

현대산업 (012630)

Upside 50%의 상장된 부동산

정상협

James.chong@tongyang.co.kr
02-3770-3561

투자의견: BUY (M)

목표주가: 35,000원 (M)

건설

주가	23,250원
자본금	3,769억원
시가총액	17,527억원
주당순자산	32,990원
부채비율	196.43%
총발행주식수	75,384,180주
60일 평균 거래대금	78억원
60일 평균 거래량	343,030주
52주 고	26,000원
52주 저	18,100원
외인지분율	49.26%
주요주주	Templeton Asset Management Ltd 외 12 인
	20.05%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(4.7)	6.4	(6.4)
상대	(3.5)	(1.6)	(3.8)
절대(달러환산)	(7.4)	2.5	(5.3)



자료: Datastream

결론: 현대산업에 대한 본격적인 매수 타이밍이라고 판단한다.

- 목표가는 동사의 용지 NAV를 감안한 PBR 1.0배 기준 35,000원이다. 상승여력은 50% 수준
- 근거: 1) 수도권 아파트 임대수익률이 주택담보대출 금리와 같은 4.19% 수준에 도달 2) 공급 축소로 임대료 상승은 2014년까지도 지속될 전망 3) 정책 상 자산 인플레 허용에 대한 시그널을 줄 가능성 높음
- 주가를 회복시키는 Key Trigger는 1) 주택가격 회복 2) 수익성 회복에 대한 증거 3) 자체사업 분양성공 등으로 보고 있음
- Earnings: 동사는 금년도에도 500억원 가량의 주택관련 손실이 발생할 것으로 가이드라인을 제시한 바 있음. 본사기준의 영업이익은 수익성 측면에서 여전히 부진할 것으로 보이나 연결 대상 계열사들의 성장에 힘입어 최소 1,000억원 이상의 계열사 영업이익이 예상. 연결기준 영업이익 예상은 2,451억원 수준.

주요 투자포인트: 위험도는 낮고 상승여력이 높다.

- Investment Point1: 주택가격이 움직일 때 가장 주목해야 하는 주식은 건설주가 아니라 부동산 관련 주식이다. 현대산업은 건설회사로 볼 수 있지만 또 상장된 부동산이라고도 볼 수 있다. 보유한 분양용 용지 및 빌딩 등의 NAV 만큼 주가에 반영될 수 있을 것이라고 판단한다.
- Investment Point2: 현대산업의 PF는 1천억원 미만 수준이다. 아이러니컬하게도 주택 공급을 전문으로 하는 현대산업의 주택시장에 대한 downside 가 가장 낮을 수 있다는 것이다.
- Investment Point3: 현대산업은 2000년대에 시작된 민자 SOC 사업의 강자였으나 지금은 규모가 상당히 줄어든 상태다. 기존의 경험을 살려 새롭게 1) 민자발전 사업 2) GTX 사업 등을 진행하고 있다. 2014년부터 기존사업에 더해 추가적인 매출을 발생시킬 것으로 기대한다.

투자의견 BUY, 목표주가 35,000원 유지

- 주택가격이 더 이상 하락하지 않는 상황에서 용지 NAV에 대한 정당한 평가는 PBR1.0배 수준이라고 판단한다. 지난 10년간 평균 PBR과 평균 ROE 수준은 각각 1.1배, 10.5% 수준이었다. PBR1.0배는 동사의 정상적인 환경하의 평가라고 판단한다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	41,079	33,341	42,467	49,676	56,048
매출액증가율	17.3	-18.8	27.4	17.0	12.8
영업이익	4,008	1,038	2,445	4,133	4,663
영업이익률	9.8	3.1	5.8	8.3	8.3
지배주주귀속 순이익	2,217	-1	1,293	2,692	3,282
지배주주 귀속 EPS	2,942	-1	1,716	3,571	4,354
증가율	150.6	-100.0	-171,700.0	108.1	21.9
PER	9.2	-17,202.0	13.6	6.5	5.3
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	9.0	27.0	14.1	8.2	6.8
ROA	3.4	0.0	1.8	3.4	3.6
ROE	9.5	0.0	5.4	10.5	11.7

주: 영업이익=매출총이익-판관비 / 자료: 동양증권

Valuation

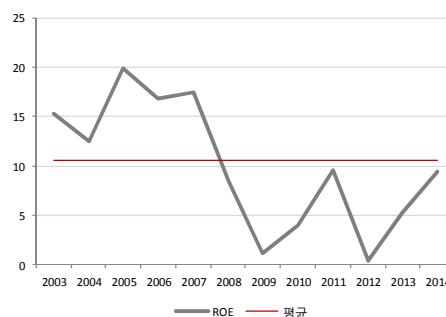
주택가격이 더 이상 하락하지 않는 상황에서 용지 NAV에 대한 정당한 평가는 PBR1.0배 수준이라고 판단한다. 지난 10년간 평균 PBR과 평균 ROE 수준은 각각 1.1배, 10.5% 수준이었다. PBR 배는 동사의 정상적인 환경하의 평가라고 판단한다. 주가를 회복시키는 Key Trigger는 1)주택가격 회복 2)수익성 회복에 대한 증거 3)자체사업 분양성공 등으로 보고 있다.

용지 NAV에 대한 정당한 평가는 PBR1.0배 수준이다.

동사의 지난 10년간 PBR 평균은 1.1배 수준이다. 동사가 정상적으로 영업하는 환경이 되었을 때 시장에서 인정한 평가다. 우리는 다음과 같은 이유에서 동사의 6개월 목표가를 PBR1.0배를 기준으로 하는 평가를 받아야 한다고 본다.

