한화투자증권

2025년 1월 13일
기업 코멘트

HDC현대산업개발 (294870)

증익 사이클의 시작

▶Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(하향): 30,000원

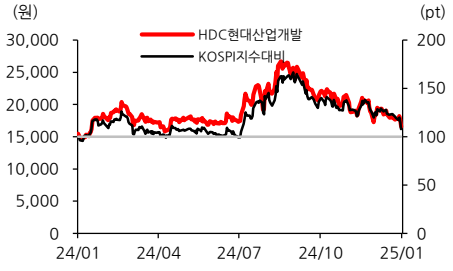
현재 주가(1/10)	17,390 원
상승여력	▲72.5%
시가총액	11,461 억원
발행주식수	65,907 천주
52 주 최고가 / 최저가	26,700 / 14,710 원
90 일 일평균 거래대금	72.44 억원
외국인 지분율	13.1%
주주 구성	
HDC (외 7 인)	43.0%
국민연금공단 (외 1 인)	12.3%
자사주 (외 1 인)	2.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.8	-21.1	0.0	12.3
상대수익률(KOSPI)	-8.8	-17.9	12.3	13.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4,191	4,211	4,429	4,680
영업이익	195	196	345	426
EBITDA	255	255	407	489
지배주주순이익	173	145	259	323
EPS	2,626	2,265	4,039	5,037
순차입금	1,188	1,147	575	271
PER	5.6	7.7	4.3	3.5
PBR	0.3	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	8.4	9.0	4.2	2.9
배당수익률	4.8	4.0	4.0	4.0
ROE	5.9	4.8	8.1	9.3

주가 추이



동사의 4 분기 영업이익은 시장 기대치를 하회한 것으로 추정됩니다. 중장기 이익 증가 사이클이 코앞으로 다가온 만큼 동사에 지속적인 관심을 가질 필요가 있겠습니다. HDC 현대산업개발에 대해 투자의견 Buy 를 유지하며, 목표주가는 멀티플 조정을 감안해 30,000 원으로 하향합니다.

4Q24 Preview: 영업이익, 시장 기대치 하회 예상

HDC현대산업개발의 4분기 매출액은 1.1조 원, 영업이익은 528억 원으로 전년동기 대비 각각 -6.0%, -31.9%를 기록한 것으로 추정된다. 시장 컨센서스인 영업이익 658억 원보다 20% 낮은 수치다. 인도기준 자체사업장의 매출 인식이 일부 1분기로 이연된 가운데, 일반건축 준공 현장에서의 정산비용 반영을 가정한 탓이다. 다만, 2025년은 자체사업(수원 11~12단지 입주, 서울원 아이파크 착공)이 이끄는 이익 증가 사이클의 첫 해로, 그 시작이 다가오는 1분기로 예상되는 만큼 이번 4분기 실적 부진에 큰 의미를 둘 필요는 없다고 판단한다.

서울원 아이파크 계약률 70%의 의미

서울원 아이파크(광운대 역세권 개발사업)의 정당계약률은 70%로 1856세대 공급 중 558세대에 대해 무순위청약을 진행했다. 오는 3월 말 1차 중도금 납부 시기까지 모두 판매하는 것이 목표이며, 이 때까지 남은 미분양분은 인도 기준(입주 '28년 7월) 매출로 인식될 예정이다. 입주 때까지 분양 판매가 모두 이루어진다면 실적은 결국 조삼모사이나 당장 올해, 내년 실적만 놓고 보면 완판이 아닌 것이 아쉽게 느껴질 수도 있겠다. 그러나 분양가가 당초 계획보다 오른 점을 감안하면 분양률이 80%만 돼도 기존 이익 예상치를 넘어서는 것으로 추정되는데, 그렇게 보면 정당 계약률 70%는 전혀 아쉬운 숫자가 아니다. 더불어 8일 진행한 무순위 청약에도 1만 명 이상이 몰려 기대치를 굳이 낮춰잡을 필요도 없어 보인다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 30,000원으로 하향

