



## △ 건설

Analyst 박형렬  
02-6098-6695  
hr.park@meritz.co.kr

RA 민사영  
02-6098-6652  
sayeong.min@meritz.co.kr

**Buy**

<b>적정주가 (12개월)</b>	<b>53,000 원</b>
<b>현재주가 (10.26)</b>	<b>39,200 원</b>
<b>상승여력</b>	<b>35.2%</b>
KOSPI	2,480.63pt
시가총액	29,551억원
발행주식수	7,538만주
유동주식비율	74.40%
외국인비중	43.60%
52주 최고/최저가	51,400원/32,850원
평균거래대금	134.6억원
<b>주요주주(%)</b>	
정몽규 외 8 인	18.56
국민연금	9.98
Templeton Asset Management, Ltd.	9.87
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월 6개월 12개월</b>
절대주가	13.1 -12.5 -22.8
상대주가	8.3 -22.1 -37.4

**주가그래프****현대산업 012630****저평가와 성장에 대한 우려 사이에 있는 주가**

- ✓ 3분기 실적은 컨센서스를 상회
- ✓ 자체 주택사업의 매출이 여전히 부진함에도 불구하고, 도급 주택을 중심으로 성장
- ✓ 주택 부문의 수익성은 사상 최고 수준을 유지
- ✓ 주가 상승의 Key는 Valuation 매력과 하반기 분양 물량 증가
- ✓ 2019년 이후 현금흐름 개선이 다시 빠르게 나타날 전망

**3분기 컨센서스를 상회하는 실적, 4분기 이후에도 실적 개선 지속**

동사의 분기 실적을 결정하는 변수는 고마진의 자체 주택사업 관련 매출 규모와 현재 매출 비중이 가장 높은 도급 주택 사업의 수익성이다. 상반기에는 자체 주택사업의 매출 비중이 감소하면서 시장의 기대치 대비 다소 저조한 실적을 발표하였다.

3분기 실적은 시장 예상치를 크게 상회하였는데, 자체 주택사업의 매출은 여전히 예상치를 하회하였다. 다만 1) 도급 주택사업의 매출이 2013년 이후 분기 최대를 기록 2) 도급 주택사업의 원가율이 80.5%로 크게 개선 3) 판관비 감소 등에 따라 호실적을 발표하였다. 2016년 하반기 분양된 자체 주택사업의 매출이 4분기 이후에는 본격적으로 회복세를 보일 것으로 판단되며, 이에 따라 실적 개선 추세는 4분기 이후에도 이어질 것으로 전망된다.

**2017년 분양 계획물량은 2.5만호 수준, 9월 이후 대부분 집중**

현재 시점에 주택 부문의 수익성에 대한 우려는 크지 않으나, 부동산 관련 규제 강화와 택지 공급 감소에 따른 분양물량 감소 우려가 주가 회복의 제약으로 작용하고 있다. 동사의 2017년 분양 계획물량은 2.5만호이며, 상반기까지 0.5만호를 분양하였다. 하반기 분양 계획의 달성을 경우 2018년 이후의 성장을 둔화 우려가 감소할 수 있을 것으로 판단된다.

보수적으로 2만호 수준의 분양물량을 가정하더라도, 점진적인 외형성장은 가능할 것으로 전망되며, 2018년 실적을 기준으로 PER 5.8x에 불과해 Valuation 매력은 충분한 것으로 판단된다. 투자의견 매수와 목표주가 53,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	4,602.6	389.5	216.8	3,165	186.3	31,080	13.5	1.2	8.4	9.6	123.0
2016	4,749.9	517.2	306.7	4,390	38.7	34,571	11.0	1.3	6.1	12.3	110.0
2017E	5,415.3	601.7	419.8	5,834	32.9	36,706	7.0	1.1	3.9	15.5	109.1
2018E	6,020.3	695.7	512.3	7,157	22.7	42,775	5.8	0.9	2.7	17.0	98.5
2019E	6,692.9	708.8	514.7	7,191	0.5	48,828	5.7	0.8	1.5	14.8	86.0

표1 3Q17 Earnings Review

(십억원)	3Q17P	3Q16	(% YoY)	2Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,349.4	1,164.7	15.9	1,364.2	-1.1	1,420.6	-5.0	1,326.5	1.7
영업이익	171.6	142.2	20.6	141.2	21.5	166.3	3.2	150.2	14.2
세전이익	174.1	124.0	40.4	143.8	21.0	158.3	10.0	143.3	21.5
지배순이익	122.6	83.8	46.3	104.1	17.8	110.7	10.7	102.3	19.9

