

# HDC현대산업개발 (294870)

## 양호한 주택 부문 수익성, 매력적인 밸류에이션

### 4Q20 Review: 기대치 상회하는 양호한 실적

2020년 4분기 실적은 매출액 8,942억원 (YoY -12%, QoQ +10%, vs 컨센서스 9,150억원), 영업이익 1,685억원 (YoY +5%, QoQ +27%, vs 컨센서스 1,230억원)을 기록하며 영업이익 기준 시장 기대치를 37% 상회했다. 4분기는 외주주택부에서 원가율 하락폭이 가장 컸는데 (4Q20 73% vs 4Q19 79%), ① 기존에 원가율 100%로 반영하던 둔촌주공 현장에서 4분기부터 이익 인식이 시작되었고 ② 일부 대형 도급 사업 현장 준공 시점 도래에 따라 추가적인 원가율 개선이 나타났기 때문이다. 자체주택부문의 경우 70% 이하의 원가율을 유지하며 전반적으로 양호한 수익성을 시현했다.

### 올해 외형성장 잠시 정체되더라도 봐야하는 이유

올해는 2019년 약 6천세대로 저조했던 주택 공급이 본격적으로 매출 반영되는 시점이며, 작년과 달리 인도 시점에 매출인식하는 자체사업 현장이 부재하여 (2020년 자체사업 인도 기준 매출 인식 약 2천억원) 전사 외형 성장은 다소 정체될 전망이다. 다만, ① 2020년 1.5만세대 분양에 이어 올해도 최소 1.5만세대, 최대 1.8만세대의 양호한 주택 공급이 이어질 전망이며 ② 3분기부터 공릉역세권, 용산철도병원부지, 의정부복합 등 수도권 개발 파이프라인 착공이 예상되어 동사 장기 이익 체력은 상승 구간에 진입했다는 판단이다.

### 목표주가 3.9만원으로 상향, 밸류에이션 매력 부각

투자의견 BUY 유지하며 목표주가는 종전 3.3만원에서 신규 3.9만원으로 18% 상향한다. 현재 주가 대비 Upside는 34%다. ① 주택 사업 전반에서 양호한 수익성이 지속되고 있으며 ② 올해는 주택 분양 증가와 더불어 개발 파이프라인의 착공 본격화 또한 기대되어 긍정적이다. ③ 연휴 전후로 발표 예정인 주택공급대책의 경우 서울/수도권 내 유희부지 및 역세권 공급에서의 개발 인센티브 내용이 담길 것이 예상되는데, 이 경우 수도권에서 개발 파이프라인을 다수 보유하고 있는 동사의 수혜가 기대된다. 현재 주가는 2021년 선행 PER 5.0배, PBR 0.6배에 거래되고 있으며 밸류에이션 매력 부각되는 만큼 매력적인 투자처로 판단한다.

### Earnings Review

**BUY**

| TP(12M): 39,000원(상향) | CP(2월 2일): 29,200원

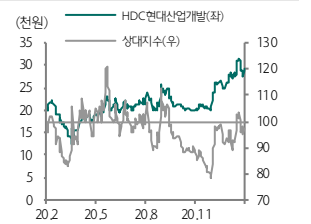
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,096.81
52주 최고/최저(원)	31,500/12,600
시가총액(십억원)	1,924.5
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	65,907.3
60일 평균 거래량(천주)	1,412.4
60일 평균 거래대금(십억원)	36.3
20년 배당금(예상, 원)	500
20년 배당수익률(예상, %)	1.92
외국인지분율(%)	10.64
주요주주 지분율(%)	
HDC 외 7인	41.48
국민연금공단	13.14
주가상승률	1M 6M 12M
절대	11.9 34.6 39.7
상대	3.8 (2.3) (4.4)

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	3,691.0	3,694.5
영업이익(십억원)	541.5	487.8
순이익(십억원)	238.3	364.2
EPS(원)	3,883	5,539
BPS(원)	40,444	45,444

