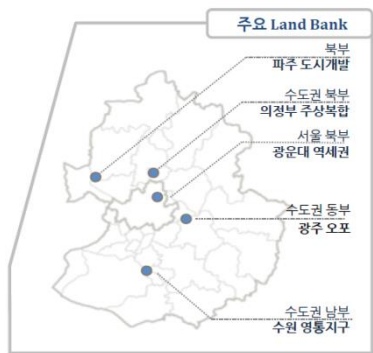
회사가 주장하는 것처럼 한국의 제대로 된 디벨로퍼라는 관점에서 바라보기 위해선 용지투자가 선행되어야 한다. 용지투자는 동사의 엠티인 자체개발사업의 필수 조건이며, 디벨로퍼의 근간이다. 따라서 성급한 투자나 비싸게 매입하는 행위는 위험하다. 하지만 3년 연속감소하고 있는 랜드뱅크는 투자자들로 하여금 미래 먹거리에 대한 불안감을 심어주고 있다. 토지 확보가 어려워지고 있는 국내 부동산시장 여건으로, 실제 작년 용지투자는 420억원(yoy -75.8%)에 그쳤다. 보유 현금도 증가하겠지만, 때론 디벨로퍼에게 현금의 증가가 긍정적이지만은 않다. 특히 랜드뱅크가 감소하는 국면에서는 더욱 그렇다. 현금이 투자재원으로 활용돼 디벨로퍼의 가치를 높이는 방향으로 쓰여야 멀티플 상향 요인이 될 수 있다. 다행스럽게도 올해는 전년대비 257% 증가한 1,500억원의 용지투자 가이드스가 제시됐다. 또한 지주회사 재편으로 1) 현금 여력과 안정적인 재무구조를 기반으로 투자기회 발견 시 즉시 의사결정이 가능해 졌으며, 2) 보유 개발사업이 탄탄해 양질의 랜드뱅크를 할 수 있는 시간적 여유도 확보하고 있다는 점은 긍정적이다.

HDC현대산업개발 투자계획 (단위: 억원)

구분	2016	2017	2018(E, 분할 전)	2018(E, 분할 후)	2018	2019E
보유 현금	12,276	12,889	14,524	14,524	13,800	12,400
투자 CAPEX	4,430	5,758	6,030	4,000	1,832	2,600
용지투자	2,488	1,738	4,279	2,000	420	1,500
용지투자 비중	56.2%	30.2%	71.0%	50.0%	22.9%	57.7%

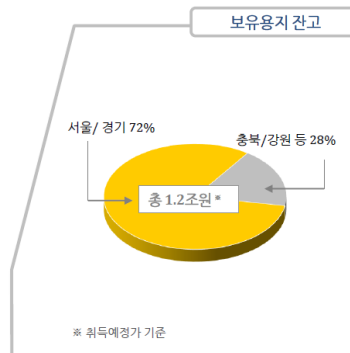
자료: HDC현대산업개발, 키움증권

### HDC현대산업개발 주요 개발 사업 용지 현황



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

### HDC현대산업개발 용지 보유 잔고



자료: HDC현대산업개발, 키움증권



## 둘째, 주력 개발사업들의 가시성 확대

디벨로퍼의 관점으로 바라보기 위한 또 하나의 조건은 메가 복합개발사업의 가시성 확대다. 디벨로퍼 전환의 가능자가 될 복합개발사업의 본격적인 시작은 광운대 역세권 개발과 창동 역사 개발, 파주 서패동 도시개발 사업이 될 전망이다. 그동안 예정보다 지연되는 모습으로 인해 할인되어 거래됐지만, 빠르면 연말로 예상되는 GTX-C라인의 발주 소식이 동사의 기업가치를 증대시키는데 기폭제 역할을 할 전망이다. 의정부 주상복합, 광운대 역세권 개발, 창동 역사 개발 등이 GTX-C라인에 인접해 있기 때문이다.

### HDC현대산업개발 주요 개발사업 현황 1

구분	의정부 주상복합	용산역 전면 공원 지하 개발	광운대 역세권 개발	파주 서패동 도시개발 사업
사업시기	2019년 11월	2019년 12월	2020년 상반기	2020년 상반기
토지소유	현대산업	코레일	현대산업	현대산업
지분출자	X	O	X	X
용지매입	O(라과디아 미군기지 이전 부지)	X	O	O
대지면적	6,437평	4,000평	45,092평	147,549평
연면적	60,571평	6,898평	130,681평	151,762평
세대수	1,243세대	-	2,500~3,000세대	3,272세대(1차분)
사업비	4,217억원	970억원	1조 6,306억원	1조 3,414억원(1차분)
기타	판매시설 2,686평 임대주택공급+상업시설 자체 소유로 임대운영	판매시설 2,602평 BTO 방식 (30년 운영권(+30년)) 부지조성 완료	상업용지 5,702평 상업시설 약 5만평	평당 100만원 매입 상업시설 자체운영 검토 총 4조원 규모

자료: HDC현대산업개발, 키움증권

### HDC현대산업개발 주요 개발사업 현황 2

구분	용산 ① 국제빌딩 5구역 / ② 중대 용산병원 부지	파주 회망프로젝트	광주 직동 물류센터	수영만
사업시기	검토 중	검토 중	2019년 하반기	연내 계획
토지소유	코레일	LH	현대산업	부산시
지분출자	O	X	X	X
용지매입	X	검토 중(일부 매입 가능)	O	X
대지면적	① 1,076평 ② 3,292평	15.2만평	19.3만평	70,941평(육상 43,038평, 해상 27,903평)
연면적	① 16,471평 ② 30,000평		14.5만평	18,687평
사업비	① 3,000억원 ② 5,000억원	1,900억	1조 1,849억	2,245억원
기타	주택분양(80%) +상업시설 운영	공사수행 주거+물류+상업시설	창고 7개 동 위탁운영에 따른 임대수익 물리적인 관리: 아이서비스	BTO 방식 건축물 공동 소유 동사는 리조트 운영