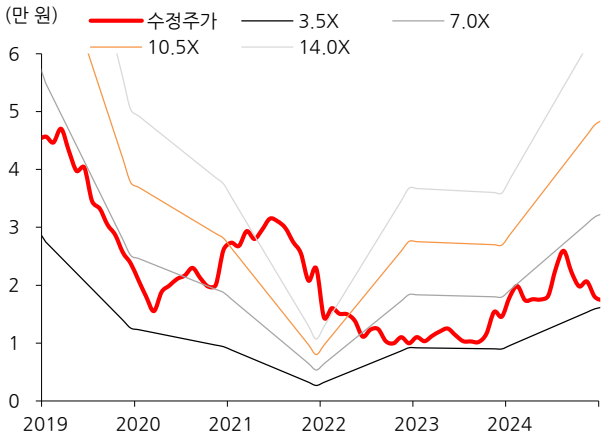
HDC현대산업개발에 대해 투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가를 기존 35,000원에서 30,000원으로 하향한다. 목표주가 하향은 목표배수 조정(0.7→ 0.6배, 12개월 예상 ROE 8.2%)에 기인한다. 주택시장 둔화를 감안해 목표배수를 낮췄으나 2025년 영업이익 증가율이 가장 뚜렷하다는 점에서 건설사 중 가장 높은 목표배수를 적용했다. 현재 동사의 주가는 시장 컨센서스 기준 12M Fwd. P/E 3.8배, P/B 0.33배 수준이다.

[표1] HDC 현대산업개발의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	50,799	12 개월 예상 BPS 기준
적정 P/B(배)	0.6	12 개월 예상 ROE 8.2%, COE 9.0%, 영구성장률 1% 가정 시 산출되는 목표배수를 할인
적정 주가(원)	30,470	
목표 주가(원)	**30,000**	
현재 주가(원)	17,390	
상승 여력	73%	

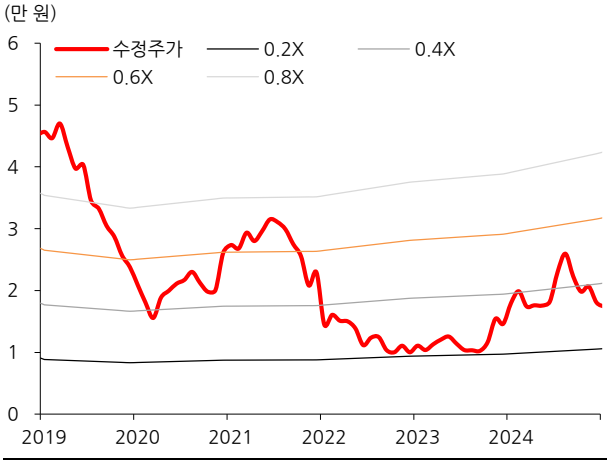
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 12M Fwd. P/E 밴드



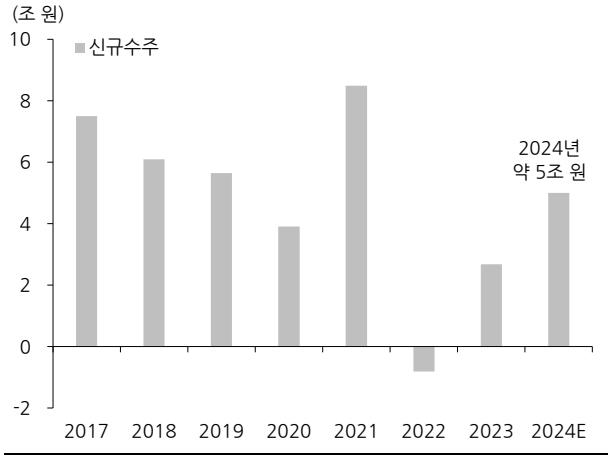
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 12M Fwd. P/B 밴드



