2019년 11월 13일 I Equity Research

HDC현대산업개발 (294870)

아시아나 인수 시 기업가치 변화 커질 것

HDC현대산업개발, 아시아나항공 우선협상대상자 선정

HDC현대산업개발이 아시아나항공의 금호산업 지분 우선협상대상자로 선정되었다. 금호산업의 지분인수에 약 4천억, 추가적으로 아시아나의 재무개선에 약 2조원이 투입될 계획이고, 인수 성공 시 지분율을 고려할 때 아시아나항공이 연결대상 종속기업이 될 것이다. 이는 현 HDC현대산업의 자본구조와 손익구조, BM에 가장 큰 변화와도 같다.

자회사 분할매각 이슈는 작은 파도

HDC-HDC현대산업-아시아나항공-에어부산/아시아나IDT 등의 지분구조 속에서 지주사인 HDC기준, 에어부산/아시아나IDT가 종손자회사라 지분 100%의 필요가 있어, HDC현대산업은 아시아나의 자회사를 매각 할 가능성이 높다. 제3자 매각 시 일정 현금의 환입도 기대되지만, IDT의 경우 필수불가결한 회사이고, 에어부산의 경우는 '부산'을 향한 HDC그룹의 적극적 스탠스를 볼 때 제3자 매각보다는 HDC향으로 매각할 가능성도 있다고 보여진다. 때문에 자회사 매각은 제3자 향 매각이든 HDC로의 지주사향 매각이든 중요한 이슈는 아니다. 핵심은 아시아나항공이기 때문이다.

합병이 최종 마무리되어야 적절한 투자의견 제시 가능할 것

합병이 마무리되고 연결재무제표나 실적추정이 가능한 시점까지 불확실성이 남아있다. 동시에 이번 인수로 인해 부동산개발업을 BM으로 하는 HDC현대산업에 대한 실적추정과 밸류에이션이 사실상 큰 의미가 없게 되었다. 이제는 자본 2조/자산 4.5조의 부동산기업으로 매년 약 영업이익 0.5조 이상을 낼 수 있는 별도기업이 아니라, 자산 11조/부채 9.6조원의 아시아나를 연결로 잡는 항공산업+부동산업이라는 복합기업으로 거듭났기 때문이다. 또 아시아나 인수과정에서의 상각이나 대손 등의 추가적 불확실성도 존재한다. 주가 역시 이런 불확실성을 반영하여 약세 흐름이 예상된다. 향후, 연결대상 업황/손익/실적/재무구조 등의 추정이 가능해지는 시점에 HDC현대산업에 대한 새로운 투자의견을 제시할 수 있을 것이다.

Update

BUY

I TP(12M): 49,000원 I CP(11월 12일): 31,100원

Key Data

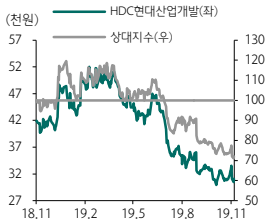
KOSPI 지수 (pt)	2,140.92
52주 최고/최저(원)	52,100/29,950
시가총액(십억원)	1,366.5
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	43,938.2
60일 평균 거래량(천주)	237.1
60일 평균 거래대금(십억원)	7.7
18년 배당금(예상,원)	1,500
18년 배당수익률(예상,%)	4.82
외국인지분율(%)	34.02
주요주주 지분율(%)	
HDC 외 9 인	38.46
국민연금	11.67

주가상승률	1M	6M	12M
절대	1.5	(30.0)	(25.0)
상대	(3.1)	(31.1)	(27.1)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	4,140.7	4,023.8
영업이익(십억원)	481.4	437.1
순이익(십억원)	380.3	343.3
EPS(원)	8,705	7,890
BPS(원)	50,042	56,887

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	N/A	2,792.7	4,185.0	4,413.7	4,634.4
영업이익	십억원	N/A	317.9	515.7	509.9	535.3
세전이익	십억원	N/A	324.8	557.9	557.9	571.4
순이익	십억원	N/A	229.9	421.8	422.9	423.2
EPS	원	N/A	7,825	9,599	9,624	9,631
증감률	%	N/A	N/A	22.7	0.3	0.1
PER	배	N/A	6.16	3.24	3.23	3.23
PBR	배	N/A	1.15	0.60	0.54	0.50
EV/EBITDA	배	N/A	3.90	1.02	0.79	0.40
ROE	%	N/A	12.46	20.52	17.71	16.09
BPS	원	N/A	41,993	51,591	57,119	62,653
DPS	원	N/A	500	1,500	1,500	1,500

