



☑ 아시아나항공 인수

HDC현대산업개발 (294870)

승자의 저주 피해 갈 3가지 이유



〈아시아나항공 인수〉 지난 12일 동사는 아시아나항공 경영권 이전 거래 우선협상대상자로 선정됐습니다. 입찰금액이 시장 예상금액보다 높고 경쟁 컨소시엄 대비 차이가 큰 금액으로 밝혀지면서 ‘승자의 저주’라는 평가가 주를 이루고 있습니다. 하지만 당사는 3가지 시장 우려에 대해 반박 근거를 제시하며 ‘승자의 저주’를 피해 갈 3가지 이유를 제시하고자 합니다.

BUY(Upgrade)

목표주가: 37,000원
주가(11/15): 28,850원

시가총액: 12,676억원

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

Stock Data

KOSPI (11/15)		2,162.18pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	52,100 원	28,500원
등락률	-44.63%	1.23%
수익률	절대	상대
1M	-10.0%	-13.9%
6M	-32.7%	-34.8%
1Y	-27.5%	-30.0%

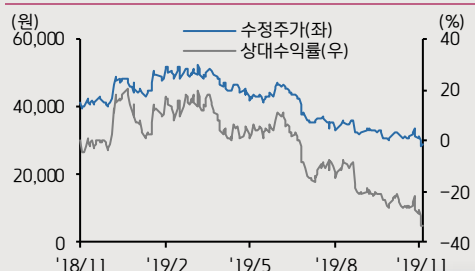
Company Data

발행주식수	43,938 천주
일평균 거래량(3M)	269천주
외국인 지분율	32.73%
배당수익률(19E)	3.47%
BPS(19E)	49,571원
주요 주주	HDC 외 7인 38.46%
	국민연금공단 11.67%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	27,927	41,004	38,753	40,402
보고영업이익	3,179	4,714	4,369	4,511
핵심영업이익	3,179	4,714	4,369	4,511
EBITDA	3,265	4,942	4,620	4,771
세전이익	3,248	5,063	4,795	5,017
순이익	2,299	3,786	3,594	3,767
지배주주지분순이익	2,299	3,786	3,594	3,767
EPS(원)	5,231	8,616	8,180	8,572
증감률(%Y Y)	N/A	64.7	-5.1	4.8
PER(배)	9.2	3.3	3.5	3.4
PBR(배)	1.1	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	4.6	1.1	0.8	0.3
보고영업이익률(%)	11.4	11.5	11.3	11.2
핵심영업이익률(%)	11.4	11.5	11.3	11.2
ROE(%)	12.5	18.8	15.5	14.3
순부채비율(%)	-34.0	-33.2	-36.4	-40.9

Price Trend



>>> 1) 강력한 재무구조 개선이 가져올 아시아나항공 정상화

시장 예상 및 경쟁사보다 높게 제시한 입찰금액으로 동사의 과도한 재무적 부담과 정상화 실패 시 지속될 자금투입 등 ‘승자의 저주’를 우려하는 시각이 우세하다. 하지만 반대로 **2조원이 넘는 자금투입으로 아시아나항공은 강력한 재무구조 개선이 가능해 정상화 속도가 빨라질 가능성이 높다.** 유상증자가 진행되면 아시아나항공의 부채비율은 256%(기존 746%)로 떨어지고, 순차입금비율은 100% 초반대(기존 471%)를 기록할 전망이다. 이후 고금리 시장성 차입금 조기상환 및 리파이낸싱, 리스부채 정비, 신용등급 개선에 따른 조달금리 하락 등 선순환이 기대된다. 이는 신규 항공기 도입과 노선 정리 및 확대, 서비스 개선 등 동사의 개선 전략을 보다 수월하게 진행시켜 시장 우려보다는 성공적인 경영 정상화를 기대할 수 있을 전망이다. 더불어 **대한항공의 경영 불확실성이 지속되고 있어, 안정적인 오너십으로 경영 정상화에 성공한다면 1위 사업자로 발돋움할 좋은 기회다.**

>>> 2) 건설사와 항공사의 시너지? 범현대가와 항공업의 시너지다

이번 인수는 단순히 건설사가 인수했다기보다는 ‘범현대가’가 품었다는 게 명확한 표현이다. ‘범현대가’와의 시너지 효과를 예상해보면, 1) 현대오일뱅크는 항공유, 2) 현대백화점 그룹은 면세점 및 기내식, 3) 현대해상은 보험, 4) KCC 한라그룹 현대종합상사는 물류, 5) 현대카드는 마일리지, 6) 현대아산은 대북사업 등을 기대할 수 있다. 장기적으로는 현대차와 플라잉카, 자율주행 등 모빌리티 협업도 기대된다. 더불어 **직접적인 연관이 있는 범현대가의 경우 추가 시로 지분투자도 기대해 볼 수 있다.** HDC그룹은 호텔, 레저, 면세점 등 주요 사업의 한 축인 유통 및 레저부문의 시너지 효과를 기대할 수 있으며, **항공 마일리지**를 호텔, 리조트, 면세점, 물 뿐만 아니라 임대주택, 상가, 아파트 등과 연계해 **라이프스타일 플랫폼으로 거듭날 수 있다.** HDC아이콘트롤스와 아시아나HDT의 결합을 통해 항공 IT시너지 극대화, 지주사 HDC의 대규모 로열티 수익 등 그룹사 시너지도 기대된다.

>>> 3) 본격적인 개발사업을 위한 현금흐름에 문제는 없다

내년 예정된 개발사업을 위해 필요한 현금흐름은 약 1조원으로 추정된다. 따라서 대규모 인수자금조달로 개발사업의 차질을 우려하고 있다. 하지만, 1) 범현대가의 지분투자 가능성, 2) 지주사인 HDC를 비롯한 계열사 지원, 3) 외부자금 조달 등 **직접적인 현금투입에 의존하기보다 다양한 인수자금조달 방식을 활용할 것으로 전망된다.** 여전히 단독으로도 인수가능한 구조임을 강조하고 있고 본입찰 직전 컨소시엄 파기까지도 고려했다는 뉴스를 보면 회사 자체적인 재무구조에 대한 자신감이 엿보인다는 판단이다. 더불어 2015년부터 시작된 주택시장 호황으로 기존 PF가 과거와 달리 크게 감소해, 향후 PF사업 확장에 있어 부담도 크지 않다. 따라서 광운대 등 대규모 사업장에는 PF 등 외부자금이 활용될 것으로 전망되며, 활용되더라도 동사의 현금흐름에 크게 부담되는 규모는 아닐 것으로 추정된다. **내년 본격화되는 개발사업을 통해 2022년부터는 대규모 현금 유입과 실적개선**이 가능해 동사의 재무건전성은 아시아나항공 인수 후에도 안정적으로 유지될 전망이다.

>>> 1. 강력한 재무구조 개선이 가져올 아시아나항공 정상화

‘승자의 저주’를 피해갈 3가지 이유

지난 12일 HDC현대산업개발+미래에셋대우 컨소시엄은 아시아나항공 경영권 이전 거래 우선협상대상자로 선정됐다. 애경그룹+스톤브릿지 컨소시엄보다 0.5~1.0조원 높은 약 2.5조원을 입찰 금액으로 제시한 것으로 알려졌다. 시장 예상금액보다 높고 경쟁 컨소시엄 대비 차이가 큰 금액으로 밝혀지면서 ‘승자의 저주’라는 평가가 주를 이루고 있다. 주가도 동사가 처음 인수전에 참여한 것이 밝혀진 9월 2일 이후 20% 하락했으며, 입찰금액이 알려지고 우선협상대상자로 선정된 12일 이후 3거래일 동안 13.9% 급락했다.

과연 승자의 저주일까?

당사는 승자의 저주가 아닐 수도 있다는 근거 3가지를 제시해보고자 한다. 현재 시장에서의 우려는 다음과 같다. 1) 시장 예상 및 경쟁사보다 높게 제시한 입찰금액으로 HDC현대산업개발의 재무적부담 및 아시아나항공 정상화 실패 시 지속될 자금투입, 2) 인수를 위한 투자금액 대비 불투명한 시너지 효과, 3) 과도한 투자로 개발사업 지연에 따른 본업(건설업) 부진 등이다.

