

2018. 10. 26



## ▲ 건설

Analyst 박형렬

02. 6098-6695

hr.park@meritz.co.kr

RA 민사영

02. 6098-6652

sayeong.min@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 65,000 원

현재주가 (10.25) 45,050 원

상승여력 44.3%

KOSPI 2,063.30pt

시가총액 19,794억원

발행주식수 4,394만주

유동주식비율 61.52%

외국인비중 31.66%

52주 최고/최저가 75,600원/41,000원

평균거래대금 161.0억원

## 주요주주(%)

HDC 외 9 인 38.46

국민연금 11.77

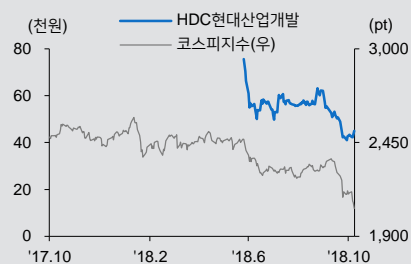
KB자산운용 5.06

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -18.8 0.0 0.0

상대주가 -8.0 0.0 0.0

## 주가그래프



## HDC현대산업개발 294870

## 이익의 기초 체력 그리고 과도한 하락

- ✓ 자체 주택사업의 이익 비중이 30~40%, 회계기준 변경에 따라 실적 변동성 확대
- ✓ 3분기 실적은 예상치를 상회, 헬리오시티 입주정산, 일부 자체의 지연입주 효과
- ✓ 도급 주택 중심으로 이루어진 이익의 기초체력 확인: 분기 평균 1,000억원 수준
- ✓ 자체주택 없이도 현재 주가는 과도한 저평가로 판단
- ✓ 2019년 하반기 이후 착공되는 의정부, 파주, 광운대 등은 진행 기준으로 인식

## 3분기 자체주택 매출감소에도 불구하고 양호한 실적 달성

분기 평균 3,000억원 수준의 매출, 영업이익 기여도가 30~40% 수준이었던 자체 주택에 대한 매출 인식 기준이 준공으로 변화되면서 실적의 변동성이 확대되었다. 3분기 주가 하락은 하반기 준공 예정인 자체사업이 없기 때문에 나타나는 실적 우려와 배당 감소에 대한 실망이 가장 큰 요인이다.

다만 3분기 실적은 낮아진 추정치 대비해서는 양호하게 발표되었으며, 이는 외주 주택의 수익성 개선이 가장 큰 요인이다. 2분기 13.9%였던 외주 주택부문의 GP margin은 3분기 20.8%로 크게 개선되었으며, 송파 헬리오시티 등에 대한 준공 정산 효과가 크다.

4분기에는 아이파크몰 관련 증축공사의 Change order 로 건축 마진이 개선될 것이며, 2019년 상반기에는 수원 영통, 청주 가경 등에서의 자체 사업 준공 매출이 인식될 것이다. 2019년 이후 착공되는 자체사업의 경우 기존대로 진행 기준으로 인식할 계획으로 시간이 걸리겠지만 실적의 안정성은 다시 개선될 것이다.

회계적인 이슈에 따른 실적 변동성으로 주가는 크게 하락하였으나, 3분기 실적에서 자체사업 비중 감소에도 불구하고 달성할 수 있는 이익의 기초체력이 연간 4,000억원 수준으로 평가되는 점, 0.4조원 수준의 순현금 등을 감안하면 현재 주가는 과도하게 하락한 것으로 판단된다.

5월 설립법인으로 배당가능 이익은 증가할 것이며, 배당성향 및 배당수익률이 주가에 미치는 영향이 크다. 지속 가능한 이익 대비 과도하게 하락한 것으로 판단, 투자의견 매수를 유지한다. 자체사업 착공이 본격화되는 시점까지 Target multiple 을 8.0x에서 7.0x로 적용, 적정주가를 75,000원에서 65,000원으로 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016											
2017											
2018E	2,804.1	337.9	246.4	8,436		41,636	5.3	1.1	4.2	13.5	171.3
2019E	4,418.1	529.0	391.9	8,919	5.7	49,355	5.1	0.9	2.1	19.6	132.5
2020E	4,133.2	467.0	348.9	7,940	-11.0	55,795	5.7	0.8	2.1	15.1	118.4

