주택왕자 정상협입니다.
(02)3770-3561 james.chong@tongyang.co.kr

동양증권

현대산업 (012630)

주택가격이 상승하면 용지가치도 오른다!

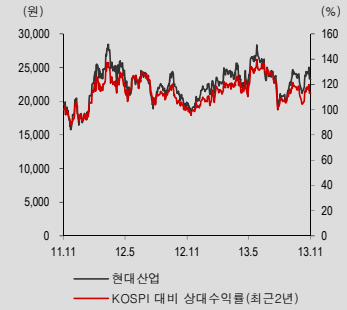
투자의견: BUY (M)
목표주가: 30,000원 (M)

건설

주가	23,200원
자본금	3,769억원
시가총액	17,489억원
주당순자산	30,443원
부채비율	212.41%
총발행주식수	75,384,180주
60일 평균 거래대금	88억원
60일 평균 거래량	389,108주
52주 고	28,350원
52주 저	18,100원
외인지분율	54.82%
주요주주	정몽규 외 7인 18.83%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	3.8	16.0	16.9
상대	2.4	10.2	10.7
절대(달러환산)	4.5	22.6	20.0



자료: Datastream

Why This Report

대책이 나와도 국회에서 통과되지 않으면 소용없습니다. 정부와 여당, 그리고 여당과 야당이 어느정도 주택법안에 처리에 대한 컨센서스를 맞춰가는 분위기입니다. 연내에 처리되지 않으면 후유증이 심하거든요. 주요 법안들이 통과된다면 부동산시장의 단기(6 개월) 센티멘트에도 숨통이 트일 것으로 내다 봅니다. 다만, 회복의 계기가 될 수 있는 본질적인 요소들은 따로 있다고 봅니다. 주목해야 하는 회사는 현대산업과 대우건설입니다.

Investment Point

View

▶ 우리는 현대산업에 대한 기존의 BUY 의견과 목표주가 3.0만원을 유지한다. 3분기에 이어 4분기에도 적자가 예상된다. 다만, 미착공 PF 가 전무하고 연말까지 핵심 문제사업지가 종료된다는 점에서 내년부터 긍정적인 방향성을 기대한다.

Investment Point

▶ 1) 우리는 다음과 같은 변수들로 인해 수도권의 주택시장이 본격적인 회복 국면에 들어섰다고 보고 있다. 첫째, 정부의 인위적인 공공분양 축소로 향후 2~3년 동안 수요에 비해 공급이 타이트 할 것으로 보인다. 둘째, 전세만기시 월세물량으로 전환되는 케이스가 많아졌다. 셋째, 노후화된 아파트가 향후에 급속도로 늘어난다.

▶ 2)전국 분양가 반등으로 인해 동사의 자체사업 수익성이 개선될 것으로 전망한다. 일부 저수익 공사들 때문에 1분기에 10.0% 수준이었던 현대산업의 자체사업 GPM 은 하반기 9.0%의 저점을 기록하고 2014년에 22.2% 수준으로 개선될 것으로 보인다.

투자의견 BUY, 목표주가 3.0만원 유지

- **분양가 반등의 수혜자**
- **2014년부터 문제사업지가 급격하게 줄 것으로 예상**

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	41,079	33,341	41,392	49,233	55,040
매출액증가율	17.3	-18.8	24.1	18.9	11.8
영업이익	4,008	1,038	31	2,720	4,403
영업이익률	9.8	3.1	0.1	5.5	8.0
지배주주귀속 순이익	2,217	-1	-1,136	1,395	2,593
지배주주 귀속 EPS	2,942	-1	-1,508	1,850	3,440
증가율	150.6	-100.0	150,700.0	-222.7	85.9
PER	9.2	-17,202.0	-15.4	12.5	6.7
PBR	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	9.0	27.0	65.9	9.7	4.7
ROA	3.4	0.0	-1.6	1.9	3.2
ROE	9.5	0.0	-5.0	6.1	10.6

주: 영업이익=매출총이익-판관비 / 자료: 동양증권

현대산업(BUY, TP 3.0만원): 바닥을 딛고 2014년 깔끔한 회복을 기대

View

우리는 현대산업에 대한 기존의 BUY 의견과 목표주가 3.0만원을 유지한다. 3분기에 이어 4분기에도 적자가 예상된다. 다만, 미착공 PF 가 전무하고 연말까지 핵심 문제사업지가 종료된다는 점에서 내년부터 긍정적인 방향성을 기대한다.

