



주택업자 정상형입니다.

(02)3770-3561

james.chong@tongyang.co.kr

동양증권

현대산업 (012630)

뿌린만큼 거두리라



Why This Report

좋은 투자는 좋은 타이밍과 직결되어 있다고 봅니다. 모두가 안좋게 보는 시기에는 주가는 낮을 수 밖에 없고 모두가 좋게 보는 시기에는 주가가 높을 수 밖에 없습니다. 모두가 좋게 보기 시작하는 때는 바로 어닝스가 나올 때입니다. 정직한 투자에 대한 회수 시기가 다가왔지만 시장에서 놓쳐버리는 경우가 있습니다. 노이즈가 많은 섹터일수록 그런 기회가 많다고 봅니다. 여기 소개하는 이 회사를 주목해 주세요.

투자의견: BUY (M)

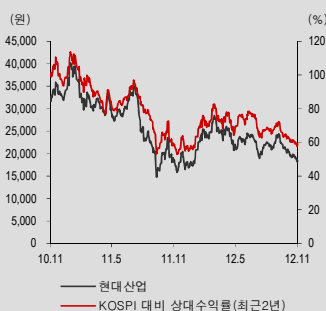
목표주가: 35,000원 (M)

건설

주가	18,550원
자본금	3,769억원
시가총액	13,984억원
주당순자산	32,436원
부채비율	167.60%
총발행주식수	75,384,180주
60일 평균 거래대금	65억원
60일 평균 거래량	308,323주
52주 고	28,450원
52주 저	15,800원
외인지분율	49.45%
주요주주	Templeton Asset Management Ltd 외 12인
	19.01%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(10.4)	(17.2)	2.5
상대	(4.2)	(5.0)	0.3
절대(달러환산)	(9.2)	(14.0)	6.7



Investment Point

2013년 자체사업 이익회수 사이클에 주목하라!

- ▶ 2013년의 이익 증가는 주로 자체주택 사업부문에서 기대된다. 2013년 자체주택의 예상 매출은 1.25조원이다. 2013년 예상되는 자체사업 매출의 81.6% 이미 기 분양한 대구 월배, 아산 용화, 울산 문수로, 안산 신길 등의 사업지들로부터 예상된다. 해당 사업지의 평균 분양률은 90% 수준으로 알려져 있다
- ▶ 2012년에는 주택사업(자체주택 및 외주주택)부문의 이익 기여가 저조했다. 2013년 주택사업부문 전체 매출총이익은 3,180억원이 예상된다. 2012년 예상 대비 2,260억원의 증가다. 2011년과 2012년에 시작된 주요 자체사업지들의 매출 반영도가 높아질 것으로 예상된다

매수의견 및 목표가 35,000원 유지

- ▶ 35,000원은 PBR 1.0배 수준이며 동사가 보유한 2조원 가량의 용지에 대한 가장 보수적인 평가 레벨이라고 판단한다. 2013년 2~3분기부터 본격적인 실적 회복세가 전망되며 주택시장의 뉴스에 따라 본 가치의 회복세가 반영될 것으로 기대한다.

투자의견 BUY, 목표주가 35,000원 유지

- 2013년 자체사업 이익 회수 사이클 도래
- 2013년 2~3 분기부터 본격적인 실적 회복세 반영 예상

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	35,021	41,079	33,465	45,979	58,167
매출액증가율	29.4	17.3	-18.5	37.4	26.5
영업이익	2,354	4,027	1,476	3,635	4,732
조정영업이익	2,354	4,008	876	3,635	4,732
지배주주귀속 순이익	885	2,217	453	2,196	3,054
지배주주 귀속 EPS	1,174	2,942	601	2,913	4,051
증가율	256.8	150.6	-79.6	384.7	39.1
PER	26.6	9.2	30.9	6.4	4.6
PBR	1.0	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	14.6	8.9	15.9	6.6	5.0
ROA	1.5	3.4	0.7	3.3	4.4
ROE	4.0	9.5	1.9	8.9	11.4

