



주택업자 정상형입니다.

(02)3770-3561

james.chong@tongyang.co.kr

동양증권

현대산업 (012630)

싸이클의 바닥을 지나



Why This Report

마라톤을 완주하는 방법(소설가 김연수): '1천미터를 뛰고 힘들지 않다면 1천미터를 또 뛰고 그래서 41번만 달리면 됩니다. 인생도 그와 마찬가지로 높은 산을 오르는 것. 가수가 되겠다는 것도 다 그렇게 시작하는 것입니다. 그런데 현실은 그렇게 간단하지 않습니다. 1천미터를 35번 정도 달리고 나면 누구나 벽을 만납니다. 온 우주가 나 하나를 막기 위해 밀어대는 느낌... 포기할 수 밖에 없습니다. 그런데 그 벽을 통과하는 방법은 딱 하나 뿐입니다. 바로 그냥 뚫고 지나가는 겁니다. 그리고 지나고 나면 애초에 그런 벽이 없었음을 알게 됩니다.' 건설업 파이팅입니다!

투자의견: BUY (M)

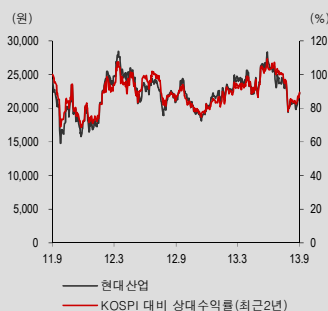
목표주가: 30,000원 (M)

건설

주가	22,300원
자본금	3,769억원
시가총액	16,811억원
주당순자산	31,460원
부채비율	217.57%
총발행주식수	75,384,180주
60일 평균 거래대금	85억원
60일 평균 거래량	387,605주
52주 고	28,350원
52주 저	18,100원
외인지분율	51.95%
주요주주	정몽규 외 7인 18.83%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	11.5	(17.4)	7.0
상대	11.4	(14.1)	5.9
절대(달러환산)	13.8	(15.2)	10.3



자료: Datastream

Investment Point

문제 사업지들 대부분은 올해 마무리 된다.

- ▶ 현대산업의 2분기 실적을 악화시킨 사업지들은 정상적인 사업지들이 아님. 정상적으로 용지를 매입해서 용지작업과 건설 그리고 분양의 과정을 거친 것들이 아니라 본래 PF 보증을 활용한 외주주택 사업지들이었음.
- ▶ 세부 사업지별 분석을 통해 2014년에는 해당 사업지들의 자체사업 내 매출 비중이 12.1% 수준으로 낮아진다고 예상하고 2014년 정상화를 전망.

목표가 3.0만원, BUY 의견: 2014년 OPM 8%, ROE 9% 회복

- ▶ 우리는 1)분양가의 회복 2)정상적인 자체사업지들의 마진 확인 3)문제사업지들의 비중 확인을 통해 2분기 자체사업 이익률이 잔고 전체를 대변하지는 않는다는 것을 확인.
- ▶ 2013년에 바닥을 찍고 2014년에는 ROE 9%수준으로 회복 전망. 목표가 3.0만원 유지.

투자의견 BUY, 목표주가 3.0만원 유지

- 지난 2분기 마진으로 자체사업 잔고 수익성을 일반화 시키는 것은 금물
- 2013년 클린하 이후 2014년에는 OPM 8.0%, ROE 9% 수준으로 회복 전망

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	41,079	33,341	42,268	47,233	64,862
매출액증가율	17.3	-18.8	26.8	11.7	37.3
영업이익	4,008	1,038	1,063	3,787	7,519
영업이익률	9.8	3.1	2.5	8.0	11.6
지배주주귀속 순이익	2,217	-1	-100	2,162	4,772
지배주주 귀속 EPS	2,942	-1	-133	2,867	6,330
증가율	150.6	-100.0	13,200.0	-2,255.6	120.8
PER	9.2	-17,202.0	-168.0	7.8	3.5
PBR	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	9.0	27.0	22.1	7.4	2.8
ROA	3.4	0.0	-0.1	2.7	5.4
ROE	9.5	0.0	-0.4	9.1	17.9

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

현대산업: 누구에게나 차례는 돌아온다. BUY 의견과 TP3만원을 유지한다.

투자포인트: BUY 의견과 TP3만원을 유지한다. 본격적인 주택시장 회복기가 오고 있다고 판단한다.

회복기가 돌아와도 모두 시장과 함께 회복되는것은 아니라고 판단한다. 기본 조건은 용지투자가 될 만큼 재무적인 여력이 되어야 한다는 것이다. 그런점에서 동사의 순차입금이 전년도말 1.7조원에서 상반기말 1.4조원 수준으로 내려갔다는 점과 1.5조원 가량의 용지 보유현황이 돋보인다. 투자 포인트를 요약하면 다음과 같다. 1)분양가의 회복 2)정상적인 자체사업지들의 마진 확인 3)문제사업지들의 비중 확인을 통해 2분기 자체사업 이익률이 잔고 전체를 대변하지는 않는다는 것을 확인. 2013년에 바닥을 찍고 2014년에는 ROE 9%수준으로 회복을 전망.

