



하나금융그룹

2019년 2월 25일 | Equity Research

HDC현대산업개발 (294870)

디벨로퍼 밸류에이션, 지금은 15년만의 투자기회 재림

한국형 디벨로퍼, PBR 밸류에이션을 적용해야 하는 산업

일본/미국/한국 등의 다양한 디벨로퍼들의 밸류에이션은 각각 다른데, 한국식 디벨로퍼란 '토지를 매입하고 주택/건축으로 분양하여 토지를 모두 매각하는' 형태로 소위 '오늘만 사는' 형태의 비지니스를 추진한다. 이는 토지를 매입하고 이후 건축물만 Rebuild하여 '내일도 있는' 일본식 디벨로퍼(스미토모/미쓰이 등)와 차별되는 부분이고, 기업형 임대주택이나 리츠와도 차별된다. 그래서 한국식 시행사에 가장 적합한 밸류에이션은 청산가치 방식이라 할 PBR이 기본이 된다.

자체 개발사업은 제약의 Pipeline과 유사, NPV로 반영

현산개발의 2019~2020년 분양예정 자체사업지는 총 5개, 사업비 6조원 규모다. 2019년에는 대전도안(2,500세대, 0.9조), 수원 망포(1,800세대, 0.7조), 의정부 주상복합(1,300세대, 0.5조)이고, 2020년에는 광운대복합(2.5조원), 파주운정(3,200세대, 1.3조원)규모다. 이들 5개는 제약회사의 신약 Pipeline과 같이 개발~준공까지 짧게는 3년, 길게는 10년 이상 소요되고, 분양시점=시판시점에 매칭된다. 현재 내부적으로 추가 미공개 토지확보 등이 있겠으나, 결과적으로 사업화단계까지 오른 파이프라인들만이 자본총계상승에 기여하게 된다. 전년말 기말자본 2.0조원 기준, 2019~2020년의 5개 사업을 종료하고 NPV를 하면 3.1조원으로 상승하고, 순현금을 가산 시 TP 8.1만원으로 상향(종전 7.5만원)한다.

15년만에 돌아온 투자 적기, 이쯤 되니 컨빅션 바이 탑픽

2003~2006년의 주택가격 급등이 2004년의 제2기 신도시(60만호 공급)로 연결된다. 2004년까지 옛지가 적던 현대산업은 2기 신도시 택지공급 기간에 적극적으로 자체사업지를 개발, 2007~2008년 사업화 기준 총 2.1만세대, 분양매출 8조원의 자체사업을 확보했고 이를 통해 Fwd PBR 3.5배 수준까지 갔었고 이때 매수한 주주라면 4~5배 수익을 냈을 것이다. 2016~2018년 3년의 주택가격 상승으로 3기 신도시(30만호)가 기획되고, 이제 다시 한번 시행사를 15년만에 적극 사야 할 시점이 되었다. 현 Pipeline기준 Terminal Equity는 3.1조지만, 2년 내 확보할 추가 사업이 존재하고, 위로 방향이 열렸다. 건설업종 Top-pick 제시하겠다.

Update

BUY

| TP(12M): 81,000원(상향) | CP(2월 22일): 49,250원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,230.50		
52주 최고/최저(원)	75,600/39,700	3,218.8	4,256.6
시가총액(십억원)	2,164.0	375.1	489.7
시가총액비중(%)	0.18	285.7	379.4
발행주식수(천주)	43,938.2		
60일 평균 거래량(천주)	175.0		
60일 평균 거래대금(십억원)	8.0		
18년 배당금(예상, 원)	1,000		
18년 배당수익률(예상, %)	2.07		
외국인지분율(%)	31.27		
주요주주 지분율(%)			
HDC 외 9 인	38.46		
국민연금	12.40		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	14.3 (13.9) 0.0		
상대	8.5 (12.2) 0.0		

Stock Price	
(천원)	HDC현대산업개발(주)

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	십억원	N/A	N/A	2,792.7	4,131.8	4,673.9
영업이익	십억원	N/A	N/A	317.9	482.3	527.2
세전이익	십억원	N/A	N/A	324.8	530.3	575.2
순이익	십억원	N/A	N/A	229.9	402.0	436.0
EPS	원	N/A	N/A	5,232	9,149	9,923
증감률	%	N/A	N/A	N/A	74.9	8.5
PER	배	N/A	N/A	9.21	5.38	4.96
PBR	배	N/A	N/A	1.11	1.01	0.91
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	5.23	3.42	2.92
ROE	%	N/A	N/A	12.03	19.89	19.29
BPS	원	N/A	N/A	43,478	48,530	54,357
DPS	원	N/A	N/A	1,000	1,500	1,500



건설/건자재 Analyst 채상우

02-3771-7269

swchae@hanafn.com

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

하나금융투자

한국식 디벨로퍼의 밸류에이션은 토지를 매입-매각까지 하는 Terminal 방식

한국의 디벨로퍼인 HDC현대산업을 포함한 대부분 주택개발 회사들의 주택공급 방식은, 택지개발이나 도시개발을 통해서 택지를 확보하고 이를 민간 등에 분양하면서 토지의 개발이익을 수취하고 사실상 사업을 청산하는 방식이다.

