

HDC현대산업개발 (294870)

유희부지 활용 주택공급 확대는 투자매력 상승 요인

2020년 분양 1.5만세대, 2021년부터 개발사업 확대 전망

HDC현대산업개발 2020년 분양세대수는 차주 공급 예정인 청주 가경5단지(자체, 965세대) 포함 1.5만세대가 될 전망이다. 이는 2019년 6,400세대 대비 1.4배가량 증가하는 수준이다. 2021년 외주주택매출은 YoY 11% 증가하는 2.7조원을 기록할 전망이다. 2021년 자체주택사업은 총 5개 사업지(대전아이파크시티 2-1, 영통아이파크캐슬 3단지, 반정아이파크캐슬 4~5단지, 울산태화강, 청주가경5단지)에서 준공옵션 매출 포함 6천억원대 매출이 발생 가능할 전망이다. 내년 주요 개발예정사업지(용산, 공릉, 광운대)들의 착공시점과 개발방식(단순vs리츠)에 따라 추가적인 매출/이익 인식 또한 가능해 보인다.

서울 내 유희부지 활용한 주택공급 확대는 긍정적 요인

서울은 신규 택지의 공급이 거의 전무한 만큼 신규주택의 약 80%가 정비사업을 통해 공급된다는 특징이 있으며, 나머지 20%는 잔여택지나 유희부지개발을 통해 공급되는 형태다. 2021년 서울 내에서 대대적인 재건축 시행 증가가 나타나기 어렵다는 가정하, 유희부지 활용은 구도심 주택공급의 또 다른 방안으로 탄력 받을 전망이다. 최근 '준공업지역(약 20km²)'을 활용한 주택공급이나 '역세권고밀개발'등이 거론되는 것 또한 유희부지를 활용한 주택공급 가능성을 높이고 있다. 이러한 공급 기조는 서울 내 개발사업에 적극적인 동사에게 수혜로 판단하는데, ① 계획 중인 역세권개발사업 추진에 탄력이 붙을 수 있으며 ② 일부 사업지에서 용적률 상향과 같은 인센티브가 나타날 가능성을 배제할 수 없고 ③ 향후 공급되는 유희부지에 입찰할 가능성 또한 존재하기 때문이다.

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 3.3만원으로 상향

동사에 대한 투자 의견 BUY 유지하며 목표주가를 기존 2.7만원에서 신규 3.3만원으로 22% 상향한다. 목표주가 상향은 ① 산술 적정 PBR에 적용했던 할인율 20%를 최근 주택주 중심의 리레이팅을 반영하여 10%로 조정했으며 ② 2021년과 2022년 영업이익 추정치를 각각 4%, 8% 상향했기 때문이다. 3기 신도시 공급이 본격적으로 시작되는 2023년 이전까지 수도권 주택공급은 유희부지개발과 도시개발사업이 주도할 전망이며, 이에 주거단지 개발사업 참여도가 높은 동사를 지속적으로 주목할 필요가 있다.

Update

BUY

| TP(12M): 33,000원(상향) | CP(12월 16일): 26,100원

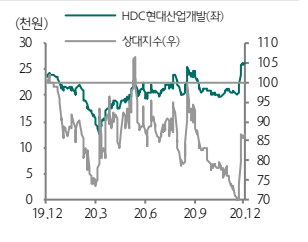
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,771.79
52주 최고/최저(원)	26,150/12,600
시가총액(십억원)	1,720.2
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	65,907.3
60일 평균 거래량(천주)	866.3
60일 평균 거래대금(십억원)	19.5
20년 배당금(예상, 원)	500
20년 배당수익률(예상, %)	1.91
외국인지분율(%)	10.03
주요주주 지분율(%)	
HDC 외 7인	41.48
국민연금공단	13.09
주가상승률	1M 6M 12M
절대	23.1 29.5 9.3
상대	13.0 (0.1) (14.5)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	3,724.9	3,826.5
영업이익(십억원)	532.1	484.0
순이익(십억원)	226.2	361.9
EPS(원)	3,694	5,490
BPS(원)	40,759	45,797