당사는 이 3가지 시장 우려에 대해 반박 근거를 제시하며 ‘승자의 저주’를 피해 갈 3가지 이유를 제시하고자 한다.

강력한 아시아나항공 재무구조 개선

당사는 아시아나항공 인수금액으로 약 2.5조원을 제시한 것으로 파악된다. 이 중 구주매입금액이 3,000~4,000억원, 신주인수금액으로 2.1~2.2조원이 투입될 것으로 예상된다. 시장 예상금액이 1.5~2조원이었고, 애경그룹 컨소시엄과도 0.5~1.0조원 차이가 나는 것으로 알려져 있다. 따라서 동사의 과도한 재무적 부담과 아시아나항공 정상화 실패 시 지속될 자금투입 등 ‘승자의 저주’를 우려하는 시각이 우세하다. 하지만 반대로 생각해보면 2조원이 넘는 자금투입으로 아시아나항공은 강력한 재무구조 개선이 가능해 정상화 속도가 빨라질 가능성이 높다.

계약이 체결되면 2.2조원이 유상증자를 통해 자본으로 유입된다. 올 6월말 별도 기준 아시아나항공의 자본금은 1.15조원으로 단순 계산하면 아시아나항공 자본총액은 총 3.35조원으로 증가하게 된다. 부채비율은 256%로 떨어져 증자 전 746%대비 1/3에 가까운 수준으로 낮아진다. 경쟁사인 대한항공 835%(6월말 별도 기준) 대비 대규모 개선이 이뤄지는 것은 물론 LCC 대비 해서도 양호한 부채비율이다.

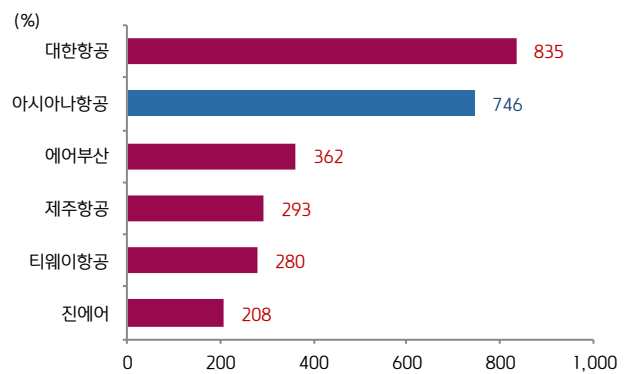
향후 8,000억원을 산업은행에 상환 뒤, 1.4조원을 현금으로 보유하게 된다. 6월말 별도 기준 현금성자산은 2,298억원을 보유하고 있지만, 단순히 증자가 마무리 된 시점에는 총 1.6조원으로 보유현금이 증가할 것으로 추정된다. 지난 6월 별도 기준 아시아나항공의 순차입금은 5.4조원이며, 증자 이후 보유현금 1.6조원을 감안하면 순차입금은 3.8조원이다. 절대적인 순차입금은 커 보이지만, 순차입금비율은 기존 471%에서 110~130%대로 낮아진다.

이후 당사는 고금리 시장성 차입금에 대해 조기 상환 및 리파이낸싱을 추진해 차입금 규모를 줄여 이자비용을 최소화할 것으로 기대된다. 부채비율 하락 등의 재무개선 효과와 최대주주인 동사의 양호한 신용등급(A+)을 기반으로 아시아나항공의 신용등급이 개선되고, 조달금리 하락이 가능할 것으로 예상되기 때문이다. 시장성 차입금 외에 아시아나항공의 고질적인 문제인 항공기 관련 리스부채도 만기가 도래하는 운용리스부터 계약 해지 및 조건 변경 등을 통해 리스크를 낮출 것으로 전망된다.

아시아나항공은 작년 별도 기준 EBITDA 4,586억원 중 33%에 달하는 1,495억원이 이자비용이다. 이 비율은 2016년 23%, 2017년 25% 등 매년 상승했다. 연간 이자비용이 감소하고, 현재의 EBITDA가 유지된다면 이익개선은 빠르게 진행될 수 있을 것으로 예상된다.

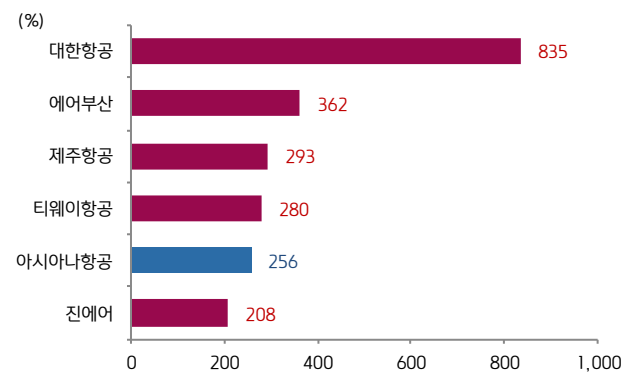
이처럼 아시아나항공 정상화에 있어서 재무구조 개선은 매우 의미있는 변화이다. 특히 동사는 인수 이후 경영 정상화를 위해 내부 인력만 50명이 넘는 규모의 TFT를 구성했고, 회계법인과 법무법인, 항공 전문가 등을 선임해 항공업에 대한 연구를 거듭한 것으로 파악된다. 재무구조 개선으로 부채비율이 내려가고 아시아나항공의 신용등급이 상향되면 낮은 조달금리로 자금조달이 가능해지고, 수익성도 개선된다. 이처럼 선순환이 시작되면 신규 항공기 도입과 노선 정리 및 확대, 서비스 개선 등 동사의 개선 전략이 보다 수월하게 진행돼 시장 우려보다는 성공적인 경영 정상화를 기대할 수 있을 전망이다.

인수 전 아시아나항공 부채비율 현황 (2Q19 별도 기준)



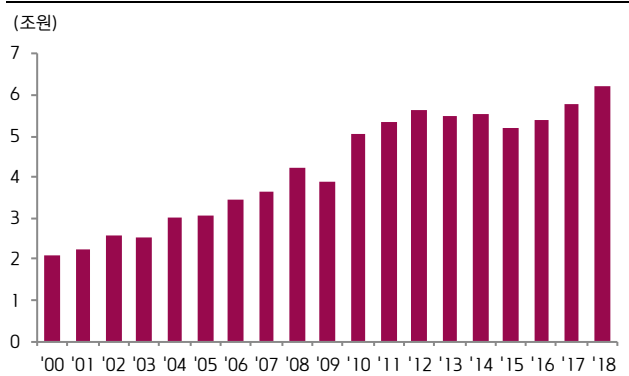
자료: DataGuide, 각 사, 키움증권

인수 후 아시아나항공 부채비율 현황 (2Q19 별도 기준)



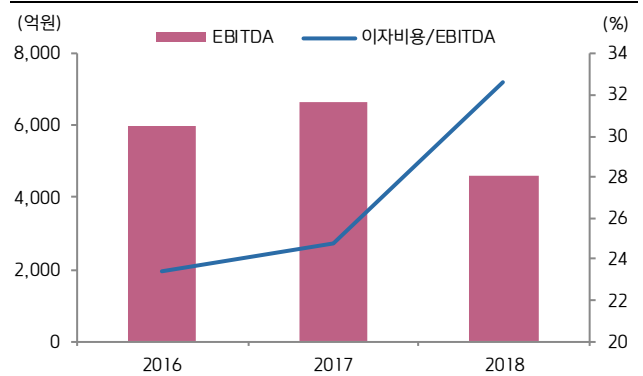
자료: DataGuide, 각 사, 키움증권

항공업은 매출이 꾸준히 증가하는 성장산업



자료: DataGuide, 아시아나항공, 키움증권

EBITDA 추이와 이자비용 비중



자료: DataGuide, 아시아나항공, 키움증권

아시아나항공 신용등급 평가의 주요 모니터링 요소

신용평가사 우려 요소	아시아나항공 신용등급 평가의 주요 모니터링 요소	인수 후 변화 가능성
영업실적과 재무구조 등 실적 변동폭	업계 경쟁환경과 항공수요 변화에 따른 영업실적 변동폭 수익성 개선 및 재무 부담 완화 여부	해소 가능
유가·환율·금리 등 외생변수에 민감한 항공업 고유의 리스크		
대주주 및 계열사에 대한 지원 부담	그룹 신용위험 변화 구조조정 성과	해소 가능