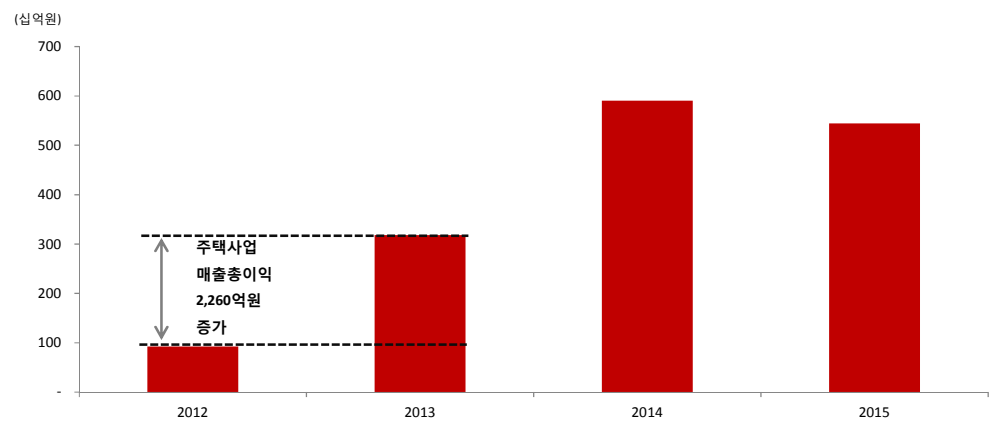
자료: 동양증권

Why Now?

2013년 자체사업 이익회수 싸이클에 주목하라!

- 2013년의 이익 증가는 주로 자체주택 사업부문에서 기대된다. 2012년 자체주택의 예상 매출은 8,010억원이다. 2013년에는 1.25조원을 예상한다. 2013년 예상되는 자체사업 매출의 81.6%는 이미 기 분양한 대구 월배, 아산 용화, 울산 문수로, 안산 신길 등의 사업지들로부터 예상된다. 해당 사업지의 평균 분양률은 90% 수준으로 알려져 있다. 매출 인식 예상에는 오류가 발생하기 힘들다고 본다.
- 2012년에는 주택사업(자체주택 및 외주주택)부문의 이익 기여가 저조했다. 2012년 주택사업 부문 전체 매출총이익은 920억원 예상된다. 그러한 반면 2013년 주택사업부문 전체 매출총이익은 3,180억원이 예상된다. 2011년과 2012년에 시작된 주요 자체사업지들의 매출 반영도가 높아질 것으로 예상된다. 2011~2012년 기간 동안 대부분의 주택 부실을 털어버린 것으로 판단한다.

Exhibit15: 현대산업 주택 매출총이익 추이



자료: 동양증권

Exhibit16: 현대산업 자체사업 연도별 프로젝트 매출 추정

(신역원)	프로젝트	도급금액	분양시기(mm.vv)	2012	2013	2014	2015	2016
자체주택	고양 삼송	245.0	12.09	84	-	-	-	-
	수원2차	961.0	02.10	371	-	-	-	-
	춘천	94.0	03.11	63	18	-	-	-
	은평	147.0	08.11	53	89	-	-	-
	대전	350.0	10.11	111	235	-	-	-
	안산 신길	135.0	02.12	22	89	24	-	-
	울산문수로	500.0	04.12	59	303	139	-	-
	아산 용화	300.0	05.12	26	141	133	-	-
	대구 월배1	400.0	08.12	14	144	243	-	-
	수원3차	457.0	03.13	-	62	270	125	-
	수원4차	200.0	03.13	-	29	133	38	-
	고양 삼송 20bl	450.0	05.13	-	39	212	199	-
	대구 월배2	340.0	05.13	-	29	160	150	-
	김포	633.4	06.13	-	45	303	286	-
	대구 수성	99.0	06.13	-	7	47	45	-
	파주	1,400.0	03.14	-	-	189	827	384
	기타	-	-	-	19	83	38	-
	계	6,466.4		801	1,248	1,935	1,708	384

자료: 대우건설, 동양증권

Exhibit17: 현대산업 주택 매출 추이

(신역원)	2012	2013	2014	2015
주택매출	1,289.0	1,931.0	3,003.8	2,877.1
외주사업매출	488.0	683.2	1,068.4	1,168.7
비중%	37.9	35.4	35.6	40.6
자체사업매출	801.0	1,247.8	1,935.5	1,708.4
비중%	62.1	64.6	64.4	59.4
주택 GP	92	380	591	544
주택 GPM%	7.2	19.7	19.7	18.9

자료: 동양증권

2013년 투자회수 사이클이 도래한 기업에 지금 투자한다.

