

HDC현대산업개발 (294870)

올해 주택 분양 증가 전망, 리츠 활용한 개발사업 기대

4Q20 Preview: 2021년 분양 1.8~1.9만세대 전망

HDC현대산업개발의 2020년 4분기 매출은 9,250억원으로 YoY 9% 감소, 영업이익은 1,210억원으로 YoY 25% 감소할 전망이다. 4분기 매출감소는 2019년 저조했던 주택분양실적에 따라 외주주택사업 매출화가 단기적으로 둔화되기 때문이며, 영업이익감소는 4Q19 자체주택입주 증가에 따른 영업이익 역기저에 기인한다. 2021년 분양세대수는 2020년 1.5만세대 대비 20%가량 증가하는 1.8~1.9만세대가 될 전망이며, 2021년 전국 아파트 분양 세대수가 전년대비 15% 이상 증가(36만호→42만호)할 것이 예상되는 만큼 충분히 달성 가능한 수준으로 판단한다. 2020년 주택분양증가는 하반기부터 주택매출증가로 연결될 전망이며, 올해 주택분양실적에 따라 2022년부터 본격적인 외형성장이 가능해 보인다.

서울 내 개발사업 리츠화, 광운대는 용적률 상향 전망

2021년 상반기 착공 예정이었던 개발사업지 3곳 (광운대역 세권, 용산 철도병원부지, 공릉역세권)은 모두 자리츠를 활용한 개발방식이 적용될 전망이다. HDC현대산업이 자리츠를 통해 광운대(100%), 용산(100%), 공릉(82%)개발사업 지분을 모두 보유하는 방식이며, 사측은 프로젝트 준공 이후 (2025~2026년) 각각의 자리츠를 모리츠에 편입하여 상장할 계획이다. 이 경우 공사가 진행되는 2025년까지의 프로젝트 매출 인식은 단순 개발방식보다 줄어들게 되나 (도급인식은 사업비의 약 40%로 추정), 장기적으로 리츠 지분 보유를 통한 임대 매출 인식이 가능하게 된다. 용산과 공릉개발사업의 착공 시점은 기존 계획과 유사한 2021년 3분기가 될 전망이며, 광운대의 경우 4분기 지구단위계획 변경을 통한 용적률 상향이 (기존 400% → 신규 560%) 선행될 전망이다. 이 경우 설계 변경이 필요하여 착공 시점은 2022년으로 이연될 가능성이 높으나, 2.5조원이었던 사업규모가 3조원이상으로 증가하며 프로젝트 수익성이 상승하는 점은 긍정적이다.

투자 의견 BUY, 목표주가 3.3만원 유지

투자 의견 BUY와 목표주가 3.3만원을 유지한다. 당초 예정되어있던 광운대개발을 제외하더라도 ① 하반기부터 전년도 주택분양 증가에 따른 매출성장이 기대되며 ② 김해 스마트 시티 구축과 같은 추가적인 개발 파이프라인도 존재하여 연내 실적 성장은 지속될 전망이다. 무엇보다 '부동산 개발 → 운용' 전략은 디벨로퍼의 미래성장 관점에서 긍정적이다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 33,000원 | CP(1월 6일): 27,650원

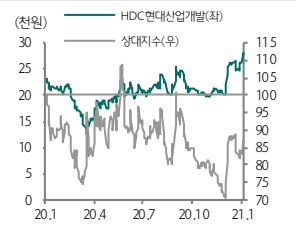
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,968.21
52주 최고/최저(원)	28,050/12,600
시가총액(십억원)	1,822.3
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	65,907.3
60일 평균 거래량(천주)	1,041.4
60일 평균 거래대금(십억원)	24.7
20년 배당금(예상, 원)	500
20년 배당수익률(예상, %)	1.92
외국인지분율(%)	10.06
주요주주 지분율(%)	
HDC 외 7인	41.48
국민연금공단	13.09
주가상승률	1M 6M 12M
절대	25.1 33.6 22.2
상대	15.1 (1.5) (11.3)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	3,708.6	3,807.5
영업이익(십억원)	541.3	493.1
순이익(십억원)	224.0	365.2
EPS(원)	3,658	5,540
BPS(원)	40,401	45,469