자료: HDC현대산업개발, 키움증권

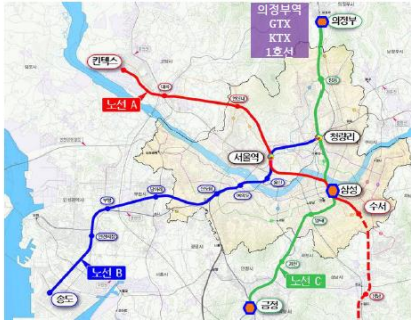
### HDC현대산업개발 주요 개발사업 현황 3

구분	창동 역사 개발	강동 이케아 개발	대전 역세권 개발	인천 도시개발	삼성동 부지 개발
사업시기	2019년 하반기	2019년 하반기	2019년 하반기, 2020년	2020년	
사업비	5,000억원		4,000억원		10조원
주요 사업	주택 분양, 상업시설 운영 (지분투자 500억원)	공사 및 마스터리스	오피스텔 분양, 상업시설 운영, 야구장	주택 분양	상업시설 운영
현황	우선협상대상자 선정		제안 진행 중	추진 중	

자료: HDC현대산업개발, 키움증권

### HDC현대산업개발 의정부 주상복합 개발

- \* Developer 관점에서 선제적인 부지 확보: 1) GTX 개발에 따른 개발가치가 극대화될 수 있는 지역  
2) 미군 반환부지 중, 미래가치를 감안한 개발이 가능한 캠프 라파디아 부지
- \* 쇼핑,문화,여가를 한번에 즐길 수 있는 One Stop Life 시설 개발 사업
- \* 사업부지에 주거와 상업시설을 적절하게 Mix하여 Capital Gain 뿐만 아니라 Income Gain까지 기대
- \* 사업 추진 일정: 2019년 지구단위계획 변경 인허가 → 2019년 11월 분양 예정



자료: HDC현대산업개발, 키움증권



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

### HDC현대산업개발 용산역 전면 공원 지하 개발

- \* 용산구 공모 민간투자사업(BTO)으로 건설 완료 후 관리운영(30년+30년) 예정(토지소유주는 코레일)
- \* 지상은 문화공원이 조성되어 용산파크웨이와 연결, 지하로는 지하철역(신분당선, 4호선)과 용산역 주변 건물 연결
- \* I PARK Mall 상권 확장 및 용산을 HDC현대산업개발의 거점타운으로 개발(대지면적 4,000평, 연면적 6,898평, 판매시설 2,602평)
- \* 사업 추진 일정: 2018년 3월 우선협상 대상자 선정 → 2018년 12월 사업협약 체결 → 2019년 12월 착공 예정



자료: HDC현대산업개발, 키움증권



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

### HDC현대산업개발 광운대 역세권 개발

- \* 코레일의 철도시설 이전에 따른 공모 매각에 당사가 사업 신청서 제출하여 사업협약 및 토지매매계약 체결
- \* 향후 교통여건 개선(GTX C노선 등)을 통해 서울 동북권 거점 지역으로 발전 예상
- \* 사업부지 내 상업용지 활용하여 '프리미엄 오피스' 및 '복합상업시설'을 개발하여 운영 예정
- \* 사업 추진 일정: 2019년 10월 실시계획인가 → 2020년 03월 사업계획승인 → 2020년 상반기 착공 및 분양



자료: HDC현대산업개발, 키움증권



자료: HDC현대산업개발, 키움증권



## HDC현대산업개발 파주 서패동 도시개발 사업

- \* 도시개발사업을 위해 Land Banking한 부지로 파주시 도시기본계획 수립 시 주거용지로 지정
- \* 대북경제협력 등 남북화해 분위기 조성에 따른 개발호재로 조기 공급 (2020년 상반기)
- \* 사업추진일정: 2003년~ 105,460평 토지매매계약→2019년 잔여 사유지 매입→2019년 하반기 사업계획 승인→2020년 상반기 분양 예정



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

자료: HDC현대산업개발, 키움증권

특히 향후 진행될 대형 개발 프로젝트들은 운영형 사업의 비중을 높여갈 예정이다. 대부분의 국내 건설사들은 토지 매입 후 분양/매각을 통해 수익을 회수하고 수익금으로 다시 토지를 매입하는 순환고리 방식이다. 동사 역시 이런 방식의 개발사업이 주도적이었다. 앞으로는 1회성 차익을 추구하는 분양/매각 방식에서 추가로 중장기 cash flow를 창출하는 자산을 소유해 운영하는 형태로 개발사업 방식이 변화될 예정이다.

## HDC현대산업개발의 Big Transformation

### Greenfield: Construction



Hardware 중심, 공급자 우위, 시공, 분양

### Brownfields: Value add



Soft Contents 중심, 사용자 가치, 운영CF, 매각차익

자료: HDC현대산업개발, 키움증권

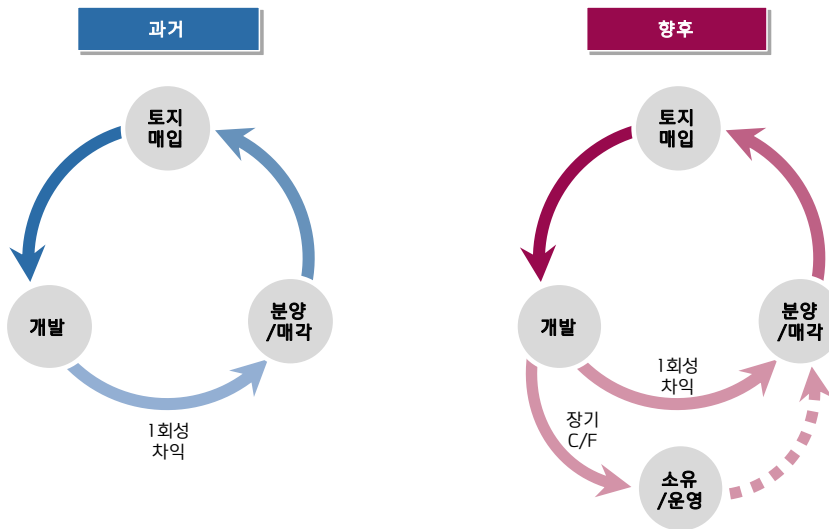
## HDC현대산업개발 연간 주택공급 현황

구분	2015	2016	2017	2018	2019
총공급(세대)	20,072	10,960	15,999	12,220	19,320
자체사업(세대)	4,222	2,560	664	0	6,589