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020P	2021F	2022F
매출액	십억원	2,792.7	4,216.5	3,670.2	3,606.9	3,960.8
영업이익	십억원	317.9	551.5	585.7	511.4	566.4
세전이익	십억원	324.8	558.9	347.6	503.5	576.4
순이익	십억원	229.9	413.7	220.2	381.6	436.9
EPS	원	6,848	8,239	3,595	5,791	6,630
증감율	%	N/A	20.31	(56.37)	61.08	14.49
PER	배	6.53	2.89	7.26	5.04	4.40
PBR	배	1.22	0.53	0.63	0.62	0.55
EV/EBITDA	배	3.90	1.27	2.50	2.45	1.77
ROE	%	12.46	20.30	8.84	13.06	13.24
BPS	원	36,747	44,462	41,712	47,002	53,132
DPS	원	438	438	500	500	500



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

### 4Q20 Review: 영업이익 시장 기대치 상회

2020년 4분기는 둔촌주공 이익 인식 및 일부 대형 현장 준공 시점 도래에 따라 주택부문 수익성 개선됨

2020년 4분기 실적은 매출액 8,942억원 (YoY -12%, QoQ +10%, vs 컨센서스 9,150억원), 영업이익 1,685억원 (YoY +5%, QoQ +27%, vs 컨센서스 1,230억원)을 기록하며 영업이익 기준 시장 기대치를 37% 상회했다. 4분기는 외주주택부문 원가율 하락폭이 가장 컸는데 (4Q20 73% vs 4Q19 79%), ① 기존 원가율 100%로 반영하던 둔촌주공현장에서 이익 인식이 시작되었고 ② 일부 대형 도급 사업 현장 준공 시점 도래에 따라 추가적인 원가율 개선이 나타났기 때문이다. 자체주택부문의 경우 70% 이하의 원가율을 유지하며 전반적으로 양호한 수익성을 시현했다.

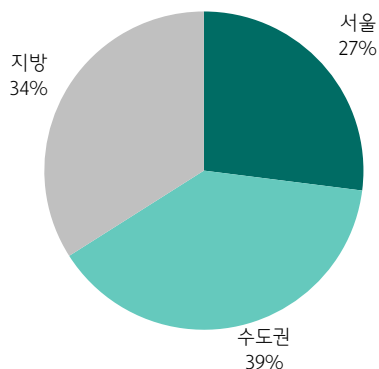
표 1. HDC현대산업개발 주요 개발 프로젝트 파이프라인

(단위: 호)

프로젝트	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	세대 수/ 비교
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				3월								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 토지취득 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 1,324실 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	4~5									2차 1,816세대, 상가 1,073평 2022년말 입주 예정