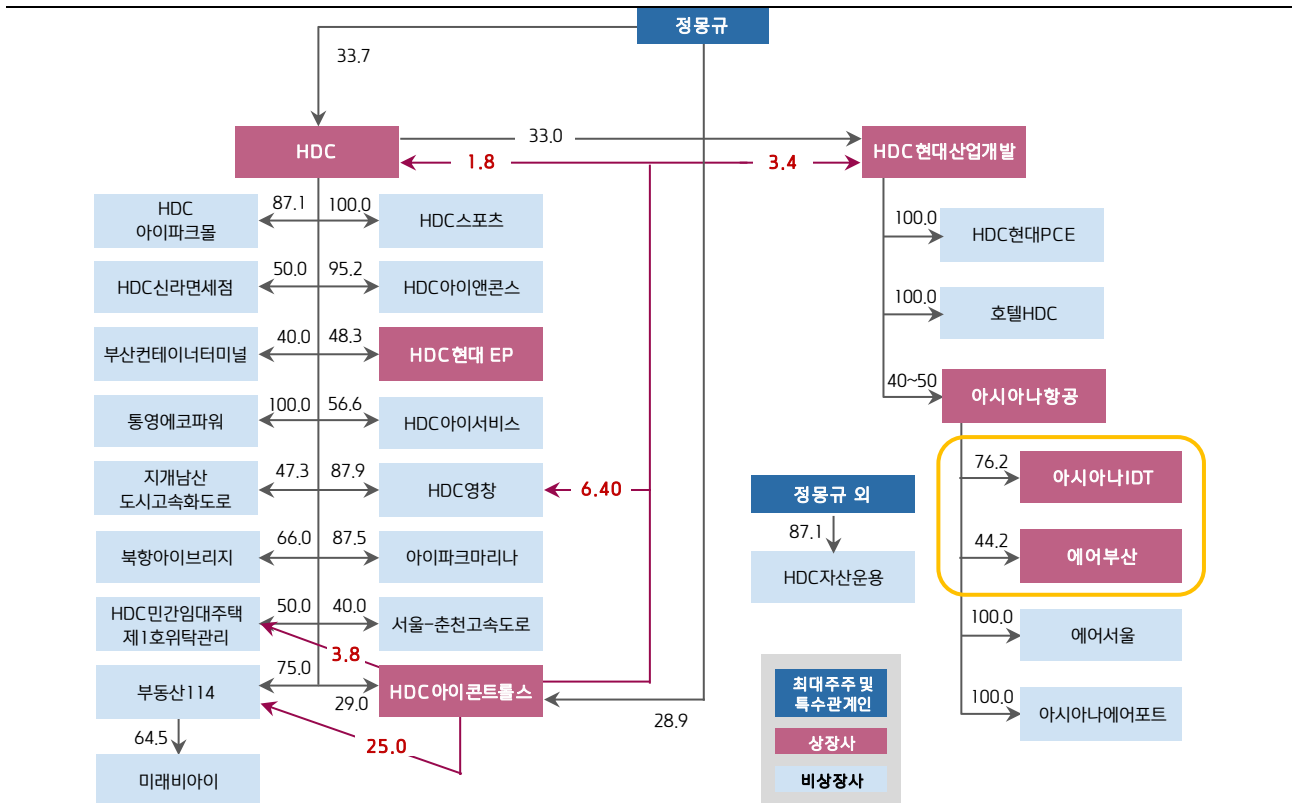
자료: 언론정리, 키움증권

에어부산은 어디로?

동사가 아시아나항공을 인수하게 되면 'HDC→HDC현대산업개발→아시아나항공→에어부산'으로 이어지는 지배구조가 만들어진다. 현행 공정거래법은 지주사 손자회사는 '손자회사의 자회사'인 증손회사 지분을 100% 보유하거나, 이를 준수하지 못하면 해당 사유 발생 이후 2년 내에 이를 처분하도록 규정하고 있다. 따라서 아시아나항공이 동사의 자회사로 편입되면 아시아나항공은 에어부산 지분 100%를 확보하거나, 보유 지분을 전량 매각해야 한다. 하지만 상장사인 에어부산 지분을 아시아나항공이 100% 보유하는 것은 현실적으로 어렵다.

해결 방법은 1) 동사 및 HDC 그룹사가 아시아나항공이 보유한 에어부산 지분을 인수, 2) 에어부산을 시장에 매각 등이 있다. 특히 아시아나항공이 보유 중인 에어부산 구주를 매입하고 신주로 자금을 수혈해주면, 지배구조 개선과 재무구조 개선을 동시에 진행할 수 있다. 외부로 매각해 투자금을 일부 회수할 경우에는 동사의 재무적 부담이 한결 완화되고, 아시아나항공 경영 정상화에 활용할 수도 있다. 에어부산 지분은 아시아나항공 44.2%, 부산시와 부산은행 등 지역기업 45.6%, 소액주주 10.2%다. 최근 지역 상공인들이 "에어부산을 HDC 그룹의 자회사로 격상시켜 달라"고 제안하기도 했다. 지배구조 상 지주사 행위제한 요건에 적용되는 에어부산 및 아시아나IDT 지분은 2년 안에 해소하면 되기 때문에 향후 전략적으로 선택하면 될 문제다.

아시아나항공 인수 후 HDC그룹 지배구조



자료: HDC, 아시아나항공, 키움증권

항공업 구조조정엔 1위 사업자로 발돋움 할 좋은 기회

여기에 더해 현재 항공업계 구도상 부동의 1위인 대한항공을 앞설 수 있는 절호의 기회이기도 하다. 또 다른 국적항공사인 대한항공은 조양호 전 한진그룹 회장이 타계한 후 경영 불확실성이 여전히 지속되고 있다. 2대주주인 KCGI와의 대치, 835%(6월말 별도 기준)에 달하는 높은 부채 비율, 오너일가의 상속 문제 등도 불안요인이다. 이런 상황에서 아시아나항공의 재무구조가 정상화 되고 안정적인 오너십으로 경영 정상화에 성공한다면 충분히 항공업 내 입지를 바꿔 놓을 수 있을 전망이다.

>>> 2. 범현대가와 항공업의 시너지 + 라이프스타일 플랫폼으로 거듭나는 HDC그룹

건설사와 시공사만의 시너지가 아니다!

동사가 아시아나항공 인수 후보로 언급된 이후 과연 건설사와 항공사 간의 시너지 효과가 있는지에 대해 시장은 크게 우려됐다. 조금 더 나아가 단순 건설업이 아니라 동사가 영위하고 있는 호텔, 레저, 면세점 등을 감안하더라도 시너지에 대한 의문은 지속됐다. 과연 그럴까?

일단 이번 아시아나항공 인수는 단순히 HDC그룹이 혹은 건설사가 항공사를 인수했다고 평하는 것은 부족한 표현이다. '범현대가'가 항공사를 품었다는 게 보다 이번 인수를 명확하게 표현하고 있다는 판단이다. 물론 HDC그룹 역시 시장에서 우려하는 것보다 시너지 효과가 크게 나타날 수 있다.

범(汎)현대가(家)가 육(현대자동차)·해(현대중공업)·공(아시아나항공)을 모두 품었다.

“범(汎)현대가(家)가 육(현대자동차)·해(현대중공업)·공(아시아나항공)을 모두 품었다.”