분양가가 오르면 시행 마진도 개선된다.

건설사의 자체사업 수익성은 시장 분양가의 흐름에 비례할 수 밖에 없다. 분양가가 용지가격 대비 높아지면 이익률이 좋아지고 분양가격이 용지가격 대비 낮아지면 수익성이 악화되는 구조이다. 우리는 분양과 실적의 인식 시점이 2~3년 차이 난다는 것을 감안하여 분양가 변동률과 현대산업의 자체사업 GPM 흐름을 비교해 봤다. 완전히 정확하게 일치하지는 않지만 피크 시점과 바닥 시점은 대략 3년차이로 흘러가는 모양세를 볼 수 있다. 자체사업 마진의 2000년 저점, 2006년 고점, 2008년 저점, 2011년 고점(분양가 변동성의 고점은 2010년) 모두 비슷하게 흘러갔다. 그렇다면 2012년에 분양가가 올랐고 2013년에도 올랐다는 점에서 적어도 현대산업 자체사업의 바닥은 어느정도 정해졌다고 판단할 수도 있을 것이다. 현재의 분양시장 회복이 하반기에도 이어진다면 하반기에 시작되는 프로젝트의 마진은 적어도 평균수준으로 회복될 것을 기대한다.

실제로 현대산업 프로젝트별로 분석했더니 올해가 변곡점이다.

실제 현대산업의 개별 프로젝트의 수익성과 프로젝트 반영 비중을 분석해봤더니 2013년이 확실한 변곡점임이 확인되었다. 일부 저수익 공사들 때문에 1분기에 10.0% 수준이었던 현대산업의 자체사업 GPM 은 하반기 9.0%의 저점을 기록하고 2014년에 22.2% 수준으로 개선될 것으로 분석했다.

Exhibit4: 현대산업 연결기준 자체사업 매출 추정

(십억원)	1H	2H	2013	2014	2015
현대산업 자체주택 매출	310	680	990	1,242	2,342
GPM%	10.7	8.0	9.0	22.2	28.5
아이오피스 자체주택 매출	150	56	234	172	167
GPM%	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0
현대산업 연결 자체사업 매출	460	736	1,224	1,414	2,508
매출총이익	74	70	152	322	711
GPM%	16.0	9.5	12.4	22.8	28.4

자료: 동양증권

Exhibit5: 현대산업 자체사업 문제사업지 매출 추정

(십억원)	1H	2H	2013	2014	2015
울산문수로	103	273	376	-	-
아산 용화	44	98	141	44	-
대구 월배1	33	111	144	128	-
문제사업지 매출	179	482	662	171	-
현대산업 정상사업지 매출	130	198	328	1,070	2,342
문제사업지 비중%	57.9	70.9	66.8	13.8	-
아이오피스 사업지	150	56	234	172	167
연결자체사업 매출	41	15	63	46	45
연결자체사업 GPM%	16.0	9.5	12.4	22.8	28.4

자료: 동양증권

현대산업 (012630) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	41,079	33,341	42,268	47,233	64,862
매출원가	33,263	29,903	37,235	39,991	52,917
매출총이익	7,816	3,437	5,033	7,242	11,945
판매비	3,809	2,399	3,970	3,455	4,426
영업이익	4,008	1,038	1,063	3,787	7,519
EBITDA	4,381	1,440	1,517	4,240	8,312
영업외손익	-1,059	-623	-1,262	-407	-59
외환관련손익	-14	-48	25	0	0
이자손익	-1,080	-727	-636	-450	-102
관계기업관련손익	15	21	43	43	43
기타	19	132	-694	0	0
법인세비용차감전순이익	2,949	415	-199	3,380	7,461
법인세비용	701	359	-23	744	1,641
계속사업순이익	2,247	56	-176	2,636	5,819
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,247	56	-176	2,636	5,819
지배지분순이익	2,217	-1	-100	2,162	4,772
포괄순이익	2,086	16	-565	2,247	5,430
지배지분포괄이익	2,047	-25	-858	3,424	8,274