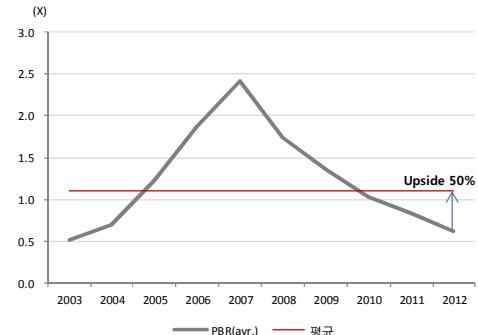
- 동사의 용지 NAV는 2.0조원 수준이고 그외 부동산의 시장 가격도 7천억원 수준이다. 이러한 가치를 모두 합산한 회사 전체 NAV는 PBR 1.0배와 흡사한 수준이다. 주택가격이 더 이상 하락하지 않는 환경에서는 할인없는 NAV 수준의 평가를 받아야 한다고 판단한다.
- 현대산업의 지난 10년간의 ROE 평균은 10.5% 수준이다. 부동산 경기가 좋았던 2003년부터 2007년까지는 평균이상이었고 부동산 경기가 안 좋았던 2008년부터는 평균 이하의 ROE를 기록했다. ROE 11.0%는 부동산 시장에서 가격 하락이 멈추고 동사가 정상적인 영업 활동을 했을 때 기록할 수 있는 수치라고 판단된다. 현재 진행되는 프로젝트들로 추정한 2014년 ROE는 부동산 가격의 회복 없이도 10.5% 수준에 도달할 것으로 추정한다.

현대산업 ROE추이



자료: 동양증권 리서치센터

현대산업 평균 PBR 추이



자료: 동양증권 리서치센터

Trigger는 무엇인가? 1)주택가격 2)수익성 회복 3)자체사업 분양성공

동사의 주가가 PBR 1.0배 수준으로 회복되기 위한 리딩 인디케이터들은 다음과 같다. 1)주택가격 하락이 멈출 것이라는 확인이 설 때 주가는 이의 수준과 상관없이 용지 NAV의 가치를 반영하려 할 것이다. 2)이익률 회복에 대한 가시성이 생길 때 강한 주가 흐름을 예상한다. 분기별 이익을 발표할 때마다 자체사업 GPM의 추이를 주시할 필요가 있다. 우리가 생각하는 정상화된 자체사업 GPM은 25% 수준이다. 3)앞서 언급한 수익성에 영향을 미치는 요소중에 가장 중요한 것이 자체사업 부문의 비중이다. 곧 자체사업지 분양 성과가 좋다는 것은 자체사업 비중이 늘어나고 용지 구매에 대한 가시성이 높아진다는 것을 의미한다. 하반기에 예정되어 있는 수원 권선 잔여 물량에 대한 결과에 주목할 필요가 있다.

2013년 현대산업 분양계획

분양시기	사업지명	구분	세대수	도급액(억원)
4월	대구월배 2BL	자체	2,074	5211
4월	가재울뉴타운 4구역(일반)	재개발	402	1141
4월	무악연립 2구역(일반)	재건축	108	273
5월	남양주 별내 2차	자체	1,105	1979
7월	수원 아이파크시티 3차	자체	1,124	4100
7월	수원 주상복합	자체	386	1425
7월	고양 삼송 20BL	자체	1,035	3878
7월	아현뉴타운 1-3구역(조합)	재개발	276	406
9월	왕십리 뉴타운 1구역(일반)	재개발	181	603
9월	아현뉴타운 1-3구역(일반)	재개발	132	585
9월	광주학동 3구역(조합)	재개발	206	124
10월	신규민수아파트1(지방)	일반도급	750	1168
10월	신규민수아파트2(수도권)	일반도급	619	1073
10월	광주학동 3구역(일반)	재개발	1,204	2258
11월	신규민수아파트3(수도권)	일반도급	400	792
11월	휘경1구역(조합)	재건축	100	195
12월	월계2구역(조합)	재건축	200	355
-	합 계	-	10,302	25,566

자료: 현대산업, 동양증권 리서치센터

실적전망

2013년 실적은 여전히 부진할 것으로 예상한다.

2013년 실적도 2012년에 이어 우리의 애초 기대치에 못미칠 것으로 예상한다. 매출은 크게 늘지만 수익성이 약하다는게 주요인이다. 2013년 연결매출은 4.28조원(YoY 28.3%) 예상한다. 1)자체주택 사업 매출이 2012년 6,112억원-> 2013년 1.19조원 늘어나고 2)현대 EP의 PS 사업부문 증설효과로 종속회사에서 기여하는 매출이 2012년 1.13조원-> 2013년 1.33조원으로 늘어날 것으로 예상한다. 주택부문의 수익성이 전년도에 비해 다소 개선될 것으로 예상하고 있다. 본사 기준매출총이익률이 6.9%에서 14.4%로 회복될 것으로 보고 있다. 전년도에는 매출액이 저조한 상황에서 주택관련 손실 비용의 부담이 컸기 때문이다. 동사는 금년도에도 500억원 가량의 주택관련 손실이 발생할 것으로 가이드라인을 제시한 바 있다. 본사기준의 영업이익은 수익성 측면에서 여전히 부진할 것으로 보이나 연결 대상 계열사들의 성장에 힘입어 최소 1,000억원 이상의 계열사 영업이익이 예상된다. 연결기준 예상 영업이익은 2,451억원 수준이다.