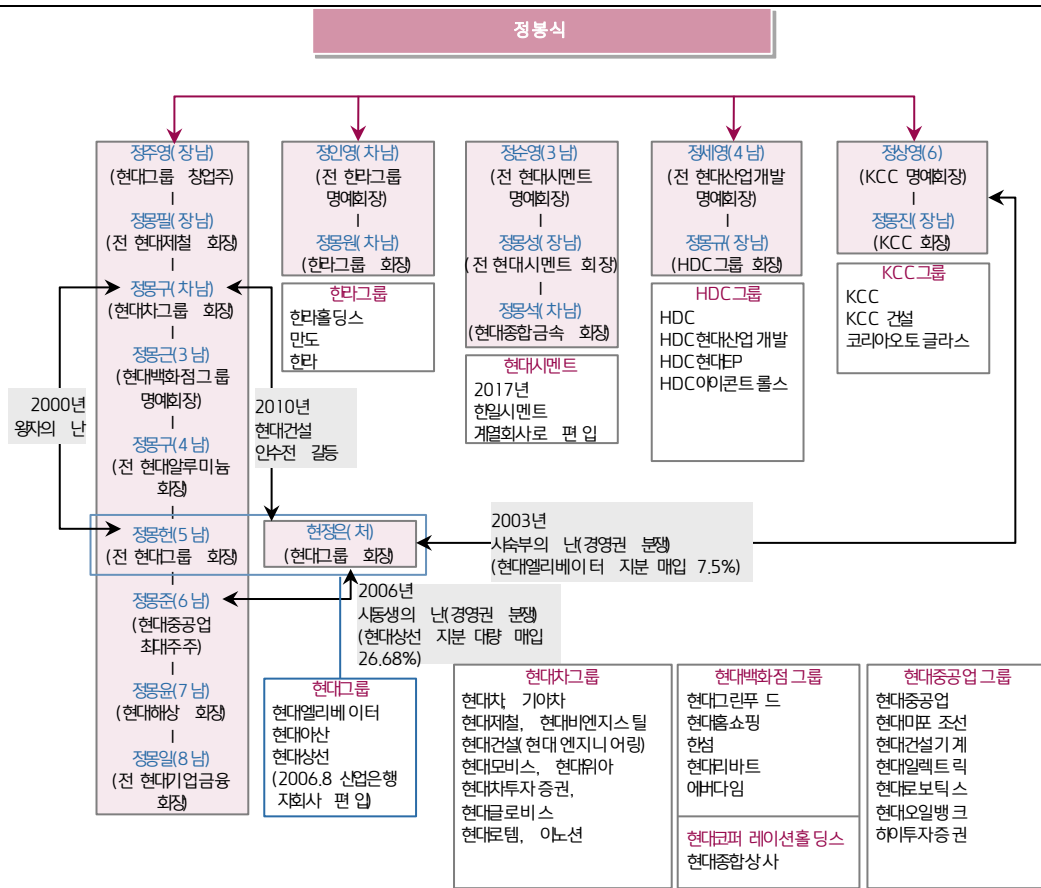
이번 인수가 명확하게 윤곽이 드러난 후 재계의 평가다. 왜 이런 평가가 나왔을까? 어느 재벌이 그렇듯이 2세, 3세를 거쳐오면서 다툼이 일어나기 마련이다. 현대가 역시 자유롭지 못했다. 주요 이슈들만 간단히 짚어보면, 1) 2000년 왕자의 난(현대차그룹-현대그룹), 2) 2003년 시숙부의 난(현대그룹-KCC), 3) 2006년 시동생의 난(현대그룹-현대중공업), 4) 2010년 현대건설 인수전 갈등(현대차그룹-현대그룹) 등이 있다. 실질적으로 동사는 현대차그룹 승계와 직접적인 연관이 있었음에도 불구하고 다툼과는 전혀 거리가 멀었다. 이러한 면이 이번 인수에서 범현대가의 전격적인 지원을 끌어낼 수 있었던 여러 요인 중 하나라고 유추해 볼 수 있다. 언론에 따르면, 범현대가엔 외부에 잘 알려지지 않은 '몽(夢)'자 돌림 모임이 있다. 현대가 1세대 아들들의 모임으로 아시아나항공의 여객 및 물류서비스를 적극적으로 이용하겠다는 뜻을 밝혔다고 한다.

실제 시너지 효과를 예상해보면, 1) 현대오일뱅크와는 항공유 사업을, 2) 현대백화점그룹과는 면세점 및 기내식 사업을, 3) 현대해상과는 항공기 보험 및 여행자 보험 사업을, 4) KCC 한라그룹 현대종합상사와는 물류 사업을, 5) 현대카드와는 마일리지 연계 카드 사업을, 6) 현대아산과는 대북사업 등을 기대할 수 있다. 장기적으로는 현대차와 플라잉카, 자율주행 등 모빌리티 협업도 기대된다. 여기에 범현대가 근무자들의 비즈니스 수요를 비롯해 오너일가의 의견 등 활용도도 높다. 더불어 직접적인 연관이 있는 범현대가의 경우 추가 SI로 지분투자도 기대해 볼 수 있다는 판단이다.

아시아나항공은 연간 2조원 가량의 항공유를 매입한다. 80% 정도는 SK에너지로부터 매입하고, 나머지 20%는 현대오일뱅크와 S-OIL로부터 매입한다. 이번 인수로 현대오일뱅크의 아시아나항공 항공유 공급률이 높아질 수 있다. 최근 면세점 사업을 공격적으로 전개하고 있는 현대백화점그룹과는 향후 중국 등 다양한 국가의 쇼핑객 확대를 위한 협업을 통해 기내 및 시내면세점 성장을 도모할 수 있다. 또한 규모 확대로 물품 구매 및 물류 효율화 작업에서의 시너지도 기대된다. 금강산 관광 등 대북사업을 하고 있는 현대아산과의 협력도 기대된다. 북한 관광길이 열리면 열악한 육로 인프라 탓에 항공 수요가 커질 가능성이 높다.

특히, 여러 시너지 중에서도 정몽규 회장이 동사의 강점인 '유통·서비스'가 아니라 '모빌리티'를 내세웠다는 점에 주목해야 된다. 모빌리티는 단순 탈 것이 아닌 흐름(통행)에 초점이 맞춰져 있다. 동사는 도로 인프라와 항만 인프라를 보유, 운영 중에 있다. 향후 플라잉카, 자율주행, 공유경제, 이커머스 등과 결합된 육·해·공 모빌리티 플랫폼의 주도권을 확보할 수 있는 유리한 위치를 선점했다고 볼 수 있다.

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



자료: 키움증권

라이프스타일 플랫폼으로 거듭나는 HDC그룹

범현대가와의 직간접적인 지원과 시너지를 제외하더라도, HDC그룹 내 시너지도 기대해 볼만 하다. 최근 동사는 호텔, 레저 사업을 확대하고 있으며, 아이파크몰로 대표되는 유통사업도 신규 출점을 검토하는 등 비건설분야 사업 확대를 지속적으로 검토 중이다. 특히 항공업은 면세점 사업과도 밀접하게 연결돼 있다. 향후 호텔 및 기내면세점 등을 활용한 면세점 사업 확장이 가능 하다. 최근에는 현대백화점이 두타면세점을 인수하면서 시내면세점 확대에 나서고 있어 범현대 가의 국내 면세점 입지 확장에 시너지 효과를 기대할 수 있을 전망이다. 기내면세점에서 시내면 세점까지 규모가 커지면서 구매 및 물류에서의 효율화 작업 효과도 기대된다. 이처럼 주요 사업 의 한 축인 유통 및 레저부문의 시너지 효과를 기대할 수 있다.

본업인 건설업과는 시너지가 없어 보이지만, 동사가 추구하는 디벨로퍼 관점에서는 다른 이야기 를 할 수 있다. 항공 마일리지를 호텔, 리조트, 면세점, 물 뿐만 아니라 임대주택, 상가, 아파트 등과 연계해 라이프스타일 플랫폼으로 거듭날 수 있다. 범현대가인 현대해상, 현대백화점, 현대 카드 등이 결합되면 더욱 파워풀하고 따라하기 힘든 라이프스타일 플랫폼이 탄생할 수 있다.

더불어 그룹사 시너지도 기대할 수 있다. 대표적으로 HDC아이콘트롤스와 아시아나IDT의 합병 내지 연합을 통해 항공 IT사업의 시너지를 극대화 할 수 있다. HDC아이콘트롤스가 아시아나IDT 지분을 매입할 경우 동사는 일부 투자자금 회수가 가능하다. 성장성과 수익성이 정체되어 있는 HDC아이콘트롤스에게도 매우 좋은 기회다. 전일 증가 기준으로 아시아나IDT 지분 매입에는 약 2,000억원이 필요하다. 현재 HDC아이콘트롤스의 경우 보유현금과 전일 증가기준 HDC 및 HDC현대산업개발의 보유 시장가치까지 더하면 1,300억원의 현금을 동원할 수 있다. 무차입으 로 외부 조달까지 감안하면 아시아나IDT 지분 매입은 어렵지 않을 전망이다.