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	2,792.7	4,216.5	3,701.2	3,904.5	4,155.0
영업이익	십억원	317.9	551.5	538.1	512.6	553.7
세전이익	십억원	324.8	558.9	317.9	501.3	555.9
순이익	십억원	229.9	413.7	223.3	380.0	421.3
EPS	원	6,848	8,239	3,647	5,766	6,393
증감율	%	N/A	20.31	(55.73)	58.10	10.87
PER	배	6.53	2.89	7.16	4.53	4.08
PBR	배	1.22	0.53	0.63	0.56	0.49
EV/EBITDA	배	3.90	1.27	2.70	2.60	1.91
ROE	%	12.46	20.30	8.96	12.99	12.80
BPS	원	36,747	44,462	41,760	47,025	52,918
DPS	원	438	438	500	500	500



건설 Analyst 윤승현
02-3771-8121
Shyoon92@hanafn.com

2020년 분양 1.5만세대, 2021년 개발사업 확대 전망

2020년 분양 1.5만세대
 2021년 자체사업 매출은
 기 착공/분양 5개 사업지가 중심

분양 예정인 청주 가경5단지(자체, 965세대) 포함 시 올해 분양세대수는 약 1.5만세대이다. 내년도 자체사업은 5개 사업지(대전아이파크시티 2-1, 영통아이파크캐슬 3단지, 반정아이파크캐슬 4~5단지, 울산태화강, 청주가경5단지)에서 매출 인식이 진행될 전망이다. 내년 주요 개발예정사업지(용산철도병원, 공릉역세권, 광운대역세권) 착공 시점과 개발 형태에 따라 추가적인 매출/이익 인식 또한 가능하다는 판단이다.

표 1. HDC현대산업개발 주요 개발 프로젝트 파이프라인

(단위: 호)

프로젝트	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	세대 수/ 비고
용산 철도병원 부지 개발				용도 변경		4월							아파트 233세대, 오피스텔 168/ 상업시설 3,277평 개발 및 매각
고척아이파크 뉴스테이 민간임대주택 사업									준공/ 임대				아파트 2,205세대/ 판매시설 개발 HUG 공동출자 리츠(지분 18.5%)
인천 용현·학익 도시개발사업 (씨티오씨엘)	1차												아파트 1,131세대, 1~4차 모두 DCRE와 공동 시행
	2차												아파트 1,405 + 오피스텔 1,279
	3차												아파트 3,244세대
	4차												아파트 4,046세대
인천신항 배후단지 1-2구역				금융 약정	3월								28.5만평 부지조성공사, 4.5만평 토 지취득 이후 대토/대행개발
의정부 주상복합 (캠프 라과디아 반환 부지)						6월							아파트 754세대, 오피스텔 336/ '16 토지매입, '19.8 지구단위변경
광운대 역세권 개발					건축 허가	6월							아파트 1,920세대, 오피스텔 1,324 실 및 상업용지 5.4만평 개발
공릉 역세권 개발						4월							아파트 375세대, 상가 4,222평/ 도급 수행 + 80% 지분투자
수원 영통 아이파크캐슬 2차 (3~5단지)			3단지 7월	4~5 단지									2차 1,816세대, 상가 1,073평 2022년말 입주 예정

자료: HDC현대산업개발, 하나금융투자

표 2. 2020년 HDC현대산업개발 분양 및 분양 예정단지

(단위: 호)

분양일	단지명	사업 지역	공급 세대 수	분양구분	사업구분
1월	당진 아이파크	충남 당진	173	일반도급	
2월	속초2차 아이파크	속초 조양	582	일반도급	
5월	우장산숲 아이파크	서울 강서	576	도시재생	화곡1 재건축
6월	울산 태화강 아이파크	울산 중구	377	자체사업	
6월	서울숲 아이파크 리버포레	서울 성동	825	일반도급	
6월	수원 센트럴 아이파크 자이	수원 팔달	1,595	도시재생	팔달10 재개발
7월	영통 아이파크 캐슬 3단지	수원 영통	398	자체(준)	용도 변경 개발
7월	디에이치 퍼스티어 아이파크	서울 강남	3,128	도시재생	개포주공1 재건축
7월	속초 아이파크 스위트	속초 영랑	570	일반도급	
8월	DMC SK뷰 아이파크 포레	서울 은평	556	도시재생	수색13 재개발
9월	아시아드 레이카운티	부산 연제	1,271	도시재생	거제2 재개발
10월	구미아이파크더샵	경북 구미	673	도시재생	원평1 재개발
11월	고척 아이파크	서울 구로	2,205	민간임대	공공지원 민간임대
11월	역삼센트럴 2차	서울 강남	67	일반도급	
11월	반정 아이파크캐슬 4, 5단지	화성 반정	1,418	자체(준)	영통 도시개발
12월(예정)	청주가경아이파크 5단지	청주 흥덕	965	자체사업	가경홍골 도시개발
기 분양			14,414		
잔여 분양 예정			965		
2020년 분양 지역별: 서울 7,357, 수도권 4,376, 기타, 3,646			15,379		