한국영화 '아저씨'를 보면 나오는 주인공(원빈)의 멋진 대사와 같이 '난 오늘만 보고 산다'라는 컨셉의 사업 방식이다. 이는 종종 일본의 디벨로퍼들인 스미토모/미쓰이 부동산 등과 비교될 수 밖에 없는데, 일본의 디벨로퍼들은 '내일도 보고 산다' 형식으로 토지를 매각하지 않는다. 일본 대형 시행사들은 토지를 매입하면 이후 시대와 상황에 맞춰 건축물만을 리모델링/리빌딩 하면서 임대수익을 중심으로 수익을 발휘하고, 토지가격의 상승은 자연스럽게 시가총액의 상승으로 연결된다.

일본이든 한국이든 결과적으로 디벨로퍼란 토지의 용도변경이나 개량 등을 통해서 당장 혹은 미래의 매각으로 이익을 내는 기업들이다. 다만 한국의 주택 중심 시행사들은 토지매각을 통해 지금의 이익을 극대화 시키게 된다. 따라서, 한국의 시행사들이 주택공급을 늘렸을 때 벌어들이는 이익은 소위 청산 시점의 이익만큼 급증할 수 밖에 없고, 그래서 이들 기업에 대해서 PER을 적용하는 것은 구조적 모순이 존재한다.

그림 1. 오늘만 사는 한국형 개발회사



자료: 구글, 하나금융투자

그림 2. 내일도 사는 일본형 개발회사



자료: 구글, 하나금융투자

한국식 디벨로퍼의 밸류에이션은 제약회사와 오히려 유사

현재 HDC현대산업개발이 진행중인 자체사업 예정지는 총 5건이다(고척 아이파크 제외), 당장 2019~2020년에 공급할 예정이므로 가시성이 높다. 사업 내용은 광운대 역세권(2020년, 2.5조원 규모), 파주 동파동 주택자체사업(2020년, 3,200호, 1.3조원), 대전 도안2단계(2019년, 2,500세대, 0.9조원), 의정부 주상복합(2019년, 1,300세대, 0.5조원), 수원 망포지구2차(2019년, 1,800세대, 0.7조원) 등이다.

이들 자체사업은 제약회사의 신약 파이프라인과 같이 택지매입~준공까지 짧게는 3년, 길게는 10년 이상 소요되는 초 장기 사업들이다. 제약회사와 다른 점은 시판단계가 분양이라고 봤을 때, 제약회사는 그때부터 시판의 이익을 Recurring하며 반복 영업이익을 수취하겠지만, 시행사의 경우 토지를 매각하면서 사실상 Terminal 하게 사업을 종료하게 된다는 것이다. 그래서 시행사의 사업화 방식은 제약과 닮았지만, 종후 시점의 기업가치에 대해서 PBR을 적용하는 것이 가장 합리적이라는 결론이 도출된다.

현재, HDC현대산업의 2018년 말 기준 자본총계는 1.85조원이고 순현금 0.5조원으로 유지된다. 이들 5개 자체 사업지를 신약 파이프라인과 같은 방식으로 사업화 되었을 시를 고려한다면 2019~2020년을 거쳐서 2023년말 기준 개발사업의 순익만으로도 1.35조원의 순이익 증가가 존재한다. 이를 3.5%로 사업별로 할인하면 NPV로 1.15조원의 증가가 발생한다.

표 1. HDC현대산업개발 공급예정 사업지

(단위: 십억원)

주요사업	분양매출규모(추정)	순이익(추정)	순이익의 NPV	준공까지 잔존기간(년)	부지면적(만m ²)
광운대역세권	2,500.0	500.0	421.0	5	14.9
파주 동파동	1,280.0	256.0	215.5	5	49.5
대전 도안 2-2	880.0	176.0	153.4	4	23.3
의정부 주복	497.0	99.4	86.6	4	2.1
수원 망포지구	728.0	145.6	126.9	4	21.9

자료: HDC현대산업개발, 하나금융투자

TP 8.1만원으로 상향

HDC현대산업의 목표주가를 종전 7.5만원에서 Terminal 시점 Equity를 반영한 8.1만원으로 상향한다. 현재의 자본구조 상 순현금 0.5조원은 그대로 유지될 것으로 판단하고 순익기준 1.15조원이 그대로 현금 증가로 그대로 연결 될 것으로 전망한다.