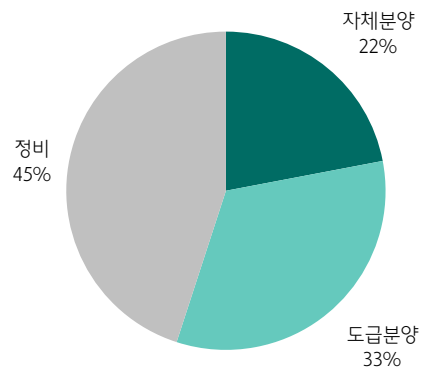
자료: HDC현대산업개발, 하나금융투자

그림 1. 2021년 HDC현대산업개발 주택분양 지역별 비중



자료: HDC현대산업개발, 하나금융투자

그림 2. 2021년 HDC현대산업개발 주택분양 유형별 비중



자료: HDC현대산업개발, 하나금융투자

표 2. HDC현대산업개발 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020P	2021F
<b>매출액</b>	<b>1,007</b>	<b>957</b>	<b>812</b>	<b>894</b>	<b>860</b>	<b>863</b>	<b>900</b>	<b>984</b>	<b>4,216</b>	<b>3,670</b>	<b>3,607</b>
(% YoY)	14.3%	-34.0%	-6.8%	-11.9%	-14.6%	-9.8%	10.7%	10.1%	-3.2%	-13.0%	-1.7%
자재주택	237	192	149	129	155	154	148	145	919	706	601
외주주택	647	644	529	602	576	579	619	660	2,735	2,422	2,434
토목/SOC	45	54	55	102	56	58	59	106	236	257	279
일반건축	38	19	28	15	27	27	28	29	127	100	111
<b>매출원가</b>	<b>822</b>	<b>757</b>	<b>635</b>	<b>670</b>	<b>690</b>	<b>693</b>	<b>723</b>	<b>795</b>	<b>3,463</b>	<b>2,885</b>	<b>2,902</b>
(% YoY)	12.7%	-37.0%	-13.2%	-16.3%	-16.0%	-8.4%	13.9%	18.6%	-5.9%	-16.7%	0.6%
(% 원가율)	81.7%	79.1%	78.2%	75.0%	80.3%	80.3%	80.4%	80.8%	82.1%	78.6%	80.5%
자재주택	187	130	99	86	108	107	104	101	645	502	420
외주주택	542	513	420	438	466	469	501	535	2,292	1,912	1,971
토목/SOC	44	45	44	84	49	51	52	92	214	217	243
일반건축	11	20	24	16	26	25	27	27	133	71	105
<b>매출총이익</b>	<b>185</b>	<b>200</b>	<b>177</b>	<b>224</b>	<b>169</b>	<b>170</b>	<b>176</b>	<b>189</b>	<b>754</b>	<b>785</b>	<b>704</b>
(% YoY)	21.7%	-19.5%	26.6%	4.4%	-8.3%	-14.8%	-0.5%	-15.6%	11.7%	4.2%	-10.3%
(% GPM)	18.3%	20.9%	21.8%	25.0%	19.7%	19.7%	19.6%	19.2%	17.9%	21.4%	19.5%
판관비	47	52	44	56	46	46	48	53	202	199	193
(% 판관비율)	4.7%	5.5%	5.5%	6.2%	5.4%	5.3%	5.4%	5.3%	4.8%	5.4%	5.4%
<b>영업이익</b>	<b>137</b>	<b>147</b>	<b>133</b>	<b>168</b>	<b>123</b>	<b>124</b>	<b>128</b>	<b>136</b>	<b>551</b>	<b>586</b>	<b>511</b>
(% YoY)	35.3%	-24.8%	41.4%	5.0%	-10.4%	-15.8%	-3.6%	-19.0%	1.4%	6.2%	-12.7%
(% OPM)	13.6%	15.4%	16.3%	18.8%	14.3%	14.4%	14.2%	13.9%	13.1%	16.0%	14.2%
세전이익	145	142	(91)	151	120	122	126	135	559	348	503
지배순이익	105	101	(75)	89	91	92	96	103	414	220	382

자료: HDC현대산업개발, 하나금융투자

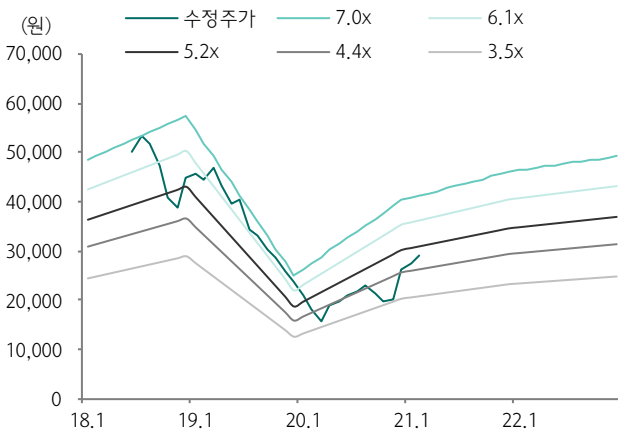
표 3. HDC현대산업개발 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)

구분	값	비고
<b>자기자본비용 (%)</b>	<b>9.63</b>	
52주 조정 베타	1.24	
시장기대수익률 (%)	8.05	KOSPI 2000~ 12M Rolling 평균
무위험수익률 (%)	1.51	국고채 10년물 수익률 (2020년 평균)
지속가능성장률 (%)	2.09	(ROE x 목표 유효율 25%)
지속가능 ROE (%)	8.35	2020~2024F 평균 ROE 조정
<b>Target PBR (배)</b>	<b>0.83</b>	기존 산정 PBR에 추가 반영했던 10% 할인율 제거
Fwd BPS (원)	47,002	기존 2020~2021F 평균 BPS → 신규 2021F BPS
<b>목표주가 (TP, 원)</b>	<b>39,000</b>	
현재주가 (CP, 원)	29,200	
Upside (%)	33.6%	

