



2019년 7월 29일 | Equity Research

# HDC현대산업개발 (294870)

## 주택개발에서 TOD개발로 변하는 HDC현대산업개발

### 2분기 영업이익 컨센서스 상회

HDC현대산업개발의 2Q19 실적은 매출액 1.45조원(YoY 75.6%), 영업이익 1,958억원(YoY 96.4%)을 기록했다. OPM은 13.5%로 영통 아이파크캐슬, 청주가경1차 등 자체사업 입주 매출이 반영되면서 상승했다. 2Q18이 5월, 6월의 2개월 실적임을 고려할 때 전년과 유사한 수준의 실적이며 영업이익 기준 컨센서스에 상회하는 수준이다.

### 분양가상한제에 대한 우려로 주가 약세

HDC현대산업개발의 미착공 재건축/재개발 수주잔고 12.3조 중 강남/서초/송파/강동의 수주잔고는 3조원, 서울 전체의 수주잔고는 4.2조원 수준으로 그리 높지 않은 비중을 차지하고 있다. 분양가상한제가 강남3구 중심 서울의 투기/투기과열지역에 국지적으로 적용될 가능성이 높다는 측면에서 현재의 주가는 Deep Value 상태로 판단된다.

특히 2020년부터 HDC현대산업의 주력 개발사업이 TODs(Transit Oriented Developments)인 역세권 개발사업으로 옮겨가고 있는 만큼, 현재의 분양가상한제 주택시장 관련 우려는 과도하게 반영되었다고 판단한다.

### 건설주 Top pick 유지, 구조적 성장주 될 것

HDC현대산업의 목표주가를 종전 8.7만원에서 신규 6.3만원으로 27.6% 하향하나, 업종내 최선호주를 유지하겠다. 언급한대로 주택에서 복합개발, 특히 세계적 개발사업의 화두 중 하나인 TODs로 변화가 2020년 시작되는 만큼, 적극적 매수 구간이라고 판단한다.

### Earnings Preview

**BUY**

| TP(12M): 63,000원(하향) | CP(7월 26일): 36,600원

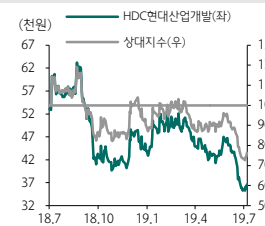
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,066.26
52주 최고/최저(원)	63,200/35,250
시가총액(십억원)	1,608.1
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	43,938.2
60일 평균 거래량(천주)	119.3
60일 평균 거래대금(십억원)	5.0
18년 배당금(예상, 원)	1,500
18년 배당수익률(예상, %)	4.10
외국인지분율(%)	33.86
주요주주 지분율(%)	
HDC 외 9인	38.46
국민연금	12.52
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(16.6) (18.4) (38.2)
상대	(14.4) (14.0) (31.5)

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	4,128.8	4,151.8
영업이익(십억원)	470.3	441.4
순이익(십억원)	366.6	347.1
EPS(원)	8,351	7,887
BPS(원)	49,794	56,512

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	0.0	2,792.7	4,112.2	4,359.1	4,577.1
영업이익	십억원	0.0	317.9	505.6	505.4	530.6
세전이익	십억원	0.0	324.8	547.8	553.4	549.5
순이익	십억원	0.0	229.9	413.4	419.4	406.7
EPS	원	0	7,825	9,408	9,546	9,256
증감률	%	N/A	N/A	20.2	1.5	(3.0)
PER	배	N/A	6.16	3.89	3.83	3.95
PBR	배	N/A	1.15	0.71	0.64	0.59
EV/EBITDA	배	N/A	3.90	2.38	2.20	1.79
ROE	%	0.00	12.46	20.15	17.64	15.58
BPS	원	0	41,993	51,400	56,850	62,009
DPS	원	0	500	1,500	1,500	1,500



건설/건자재 Analyst 채상욱  
02-3771-7269  
swchae@hanafn.com

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

## 2분기 영업이익 컨센서스 상회

HDC현대산업개발의 2Q19 실적은 매출액 1,45조원(YoY 75.6%), 영업이익 1,958억원(YoY 96.4%)을 기록했다. OPM은 13.5%로 영통 아이파크캐슬, 청주가경1차 등 자체사업 입주 매출이 반영되면서 상승했다. 2Q18이 5월, 6월의 2개월 실적임을 고려할 때 전년과 유사한 수준의 실적이며 영업이익 기준 컨센서스에 상회하는 수준이다.