현대산업 분기별 실적 추정

(신의원)	2012년				2013년				연간			
	1Q	2Q	3Q(E)	4Q(E)	1Q	2Q	3Q(E)	4Q(E)	2011년	2012년(E)	2013년(E)	2014년(E)
매출액	763.3	847.6	806.9	916.4	967.0	1,068.5	1,013.4	1,197.9	4,107.9	3,334.1	4,246.7	4,967.6
현대산업	507.8	556.4	510.2	628.3	665.7	725.2	663.6	858.3	3,101.6	2,202.7	2,912.8	3,566.1
자체주택	156.0	155.9	137.3	249.5	265.2	265.1	233.6	424.2	1,547.9	698.7	1,188.2	1,771.2
외주주택	101.3	135.0	129.8	121.8	135.0	179.8	173.0	162.3	307.6	488.0	650.1	674.4
토목	130.2	119.6	118.9	123.3	142.6	131.0	130.2	135.1	827.0	492.0	539.0	576.1
건축	97.6	130.0	105.0	111.4	100.0	133.1	107.5	114.1	358.3	444.0	454.7	469.2
기타	22.7	15.8	19.2	22.3	22.9	16.0	19.4	22.5	60.7	80.0	80.8	82.4
총목회사 및 조정	255.5	291.2	296.7	288.0	301.3	343.3	349.8	339.6	1,006.4	1,131.4	1,333.9	1,401.5
매출총이익	140.0	43.4	94.9	90.4	143.4	155.2	147.3	184.9	781.6	368.8	630.8	762.0
현대산업	93.3	-	43.1	69.4	96.0	101.2	92.3	131.4	613.2	205.4	420.9	544.1
자체주택	49.1	19.8	24.9	52.2	53.0	53.0	46.7	84.8	562.5	146.0	237.6	354.2
외주주택	4.9	-	46.6	1.2	-	13.1	13.5	18.0	16.2	-	53.7	65.0
토목	12.9	7.1	9.5	9.8	11.4	10.5	10.4	10.8	74.2	39.4	43.1	46.1
건축	16.8	12.9	7.7	12.3	11.2	14.9	12.0	12.8	-	29.8	49.7	50.9
기타	9.5	2.4	3.8	8.2	6.9	4.8	5.8	6.8	6.9	24.0	24.2	24.5
계열사	46.8	47.7	47.8	21.1	47.4	54.0	55.0	53.4	168.5	163.4	209.9	217.9
매출총이익률%	18.3	5.1	11.8	9.9	14.8	14.5	14.5	14.6	19.0	11.1	14.9	15.3
현대산업	18.4	-	0.8	9.2	11.0	14.4	14.0	13.9	14.1	19.8	9.3	14.5
자체주택	31.5	12.7	18.1	20.9	20.0	20.0	20.0	20.0	36.3	20.9	20.0	20.0
외주주택	4.8	-	34.5	0.9	-	10.8	10.0	10.0	10.0	-	11.0	10.0
토목	9.9	5.9	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	9.0	8.0	8.0	8.0
건축	17.2	9.9	7.3	11.1	11.2	11.2	11.2	11.2	-	8.3	11.2	11.0
기타	42.1	15.2	20.0	36.8	30.0	30.0	30.0	30.0	11.3	30.0	30.0	29.7
계열사	18.3	16.4	16.1	7.3	15.7	15.7	15.7	15.7	16.7	14.4	15.7	15.5
판관비	80.4	76.0	73.2	10.3	88.0	97.2	92.2	109.0	380.9	239.9	386.3	348.7
%	10.5	9.0	9.1	-	21.4	9.1	9.1	9.1	9.3	7.2	9.1	7.0
영업이익	59.6	-	32.7	21.7	55.1	55.5	58.0	55.1	75.9	400.8	103.8	244.5
지배주주순이익	27.0	0.4	6.8	-	34.3	25.4	30.6	30.4	41.9	221.7	-	0.1
Note	► 수원 1기 2차의 추가 공 성인식 지연으로 비증 축소로 및 대구월배 사 및 옵션으로 자체사업 매출총이익률 500억 손실 반 로 인해 2,700 수익성 악화 억원의 매출 ► 수원2차 기 인식이 지연. 부채납 185억 ► 매출이 감소 원 반영 했으나 수익성 은 양호: GPM 규모 손실 반 18.4%, OPM 영 대 10.3%				► 자체사업 기성 확대: 우 주요 프로젝트 동, 수원1, 수 완공으로 비증 축소-> 전반적 주택 매출 증 반영 ► 총 1,000억 원 조 수준의 pf손실 ► 현대 EP PS 사업부문 증설 반영 ► 일반건축 및 외주주택 수익 부진				► 자체사업 기성 확대: 우 주요 프로젝트 년 분양 물량 동, 수원1, 수 완공으로 비증 축소-> 전반적 주택 매출 증 반영 ► 현대 EP 및 사업부문 증설 반영 ► 일반건축 및 외주주택 수익 부진			

자료: 현대산업, 동양증권 리서치센터

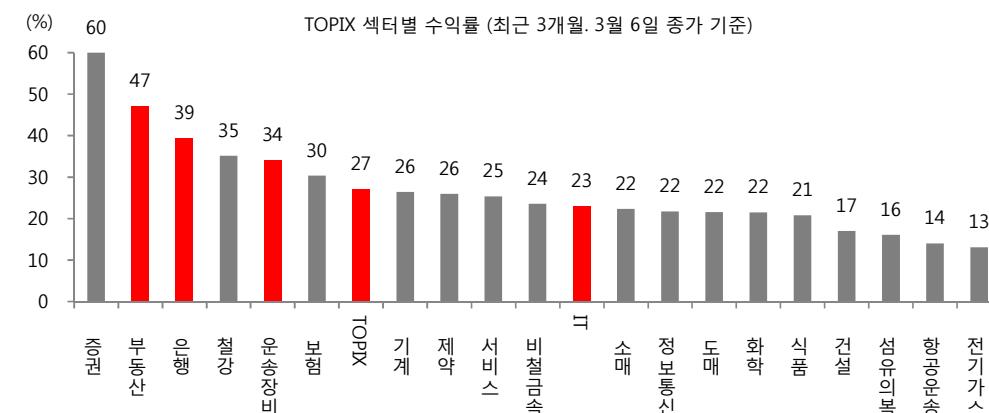
Investment Point1: 용지를 보유한 회사를 주목한다.