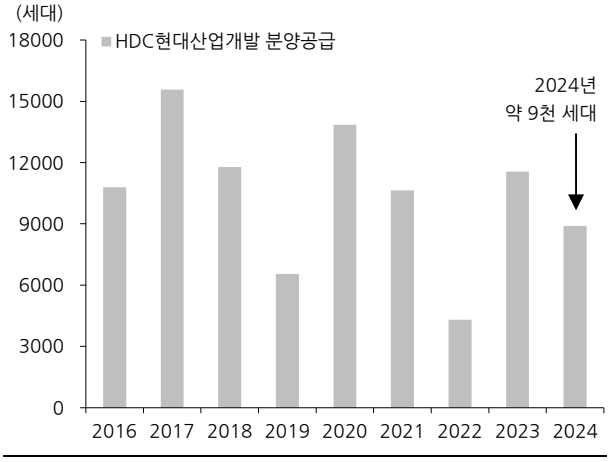
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] HDC 현대산업개발 수주 추이: '24 년 약 5 조 원



자료: HDC현대산업개발, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] HDC 현대산업개발 분양: '24 년 약 9 천 세대 공급



자료: HDC현대산업개발, 한화투자증권 리서치센터

[표2] HDC 현대산업개발 2024 년 4 분기 실적 예상치 (단위: 십억 원)

	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E		증감		컨센서스 차이
					예상치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	1,149	955	1,087	1,089	**1,080**	1,195	*-6.0%*	*-0.8%*	*-9.7%*
영업이익	77	42	54	47	**53**	66	*-31.9%*	*11.2%*	*-19.9%*
지배주주순이익	55	30	47	33	**35**	55	*-37.0%*	*6.4%*	*-36.9%*
영업이익률	*6.7%*	*4.4%*	*5.0%*	*4.4%*	***4.9%***	*5.5%*	*-1.9%P*	*0.5%P*	*-0.6%P*
순이익률	*4.8%*	*3.2%*	*4.4%*	*3.0%*	***3.2%***	*4.6%*	*-1.6%P*	*0.2%P*	*-1.4%P*

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표3] HDC 현대산업개발의 분기 및 연간 실적 추이 (단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**955**	**1,087**	**1,089**	**1,080**	**989**	**1,129**	**1,162**	**1,148**	**4,191**	**4,211**	**4,429**	**4,680**
YoY(%)	*-11.1*	*16.4*	*5.4*	*-6.0*	*3.5*	*3.8*	*6.8*	*6.3*	*27.1*	*0.5*	*5.2*	*5.7*
자체주택	74	53	88	130	163	269	353	268	441	345	1,053	1,025
외주주택	509	670	610	634	566	618	585	644	2,531	2,423	2,413	2,676
토목/SOC	76	83	73	78	67	63	59	63	271	310	252	265
일반건축	223	216	252	173	126	112	98	105	599	864	441	443
기타	72	66	66	66	68	68	68	68	348	270	270	270
매출원가	873	974	991	973	879	986	1,009	997	3,810	3,811	3,871	4,033
매출원가율(%)	*91.4*	*89.6*	*91.0*	*90.1*	*88.9*	*87.3*	*86.8*	*86.8*	*90.9*	*90.5*	*87.4*	*86.2*
자체주택	*70.7*	*83.0*	*85.3*	*83.7*	*82.0*	*80.5*	*80.8*	*79.2*	*86.8*	*81.2*	*80.5*	*76.0*
외주주택	*91.1*	*88.0*	*88.9*	*88.7*	*88.6*	*88.4*	*88.4*	*88.2*	*91.1*	*89.1*	*88.4*	*88.0*
토목/SOC	*82.7*	*78.4*	*83.6*	*82.4*	*83.2*	*83.0*	*83.6*	*83.0*	*87.2*	*81.7*	*83.2*	*83.5*
일반건축	*101.9*	*98.4*	*101.0*	*104.6*	*101.0*	*98.0*	*98.0*	*97.3*	*97.2*	*101.3*	*98.7*	*97.5*
기타	*91.1*	*96.6*	*88.5*	*87.8*	*91.0*	*91.0*	*91.0*	*91.0*	*87.2*	*91.0*	*91.0*	*91.0*
판관비	41	59	50	54	46	55	49	63	185	204	213	220
판관비율(%)	*4.3*	*5.4*	*4.6*	*5.0*	*4.6*	*4.9*	*4.2*	*5.5*	*4.4*	*4.9*	*4.8*	*4.7*
영업이익	**42**	**54**	**47**	**53**	**64**	**88**	**105**	**88**	**195**	**196**	**345**	**426**
YoY(%)	*-17.0*	*839.0*	*-23.5*	*-31.9*	*54.8*	*63.0*	*120.3*	*67.4*	*67.8*	*0.2*	*76.3*	*23.6*
영업이익률(%)	*4.4*	*5.0*	*4.4*	*4.9*	*6.5*	*7.8*	*9.0*	*7.7*	*4.7*	*4.6*	*7.8*	*9.1*
영업외손익	4	9	0	-6	5	3	-2	-1	42	8	5	11
세전이익	45	63	48	47	69	91	103	87	237	203	350	437
순이익	30	47	33	35	51	67	76	64	173	145	259	323
YoY(%)	*-24.6*	*211.1*	*-47.3*	*-37.0*	*68.7*	*41.7*	*133.1*	*85.2*	*244.3*	*-15.9*	*78.3*	*24.7*
순이익률(%)	*3.2*	*4.4*	*3.0*	*3.2*	*5.2*	*5.9*	*6.6*	*5.6*	*4.1*	*3.5*	*5.9*	*6.9*
지배주주순이익	**30**	**47**	**33**	**35**	**51**	**67**	**76**	**64**	**173**	**145**	**259**	**323**