표 1. HDC현대산업개발 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2018	2019F	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19A	3Q19F	4Q19F
<b>매출액</b>	<b>2,792.7</b>	<b>4,112.2</b>	<b>825.5</b>	<b>939.5</b>	<b>1,027.7</b>	<b>881.0</b>	<b>1,449.0</b>	<b>870.9</b>	<b>911.0</b>
YoY growth		47.2%					75.5%	-7.3%	-11.4%
1) 주택자체	492.9	948.5	433.0	53.0	6.9	182.5	586.0	80.0	100.0
YoY growth		92.4%					35.3%	50.9%	1349.3%
2) 주택도급	2,187.3	2,711.5	673.0	701.0	813.3	576.4	727.0	677.9	730.2
YoY growth		24.0%					8.0%	-3.3%	-10.2%
3) 기타	112.5	452.2	(280.5)	185.5	207.5	122.1	136.0	113.0	80.8
<b>매출원가</b>	<b>2,343.8</b>	<b>3,431.1</b>	<b>689.5</b>	<b>777.8</b>	<b>876.5</b>	<b>729.4</b>	<b>1,201.0</b>	<b>730.1</b>	<b>770.6</b>
원가율	82.2%	83.4%	83.5%	82.8%	85.3%	83.4%	83.4%	83.3%	83.5%
주택자체	72.3%	71.5%	73.7%	69.9%	2.0%	68.6%	71.3%	75.0%	75.0%
주택도급	82.1%	85.5%	86.1%	79.2%	81.4%	84.0%	90.7%	83.0%	84.0%
<b>매출총이익</b>	<b>448.9</b>	<b>681.1</b>	<b>136.0</b>	<b>161.7</b>	<b>151.2</b>	<b>151.6</b>	<b>248.0</b>	<b>140.8</b>	<b>140.4</b>
1) 주택자체	136.5	270.5	113.8	16.0	6.8	57.3	168.2	20.0	25.0
YoY growth		98.1%					47.8%	25.4%	269.7%
GPM		28.5%	26.3%	30.1%	98.0%	31.4%	28.7%	25.0%	25.0%
2) 주택도급	390.7	391.9	93.6	145.8	151.3	92.2	67.6	115.2	116.8
YoY growth		0.3%					-27.8%	-21.0%	-22.8%
GPM		14.5%	13.9%	20.8%	18.6%	16.0%	9.3%	17.0%	16.0%
3) 기타	(78.3)	18.7	(71.4)	(0.0)	(6.8)	2.1	12.2	5.6	(1.4)
<b>판매비</b>	<b>131.0</b>	<b>175.5</b>	<b>36.3</b>	<b>42.8</b>	<b>51.9</b>	<b>46.8</b>	<b>52.0</b>	<b>36.6</b>	<b>40.1</b>
<b>영업이익</b>	<b>317.9</b>	<b>505.6</b>	<b>99.7</b>	<b>118.9</b>	<b>99.3</b>	<b>101.5</b>	<b>196.0</b>	<b>104.3</b>	<b>100.4</b>
YoY growth		59.0%					96.6%	-12.3%	1.0%
OPM	11.4%	12.3%	12.1%	12.7%	9.7%	11.5%	13.5%	12.0%	11.0%

자료: 하나금융투자

## 분양가상한제에 대한 우려로 주가 약세

HDC현대산업개발의 미착공 재건축/재개발 수주잔고 12.3조 중 강남/서초/송파/강동의 수주잔고는 3조원, 서울 전체의 수주잔고는 4.2조원 수준으로 그리 높지 않은 비중을 차지하고 있다. 분양가상한제가 강남3구 중심 서울의 투기/투기과열지역에 국지적으로 적용될 가능성이 높다는 측면에서 현재의 주가는 Deep Value 상태로 판단된다.