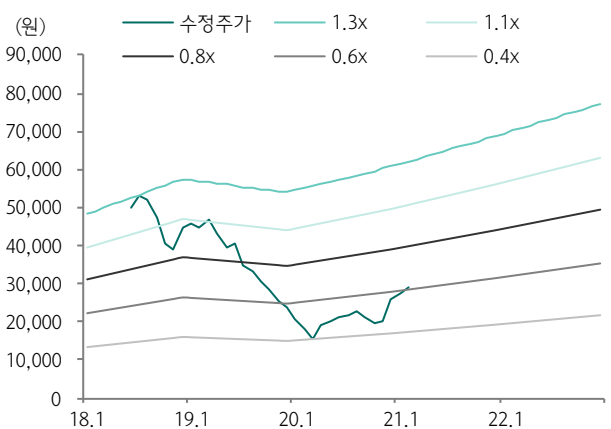
자료: 하나금융투자

그림 3. HDC현대산업개발 12개월 선행 PER밴드



자료: 하나금융투자

그림 4. HDC현대산업개발 12개월 선행 PBR밴드



자료: 하나금융투자

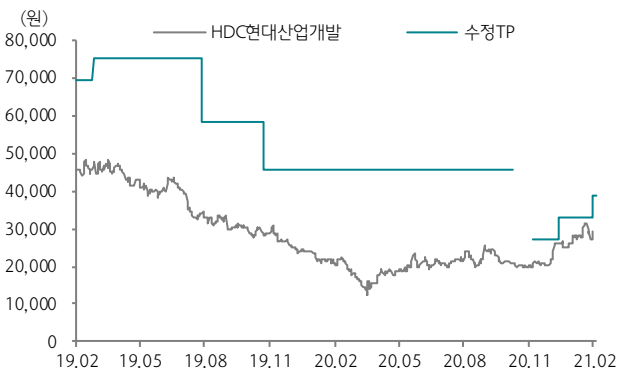
추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020P	2021F	2022F
매출액	2,792.7	4,216.5	3,670.2	3,606.9	3,960.8
매출원가	2,343.8	3,462.8	2,885.1	2,902.5	3,189.8
매출총이익	448.9	753.7	785.1	704.4	771.0
판매비	131.0	202.2	199.4	193.1	204.7
영업이익	317.9	551.5	585.7	511.4	566.4
금융손익	15.1	36.9	17.0	7.7	6.4
중속/관계기업손익	0.0	(13.9)	(26.6)	(8.9)	8.5
기타영업외손익	(8.3)	(15.7)	(228.5)	(6.7)	(4.8)
세전이익	324.8	558.9	347.6	503.5	576.4
법인세	94.9	145.2	127.4	121.8	139.5
계속사업이익	229.9	413.7	220.2	381.6	436.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	229.9	413.7	220.2	381.6	436.9
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	229.9	413.7	220.2	381.6	436.9
지배주주지분포괄이익	228.2	409.3	220.2	381.6	436.9
NOPAT	225.0	408.2	371.0	387.6	429.3
EBITDA	326.5	577.4	609.6	533.3	586.5
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	50.98	(12.96)	(1.72)	9.81
NOPAT증가율	N/A	81.42	(9.11)	4.47	10.76
EBITDA증가율	N/A	76.85	5.58	(12.52)	9.98
영업이익증가율	N/A	73.48	6.20	(12.69)	10.75
(지배주주)순이익증가율	N/A	79.95	(46.77)	73.30	14.49
EPS증가율	N/A	20.31	(56.37)	61.08	14.49
수익성(%)					
매출총이익률	16.07	17.88	21.39	19.53	19.47
EBITDA이익률	11.69	13.69	16.61	14.79	14.81
영업이익률	11.38	13.08	15.96	14.18	14.30
계속사업이익률	8.23	9.81	6.00	10.58	11.03
투자지표					
	2018	2019	2020P	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	6,848	8,239	3,595	5,791	6,630
BPS	36,747	44,462	41,712	47,002	53,132
CFPS	9,310	10,469	5,725	7,732	8,857
EBITDAPS	9,728	11,500	9,953	8,092	8,899
SPS	83,204	83,977	59,928	54,727	60,097
DPS	438	438	500	500	500
주가지표(배)					
PER	6.53	2.89	7.26	5.04	4.40
PBR	1.22	0.53	0.63	0.62	0.55
PCFR	4.80	2.27	4.56	3.78	3.30
EV/EBITDA	3.90	1.27	2.50	2.45	1.77
PSR	0.54	0.28	0.44	0.53	0.49
재무비율(%)					
ROE	12.46	20.30	8.84	13.06	13.24
ROA	4.73	8.92	4.41	6.65	7.08
ROIC	10.33	18.20	14.57	14.06	15.26
부채비율	163.69	97.58	102.91	90.51	84.09
순부채비율	(45.69)	(17.71)	(7.20)	(19.23)	(24.80)
이자보상배율(배)	23.64	32.09	17.04	13.81	13.47

