



# BUY(Maintain)

목표주가: 28,000원  
주가(3/13): 18,750원  
시가총액: 11,202억원

건설/부동산  
Analyst 라진성  
02) 3787-5226  
jsr@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (3/13)		2,148.41pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	34,835 원	15,700원
등락률	-46.2%	19.4%
수익률	절대	상대
1M	-1.1%	1.4%
6M	-26.9%	-22.2%
1Y	-35.3%	-24.8%

## Company Data

발행주식수	59,742 천주
일평균 거래량(3M)	488천주
외국인 지분율	24.2%
배당수익률(18E)	0.9%
BPS(18E)	351원
주요 주주	정몽규 외 7인 35.9%
	국민연금공단 8.7%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	53,587	15,478	16,279	16,852
영업이익	6,461	954	1,058	1,184
EBITDA	6,861	1,388	1,488	1,615
세전이익	6,054	1,029	1,748	1,764
순이익	4,137	9,174	1,312	1,330
지배주주지분순이익	3,896	9,038	1,294	1,321
EPS(원)	5,496	18,590	2,376	2,427
증감률(%YoY)	31.8	238.2	-87.2	2.1
PER(배)	5.2	0.9	7.9	7.7
PBR(배)	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	4.5	12.2	12.3	11.0
영업이익률(%)	12.1	6.2	6.5	7.0
ROE(%)	14.4	38.3	6.6	6.4
순부채비율(%)	1.3	22.6	23.5	20.6

## Price Trend



# HDC (012630)

## 배당은 아쉽지만, 봐야할 건 핵심 자산가치



지주회사의 투자매력도는 크게 배당과 밸류에이션 2가지로 분류할 수 있습니다. 안타깝게도 배당은 현재의 배당정책을 유지할 경우 당분간 매력적이지 않습니다. 밸류에이션 측면에서 바라보면, 아이파크몰, 면세점, 서울-춘천고속도로 등 양질의 히든 밸류가 상당부분 존재합니다. 히든 밸류의 적정가치 산정이 필요하며, 특히 서울-춘천고속도로는 동사의 적정가치를 11% 설명하는 핵심자산입니다.

### >>> 아쉬운 배당, 올해는 정상화 가능할 전망

최근 동사의 주가는 주당 150원의 배당을 발표한 이후 부진을 면치 못하고 있다. 당사 추정치에는 부합했고, 별도 기준 현금흐름에 맞춰 배당하겠다는 배당 정책도 시장과의 소통이 있었기에 예상 가능한 수준의 배당이였다. 반면 사업회사인 HDC현대산업개발은 주당 500원의 배당을 하면서 시장기대치를 하회했다. 사업회사의 배당이 동사의 배당수익에 큰 영향을 미친다는 점을 감안해보면, 올해 역시 동사의 배당정책이 유지될 경우 큰 폭의 배당성장을 기대하기는 어렵다. 합산 주당배당금은 650원으로 대략 10%의 배당성향으로 추정된다. 분할 이전 20%대의 배당성향을 유지했던 점에 비추어보면 최근 시장의 흐름을 역행하고 있다는 점은 아쉽다. 다만 분할 첫 해인점을 감안하면, 올해 배당은 정상화 될 가능성이 높을 것으로 전망한다.

### >>> '서울-춘천고속도로'의 가치평가 필요

그동안 분할에 따른 논란과 정보부족 등의 이유로 동사에 대한 적정가치 산정의 어려움이 많았다. 따라서 배당은 아쉽지만, 핵심 자산가치에 대한 적절한 평가가 필요하다. 특히 '서울-춘천고속도로'는 동사가 지분 439억원과 후순위차입금 약 600억원을 투자한 자산으로 보유 중인 여러 인프라 투자자산 중 매우 중요한 투자자산이다. 실시협약 조건은 연 13.90%의 고정금리 대출로 만기는 2038년 4분기다. 고정금리의 이자를 향후 19년동안 받을 수 있는 알짜 투자자산인 셈이다. 지분투자에 대한 배당 및 원금상환과 후순위차입금을 통해 수취하는 이자수익을 현재가치로 환산하면 1,811억원의 자산가치로 평가할 수 있다. 동사의 적정가치가 1.7조원으로 평가되는데, 서울-춘천고속도로는 11%를 설명하고 있는 핵심 자산이다.