자료: HDC현대산업개발, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,298	4,191	4,211	4,429	4,680
매출총이익	316	381	400	558	646
영업이익	116	195	196	345	426
EBITDA	163	255	255	407	489
순이자손익	40	50	30	18	24
외화관련손익	4	1	-6	0	0
지분법손익	8	0	-4	0	0
세전계속사업손익	121	237	203	350	437
당기순이익	50	173	145	259	323
지배주주순이익	50	173	145	259	323
증가율(%)					
매출액	n/a	27.1	0.5	5.2	5.7
영업이익	n/a	67.8	0.2	76.3	23.6
EBITDA	n/a	57.0	0.0	59.4	20.3
순이익	n/a	244.3	-15.9	78.3	24.7
이익률(%)					
매출총이익률	9.6	9.1	9.5	12.6	13.8
영업이익률	3.5	4.7	4.6	7.8	9.1
EBITDA 이익률	4.9	6.1	6.1	9.2	10.5
세전이익률	3.7	5.7	4.8	7.9	9.3
순이익률	1.5	4.1	3.5	5.9	6.9

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,443	4,987	4,909	4,905	4,923
현금성자산	2,026	1,001	999	1,450	1,755
매출채권	1,447	1,969	1,775	1,447	1,297
재고자산	1,575	1,507	1,657	1,510	1,353
비유동자산	1,894	2,029	2,047	2,111	2,180
투자자산	1,440	1,534	1,577	1,633	1,692
유형자산	441	484	459	469	481
무형자산	13	11	11	9	8
자산총계	7,336	7,016	6,956	7,017	7,103
유동부채	3,459	3,148	2,862	2,699	2,496
매입채무	1,099	1,117	1,065	1,007	789
유동성이자부채	1,904	1,627	1,438	1,318	1,318
비유동부채	975	861	983	993	1,003
비유동이자부채	711	562	707	707	707
부채총계	4,434	4,008	3,846	3,692	3,500
자본금	330	330	330	330	330
자본잉여금	1,605	1,603	1,606	1,606	1,606
이익잉여금	974	1,097	1,197	1,411	1,690
자본조정	-14	-22	-22	-22	-22
자기주식	-1	-21	-21	-21	-21
자본총계	2,902	3,008	3,111	3,325	3,603