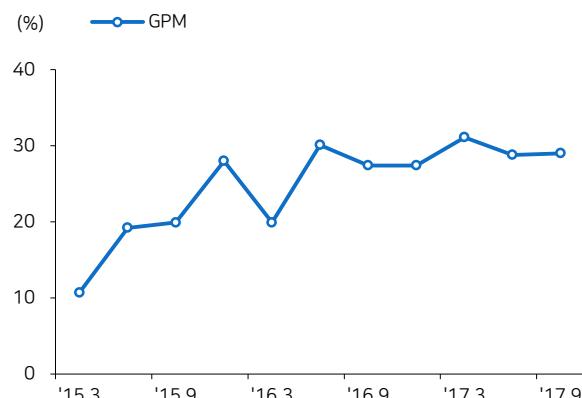
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	2018 E	2017 E	2018 E	2017 E	2018 E
매출액	6,226.3	6,833.5	6,020.3	6,692.9	-3.3	-2.1
영업이익	664.1	691.7	695.7	708.7	4.8	2.5
세전이익	646.4	677.1	723.9	735.2	12.0	8.6
지배순이익	457.8	477.3	512.3	514.7	11.9	7.8

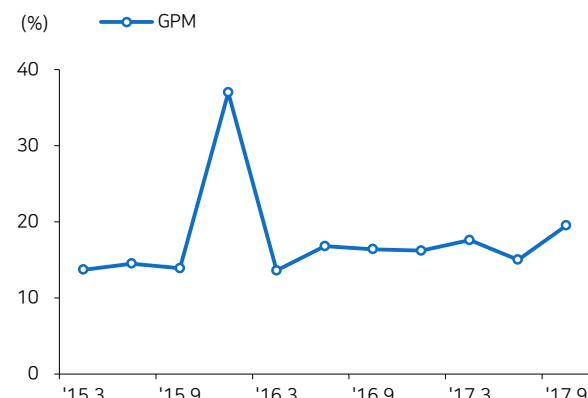
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 자체사업 마진 추이



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 도급사업 마진 추이



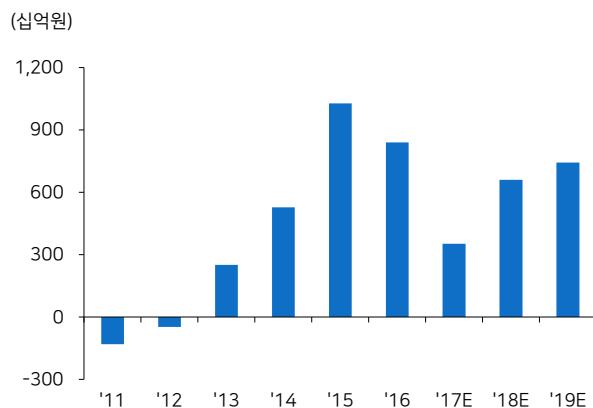
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 PBR Valuation



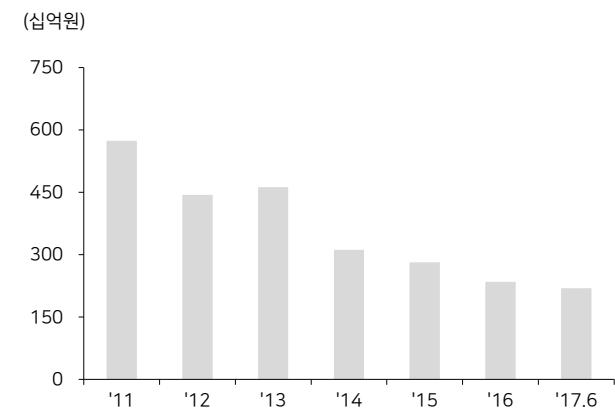
자료: WiseFn, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 영업활동 현금흐름 추이



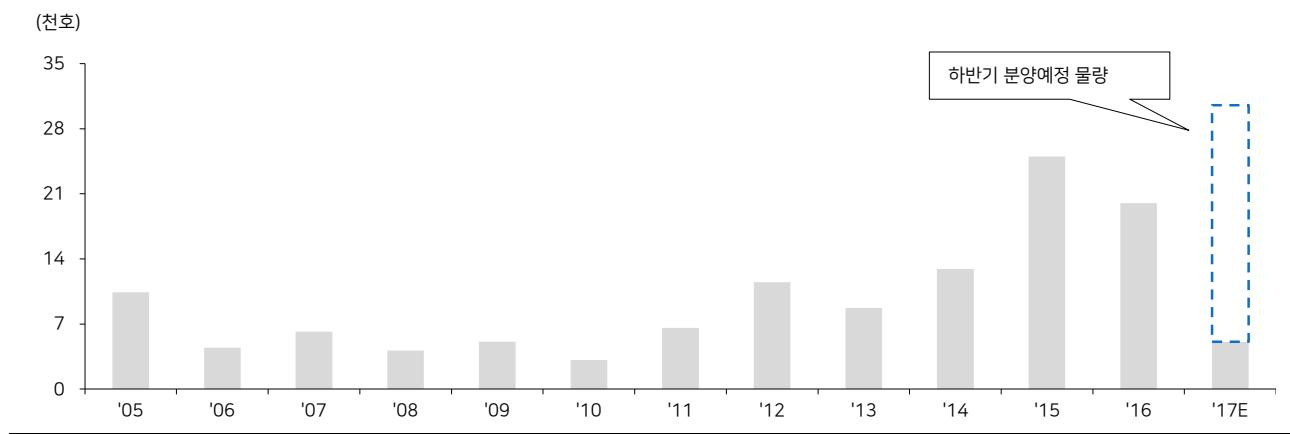
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 용지 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 분양 물량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