### >>> 투자의견 BUY, TP 28,000원, 건설주 Top pick 유지

지주회사의 투자매력도는 크게 배당과 밸류에이션 2가지로 분류할 수 있다. 앞에서 살펴봤듯이 안타깝게도 배당은 현재의 배당정책을 유지할 경우 당분간 매력적이지 않다. 다만, 지주회사 별도의 실적도 개선될 전망이며, 배당가능이익과 현금 등 배당여력이 높기 때문에 향후 스튜어디스코드 도입과 주주행동주의의 활성화가 본격화되면 배당 확대 가능성도 배제할 수 없다. 밸류에이션 측면에서 바라보면, 아이파크몰, 면세점, 서울-춘천고속도로 등 양질의 히든 밸류가 상당부분 존재한다. 아이파크몰은 올해 증축효과와 용산역 주변 개발이 하나 둘 진행되면서 상권확장 및 유동인구 증가에 따른 자산가치 상승이 기대된다. 이처럼 히든 밸류와 계열사의 지분가치까지 감안할 경우 지주회사의 적정가치는 1.7조원으로 추정된다. 연내 순환출자 해소가 진행될 전망이며, 지주회사 행위제한요건이 모두 충족되면 신규사업 및 M&A도 본격화될 전망이다. 투자의견 BUY, 목표주가 28,000원, 건설주 Top pick을 유지한다.

HDC 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

(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

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%)

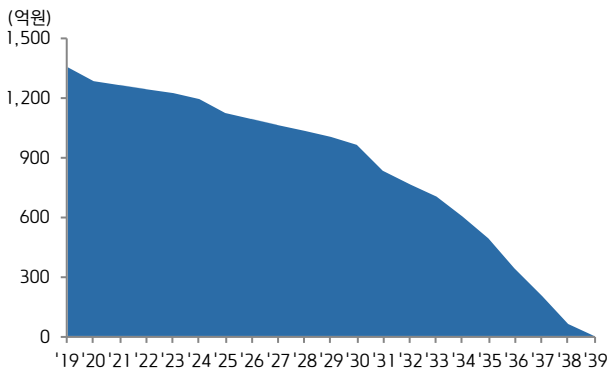
자료: KERI, 공정거래위원회(2018. 1), 키움증권

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%	
삼양식품	661	17.0%	
<b>2) 비상장사 지분가치</b>	<b>8,204</b>		
) HDC아이파크몰	3,107	81.5%	DCF 밸류에이션(20P)
NOPAT	311		
적용 Multiple (x)	10		
) HDC신라면세점	541	50.0%	DCF 밸류에이션(20P)
NOPAT	54		
적용 Multiple (x)	10		
) 서울-춘천고속도로	1,846	1.4%	DCF 밸류에이션(20P)
장외 시가총액 40% 할인	710		
장부가치 40% 할인	2,034		
) 기타지분	2,034		
<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		

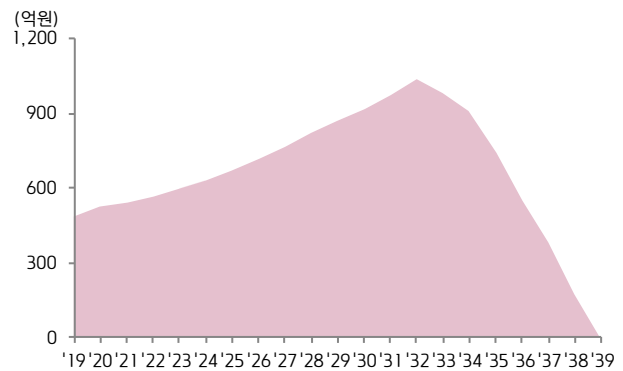
자료: 키움증권

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%)	439억원(40.00%)
기존 후순위 차입금(지분율)	0원(0.00%)	0원(0.00%)
신규 후순위 차입금(지분율)	해당없음	1,246억원(39.00%)
투자금액 총계	810억원	1,685억원

주: 신규 후순위 차입금 1,246억원은 HDC(약 600억원)와 HDC현대산업개발(약 600억원), HDC아이콘트롤스가 공동으로 출자한 금액

자료: HDC, 맥쿼리인프라, 키움증권

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	작전	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