주택가격이 움직일 때 가장 주목해야 하는 주식은 건설주가 아니라 부동산 관련 주식이다. 그런데 우리나라에는 대형 부동산 주식이라고 불만한 대상이 없다. 다만, 용지를 다량으로 보유하고 있는 현대산업은 건설회사로 볼 수 있지만 또 상장된 부동산이라고도 볼 수 있다. 보유한 분양용 용지 및 빌딩 등의 NAV 만큼 주가에 반영될 수 있을것이라고 판단한다.

주택시장이 회복된다면 용지를 보유한 회사를 우선 주목해야 한다.

주택시장에서 거래가 회복되면서 재고가 줄고 가격이 상승하는 과정을 먼저 보일 것이다. 실제로 분양이 늘고 판매 증가로 이어져서 건설사들의 수주와 매출이 늘어나기 까지는 충분한 시간을 필요로 한다. 그렇기 때문에 일본의 경우에 부동산 시장 회복에 대한 기대감으로 부동산 관련주가 여타 업종에 비해 높은 수익률을 보여주고 있다. 반면, 건설주는 당장 그 수혜를 받지 못하고 있다.

일본 TOPIX 업종별 수익률 추이, 은행과 부동산이 운송장비(자동차)와 IT(전기전자)를 추월



자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

주택시장이 회복된다면 용지를 보유한 회사를 우선 주목해야 한다.

현대산업은 총 1.5조원 수준의 분양용 용지를 보유하고 있다. 해당 용지로 창출할 수 있는 매출은 약 6.7조원 수준으로 추정된다. 그중에서 4,200억원 수준은 이미 착공되었고 나머지는 개발을 위해 대기 중이다. 2013년에는 1.19조원 수준의 자체사업 매출이 예상된다. 그리고 현재 가진 용지로만 2014년에 1.77조원의 자체주택 매출이 가능할 것으로 보인다. 최근 진행되는 프로젝트의 평균 GP 마진은 18% 수준이지만 정상화되었을때는 30% 수준의 GP 마진을 기록할 수 있다고 평가한다. 금년도에 진행 대기중인 수원 권선 3차 프로젝트 같은 경우에는 최소 33%의 GP 마진이 예상되는 바이다. 동양증권에서 동사가 보유한 용지의 세후 프로젝트별 현금흐름을 현재가치로 계산해본 결과 2.0조원 수준이었다. 동사가 보유한 빌딩 및 부동산 삼성동 사옥, 삼성동 호텔, 부산 호텔 등의 시가는 총 7,500억원 수준으로 추정된다. PBR 0.7배 아래 수준에서는 건설사가 아닌 동사의 자산가치 평가 차원에서 배수하는 투자 아이디어가 가장 합리적이라고 판단한다.

현대산업 보유용지 현황

(십억원)	프로젝트	토지비	도급금액	공급세대	분양시기 (mm.yv)
자체주택					
	춘천	17	94	493	03.11
	은평	50	147	814	08.11
	대전	90	350	1,053	10.11
	안산 신길	44	135	441	02.12
	울산문수로	36	500	1,099	04.12
	아산 용화	55	300	898	05.12
	군산마장	10	250	1,078	11.12
	<u>대구 월배1</u>	<u>119</u>	<u>400</u>	<u>1,322</u>	<u>08.12</u>
	수원3차	250	457	1,124	07.13
	수원4차		200	386	03.13
	고양 삼송 20bl	160	450	1,035	08.13
	대구 월배2	119	340	2,074	05.13
	김포	254	633	n/a	11.13
	대구 수성	39	99	n/a	06.13
	파주	155	1,400		03.14
	기타	117			
계		1,515	6,716	11,817	

자료: 현대산업, 동양증권 리서치센터

현대산업 자체사업 매출 추정

(십억원)	프로젝트	2012	2013	2014	2015	2016
자체주택						
	춘천	63	18	-	-	-
	은평	53	89	-	-	-
	대전	111	235	-	-	-
	안산 신길	22	89	24	-	-
	울산문수로	59	303	139	-	-
	아산 용화	26	141	133	-	-
	군산마장	2	63	185	-	-
	<u>대구 월배1</u>	<u>14</u>	<u>144</u>	<u>243</u>	<u>-</u>	<u>-</u>
	수원3차	-	22	181	254	-
	수원4차	-	29	133	38	-
	고양 삼송 20bl	-	15	162	273	-
	대구 월배2	-	29	160	150	-
	김포	-	4	176	454	-
	대구 수성	-	7	47	45	-
	파주	-	-	189	827	384
	기타	-	-	-	-	-
계		803	1,188	1,771	2,041	384

자료: 현대산업, 동양증권 리서치센터

Investment Point2: 건설사들 가운데 잠재적인 손실이 가장 적다.

