

현대산업 (012630)

면세점 사업자 선정으로 목표주가 상향

Jul. 2015

13

Analyst 김선미

02) 2184-2338 / smkim@ktb.co.kr

HOLD

	현재	직전	변동
투자의견	HOLD		유지
목표주가	76,000	60,000	상향
Earnings			유지

Stock Information

현재가 (7/10)	70,200원
예상 주가상승률	8.3%
시가총액	52,920억원
비중(KOSPI내)	0.42%
발행주식수	75,384천주
52주 최저가/최고가	32,650 - 71,700원
3개월 일평균거래대금	259억원
외국인 지분율	45.0%
주요주주지분율(%)	
정몽규 외 7인	18.6
템플턴자산운용회사	10.9
국민연금공단	9.3

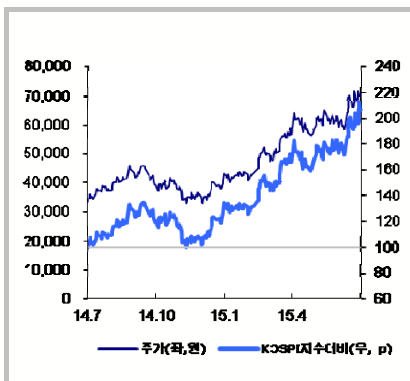
Valuation wide

	2014	2015E	2016E
PER(배)	42.4	24.1	19.1
PBR(배)	1.3	2.2	2.0
EV/EBITDA(배)	16.6	15.4	13.4
배당수익률(%)	0.8	0.4	0.6

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	14.3	62.9	111.1	81.4
KOSPI대비 상대수익률(%)	15.3	57.3	109.7	75.4

Price Trend



► Issue

동사가 지분 참여한 'HDC신라면세점' 이 시내 면세점 사업자로 선정

► Pitch

HDC신라면세점 지분가치를 반영하여 동사에 대한 목표주가를 기존 6.0만원에서 7.6만원으로 상향. 목표주가 산정은 SOTP valuation을 적용했으며, 주요 가정으로는 현대산업 본사 영업가치에 대한 Target NOPLAT 15배(경쟁사대비 프리미엄 25% 부여), HDC신라면세점 Target PER 25배(현대산업 지분 50% 기준, 2016년 예상 순이익 540억원, 지분가치 1.3조원 추산) 적용임. 목표주가는 기존대비 27% 상향되었으나, 현 주가에 면세점 가치가 반영되면서 목표주가 대비 상승여력은 제한적. 이에 동사에 대한 투자의견 HOLD를 유지함

► Rationale

- 관세청 면세점 특허 심사에서 HDC신라면세점이 대기업 시내면세점 사업자로 선정
- HDC신라면세점의 현대산업 연결지분은 50%. 2016년에 매출 1.4조원(장충동 평당 매출의 60%), OPM 10% 가정, Target PER 25배 적용 시 보유지분 가치는 1.3조원
- 이번 면세점 사업으로 현대아이파크몰 실적 개선도 예상, 임대료가 낮았던 디지털관이 면세점으로 전환되기 때문. 면세점 임대료는 면세점 매출액의 1.5%~1.8% 예정. 쇼핑물 방문객 수 많아지면서 기존 매장들도 실적 개선 효과 기대
- 현대산업 본사는 아이파크몰 리모델링 공사수주 확보 예상(2,500억원 내외 추정)
- 면세점 사업으로 인한 영업가치 확대는 긍정적이나 현 주가에는 기반이 되었다는 판단. 최근 한달 간 건설업종 지수는 3.3% 하락했으나 동사 주가는 14.3% 상승
- 동사에 대해 시장이 기대하는 점은 '디벨로퍼'로서의 역량 확대. 이번 면세점 진출로 가능성 확인. 동사는 향후 아이파크몰을 통해 복합쇼핑몰 사업 확대 계획
- 중장기적으로 일본 부동산 개발업체처럼 성장하고, 높은 valuation을 받기 위해서는 운영수익 위주의 안정적 수익 구조를 갖추 필요. 이를 위해서는 자본금의 확대가 필요한데 동사는 작년부터 미분양 주택 판매 등을 통해 현금회수, 자체사업 위한 용지 확보 중. 2016년 이후 자체사업 확대에 따라 주가 추가 상승 가능할 것

► Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
매출액	4,217	4,477	4,722	5,349	6,158	6,546	6,914
영업이익	(148)	225	374	448	500	531	578
EBITDA	(98)	267	399	468	520	552	599
순이익	(201)	83	251	317	362	384	421
자산총계	6,421	5,937	6,236	6,362	6,852	7,326	7,832
자본총계	2,202	2,273	2,497	2,792	3,125	3,479	3,871
순차입금	1,990	1,506	865	995	876	565	200
매출액증가율	26.5	6.2	5.5	13.3	15.1	6.3	5.6
영업이익률	(3.5)	5.0	7.9	8.4	8.1	8.1	8.4
순이익률	(4.8)	1.9	5.3	5.9	5.9	5.9	6.1
EPS증가율	적지	흑전	218.5	26.4	13.9	6.2	9.6
ROE	(9.0)	3.9	11.0	12.4	12.6	12.0	11.8

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권



Fig. 01: HDC신라 면세점 가치 추정

구분	내역
사이트	용산 아이파크몰
지분	현대산업 25%, 현대아이파크몰 25%, 호텔신라 50%
면적(m ²)	13,299 면세점 8,646평 중 매장 4,030평
단위당 매출액(억원)	1.07 2014년 장충동 면세점 단위당 매출액 대비 40% 할인
연간 매출액(억원)	14,203 2016년 연간 매출액
영업이익률(%)	10.0
영업이익(억원)	1,420
법인세율(%)	24.0
순이익(억원)	1,079 2016년 연간 순이익
현대산업 귀속 순이익(억원)	540 HDC면세점 연결 지분 50% 보유
Target PER(x)	25.0
HDC 신라면세점 가치(억원)	13,493 현대산업 지분 기준

Source: KTB투자증권 추정

Fig. 02: 현대산업 Sum-of-the-parts Valuation

SOTP				
A. 영업가치		42,711		
'14E~'15E avg NOPLAT	2,847	국내 건설부문 NOPLAT multiple 15배 적용		
Target multiple	15.0			
B. 비영업가치		19,099		
항목	지분율	장부가	적정가치	비고
관계기업 투자증권		5,561	5,605	2015.03월 장부가 기준
현대EP	46.3%	411	1,165	한달 평균 증가 기준의 시가총액을 30% 할인
삼양식품	17.7%	172	308	한달 평균 증가 기준의 시가총액을 30% 할인
현대아이파크몰		0	648	면세점 임대료 수취(매출액 1.5%), Target PER 20배
현대아이파크몰 외 비상장 증권		4,977	3,484	2015.03월 기준 장부가를 30% 할인
HDC신라 면세점			13,493	2016년 예상 순이익에 Target PER 25배 적용
C. 순차입금		4,257		
		2015.12월 예상 기준		
D. 주당 기업가치		76,000		