자료: HDC현대산업개발, 키움증권



## HDC현대산업개발의 개발사업 방식의 변화



자료: 키움증권

## 개발운영사업으로 진화



자료: HDC, 키움증권

## >>> 디벨로퍼의 멀티플을 받을 수 있을까?!

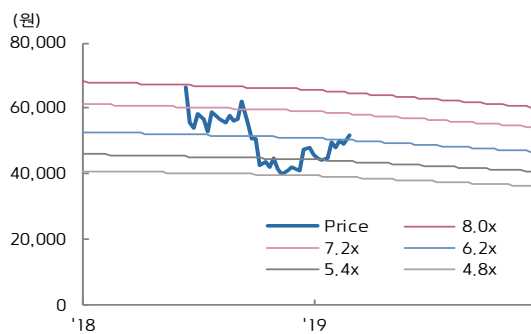
### 기다렸던 때가 왔다

앞에서 동사가 디벨로퍼로서의 밸류에이션 프리미엄을 받기 위한 조건들에 대해서 살펴보았다. 지주회사 전환은 동사에게 좋은 기회가 될 전망이다. 그동안 제기되었던 적대적 M&A에 대한 이슈를 해소하며 대주주의 지배력이 강화됐고, 이는 본래 사업부문에 집중함으로써 디벨로퍼의 핵심 역량인 신속한 의사결정으로 적시에 투자판단과 자금집행이 가능해질 것으로 전망된다. 정부의 건설투자에 대한 정책 기조 변경도 동사에게 유리하게 작용할 전망이다. 또한 이번 4분기 실적발표를 통해 회사의 적극적인 개발사업 의지를 확인할 수 있었다는 점도 긍정적이다. 더불어 **GTX의 속도감있는 진척은 동사의 기업가치를 증대시키는데 기폭제 역할역할 전망이다.** 동사의 핵심 자체 개발 사업지가 GTX A, C노선에 분포되어 있기 때문이다. GTX-A노선에는 파주 서패동 도시개발 사업이 예정되어 있으며, 매우 낮은 가격에 토지를 매입(평당 100만원)했기 때문에 우리가 그동안 보지 못했던 마진을 목격할 수 있을 전망이다. 빠르면 올해 말 발주가 가능할 것으로 예상되는 GTX-C라인에는 의정부 주상복합, 광운대 역세권 개발, 창동 역사 개발 등이 포진해 있다.

### 투자의견 BUY 상향, 목표주가 65,000원 상향

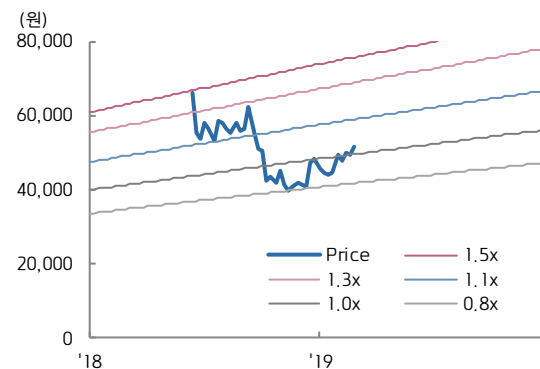
현재 동사는 지주사 전환과정에서의 논란, 회계변경 이슈에 따른 실적 불확실성 확대로 펀더멘털 대비 극도의 저평가 국면에 있었다. 하지만, **지주사 전환 이슈가 마무리되고 동사의 대형 개발사업들이 표면 위로 떠오르고 있는 점은 주목할 만 하다.** 실적은 올해와 내년 매출과 이익 모두 감소할 것으로 보이지만, 향후 회사의 성장을 이끌 주요 사업들의 가시성이 확대되고 있다는 점이 중요한 모멘텀이다. 디벨로퍼 관점에서 밸류에이션 프리미엄에 대해 조심스럽게 이야기 할 수 있는 국면에 진입하고 있다는 판단이다. 올해 국민연금이 스튜어드십코드(기관투자자의 의결권 행사 지침)를 통한 주주권 행사 강화를 예고한 만큼 적극적인 주주권 행사를 통한 배당확대도 기대된다. 지주회사인 HDC의 배당확대를 위해서도 사업회사의 적극적인 배당은 필연적이다. 목표주가는 12개월 fwd EPS 8,060원에 선진 디벨로퍼의 평균 P/E를 40% 할인한 8.1배를 적용해 65,000원으로 상향하고, 투자의견도 BUY로 상향한다.