자료: HDC현대산업개발, 하나금융투자

표 3. HDC현대산업개발 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
매출액	1,007	957	812	925	935	942	1,008	1,019	4,216	3,701	3,904
(% YoY)	14.3%	-34.0%	-6.8%	-8.8%	-7.1%	-1.6%	24.1%	10.2%	-3.2%	-12.2%	5.5%
자재주택	237	192	149	145	147	149	157	166	919	723	619
외주주택	647	644	529	656	660	662	719	718	2,735	2,476	2,759
토목/SOC	45	54	55	57	60	63	64	65	236	211	252
일반건축	38	19	28	27	27	27	29	30	127	112	113
매출원가	822	757	635	753	762	768	823	829	3,463	2,968	3,183
(% YoY)	12.7%	-37.0%	-13.2%	-5.9%	-7.3%	1.4%	29.6%	10.2%	-5.9%	-14.3%	7.2%
(% 원가율)	81.7%	79.1%	78.2%	81.4%	81.5%	81.5%	81.6%	81.4%	82.1%	80.2%	81.5%
자재주택	187	130	99	102	104	105	111	117	645	518	437
외주주택	542	513	420	534	540	541	591	589	2,292	2,008	2,262
토목/SOC	44	45	44	52	55	57	57	58	214	185	227
일반건축	11	20	24	25	25	25	27	28	133	80	105
매출총이익	185	200	177	172	173	174	185	190	754	733	722
(% YoY)	21.7%	-19.5%	26.6%	-19.7%	-6.3%	-12.7%	4.5%	10.2%	11.7%	-2.7%	-1.6%
(% GPM)	18.3%	20.9%	21.8%	18.6%	18.5%	18.5%	18.4%	18.6%	17.9%	19.8%	18.5%
판관비	47	52	44	51	50	50	54	55	202	195	209
(% 판관비율)	4.7%	5.5%	5.5%	5.5%	5.4%	5.3%	5.4%	5.4%	4.8%	5.3%	5.4%
영업이익	137	147	133	121	122	124	131	135	551	538	513
(% YoY)	35.3%	-24.8%	41.4%	-24.6%	-10.8%	-15.7%	-1.3%	11.7%	1.4%	-2.4%	-4.7%
(% OPM)	13.6%	15.4%	16.3%	13.1%	13.1%	13.2%	13.0%	13.3%	13.1%	14.5%	13.1%
세전이익	145	142	(91)	122	119	121	128	133	559	318	501
지배순이익	105	101	(75)	92	90	92	97	101	414	223	380

자료: HDC현대산업개발, 하나금융투자

표 4. HDC현대산업개발 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)

구분	값	비고
자기자본비용 (%)	9.45	
52주 조정 베타	1.27	
시장기대수익률 (%)	7.78	KOSPI 2000~12M Rolling 평균
무위험수익률 (%)	1.49	국고채 10년물 수익률 (2020년 평균)
지속가능성장률 (%)	2.03	(ROE x 목표 유보율 25%)
지속가능 ROE (%)	8.10	2020~2024F 평균 ROE 조정
Target PBR (배)	0.74	산술 적정 PBR 할인율 20% → 10%로 조정
Fwd BPS (원)	44,392	2020~2021F 평균 BPS
목표주가 (TP, 원)	33,000	
현재주가 (CP, 원)	26,100	
Upside (%)	26.4%	

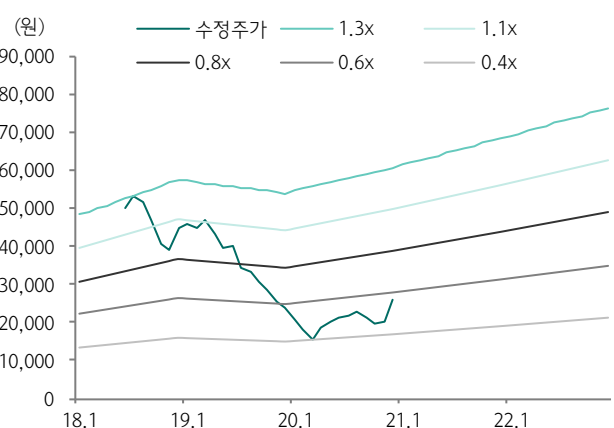
자료: 하나금융투자

그림 1. HDC현대산업개발 12개월 선행 PER밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. HDC현대산업개발 12개월 선행 PBR밴드