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	-1,735	640	322	742	481
당기순이익	50	173	145	259	323
자산상각비	46	60	59	62	63
운전자본증감	-1,971	222	66	412	85
매출채권 감소(증가)	-283	-362	32	328	150
재고자산 감소(증가)	-329	78	-20	147	157
매입채무 증가(감소)	-61	-130	42	-58	-217
투자현금흐름	1,271	-143	-95	-142	-149
유형자산처분(취득)	-82	-65	-23	-69	-73
무형자산 감소(증가)	-2	-1	-3	-1	-1
투자자산 감소(증가)	1,378	-60	-9	-16	-17
재무현금흐름	677	-504	-184	-165	-45
차입금의 증가(감소)	717	-436	-139	-120	0
자본의 증가(감소)	-40	-60	-45	-45	-45
배당금의 지급	-40	-40	-45	-45	-45
총현금흐름	306	426	306	331	396
(-)운전자본증가(감소)	769	604	21	-412	-85
(-)설비투자	82	65	23	69	73
(+)자산매각	-2	-1	-3	-1	-1
Free Cash Flow	-547	-244	260	673	408
(-)기타투자	1,224	-809	-26	56	59
잉여현금	-1,772	565	286	617	349
NOPLAT	48	142	140	255	315
(+) Dep	46	60	59	62	63
(-)운전자본투자	769	604	21	-412	-85
(-)Capex	82	65	23	69	73
OpFCF	-757	-467	156	660	390

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	764	2,626	2,265	4,039	5,037
BPS	43,913	45,640	47,196	50,447	54,670
DPS	600	700	700	700	700
CFPS	4,649	6,467	4,646	5,016	6,012
ROA(%)	0.7	2.4	2.1	3.7	4.6
ROE(%)	1.7	5.9	4.8	8.1	9.3
ROIC(%)	1.7	3.9	3.5	6.6	8.5
Multiples(x,%)					
PER	13.1	5.6	7.7	4.3	3.5
PBR	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
PCR	2.2	2.3	3.8	3.5	2.9
EV/EBITDA	7.7	8.4	9.0	4.2	2.9
배당수익률	6.0	4.8	4.0	4.0	4.0
안정성(%)					
부채비율	152.8	133.3	123.6	111.0	97.1
Net debt/Equity	20.3	39.5	36.9	17.3	7.5
Net debt/EBITDA	362.3	465.7	449.6	141.4	55.4
유동비율	157.3	158.4	171.5	181.8	197.2
이자보상배율(배)	1.8	4.3	3.7	6.7	8.8
자산구조(%)					
투하자본	48.9	61.3	61.2	54.6	51.7
현금+투자자산	51.1	38.7	38.8	45.4	48.3
자본구조(%)					
차입금	47.4	42.1	40.8	37.9	36.0
자기자본	52.6	57.9	59.2	62.1	64.0

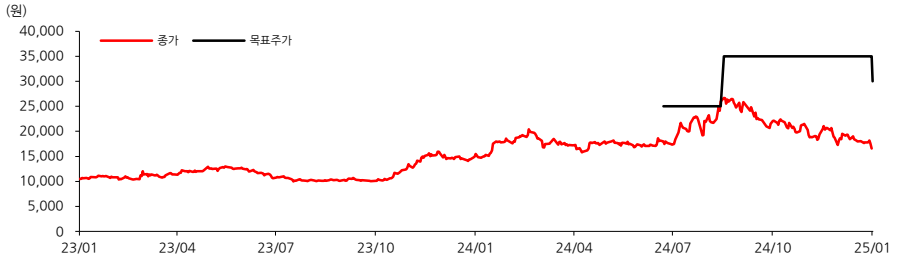
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 1 월 13 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (송유림, 이다연)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[HDC현대산업개발 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.07.01	2024.07.01	2024.08.08	2024.08.26	2024.08.30	2024.09.12
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	송유림	25,000	25,000	35,000	35,000	35,000
일 시	2024.09.27	2024.10.10	2024.10.14	2024.10.25	2024.10.28	2024.11.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
일 시	2024.11.13	2024.11.29	2024.12.09	2024.12.27	2025.01.09	2025.01.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	30,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.07.01	Buy	25,000	-16.98	4.00
2024.08.26	Buy	35,000	-39.75	-23.71
2025.01.13	Buy	30,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2024 년 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%