특히 2020년부터 HDC현대산업의 주력 개발사업이 TODs(Transit Oriented Developments)인 역세권 개발사업으로 옮겨가고 있는 만큼, 현재의 분양가상한제 주택 시장 관련 우려는 과도하게 반영되었다고 판단한다.

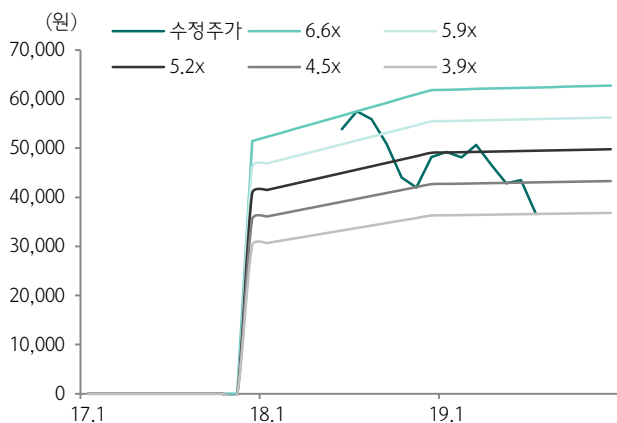
표 2. HDC현대산업개발 자체사업지 분양 및 입주 시기

(단위: 호, 십억원)

구분	현장명	세대수	분양매출 (예상)	분양	입주	2017				2018				2019E				2020E				2021E				2022E			
						1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
2016	청주 가경 아이파크 1단지	905	317	4Q16	2Q19																								
2017	청주 가경 아이파크 2단지	664	232	4Q17	2Q20																								
2019	대전 도안 아이파크2차	2,560	790	2Q19	4Q22																								
2019	아이파크캐슬 당포 2차 (397세대 분양)	1,815	450	2Q19	4Q22																								
2019	고척 아이파크 (뉴스테이)	2,205	309	3Q19	4Q22																								
2019	의정부 주상복합	1,373	481	4Q19	4Q23																								
2020	인천 구도심 도시개발	-	-	2Q20	2Q24																								
2020	파주 운정 동패동 Phase 1	3,200	1,216	2Q20	2Q23																								
2020	광운대 역세권 복합 개발	3,000	2,600	3Q20	3Q24																								
2022	창동 역세권 복합개발	-	1,080	3Q21	3Q25																								
2022	파주 운정 동패동 Phase 2	1,800	720	2Q22	2Q25																								
2022	파주 희망타운 개발	-	-	3Q22	3Q26																								