건설/건자재 Analyst 채상욱
02-3771-7269
swchae@hanafn.com

RA 이승희
02-3771-3673
shlee95@hanafn.com

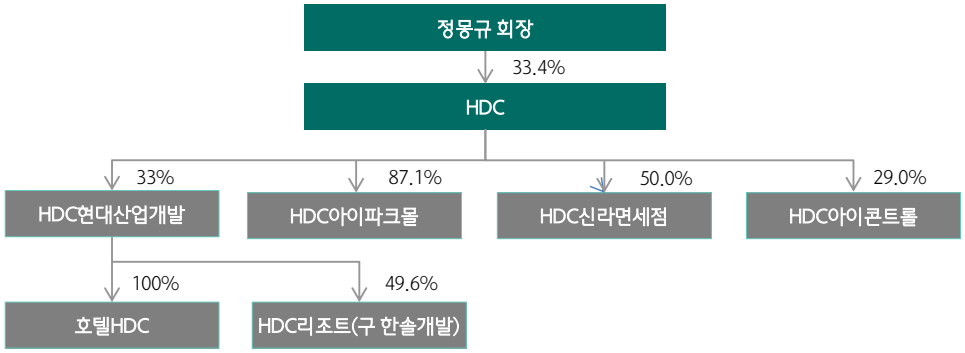
하나금융투자

HDC현대산업개발, 아시아나항공 우선협상대상자 선정

HDC현대산업개발이 아시아나항공의 금호산업 지분 우선협상대상자로 선정되었다. 금호산업의 지분인수에 약 4천억, 추가적으로 아시아나의 재무개선에 약 2조원이 투입될 계획이고, 인수 성공 시 지분율을 고려할 때 아시아나항공이 연결대상 종속기업이 될 것이다. 이는 현 HDC현대산업의 자본구조와 손익구조, BM에 가장 큰 변화와도 같다.

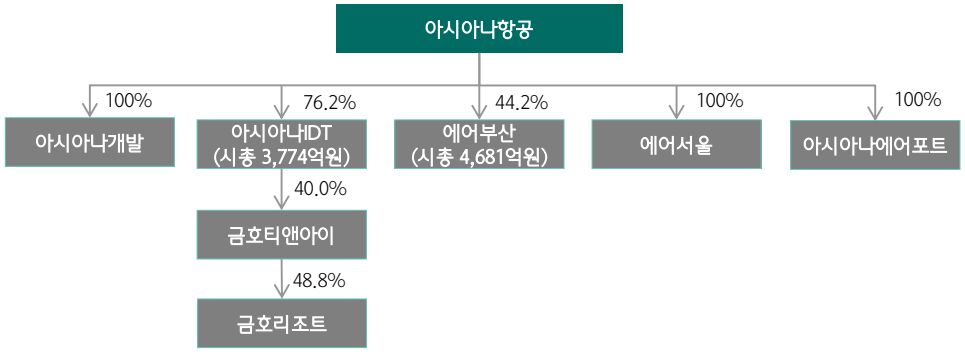
합병이 마무리되고 연결재무제표나 실적추정이 가능한 시점까지 불확실성이 남아있다. 동시에 이번 인수로 인해 부동산개발업을 BM으로 하는 HDC현대산업에 대한 실적추정과 밸류에이션이 사실상 큰 의미가 없게 되었다. 이제는 자본 2조/자산 4.5조의 부동산기업으로 매년 약 영업이익 0.5조 이상을 낼 수 있는 별도기업이 아니라, 자산 11조/부채 9.6조원의 아시아나를 연결로 잡는 항공산업+부동산업이라는 복합기업으로 거듭났기 때문이다.