HDC현대산업개발 PER band chart



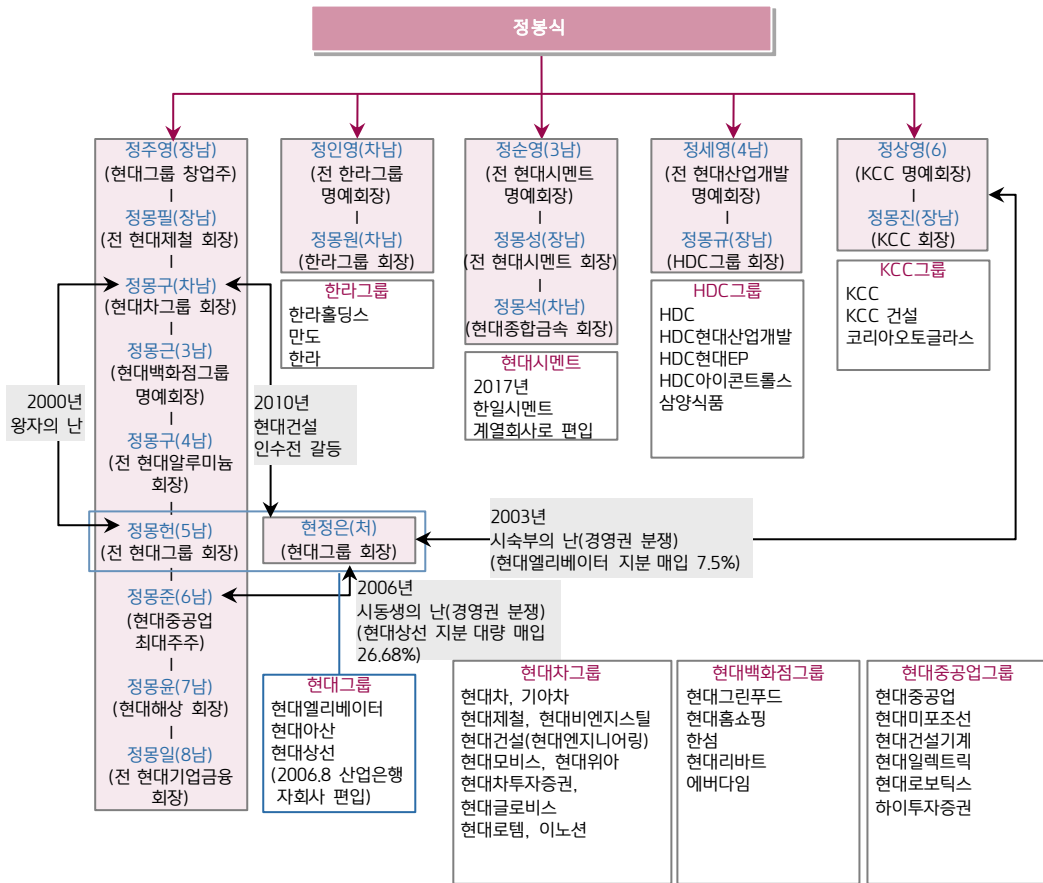
자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 PBR band chart



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

현대가 주요 가계도 및 역학 관계: HDC그룹, 한라그룹, 현대백화점 그룹 수혜 전망



주: 보다 자세한 범현대가 프리미엄 점검에 대한 내용은 <2018.7.23 '경험을 위한 건설, 건설을 위한 경험'> 참고  
 자료: 키움증권



## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액			43,542	43,105	41,910
매출원가			36,738	36,519	35,825
매출총이익			6,805	6,586	6,085
판매비및일반관리비			1,802	1,789	1,760
영업이익(보고)			5,002	4,797	4,325
영업이익(핵심)			5,002	4,797	4,325
영업외손익			221	195	214
이자수익			151	226	238
배당금수익			0	0	0
외환이익			107	142	141
이자비용			111	115	115
외환손실			43	43	44
관계기업지분법손익			0	0	0
투자및기타자산처분손익			0	0	0
금융상품평가및기타금융이익			28	14	21
기타			90	-29	-28
법인세차감이익			5,224	4,992	4,539
법인세비용			1,481	1,380	1,239
유효법인세율 (%)			28.3%	27.6%	27.3%
당기순이익			3,743	3,612	3,300
지배주주지분순이익(억원)			3,743	3,612	3,300
EBITDA			5,002	4,797	4,325
현금순이익(Cash Earnings)			3,743	3,612	3,300
수정당기순이익			3,722	3,602	3,285
증감율(% YoY)					
매출액			N/A	-1.0	-2.8
영업이익(보고)			N/A	-4.1	-9.8
영업이익(핵심)			N/A	-4.1	-9.8
EBITDA			N/A	-4.1	-9.8
지배주주지분 당기순이익			N/A	-3.5	-8.6
EPS			N/A	-3.5	-8.6
수정순이익			N/A	-3.2	-8.8

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름			3,328	3,795	4,611
당기순이익			2,888	3,612	3,328
감가상각비			0	0	0
무형자산상각비			0	0	0
외환손익			-28	-99	-98
자산처분손익			0	0	0
지분법손익			0	0	0
영업활동자산부채 증감			2,334	-1,002	286
기타			-1,867	1,283	1,095
투자활동현금흐름			-368	38	-894
투자자산의 처분			-319	339	-357
유형자산의 처분			0	0	0
유형자산의 취득			0	0	0
무형자산의 처분			0	0	0
기타			-49	-301	-537
재무활동현금흐름			-0	308	439
단기차입금의 증가			0	0	0
장기차입금의 증가			-0	-0	-0
자본의 증가			0	0	0
배당금지급			0	308	439
기타			0	0	0
현금및현금성자산의순증가			2,960	4,140	4,157
기초현금및현금성자산			10,524	13,484	17,624
기말현금및현금성자산			13,484	17,624	21,781
Gross Cash Flow			3,203	4,797	4,325
Op Free Cash Flow			5,919	2,469	3,431

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산			35,511	41,886	47,866
현금및현금성자산			13,484	17,624	21,781
유동금융자산			2,464	2,802	3,044
매출채권및유동채권			10,762	11,558	12,869
재고자산			5,036	5,556	5,282
기타유동비금융자산			3,765	4,346	4,891
비유동자산			10,311	9,890	10,558
장기매출채권및비유동채권			87	40	57
투자자산			1,211	534	649
유형자산			3,988	3,988	3,988
무형자산			62	62	62
기타비유동자산			4,963	5,265	5,801
자산총계			45,823	51,776	58,424
유동부채			20,973	22,206	24,315
매입채무및기타유동채무			15,469	16,613	18,497
단기차입금			2,373	2,373	2,373
유동성장기차입금			1,004	1,004	1,004
기타유동부채			2,127	2,216	2,441
비유동부채			6,404	7,204	7,975
장기매입채무및비유동채무			0	0	0
사채및장기차입금			3,590	3,590	3,590
기타비유동부채			2,814	3,614	4,386
부채총계			27,377	29,410	32,290
자본금			2,197	2,197	2,197
주식발행초과금			0	0	0
이익잉여금			2,295	6,215	9,982
기타자본			13,954	13,954	13,954
지배주주지분자본총계			18,446	22,366	26,134
비지배주주지분자본총계			0	0	0
자본총계			18,446	22,366	26,134
순차입금			-6,518	-10,658	-14,815
총차입금			6,966	6,966	6,966