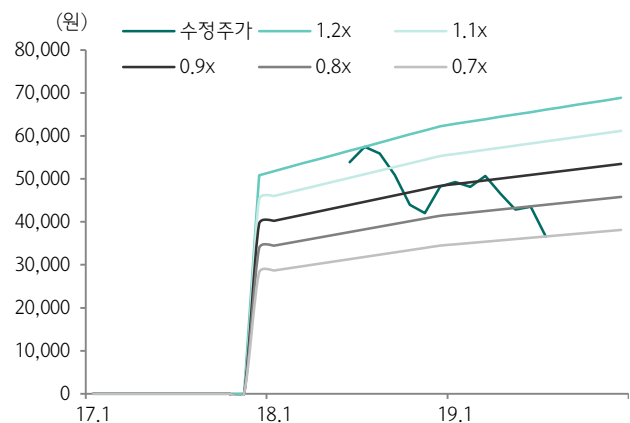
자료: 부동산114, 하나금융투자

그림 1. HDC현대산업개발 12M Fwd PER Band



자료: 하나금융투자

그림 2. HDC현대산업개발 12M Fwd PBR Band



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

하나금융투자

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>N/A</b>	<b>2,792.7</b>	<b>4,112.2</b>	<b>4,359.1</b>	<b>4,577.1</b>
매출원가	N/A	2,343.8	3,431.1	3,668.8	3,852.2
매출총이익	N/A	448.9	681.1	690.3	724.9
판매비	N/A	131.0	175.5	185.0	194.2
<b>영업이익</b>	<b>N/A</b>	<b>317.9</b>	<b>505.6</b>	<b>505.4</b>	<b>530.6</b>
금융손익	N/A	15.1	25.9	24.0	18.9
종속/관계기업손익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	N/A	(8.3)	16.2	24.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>N/A</b>	<b>324.8</b>	<b>547.8</b>	<b>553.4</b>	<b>549.5</b>
법인세	N/A	94.9	134.4	133.9	142.8
계속사업이익	N/A	229.9	413.4	419.4	406.7
중단사업이익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>N/A</b>	<b>229.9</b>	<b>413.4</b>	<b>419.4</b>	<b>406.7</b>
비지배주주지분 순이익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>N/A</b>	<b>229.9</b>	<b>413.4</b>	<b>419.4</b>	<b>406.7</b>
지배주주지분포괄이익	N/A	228.2	413.4	419.4	406.7
NOPAT	N/A	225.0	381.6	383.1	392.7
EBITDA	N/A	326.5	514.0	513.5	538.5
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	N/A	N/A	47.2	6.0	5.0
NOPAT증가율	N/A	N/A	69.6	0.4	2.5
EBITDA증가율	N/A	N/A	57.4	(0.1)	4.9
영업이익증가율	N/A	N/A	59.0	(0.0)	5.0
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	79.8	1.5	(3.0)
EPS증가율	N/A	N/A	20.2	1.5	(3.0)
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	N/A	16.1	16.6	15.8	15.8
EBITDA이익률	N/A	11.7	12.5	11.8	11.8
영업이익률	N/A	11.4	12.3	11.6	11.6
계속사업이익률	N/A	8.2	10.1	9.6	8.9

## 투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	N/A	7,825	9,408	9,546	9,256
BPS	N/A	41,993	51,400	56,850	62,009
CFPS	N/A	10,639	12,192	12,455	12,256
EBITDAPS	N/A	11,117	11,698	11,687	12,256
SPS	N/A	95,080	93,590	99,210	104,171
DPS	N/A	500	1,500	1,500	1,500
<b>주가지표(배)</b>					
PER	N/A	6.2	3.9	3.8	4.0
PBR	N/A	1.1	0.7	0.6	0.6
PCFR	N/A	4.5	3.0	2.9	3.0
EV/EBITDA	N/A	3.9	2.4	2.2	1.8
PSR	N/A	0.5	0.4	0.4	0.4
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	N/A	12.5	20.2	17.6	15.6
ROA	N/A	4.7	8.3	8.0	7.3
ROIC	N/A	28.7	32.2	23.1	22.4
부채비율	N/A	163.7	125.8	117.2	110.0
순부채비율	N/A	(45.7)	(17.0)	(19.1)	(23.7)
이자보상배율(배)	N/A	23.6	22.0	27.7	32.2

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>N/A</b>	<b>3,839.5</b>	<b>3,602.1</b>	<b>3,806.4</b>	<b>4,004.5</b>
금융자산	N/A	1,577.8	908.4	951.0	1,070.5
현금성자산	N/A	1,352.6	578.5	601.5	703.7
매출채권 등	N/A	1,030.8	1,154.5	1,223.9	1,220.8
재고자산	N/A	775.2	868.2	920.3	966.3
기타유동자산	N/A	455.7	671.0	711.2	746.9
<b>비유동자산</b>	<b>N/A</b>	<b>1,023.8</b>	<b>1,495.7</b>	<b>1,616.9</b>	<b>1,715.8</b>
투자자산	N/A	445.0	655.2	694.6	729.3
금융자산	N/A	445.0	655.2	694.6	729.3
유형자산	N/A	396.1	658.1	740.2	804.6
무형자산	N/A	6.1	5.8	5.5	5.3
기타비유동자산	N/A	176.6	176.6	176.6	176.6
<b>자산총계</b>	<b>N/A</b>	<b>4,863.4</b>	<b>5,097.8</b>	<b>5,423.4</b>	<b>5,720.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>N/A</b>	<b>2,444.8</b>	<b>2,228.2</b>	<b>2,345.9</b>	<b>2,449.7</b>
금융부채	N/A	381.2	220.1	220.9	221.6
매입채무 등	N/A	1,845.5	1,716.3	1,819.4	1,910.4
기타유동부채	N/A	218.1	291.8	305.6	317.7
<b>비유동부채</b>	<b>N/A</b>	<b>574.2</b>	<b>611.9</b>	<b>580.3</b>	<b>546.7</b>
금융부채	N/A	353.9	303.9	253.9	203.9
기타비유동부채	N/A	220.3	308.0	326.4	342.8
<b>부채총계</b>	<b>N/A</b>	<b>3,019.0</b>	<b>2,840.1</b>	<b>2,926.2</b>	<b>2,996.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>N/A</b>	<b>1,844.4</b>	<b>2,257.7</b>	<b>2,497.2</b>	<b>2,723.9</b>
자본금	N/A	219.7	219.7	219.7	219.7
자본잉여금	N/A	1,396.2	1,396.2	1,396.2	1,396.2
자본조정	N/A	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
기타포괄이익누계액	N/A	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	N/A	229.3	642.6	882.1	1,108.8
<b>비지배주주지분</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>
<b>자본총계</b>	<b>N/A</b>	<b>1,844.4</b>	<b>2,257.7</b>	<b>2,497.2</b>	<b>2,723.9</b>
순금융부채	N/A	(842.7)	(384.4)	(476.2)	(645.0)