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	2,792.7	4,216.5	3,701.2	3,862.3	4,154.2
영업이익	십억원	317.9	551.5	538.1	502.4	553.5
세전이익	십억원	324.8	558.9	313.5	490.7	562.7
순이익	십억원	229.9	413.7	220.1	372.0	426.5
EPS	원	6,848	8,239	3,593	5,644	6,471
증감율	%	N/A	20.31	(56.39)	57.08	14.65
PER	배	6.53	2.89	7.26	4.90	4.27
PBR	배	1.22	0.53	0.63	0.59	0.52
EV/EBITDA	배	3.90	1.27	2.70	2.58	1.86
ROE	%	12.46	20.30	8.84	12.75	12.99
BPS	원	36,747	44,462	41,710	46,854	52,826
DPS	원	438	438	500	500	500



건설 Analyst 윤승현
02-3771-8121
shyoon92@hanafn.com

2021년 분양 YoY +20% 전망, 서울 내 개발예정사업 3곳 리츠 방식으로 진행

2021년 주택 분양 YoY 20% 증가하는 1.8~1.9만세대 전망

하반기부터 주택 매출성장 기대

기존 서울 내 개발 예정 사업지 3곳은 모두 자리츠를 활용한 개발 방식으로 전환 예정

HDC현대산업의 2021년 분양세대수는 2020년 1.5만세대 대비 20% 증가하는 1.8~1.9만세대로 전망하며, 2021년 전국 아파트 분양 세대수가 전년대비 15%이상 증가(36만호→42만호)할 것이 예상되는 만큼 충분히 달성 가능한 수준으로 판단한다. 2020년 증가한 주택분양은 하반기부터 주택매출증가로 연결될 것이 기대되며, 올해 주택분양 실적에 따라 2022년부터는 전사적인 외형성장 또한 가능해 보인다.

2021년 상반기 착공 예정이었던 서울 내 개발사업지 3곳은 모두 자리츠를 활용한 개발 방식이 적용될 전망이다. 이는 HDC현대산업이 자리츠를 통해 광운대(100%), 용산(100%), 공릉(82%)개발사업 지분을 모두 보유하는 방식이며, 사측은 프로젝트 준공 이후(2025~2026년) 각각의 자리츠를 모리츠에 편입하여 상장할 계획이다.

표 1. HDC현대산업개발 주요 개발 프로젝트 파이프라인

(단위: 호)

프로젝트	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	세대 수/ 비고
고척아이파크 뉴스테이 민간임대주택 사업										준공/ 임대			아파트 2,205세대/ 판매시설 개발 HUG 공동출자 리츠(지분 18.5%)
인천 용현·학익 도시개발사업 (씨티오씨엘)	1차												아파트 977세대, 오피스텔 943세대 1~4차 모두 DCRE와 공동 시행
	2차												아파트 1,559세대 + 오피스텔 336세대
	3차												아파트 3,244세대
	4차												아파트 4,046세대
인천신항 배후단지 1-2구역 (공기 25개월)				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
수원 영통 아이파크캐슬 2차 (3~5단지)			3단지 7월	4~5 단지									2차 1,816세대, 상가 1,073평 2022년말 입주 예정
광운대 역세권 개발 (리츠) (용적률 400% → 560% 상향 예정)								지구 단위		사업 승인	10월 착공		아파트 1,920세대, 오피스텔 1,324 실 및 상업용지 5.4만평 개발
공릉 역세권 개발 (리츠)						사업 승인	7월 착공						아파트 375세대, 상가 4,222평/ 도급 수혜 + 82% 지분투자
용산 병원부지개발 (리츠)						사업 승인	7월 착공						아파트 233세대, 오피스텔 168/ 상업시설 3,277평 개발 및 매각

자료: HDC현대산업개발, 하나금융투자

표 2. HDC현대산업개발 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
매출액	1,007	957	812	925	927	936	996	1,002	4,216	3,701	3,862
(% YoY)	14.3%	-34.0%	-6.8%	-8.8%	-7.9%	-2.1%	22.6%	8.3%	-3.2%	-12.2%	4.4%
자재주택	237	192	149	145	140	144	145	149	919	723	577
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	757	764	815	818	3,463	2,968	3,153
(% YoY)	12.7%	-37.0%	-13.2%	-5.9%	-8.0%	0.8%	28.2%	8.6%	-5.9%	-14.3%	6.2%
(% 원가율)	81.7%	79.1%	78.2%	81.4%	81.6%	81.6%	81.8%	81.6%	82.1%	80.2%	81.6%
자재주택	187	130	99	102	98	101	102	105	645	518	407
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	171	173	182	185	754	733	709
(% YoY)	21.7%	-19.5%	26.6%	-19.7%	-7.6%	-13.5%	2.5%	7.3%	11.7%	-2.7%	-3.2%
(% GPM)	18.3%	20.9%	21.8%	18.6%	18.4%	18.4%	18.2%	18.4%	17.9%	19.8%	18.4%
판관비	47	52	44	51	50	50	54	54	202	195	207
(% 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	121	123	128	131	551	538	502
(% YoY)	35.3%	-24.8%	41.4%	-24.6%	-12.2%	-16.6%	-3.5%	8.4%	1.4%	-2.4%	-6.6%
(% OPM)	13.6%	15.4%	16.3%	13.1%	13.0%	13.1%	12.9%	13.1%	13.1%	14.5%	13.0%
세전이익	145	142	(91)	117	117	120	125	129	559	314	491
지배순이익	105	101	(75)	89	89	91	95	98	414	220	372