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)			8,519	8,221	7,575
EPS			41,982	50,904	59,478
BPS			11,385	10,917	9,844
주당EBITDA			7,574	8,637	10,495
CFPS			700	1,000	1,100
DPS					
주가배수(배)			5.7	6.3	6.8
PER			1.1	1.0	0.9
PBR			2.9	2.5	1.8
EV/EBITDA			5.7	6.3	6.8
PCFR					
수익성(%)			11.5	11.1	10.3
영업이익률(보고)			11.5	11.1	10.3
영업이익률(핵심)			11.5	11.1	10.3
EBITDA margin			8.6	8.4	7.9
순이익률			20.3	17.7	13.7
자기자본이익률(ROE)			58.7	54.1	48.6
투자자본이익률(ROIC)					
안정성(%)			148.4	131.5	123.6
부채비율			-35.3	-47.7	-56.7
순차입금비율			45.0	41.8	37.7
이자보상배율(배)					
활동성(배)			4.0	3.9	3.4
매출채권회전율			8.6	8.1	7.7
재고자산회전율			2.8	2.7	2.4
매입채무회전율			8,519	8,221	7,575

HDC아이콘트롤스 (039570)



BUY(Maintain)

주가(2/26) 11,250원

목표주가 17,000원

동사의 실적은 수익성 위주의 수주전략 하에 스마트빌딩과 스마트홈 수주가 증가해 수익성이 개선될 전망이다. 향후 1) 순환출자 해소, 2) 공정거래법 개정에 대비한 최대주주 지분 매각 등도 진행될 수 있다. 순환출자 해소 과정에서 약 1,000억원의 현금유입을 감안하면 현재 시가총액을 모두 설명하고 있다. 스튜어드십 코드 도입으로 배당확대 가능성도 높다. 현금화 될 자산의 효율적 배분에 따라 중장기적 기업가치 상승이 기대된다. 목표주가 17,000원, 투자 의견 Buy를 유지한다.

#### Stock Data

KOSPI (2/26)	2,226.60pt	
시가총액	1,852억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	19,450원	9,070원
최고/최저가 대비 등락	-42.2%	24.0%
주가수익률	절대	상대
	1M	10.8%
	6M	-13.5%
	1Y	-17.6%
		상대
	1M	8.4%
	6M	-10.9%
	1Y	-9.0%

#### Company Data

발행주식수	16,460천주	
일평균 거래량(3M)	34천주	
외국인 지분율	3.4%	
배당수익률(18E)	3.2%	
BP (18E)	12,805원	
주요 주주	정몽규 외 3인	57.8%
	국민연금공단	13.0%

#### Price Trend



## 그룹의 다크호스가 되다

### >>> 수익성 위주의 신규수주 전략

4분기 매출액 797억원(YoY +4.7%, QoQ +25.1%), 영업이익 40억원(YoY +73.7%, QoQ -11.1%)으로 기대치를 하회했다. 매출액은 기대치를 상회했지만, 스마트빌딩부문의 원가율이 103.3%를 기록하면서 부진했다. 다만, 올해 1분기에 원가 상승분에 대한 환입 가능성이 높아 수익성은 개선될 전망이다. 3분기에 이어 M&E부문의 수익성 개선이 지속되고 있다는 점도 긍정적이다. 수익성 위주의 수주전략 하에 상대적으로 수익성이 낮은 M&E부문의 신규수주가 작년보다 감소해 올해 매출은 전년대비 소폭 감소할 수 있다. 하지만 고수익성의 스마트빌딩과 스마트홈부문 수주가 증가하고, 매출 비중이 높아지면서 수익성은 개선될 전망이다.

### >>> 그룹 지배구조 개편의 핵심

현대산업개발이 지주사로 전환되면서 내년 9월까지 순환출자를 해소해야 한다. 따라서 향후 1) 순환출자 해소, 2) 공정거래법 개정(일감 몰아주기 규제)에 대비해 최대주주 지분 매각(약 10% 수준) 등이 진행될 가능성이 높다. 순환출자 해소에는 여러 방법(??p 참고)이 있지만, 당사는 자회사 보유중인 HDC아이콘트롤스의 지분 27.9%를 HDC가 매입하는 방법이 선택될 것으로 판단된다. 이 경우 HDC아이콘트롤스가 보유중인 지주사와 사업회사, 부동산114의 지분은 매각해야 한다. 지주사가 자회사가 보유한 동사의 지분을 매입해야 한다는 측면에서 주가에 부정적일 수 있으나, 1) 동사가 보유한 지주회사와 사업회사를 매각할 경우 약 1,000억원의 현금이 유입되며, 2) 최대주주 지분 매각 가능성도 존재하기 때문에 중장기적으로는 동사의 기업가치를 높이는 작업이 진행될 것으로 판단된다.

### >>> 그룹의 다크호스가 될 수 있을까?

올해 신규수주는 약 2,900억원 수준으로 전년대비 5% 증가할 전망이다. 고수익성의 스마트빌딩과 스마트홈 위주로 수주가 진행될 전망이다. 수주잔고 역시 안정적인 증가추세를 유지하고 있다. 순환출자 해소 과정에서 유입될 약 1,000억원의 현금까지 감안하면 현재 시가총액을 모두 설명하고 있다. 풍부한 현금 보유고는 향후 배당확대와 M&A에 사용될 전망이다. 최대주주가 30%, 국민연금이 13% 보유 중으로, 최근 화두가 되고 있는 스튜어드십 코드 도입에 따라 배당확대 가능성은 상당히 높다. 이처럼 현금화 될 자산의 효율적 배분에 따라 중장기적으로 기업가치 상승이 기대된다. 투자 의견 BUY, 목표주가 17,000원을 유지한다.