Source: KTB투자증권 추정



재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	4,461.1	3,981.4	4,220.5	4,282.6	4,700.1
현금성자산	374.0	470.6	930.2	425.0	529.8
매출채권	1,584.7	1,541.8	1,411.7	1,711.6	1,883.9
재고자산	1,981.7	1,458.7	1,304.5	1,548.6	1,664.7
비유동자산	1,959.7	1,955.1	2,015.1	2,079.7	2,151.4
투자자산	1,068.3	1,080.1	1,140.5	1,186.8	1,235.0
유형자산	870.8	855.6	859.2	877.2	900.3
무형자산	20.6	19.5	15.4	15.8	16.1
자산총계	6,420.8	5,936.5	6,235.6	6,362.3	6,851.5
유동부채	2,737.0	2,567.9	2,886.1	2,911.3	3,141.3
매입채무	761.8	620.1	739.5	896.6	1,017.3
유동성이자부채	1,375.7	1,399.7	1,454.3	1,294.3	1,374.3
비유동부채	1,481.5	1,095.6	852.5	658.6	585.5
비유동이자부채	987.8	577.2	340.5	126.0	31.5
부채총계	4,218.5	3,663.6	3,738.6	3,569.9	3,726.9
자본금	376.9	376.9	376.9	376.9	376.9
자본잉여금	178.9	178.9	178.9	178.9	178.9
이익잉여금	1,661.4	1,726.1	1,951.2	2,246.6	2,578.8
자본조정	(95.4)	(101.3)	(103.7)	(103.7)	(103.7)
자기주식	(83.8)	(83.8)	(83.8)	(83.8)	(83.8)
자본총계	2,202.3	2,272.9	2,497.1	2,792.4	3,124.7
투하자본	3,699.8	3,285.4	2,853.6	3,259.1	3,450.5
순차입금	1,989.5	1,506.2	864.5	995.2	875.9
ROA	(3.1)	1.3	4.1	5.0	5.5
ROE	(9.0)	3.9	11.0	12.4	12.6
ROIC	(2.8)	4.4	9.2	11.1	11.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업현금	251.8	527.6	691.9	(28.4)	236.5
당기순이익	(241.9)	121.7	264.5	317.4	361.6
자산상각비	49.8	41.8	25.1	19.6	20.0
운전자본증감	239.9	364.7	389.6	(382.1)	(162.7)
매출채권감소(증가)	(155.8)	206.3	84.2	(299.9)	(172.3)
재고자산감소(증가)	264.4	583.9	148.6	(244.1)	(116.2)
매입채무증감(감소)	24.9	(81.2)	107.1	157.1	120.8
투자현금	(35.2)	(165.2)	(187.2)	(94.5)	(102.6)
단기투자자산감소	47.6	(139.6)	(130.9)	(14.3)	(14.9)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(12.0)	(16.7)	(17.5)
설비투자	(62.4)	(20.4)	(27.9)	(37.4)	(43.1)
유무형자산감소	(0.2)	(0.1)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
재무현금	(269.6)	(403.7)	(174.9)	(396.6)	(44.0)
차입금증가	(252.4)	(399.3)	(174.8)	(374.5)	(14.5)
자본증가	(17.2)	(5.9)	(51.5)	(22.1)	(29.4)
배당금지급	17.2	5.9	(51.5)	22.1	29.4
현금 증감	(53.6)	(41.3)	329.7	(519.5)	89.9
총현금흐름(Gross CF)	131.9	257.4	323.4	353.7	399.2
(-) 운전자본증가(감소)	(443.5)	(383.4)	(484.1)	382.1	162.7
(-) 설비투자	62.4	20.4	27.9	37.4	43.1
(+) 자산매각	(0.2)	(0.1)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
Free Cash Flow	512.9	620.2	779.1	(66.3)	192.9
(-) 기타투자	0.0	0.0	12.0	16.7	17.5
잉여현금	512.9	620.2	767.2	(82.9)	175.5

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	4,216.9	4,477.4	4,722.2	5,348.7	6,158.1
증가율 (Y-Y,%)	26.5	6.2	5.5	13.3	15.1
영업이익	(147.9)	225.3	374.1	448.1	500.2
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	66.0	19.8	11.6
EBITDA	(98.1)	267.2	399.2	467.7	520.2
영업외손익	(94.0)	(103.6)	(39.7)	(29.3)	(23.1)
순이자수익	(60.2)	(57.4)	(34.6)	(19.1)	(10.7)
외화관련손익	(0.4)	2.8	(0.3)	0.0	0.0
지분법손익	2.9	3.1	4.0	4.0	4.0
세전계속사업손익	(241.9)	121.7	334.4	418.8	477.1
당기순이익	(201.2)	83.3	251.1	317.4	361.6
지배기업당기순이익	(208.7)	68.8	219.3	277.2	315.8
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	201.3	26.4	13.9
NOPLAT	(107.3)	154.3	280.9	339.7	379.1
(+) Dep	49.8	41.8	25.1	19.6	20.0
(-) 운전자본투자	(443.5)	(383.4)	(484.1)	382.1	162.7
(-) Capex	62.4	20.4	27.9	37.4	43.1
OpFCF	323.7	559.1	762.1	(60.3)	193.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	6.4	2.9	12.3	8.2	11.2
영업이익증가율(3Yr)	n/a	(17.5)	53.5	n/a	30.4
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	(15.2)	40.6	n/a	24.9
순이익증가율(3Yr)	n/a	(28.2)	261.6	n/a	63.1
영업이익률(%)	(3.5)	5.0	7.9	8.4	8.1
EBITDA마진(%)	(2.3)	6.0	8.5	8.7	8.4
순이익률(%)	(4.8)	1.9	5.3	5.9	5.9