그룹 상표권을 보유한 지주사 HDC의 경우 아시아나 앞에 HDC가 붙을 것으로 예상돼 대규모 로열티수익이 예상된다. 현재 그룹 전체의 매출 이상을 아시아나항공에서 기록하고 있기 때문에 비용 없는 매출인 로열티수익은 지주회사 자체 수익성 개선에 큰 도움이 될 전망이다.

HDC그룹 체계도



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

>>> 3. 본격적인 개발사업을 위한 현금흐름에 문제는 없다!

직접적인 현금투입에 의존하기보다 다양한 인수자금조달 방식 활용할 전망

동사의 탄탄한 재구조 상 아시아나항공 인수에 있어 재무적 여력은 우려할 사항이 아니라고 하더라도, 내년부터 본격적으로 시작될 개발사업에는 영향을 줄 것이라는 전망도 상당수 있다. 내년 예정된 개발사업을 위해 필요한 현금흐름이 약 1조원으로 추정되기 때문이다. 이러한 전망은 인수자금 중 상당부분이 보유 현금으로 조달될 것이라는 전제를 바탕으로 하고 있다.

하지만, 앞서 살펴본 것처럼, 1) 범현대가의 지분투자 가능성, 2) 지주사인 HDC를 비롯한 계열사 지원, 3) 외부자금 조달 등을 감안하면 동사의 직접적인 현금 투입은 예상보다 크지 않을 수 있다. 동사와 미래에셋대우 간 투자 비율이 컨소시엄 초기 7:3에서 최근 8:2로 조정되고, 본입찰 직전 컨소시엄 파기까지도 고려했다는 뉴스를 통해 생각해보면, 자금조달 구조가 자체 현금에 의존하기보다는 다양한 방식을 활용했을 가능성이 높다. 언론에 보도된 동사의 4조 자금증빙 내역을 보면, 현대산업개발 자체 보유현금 1조 6,315억원, 지주사 HDC 보유현금 3,323억원, 회사채 발행 투자확약서(LOC) 5,000억원, 인수금융 등 시장성 차입금 등으로 1조원 이상 등이다. 지주사의 자금 지원이 예상되며, 앞서 언급한대로 만약 에어부산과 아시아나IDT를 외부에 매각하게 되면 초기 투자자금의 일부를 조기에 회수할 수도 있다.

동사는 여전히 단독으로도 인수가능한 구조임을 강조하고 있다. 미래에셋대우를 F로 국한시키고 아시아나항공의 경영권을 확보하기 위한 방편이겠지만, 그만큼 회사 자체적인 재무구조에 대한 자신감이 엿보인다는 판단이다.

HDC현대산업개발의 신용등급 변동 트리거

한국신용평가	진행주택 현장의 합산 분양률 80% 미만
	영업실적 변동성을 흡수할 수 있는 재무안정성의 약화 (조정 순차입금+조정 PF1)/EBITDA(3년 평균) 배수 4배 초과
한국기업평가	계열 전반의 재무안정성이 주택시장 둔화 등의 영향으로 저하
	(합산기준)EBIT/매출액 6.0% 미만 또는 부채비율 200%초과 상태 지속

자료: 언론정리, 키움증권

본격적인 개발사업을 통해 현금유입과 실적개선 등 내년부터는 본업도 본궤도에 오를 전망

한국신용평가는 동사에 대해 아시아나항공 인수로 일시적으로 현금 유동성이 줄고 차입금이 급격히 증가할 수 있다는 판단에, 지주사인 HDC에 대해서는 이번 인수건의 자금 조달 구조상 지주사의 역할에 따라 자체 재무 부담이 큰 폭으로 증가하는 경우 신용등급 검토가 필요하다는 판단 하에, 동사와 지주사 HDC를 신용등급 하향 검토 대상에 올렸다. 나이스신용평가도 지난 14일 동사의 재무 안정성 저하가 불가피하다면서 장단기 신용등급 하향 검토 대상에 올렸다. 하지만 동사의 경우 앞서 충분히 재무구조에 문제가 크지 않을 것임을 여러가지 이유로 기술했다. 지주사인 HDC는 삼양식품 매각을 통해 현금성자산 약 2,200억원을 보유 중이며, 무차입 상태로 일부 자금지원이 진행되더라도 재무상 리스크는 낮으며, 매년 큰 규모의 로열티 수익이 유입될 것으로 예상돼 재무 안정성이 저하될 가능성은 높지 않다는 판단이다.

더불어 2015년부터 시작된 주택시장 호황으로 기존 PF가 과거와 달리 크게 감소해, 향후 PF 사업 확장에 있어 부담도 크지 않다. 따라서 광운대 등 대규모 사업장에는 PF 등 외부자금이 활용될 것으로 전망되며, 활용되더라도 동사의 현금흐름에 크게 부담되는 규모는 아닐 것으로 추정된다. 내년부터 시작될 대표적인 개발사업은 1) 의정부 주상복합, 2) 인천도시개발, 3) 광주 직동 물류센터, 4) 광운대 역세권 개발 등으로 2022년부터는 대규모 현금 유입과 실적개선이 가능해 동사의 재무건전성은 아시아나항공 인수 후에도 안정적으로 유지될 전망이다.

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	13,200
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%

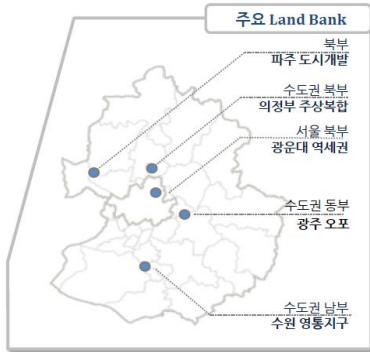
자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 주요 개발사업 현황

프로젝트	사업시기	사업비	토지소유	지분출자	용지매입	면적	사업내용
의정부 주상복합	2020년 상반기	4,217억원	현대산업	X	O (라과디아 미군기지 이전 부지)	* 대지면적 6,437평 * 연면적 60,571평	* B3~49F 아파트 856세대, 오피스텔 387세대 * 판매시설 2,686평
인천 용현/학익 도시개발	2019년 하반기 ('20.6부터 순차적 분양예정)	2.3조원	사업시행자 DCRE + 추가 매입	O	협의중	* 대지면적 467,905평 * 사업용지 142,161평 * 연면적 573,518평	* 2019년 4월 우선협상대상자 선정 (현산-현건-포스코건설 컨소시엄) * 2019년 10월 도급계약체결 예정 * 아파트/오피스텔 11,821세대 시공 (총 2단계, 5차 사업 단계별 진행), 부지조성, 사업비 대여. 사업추진총괄 PM
인천신항 배후단지 1 단계 2 구역 개발	2020년 9월	총 투자비 1,588억원	대토/대행개발	O	O 취득예정 토지 약 4.5만평 (변동 가능)	* 부지조성 공사 285,140평 (복합물류시설 15만평, 업무-편의시설 5만평, 공공시설 9만평)	* 항만법에 따른 항만 배후단지 개발사업 * 28.5만평 부지조성(복합물류시설, 업무 편의시설, 공공시설 조성 목적) * 부지조성 공사 후 토지 취득 (대토/대행개발 형태)
용산역 전면 공원 지하 개발	2020년	970억원	코레일	O	X	* 대지면적 4,000평 * 연면적 6,808평	* B2~1F 공원 부대시설 (상가 2,600평, 주차장 등) * BTO 방식(30년 운영권(+30년))
수영만	2020년	2,245억원	부산시	X	X	* 대지면적 70,941평 (육상 43,038평, 해상 27,903평) * 연면적 18,687평	* BTO 방식 * 건축물 공동 소유 * 동사는 리조트 운영
광주 직동 물류센터	2020년 하반기	1조 1,849억원 (토목 0.11조원 건축 0.6조원)	현대산업	X	O (토지협상 진행 중)	* 대지면적 19.3만평 * 연면적 14.5만평	* 물류창고 7개동 시공 * 위탁운영에 따른 임대수익
광운대 역세권 개발	2020년 말	* 주택분양 1.7조원 * 상업시설 0.2조원	현대산업	X	O (토지대 6,100억원)	* 대지면적 45,092평 * 주거용지 22,811평 * 분양면적 90,430평 * 용적률 400%	* 아파트 B2~49F 약 3,000세대 분양 * 상업용지 개발/운영/매각 (상업용지 5,702평) * HDC아이파크몰 입점 검토
용산 철도병원 부지 개발	2021년 4월	4,385억원	현대산업	O	O	* 대지면적 3,314평 * 연면적 19,437평 * 용적률 400%	* B4~37F APT 200세대, 오피스텔 168세대 분양 * 상업시설 3,845평 개발/운영/매각
강동 이케아 개발	2021년 하반기						* IKEA코리아-JK미래 컨소시엄 우선협상대상자 선정 * 시공 및 마스터리스
광명동굴 주변 도시개발사업	2022년 하반기	6,316억원				* 부지조성공사 17만평	* 2020년 상반기 사업협약 체결 예상 * 부지조성 후 2차 사업 추진 예정: APT 분양, 부대시설 개발/운영 위탁관리
파주 서패동 도시개발 사업	미정 (인허가 필요)	2.3조원 (주택분양 1.7조원)	현대산업	X	O	* 대지면적 147,549평 * 연면적 151,762평	* 평당 100만원 매입 * 상업시설 자체운영 검토
파주 희망프로젝트	검토 중	1,900억원	LH	X	일부 매입 검토	* 대지면적 15.2만평	* 공사수행 * 주거+물류+상업시설
통영 LNG 터미널		1.4조원					* 대법원 최종 승소 판결 * 구매-공급-운영 모든 사업
삼성동 부지 개발							* 상업시설 운영 * GBC 연계 아니면 개발하기에는 좁은 부지