HDC현대산업개발의 Terminal 시점의 청산가치가 PBR 1.0배냐 1.2배냐 0.8배냐의 이슈 역시 존재한다. 즉, 주택개발사업을 원활히 할만한 환경이고, 현재 미공개지만 양질의 프로젝트가 추가적으로 진행될만한 상황이라면, 당장 가시성 있는 5개 프로젝트를 통한 자본총계 증가 이외에도 프리미엄을 반영해서 Terminal Target PBR 1.2배를 적용할 수도 있을 것이다. 반대로 현재 신도시 공급 계획이 전무하고, 추가 택지개발이나 도시개발 사업을 원활히 할만한 환경이 아니라면, 이런 기업의 청산가치는 PBR 1.0배를 하회하여 0.8이거나 0.5가 될 수도 있을 것이다. 따라서, 개발사업의 업황은 현재 내부적으로 발굴중인 자체 개발사업의 질과 양을 규정하게 되고, 이는 청산시점의 PBR에 영향을 미칠 것이다. 현재 하나금융투자는 이를 1.0배로 본 것과 마찬가지인데 (Terminal Equity를 그대로 NPV하였으므로), 현재 3기 신도시로 대표되는 택지개발사업이 2019~2020년에 본격화 될 것이 예상되는 만큼, 벤류에이션 측면에서 얼마든지 상향조정할만한 이슈가 발생했다고 본다.

표 2. HDC현대산업개발 벤류에이션 테이블

(단위: 십억원, %, 천주, 원)

구분	항목	값
A. 개발사업 후 청산가치	전년말 자본총계	1,910.3
	개발사업 NPV	1,157.7
	Terminal 자본총계	3,068.0
	할인/할증(업황)	1.0
B. 순현금(총차입금-현금)		512.6
C. EV		3,580.6
발행주식수(천주)		43,938.2
적정주가(KRW)		81,000

자료: 하나금융투자

역사의 반복, 디벨로퍼는 택지개발시기에 매수해야 함

지난 2003~2006년의 주택가격 급등시기에도 당시 참여정부는 2004년부터 2기 신도시(총 11개 지역, 60만호 공급)를 기획하면서 수요억제책과 공급확대책을 동시에 내 놓았다. 2기 신도시로 공급된 지역이 현재의 동탄1,2, 파주운정, 평택고덕, 양주 옥정, 김포한강, 성남위례, 하남미사와 같은 도시들이다. 이들 지역을 개발하기 위한 택지공급은 2004~2006년의 3년에 집중되었다.

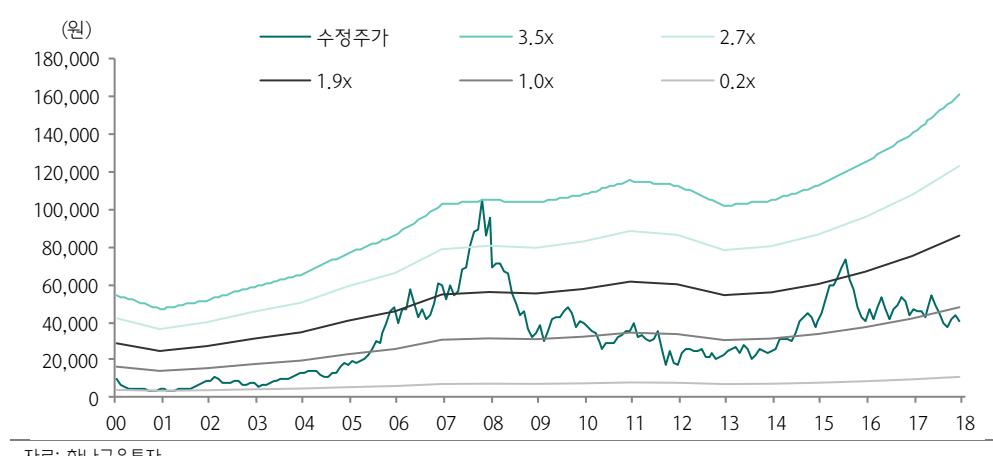
택지공급 확대 기간동안 국내 주택개발 시행사들은 택지개발예정지역 중심의 민간 토지를 매입하거나, 지주와 공동으로 도시개발사업 물량을 확보하기 시작했다. 이 시기에 현대산업도 수원 권선지구 6,000세대, 파주 운정 3,200세대, 해운대 우동 아이파크 1,600세대 등 2007~2008년에 공급가능한 물량만 총 2.1만세대/분양매출 기준 8.0조 원이라는 어마어마한 수준으로 증가시키기 시작했다. 제약회사로 치면 신약 파이프라인을 본격적으로 확대하고 임상1~2~3상을 거쳐 시판매로 넘어가던 시절이었다. 이에, Fwd PBR 3.5배가 될 때까지 지속해서 주가도 상승했다.

그러나 '08년의 글로벌 금융위기와 '11년의 유럽 재정위기발 후폭풍이 2013년까지 지속되면서 파주운정은 분양조차 못하였고 권선 아이파크는 6,000세대를 일괄 분양할 것처럼 시작했으나 5차로 나눠서 분양하게 된다. 이 과정에서 상당한 순이익을 본 것은 사실이지만, Terminal 단계까지 가는데 예상했던 시점보다 2배 이상의 기간이 소요되게 된다. 이는 자연스럽게 Valuation 하락으로 연결되었다. 그리고 2013년이 되자, 박근혜 정부가 4.1 부동산 정책을 발표했고 이를 통해 HDC현산개발과 같은 주택시행사의 장기 먹거리 확보에 비상이 걸리게 된다.