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	50,025	47,464	56,112	65,107	74,851
현금및현금성자산	4,975	3,428	14,144	22,530	35,480
매출채권 및 기타채권	16,871	15,090	16,068	16,677	13,471
재고자산	22,289	22,229	18,000	18,000	18,000
비유동자산	17,338	18,920	18,895	18,485	17,735
유형자산	7,841	8,935	8,856	8,402	7,609
관계기업등 지분관련자산	518	536	573	617	660
기타투자자산	4,555	4,821	4,499	4,499	4,499
자산총계	67,363	66,385	75,007	83,592	92,586
유동부채	26,142	25,508	34,836	40,177	44,625
매입채무 및 기타채무	9,333	8,354	11,481	12,373	12,373
단기차입금	10,639	8,526	12,404	16,852	21,300
유동성장기부채	1,847	5,780	7,473	7,473	7,473
비유동부채	16,393	16,598	16,551	18,119	18,119
장기차입금	723	3,657	7,026	10,594	10,594
사채	10,371	8,074	4,582	2,582	2,582
부채총계	42,535	42,106	51,387	58,295	62,743
지배지분	24,091	23,523	22,877	24,503	28,907
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	18,560	20,574	24,978
비지배지분	737	755	741	794	936
자본총계	24,828	24,278	23,618	25,296	29,843
순차입금	18,140	21,385	16,033	13,663	5,161
총차입금	23,580	26,037	31,485	37,501	41,949

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-1,294	-466	4,152	1,137	5,643
당기순이익	2,247	56	-176	2,636	5,819
감가상각비	357	386	453	453	793
외환손익	18	53	-25	0	0
총속, 관계기업 관련손익	-15	-21	-43	-43	-43
자산부채의 증감	-6,283	-891	3,388	-2,553	-1,570
기타현금흐름	2,381	-48	554	644	644
투자활동 현금흐름	1,227	-3,023	-316	-17	-17
투자자산	65	-344	-3	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-512	-2,020	-292	0	0
유형자산 감소	6	3	4	0	0
기타현금흐름	1,667	-661	-26	-17	-17
재무활동 현금흐름	492	1,952	5,221	5,852	4,063
단기차입금	4,915	-2,063	3,843	4,448	4,448
사채 및 장기차입금	-3,973	4,547	1,543	1,568	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-411	-535	-167	-167	-388
기타현금흐름	-39	3	2	3	3
연결범위변동 등 기타	-5	-11	1,659	1,413	3,261
현금의 증감	420	-1,547	10,716	8,385	12,950
기초 현금	4,555	4,975	3,428	14,144	22,530
기말 현금	4,975	3,428	14,144	22,530	35,480
NOPLAT	4,008	1,038	1,063	3,787	7,519
FCF	-3,367	-2,370	4,488	854	5,088

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

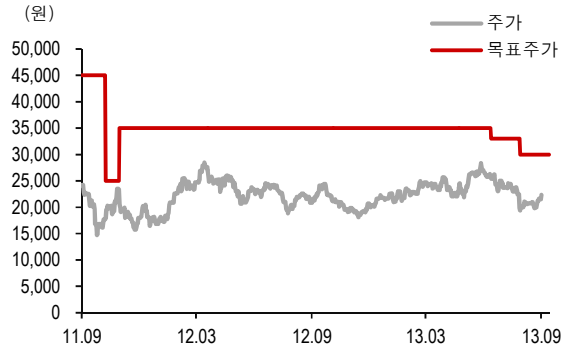
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

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

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	2,942	-1	-133	2,867	6,330
BPS	33,070	32,316	31,460	33,616	39,458
EBITDAPS	5,811	1,910	2,012	5,625	11,027
SPS	54,493	44,227	56,070	62,656	86,042
DPS	700	200	200	500	500
PER	9.2	-17,202.0	-168.0	7.8	3.5
PBR	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	9.0	27.0	22.1	7.4	2.8
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	26.8	11.7	37.3
영업이익 증가율 (%)	70.3	-74.1	2.5	256.1	98.6
지배순이익 증가율 (%)	150.6	-100.0	10,156.0	-2,260.1	120.7
매출총이익률 (%)	19.0	10.3	11.9	15.3	18.4
영업이익률 (%)	9.8	3.1	2.5	8.0	11.6
지배순이익률 (%)	5.4	0.0	-0.2	4.6	7.4
EBITDA 마진 (%)	10.7	4.3	3.6	9.0	12.8
ROIC	8.1	0.3	2.5	8.6	18.3
ROA	3.4	0.0	-0.1	2.7	5.4
ROE	9.5	0.0	-0.4	9.1	17.9
부채비율 (%)	171.3	173.4	217.6	230.4	210.2
순차입금/자기자본 (%)	75.3	90.9	70.1	55.8	17.9
영업이익/금융비용 (배)	2.9	1.0	1.0	2.7	4.9

현대산업 (012630) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-09-04	BUY	30,000
2013-07-31	BUY	30,000
2013-07-30	BUY	30,000
2013-07-18	BUY	33,000
2013-07-11	BUY	33,000
2013-07-02	BUY	33,000
2013-06-27	BUY	33,000
2013-06-17	BUY	33,000
2013-06-14	BUY	33,000
2013-04-08	BUY	35,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 정성형)
- 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 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 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.