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

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

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	47,499	53,587	15,478	16,279	16,852
매출원가	38,547	43,723	12,801	13,409	13,797
매출총이익	8,952	9,864	2,678	2,869	3,055
매출총이익률(%)	18.8	18.4	17.3	17.6	18.1
판매비및일반관리비	3,779	3,403	1,724	1,811	1,870
영업이익	5,172	6,461	954	1,058	1,184
영업이익률(%)	10.9	12.1	6.2	6.5	7.0
영업외손익	-577	-408	75	690	580
금융수익	426	523	188	154	158
금융원가	624	648	471	489	490
기타수익	312	391	981	367	356
기타비용	633	776	947	674	688
종속및관계기업관련손익	-58	103	324	1,333	1,244
법인세차감전이익	4,595	6,054	1,029	1,748	1,764
법인세비용	1,286	1,917	255	436	434
당기순이익	3,310	4,137	9,174	1,312	1,330
순이익률(%)	7.0	7.7	59.3	8.1	7.9
지배주주지분순이익	3,067	3,896	9,038	1,294	1,321
EBITDA	5,588	6,861	1,388	1,488	1,615
EBITDA margin (%)	11.8	12.8	9.0	9.1	9.6
NOPLAT	3,750	4,647	-491	482	599
증감율(% YoY)					
매출액	3.2	12.8	-71.1	5.2	3.5
영업이익	32.8	24.9	-85.2	10.9	11.9
법인세차감전이익	41.7	31.7	-83.0	70.0	0.9
당기순이익	38.7	25.0	121.8	-85.7	1.3
지배주주지분당기순이익	41.5	27.0	132.0	-85.7	2.1
EBITDA	29.3	22.8	-79.8	7.2	8.5
EPS	41.5	31.8	238.2	-87.2	2.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	8,398	4,532	1,341	4,240	6,825
당기순이익	0	0	225	1,312	1,330
감가상각비	402	387	422	420	420
무형자산상각비	14	13	13	11	11
운전자본변동	3,164	-1,395	430	6,924	9,439
매출채권및기타채권의감소(증가)	666	-5,239	-1,662	316	311
재고자산의감소(증가)	3,436	2,438	2,174	171	164
매입채무및기타채무의증가(감소)	-415	914	-358	703	807
기타	4,818	5,527	251	-4,427	-4,374
투자활동현금흐름	-890	-2,290	-1,498	-982	-1,426
투자자산의감소(증가)	-464	-43	-745	417	352
유형자산의감소	8	5	-8	2	0
유형자산의증가(CAPEX)	-498	-2,112	-1,477	-1,362	-1,650
무형자산의감소(증가)	-13	-27	-13	-18	-19
기타	78	-114	743	-21	-108
재무활동현금흐름	-1,458	-976	-9,726	-3,683	-4,933
차입금의증가(감소)	-1,029	1,111	1,229	0	0
자본증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-398	-599	-798	-304	-433
기타	-4	52	-10,151	-3,368	-4,489
현금및현금성자산의증가	6,045	1,265	-9,884	-428	464
GrossCashFlow	4,166	5,047	-57	912	1,029
(-) 운전자본증가(감소)	511	959	-16,367	-1,625	-974
(-) 설비투자	498	2,112	1,477	1,362	1,650
(-) 기타영업자산의증가(감소)	1,188	199	-667	514	193
(+) 자산매각	-5	-22	-20	-16	-19
Free Cash Flow	1,964	1,755	15,479	646	141