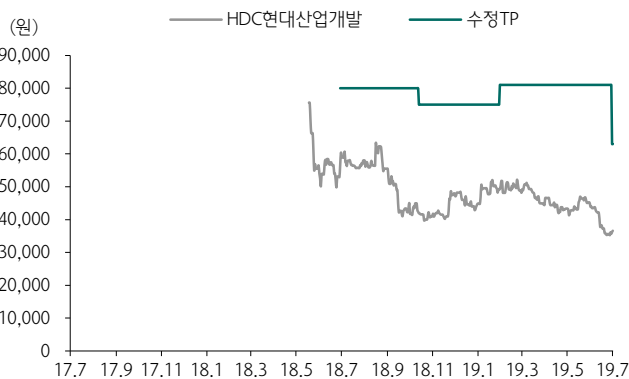
## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>N/A</b>	<b>454.6</b>	<b>21.9</b>	<b>401.2</b>	<b>455.5</b>
당기순이익	N/A	229.9	413.4	419.4	406.7
조정	N/A	164.9	8.3	8.2	7.9
감가상각비	N/A	8.6	8.4	8.1	7.9
외환거래손익	N/A	(1.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	N/A	157.8	(0.1)	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	N/A	59.8	(399.8)	(26.4)	40.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>N/A</b>	<b>(175.0)</b>	<b>(584.9)</b>	<b>(148.9)</b>	<b>(124.0)</b>
투자자산감소(증가)	N/A	(453.5)	(210.2)	(39.4)	(34.7)
유형자산감소(증가)	N/A	(5.8)	(270.0)	(90.0)	(72.0)
기타	N/A	284.3	(104.7)	(19.5)	(17.3)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>N/A</b>	<b>28.3</b>	<b>(211.1)</b>	<b>130.8</b>	<b>130.7</b>
금융부채증가(감소)	N/A	735.1	(211.1)	(49.2)	(49.3)
자본증가(감소)	N/A	1,615.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	N/A	(2,322.6)	0.0	0.0	0.0
배당지급	N/A	0.0	0.0	180.0	180.0
<b>현금의 증감</b>	<b>N/A</b>	<b>308.0</b>	<b>(774.1)</b>	<b>23.0</b>	<b>102.2</b>
Unlevered CFO	N/A	312.5	535.7	547.2	538.5
Free Cash Flow	N/A	448.8	(298.1)	261.2	333.5

## 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## HDC현대산업개발



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.7.29	BUY	63,000		
19.2.25	BUY	81,000	-44.23%	-35.68%
18.11.8	BUY	75,000	-40.23%	-30.67%
18.7.25	BUY	80,000	-34.00%	-21.00%

## 투자 등급 관련 사항 및 투자 의견 비율 공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 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

투자 등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.7%	9.7%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 7월 26일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 07월 29일 현재 해당 회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2019년 07월 29일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.