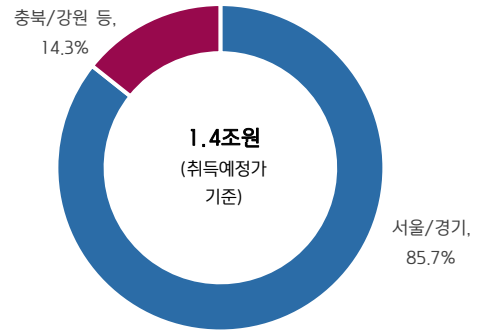
자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 주요 개발 사업 용지 현황



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 보유용지 잔고



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 Major Projects



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 라과디아 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
- * 면적: 대지면적 6,437평(연면적 60,571평)
- * 사업내용: B3~49F 아파트 856세대, 오피스텔 387세대, 판매시설 2,686평
- * 사업 추진 일정: 2016년 토지 매입 → 2019년 8월 지구단위계획 변경 → 2020년 상반기 착공/분양



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 인천 용현·학익 도시개발

- * 인천 학익역 인근 대규모 도시개발사업으로, 기존 공장지대를 도시로 개발하여 지역 여건의 혁신적 개선 기대
- * 당사의 개발·시공 역량 활용하여 사업 시행자 (DCRE)와 시행 Risk를 공동 부담하고, 향후 6년 동안 수도권 내 안정적 공급물량 확보
- * 면적: 총 대지면적 467,905평 - 사업용지 142,161평(연면적 573,518평)
- * 사업내용: 아파트/오피스텔 11,821세대 시공(총 2단계, 5차 사업 단계별 진행), 부지 조성, 사업비 대여. 사업추진 총괄 PM
- * 사업 추진 일정: 2019년 4월 우선협상대상자 선정(HDC현대산업개발+현대건설+포스코건설 컨소시엄) → 2019년 10월 도급계약체결 예정
→ 2020년 6월부터 순차적으로 분양 예정



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

사업시행자	← 도급공사* 도급계약 공사비지급 →			← PM계약 대여금상환 수수료 지급 →			시공·PM사
	사업비 대여	PM계약	대여금상환	수수료 지급			
	'19년	'20년	'21년	'22년	'23년	'24년	'25년
부지조성	←—————→						
1차 사업 APT 2,430 세대 OT 1,092 실	←—————→						
2차 APT 569 OT 440	←—————→						
3차 APT 708	←—————→						
부지조성	←—————→						
4차 APT 3,244	←—————→						
5차 APT 3,388	←—————→						

HDC현대산업개발 인천신항 배후단지 1단계 2구역 개발

- * 민간자본 투입하여 인천신항 배후단지 조성 후 고부가가치 물류·제조기업 등에 공급, 항만 활성화에 기여
- * 당사 출자·금융 조달·시공 후, 토지를 취득하는 대토/대행개발 형태
- * 면적: 부지조성 공사 285,140평(복합물류시설 15만평, 업무·편의시설 5만평, 공공시설 9만평), 취득예정 토지 약 4.5만평(추후 변동 가능)
- * 사업내용: 항만법에 따른 항만 배후단지 개발사업, 부지조성 공사 후 토지 취득(대토/대행개발 형태)
- * 사업 추진 일정: 2018년 6월 당사 사업제안 → 2019년 7월 우선협상대상자 선정 → 2019년 12월 실시협약 및 금융약정 체결 예정
→ 2020년 9월 착공 예정



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 용산역 전면 공원 지하 개발

- * 용산구 공모 민간투자사업(BTO)으로 건설 완료 후 관리운영(30년) 예정
- * 지상은 문화공원이 조성되어 용산파크웨이와 연결, 지하로는 지하철역(신분당선, 4호선)과 용산역 주변 건물 연결
- * I PARK Mall 상권 확장 및 용산을 HDC현대산업개발의 거점타운으로 개발하기 위한 사업
- * 면적: 대지면적 4,000평(연면적 6,808평)
- * 사업내용: B2~1F 공원 부대시설(상가 2,600평, 주차장 등), 건설기간 3년, 운영기간 30년
- * 사업 추진 일정: 2018년 3월 우선협상 대상자 선정 → 2018년 12월 사업협약 체결 → 2019년 12월 착공



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 광운대 역세권 개발

- * 코레일의 철도시설 이전에 따른 공모 매각에 당사가 사업 신청서 제출하여 사업협약 및 토지매매계약 체결
- * 공공기관 이적지·유휴부지를 활용한 도심지 복합개발 사업
- * 향후 교통여건 개선(GTX C노선 등)을 통해 서울 동북권 거점 지역으로 발전 예상
- * 사업부지 내 상업용지 활용하여 아파트·오피스·복합상업시설 개발 예정
- * 면적: 대지면적 45,092평, 주거용지 22,811평(분양면적 90,430평, 용적률 400%)
- * 사업내용: 아파트 B2~49F 약 3,000세대 분양, 상업용지 5,702평 개발/운영/매각
- * 토지대 납부일정: 2017년 12월 선금 500억원 → 2019년 10월 중도금 500억원 → 2020년 하반기 잔금 5,100억원
- * 사업 추진 일정: 2019년 5월 국제 마스터플랜 공모 → 2019년 12월 서울시와 사전협상(개발 마스터플랜, 공공기여방안, 임대주택 도입여부 등) → 2020년 10월 지구단위계획 결정고시 및 건축허가 → 2020년 말 착공/분양 예정



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 용산 철도병원 부지 개발

- * 코레일 소유 종합의료시설 부지 매각 공모 참여 후 수주
- * 광역교통 접근성(KTX, 지하철), 용산 정비구역과의 인접성 감안, 향후 사업지 가치 상승 기대
- * 면적: 대지면적 3,314평 (연면적 19,437평, 용적률 400%)
- * 사업내용: 舊 철도병원 부지 개발, B4~37F APT 200세대, 오피스텔 168세대 분양, 상업시설 3,845평 개발/운영/매각
- * 사업 추진 일정: 2019년 4월 우선협상대상자 선정 완료 → 2019년 8월 코레일 사업협약 체결 및 토지매매계약 체결 → 2020년 9월 도시관리계획 변경(2중주거 → 준주거) → 2021년 4월 착공/분양 예정



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)
- * 사업 추진 일정: 2003년~ 105,460평 토지매매계약 → 2019년 잔여 사유지 매입 → 2019년 하반기 사업계획 승인 → 2020년 상반기 분양 예정