2013년 실적전망

2013년 IFRS 연결기준 실적은 매출액 4.60조원(YoY +37.4%), 영업이익 3,350억원(YoY +146.3%), 지배주주순이익 2,196억원(YoY +384.8%) 수준을 기대한다. 자체주택부문에서 매출액 1.25조원(YoY +55.8%) 수준을 기록할 것으로 예상된다. 종속회사인 현대 EP 가 동부 CNI 로 부터 매입한 유화 설비로 인한 반영 효과가 매출 증가로 이어질 예정이다.

주요 투자포인트

- 주택분양이 늘고 있다. 2010년에 2천세대 수준이었고 2011년에는 6천세대 수준이었으나 올해는 1만 세대 이상의 분양 실적을 기록할 것으로 보인다. 2013년에는 1.1만 세대 수준의 분양을 계획하고 있으며 이중에 5천세대 수원 권선 3차 프로젝트를 포함한 자체사업이다. 이익 성장이 예상된다.
- 2013년에는 수도권 주택시장에서의 회복이 기대된다. 새로운 시장의 특징은 1)지난 수많은 경쟁자들이 재기 불능의 상태라는 것 2)현대산업 및 대우건설을 포함한 일부 건설사들만 신규 레버리지를 일으킬 수 있다는 것 3)새롭게 매입하는 용지로 분양하면 충분한 마진이 나온다는 것을 들 수 있다.
- 기존에 보여줬던 방어적인 자세에서 벗어나 본격적인 공격 경영의 전략을 들어내고 있다. 1) 직접 매입하는 것뿐만 아니라 최근 SPC 를 통한 자체사업도 2건 추진하고 있다. 자체사업에 대한 레버리지 효과가 기대된다. 2)선진국형 디벨로퍼 모델에 대한 실험이 시작되었다. 임대 사업 및 부동산 운용에 새로운 실험이 계속될 것으로 보인다.

매수의견 및 목표가 35,000원 유지

35,000원은 PBR 1.0배 수준이며 동사가 보유한 2조원 가량의 용지에 대한 가장 보수적인 평가 레벨이라고 판단한다. 2013년 2~3분기부터 본격적인 실적 회복세가 전망되며 주택시장의 뉴스에 따라 본 가치의 회복세가 반영될 것으로 기대한다.

현대산업 (012630) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	35,021	41,079	33,465	45,979	58,167
매출원가	29,146	33,263	29,510	39,171	49,421
매출총이익	5,875	7,816	3,955	6,808	8,746
판매비	3,522	3,809	3,079	3,173	4,014
조정영업이익	2,354	4,008	876	3,635	4,732
기타영업손익	0	19	600	0	0
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타	0	19	600	0	0
영업이익	2,354	4,027	1,476	3,635	4,732
EBITDA	2,743	4,400	1,836	3,980	5,064
영업외손익	-843	-1,079	-874	-715	-671
외환관련손익	16	-14	0	0	0
이자손익	-931	-1,080	-880	-723	-682
관계기업관련손익	31	15	6	8	11
기타	41	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	1,510	2,949	602	2,920	4,061
법인세비용	615	701	143	695	966
계속사업순이익	895	2,247	459	2,226	3,095
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	895	2,247	459	2,226	3,095
지배지분순이익	885	2,217	453	2,196	3,054
포괄순이익	895	2,086	298	2,065	2,934
지배지분포괄이익	895	2,047	292	2,026	2,880

주: 1. 조정영업이익은 매출총이익에서 판매비를 차감한 금액임
2. EBITDA는 조정영업이익 기준임

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	-1,651	-1,294	3,614	4,885	3,228
당기순이익	895	2,247	459	2,226	3,095
감가상각비	363	357	346	332	320
외환손익	-16	18	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	-31	-15	-6	-8	-11
자산부채의 증감	-4,415	-6,283	2,801	2,323	-188
기타현금흐름	1,552	2,381	14	13	12
투자활동 현금흐름	-1,700	1,227	19	-221	-227
투자자산	-74	65	20	28	35
유형자산 증가 (CAPEX)	-730	-512	-101	-120	-139
유형자산 감소	13	6	14	13	15
기타현금흐름	-908	1,667	86	-142	-138
재무활동 현금흐름	1,067	492	-1,597	-1,377	-818
단기차입금	-805	4,915	0	0	0
사채 및 장기차입금	2,185	-3,973	-1,000	-1,000	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-313	-411	-558	-338	-779
기타현금흐름	0	-39	-39	-39	-39
연결범위변동 등 기타	14	-5	641	-1,439	-1,402
현금의 증감	-2,270	420	2,677	1,849	781
기초 현금	6,806	4,555	4,975	7,652	9,500
기말 현금	4,536	4,975	7,652	9,500	10,282
NOPLAT	2,354	4,027	1,476	3,635	4,732
FCF	-3,362	-3,352	4,185	5,319	3,611