Investment Point

- 1) 우리는 다음과 같은 변수들로 인해 수도권의 주택시장이 본격적인 회복 국면에 들어섰다고 보고 있다. 첫째, 정부의 인위적인 공공분양 축소로 향후 2~3년 동안 수요에 비해 공급이 타이트 할 것으로 보인다. 둘째, 전세만기시 월세물량으로 전환되는 케이스가 많아졌다. 셋째, 노후화된 아파트가 향후에 급속도로 늘어난다. 특히 보금자리주택이라는 지난 정부의 공급정책이 시장을 침체시킨 주범이었기 때문에 첫번째의 요소로 인해 받는 영향이 클 것으로 기대한다. 시장 회복의 모습은 2000년도 초반보다는 다소 약할 것으로 보인다. 투기수요보다는 지난 5년간 무주택으로 지내던 실수요의 유입 때문에 일어나는 회복이기 때문이다. 지난 3년간 지방시장에서 보여줬던 회복세와 유사할 것으로 기대한다. 수요는 일정하고 공급이 축소되고 신규재고의 부족으로 회복되는 그림이다.

- 2) 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 것으로 기대한다. 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.

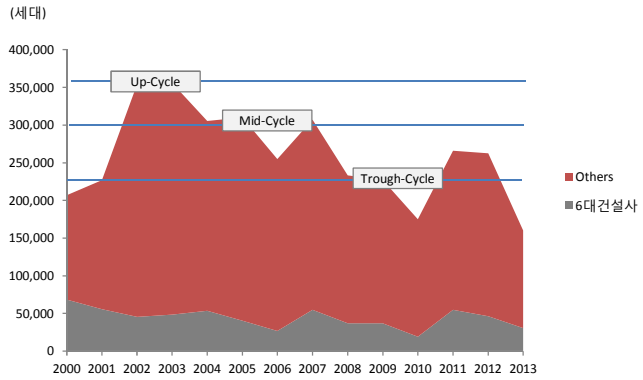
Valuation

우리는 현대산업에 대한 기존의 BUY 의견과 목표주가 3.0만원을 유지한다. 기존 Valuation 의 기준은 2013년말 BPS 의 0.9배 수준이다. 0.9배를 하는 근거는 2014년도 예상 ROE 9.0%를 기준으로 한다.

View 에 대한 Risk

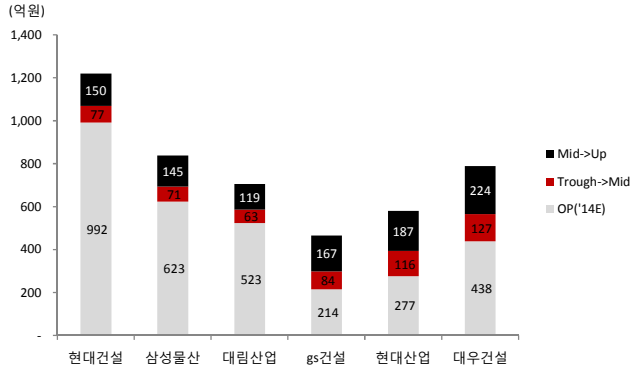
1)연말까지 동사가 계획하는 1만 세대 분양을 완료하지 않을 경우 향후 실적의 수준이 예상치보다 떨어질 가능성이 있고 2)주택시장 회복 센티멘트가 지속되지 않는다고 하면 우리의 예상실적에 비해 매출 인식이 늦어지고 수익성도 하락할 가능성을 리스크로 들 수 있다.