주요투자지표

(단위:원, 배)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Per share Data					
EPS	(2,768)	913	2,909	3,677	4,189
BPS	27,873	28,669	31,676	35,589	39,991
DPS	50	300	300	400	400
Multiples(x, %)					
PER	n/a	42.4	24.1	19.1	16.8
PBR	0.8	1.3	2.2	2.0	1.8
EV/ EBITDA	n/a	16.6	15.4	13.4	11.9
배당수익률	0.2	0.8	0.4	0.6	0.6
PCR	13.3	11.3	16.4	15.0	13.3
PSR	0.4	0.7	1.1	1.0	0.9
재무건전성 (%)					
부채비율	191.5	161.2	149.7	127.8	119.3
Net debt/Equity	90.3	66.3	34.6	35.6	28.0
Net debt/EBITDA	n/a	563.7	216.5	212.8	168.4
유동비율	163.0	155.0	146.2	147.1	149.6
이자보상배율	n/a	3.9	10.8	23.4	46.6
이자비용/매출액	1.9	1.9	1.5	1.1	0.8
자산구조					
투하자본(%)	72.0	67.9	57.9	66.9	66.2
현금+투자자산(%)	28.0	32.1	42.1	33.1	33.8
자본구조					
차입금(%)	51.8	46.5	41.8	33.7	31.0
자기자본(%)	48.2	53.5	58.2	66.3	69.0



▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수 합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.
 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 6개월간 주가변동에 참여하지 않았습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY :	80%	HOLD :	20%	SELL :	00%
-------	-----	--------	-----	--------	-----

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자등급은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 +5%미만.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 +5%이상~+15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 마제시.

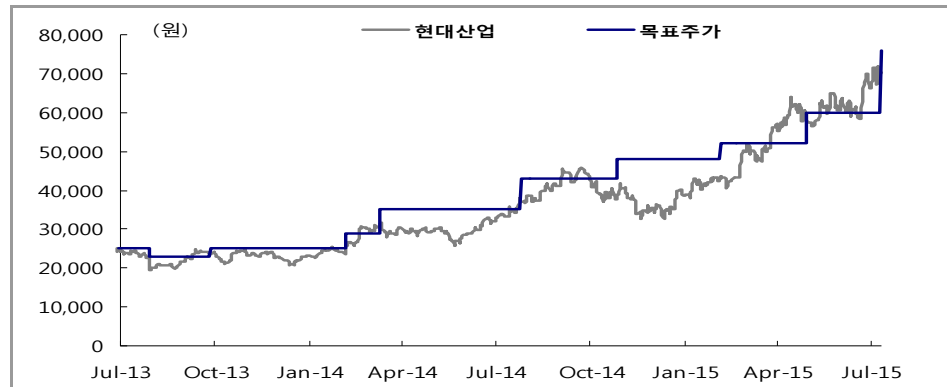
투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자등급은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자등급과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상하는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경내용

현대산업 (012630)



일자	투자 의견	목표주가
2013.03.28	HOLD	26,000원
2013.04.29	HOLD	25,000원
2013.07.29	HOLD	23,000원
2013.09.26	HOLD	25,000원
2014.02.05	BUY	29,000원
2014.03.10	BUY	35,000원
2014.07.28	BUY	43,000원
2014.10.28	BUY	48,000원
2015.02.04	BUY	52,000원
2015.04.29	HOLD	60,000원
2015.07.13	HOLD	76,000원

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자 의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.