그림 1. HDC현대산업개발 지분구조



자료: 하나금융투자

그림 2. 아시아나항공 지분구조

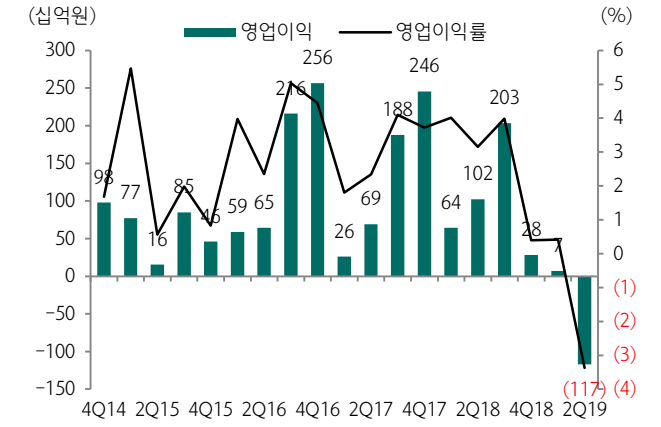


자료: 하나금융투자

자회사 분할매각 이슈는 작은파도

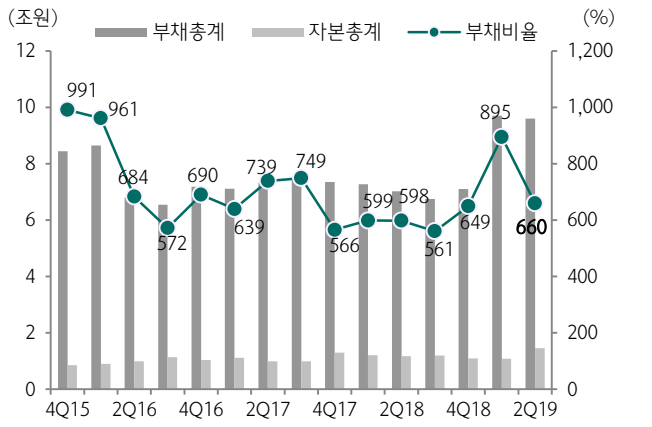
HDC-HDC현대산업-아시아나항공-에어부산/아시아나IDT 등의 지분구조 속에서 지주사인 HDC기준, 에어부산/아시아나IDT가 종손자회사라 지분 100%의 필요가 있어, HDC현대산업은 아시아나의 자회사를 매각 할 가능성이 높다. 제3자 매각 시 일정 현금의 환입도 기대되지만, IDT의 경우 필수불가결한 회사이고, 에어부산의 경우는 '부산'을 향한 HDC그룹의 적극적 스탠스를 볼 때 제3자 매각보다는 HDC향으로 매각할 가능성도 있다고 보여진다. 때문에 자회사 매각은 제3자 향 매각이든 HDC로의 지주사향 매각이든 중요한 이슈는 아니다. 핵심은 아시아나항공이기 때문이다.

