

2018. 9. 17



▲ 건설

Analyst 박형렬

02. 6098-6695

hr.park@meritz.co.kr

RA 민사영

02. 6098-6652

sayeong.min@meritz.co.kr

Buy (신규)

적정주가 (12개월) 75,000 원

현재주가 (9.14) 62,300 원

상승여력 20.4%

KOSPI 2,318.25pt

시가총액 27,374억원

발행주식수 4,394만주

유동주식비율 74.11%

외국인비중 31.73%

52주 최고/최저가 75,600원/49,800원

평균거래대금 169.2억원

주요주주(%)

정몽규 외 10 인 25.86

국민연금 11.54

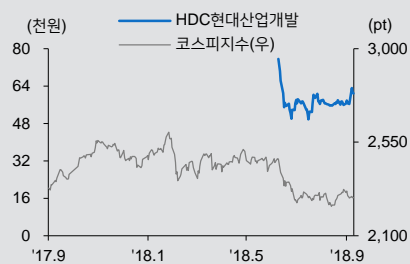
Templeton Asset Management, Ltd. 외 12인 5.87

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 11.8 0.0 0.0

상대주가 9.0 0.0 0.0

주가그래프



HDC현대산업개발 294870

디벨로퍼는 어떻게 사는가?

- ✓ 시간을 기다리는 디벨로퍼와 회전율을 높이는 디벨로퍼
- ✓ 어떤 경우이건 토지확보 이후에나 전략이 필요
- ✓ 장기적으로 민간 디벨로퍼가 토지를 확보하기 어려워 지는 환경에 진입
- ✓ Mixing - 분양과 보유를 섞기 시작할 것
- ✓ Valuation 매력은 충분, 2019년 의정부 사업을 필두로 자체사업 증가 전망

Developer - Before

도급 주택사업의 수익은 분양가와 공사원가의 균형이 중요하다. 정부의 규제에 따라 제한되는 분양가 하에서 적절한 원가를 투입하여 수요자의 눈높이를 맞출 수 있는 품질의 주택을 지어야 수익이 극대화된다. 디벨로퍼는 여기에 더해 토지에 대한 관리 전략을 필요로 한다.

과거 현대산업의 전략은 긴 시간에 걸쳐 토지가치 상승을 기다리거나, 토지의 용도변경을 통해 수익성을 극대화했다. 2008년 현금흐름이 악화된 이후는 즉시 착공 가능한 토지를 매입해 현금의 회전율을 높이는 방식으로 변화하였다.

Developer - Now & Future

디벨로퍼는 토지를 얼마나 싸게 확보하느냐가 마진을 결정하고 얼마나 확보하느냐가 물량을 결정한다. 입지에 대한 분석 역량은 미분양 등에 따른 비용을 통제하는 역할을 한다. 디벨로퍼는 이 세가지가 전부이다. 그런데 이 토지 매입 자체가 어려워지고 있다. 보유 현금은 늘어나고, 토지 확보가 어려워진다면 과거처럼 분양, 현금 회수의 단순한 구조에서 벗어나야 한다. 동사는 향후 주택 부문은 분양, 상가는 보유 이후 임대 형태로 진행되는 Mixing 프로젝트가 늘어날 전망이다.

높아지는 단기 이익변동성에도 불구하고 절대적인 Valuation 저평가

회계인식 기준의 변화에 따라 하반기 자체사업 매출은 크지 않을 전망이다. 자체사업 매출의 인식여부에 따라 이익 변동성이 커지기 때문에 의정부, 파주, 광운대부지 등이 본격적으로 반영될 때까지 단기 실적 보다는 절대 Valuation 중심의 접근이 필요하다. 0.7조원의 순현금 규모와 2~3% 수준의 시가배당률을 감안하면 저평가 매력은 큰 상황이며, '18~'19년 세후 영업이익에 Target Multiple 8x를 적용해 적정주가 75,000원으로 신규 커버리지를 개시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016											
2017											
2018E	2,769.2	301.3	232.5	7,960		40,119	7.1	1.4	6.5	13.2	177.7
2019E	4,736.8	582.6	449.5	10,230	28.5	47,850	5.5	1.2	2.8	23.3	136.9
2020E	5,179.7	658.7	512.4	11,662	14.0	57,013	4.8	1.0	2.2	22.2	117.1



Investor letter	3
1. Developer - Before	4
2. Developer - Now	10
3. Developer - Future is Mixing	14
4. 단기적으로 이익변동성이 높아질 것, 본질적인 실적은 아님	16
5. 지배구조 변화	18
6. 실적 및 Valuation	21

Investor letter

건설업을 공부하면서 실제 하고 싶었던 일 중 하나가 시행사 또는 개발사업이다.

장기적으로 개발 가능성이 높은 입지의 토지를 선점하고 실제로 개발이 이루어 졌을 때의 자기 만족, 극단적으로 높은 사업 레버리지, 10개 프로젝트를 실패해도 하나만 성공하면 손실을 만회할 수 있는 기회, 허허 별관에서 도시가 만들어지는 모습에서 가질 수 있는 자부심 등은 수많은 잡음을 고려하더라도 사람을 끌어당기는 매력이 있다.

적어도 외부에서 보기에 수 많은 사업들 중에서도 개발사업은 손 꼽을 만큼 화려하며, 상장 건설업체 중에서도 개발사업 중심의 사업구조를 가진 업체가 몇몇 있다.

이 중 현대산업은 해운대 우동 프로젝트, 수원 권선 프로젝트 등 초대형 개발사업을 성공시키면서 대표적인 주택 개발업체로 불려왔다.

이 Developer가 2018년 큰 변화의 기로에 섰다.

내부적으로는 지주회사와 사업회사의 분할, 자산과 부채의 재배분, 사업 모델의 전환, 지배구조 및 사업회사가 담당해야 할 역할 등에 대한 변화가 이미 시작되었다.

외부적으로는 디벨로퍼의 모든 것이라고 할 수 있는 토지 확보가 어려워지고 있다. 1기 및 2기 신도시 개발이 마무리되는 시점에서 공공에서 민간으로 넘어오는 토지가 본격적으로 감소하고 있으며, 토지를 확보하기 위한 경쟁도 심화되고 있다.

Developer는 당장 실적이 좋지 않더라도, 땅을 가지고 있으면 언젠가 성장을 이어갈 수 있다. 그러나 실적 좋고, 현금이 많더라도 토지가 없는 디벨로퍼는 미래가 없다.

HDC현대산업개발은 향후 디벨로퍼로 남아 있을까?

아니면 다른 네이밍을 찾아야 할까?

단기적인 주가는 하반기 이후의 실적이나 보유 현금, 현재의 Valuation을 따라가겠지만, 결국은 역대 최대 규모로 보유하고 있는 순현금의 사용처에 대한 장기 그림을 제시해야 할 시점에 왔다.

1. Developer – Before

디벨로퍼, 어떻게 돈을 버는가?

$$\text{분양가} - \text{분양원가} = \text{사업이익}$$

모두 분양가를 높이고 싶어한다

건설업에 속해있는 모든 주체가 분양가를 높이기 위해 노력한다.

공급 주체들은 좋은 집과 서비스를 제공하고, 이를 소비자에게 인정받아 비싼 가격을 받고 싶어 한다. 좋은 입지, 높은 품질, 특별한 커뮤니티 서비스, 향후 진행될 주거 환경의 변화 등이 고스란히 분양가격에 반영되기를 바란다.

싸고 적당한 아파트를 많이 파는 것 보다, 원가가 늘어나는 부담을 감내하더라도 최고급 또는 지역을 대표하는 아파트를 짓기를 원한다. 이는 집이라는 제품 소비자로 넘어가면 끝나는 것이 아니라, 브랜드 가치로 이어지기 때문이다.

단순히 수익성을 위한 전략을 떠나서, 주택의 품질과 가격이 브랜드 가치에 반영되기 때문

당연히 좋은 입지를 위해서는 많은 토지 비용을 지불해야 되며, 높은 품질을 위해서는 공사비 증가를 감내해야 한다. 특별한 서비스와 디자인을 위해서는 설계 등과 관련된 간접비가 증가한다.

원가 투입이 늘어나서 제품의 고급화가 이루어지면, 분양가는 올라야 한다.

규제로 인해 무한정 원가를 투입해 분양가를 높일 수 없음

그러나 현실적으로 정부의 규제가 집중되어 있는 분양가를 높이는데 한계가 있다.

일반적인 제조업과 달리 분양가는 단순히 소비자가 수용할 수 있느냐 아니냐의 문제로 끝나지 않는다. 분양가격의 산정에는 소비자의 수용 여부와는 별개로 HUG의 보증(모든 20세대이상의 분양 단지는 HUG 보증이 필요) 등의 규제가 있다.

대규모 비용을 투입해 초호화, 고품격을 표방하는 아파트를 짓더라도, 주변 시세 대비 일정 수준 이상의 가격 격차가 벌어지면 직접 또는 간접적인 규제에 적용을 받게 된다. 일정 수준 이상의 원가는 분양가에 전가하기 어렵다.