주택가격이 상승한다면 이미 착공한 PF와 관련해서는 대손 환입의 가능성이 높아진다. 그리고 주택가격이 충분히 올라 준다면 미착공 PF 손실도 축소될수 있을 것으로 보인다. 다만, 상승의 정도에 따라 다르겠지만 크게 상승하지 않는 이상 잠재적 손실이 잠재적 환입보다 높아진다. 결국 PF가 적은것이 가장 안전하다고 봐야한다. 현대산업의 PF는 1천억원 미만 수준이다. 아이러니컬하게도 주택 공급을 전문으로 하는 현대산업의 주택시장에 대한 downside 가 가장 낮을 수 있다는 것이다.

주택가격이 회복된다고 하더라도 PF와 관련된 건설사들의 잠재적인 손실은 남아있다고 봐야한다.

주택관련 PF 대출 잔고에서 착공과 미착공이 차지하는 비율에 따라 주택가격 회복시의 영향이 차이를 보일 것으로 예상된다. 이미 착공에 들어간 PF 프로젝트에서는 주택가격 회복과 함께 대손 환입이 일어날 가능성이 높다. 착공에 들어가면서 이미 분양가가 확정되었을 것이고 확정되면서 손실의 정도가 확정되어 대손 처리 되기 때문이다. 반면 미착공 PF 프로젝트에 대해서는 대부분의 회사가 대손처리를 하지 못한다. 이유는 잠재적인 손실을 짐작할 수는 있지만 분양을 시작하기 전까지는 회계적으로 처리 할 의무가 없기 때문이다. 이미 착공에 들어간 프로젝트의 손실은 이미 주가에 반영되었다고 봐야겠지만 아직 회계처리가 되지 않아 알 수 없는 미착공 PF의 잠재손실은 어느 정도까지 주가에 반영되어 있는지 알기가 힘들다. 지난 5년간 손실이 처리되는 과정과 주가의 흐름을 보자면 회계적 손실처리와 주가하락을 반복해왔다. 미착공 PF의 손실까지 완전히 주가에 반영되어 있었다면 매번 실적 시즌마다의 큰 주가 변동은 없었을 것이다.

우리는 다음과 같은 가정과 전제를 바탕으로 PF 잔고와 관련된 각 건설사의 잠재적 대손환입과 잠재적 손실을 계산했다.

- 착공PF와 관련된 손실은 회계처리를 하면서 이미 현 주가에 반영되어 있음
- 미착공 PF의 잠재적 손실은 회계처리가 되지 않았고 주가에도 반영되지 않았음
- 프로젝트 규모는 노출되어 있는 PF의 2배 수준으로 가정
- 주택가격 상승 또는 하락에 대한 반영은 100% PF를 보증하는 시공사에 반영함
- 시행사의 자본잠식으로 인해 잠재적 이익이 모두 사라졌음
- 누적 이자 비용에 대한 잠재적 손실은 감안하지 않음
- 전국 기준 평균 분양가는 2008년 퍼크 대비 22.7% 하락했으며 모든 PF의 잠재적 손실률의 기준으로 함

주택가격 회복 정도에 따른 PF손실과 흰입 Sensitivity Analysis

1. 전국 분양가 및 매매가 추이

(백만원)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
매매가	801	825	826	852	857	883	859
분양가	794	981	1086	1075	972	866	839

2. 건설사별 PF 노출도 및 손실

(조원)	PF전체	착공PF	사업규모	반영손실	미착공PF	사업규모	미반영손실
대우건설	2.21	0.78	1.56	0.35	1.43	2.86	0.65
현대산업	0.07	0.02	0.05	0.01	0.05	0.10	0.02
대림산업	0.99	0.11	0.22	0.05	0.88	1.75	0.40
GS건설	2.10	0.70	1.40	0.32	1.40	2.80	0.64
현대건설	1.64	0.64	1.28	0.29	1.00	2.00	0.45
삼성물산	0.64	0.25	0.50	0.11	0.39	0.77	0.17

3. 주택가격 회복에 따른 대손 환입 Sensitivity

	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%
대우건설	-0.36	-0.24	-0.12	0.00	0.12	0.24	0.36
현대산업	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01
대림산업	-0.05	-0.03	-0.02	0.00	0.02	0.03	0.05
GS건설	-0.32	-0.22	-0.11	0.00	0.11	0.22	0.32
현대건설	-0.30	-0.20	-0.10	0.00	0.10	0.20	0.30
삼성물산	-0.12	-0.08	-0.04	0.00	0.04	0.08	0.12

4. 주택가격 회복에 미착공 손실 Sensitivity

	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%
대우건설	-1.51	-1.22	-0.93	-0.65	-0.36	-0.08	0.21
현대산업	-0.05	-0.04	-0.03	-0.02	-0.01	0.00	0.01
대림산업	-0.92	-0.75	-0.57	-0.40	-0.22	-0.05	0.13
GS건설	-1.48	-1.20	-0.92	-0.64	-0.36	-0.08	0.20
현대건설	-1.05	-0.85	-0.65	-0.45	-0.25	-0.05	0.15
삼성물산	-0.41	-0.33	-0.25	-0.18	-0.10	-0.02	0.06

5. Net 손실 Sensitivity

	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%
대우건설	-1.87	-1.46	-1.06	-0.65	-0.24	0.16	0.57
현대산업	-0.06	-0.05	-0.04	-0.02	-0.01	0.00	0.02
대림산업	-0.98	-0.78	-0.59	-0.40	-0.21	-0.01	0.18
GS건설	-1.80	-1.41	-1.03	-0.64	-0.25	0.14	0.53
현대건설	-1.35	-1.05	-0.75	-0.45	-0.16	0.14	0.44
삼성물산	-0.52	-0.41	-0.29	-0.18	-0.06	0.06	0.17