**표3 2017년 분양 및 분양예정 사업지 List (자체사업)**

분양예정월	사업명	가구수
2월	고양삼송3차	162
3월	동탄호수공원 아이파크	774
4월	대치3차	217
10월	영등포 뉴스테이	2,214
11월	울산태화강 수원망포2	377 1,776
12월	의정부 주상복합 청주가경2	1,712 664
합계		7,896

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

**표4 2017년 분양 및 분양예정 사업지 List (도급사업)**

분양예정월	사업명	가구수
2월	응암10구역 (재건축)	529
4월	월계2구역	784
5월	김해삼계	396
6월	신정1-1구역 (재건축) 고덕주공 5단지 (재건축)	588 1,649
9월	성남 포레스티아 (재건축) 서초센트럴아이파크 별내역 아이파크 스위트	1,636 791 1,100
10월	부평 아이파크 부산전포 2-1구역 (재개발) 면목3구역 (재건축)	472 2,144 1,505
11월	강릉송정동 아이파크 수지시니어 주택 파주 운정 A-26 전주바구珥 1구역 (재개발)	494 550 3,042 634
12월	부산온천2구역 (재개발) 당산 상아 현대 (재건축)	524 710
합계		17,548

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 현대산업 (012630)

## Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>4,602.6</b>	<b>4,749.9</b>	<b>5,415.3</b>	<b>6,020.3</b>	<b>6,692.9</b>
매출액증가율 (%)	2.8	3.2	14.0	11.2	11.2
매출원가	3,806.3	3,854.7	4,472.0	4,982.1	5,538.7
매출총이익	796.3	895.2	943.3	1,038.2	1,154.2
판매관리비	406.8	378.0	341.6	342.6	445.5
<b>영업이익</b>	<b>389.5</b>	<b>517.2</b>	<b>601.7</b>	<b>695.7</b>	<b>708.8</b>
영업이익률	8.5	10.9	11.1	11.6	10.6
금융손익	-38.5	-19.7	-4.8	11.7	26.5
증속/관계기업순익	2.4	-5.8	5.4	0.0	0.0
기타영업외순익	-29.2	-32.2	-13.2	16.6	0.0
세전계속사업이익	324.3	459.5	589.1	723.9	735.2
법인세비용	85.7	128.6	149.3	184.4	193.1
<b>당기순이익</b>	<b>238.6</b>	<b>331.0</b>	<b>439.8</b>	<b>539.5</b>	<b>542.1</b>
지배주주지분 순이익	216.8	306.7	419.8	512.3	514.7

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,028.4</b>	<b>839.8</b>	<b>353.5</b>	<b>661.0</b>	<b>743.8</b>
당기순이익(순실)	238.6	331.0	439.8	539.5	542.1
유형자산상각비	41.1	40.2	38.4	39.8	238.2
무형자산상각비	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2
운전자본의 증감	540.4	316.4	-141.0	80.4	-37.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-64.3</b>	<b>-89.0</b>	<b>248.4</b>	<b>-84.9</b>	<b>-98.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-23.9	-49.8	-104.3	-40.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-51.9	-12.7	-63.0	-33.5	-73.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-664.5</b>	<b>-145.8</b>	<b>-212.6</b>	<b>-51.5</b>	<b>-313.5</b>
차입금의 증감	-657.3	-103.2	-58.8	1.1	-257.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	299.8	604.5	389.8	524.6	332.1
기초현금	247.9	547.7	1,152.2	1,542.0	2,066.6
기말현금	547.7	1,152.2	1,542.0	2,066.6	2,398.7

## Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	<b>3,409.4</b>	<b>3,645.2</b>	<b>4,178.6</b>	<b>4,796.3</b>	<b>5,433.4</b>
현금및현금성자산	547.7	1,152.2	1,542.0	2,066.6	2,398.7
매출채권	275.0	282.1	316.8	332.6	369.8
재고자산	997.7	768.0	791.0	830.6	923.4
<b>비유동자산</b>	<b>2,100.7</b>	<b>2,139.4</b>	<b>1,941.6</b>	<b>1,974.1</b>	<b>1,808.1</b>
유형자산	844.5	851.0	952.7	952.9	714.7
무형자산	14.6	15.9	15.5	14.2	13.1
투자자산	548.3	555.2	623.5	657.0	730.4
<b>자산총계</b>	<b>5,510.1</b>	<b>5,784.6</b>	<b>6,120.2</b>	<b>6,770.4</b>	<b>7,241.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,019.5</b>	<b>2,264.0</b>	<b>2,407.0</b>	<b>2,547.4</b>	<b>2,478.0</b>
매입채무	353.3	313.7	323.1	340.4	378.5
단기차입금	519.8	544.9	582.2	582.2	582.2
유동성장기부채	297.3	325.0	259.8	259.8	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>1,019.6</b>	<b>765.7</b>	<b>786.3</b>	<b>812.7</b>	<b>870.6</b>
사채	219.2	264.0	219.2	189.2	189.2
장기차입금	262.6	64.3	75.8	105.8	105.8
<b>부채총계</b>	<b>3,039.1</b>	<b>3,029.7</b>	<b>3,193.4</b>	<b>3,360.1</b>	<b>3,348.6</b>
자본금	376.9	376.9	376.9	376.9	376.9
자본잉여금	178.9	178.9	178.9	178.9	178.9
기타포괄이익누계액	25.2	22.3	21.8	21.8	21.8
이익잉여금	1,917.2	2,185.6	2,501.5	2,957.7	3,412.9
비지배주주지분	113.4	133.0	144.3	171.6	199.0
<b>자본총계</b>	<b>2,471.0</b>	<b>2,754.9</b>	<b>2,926.9</b>	<b>3,410.3</b>	<b>3,892.9</b>

## Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
SPS	61,055	63,009	71,836	79,862	88,784
EPS(지배주주)	3,165	4,390	5,834	7,157	7,191
CFPS	6,184	6,647	7,896	9,993	12,577
EBITDAPS	5,732	7,413	8,509	9,773	12,577
BPS	31,080	34,571	36,706	42,775	48,828
DPS	500	700	750	800	850
배당수익률(%)	1.3	1.6	1.9	2.0	2.2
Valuation(Multiple)					
PER	13.5	11.0	7.0	5.8	5.7
PCR	6.3	6.8	5.0	3.9	3.1
PSR	0.6	0.7	0.5	0.5	0.4
PBR	1.2	1.3	1.1	0.9	0.8
EBITDA	432.1	558.8	641.4	736.7	948.1
EV/EBITDA	8.4	6.1	3.9	2.7	1.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.6	12.3	15.5	17.0	14.8
EBITDA 이익률	9.4	11.8	11.8	12.2	14.2
부채비율	123.0	110.0	109.1	98.5	86.0
금융비용부담률	1.4	1.0	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(X)	6.0	11.0	15.4	18.9	21.6
매출채권회전율(X)	16.2	17.1	18.1	18.5	19.1
재고자산회전율(X)	3.7	5.4	6.9	7.4	7.6

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 10월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유기증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 10월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 10월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:박형렬,민사영)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

		투자등급 관련사항			투자의견 비율	
기업	주체	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	투자의견	비율		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상		매수 94.0%		2017년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만				
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만				
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만				
산업		시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천				
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)			매수 94.0%		2017년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율
	Neutral (중립)					
	Underweight (비중축소)					

**현대산업 (012630) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.10	산업분석	Buy	67,600	김형근	-41.0	-34.7	
2016.01.14	산업브리프	Buy	67,600	김형근	-40.9	-34.7	
2016.01.18	산업브리프	Buy	67,600	김형근	-39.9	-32.3	
2016.02.04	기업브리프	Buy	67,600	김형근	-36.8	-25.3	
				담당자 변경			
2016.06.14	산업분석	Buy	55,000	박형렬	-28.3	-24.5	
2016.07.19	산업브리프	Buy	55,000	박형렬	-27.5	-20.0	
2016.07.27	기업브리프	Buy	60,000	박형렬	-25.2	-21.9	
2016.08.25	산업분석	Buy	60,000	박형렬	-20.3	-11.5	
2016.10.19	기업브리프	Buy	65,000	박형렬	-27.0	-20.8	
2016.11.28	산업분석	Buy	65,000	박형렬	-32.6	-20.8	
2017.04.26	기업브리프	Buy	60,000	박형렬	-24.5	-22.7	
2017.05.23	산업분석	Buy	60,000	박형렬	-25.2	-14.3	
2017.09.04	산업분석	Buy	53,000	박형렬	-31.7	-25.2	
2017.10.27	기업브리프	Buy	53,000	박형렬	-	-	