규제 대상이 될 정도로 비싸도 안되지만, 너무 비용에만 초점을 맞추는 전략도 실패한다. 원가를 줄이기 위해 입지가 안 좋은 지역에서 품질이 낮은 아파트를 분양하면 소비자의 눈높이를 맞추지 못하게 되며, 미분양이 발생한다.

수요자의 품질에 대한 눈높이, 공급자가 이익을 취할 수 있는 수준의 원가, 이 사이에서 균형적인 절충점을 잘 찾아서 안정적인 수익성을 유지하는 것이 도급사업에서 핵심이다.

도급주택사업의 핵심은 분양가와
원가(품질)의 밸런스를 맞추는 것

그래서 도급 주택사업의 핵심은 분양가와 공사원가의 밸런스를 맞추는 것에 있다. 무작정
좋은 아파트를 짓는 것이 아니다.

도급 건설업체는 분양가에 대한 전략 보다, 원가 관리가 우선이다.

분양 원가를 어떻게 낮출 것인가?

분양가를 조절하기 어렵기 때문에,
원가관리가 우선

분양원가를 구성하는 것은 택지비, 공사비, 간접비, 기타 경비 의 네 가지 항목이
다. 토지비를 제외하고, 일정 수준의 품질을 가진 아파트를 만들기 위한 공사원가
는 업체별로 큰 차이가 없다.

우리가 일반적으로 아는 것과 달리, 공사비 중 가장 큰 비중을 차지하는 것은 간
접 인건비이다. 마감재를 해외에서 수입하는 고급 자재로 쓰는 특이한 프로젝트가
아니라면 공사비에서 착공소재와 마감재를 모두 포함하는 재료비 비중은 30% 수
준으로 파악된다. 대부분을 차지하는 하도급 인건비는 업체별 차이가 크지 않다.

특히 브랜드를 가진 대형 건설업체 입장에서는 마감재의 차별화도 극단적으로 나
타나기 어렵다. 브랜드 가치를 훼손할 정도의 저품질로 공급하기 어렵기 때문이다.

결국 대형 건설업체의 공사원가는 공기 단축 등을 통한 시공 효율을 높이는 쪽으
로 집중되어 왔다. 수익성의 흐름은 공사 원가보다 초기 청약 시장의 분위기에 따
라 나타나는 간접비 변동에 연동하는 경우가 더 많다.

표1 수도권 분양가 상한제 적용 대상 APT의 실제 공개된 분양원가 비중

항목	공종	비중(%)	비고
택지비	택지공급가격	40.9	택지개발사업자로부터 실제 택지를 공급받은 가격
	기간이자	0.6	택지비의 일부 또는 전부를 납부한 경우 그 납일일로부터 산정한 기간이자
	기타 택지비용	3.1	제세공과금, 지역난방부담금, 흙막이 공사비, 연약지반 공사비
	합산	44.6	
공사비	토목	2.6	토공사, 흙막이공사 등 토목 공사비
	건축	16.3	공통가설공사, 가시설물공사, 골조 공사 등 건축 공사비
	기계설비	3.2	급수설비공사, 급탕설비공사 등 기계설비 공사비
	기타 공종	4.2	전기, 소방 설비 등 그 밖의 공종 공사비
	그 밖의 공사비	3.2	일반 관리비 및 이윤
	합산	29.6	
간접비	설계비	0.4	설계에 관한 비용
	감리비	0.7	감리에 관한 비용
	부대비	17.1	분양 관련 비용, 수도/가스/ 전기 인입비용, 건물보존 등기 비용 등
	합산	18.3	
기타경비		7.6	기본형 건축비에 가산되는 비용
전체		100.0	

주: 분양가 상한제 적용 주택의 분양원가 공개 기준

주택법 제 38조의 2 공동주택 분양가격 산정 등에 관한 규칙 제 15조의 규정, 실제 소모 비용과는 다를 수 있음

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

앞서 언급한 것처럼 공사비를 담당하는 도급 건설사업자는 최대한의 효율성을 만들어내는 공사원가를 만들어내야 한다.

도급사업자는 토지 원가에 대한 고려가 필요 없지만, 디벨로퍼는 토지원가가 제일 중요

디벨로퍼는 이에 더해 토지비에 관한 전략을 필요로 한다.

지역별로 공급되는 아파트의 마감재 품질과 조경, 설계 등에서 일정 수준 이상의 차이가 나지 않고, 분양가 상승에 한계가 있다고 가정하면 결국 수익성의 차이는 토지가 결정하기 때문이다.

전체 원가 중 대부분을 차지하는 것은 토지 비용

2018년 지역별 평균 APT 분양 가격을 기준으로 표준 건축비를 가감한 토지비 비중은 아래 그림과 같다. 서울 APT 분양가에 포함되어 있는 토지비 비중은 86%, 서울 전체로 보더라도 81% 수준이다. 지방으로 갈수록 토지비가 차지하는 가치 비중이 낮아지긴 하지만 그럼에도 불구하고 절대 비중이다.

공사원가는 인플레이션을 반영하고, 토지원가는 취득가액으로 계산

공사원가와 토지원가는 회계적으로 처리되는 방식에서 차이가 있다. 향후 발생하는 인플레이션이 반영되는지 여부이다.

공사원가를 구성하는 항목은 인플레이션을 반영한다. 평균 3년 정도의 공사 기간에서 나타나는 인건비, 착공 소재(기계 설비 대여 비용, 철근, 시멘트 등) 가격, 마감재 등의 일반적인 비용 요소들이 시간이 지날수록 상승한다.

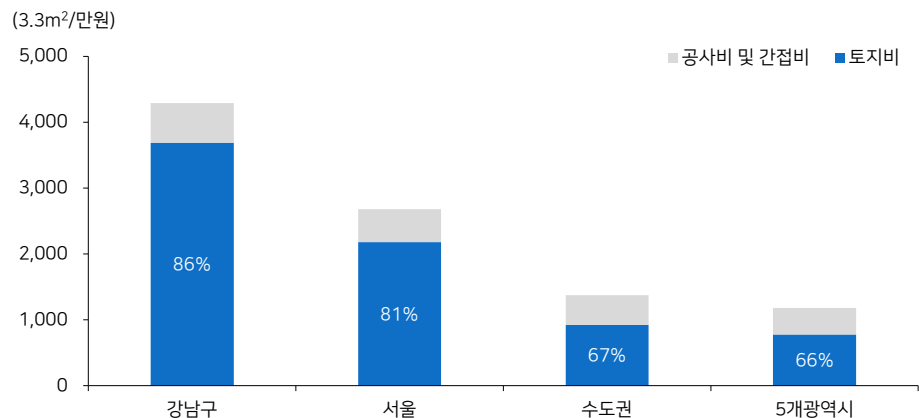
토지원가는 인플레이션을 반영하지 않으며, 취득 원가로 처리한다. 시간이 지나가면서 나타나는 토지 가격 상승을 즉각적으로 반영하지 않고, 실제 사업이 착공되는 시점에서 원가 투입이 이루어지기 때문이다.

오랜 시간을 보낸 토지는 분명히 가치가 상승해 왔다.

결국 시간이 지날수록 토지가 오른다면 디벨로퍼의 수익성은 높아져야 정상이며, 오랜 기간 보유한 토지일수록 가치 상승이 높은 것이 일반적이다.

디벨로퍼는 시간을 이길 수 있어야 수익성이 높아진다.

그림1 지역별 분양가 대비 토지비 비중



주: 2018년 8월 말 기준
자료: REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

Developer의 토지 원가에 대한 관리 전략은 다음과 같다.

- 1) 아주 오랜 기간 토지를 보유해서 원가를 낮추거나: 시간
- 2) 토지의 용도를 바꿔 가치를 높이거나: 용도변경
- 3) 환경이 변화되는 지역의 토지를 선점하거나: 개발
- 4) 토지의 회전율을 높이거나: 물량

시간을 기다리거나, 용도를 바꿔
가치를 직접 높이거나, 환경
변화를 선점하거나, 물량으로
이익 규모를 키우거나

토지가격의 상승률은 일반적인 인플레이션을 상회한다. 위기 상황에서도 가장 흔들림이 적으며, 일반적인 경기 상황에서도 꾸준하게 상승해 왔다. 서울, 수도권 APT 가격이 좋지 않았던 2011~2013년에도 토지가격은 상승했다.

이는 신규 개발이 활발하게 이루어지는 지역만의 이야기는 아니다. 별다른 개발에 관한 이슈가 없더라도 주택가격이 상승하는 대부분의 지역에서 동일한 현상이 나타난다.

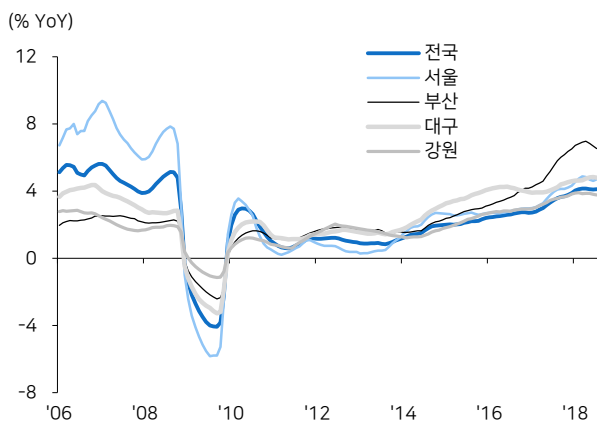
2000년대 이후로 APT 가격의 지역별 상관관계는 깨졌지만, 토지 가격의 추이는 여전히 높은 상관관계를 보이고 있다.