이후 2016년부터 시행사들이 확보한 택지재고 소진이 확인되었고, 주식시장과 부동산 시장은 이를 그대로 반영하여 주식시장에서는 시행사의 Discount가 시작되었다. 현산개발 뿐 아니라 지방시행사, 부동산신탁회사, 시멘트와 같은 골조용 건자재 기업들에 대한 De-rating이 일제히 시작되었다. 부동산 시장은 신도시의 공급이 사라진다는 것을 확인하고, 구도심의 재건축/재개발 중심의 가격 강세가 시현된다. 그제 2016~2018년까지 이어진 것이고, 이 3년 동안 시행사는 지옥을, 정비사업에 강점이 있던 GS건설은 천국을 맛보게 된다. 두 회사는 그래서 신도시-구도심을 사이에 둔 Trade-off 관계다.

그림 3. 현대산업개발 분할 전 PBR 밴드

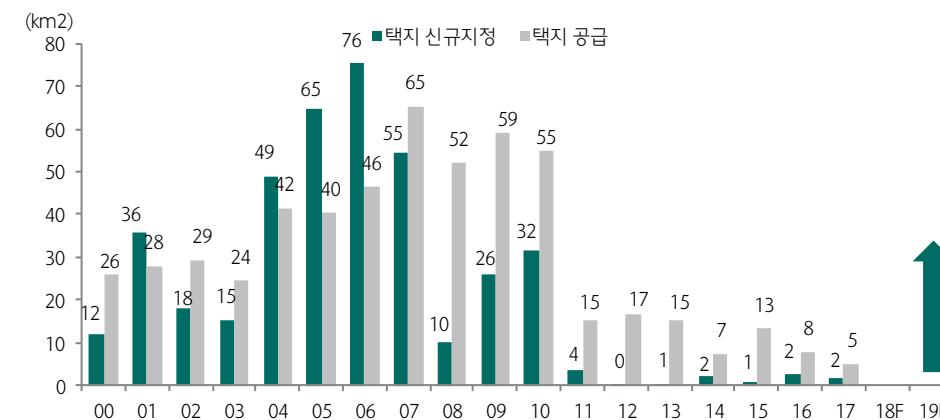
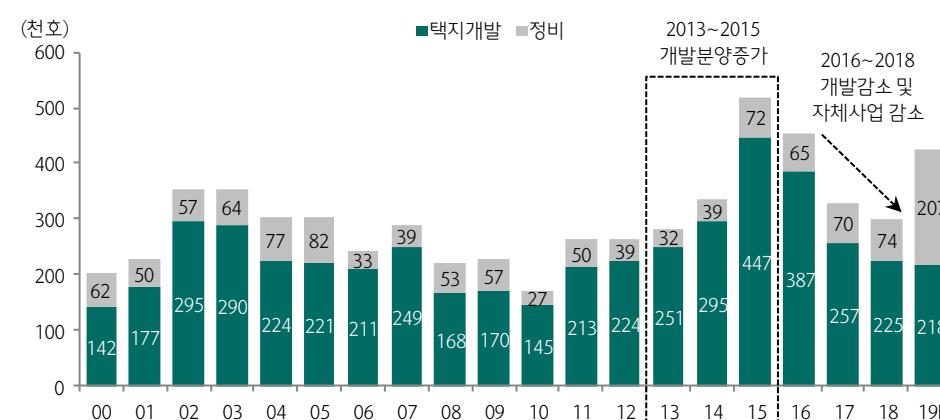
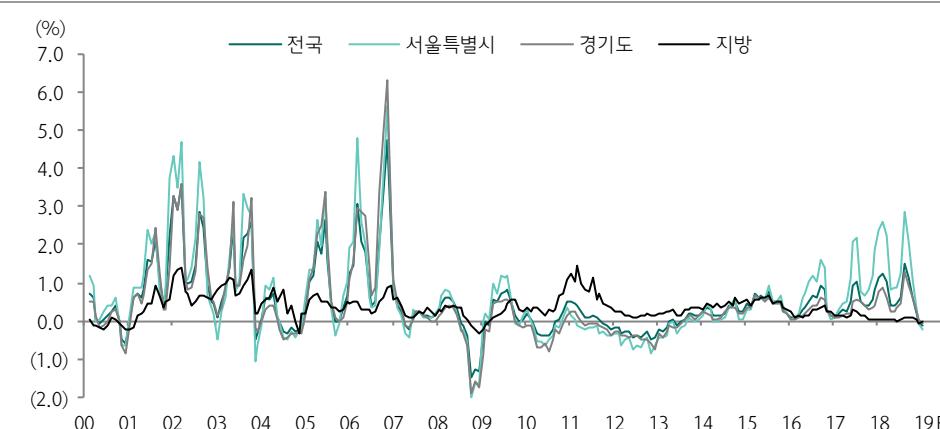
2004-2006년의 2기 신도시 택지 공급에 맞춰 현산개발이 자체사업지를 확보하면서 Fwd PBR 3.5배까지 상승, 이후 공급 지연과 금융위기, 택지개발 종료로 PBR 1.0배로 하락



2013~2015년의 3년간 전국이 고르게 주택가격이 회복, 이 기간동안은 '택지개발' 물량 중심으로 공급확대에 나서며 전 건설사의 베뉴체인이 호황을 맞이하였음.