자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액		8,255	9,395	10,277	8,810	14,492	8,710	8,993	27,927	41,004	38,753
주택(자체)		4,460	530	70	1,830	5,860	550	761	8,200	9,001	8,767
주택(외주)		6,730	7,010	8,130	5,760	7,280	6,840	6,750	27,820	26,630	24,354
토목		630	540	700	410	390	600	675	2,510	2,075	2,271
건축		860	940	1,040	420	500	210	331	3,550	1,461	1,549
해외					50	130	130	134		444	454
기타		390	376	337	342	333	360	342	1,454	1,377	1,358
매출원가율		84.0	82.8	85.3	82.8	82.9	83.9	85.2	84.2	83.6	83.4
별도		84.0	82.8	85.3	83.3	83.2	84.5	85.2	84.2	83.9	83.4
주택(자체)		73.6	69.9	2.0	68.6	71.3	83.6	81.2	75.3	72.3	73.1
주택(외주)		86.1	79.2	81.4	84.0	90.7	81.9	83.3	82.3	85.1	84.3
토목		94.4	92.5	94.9	92.5	127.7	81.5	95.1	94.3	96.8	94.5
건축		104.7	113.9	112.9	109.9	59.5	156.0	101.3	109.6	97.3	98.2
해외					93.3	92.4	93.1	92.8		92.8	93.3
기타		107.1	76.1	91.1	104.7	109.8	94.6	94.1	94.1	100.7	95.7
매출총이익률(%)		16.5	17.2	14.7	17.2	17.1	16.1	14.8	16.1	16.4	16.6
영업이익		997	1,189	993	1,015	1,958	940	801	3,179	4,714	4,369
영업이익률(%)		12.1	12.7	9.7	11.5	13.5	10.8	8.9	11.4	11.5	11.3
세전이익		1,014	1,147	1,087	1,127	2,026	1,020	891	3,248	5,063	4,795
순이익		766	855	678	856	1,507	760	663	2,299	3,786	3,594

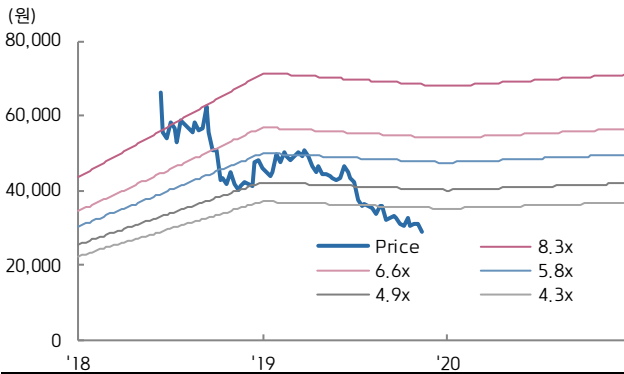
자료: DataGuide, HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 아파트 자체현장 현황 (단위: 억원)

분양 년도	사업장명	착공일자	준공일자	세대수	계약 도급금액	계약잔고	회계기준
2015	속초 아이파크	2015.11	2018.01	687	1,680		
	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		
	청주 가경1차 아이파크	2016.12	2019.04	905	2,528		
	영통 아이파크 캐슬	2016.12	2019.03	1,070	4,424		
2017	청주 가경2차 아이파크	2017.12	2020.05	664	2,024	2,024	인도기준
2019	대전 아이파크 시티	2019.04	2021.11	2,560	7,290	6,743	진행기준(3Q 7.5%)

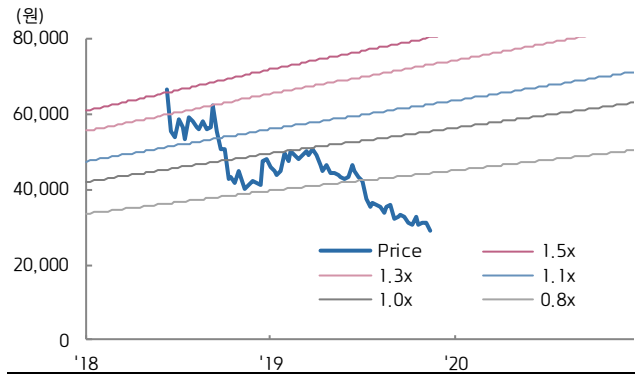
자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 PER band chart



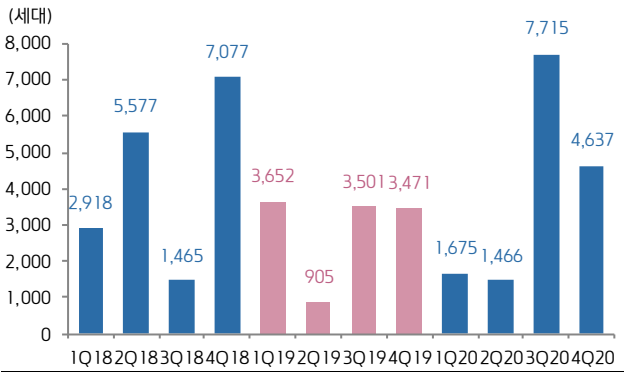
자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 PBR band chart



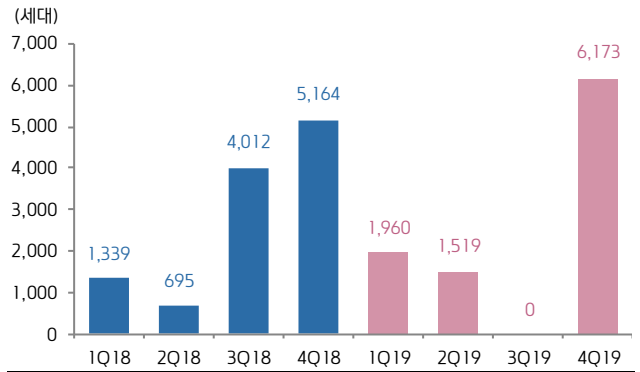
자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 분기별 아파트 입주 물량 추이



자료: Reps, HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 분기별 신규 아파트 공급 추이



자료: Reps, HDC현대산업개발, 키움증권

HDC현대산업개발 2019년 주택공급 계획

시기	사업지명	지역	세대수	사업유형
3월	대전 IPARK CITY (도안2-1)	대전시 서구	2,560	자체(준)
5월	일산 2차 아이파크	경기도 고양시	214	민간임대
5월	광주 화정 아이파크	광주시 서구	847	일반도급
상반기(완료)			3,621	
10월	역삼 센트럴 아이파크	서울시 강남구	138	도시재생
	전주 태평1구역	전주시 완산구	1,309	도시재생
11월	속초 2차	강원도 속초시	582	일반도급
	당진 읍내동	충청남도 당진	426	일반도급
	영통아이파크캐슬 2차	경기도 수원시	399	자체(준)
	청주 가경 IPARK 4단지	충청북도 청주시	209	자체
12월	광주 계림2구역	광주시 동구	862	도시재생
	부산 거제 2구역	부산시 연제구	1,272	도시재생
하반기(예정)			5,197	
연간 (자체 3,168 / 도급 1,855 / 도시재생 3,581 / 민간임대 214세대)			8,818	

자료: HDC현대산업개발, 키움증권

HDC그룹 2019년 신규 주택공급 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
현대산업	3	대전 아이파크 시티	광역시	1,960	1,433	74.52:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	5	광주 화정 IPARK	광역시	705	433	67.58:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	9	역삼 센트럴 IPARK	서울	138	138	65.04:1	전 타입 1순위 청약 마감
현대산업	11	전주 태평 IPARK	지방	1,045	853	18.22:1	전 타입 1순위 청약 마감