자료: 하나금융투자

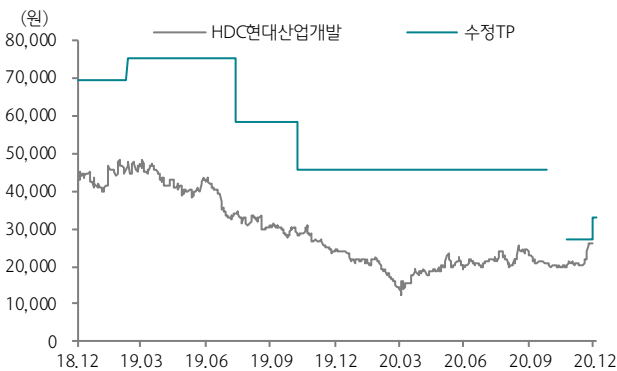
추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,792.7	4,216.5	3,701.2	3,904.5	4,155.0
매출원가	2,343.8	3,462.8	2,967.9	3,182.6	3,386.3
매출총이익	448.9	753.7	733.3	721.9	768.7
판매비	131.0	202.2	195.2	209.3	215.0
영업이익	317.9	551.5	538.1	512.6	553.7
금융손익	15.1	36.9	17.6	3.5	2.8
종속/관계기업손익	0.0	(13.9)	(22.3)	(8.1)	4.1
기타영업외손익	(8.3)	(15.7)	(215.5)	(6.7)	(4.8)
세전이익	324.8	558.9	317.9	501.3	555.9
법인세	94.9	145.2	94.5	121.3	134.5
계속사업이익	229.9	413.7	223.3	380.0	421.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	229.9	413.7	223.3	380.0	421.3
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	229.9	413.7	223.3	380.0	421.3
지배주주지분포괄이익	228.2	409.3	223.3	380.0	421.3
NOPAT	225.0	408.2	378.1	388.5	419.7
EBITDA	326.5	577.4	561.9	534.5	573.9
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	50.98	(12.22)	5.49	6.42
NOPAT증가율	N/A	81.42	(7.37)	2.75	8.03
EBITDA증가율	N/A	76.85	(2.68)	(4.88)	7.37
영업이익증가율	N/A	73.48	(2.43)	(4.74)	8.02
(지배주주)순이익증가율	N/A	79.95	(46.02)	70.17	10.87
EPS증가율	N/A	20.31	(55.73)	58.10	10.87
수익성(%)					
매출총이익률	16.07	17.88	19.81	18.49	18.50
EBITDA이익률	11.69	13.69	15.18	13.69	13.81
영업이익률	11.38	13.08	14.54	13.13	13.33
계속사업이익률	8.23	9.81	6.03	9.73	10.14
투자지표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	6,848	8,239	3,647	5,766	6,393
BPS	36,747	44,462	41,760	47,025	52,918
CFPS	9,310	10,469	5,239	7,799	8,640
EBITDAPS	9,728	11,500	9,175	8,110	8,708
SPS	83,204	83,977	60,433	59,242	63,044
DPS	438	438	500	500	500
추가지표(배)					
PER	6.53	2.89	7.16	4.53	4.08
PBR	1.22	0.53	0.63	0.56	0.49
PCFR	4.80	2.27	4.98	3.35	3.02
EV/EBITDA	3.90	1.27	2.70	2.60	1.91
PSR	0.54	0.28	0.43	0.44	0.41
재무비율(%)					
ROE	12.46	20.30	8.96	12.99	12.80
ROA	4.73	8.92	4.47	6.96	7.58
ROIC	10.33	18.20	14.84	13.72	14.32
부채비율	163.69	97.58	103.23	72.16	65.72
순부채비율	(45.69)	(17.71)	(7.43)	(10.84)	(18.03)
이자보상배율(배)	23.64	32.09	15.65	13.77	13.07