이후 2016~2018년의 3년은 구도심 중심으로 강세, 이는 2016년부터 택지개발 물량이 감소하는 것이 확인되었기 때문. 이 기간동안은 '정비사업' 중심의 건설사만 호황

그림 4. 월간 주택가격 추이



자료: 부동산114, 하나금융투자

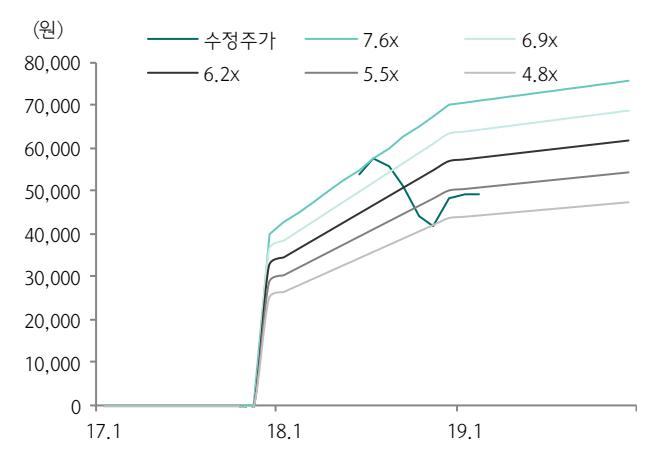
15년만의 재 사이클, 건설 커버리지 탑픽

정부는 2018년 11월 3기 신도시 1차 지역을 공개하며 총 약 17만호의 주택공급을 발표했다. 연내 추가 2차 지역이 공개되어 3기 신도시로 총 30만호를 채우게 될 것이다.

이런 변화는 2019~2022년의 택지공급 확대로 연결되고 이와 연계한 도시개발 사업 역시 활발해 질 수 밖에 없다. 특히 과거 2기 신도시때와 달리, 3기 신도시는 서울과의 접근성이 높은 지역에 중점되어 있는 만큼, 2기 신도시의 단점을 그대로 극복하였다는 점에서 미래 주택시장에서 상당히 인기있는 상품으로 선택 될 것이다.

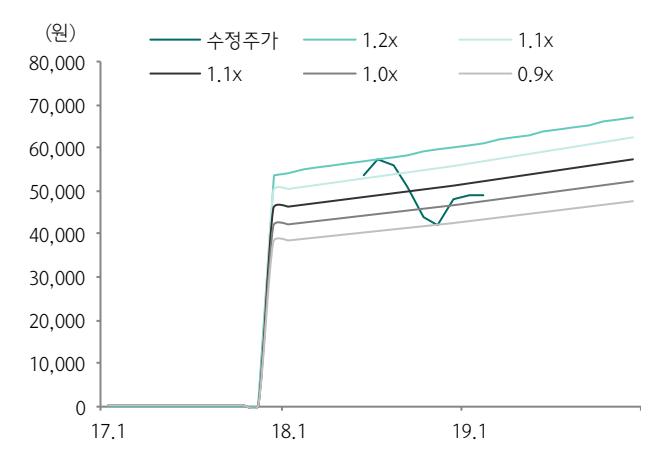
그리고 시행사는 이런 시점에 적극 매수해야 할 시점이다. 지금은 2010년대 전체를 통하여 가장 시행사의 업황이 개선되는 시점이다. 지난 2004~2006년과 같이 택지개발 물량이 증가하면, 도시개발 물량도 증가하고 이는 시행사 업황 확대로 연결된다. 그리고 시행사들은 Q가 증가할 때 사야하는 기업이며 이것이 필요조건이다. 지난 3년간 서울의 주택가격이 47% 상승했는데(부동산114 기준), 현대산업의 주가는 소위 형편없었다. 그러나 GS건설과 같이 서울의 주택가격 상승에 가장 수혜를 본 기업들도 분명히 존재했다. 즉, 신도시가 없어 찾아온 구도심 중심 시대는 구도심의 시행사인 조합이 모든 수익을 차지할 수 있었고, 시공사로 GS건설이 황금기를 구가하였다. 그러나 15년만에 다시 3기 신도시가 기획되면서 수도권 개발회사인 시행사들이 이제 수익을 구가할 수 있는 환경이 되었다. 그리고 이런 변화에 가장 먼저 사야할 기업은 HDC현대산업이 되었다. 전 건설 커버리지를 통틀어서 최선호주로 제시해본다.