자료: APT2you, HDC그룹, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액		27,927	41,004	38,753	40,402
매출원가		23,438	34,282	32,329	33,749
매출총이익		4,489	6,722	6,423	6,652
판매비및일반관리비		1,310	2,008	2,054	2,141
영업이익(보고)		3,179	4,714	4,369	4,511
영업이익(핵심)		3,179	4,714	4,369	4,511
영업외손익		69	350	425	506
이자수익		276	531	613	694
배당금수익		0	3	2	3
외환이익		17	74	141	141
이자비용		134	184	184	184
외환손실		7	8	8	8
관계기업지분법손익		0	0	0	0
투자및기타자산처분손익		0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익		0	-2	-1	-1
기타		-83	-65	-138	-139
법인세차감전이익		3,248	5,063	4,795	5,017
법인세비용		949	1,278	1,201	1,250
유효법인세율 (%)		29.2%	25.2%	25.0%	24.9%
당기순이익		2,299	3,786	3,594	3,767
지배주주지분순이익(억원)		2,299	3,786	3,594	3,767
EBITDA		3,265	4,942	4,620	4,771
현금순이익(Cash Earnings)		2,385	4,014	3,844	4,027
수정당기순이익		2,298	3,787	3,595	3,768
증감율(% , YoY)					
매출액		N/A	46.8	-5.5	4.3
영업이익(보고)		N/A	48.3	-7.3	3.2
영업이익(핵심)		N/A	48.3	-7.3	3.2
EBITDA		N/A	51.4	-6.5	3.3
지배주주지분 당기순이익		N/A	64.7	-5.1	4.8
EPS		N/A	64.7	-5.1	4.8
수정순이익		N/A	64.8	-5.1	4.8

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산		38,395	34,967	38,252	42,196
현금및현금성자산		13,526	14,563	16,340	18,721
유동금융자산		2,252	5,439	5,690	6,107
매출채권및유동채권		10,190	8,757	8,978	9,551
채고자산		7,752	1,719	2,363	2,502
기타유동비금융자산		4,675	4,489	4,880	5,316
비유동자산		10,238	10,021	10,236	10,486
장기매출채권및기타비유동채권		25	11	16	24
투자자산		1,209	1,145	1,171	1,194
유형자산		3,961	3,848	3,681	3,505
무형자산		61	64	64	64
기타비유동자산		4,982	4,953	5,305	5,699
자산총계		48,634	44,988	48,488	52,681
유동부채		24,448	17,703	18,169	19,313
매입채무및기타유동채무		16,091	10,555	10,822	11,745
단기차입금		2,073	2,073	2,073	2,073
유동성장기차입금		4	4	4	4
기타유동부채		6,280	5,070	5,270	5,490
비유동부채		5,742	5,512	5,610	5,553
장기매입채무및비유동채무		0	0	0	0
사채및장기차입금		3,539	3,609	3,609	3,609
기타비유동부채		2,203	1,903	2,001	1,944
부채총계		30,190	23,215	23,780	24,866
자본금		2,197	2,197	2,197	2,197
주식발행초과금		13,926	13,926	13,926	13,926
이익잉여금		2,293	5,637	8,572	11,680
기타자본		28	14	14	14
지배주주지분자본총계		18,444	21,773	24,708	27,816
비지배주주지분자본총계		0	0	0	0
자본총계		18,444	21,773	24,708	27,816
순차입금		-6,262	-7,227	-9,005	-11,385
총차입금		7,264	7,336	7,336	7,336

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름		4,546	4,814	3,143	3,951
당기순이익		3,248	4,575	3,594	3,767
감가상각비		83	223	244	254
무형자산상각비		3	6	6	6
외환손익		-15	-70	-134	-134
자산처분손익		0	0	0	0
지분법손익		0	0	0	0
영업활동자산부채 증감		598	-334	-1,040	-421
기타		630	413	472	479
투자활동현금흐름		-1,750	-3,296	-706	-912
투자자산의 처분		-1,687	-3,126	-276	-441
유형자산의 처분		0	0	0	0
유형자산의 취득		-59	-68	-78	-78
무형자산의 처분		-1	-6	-3	-5
기타		-3	-97	-352	-393
재무활동현금흐름		283	-482	-659	-659
단기차입금의 증가		-1,304	0	0	0
장기차입금의 증가		1,595	-42	0	0
자본의 증가		0	0	0	0
배당금지급		0	-439	-659	-659
기타		-7	0	0	0
현금및현금성자산의순증가		3,080	1,036	1,778	2,380
기초현금및현금성자산		10,446	13,526	14,563	16,340
기말현금및현금성자산		13,526	14,563	16,340	18,721
Gross Cash Flow		4,074	5,812	4,694	4,843
Op Free Cash Flow		2,874	3,345	2,405	3,144

자료: DataGuide, HDC현대산업개발, 키움증권

투자지표

(단위: 원, %, %)

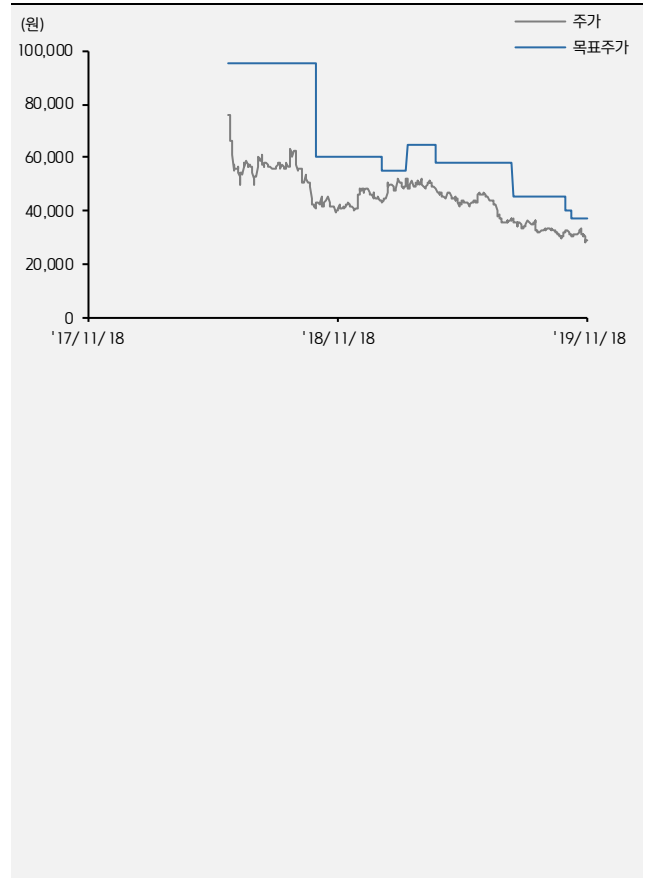
12월 결산, IFRS 연결	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS		5,231	8,616	8,180	8,572
BPS		41,993	49,571	56,250	63,323
주당EBITDA		7,432	11,249	10,515	10,859
CFPS		10,347	10,955	7,153	8,993
DPS		500	1,000	1,000	1,100
주가배수(배)					
PER		9.2	3.3	3.5	3.4
PBR		1.1	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA		4.6	1.1	0.8	0.3
PCFR		8.9	3.2	3.3	3.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)		11.4	11.5	11.3	11.2
영업이익률(핵심)		11.4	11.5	11.3	11.2
EBITDA margin		11.7	12.1	11.9	11.8
순이익률		8.2	9.2	9.3	9.3
자기자본이익률(ROE)		12.5	18.8	15.5	14.3
투자자본이익률(ROIC)		37.9	64.9	62.7	62.1
안정성(%)					
부채비율		163.7	106.6	96.2	89.4
순차입금비율		-34.0	-33.2	-36.4	-40.9
이자보상배율(배)		23.6	25.7	23.7	24.5
활동성(배)					
매출채권회전율		2.7	4.3	4.4	4.4
채고자산회전율		3.6	8.7	19.0	16.6
매입채무회전율		1.7	3.1	3.6	3.6

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
HDC현대산업개발 (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	-23.49	-19.85
	2019/04/10	Outperform (Downgrade)	58,000원	6개월	-20.62	-16.90
	2019/04/29	Outperform (Maintain)	58,000원	6개월	-25.21	-16.90
	2019/07/23	Outperform (Maintain)	58,000원	6개월	-26.07	-16.90
	2019/07/31	Outperform (Maintain)	45,000원	6개월	-20.91	-17.22
	2019/08/13	Outperform (Maintain)	45,000원	6개월	-22.04	-17.22
	2019/08/28	Outperform (Maintain)	45,000원	6개월	-24.46	-17.22
	2019/10/04	Outperform (Maintain)	45,000원	6개월	-25.55	-17.22
	2019/10/16	Outperform (Maintain)	40,000원	6개월	-19.81	-18.38
	2019/10/25	Outperform (Maintain)	37,000원	6개월	-16.23	-9.46
	2019/11/18	Buy(Upgrade)	37,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이



Compliance Notice

- 당사는 11월 15일 현재 'HDC현대산업개발' 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.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 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 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%