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	36,452	41,862	9,208	8,019	7,943
현금및현금성자산	11,522	12,787	2,903	2,476	2,939
매출채권및기타유동채권	10,868	15,621	3,110	2,793	2,482
재고자산	7,680	5,743	1,631	1,460	1,295
기타유동자산	6,382	7,711	1,564	1,291	1,226
비유동자산	21,394	23,533	24,408	26,983	28,800
장기매출채권및기타비유동채권	3,730	3,912	153	500	687
유형자산	8,510	10,352	7,225	9,766	11,697
무형자산	159	161	284	291	299
투자자산	8,059	7,874	16,518	16,101	15,750
기타비유동자산	935	1,233	228	325	367
자산총계	57,846	65,394	33,616	35,002	36,743
유동부채	22,640	24,148	6,892	7,398	8,220
매입채무및기타유동채무	7,491	8,695	2,835	3,538	4,345
단기이자발생차입금	8,704	5,937	3,384	3,384	3,384
기타유동부채	6,445	9,515	673	475	491
비유동부채	7,657	11,622	5,686	5,595	5,619
장기매입채무및기타비유동채무	1,584	1,427	1,049	980	979
장기이자발생차입금	3,283	7,231	4,265	4,265	4,265
기타비유동부채	2,790	2,963	372	350	375
부채총계	30,297	35,770	12,578	12,993	13,839
자본금	3,769	3,769	2,987	2,987	2,987
자본잉여금	1,789	1,789	6,447	6,447	6,447
이익잉여금	21,856	25,244	31,358	32,375	33,299
기타자본	-1,194	-2,768	-21,659	-21,697	-21,700
지배주주지분자본총계	26,220	28,034	19,133	20,112	21,034
자본총계	27,549	29,625	21,038	22,009	22,904
총차입금	11,987	13,169	7,649	7,649	7,649
순차입금	465	382	4,746	5,174	4,710

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	4,168	5,496	18,590	2,376	2,427
BPS	35,632	40,000	35,143	36,942	38,636
DPS	700	1,000	150	250	350
SPS	63,009	71,085	28,707	27,248	28,208
CPS	11,412	6,393	2,758	7,788	12,536
주가배수(배)					
PER	8.0	5.2	0.9	7.9	7.7
PBR	0.9	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.4	4.5	12.2	12.3	11.0
PSR	0.5	0.4	0.6	0.7	0.7
PCR	2.9	4.5	6.3	2.4	1.5
배당수익률(%)	1.6	2.6	0.9	1.3	1.9
배당성향(%)	16.8	18.0	0.9	10.5	14.4
수익성(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.3	14.4	38.3	6.6	6.4
총자산이익률(ROA)	5.9	6.7	18.5	3.8	3.7
투자자본이익률(ROIC)	13.4	15.3	-2.3	3.9	4.3
안정성(% 배)					
부채비율	110.0	120.7	59.8	59.0	60.4
순차입금비율	1.7	1.3	22.6	23.5	20.6
유동비율	161.0	173.4	133.6	108.4	96.6
이자보상배율	11.0	14.9	3.2	3.5	3.9
활동성(회)					
매출채권회전율	4.2	4.0	1.7	5.5	6.4
재고자산회전율	4.4	6.5	3.5	8.7	10.0
매입채무회전율	4.9	5.2	1.5	4.2	3.5

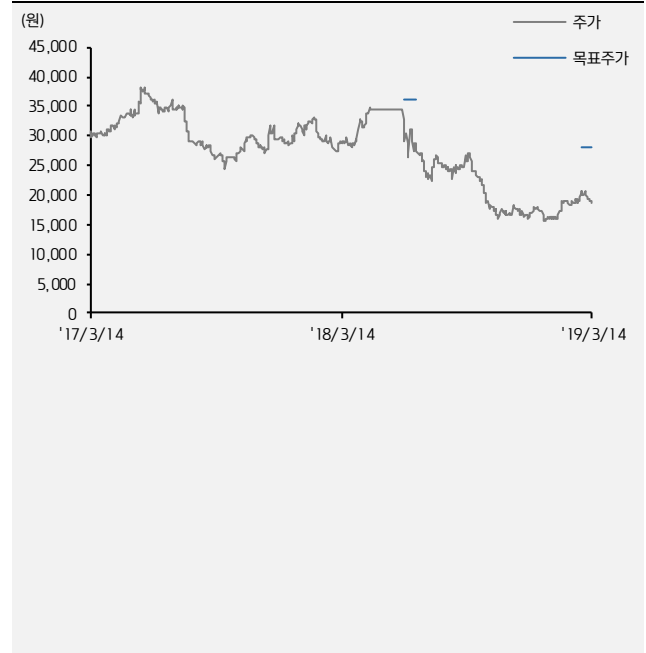
Compliance Notice

- 당사는 3월 13일 현재 'HDC (012630)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역

종목명	일자	투자 의견	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	-28.18	-25.89
	2019/03/04	Buy(Maintain)	28,000원	6개월	-29.45	-25.89
	2019/03/14	Buy(Maintain)	28,000원	6개월		

목표주가 추이



\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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%