그림 5. HDC현대산업 분할 후 12M Fwd PER Band



자료: 하나금융투자

그림 6. HDC현대산업 분할 후 12M Fwd PBR Band



자료: 하나금융투자

표 3. HDC현대산업개발 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018P	2019F	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	2,792.7	4,131.8	825.5	939.5	1,027.7	876.8	1,191.7	985.5	1,077.9
YoY growth		47.9%				-17.9%	44.4%	4.9%	4.9%
1) 주택자체	492.9	510.0	433.0	53.0	6.9	80.0	250.0	80.0	100.0
YoY growth		3.5%				-75.5%	-42.3%	50.9%	1349.3%
2) 주택도급	2,187.3	2,711.5	673.0	701.0	813.3	596.5	705.0	677.9	732.1
YoY growth		24.0%				0.1%	4.8%	-3.3%	-10.0%
3) 기타	112.5	910.4	(280.5)	185.5	207.5	200.3	236.7	227.6	245.8
매출원가	2,333.7	3,473.9	689.5	777.8	866.4	754.4	982.0	830.3	907.2
원가율	82.2%	83.4%	83.5%	82.8%	0.0%	83.4%	83.4%	83.3%	83.5%
주택자체	72.3%	74.7%	73.7%	69.9%	2.0%	75.0%	73.0%	77.0%	77.0%
주택도급	82.1%	82.7%	86.1%	79.2%	81.4%	85.0%	82.0%	82.0%	82.0%
매출총이익	459.0	657.9	136.0	161.7	161.3	122.4	209.7	155.1	170.7
1) 주택자체	136.5	128.9	113.8	16.0	6.8	20.0	67.5	18.4	23.0
YoY growth		-5.6%				-69.9%	-40.7%	15.3%	240.1%
GPM		25.3%	26.3%	30.1%	98.0%	25.0%	27.0%	23.0%	23.0%
2) 주택도급	390.7	470.2	93.6	145.8	151.3	89.5	126.9	122.0	131.8
YoY growth		20.3%				-13.2%	35.6%	-16.3%	-12.9%
GPM		17.3%	13.9%	20.8%	18.6%	15.0%	18.0%	18.0%	18.0%
3) 기타	(68.2)	58.8	(71.4)	(0.0)	3.3	12.9	15.3	14.7	15.9
판관비	141.1	175.5	36.3	42.8	62.0	35.1	53.6	39.4	47.4
영업이익	317.9	482.3	99.7	118.9	99.3	87.3	156.1	115.7	123.2
YoY growth		51.7%				-30.4%	56.6%	-2.7%	24.1%
OPM	11.4%	11.7%	12.1%	12.7%	9.7%	10.0%	13.1%	11.7%	11.4%