그림 3. 아시아나항공 영업이익 및 영업이익률 추이



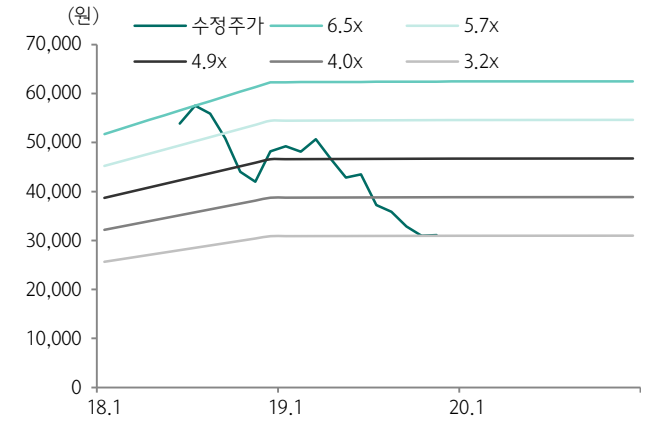
자료: DART, 하나금융투자

그림 4. 아시아나항공 부채총계 및 자본총계, 부채비율 추이



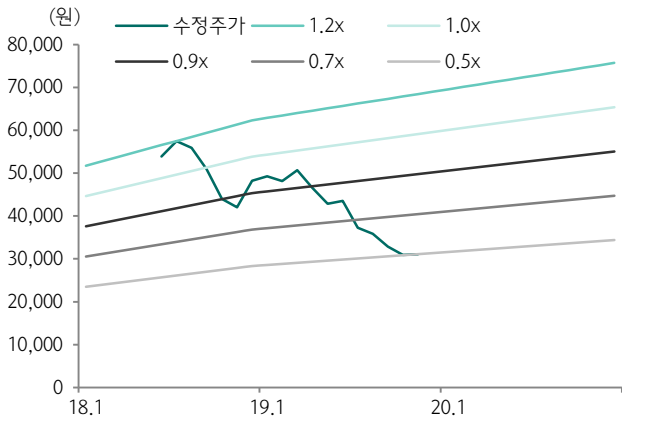
자료: DART, 하나금융투자

그림 5. HDC현대산업개발 12M Fwd PER밴드



자료: 하나금융투자

그림 6. HDC현대산업개발 12M Fwd PBR밴드



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	**N/A**	**2,792.7**	**4,185.0**	**4,413.7**	**4,634.4**
매출원가	N/A	2,343.8	3,490.5	3,716.6	3,902.4
매출총이익	N/A	448.9	694.5	697.1	732.0
판관비	N/A	131.0	178.8	187.3	196.6
영업이익	**N/A**	**317.9**	**515.7**	**509.9**	**535.3**
금융손익	N/A	15.1	34.9	24.0	36.0
종속/관계기업손익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	N/A	(8.3)	7.2	24.0	0.0
세전이익	**N/A**	**324.8**	**557.9**	**557.9**	**571.4**
법인세	N/A	94.9	136.1	135.0	148.2
계속사업이익	N/A	229.9	421.8	422.9	423.2
중단사업이익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**N/A**	**229.9**	**421.8**	**422.9**	**423.2**
비지배주주지분 순이익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**N/A**	**229.9**	**421.8**	**422.9**	**423.2**
지배주주지분포괄이익	N/A	228.2	421.8	422.9	423.2
NOPAT	N/A	225.0	389.9	386.5	396.5
EBITDA	N/A	326.5	524.0	518.0	543.2
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	49.9	5.5	5.0
NOPAT증가율	N/A	N/A	73.3	(0.9)	2.6
EBITDA증가율	N/A	N/A	60.5	(1.1)	4.9
영업이익증가율	N/A	N/A	62.2	(1.1)	5.0
(지배주주)순익증가율	N/A	N/A	83.5	0.3	0.1
EPS증가율	N/A	N/A	22.7	0.3	0.1
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	16.1	16.6	15.8	15.8
EBITDA이익률	N/A	11.7	12.5	11.7	11.7
영업이익률	N/A	11.4	12.3	11.6	11.6
계속사업이익률	N/A	8.2	10.1	9.6	9.1

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	**N/A**	**3,839.5**	**3,276.4**	**3,457.2**	**3,653.7**
금융자산	N/A	1,577.8	1,354.0	1,429.7	1,573.3
현금성자산	N/A	1,352.6	1,018.4	1,076.0	1,202.0
매출채권 등	N/A	1,030.8	876.2	924.1	921.8
재고자산	N/A	775.2	658.9	694.9	729.6
기타유동자산	N/A	455.7	387.3	408.5	429.0
비유동자산	**N/A**	**1,023.8**	**1,507.3**	**1,625.6**	**1,724.9**
투자자산	N/A	445.0	666.8	703.3	738.5
금융자산	N/A	445.0	666.8	703.3	738.5
유형자산	N/A	396.1	658.1	740.2	804.6
무형자산	N/A	6.1	5.8	5.5	5.3
기타비유동자산	N/A	176.6	176.6	176.6	176.5
자산총계	**N/A**	**4,863.4**	**4,783.7**	**5,082.9**	**5,378.6**
유동부채	**N/A**	**2,444.8**	**1,900.3**	**1,989.5**	**2,075.5**
금융부채	N/A	381.2	220.4	221.1	221.8
매입채무 등	N/A	1,845.5	1,384.1	1,459.8	1,532.8
기타유동부채	N/A	218.1	295.8	308.6	320.9
비유동부채	**N/A**	**574.2**	**617.3**	**584.4**	**551.0**
금융부채	N/A	353.9	303.9	253.9	203.9
기타비유동부채	N/A	220.3	313.4	330.5	347.1
부채총계	**N/A**	**3,019.0**	**2,517.6**	**2,573.9**	**2,626.4**
지배주주지분	**N/A**	**1,844.4**	**2,266.1**	**2,509.0**	**2,752.1**
자본금	N/A	219.7	219.7	219.7	219.7
자본잉여금	N/A	1,396.2	1,396.2	1,396.2	1,396.2
자본조정	N/A	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
기타포괄이익누계액	N/A	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	N/A	229.3	651.0	893.9	1,137.0
비지배주주지분	**N/A**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**N/A**	**1,844.4**	**2,266.1**	**2,509.0**	**2,752.1**
순금융부채	N/A	(842.7)	(829.7)	(954.8)	(1,147.6)