6. Net 손실 현재 시총 대비 비율 Sensitivity

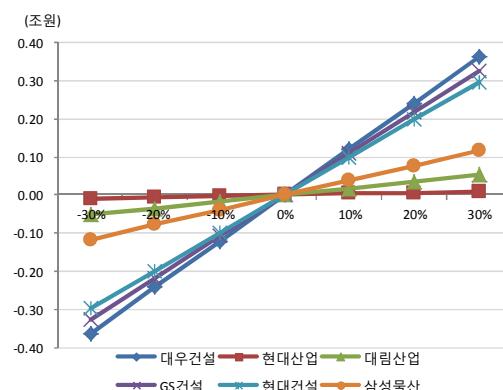
	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%
대우건설	-50.2%	-39.3%	-28.4%	-17.5%	-6.5%	4.4%	15.3%
현대산업	-3.6%	-2.8%	-2.0%	-1.3%	-0.5%	0.2%	1.0%
대림산업	-31.2%	-25.1%	-18.9%	-12.7%	-6.6%	-0.4%	5.7%
GS건설	-65.8%	-51.6%	-37.4%	-23.3%	-9.1%	5.1%	19.3%
현대건설	-18.9%	-14.7%	-10.5%	-6.4%	-2.2%	2.0%	6.2%
삼성물산	-5.1%	-4.0%	-2.8%	-1.7%	-0.6%	0.6%	1.7%

자료: 각사, 동양증권 리서치센터

위의 가정과 전제를 바탕으로 얻은 결론은 다음과 같다.

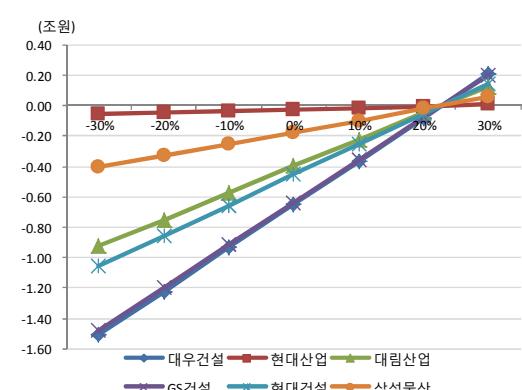
- 주택가격이 하락하면 할수록 미착공 PF 잔고가 큰 기업의 잠재 손실이 커짐
- 주택가격이 10% 상승할 경우 모든 회사들의 미착공 PF 손실이 대손 환입보다 커짐
- 주택가격이 20% 상승할 경우 대부분 회사의 손실은 미미한 수준으로 줄어듬
- 주택가격이 30% 상승할 경우 미착공 PF 잔고가 높은 회사의 잠재적 이익이 커짐
- 결국 주택가격의 상승폭이 20% 이상 되어야만 비로소 PF에 노출이 긍정적인 레버리지로 반영된다는 것임
- 다시 말해 고점에서 떨어진 만큼 회복되지 않는 이상 미착공 PF 손실은 잠재적인 주가 하락 요소가 될 수 있음
- 반면, 현존하는 PF잔고 관련해서 볼 때 현실적으로 가장 downside가 작은 종목이 아이러니컬하게도 현대산업이다. 왜냐하면 절대적인 PF 규모가 작기 때문

주택가격 회복에 따른 대손 흰입 Sensitivity



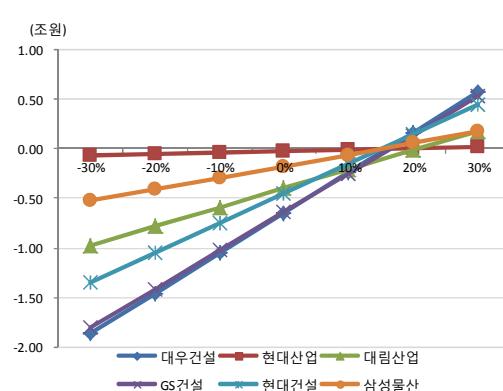
자료: 동양증권 리서치센터

주택가격 회복에 미착공 손실 Sensitivity



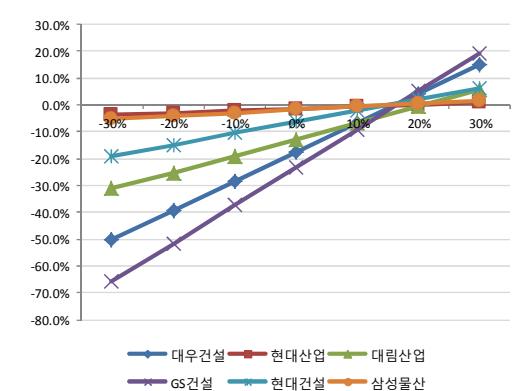
자료: 동양증권 리서치센터

Net 손실 Sensitivity



자료: 동양증권 리서치센터

Net 손실 현재 시총 대비 비율 Sensitivity



자료: 동양증권 리서치센터

Investment Point3: 새로운 사업의 추가는 새로운 가치를 만들어낸다.

현대산업은 2000년대에 시작된 민자 SOC 사업의 강자였으나 지금은 규모가 상당히 줄어든 상태다. 기존의 경험을 살려 새롭게 1)민자발전 사업 2)GTX 사업 등을 진행하고 있다. 2014년부터 기존사업에 더해 추가적인 매출을 발생시킬 것으로 기대한다.