이는 APT는 장기 Cycle이 이미 마무리 되면서 개별 이슈가 중요한 국면으로 넘어간 반면, 토지는 여전히 전체 경기 Cycle과 인플레이션, 인구 성장 등 Macro Issue에 맞물려 있다는 뜻이다.

극단적인 디플레이션(명목 가격이 마이너스 성장률을 보이는 경우)이 아니면 토지를 가지고 있는 업체는 언제나 손익계산서에 반영되지 않는 토지 관련 수익을 쌓아두고 있는 것이다.

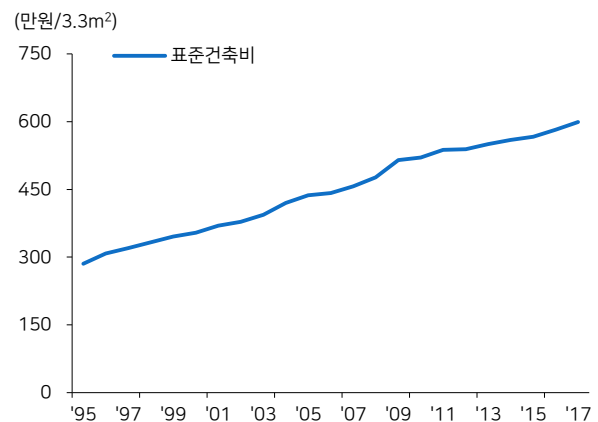
다만 디벨로퍼가 이 인플레이션 시간을 버틸 수 없을 때는 전략이 변한다.

그림2 토지가격 상승률 추이: 상승하지만 취득 가격으로 반영



자료: 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 표준 건축비 추이: 상승하는 만큼 원가도 증가



자료: 국토교통부, 메리츠종금증권 리서치센터

과거에는 시간을 투자하는 디벨로퍼 역할

과거의 현대산업은 시간을 투자하거나, 긴 시간에 걸쳐 토지의 용도 변경을 통해 수익성을 극대화 시키는 전략 중심이었다. 이 경우 길게는 10년에서 20년간 토지를 보유하기도 한다. 좋은 토지 투자였는지 아닌지를 결정하는 것은 최종적으로 개발이 될 수 있는 토지였는가에 달려있다.

적어도 현재까지는 현대산업이 가지고 있던 장비 보유 토지는 대부분 개발사업이 완료되었거나, 현재 시점에서 개발이 가능한 것으로 파악된다. 따라서 현대산업이 토지를 파악하는 경쟁력은 독보적인 수준으로 판단된다.

현대산업의 개발사업 관련에 변화가 나타나는 것은 2014년 이후이다.

현금흐름이 악화된 2008년 이후에는 회전을 중심의 디벨로퍼

2008년 이후 도급 사업 중심으로 미분양 Risk 가 확대된 이후 2013년까지 도급 주택 사업 관련 부지를 어쩔 수 없이 떠안거나, 미분양 관련 손실을 처리하는 과정에서 현금흐름이 악화되었다.

2008년 해운대 우동, 수원 아이파크 시티 등 장기 보유 토지에서 초대형 개발사업을 성공시켰으나, 이들 자체사업으로부터 유입된 대부분의 현금흐름이 미분양 및 악성 PF 사업으로 투입되면서 2012년 순차입금은 2조를 상회했다. 보유 현금성 자산 역시 최저 수준까지 하락하면서, 토지를 장기보유 할 능력이 없어졌다.

이후 현대산업은 본격적으로 디벨로퍼의 전략을 바꾸기 시작했다. 토지를 매입해 장기 보유한 이후 개발하는 전략이 아니라, 착공 가능한 토지를 구매해 바로 착공에 들어가면서 물량을 확보하고 현금의 회전을 높이는 전략을 취한다.

2014~2017년까지 분양된 대부분의 토지는 취득 시점 이후 즉각적인 분양 일정을 잡을 프로젝트가 대부분이다. 현금의 회전을 높이는 전략에 더해 신규 분양가 상승이 지속되면서 이 전략은 성공했다.

문제는 토지의 회전률이 높아진 이후, 투자자 입장에서는 항상 다음을 염려하게 된다. 과거와 달리 장기 보유한 용지가 크게 없는 상황에서, 빠르게 신규 토지를 취득하지 않으면 미래가 불확실하기 때문이다.

표2 장기 보유 토지의 개발사업

	단위	해운대 우동	수원 아이파크시티	수원 1차	수원 2차	수원 3차	수원 4차	수원 5차
대지면적	m ²	46,111	993,000					
연면적		561,024						
토지매입 시기		2006년 12월						
사업비	억원	15,297	30,000	6,917	9,895			
평균 분양가	3.3m ² /만원	1,660					1,170	
분양세대수	가구	1,631	6,658	1,336	2,024	1,152	1,596	550
분양시기		2008년 1월		2009년 9월	2009년 12월	2013년 8월	2014년 9월	2015년 5월
입주시기		2011년 10월		2011년 10월	2012년 1월	2015년 8월	2016년 8월	2017년 6월

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 2014년 이후 현대산업, 아이앤콘스 등 그룹 전체 자체 분양 사업지 리스트 및 계획

(세대)	2014	2015	2016	2017	2018
수원4차	1,596				
용인서천	289				
세종시 2-2	792				
수원 아이파크시티 주상복합		553			
다산신도시 아이파크		467			
속초청호		684			
김포한강3구역		1,230			
김포사우동		1,298			
서산석림		329			
비전아이파크 평택			585		
대치2차 아이파크			171		
청주가경			858		
파주운정			2,430		
고양삼송3차				162	
동탄호수공원 아이파크				774	
대치3차				217	
영등포 뉴스테이				2,214	
울산태화강				377	
청주가경2				664	
논현 아이파크					195
수원 망포					1,822
고척 아이파크					2,205
신규 자체A					1,500
의정부 주상복합					1,462
대전도안2차					2,479
합계	2,677	4,561	4,044	4,408	9,663

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2. Developer – Now

디벨로퍼, 어려워지고 있다!

결국 토지를 얼마나 싸게 인수하느냐가 마진을 결정하고, 토지를 얼마나 확보하느냐가 물량을 결정한다. 토지의 입지를 얼마나 잘 보느냐가 미분양 등에 따른 비용을 통제한다.

Developer는 이 세가지가 전부이다. 좋은 토지를 어떻게 확보할 것인가?

필지가 쪼개져 있는 민간의 땅을 조금씩 확보하거나, LH 공사의 택지 분양을 받거나, 아니면 그린벨트 또는 사업성이 떨어지는 지역의 토지를 대규모로 확보해 오랜 시간을 기다릴 수 있다.

그런데 기존에 이루어지던 전통적인 형태의 토지 매입이 갈수록 어려워지고 있다.

디벨로퍼가 원활하게 사업하기 위해서는 시간적으로 토지의 성장 또는 가치 증가 속도가 빠르거나, 아니면 절대적인 면적 측면에서 토지 개발이 대규모로 일어나거나, 그것도 아니면 수요가 급격하게 확장되면서 농지, 임야, 그린벨트 등의 토지가 주택건설이 가능한 대지로 전환되어야 한다.

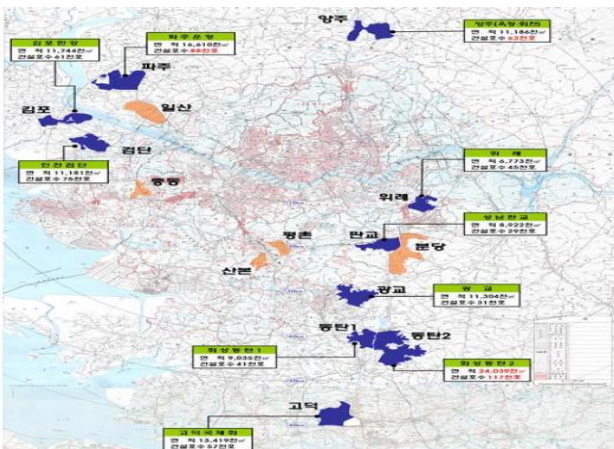
1기, 2기 신도시 개발이
마무리되는 국면에서 잔여 토지
부족

1기 신도시 개발이 30년 전에 완료 되었다. 2기 신도시 개발 역시 현재 거의 완료 되었다. LH공사의 신규 토지 공급이 2014년 이후 급격하게 감소하였으며 현재 잔여 보유 용지는 세종을 제외하면 크게 남아있지 않다.