## HDC아이콘트롤스 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	508	685	686	761	558	728	637	797	2,640	2,720	2,570
스마트빌딩	79	125	161	179	164	258	192	208	545	822	633
M&E	269	332	286	261	218	270	249	268	1,148	1,005	978
스마트홈	129	155	163	221	101	156	165	257	668	679	796
SOC	31	72	76	101	76	45	30	63	280	214	164
매출원가율	88.3	89.0	89.5	91.9	89.7	90.7	87.4	90.4	89.8	89.6	89.2
스마트빌딩	88.6	84.5	86.8	92.3	85.2	88.8	84.4	103.3	88.3	90.7	90.5
M&E	95.5	97.4	95.6	104.3	102.7	105.4	93.3	92.5	98.1	98.3	96.0
스마트홈	71.5	76.2	79.9	79.9	76.9	73.5	82.8	79.2	77.4	78.4	80.9
SOC	94.7	85.9	92.9	85.4	79.0	73.1	83.6	84.6	88.6	80.1	84.2
매출총이익률	11.7	11.0	10.5	8.1	10.3	9.3	12.6	9.6	10.2	10.4	10.8
영업이익	34	47	44	23	26	37	44	40	148	147	138
영업이익률	6.8	6.9	6.4	3.0	4.6	5.1	7.0	5.0	5.6	5.4	5.4
세전이익	71	89	93	39	81	240	-39	41	291	323	217
순이익	55	70	73	40	65	182	-34	29	238	242	165
순이익률	10.7	10.2	10.7	5.2	11.6	25.1	-5.3	3.6	9.0	8.9	6.4

자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

## HDC아이콘트롤스 분기별 실적 Review (단위: 억원)

(억원, IFRS 연결)	4Q17	3Q18	4Q18P			당사 추정치	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이
매출액	761	637	797	4.7%	25.2%	749	6.4%
매출원가율	8.1%	12.6%	9.6%	1.5%p	-3%p	11.4%	-1.8%p
영업이익	23	44	40	73.6%	-11.1%	52	-23.3%
영업이익률	3.0%	7.0%	5.0%	2%p	-2%p	6.9%	-1.9%p
세전이익	39	-39	41	6.9%	-206.1%	52	-20.9%
순이익	40	-34	29	-27.7%	-186.0%	42	-30.6%

자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

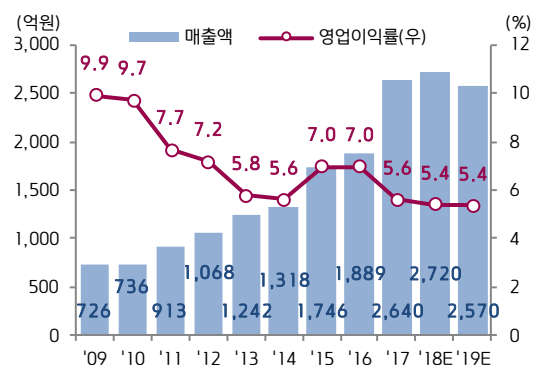
## HDC아이콘트롤스 SOTP 밸류에이션

구분	평가가치	지분율	비고
1. 영업가치(억원)	968		
2019년 NOPLAT(억원)	105		
적용 multiple(배)	9.2		과거 4개년 평균 P/E 11.6배 20% 할인
2. 지분가치(억원)	873		
1) 상장사 지분가치	762		
HDC	121	1.78%	분할 이후 평균 시가총액 20% 할인
HDC현대산업개발	642	3.38%	분할 이후 평균 시가총액 20% 할인
2) 비상장사 지분가치	111		장부가 기준 30% 할인(적자 법인 50% 할인)
3. 순차입금(억원)	-813		최근 4개 분기 평균
합산가치(억원)	2,654		
주식수(주)	16,460,000		
적정주가(원)	16,122		
목표주가(원)	17,000		적정주가와 차이 5.4%로 목표주가 유지
upside	51.1%		

자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

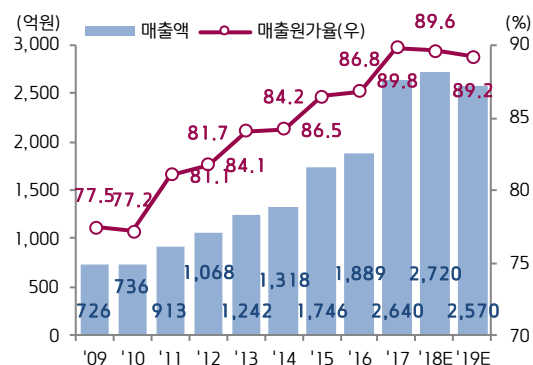


### HDC아이콘트롤스 매출액 및 영업이익률 추이



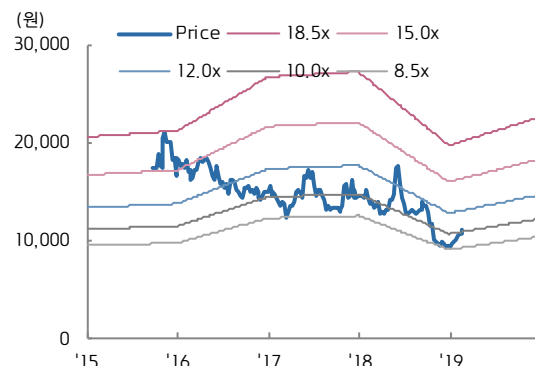
자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