## HDC 현대산업개발 (294870)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액			2,804.1	4,418.1	4,133.2
매출액증가율 (%)				57.6	-6.4
매출원가			2,354.9	3,745.3	3,511.4
매출총이익			449.2	672.8	621.8
판매관리비			111.2	143.8	154.9
영업이익			337.9	529.0	467.0
영업이익률			12.1	12.0	11.3
금융손익			6.9	10.1	15.9
중속/관계기업손익			0.0	0.0	0.0
기타영업외손익			-16.3	-20.0	-20.0
세전계속사업이익			328.5	519.0	462.9
법인세비용			82.1	127.1	114.0
당기순이익			246.4	391.9	348.9
지배주주지분 순이익			246.4	391.9	348.9

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름			481.4	-46.4	181.1
당기순이익(손실)			246.4	391.9	348.9
유형자산상각비			8.1	11.7	11.2
무형자산상각비			0.1	0.0	0.0
운전자본의 증감			190.7	-450.0	-179.0
투자활동 현금흐름			-501.1	390.0	-166.8
유형자산의증가(CAPEX)			-404.7	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)			-56.9	-4.7	-4.6
재무활동 현금흐름			-76.7	-153.6	-101.2
차입금의 증감			635.9	-118.4	-48.5
자본의 증가			1,615.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)			-96.4	190.0	-86.9
기초현금			0.0	948.2	1,138.3
기말현금			948.2	1,138.3	1,051.4

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산			3,619.3	4,104.9	4,423.7
현금및현금성자산			948.2	1,138.3	1,051.4
매출채권			6.6	7.2	7.7
재고자산			818.8	1,042.7	1,217.2
비유동자산			1,343.3	936.3	929.7
유형자산			795.2	383.5	372.3
무형자산			6.3	6.3	6.3
투자자산			56.9	61.5	66.1
자산총계			4,962.7	5,041.2	5,353.5
유동부채			2,534.0	2,351.4	2,396.3
매입채무			178.0	181.5	188.9
단기차입금			207.3	187.3	167.3
유동성장기부채			100.4	50.4	50.4
비유동부채			599.3	521.3	505.6
사채			304.0	254.0	224.0
장기차입금			5.1	5.1	5.1
부채총계			3,133.3	2,872.7	2,901.9
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			211.3	550.4	833.4
비지배주주지분			0.0	0.0	0.0
자본총계			1,829.4	2,168.6	2,451.5

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS			95,992	100,552	94,069
EPS(지배주주)			8,436	8,919	7,940
CFPS			10,851	11,849	10,427
EBITDAPS			11,847	12,304	10,883
BPS			41,636	49,355	55,795
DPS				1,200	1,500
배당수익률(%)				2.7	3.3
Valuation(Multiple)					
PER			5.3	5.1	5.7
PCR			4.2	3.8	4.3
PSR			0.5	0.4	0.5
PBR			1.1	0.9	0.8
EBITDA			346.1	540.6	478.2
EV/EBITDA			4.2	2.1	2.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)			13.5	19.6	15.1
EBITDA 이익률			12.3	12.2	11.6
부채비율			171.3	132.5	118.4
금융비용부담률			0.6	0.5	0.4
이자보상배율(x)			21.9	25.0	26.2
매출채권회전율(x)			423.8	641.5	556.7
재고자산회전율(x)			3.4	4.7	3.7

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 10월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 10월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 10월 26일 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 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)	

## 투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## HDC 현대산업개발 (294870) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.09.17	기업분석	Buy	75,000	박형렬	-35.4	-17.2	<div> <div>(원)</div> <div> <div>100,000</div> <div>75,000</div> <div>50,000</div> <div>25,000</div> <div>0</div> </div> <div> <div>16.10</div> <div>17.4</div> <div>17.10</div> <div>18.4</div> <div>18.10</div> </div> </div> <div>HDC현대산업개발</div>
2018.10.26	기업브리프	Buy	65,000	박형렬	-	-	