자료: 동양증권

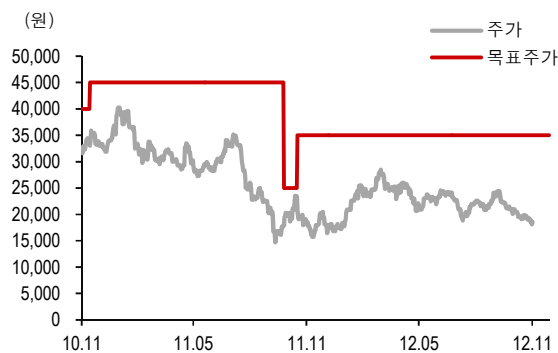
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	45,549	50,025	49,605	50,794	53,513
현금및현금성자산	4,536	4,975	7,651	9,500	10,281
매출채권 및 기타채권	12,084	16,871	15,879	16,233	16,806
재고자산	17,176	22,289	20,000	18,560	19,488
비유동자산	16,471	17,338	16,220	17,329	18,427
유형자산	9,150	7,841	7,582	7,357	7,161
관계기업등 지분관련자산	495	518	504	484	460
기타투자자산	4,128	4,555	3,724	5,090	6,420
자산총계	62,020	67,363	65,825	68,123	71,939
유동부채	27,029	26,142	25,579	26,816	28,129
매입채무 및 기타채무	9,473	9,333	8,852	10,089	11,402
단기차입금	4,896	10,639	10,639	10,639	10,639
유동성장기부채	9,765	1,847	1,847	1,847	1,847
비유동부채	11,415	16,393	15,648	14,915	15,196
장기차입금	1,545	723	-277	-1,277	-1,277
사채	5,582	10,371	10,371	10,371	10,371
부채총계	38,444	42,535	41,227	41,731	43,325
지배지분	22,518	24,091	23,868	25,608	27,765
자본금	3,769	3,769	3,769	3,769	3,769
자본잉여금	4,977	1,789	1,789	1,789	1,789
이익잉여금	14,510	19,340	19,278	21,180	23,498
비지배지분	1,059	737	730	784	850
자본총계	23,576	24,828	24,598	26,392	28,615
순차입금	15,514	18,140	14,550	11,559	10,640
총차입금	22,428	23,580	22,580	21,580	21,580

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	1,174	2,942	601	2,913	4,051
BPS	30,983	33,070	32,773	35,082	37,944
EBITDAPS	3,638	5,837	2,435	5,280	6,718
SPS	46,457	54,493	44,392	60,992	77,161
DPS	500	700	400	1,000	1,500
PER	26.6	9.2	30.9	6.4	4.6
PBR	1.0	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	14.6	8.9	15.9	6.6	5.0
PSR	0.7	0.5	0.4	0.3	0.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	29.4	17.3	-18.5	37.4	26.5
영업이익 증가율 (%)	56.8	71.1	-63.4	146.3	30.2
조정영업이익 증가율 (%)	56.8	70.3	-78.1	315.1	30.2
지배순이익 증가율 (%)	257.2	150.6	-79.6	384.9	39.1
매출총이익률 (%)	16.8	19.0	11.8	14.8	15.0
영업이익률 (%)	6.7	9.8	4.4	7.9	8.1
조정영업이익률 (%)	6.7	9.8	2.6	7.9	8.1
지배순이익률 (%)	2.5	5.4	1.4	4.8	5.3
EBITDA 마진 (%)	7.8	10.7	5.5	8.7	8.7
ROIC	4.0	8.2	3.0	7.9	10.6
ROA	1.5	3.4	0.7	3.3	4.4
ROE	4.0	9.5	1.9	8.9	11.4
부채비율 (%)	163.1	171.3	167.6	158.1	151.4
순차입금/자기자본 (%)	68.9	75.3	61.0	45.1	38.3
영업이익/금융비용 (배)	1.8	3.0	1.1	2.9	3.8

현대산업 (012630) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 정성협)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.