Exhibit17: 전국 아파트 분양세대수



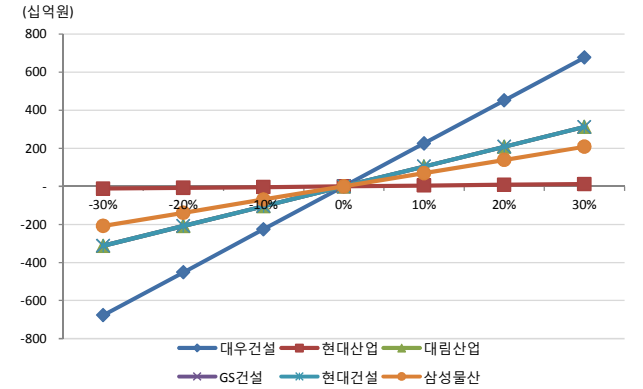
자료: REPS , 동양증권

Exhibit18: 대형 6 개사 주택시장 시나리오 별 영업이익 증가율



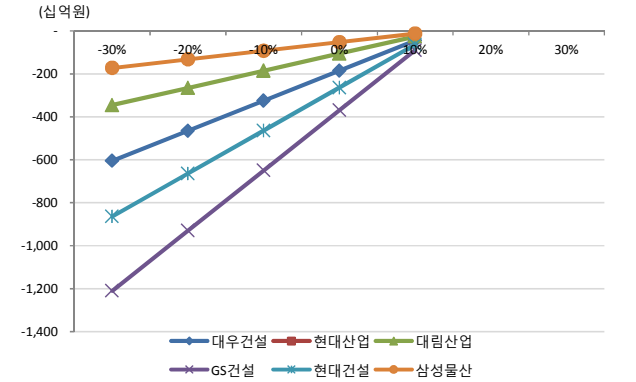
자료: REPS , 동양증권

Exhibit19: 주택가격 회복에 따른 대손 환입 Sensitivity



자료: REPS , 동양증권

Exhibit20: 주택가격 하락에 따른 미착공 손실 Sensitivity



자료: REPS , 동양증권

Exhibit21: 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
아이앤콘스 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

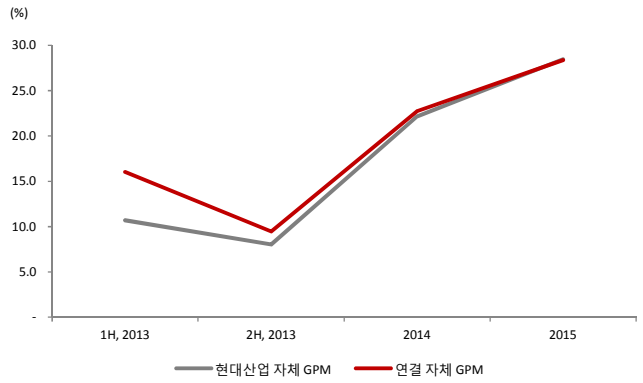
자료: 동양증권

Exhibit22: 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**	**-**
아이앤콘스 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