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	3,839.5	3,235.3	4,436.7	4,783.3	5,341.6
금융자산	1,577.8	1,024.2	1,642.7	2,037.5	2,326.4
현금성자산	894.8	361.1	982.8	1,388.8	1,615.0
매출채권	281.1	374.9	506.2	497.4	546.3
재고자산	775.2	502.2	437.1	429.6	471.7
기타유동자산	1,205.4	1,334.0	1,850.7	1,818.8	1,997.2
비유동자산	1,023.8	1,174.2	1,140.2	1,117.1	1,103.5
투자자산	120.7	152.3	142.1	140.9	147.5
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	509.9	625.5	625.6	625.6	625.6
자산총계	4,863.4	4,409.6	5,576.9	5,900.4	6,445.2
유동부채	2,444.8	1,726.5	2,115.4	2,094.3	2,212.0
금융부채	381.2	424.9	970.5	967.6	983.8
매입채무	1,351.4	740.1	644.3	633.1	695.3
기타유동부채	712.2	561.5	500.6	493.6	532.9
비유동부채	574.2	451.3	713.1	709.0	732.0
금융부채	353.9	204.1	474.3	474.3	474.3
기타비유동부채	220.3	247.2	238.8	234.7	257.7
부채총계	3,019.0	2,177.8	2,828.5	2,803.3	2,944.1
지배주주지분	1,844.4	2,231.7	2,748.4	3,097.1	3,501.1
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	816.4	1,165.0	1,569.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,844.4	2,231.7	2,748.4	3,097.1	3,501.1
순금융부채	(842.7)	(395.2)	(197.9)	(595.6)	(868.3)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	454.6	(120.0)	(276.8)	431.8	298.9
당기순이익	229.9	413.7	220.2	381.6	436.9
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)	(520.9)	28.3	(158.2)
투자활동 현금흐름	(248.9)	(237.8)	13.5	12.4	(69.3)
투자자산감소(증가)	(129.2)	(17.2)	10.2	1.2	(6.6)
자본증가(감소)	(5.8)	(4.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(113.9)	(215.7)	3.3	11.2	(62.7)
재무활동 현금흐름	28.3	(175.9)	1,112.2	(35.8)	(16.7)
금융부채증가(감소)	735.1	(106.1)	815.8	(2.9)	16.2
자본증가(감소)	1,615.8	0.0	318.4	0.0	0.0
기타재무활동	(2,322.6)	(47.8)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	(22.0)	(22.0)	(32.9)	(32.9)
현금의 증감	234.1	(533.7)	621.8	406.0	226.2
Unlevered CFO	312.5	525.6	350.6	509.6	583.8
Free Cash Flow	448.8	(125.0)	(276.8)	431.8	298.9

HDC현대산업개발



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.2.3	BUY	39,000		
20.12.17	BUY	33,000	-15.66%	-4.55%
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 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	92.13%	7.87%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 1월 30일

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 2021년 2월 3일 현재 해당회사의 유가증권을 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.