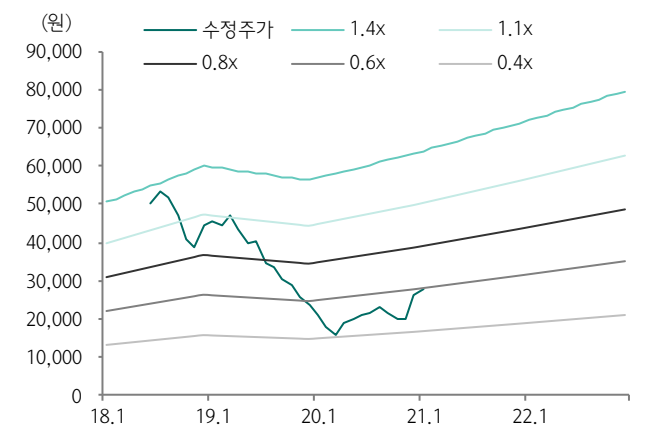
자료: HDC현대산업개발, 하나금융투자

그림 1. HDC현대산업개발 12개월 선행 PER밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. HDC현대산업개발 12개월 선행 PBR밴드



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

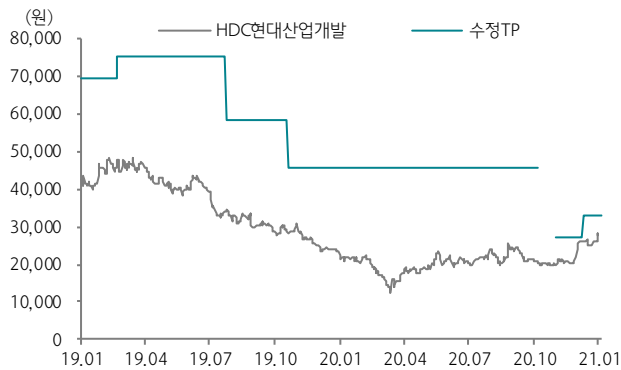
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,792.7	4,216.5	3,701.2	3,862.3	4,154.2
매출원가	2,343.8	3,462.8	2,967.9	3,152.9	3,385.7
매출총이익	448.9	753.7	733.3	709.4	768.5
판매비	131.0	202.2	195.2	207.0	214.9
영업이익	317.9	551.5	538.1	502.4	553.5
금융손익	15.1	36.9	17.5	3.9	5.4
중속/관계기업손익	0.0	(13.9)	(26.6)	(8.9)	8.5
기타영업외손익	(8.3)	(15.7)	(215.5)	(6.7)	(4.8)
세전이익	324.8	558.9	313.5	490.7	562.7
법인세	94.9	145.2	93.5	118.8	136.2
계속사업이익	229.9	413.7	220.1	372.0	426.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	229.9	413.7	220.1	372.0	426.5
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	229.9	413.7	220.1	372.0	426.5
지배주주지분포괄이익	228.2	409.3	220.1	372.0	426.5
NOPAT	225.0	408.2	377.7	380.8	419.6
EBITDA	326.5	577.4	561.9	524.4	573.7
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	50.98	(12.22)	4.35	7.56
NOPAT증가율	N/A	81.42	(7.47)	0.82	10.19
EBITDA증가율	N/A	76.85	(2.68)	(6.67)	9.40
영업이익증가율	N/A	73.48	(2.43)	(6.63)	10.17
(지배주주)순이익증가율	N/A	79.95	(46.80)	69.01	14.65
EPS증가율	N/A	20.31	(56.39)	57.08	14.65
수익성(%)					
매출총이익률	16.07	17.88	19.81	18.37	18.50
EBITDA이익률	11.69	13.69	15.18	13.58	13.81
영업이익률	11.38	13.08	14.54	13.01	13.32
계속사업이익률	8.23	9.81	5.95	9.63	10.27
투자지표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	6,848	8,239	3,593	5,644	6,471
BPS	36,747	44,462	41,710	46,854	52,826
CFPS	9,310	10,469	5,169	7,628	8,684
EBITDAPS	9,728	11,500	9,175	7,956	8,705
SPS	83,204	83,977	60,433	58,602	63,030
DPS	438	438	500	500	500
추가지표(배)					
PER	6.53	2.89	7.26	4.90	4.27
PBR	1.22	0.53	0.63	0.59	0.52
PCFR	4.80	2.27	5.05	3.62	3.18
EV/EBITDA	3.90	1.27	2.70	2.58	1.86
PSR	0.54	0.28	0.43	0.47	0.44
재무비율(%)					
ROE	12.46	20.30	8.84	12.75	12.99
ROA	4.73	8.92	4.40	6.42	6.83
ROIC	10.33	18.20	14.82	13.50	14.37
부채비율	163.69	97.58	103.36	94.08	86.78
순부채비율	(45.69)	(17.71)	(7.32)	(16.00)	(22.52)
이자보상배율(배)	23.64	32.09	15.65	13.50	13.07