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	N/A	7,825	9,599	9,624	9,631
BPS	N/A	41,993	51,591	57,119	62,653
CFPS	N/A	10,639	12,244	12,189	12,364
EBITDAPS	N/A	11,117	11,927	11,789	12,364
SPS	N/A	95,080	95,247	100,453	105,476
DPS	N/A	500	1,500	1,500	1,500
주가지표(배)					
PER	N/A	6.2	3.2	3.2	3.2
PBR	N/A	1.1	0.6	0.5	0.5
PCFR	N/A	4.5	2.5	2.6	2.5
EV/EBITDA	N/A	3.9	1.0	0.8	0.4
PSR	N/A	0.5	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	N/A	12.5	20.5	17.7	16.1
ROA	N/A	4.7	8.7	8.6	8.1
ROIC	N/A	28.7	40.4	32.1	31.0
부채비율	N/A	163.7	111.1	102.6	95.4
순부채비율	N/A	(45.7)	(36.6)	(38.1)	(41.7)
이자보상배율(배)	N/A	23.6	22.4	27.9	32.5

현금흐름표

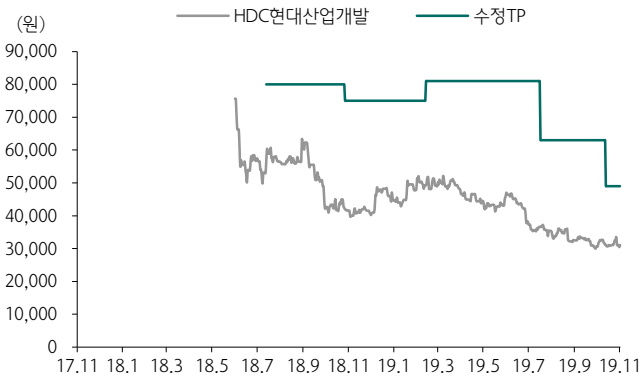
(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**N/A**	**454.6**	**478.9**	**431.5**	**480.0**
당기순이익	N/A	229.9	421.8	422.9	423.2
조정	N/A	164.9	8.4	8.1	7.8
감가상각비	N/A	8.6	8.4	8.1	7.9
외환거래손익	N/A	(1.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	N/A	157.8	0.0	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	N/A	59.8	48.7	0.5	49.0
투자활동 현금흐름	**N/A**	**(175.0)**	**(602.3)**	**(144.6)**	**(124.7)**
투자자산감소(증가)	N/A	(453.5)	(221.8)	(36.5)	(35.2)
유형자산감소(증가)	N/A	(5.8)	(270.0)	(90.0)	(72.0)
기타	N/A	284.3	(110.5)	(18.1)	(17.5)
재무활동 현금흐름	**N/A**	**28.3**	**(210.8)**	**130.7**	**130.7**
금융부채증가(감소)	N/A	735.1	(210.8)	(49.3)	(49.3)
자본증가(감소)	N/A	1,615.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	N/A	(2,322.6)	0.0	0.0	0.0
배당지급	N/A	0.0	0.0	180.0	180.0
현금의 증감	**N/A**	**308.0**	**(334.2)**	**57.6**	**126.1**
Unlevered CFO	N/A	312.5	538.0	535.6	543.2
Free Cash Flow	N/A	448.8	158.9	291.5	358.0

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

HDC현대산업개발



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.10.25	BUY	49,000		
19.7.29	BUY	63,000	-46.70%	-40.87%
19.2.25	BUY	81,000	-44.43%	-35.68%
18.11.8	BUY	75,000	-40.23%	-30.67%
18.7.25	BUY	80,000	-34.00%	-21.00%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.3%	9.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 12일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 11월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2019년 11월 13일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.