신사업1: 통영 LNG 민자발전 사업자로 선정되었다.

통영 LNG 발전은 현재 통영시와 구체적인 사안들을 조율 중이다. 착공은 내년 상반기중에 이뤄질 것으로 보인다. 사업비는 총 2.5조원이며 공사금액은 2조원 수준이다. 시공기간은 3.5~4년으로 보고 있다. 매년 5천억원 수준의 매출이 기존 사업 위에 보태질 것으로 예상한다. 우리의 실적 추정에는 반영하지 않은 상태다. 현재 남부발전과 함께 자본 출자를 계획하고 있으며 FI로 참여할 금융기관도 현재 접촉중이다.

- 제6차 전력수급기본계획(2013~2027년)에서 현대산업개발을 통영 LNG 발전 사업자로 선정
- 경남 통영시 광도면에 추진 중인 '천연가스(LNG) 발전소' 유치계획이 지난 1월 24일 시의회 본 회의에서 최종 통과
- 사업비: 2.5조원 /공사비: 1.9조원 /공사기간: 2014년~2017년 / 규모 950MW 1기 및 접안시설

신사업2: 박근혜 대통령의 공약사항인 GTX(수도권대심도사업)의 컨소시엄 리더이다.

GTX 사업은 원래 현대산업의 민간제안 사업이었으나 정부고시사업으로 전환되었다. 현재 다소 표류중이지만 현 정권의 공약사항이었고 사업성이 긍정적인 만큼 늦지 않게 추진될 것으로 기대하고 있다. 최초안에서는 현대산업의 공사지분이 6.5% 수준이었으나 지금은 소수의 우량기업 참여자들로 공사 컨소시엄이 구성될 것으로 보인다. 결국 현대산업의 공사 지분이 높아질 것으로 기대하고 있다. 최대 2.4조 원까지도 기대된다. 빠르면 2014년에 착공할 것으로 보인다. 그렇다면 통영 LNG 사업 외에도 추가로 매년 5천억원~8천억원 까지 기존 매출에 추가할 수 있을 것으로 보인다.

- 수도권 전역을 1시간 내에 연결할 수 있는 수도권광역 급행철도로 사업비는 16.2조원 / 2014년 착공을 목표하고 있음(총 공사기간 4년) / 박근혜 대통령 대선 공약 사업임
- 노선: 노선 A는 경기도 고양시에서 경기도 화성 동탄까지 74.8km를 연결, 노선 B는 서울시 청량리에서 인천시 송도까지 49.9km 연결, 노선 C는 경기도 의정부에서 경기도 군포시 금정동까지 49.3km 연결

현대산업 민자사업 현황

(십억원)	사업명	총사업비	출 자		공 사		공사시작
			총출자	현산지분	총공사비	현산지분	
공사완료	서울춘천고속도로	1,901	324	25.0%	1,290	50.00%	2004. 08월
	울산신항개발	245	53	14.6%	139	26.50%	2004. 08월
	평택시멘트부두	83	25	29.0%	65	74.40%	2007. 11월
	평택항동부두	185	37	23.8%	111	95.00%	2006. 09월
	부산-김해경전철	1,219	183	25.0%	643	49.30%	2006. 04월
공사진행사업지	마산항개발	330	59	25.0%	175	31.30%	2005. 12월
	부산북항대교	504	121	66.0%	350	66.00%	2007. 04월
	강남순환도로	1,213	175	1.2%	702	11.50%	2007. 11월
	부산신항2-3단계	948	220	6.5%	665	63.00%	2007. 12월
협상대상자	황령제3터널	138	35	45.0%	92	45.00%	-
	부산신항2-4단계	675	169	9.0%	310	60.00%	-
제안완료	수도권고속철(GTX)	16,162	2,284	6.5%	9,806	6.50%	-

자료: 현대산업, 동양증권 리서치센터

현대산업 (012630) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산(12월)		2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	41,079	33,341	42,467	49,676	56,048	
매출원가	33,263	29,903	36,159	42,056	47,451	
매출총이익	7,816	3,437	6,308	7,620	8,597	
판관비	3,809	2,399	3,863	3,487	3,934	
영업이익	4,008	1,038	2,445	4,133	4,663	
EBITDA	4,381	1,440	2,791	4,463	4,982	
영업외손익	-1,059	-623	-630	-355	-56	
외환관련손익	-14	-48	19	19	19	
이자손익	-1,080	-727	-689	-414	-116	
관계기업관련손익	15	21	41	41	41	
기타	19	132	0	0	0	
법인세비용차감전순손익	2,949	415	1,815	3,778	4,607	
법인세비용	701	359	454	945	1,152	
계속사업순손익	2,247	56	1,361	2,834	3,455	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	2,247	56	1,361	2,834	3,455	
지배지분순이익	2,217	-1	1,293	2,692	3,282	
포괄순이익	2,086	16	1,118	2,590	3,212	
지배지분포괄이익	2,047	-25	1,065	2,463	3,054	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표		(단위: 억원)				
결산(12월)		2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산		50,025	47,464	56,445	66,934	76,884
현금및현금성자산		4,975	3,428	10,783	20,364	30,308
매출채권 및 기타채권		16,871	15,090	16,571	17,478	17,484
재고자산		22,289	22,229	22,229	22,229	22,229
비유동자산		17,338	18,920	18,635	18,345	18,067
유형자산		7,841	8,935	8,643	8,350	8,058
관계기업등 지분관련자산		518	536	597	637	678
기타투자자산		4,555	4,821	4,821	4,821	4,821
자산총계		67,363	66,385	75,080	85,279	94,951
유동부채		26,142	25,508	14,855	4,256	-7,252
매입채무 및 기타채무		9,333	8,354	9,297	10,210	10,215
단기차입금		10,639	8,526	-2,987	-14,499	-26,012
유동성장기부채		1,847	5,780	5,780	5,780	5,780
비유동부채		16,393	16,598	35,022	53,446	71,870
장기차입금		723	3,657	12,142	20,627	29,113
사채		10,371	8,074	18,013	27,951	37,890
부채총계		42,535	42,106	49,877	57,702	64,618
지배지분		24,091	23,523	24,426	26,727	29,399
자본금		3,769	3,769	3,769	3,769	3,769
자본잉여금		1,789	1,789	1,789	1,789	1,789
이익잉여금		19,340	18,806	19,952	22,497	25,411
비자체지분		737	755	777	850	935
자본총계		24,828	24,278	25,203	27,577	30,333
순차입금		18,140	21,385	20,942	18,272	15,239
총차입금		23,580	26,037	32,948	39,860	46,771