자료: 하나금융투자

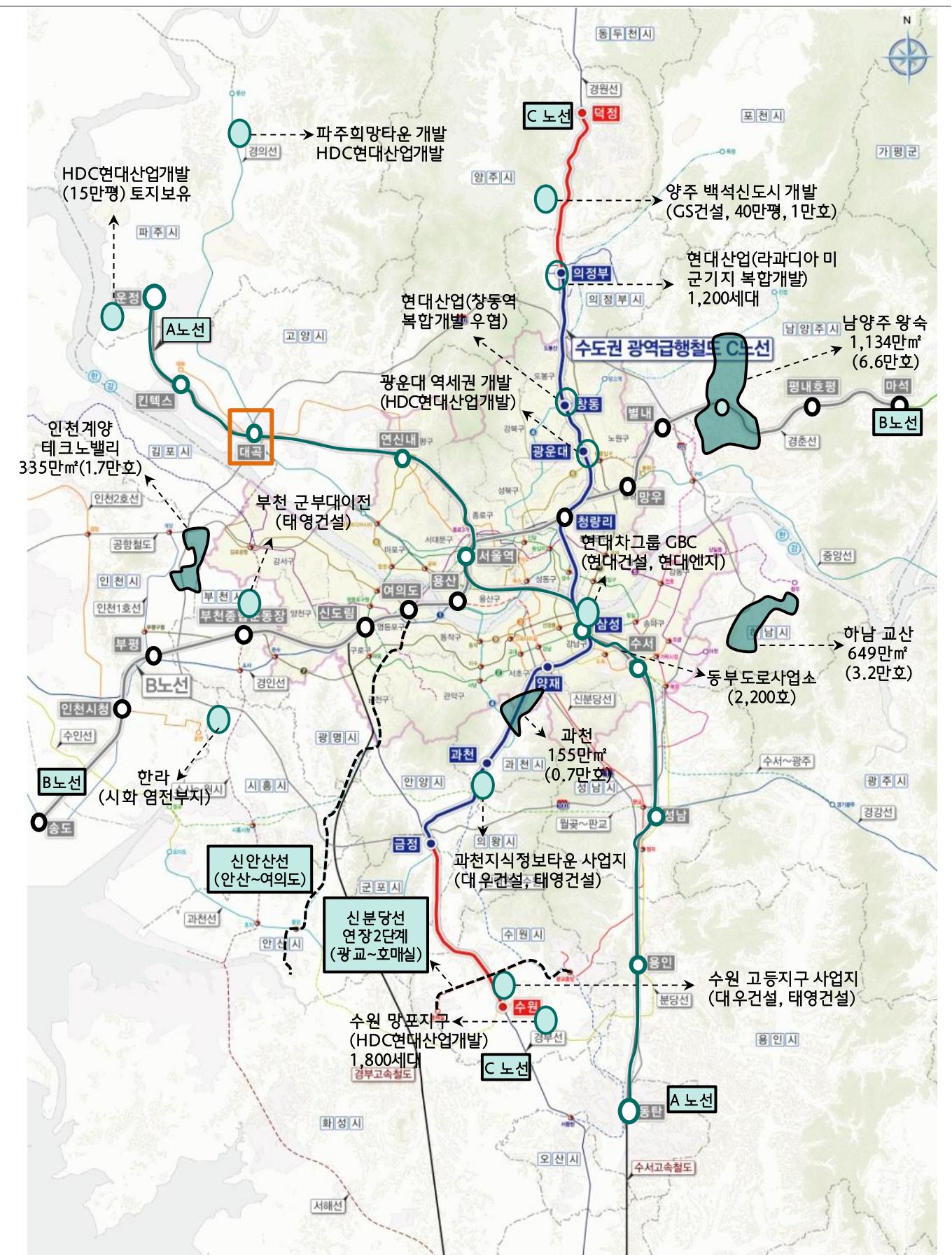
표 4. HDC현대산업개발 자체 사업지 현황

(단위: 호)

구분	현장명	세대수	분양시점	준공시점
기분양	수원 아이파크시티 5차	553	2Q15	2Q17
	김포 사우아이파크	1,300	4Q15	2Q18
	속초 청호아이파크	687	4Q15	1Q18
	김포 한강아이파크(3BL)	1,230	1Q16	2Q18
	비전 아이파크 평택(A1-1)	585	1Q16	2Q18
	청주 가경 아이파크 1단지	905	4Q16	4Q19E
	청주 가경 아이파크 2단지	664	4Q17	2Q20E
예정	수원 영통 아이파크캐슬 망포 2차	1,816	미정	미정
	대전 도안 2차	2,533	2Q19E	2Q22E
	고척 아이파크 (뉴스테이)	2,205	미정	미정
	의정부 주상복합	1,373	미정	미정

자료: HDC현대산업개발, 하나금융투자

그림 7. GTX C노선도 및 주요 건설사 사업지



자료: 국토교통부, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	N/A	N/A	2,792.7	4,131.8	4,673.9
매출원가	N/A	N/A	2,333.7	3,473.9	3,948.4
매출총이익	N/A	N/A	459.0	657.9	725.5
판관비	N/A	N/A	141.1	175.5	198.3
영업이익	N/A	N/A	317.9	482.3	527.2
금융순익	N/A	N/A	11.4	24.0	24.0
종속/관계기업손익	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	N/A	N/A	(4.5)	24.0	24.0
세전이익	N/A	N/A	324.8	530.3	575.2
법인세	N/A	N/A	94.9	128.3	139.2
계속사업이익	N/A	N/A	229.9	402.0	436.0
중단사업이익	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
당기순이익	N/A	N/A	229.9	402.0	436.0
비지배주주지분 순이익	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	N/A	N/A	229.9	402.0	436.0
지배주주지분포괄이익	N/A	N/A	229.9	402.0	436.0
NOPAT	N/A	N/A	225.0	365.6	399.6
EBITDA	N/A	N/A	317.9	482.3	527.2
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	N/A	48.0	13.1
NOPAT증가율	N/A	N/A	N/A	62.5	9.3
EBITDA증가율	N/A	N/A	N/A	51.7	9.3
영업이익증가율	N/A	N/A	N/A	51.7	9.3
(지배주주)순익증가율	N/A	N/A	N/A	74.9	8.5
EPS증가율	N/A	N/A	N/A	74.9	8.5
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	N/A	16.4	15.9	15.5
EBITDA이익률	N/A	N/A	11.4	11.7	11.3
영업이익률	N/A	N/A	11.4	11.7	11.3
계속사업이익률	N/A	N/A	8.2	9.7	9.3