2013년 신규 택지 공급 중단
선언, 3기 신도시는 없음

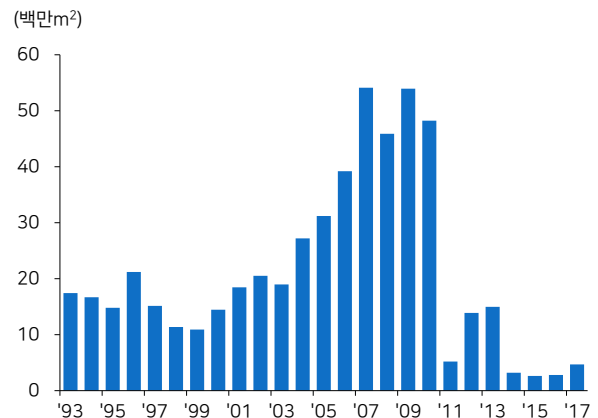
결국 3기 신도시 개발이 들어가지 않으면, LH공사에서 민간으로 넘어오는 토지를 확보하는 전략은 시간이 지날수록 힘들어진다. LH공사는 인구성장을 둔화에 따라 3기 신도시는 계획이 없다고 발표하였다.

그림4 1, 2기 신도시 현황



자료: 국토교통부, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 LH공사 토지공급 추이



자료: 국토교통부, 메리츠증권증권 리서치센터

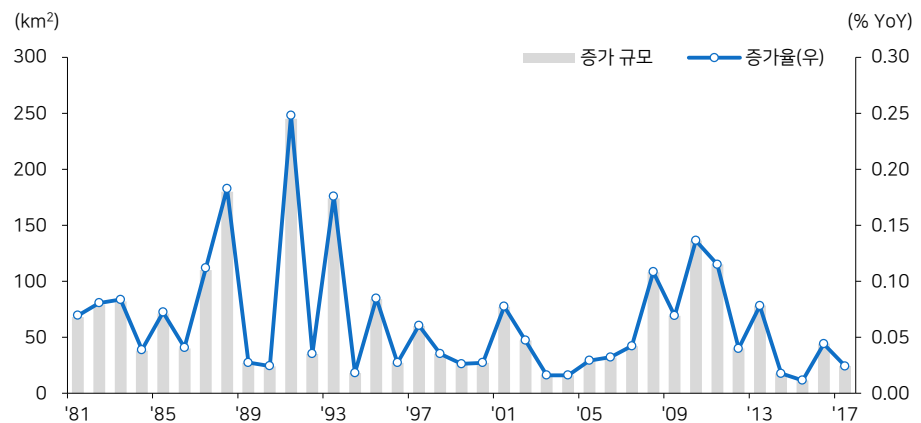
전체 국토 면적의 확장 둔화

전체 국토 면적의 개발을 보더라도, 간척 등을 포함한 국토면적의 확장 속도는 2010년 이후 급격하게 둔화되었다. 특히 2014년 이후에는 신규 토지 확장이 거의 없는 수준이다. 따라서 관련 토지의 확보 역시 어렵다.

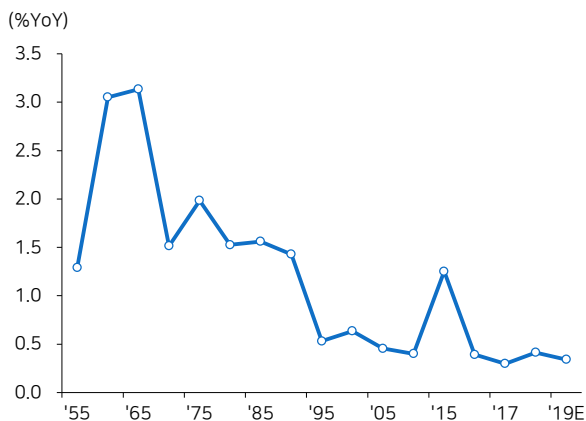
**LH 공사의 잔여 토지는
임대 주택으로 공급,
민간으로 토지가 넘어오지 않음**

또 한가지는 LH공사의 주택 공급 정책 역시 분양에서 임대로 전환되면서, 대부분의 공공 분양이 사라졌다. 향후 남아있는 잔여 토지 또는 일부 신규로 확보할 토지들은 대부분 민간분양이 아닌 자체 임대주택 공급으로 진행될 가능성이 높다.

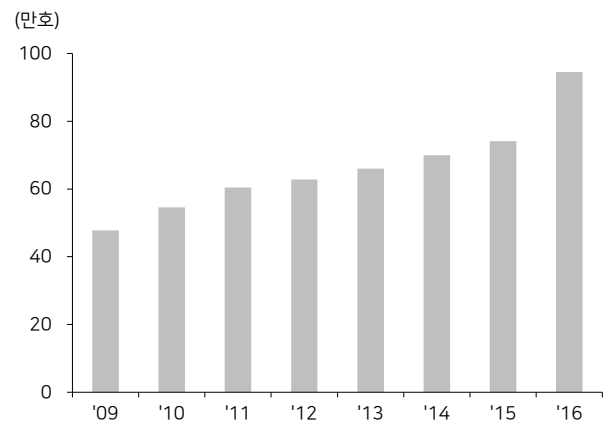
최근 그린벨트 해제를 통한 토지 및 주택 공급 계획이 발표되고 있으나, 이 역시 민간이 몫은 없다. 그린벨트 해제 이후 토지 수용은 대부분 LH 공사 주도로 이루어지며, 토지 조성 이후 이를 민간에 넘기는 것이 아니라 직접 임대 주택을 공급할 계획이기 때문이다.

그림6 국토면적 증가 규모 및 증가율

자료: 국토교통부, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 인구 증가율

주: 과거치는 5개년의 CAGR을 의미
자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 LH공사 보유 임대주택 추이

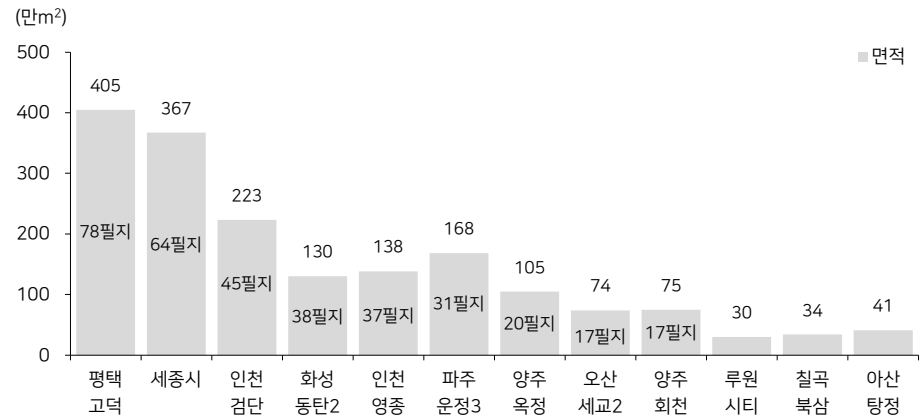
자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 임대 중심의 정책

일시	정책	관련 내용
2017.11.29	주거복지 로드맵	공공임대주택 연 13만호(총 65만호 공급) 공공지원주택 연 4만호(총 20만호) 공급
2017.12.13	임대주택 등록 활성화 방안	지방세 감면 혜택 임대소득 과세 정상화 및 등록사업자 감면 양도소득세 감면 확대 건강보험료 정상부과 및 등록사업자 감면 임차인 권리보호 강화 임대주택 등록의무화 및 계약갱신청구권, 전월세 상한제

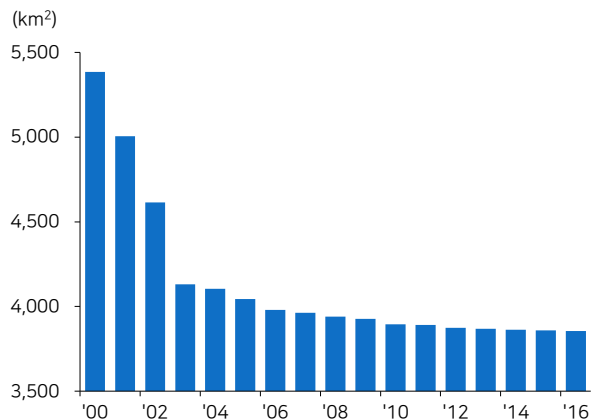
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 LH 잔여 부지



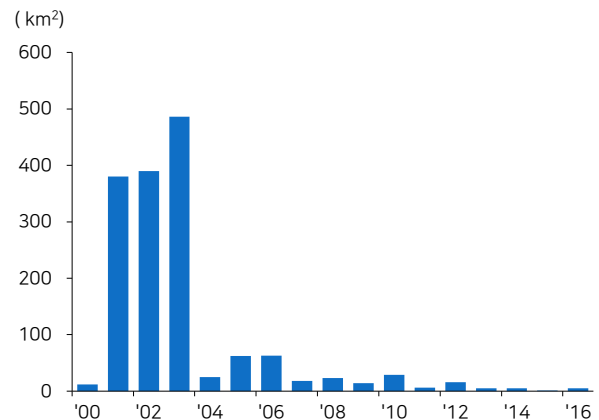
자료: LH공사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 개발제한구역 지정 면적



자료: 국토교통부, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 개발제한구역 해제 면적



자료: 국토교통부, 메리츠증권증권 리서치센터

보유 현금 증가, 그러나 용지
잔고는 감소

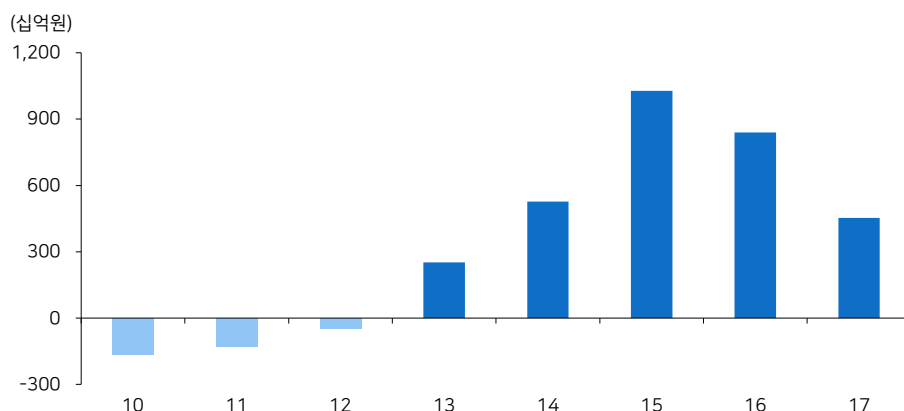
현금은 다시 많아졌으나, 감소한 용지를 어떻게 늘릴 것인가?