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	3,839.5	3,235.3	4,448.0	4,870.1	5,394.4
금융자산	1,577.8	1,024.2	1,647.4	1,947.5	2,251.0
현금성자산	894.8	361.1	987.5	1,259.3	1,511.6
매출채권	281.1	374.9	506.2	528.2	568.1
재고자산	775.2	502.2	440.8	460.0	494.8
기타유동자산	1,205.4	1,334.0	1,853.6	1,934.4	2,080.5
비유동자산	1,023.8	1,174.2	1,140.7	1,121.8	1,107.1
투자자산	120.7	152.3	142.7	145.7	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	625.5
자산총계	4,863.4	4,409.6	5,588.8	5,991.9	6,501.6
유동부채	2,444.8	1,726.5	2,125.7	2,179.3	2,276.4
금융부채	381.2	424.9	971.9	979.3	992.7
매입채무	1,351.4	740.1	649.7	678.0	729.2
기타유동부채	712.2	561.5	504.1	522.0	554.5
비유동부채	574.2	451.3	714.9	725.3	744.3
금융부채	353.9	204.1	474.3	474.3	474.3
기타비유동부채	220.3	247.2	240.6	251.0	270.0
부채총계	3,019.0	2,177.8	2,840.5	2,904.6	3,020.7
지배주주지분	1,844.4	2,231.7	2,748.3	3,087.3	3,480.9
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	816.2	1,155.3	1,548.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,844.4	2,231.7	2,748.3	3,087.3	3,480.9
순금융부채	(842.7)	(395.2)	(201.2)	(493.9)	(784.0)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	454.6	(120.0)	(278.4)	322.4	317.2
당기순이익	229.9	413.7	220.1	372.0	426.5
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)	(71.5)	(129.5)
투자활동 현금흐름	(248.9)	(237.8)	12.9	(31.3)	(56.7)
투자자산감소(증가)	(129.2)	(17.2)	9.6	(3.0)	(5.5)
자본증가(감소)	(5.8)	(4.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(113.9)	(215.7)	3.3	(28.3)	(51.2)
재무활동 현금흐름	28.3	(175.9)	1,113.6	(25.6)	(19.6)
금융부채증가(감소)	735.1	(106.1)	817.2	7.4	13.4
자본증가(감소)	1,615.8	0.0	318.4	0.0	0.0
기타재무활동	(2,322.6)	(47.8)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
배당지급	0.0	(22.0)	(22.0)	(32.9)	(32.9)
현금의 증감	234.1	(533.7)	626.5	271.8	252.2
Unlevered CFO	312.5	525.6	316.6	502.7	572.4
Free Cash Flow	448.8	(125.0)	(278.4)	322.4	317.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

HDC현대산업개발



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최저
20.12.17	BUY	33,000	-	-
20.11.9	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 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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.31%	6.69%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 1월 3일

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)
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤승현)는 2021년 1월 7일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 법률 또는 계약으로 매매거래 등이 제한된 법인
- B업무관련 비밀유지약정 체결법인으로 해당 정보가 미공개 된 경우
- 보증 · 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.