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산(12월)		2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-1,294	-466	-2,080	43	641	
당기순이익	2,247	56	1,361	2,834	3,455	
감가상각비	357	386	293	293	293	
외환손익	18	53	-19	-19	-19	
종속,관계기업관련손익	-15	-21	-41	-41	-41	
자산부채의 증감	-6,283	-891	-4,435	-3,870	-3,905	
기타현금흐름	2,381	-48	760	846	858	
투자활동 현금흐름	1,227	-3,023	-16	-16	-16	
투자자산	65	-344	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-512	-2,020	0	0	0	
유형자산 감소	6	3	0	0	0	
기타현금흐름	1,667	-661	-16	-16	-16	
재무활동 현금흐름	492	1,952	6,749	6,749	6,528	
단기차입금	4,915	-2,063	-11,512	-11,512	-11,512	
사채 및 장기차입금	-3,973	4,547	18,424	18,424	18,424	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-411	-535	-167	-167	-388	
기타현금흐름	-39	3	4	4	4	
연결범위변동 등 기타	-5	-11	2,702	2,805	2,792	
현금의 증감	420	-1,547	7,355	9,581	9,945	
기초 현금	4,555	4,975	3,428	10,783	20,364	
기말 현금	4,975	3,428	10,783	20,364	30,309	
NOPLAT	4,008	1,038	2,445	4,133	4,663	
FCF	-3,367	-2,370	-2,255	-440	-89	

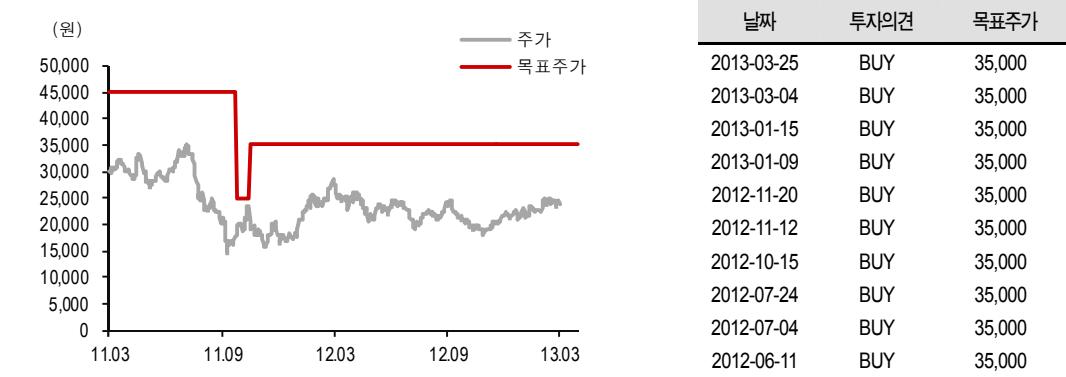
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)		2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS		2,942	-1	1,716	3,571	4,354
BPS		33,070	32,316	33,514	36,567	40,110
EBITDAPS		5,811	1,910	3,702	5,920	6,609
SPS		54,493	44,227	56,334	65,897	74,350
DPS		700	200	200	500	500
PER		9.2	-17,202.0	13.6	6.5	5.3
PBR		0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA		9.0	27.0	14.1	8.2	6.8
PSR		0.5	0.5	0.4	0.4	0.3

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)		2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)		17.3	-18.8	27.4	17.0	12.8
영업이익 증가율 (%)		70.3	-74.1	135.6	69.0	12.8
지배순이익 증가율 (%)		150.6	-100.0	-132,645.7	108.1	21.9
매출총이익률 (%)		19.0	10.3	14.9	15.3	15.3
영업이익률 (%)		9.8	3.1	5.8	8.3	8.3
지배순이익률 (%)		5.4	0.0	3.0	5.4	5.9
EBITDA 마진 (%)		10.7	4.3	6.6	9.0	8.9
ROIC		8.1	0.3	4.5	7.6	8.6
ROA		3.4	0.0	1.8	3.4	3.6
ROE		9.5	0.0	5.4	10.5	11.7
부채비율 (%)		171.3	173.4	197.9	209.2	213.0
순차입금/자기자본 (%)		75.3	90.9	85.7	68.4	51.8
영업이익/금융비용 (배)		2.9	1.0	2.1	2.9	2.7

자료: 동양증권

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 기준일로 함
4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

현대산업 (012630) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간접 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 정상협)
- 당사는 자료공표일 현재 통 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 등 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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: -100이상(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 기준 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자의 투자의사결정은 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.