### HDC아이콘트롤스 매출액 및 매출원가율 추이



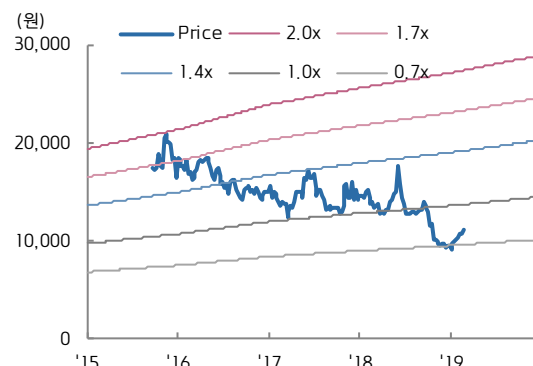
자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

### PER 밴드: 밸류에이션은 부담 없는 구간



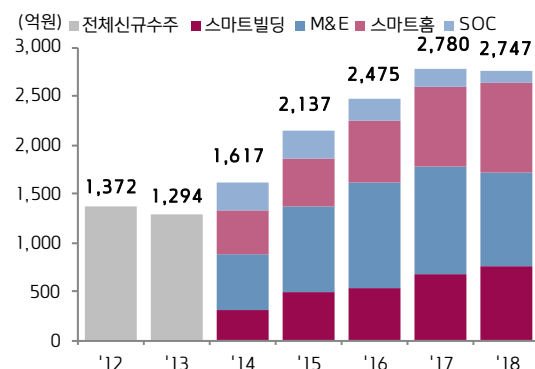
자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

### PBR 밴드: 밸류에이션은 부담 없는 구간



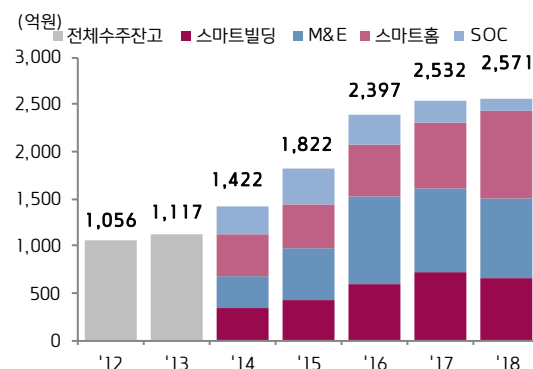
자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

### HDC아이콘트롤스 부문별 신규수주 추이



자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

### HDC아이콘트롤스 부문별 수주잔고 추이



자료: HDC아이콘트롤스, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,889	2,640	2,720	2,570	2,752
매출원가	1,639	2,372	2,437	2,293	2,433
매출총이익	249	268	282	278	319
매출총이익률(%)	13.2	10.2	10.4	10.8	11.6
판매비및일반관리비	118	120	136	140	150
영업이익	132	148	147	138	169
영업이익률(%)	7.0	5.6	5.4	5.4	6.1
영업외손익	94	143	171	80	82
금융수익	16	16	19	27	32
금융원가	1	0	0	1	1
기타수익	2	4	186	3	3
기타비용	29	13	113	14	10
총속및관계기업관련손익	106	137	79	64	59
법인세차감전이익	226	291	317	217	251
법인세비용	37	54	81	52	60
유효법인세율	16.5	18.4	25.5	23.9	24.1
당기순이익	189	238	237	165	191
순이익률(%)	10.0	9.0	8.7	6.4	6.9
지배주주지분순이익	189	238	242	165	191
EBITDA	138	152	150	151	182
EBITDA margin (%)	7.3	5.7	5.5	5.9	6.6
증감율(% YoY)					
매출액	8.2	39.8	3.0	-5.5	7.1
영업이익	8.0	12.3	-0.8	-6.2	22.7
법인세차감전이익	27.9	28.9	9.0	-31.6	15.5
당기순이익	33.7	26.0	-0.4	-30.1	15.3
지배주주지분당기순이익	33.7	26.0	2.0	-31.8	15.3
EBITDA	6.3	10.2	-1.1	0.6	20.7
EPS	3.1	26.0	2.0	-31.8	15.3

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	72	62	322	290	322
당기순이익	0	0	242	165	191
감가상각비	4	3	3	13	13
무형자산상각비	2	0	0	1	1
GrossCashFlow	-65	-127	356	151	182
운전자본변동	-87	-93	-67	19	4
매출채권및기타채권의감소(증가)	-139	-191	-54	59	-22
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	105	72	4	-31	35
영업에서창출된현금흐름	74	71	289	170	186
투자활동현금흐름	-13	57	-89	-107	-171
투자자산의감소(증가)	0	-11	-120	45	-56
유형자산의감소	0	0	0	0	0
유형자산의증가(CAPEX)	-2	-1	-6	-3	-3
무형자산의감소(증가)	0	0	-1	-1	-1
기타	-11	70	37	-148	-112
FreeCashFlow	-154	-222	282	167	183
재무활동현금흐름	-51	-25	-33	-49	-49
차입금의증가(감소)	-30	0	8	0	0
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식의처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-21	-25	-41	-49	-49
기타	0	0	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	8	94	198	134	101
기초현금및현금성자산	106	114	208	406	540
기말현금및현금성자산	114	208	406	540	641

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,390	1,618	1,508	1,745	1,999
현금및현금성자산	114	208	407	541	642
매출채권및기타유동채권	641	836	443	384	406
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	635	574	658	821	952
비유동자산	1,011	1,142	1,397	1,346	1,403
장기매출채권및기타비유동채권	19	28	34	38	48
유형자산	46	46	46	36	27
무형자산	4	4	4	4	4
투자자산	942	1,064	1,313	1,268	1,324
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,400	2,759	2,905	3,092	3,402
유동부채	580	721	633	608	654
매입채무및기타유동채무	519	682	516	485	520
유동성이자발생차입금	1	0	0	0	0
기타유동부채	59	39	117	123	134
비유동부채	62	71	164	260	384
장기매입채무및기타비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	7	7	7
기타비유동부채	62	71	156	252	376
부채총계	642	792	797	868	1,038
자본금	41	82	82	82	82
자본잉여금	835	793	793	793	793
이익잉여금	944	1,160	1,260	1,376	1,517
기타자본	-62	-68	-28	-28	-28
지배주주지분자본총계	1,758	1,968	2,108	2,224	2,365
자본총계	1,758	1,968	2,108	2,224	2,365
총차입금	1	0	8	8	8
순차입금	-733	-750	-849	-1,131	-1,343