수도권 주택 가격이 본격적으로 회복세를 보이기 시작한 2014년부터 HDC현대산업의 영업활동 현금흐름도 급격히 개선되기 시작하였다. 2012년 2조원을 상회했던 순차입금은 분할 전 기준 순현금 1조원 수준까지 늘어났으며, 2018년까지도 현금흐름 개선이 이어지고 있다.

그러나 보유 용지 잔고는 2000년대 이후 최저 수준까지 감소하였으며, 신규 용지 확보는 매우 더디게 진행되어 왔다.

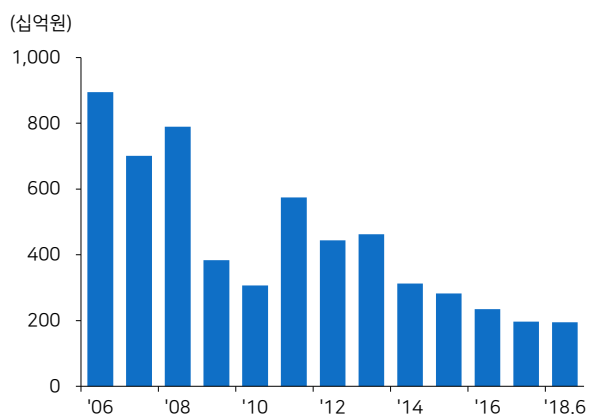
다행히 15만평을 보유하고 있는 파주 토지에 대한 개발 계획이 잡히기 시작했으며, 2017년 하반기 광운대 부지 인수를 확정하였다. 두 프로젝트를 중심으로 2020년에는 자체사업 확대가 다시 재개될 것이나, 여전히 신규 토지 확보가 어려운 환경은 지속될 것으로 판단된다.

그림12 분할 전 현대산업 영업활동 현금흐름



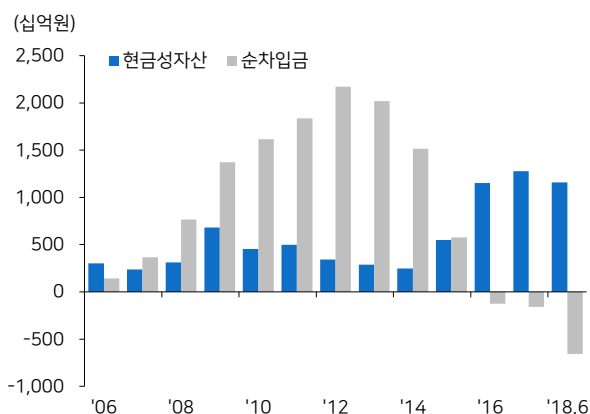
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 현대산업 용지 추이



주: 2018년 반기 이전 데이터는 분할 전 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 현대산업 현금성 자산 및 순차입금 추이



주: 2018년 반기 이전 데이터는 분할 전 기준
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

3. Developer – Future is Mixing

광운대와 의정부 사업을 중심으로
2020년까지의 신규 토지 확보

2018년 3분기 분할 및 지배구조 변화가 마무리된 이후 연말 동사의 현금 및 단기 투자 자산은 1.3조원, 2019년은 1.8조원까지 늘어날 것으로 전망된다. 현재 광운대 역세권 개발사업 관련 토지 매입 확정, 2020년 상반기 분양 계획이다. 파주에 15만평의 토지를 이미 보유하고 있으며, 2020년 분양 계획에 있다. 2019년에는 의정부 주상복합 프로젝트를 착공할 예정이다.

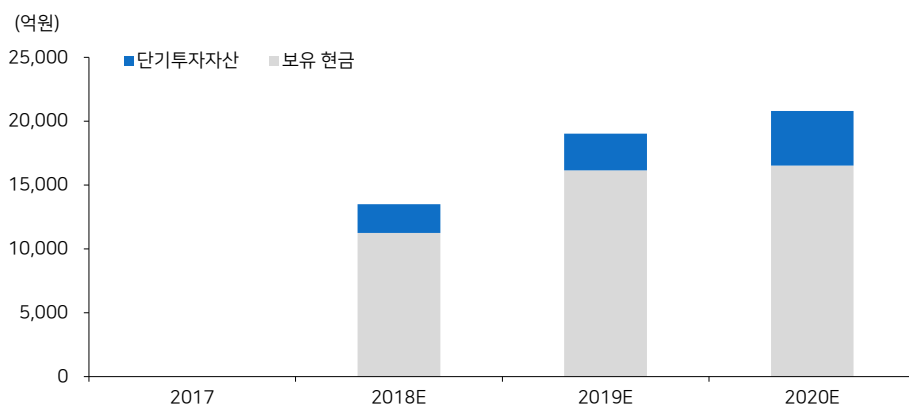
향후에도 동일한 고민을 해야
한다면, 차라리 분양이 아닌 보유
목적의 부동산이 필요

디벨로퍼가 자체 주택의 분양사업을 하지 않을 수는 없다. 다만 과거처럼 토지 확보, 분양, 현금 회수의 단순한 구조에서 벗어나 **분양과 임대**의 Mixing 프로젝트가 늘어날 것으로 전망된다.

분양하는 프로젝트 중 양호한
사업지의 상가를 보유할 계획

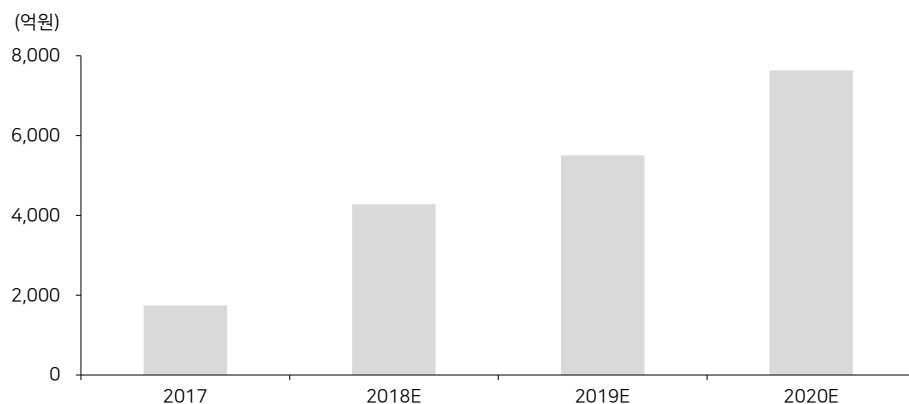
특히 2019~2020년 착공 계획인 파주와 의정부 주상복합의 경우 주택 부문은 분양, 상가 부문은 준공 이후 보유 및 직접 임대를 고민하고 있다.

그림15 HDC 현대산업 현금 및 단기투자자산



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 HDC 현대산업 용지 투자 계획



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 광운대 역세권 개발 프로젝트 위치



광운대 역세권 개발 프로젝트 전경



광운대 역세권 개발 프로젝트

개요		사업추진일정	
대지면적	45,092평	2019년 10월	실시계획인가
건축연면적	130,681평	2020년 3월	사업계획승인
세대수	3,053세대	2020년 4월	착공 및 분양
사업비	1조 6,306억원		
기타	상업용지 5,702평		

자료: HDC현대산업개발, 메리츠증권리서치센터

그림18 파주 서패동 도시개발 사업 위치



파주 서패동 도시개발 사업 개요

개요		사업추진일정	
대지면적	147,549평	'03~'19년	토지매매계약
건축연면적	151,762평	'19년 하반기	사업계획승인
세대수	3,272세대	'20년 상반기	분양
사업비	1조 3,414억원	'22년	준공
기타	상업시설 운영 검토		

자료: HDC현대산업개발, 메리츠증권리서치센터

그림19 의정부 주상복합 프로젝트 위치



의정부 주상복합 프로젝트 개요

대지면적	6,437평
건축연면적	60,571평
세대수	APT 938세대/ OT 774실
사업비	4,217억원
기타	판매시설 2,686평

자료: HDC현대산업개발, 메리츠증권리서치센터

4. 단기적으로 이익변동성이 높아질 것, 본질적인 실적은 아님

자체사업 준공 기준 매출 및 수익 인식

자체사업 준공 기준 인식, 회계적
변동성 확대 전망

2018년 IFRS 15가 도입됨에 따라 자체 주택사업의 매출 인식 기준이 변했다. 지급청구권의 보유 여부에 따라 지급청구권이 건설업체에게 있는 경우는 기존 회계 처리와 동일하게 진행 기준으로 인식하고, 없는 경우에는 준공 기준으로 인식한다.