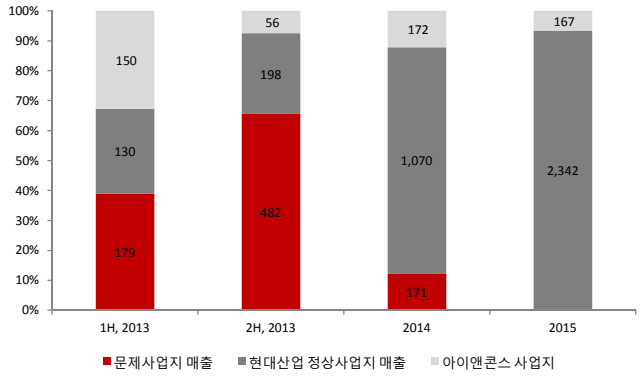
자료: 동양증권

Exhibit23: 현대산업 자체사업 이익률 단기 추이



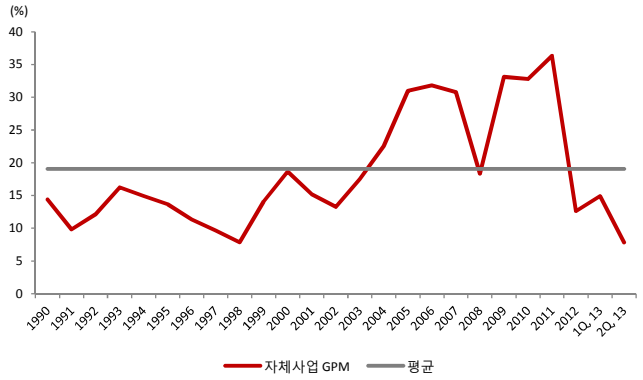
자료: 현대산업, 동양증권

Exhibit24: 자체사업 내 문제사업지 비중 추이



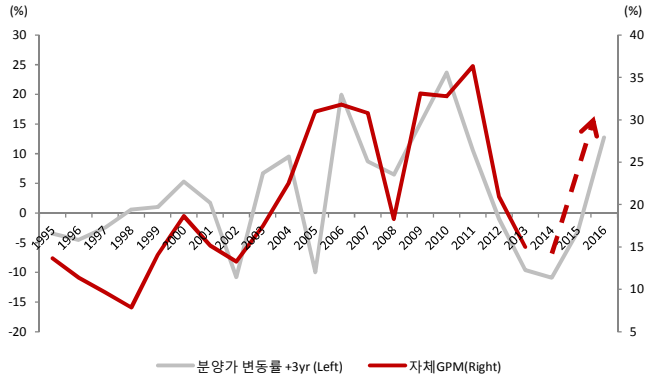
자료: 현대산업, REPS 동양증권

Exhibit25: 현대산업 자체사업 이익률 장기 추이



자료: 현대산업, 동양증권

Exhibit26: 전국 분양가 변동률과 현대산업 자체사업 GP 마진률



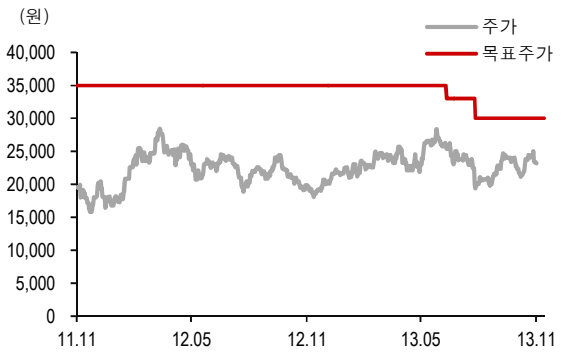
자료: 현대산업, REPS 동양증권

Exhibit27: 현대산업 자체 프로젝트별 매출 추정

(십억원)	프로젝트	도급금액	분양시기(mm.yy)	Estimated GPM	1H	2H	2013	2014	2015
현대산업 자체주택	고양 삼송	245	12.09				-	-	-
	수원2차	961	02.10				-	-	-
	춘천	94	03.11		10	8	18	-	-
	대전	350	10.11	27%	88	97	185	-	-
	울산문수로	479	04.12	4%	103	273	376		-
	아산 용화	213	05.12	4%	44	98	141	44	-
	대구 월배1	296	08.12	4%	33	111	144	128	-
	군산미장	250	11.12	25%	32	33	65	183	-
	수원3차	457	08.13	29%		22	22	201	234
	수원4차	200	10.13	29%		4	4	69	127
	고양 삼송 20bl	450	07.13	23%		28	28	203	219
	대구 월배2	340	10.13	10%		7	7	111	222
	대구 수성	99	12.13	20%		0	0	25	74
	수도권 A	400	03.14	27%			-	63	287
	수도권 B	400	03.14	27%			-	63	287
	남부 A	400	03.14	27%			-	63	287
	파주	1,000	06.14	40%			-	89	605
	매출액				**310**	**680**	**990**	**1,242**	**2,342**
	매출총이익				33	55	89	275	666
	매출총이익률%				10.7	8.0	9.0	22.2	28.5
아이앤콘스 자체주택	안산 신길	135	02.12	27%	94		89	24	-
	은평	147	08.11	27%	56		89	-	-
	남양주	370	05.13	27%		56	56	148	167
	매출액				**150**	**56**	**234**	**172**	**167**
	매출총이익				41	15	63	46	45
	매출총이익률%				27.0	27.0	27.0	27.0	27.0
현대산업 연결 자체사업	매출액				**460**	**736**	**1,224**	**1,414**	**2,508**
	매출총이익				74	70	152	322	711
	매출총이익률%				16.0	9.5	12.4	22.8	28.4

자료: 동양증권

현대산업 (012630) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-11-05	BUY	30,000
2013-10-15	BUY	30,000
2013-09-10	BUY	30,000
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

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 정상협)
- 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 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: -10이상(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 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.