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

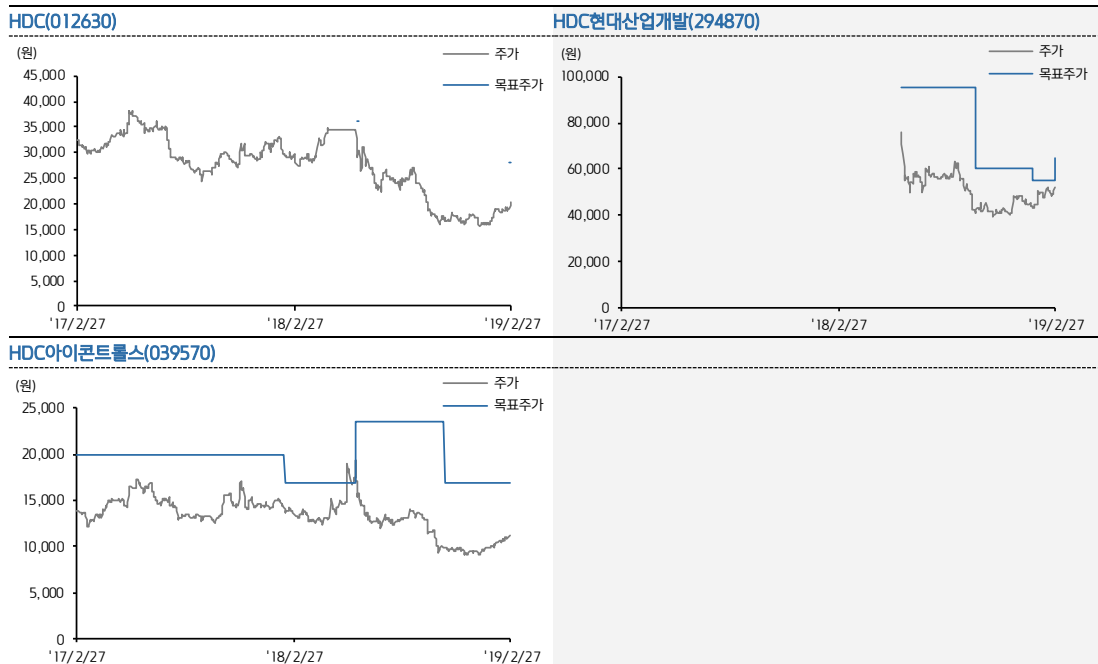
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	1,146	1,443	1,472	1,004	1,158
BPS	10,682	11,953	12,805	13,509	14,367
주당EBITDA	836	921	911	916	1,106
SPS	11,476	16,039	16,524	15,617	16,719
DPS	300	250	300	300	300
주가배수(배)					
PER	13.1	10.1	6.5	11.2	9.7
PBR	1.4	1.2	0.7	0.8	0.8
EV/EBITDA	12.6	10.9	4.8	4.8	2.8
PSR	1.3	0.9	0.6	0.7	0.7
배당수익률	1.0	1.7	3.2	2.7	2.7
배당성향	13.1	17.3	20.4	29.9	25.9
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.2	12.8	11.9	7.6	8.3
총자산이익률(ROA)	8.2	9.2	8.4	5.5	5.9
투자자본이익률(ROIC)	198.8	101.3	214.0	-92.2	-53.9
안정성(%)					
부채비율	36.5	40.2	37.8	39.1	43.9
순차입금비율	-41.7	-38.1	-40.3	-50.8	-56.8
유동비율	239.7	224.5	238.0	286.9	305.7
이자보상배율(배)	482.0	194.6	592.2	N/A	N/A
활동성(회)					
매출채권회전율	3.3	3.6	4.3	6.2	7.0
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	4.0	4.4	4.5	5.1	5.5

## 투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
HDC (012630)	2018/06/12	Underperform (Initiate)	36,000원	6개월	-41.29	-8.75
	2019/02/27	Buy(Reinitiate)	28,000원	6개월		
HDC 현대산업개발 (294870)	2018/06/12	Buy(Initiate)	95,000원	6개월	-39.45	-20.42
	2018/07/23	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-39.58	-20.42
	2018/07/25	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-39.65	-20.42
	2018/08/22	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-41.06	-20.42
	2018/10/17	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-28.04	-24.92
	2018/10/26	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-27.54	-18.92
	2019/01/21	Outperform (Downgrade)	55,000원	6개월	-19.12	-14.91
	2019/01/30	Outperform (Maintain)	55,000원	6개월	-12.01	-5.45
	2019/02/27	Buy(Upgrade)	65,000원	6개월		
HDC 아이콘트롤스 (039570)	2017/02/06	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-32.79	-29.63
	2017/04/11	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-31.82	-24.38
	2017/04/27	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-27.70	-13.50
	2017/06/20	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-26.51	-13.50
	2017/07/19	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-26.38	-13.50
	2017/08/01	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-26.37	-13.50
	2017/10/31	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-23.49	-14.50
	2017/12/06	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-25.78	-14.50
	2018/02/12	Outperform (Downgrade)	17,000원	6개월	-21.20	-10.29
	2018/05/09	Outperform (Maintain)	17,000원	6개월	-16.95	14.41
	2018/06/12	BUY(Upgrade)	23,500원	6개월	-42.46	-27.45
	2018/08/07	BUY(Maintain)	23,500원	6개월	-45.38	-27.45
	2018/11/08	BUY(Maintain)	17,000원	6개월	-41.80	-33.82
	2019/02/27	BUY(Maintain)	17,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가 추이





## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%