지급청구권의 유무는 분양 계약 이후 1차 중도금 납입일까지(일반적으로 3개월) 계약금 비율보다 공사 진행률이 빠를 경우 회수되는 금액보다 원가 투입률이 빠르다고 판단해서 지급청구권이 없는 것으로 처리한다. 반대로 계약금 비율보다 공사 진행률이 느릴 경우 지급청구권이 있는 것으로 간주해서 기존 회계와 같이 진행률로 인식한다.

현대산업은 초기 예정원가가 낮아 진행률이 빠르게 인식되며, 100% 분양된 현장 역시 준공 기준으로 인식하게 된다.

따라서 3년 정도의 공사기간 동안의 매출은 준공 시점에 한꺼번에 인식되며, 향후 분기별 실적은 입주 여부에 따라 변동성이 클 것으로 판단된다.

다만 회계적인 변화가 기업의 실질 상태를 반영하는 것은 아니기 때문에 단기 변동성이 커지더라도 장기적인 기업가치는 결국 기업의 전체 자체사업 착공 흐름에 맞춰 수렴할 것으로 판단된다.

2018년 하반기 자체사업 준공이
없으며, 2019년 상반기 증가

2016~2017년 자체사업 분양 물량은 다음 표와 같다. 이 중 HDC 현대산업이 직접 시행한 자체사업은 경기도 평택 비전 아이파크, 수원 영통 아이파크 캐슬, 청주 가경 1차, 청주 가경 2차 정도이다.

2018년 하반기 입주 예정인 자체 주택사업이 없는 것으로 파악되며, 3분기와 4분기 실적 컨센서스에는 이러한 회계적인 변화가 반영되어 있지 않은 것으로 파악된다. 따라서 하반기 실적은 현재 예상치 대비 크게 하회할 것으로 판단된다.

자체사업 입주는 2019년 1분기 영통 아이파크 캐슬과 2분기 청주 가경 1차이며, 다시 2019년 하반기에는 입주가 없다. 2020년 이후에나 이러한 회계적인 이슈에 따른 변동성이 완화될 수 있을 것으로 판단된다.

표5 2016~2017년 분양사업

시도	시군구	아파트	단지 세대수	입주 년월	분양 년월	사업 유형
경기도	평택시	비전IPARK평택(A1-1)	585	2018.02	2016.02	분양
인천광역시	연수구	송도아메리칸타운IPARK(M2-2)	830	2018.10	2016.03	분양
인천광역시	연수구	송도아메리칸타운IPARK(M2-2)	830	2018.10	2016.03	분양
서울특별시	서대문구	홍재원아이파크	906	2018.12	2016.04	재개발
충청남도	천안시동남구	봉서산아이파크	665	2018.09	2016.04	재개발
서울특별시	서대문구	DMC2차IPARK	1,061	2018.11	2016.06	재건축
경기도	안양시동안구	평촌더샵아이파크	1,174	2019.03	2016.07	재건축
서울특별시	마포구	신촌숲IPARK	1,015	2019.08	2016.1	재건축
서울특별시	영등포구	신길뉴타운IPARK(신길14구역)	612	2019.02	2016.1	재개발
서울특별시	마포구	마포한강아이파크	385	2018.08	2016.1	재건축
서울특별시	송파구	잠실올림픽아이파크	697	2019.11	2016.11	재건축
강원도	동해시	동해IPARK	469	2018.11	2016.11	분양
경기도	수원시영통구	영통아이파크캐슬(2BL)	1,162	2019.01	2016.12	분양
충청북도	청주시흥덕구	청주가경아이파크 1차	905	2019.04	2016.12	분양
경기도	화성시	동탄2아이파크(A100)	510	2019.03	2017.01	분양
서울특별시	은평구	백련산SK뷰아이파크	1,305	2019.08	2017.03	재개발
경기도	화성시	동탄호수공원아이파크(뉴스테이)	774	2019.09	2017.03	분양
서울특별시	종로구	경희궁자이1단지(행복주택)	61	2017.08	2017.04	재개발
서울특별시	양천구	신정뉴타운아이파크위브	3,045	2020.03	2017.06	재개발
서울특별시	강동구	고덕센트럴IPARK	1,745	2019.12	2017.07	재건축
서울특별시	노원구	인덕IPARK	859	2019.11	2017.07	재건축
경기도	성남시수정구	산성역포레스티아	4,089	2020.07	2017.08	재건축
서울특별시	서초구	서초센트럴IPARK	318	2020.08	2017.09	분양
부산광역시	부산진구	서면아이파크1단지	1,862	2020.10	2017.11	재개발
서울특별시	중랑구	사가정센트럴아이파크	1,505	2020.07	2017.11	재건축
부산광역시	부산진구	서면아이파크2단지	282	2020.10	2017.11	재개발
인천광역시	부평구	부평아이파크	256	2020.10	2017.11	분양
경기도	파주시	운정신도시IPARK(A26)공공분양	2,505	2020.07	2017.12	분양
충청북도	청주시흥덕구	청주가경아이파크2단지	664	2020.05	2017.12	분양
경기도	파주시	운정신도시IPARK(A26)민간분양	537	2020.07	2017.12	분양
강원도	강릉시	강릉아이파크	492	2019.10	2017.12	분양

자료: 메리츠증권 리서치센터

5. 지배구조 변화

본질 가치 측면에서 지배구조의 변화가 HDC현대산업개발에 미치는 영향은 없다. 다만 향후 사업회사로서 담당해야 할 역할 중 하나는 배당이며, 연간 30% 이상의 배당성향을 유지할 것으로 전망된다.

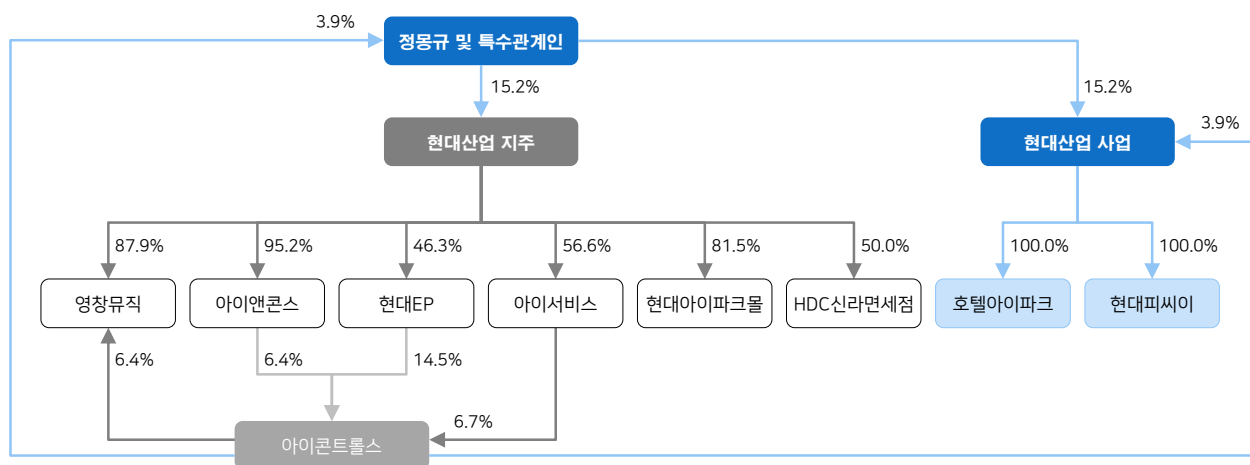
향후 추가적인 지분변화에서 HDC 지주회사가 보유한 SOC 지분 중 일부는 사업 회사에 매각될 가능성이 있다.