투자지표

	2016	2017	2018P	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	N/A	N/A	5,232	9,149	9,923
BPS	N/A	N/A	43,478	48,530	54,357
CFPS	N/A	N/A	7,393	12,070	13,091
EBITDAPS	N/A	N/A	7,236	10,978	11,999
SPS	N/A	N/A	63,561	94,037	106,374
DPS	N/A	N/A	1,000	1,500	1,500
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	9.2	5.4	5.0
PBR	N/A	N/A	1.1	1.0	0.9
PCFR	N/A	N/A	6.5	4.1	3.8
EV/EBITDA	N/A	N/A	5.2	3.4	2.9
PSR	N/A	N/A	0.8	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	N/A	N/A	12.0	19.9	19.3
ROA	N/A	N/A	5.0	8.2	7.9
ROIC	N/A	N/A	16.0	24.2	23.6
부채비율	N/A	N/A	138.7	144.7	141.0
순부채비율	N/A	N/A	(23.7)	(24.0)	(26.2)
이자보상배율(배)	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

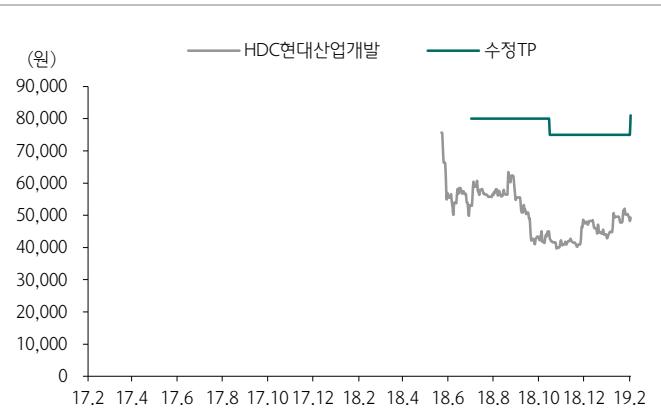
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	N/A	N/A	3,403.6	3,694.6	4,104.1
금융자산	N/A	N/A	1,053.6	1,062.6	1,126.8
현금성자산	N/A	N/A	753.6	618.8	624.7
매출채권 등	N/A	N/A	1,700.0	1,904.0	2,153.8
재고자산	N/A	N/A	650.0	728.0	823.5
기타유동자산	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
비유동자산	N/A	N/A	1,156.7	1,523.6	1,652.8
투자자산	N/A	N/A	202.0	298.9	338.1
금융자산	N/A	N/A	200.0	295.9	334.7
유형자산	N/A	N/A	420.7	690.7	780.7
무형자산	N/A	N/A	6.4	6.4	6.4
기타비유동자산	N/A	N/A	527.6	527.6	527.6
자산총계	N/A	N/A	4,560.3	5,218.2	5,756.9
유동부채	N/A	N/A	2,150.0	2,485.8	2,779.2
금융부채	N/A	N/A	250.0	250.0	250.0
매입채무 등	N/A	N/A	1,600.0	1,792.0	2,027.1
기타유동부채	N/A	N/A	300.0	443.8	502.1
비유동부채	N/A	N/A	500.0	600.0	589.4
금융부채	N/A	N/A	350.0	300.0	250.0
기타비유동부채	N/A	N/A	150.0	300.0	339.4
부채총계	N/A	N/A	2,650.0	3,085.8	3,368.5
지배주주지분	N/A	N/A	1,910.3	2,132.3	2,388.3
자본금	N/A	N/A	219.7	219.7	219.7
자본잉여금	N/A	N/A	1,528.5	1,528.5	1,528.5
자본조정	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	N/A	N/A	162.1	384.1	640.1
비지배주주지분	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
자본총계	N/A	N/A	1,910.3	2,132.3	2,388.3
순금융부채	N/A	N/A	(453.6)	(512.6)	(626.8)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	N/A	N/A	(70.1)	605.9	423.4
당기순이익	N/A	N/A	229.9	402.0	436.0
조정	N/A	N/A	0.0	0.1	(0.0)
감가상각비	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
외환거래손익	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
지분법손익	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
기타	N/A	N/A	0.0	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	N/A	N/A	(300.0)	203.8	(12.6)
투자활동 현금흐름	N/A	N/A	(1,456.7)	(510.7)	(187.4)
투자자산감소(증가)	N/A	N/A	(202.0)	(96.9)	(39.2)
유형자산감소(증가)	N/A	N/A	(420.7)	(270.0)	(90.0)
기타	N/A	N/A	(834.0)	(143.8)	(58.2)
재무활동 현금흐름	N/A	N/A	2,468.2	130.0	130.0
금융부채증가(감소)	N/A	N/A	600.0	(50.0)	(50.0)
자본증가(감소)	N/A	N/A	1,748.2	0.0	0.0
기타재무활동	N/A	N/A	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	N/A	N/A	120.0	180.0	180.0
현금의 증감	N/A	N/A	753.6	(134.9)	6.0
Unlevered CFO	N/A	N/A	324.8	530.3	575.2
Free Cash Flow	N/A	N/A	(490.8)	285.9	283.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

HDC현대산업개발



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
19.2.25	BUY	81,000		
18.11.8	BUY	75,000	-40.41%	-30.67%
18.7.25	BUY	80,000	-33.56%	-21.00%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	93.2%	5.9%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 2월 22일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 2월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2019년 2월 25일 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.