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	3,839.5	3,235.3	4,451.3	4,211.9	4,671.4
금융자산	1,577.8	1,024.2	1,650.6	1,791.3	2,095.5
현금성자산	894.8	361.1	990.8	1,095.8	1,356.0
매출채권	281.1	374.9	506.2	534.0	568.2
재고자산	775.2	502.2	440.8	465.0	494.9
기타유동자산	1,205.4	1,334.0	1,853.7	1,421.6	1,512.8
비유동자산	1,023.8	1,174.2	1,140.7	1,122.6	1,107.2
투자자산	120.7	152.3	142.7	146.5	151.2
금융자산	86.0	73.5	73.5	73.5	73.5
유형자산	396.1	388.4	365.4	344.3	324.8
무형자산	6.1	8.0	7.1	6.3	5.6
기타비유동자산	500.9	625.5	625.5	625.5	625.6
자산총계	4,863.4	4,409.6	5,592.1	5,334.5	5,778.5
유동부채	2,444.8	1,726.5	2,125.7	1,507.9	1,547.3
금융부채	381.2	424.9	971.9	981.2	992.7
매입채무	1,351.4	740.1	649.7	685.4	729.4
기타유동부채	712.2	561.5	504.1	(158.7)	(174.8)
비유동부채	574.2	451.3	714.9	728.1	744.4
금융부채	353.9	204.1	474.3	474.3	474.3
기타비유동부채	220.3	247.2	240.6	253.8	270.1
부채총계	3,019.0	2,177.8	2,840.5	2,236.0	2,291.7
지배주주지분	1,844.4	2,231.7	2,751.5	3,098.6	3,487.0
자본금	219.7	219.7	329.5	329.5	329.5
자본잉여금	1,396.2	1,396.2	1,604.7	1,604.7	1,604.7
자본조정	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
기타포괄이익누계액	(0.0)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
이익잉여금	229.3	618.1	819.5	1,166.6	1,555.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,844.4	2,231.7	2,751.5	3,098.6	3,487.0
손금유부채	(842.7)	(395.2)	(204.5)	(335.8)	(628.5)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	454.6	(120.0)	(275.2)	311.7	330.3
당기순이익	229.9	413.7	223.3	380.0	421.3
조정	16	18	2	2	2
감가상각비	8.6	25.9	23.8	21.9	20.2
외환거래손익	(1.5)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	13.9	0.0	0.0	0.0
기타	8.9	(21.0)	(21.8)	(19.9)	(18.2)
영업활동 자산부채 변동	59.8	(716.8)	(522.3)	(90.2)	(111.2)
투자활동 현금흐름	(248.9)	(237.8)	12.9	(39.5)	(48.7)
투자자산감소(증가)	(129.2)	(17.2)	9.6	(3.8)	(4.7)
자본증가(감소)	(5.8)	(4.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(113.9)	(215.7)	3.3	(35.7)	(44.0)
재무활동 현금흐름	28.3	(175.9)	1,113.6	(23.6)	(21.5)
금융부채증가(감소)	735.1	(106.1)	817.2	9.3	11.5
자본증가(감소)	1,615.8	0.0	318.4	0.0	0.0
기타재무활동	(2,322.6)	(47.8)	(0.0)	(0.0)	(0.1)
배당지급	0.0	(22.0)	(22.0)	(32.9)	(32.9)
현금의 증감	234.1	(533.7)	629.7	105.1	260.2
Unlevered CFO	312.5	525.6	320.9	514.0	569.5
Free Cash Flow	448.8	(125.0)	(275.2)	311.7	330.3

HDC현대산업개발



날짜	투자의견	목표주가	피리올	
			평균	최고/최저
20.12.16	BUY	33,000		
20.11.8	BUY	27,000	-18.59%	-3.15%
20.10.25	1년 경과			
20.8.21	담당자변경			
19.10.25	BUY	45,433	-52.82%	-31.63%
19.7.29	BUY	58,413	-46.86%	-40.87%
19.2.25	BUY	75,103	-44.50%	-35.68%
18.11.8	BUY	69,540	-40.17%	-30.67%

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	93.31%	6.69%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 12월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤승현)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
- 회사가 1%이상의 주식등을 보유한 법인(5%미만)
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤승현)는 2020년 12월 17일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.
- 법률 또는 계약으로 매매거래 등이 제한된 법인
- B업무관련 비밀유지약정 체결법인으로 해당 정보가 미공개 된 경우
- 보종 · 배서 · 담보제공 · 채무인수 등 채무이행 직 · 간접 보장 법인

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.