표6 HDC 그룹 지분스왑 처리 내용

항목	단위	내용
HDC의 신주발행 주식수	(주)	32,702,565
신주 발행가액	(원)	23,649
증자규모 한도	(십억원)	773.4
증자방식		일반공모증자
HDC현대산업개발의 공개매수대상 주식수	(주)	13,181,466
공개매수 가격	(원)	58,672
청약예정일	(시작일)	2018년 08월 30일
	(종료일)	2018년 09월 18일
납입일		2018년 09월 20일
신부권교부예정일		2018년 10월 10일
신주 상장예정일		2018년 10월 11일
교환비율		HDC현대산업개발 : HDC = 1 : 2.48

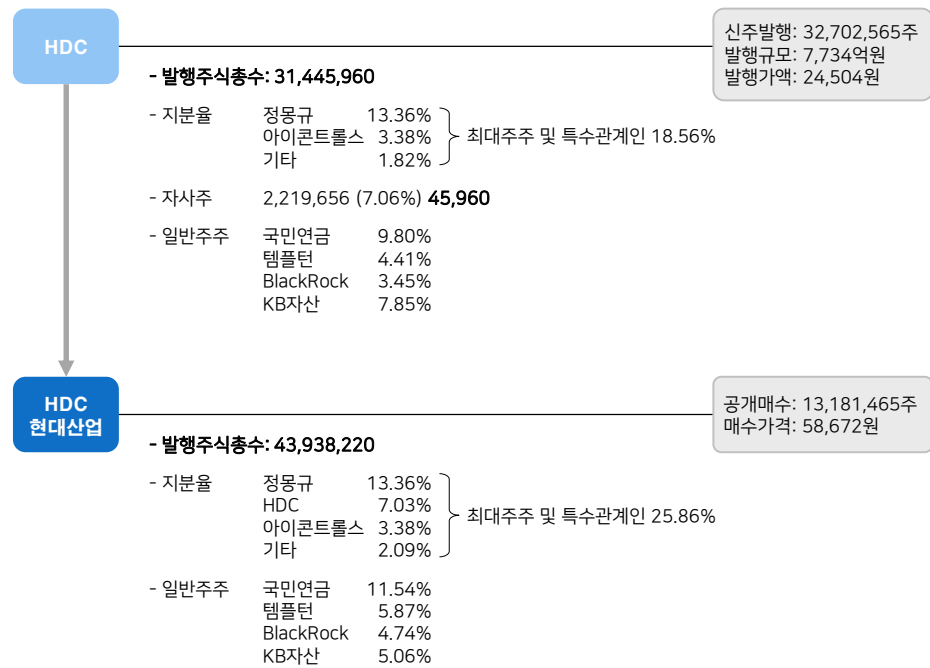
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림20 HDC 그룹 지배구조



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림21 HDC와 HDC현대산업개발의 지분율 구조



주: 템플턴과 Block Rock의 경우 최종 지분 신고일 이후 지분 변동은 파악되지 않음
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

현대산업 보유 지분 시뮬레이션

정몽규 회장으로 포함해 일반적인 특수관계인은 대부분 전환신청 할 것으로 판단되며, 순환출자관계에 있는 아이콘트롤스와 일반 주주의 참여 수준은 파악하기 어렵다. 사업회사의 가치평가에는 영향이 없으나, 지주회사는 신주 발행 규모에 따라 가치 평가가 달라질 것이다.

표7 HDC현대산업개발 향후 지배구조 시뮬레이션

(주)	HDC 소유 사업회사 주식	지분율
총 발행 주식	43,938,220	
HDC 지주가 보유한 주식 (현재)	3,089,143	7.0%

Case	전환 신청 물량	최종 소유 주식수	
특수관계인 전환 신청	6,786,424	9,875,567	22.5%
특수관계인 +아이콘트롤스 신청	8,273,292	11,362,435	25.9%
일반 300만 추가	11,273,292	14,362,435	32.7%
최대한도	13,181,465	16,270,608	37.0%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표8 HDC 지주회사 지배구조 시뮬레이션

(주)		정몽규 및 특수관계인	정몽규 및 특수관계인 +아이콘트롤스
총 주식	31,445,960		
정몽규 및 특수관계인	4,856,206	15.4%	15.4%
아이콘트롤스	1,064,130	3.4%	18.8%
자사주	2,219,656		

Case	신주발행물량	최종 발행주식
1) 특수관계인 전환 신청	16,836,782	48,282,742
2) 특수관계인 + 아이콘트롤스 신청	20,525,628	51,971,588
3) 일반 300만 추가	27,968,480	59,414,440
4) 최대한도	32,702,563	64,148,523

	Case1	Case2	Case3	Case4
총 주식	48,282,742	51,971,588	59,414,440	64,148,523
정몽규 및 특수관계인	21,692,988	21,692,988	21,692,988	21,692,988
아이콘트롤스	1,064,130	4,752,976	4,752,976	4,752,976
자사주	2,219,656	2,219,656	2,219,656	2,219,656
정몽규 및 특수관계인(지분율)	44.9%	41.7%	36.5%	33.8%
아이콘트롤스(지분율)	2.2%	9.1%	8.0%	7.4%
자사주(지분율)	4.6%	4.3%	3.7%	3.5%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

6. 실적 및 Valuation

동사는 과거 양적인 성장 보다는 장기 보유 토지를 중심으로 수익성 확대 전략을 펼쳐왔으나, 2014년 이후 본격적으로 분양물량을 확대하였다.

용지확보가 어려워짐에 따라 2016~2017년의 경우 자체 주택사업보다 도급 주택사업의 비중이 크게 증가하였으며, 2018년에도 전년과 유사한 수준의 분양을 계획하고 있다.

회계적인 인식 기준의 변화에 따라 하반기 자체사업 매출은 반영이 크게 없을 것으로 전망되며, 2019년 상반기에 증가, 다시 하반기 감소할 것이다. 따라 자체사업 매출이 반영되는 분기와 반영되지 않는 분기의 수익성 차이 크게 날 것으로 전망된다.

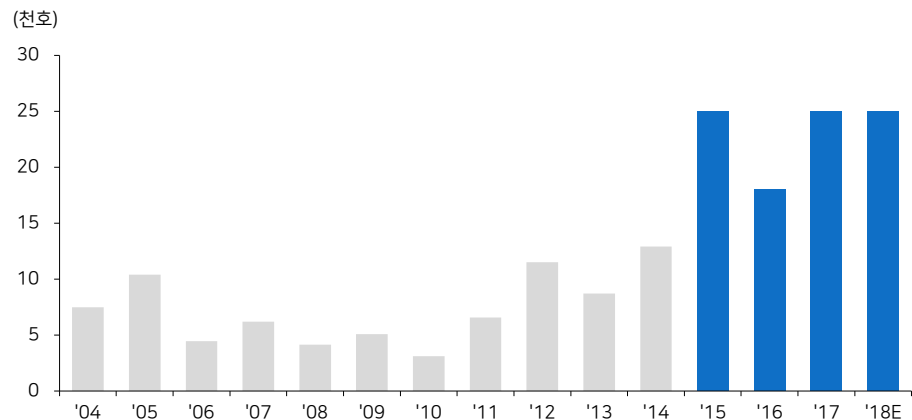
도급 주택 매출은 소폭의 성장국면은 가증하나, 최근 분양물량 동향을 감안하면 역시 성장하기는 어려울 것으로 판단된다.

의정부, 파주, 광운대 부지 등이 본격적으로 반영되는 시점까지 단기적인 실적 모멘텀 보다는 절대 Valuation 중심의 접근이 필요하다.

토목부문은 향후 수익성 안정화가 가능할 것으로 전망되며, 연평균 자체 주택사업을 1조원 규모, 도급 매출은 2.5조원 수준으로 가져갈 때 지속가능 한 영업이익 규모는 최소한 6,000억원을 상회하는 구조이다.

0.7조원 수준의 순현금과 3% 수준으로 추정되는 배당률까지 감안할 때 단기적인 모멘텀 부족에도 불구하고 저평가 매력은 큰 것으로 판단된다. 2018~2019년 세후 영업이익 기준 Target multiple 8x 를 적용해 투자 의견 '매수' 와 적정주가 75,000원을 제시한다.

그림22 분양물량 추이



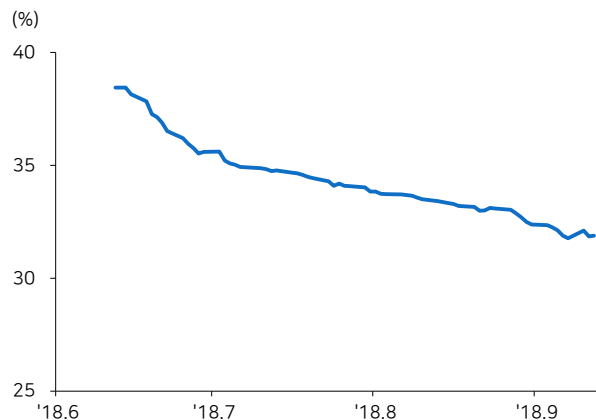
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 PBR 추이



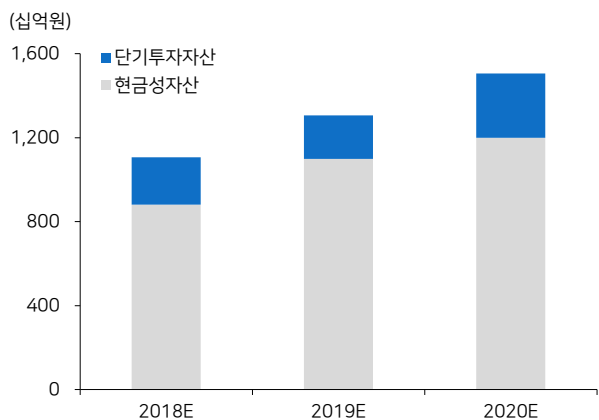
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 외국인 지분율 추이



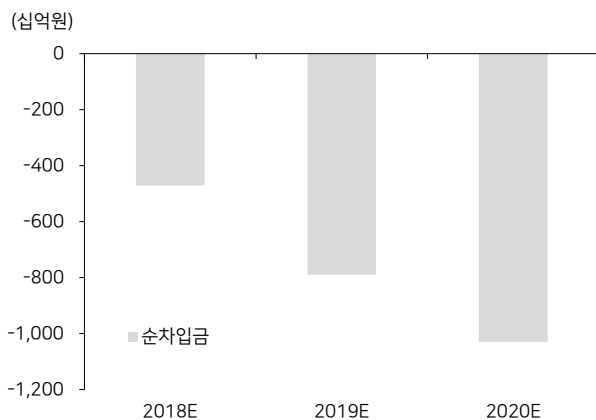
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 현금성 자산 및 단기투자자산 추이



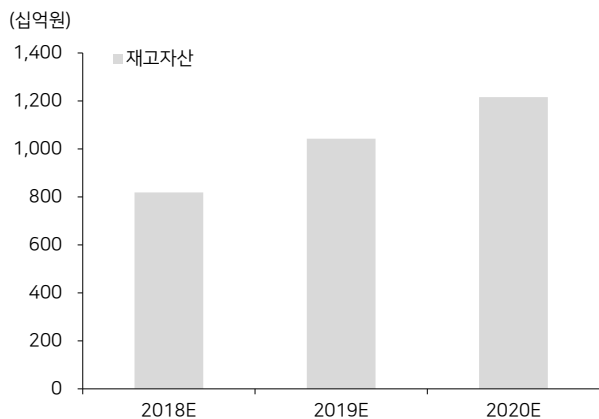
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 순현금 구조 확대



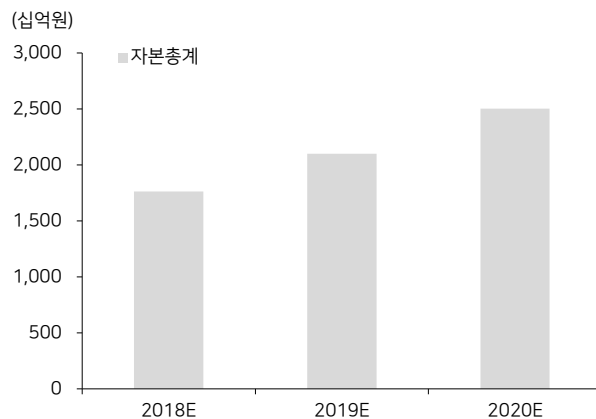
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 일부 용지 확보에 따른 재고자산 증가



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 순자본 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표9 부문별 수익추정

(십억원)		1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
1.토목	토목매출	64.0	63.0	69.8	92.7	289.6	63.3	66.5	58.4	77.5	265.8
	토목원가	60.8	59.5	64.2	84.4	268.9	60.1	62.8	53.8	70.6	247.2
	원가율(%)	95.0	94.4	92.0	91.0	92.9	95.0	94.4	92.0	91.0	93.0
	GP마진율(%)	5.0	5.6	8.0	9.0	7.1	5.0	5.6	8.0	9.0	7.0
	GP	3.2	3.5	5.6	8.3	20.7	3.2	3.7	4.7	7.0	18.5
2.건축	건축매출	71.0	86.0	82.8	96.1	335.9	83.4	79.6	82.0	87.3	332.3
	건축원가	74.4	90.0	78.7	91.3	334.4	76.7	73.3	75.4	80.3	305.7
	원가율(%)	104.8	104.6	95.0	95.0	99.5	92.0	92.0	92.0	92.0	92.0
	GP마진율(%)	-4.8	-4.6	5.0	5.0	0.5	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
	GP	-3.4	-4.0	4.1	4.8	1.6	6.7	6.4	6.6	7.0	26.6
3.주택	주택매출	923.0	1,106.0	693.6	822.5	3,545.1	1,247.3	1,130.2	825.4	951.3	4,154.3
	주택원가	753.5	898.7	582.2	699.1	2,933.5	993.9	922.9	690.4	805.6	3,412.7
	원가율(%)	81.6	81.3	83.9	85.0	82.7	79.7	81.7	83.6	84.7	82.2
	GP마진율(%)	18.4	18.7	16.1	15.0	17.3	20.3	18.3	16.4	15.3	17.8
	GP	169.5	207.3	111.4	123.4	611.6	253.4	207.3	135.0	145.8	741.5
자체분양	자체분양매출	327.0	433.0	4.5	4.6	769.2	769.0	472.5	49.2	43.9	1,334.6
	자체분양원가	260.6	319.3	3.4	3.5	586.8	592.1	363.8	38.4	34.3	1,028.6
	원가율(%)	79.7	73.7	75.0	75.0	76.3	77.0	77.0	78.0	78.0	77.1
	GP마진율(%)	20.3	26.3	25.0	25.0	23.7	23.0	23.0	22.0	22.0	22.9
	GP	66.4	113.7	1.1	1.2	182.4	176.9	108.7	10.8	9.7	306.0
도급주택	전체도급매출	596.0	673.0	689.0	817.9	2,775.9	478.4	657.7	776.2	907.4	2,819.7
	전체도급원가	492.9	579.4	578.8	695.6	2,346.7	401.8	559.1	652.0	771.3	2,384.2
	원가율(%)	82.7	86.1	84.0	85.1	84.5	84.0	85.0	84.0	85.0	84.6
	GP마진율(%)	17.3	13.9	16.0	14.9	15.5	16.0	15.0	16.0	15.0	15.4
	GP	103.1	93.6	110.2	122.3	429.2	76.5	98.7	124.2	136.1	435.5

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

HDC 현대산업개발 (294870)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액			2,769.2	4,736.8	5,179.7
매출액증가율 (%)				71.1	9.4
매출원가			2,367.9	4,021.6	4,377.4
매출총이익			401.2	715.2	802.3
판매관리비			99.9	132.5	143.6
영업이익			301.3	582.6	658.7
영업이익률			10.9	12.3	12.7
금융손익			6.6	9.2	16.0
중속/관계기업손익			0.0	0.0	0.0
기타영업외손익			-1.3	0.0	0.0
세전계속사업이익			306.6	591.8	674.7
법인세비용			74.1	142.3	162.3
당기순이익			232.5	449.5	512.4
지배주주지분 순이익			232.5	449.5	512.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름			414.8	12.4	374.3
당기순이익(손실)			232.5	449.5	512.4
유형자산상각비			8.1	11.7	11.2
무형자산상각비			0.1	0.0	0.0
운전자본의 증감			138.0	-448.8	-149.3
투자활동 현금흐름			-501.2	411.9	-122.5
유형자산의증가(CAPEX)			-404.7	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)			-56.9	-5.9	-24.1
재무활동 현금흐름			-76.7	-205.9	-151.7
차입금의 증감			635.9	-118.0	-41.9
자본의 증가			1,615.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)			-163.0	218.3	100.1
기초현금			0.0	881.6	1,099.9
기말현금			881.6	1,099.9	1,200.0

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산			3,552.7	4,043.7	4,488.0
현금및현금성자산			881.6	1,099.9	1,200.0
매출채권			6.6	7.3	10.1
재고자산			818.8	1,042.7	1,217.2
비유동자산			1,343.4	937.6	950.5
유형자산			795.2	383.5	372.3
무형자산			6.3	6.3	6.3
투자자산			56.9	62.8	86.9
자산총계			4,896.1	4,981.3	5,438.4
유동부채			2,534.0	2,352.2	2,409.7
매입채무			178.0	181.5	188.9
단기차입금			207.3	187.3	167.3
유동성장기부채			100.4	50.4	50.4
비유동부채			599.3	526.7	523.7
사채			304.0	254.0	224.0
장기차입금			5.1	5.1	5.1
부채총계			3,133.3	2,878.9	2,933.4
자본금			219.7	219.7	219.7
자본잉여금			1,396.2	1,396.2	1,396.2
기타포괄이익누계액			3.0	3.0	3.0
이익잉여금			144.6	484.3	886.9
비지배주주지분			0.0	0.0	0.0
자본총계			1,762.8	2,102.5	2,505.1

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS			94,796	107,806	117,886
EPS(지배주주)			7,960	10,230	11,662
CFPS			10,110	13,526	15,247
EBITDAPS			10,593	13,526	15,247
BPS			40,119	47,850	57,013
DPS				2,500	2,500
배당수익률(%)				4.4	4.4
Valuation(Multiple)					
PER			7.1	5.5	4.8
PCR			5.6	4.2	3.7
PSR			0.6	0.5	0.5
PBR			1.4	1.2	1.0
EBITDA			309.4	594.3	669.9
EV/EBITDA			6.5	2.8	2.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)			13.2	23.3	22.2
EBITDA 이익률			11.2	12.5	12.9
부채비율			177.7	136.9	117.1
금융비용부담률			0.6	0.4	0.3
이자보상배율(x)			19.5	27.5	36.6
매출채권회전율(x)			418.2	680.2	595.0
재고자산회전율(x)			3.4	5.1	4.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 9월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 9월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 9월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박형렬, 민사영)

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)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	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)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

HDC 현대산업개발 (294870) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.09.17	기업분석	Buy	75,000	박형렬	-	-	