

# HDC

## 현대산업개발

### (294870)

이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**35,000**

유지

현재주가

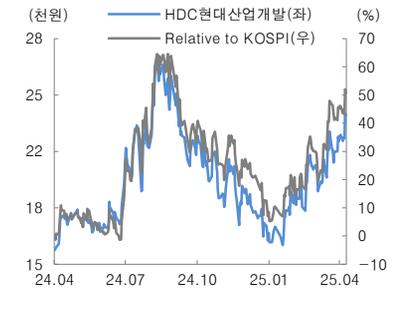
**23,600**

(25.04.25)

건설업종

KOSPI	2546.3
시가총액	1,555십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	330십억원
52주 최고/최저	26,700원 / 16,100원
120일 평균거래대금	66억원
외국인지분율	11.85%
주요주주	HDC 외 6 인 43.01% 국민연금공단 13.48%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.0	37.5	8.8	32.7
상대수익률	23.3	37.0	10.3	36.9



## 편안한 탑승 기회

- 연결 영업이익 540억원(+29.8% yoy) 기록, 시장 컨센서스 하회
- 지식산업센터 비용 영향. 다만, 서울원 기반 상저하고 방향성은 명확
- 하반기부터 서울원 매출 본격화, 우수한 파이프라인 기반 성장 유력

### 투자의견 매수, 목표주가 35,000원 유지

목표주가는 12MF BPS 51,222원에 타깃 PBR 0.69배 적용. 타깃 PBR은 2025E, 2026E ROE를 기준으로 PBR-ROE 방식으로 산출한 이론 PBR을 10% 할인 적용. 10% 할인은 현재 기업가치 산정에 '26년 순이익을 조기 선(先)반영함에 따른 것

### 1Q25 Review 마지막 장애물 통과

1Q25 연결기준 매출액 9,057억원(-5.2% yoy), 영업이익 540억원(+29.8% yoy), 영업이익률 6.0%(+1.6%p yoy) 기록. 잠정치는 시장 컨센서스를 하회

자체주택 부문은 서울원아이파크, 청주가경6차, 수원10단지 등의 현장을 바탕으로 매출 성장(2,272억원, +22% qoq)과 우수한 수익성(GPM 32.1%)을 확인. 다만, 일 반건축 부문에서 지식산업센터 관련 비용이 전분기에 이어 반복 발생하면서 원가 율이 134.1%(+35.3%p)로 상승하였음. 고덕강일-평택고덕 등 지식산업센터가 준공 이 완료됨에 따라 추가적인 비용 발생 우려는 낮음. 2~3분기는 수원아이파크 입주 과정에서 일시적인 자체사업 원가를 상승을 유발하겠으나, 서울원아이파크 매출 비중이 점차 상승할 것을 감안하면 연내 영업이익의 상저하고 방향성은 유력

### 편안한 탑승 기회

연내 서울원아이파크 예정 매출 진행률은 16%(4,500억원)로 설정되었으며, 현재 인허가 과정에서 약간의 지연이 있었으나, 2분기 중 골조업체 선정이 마무리된만큼 하반기부터 공정진행 속도가 붙을 예정. '26년 연간 1조원 내외 매출 기여 예상

구조적 이익 개선 확인이 가능한 종목이며, 서울원아이파크 외에도 파주메디컬, 북 정역세권, 잠실MICE 등 우수한 사업지를 다수 확보, 업종 Top-Pick 유지

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	955	1,125	958	906	-5.2	-19.5	999	1,038	-4.5	14.6
영업이익	42	42	48	54	29.8	29.3	58	72	33.6	33.2
순이익	30	45	33	54	77.8	20.0	44	47	0.1	-12.4

자료: HDC현대산업개발, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,191	4,256	4,072	4,419	4,824
영업이익	195	185	310	454	562
세전순이익	237	200	293	430	536
총당기순이익	173	156	219	313	388
지배지분순이익	173	156	219	313	388
EPS	2,626	2,363	3,318	4,751	5,887
PER	5.6	7.6	7.1	5.0	4.0
BPS	45,640	47,257	49,853	53,925	59,145
PBR	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4
ROE	5.9	5.1	6.8	9.2	10.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	4,239	4,828	4,072	4,419	-4.0	-8.5
판매비와 관리비	241	253	223	225	-7.5	-11.3
영업이익	291	467	310	454	6.7	-2.6
영업이익률	6.9	9.7	7.6	10.3	0.8	0.6
영업외손익	-23	-26	-17	-24	적자유지	적자유지
세전순이익	268	441	293	430	9.3	-2.4
지배지분순이익	207	339	219	313	5.7	-7.7
순이익률	4.9	7.0	5.4	7.1	0.5	0.1
EPS(지배지분순이익)	3,138	5,147	3,318	4,751	5.7	-7.7

자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

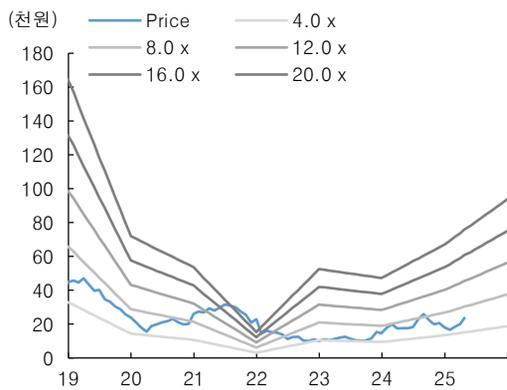
표 1. HDC 현대산업개발 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
BPS	51,210	HDC 현대산업개발 12MF BPS
Target PBR	0.69	적정 PBR 을 10% 할인 적정 PBR = (ROE-g) / (COE-g) 1) HDC 현대산업개발 2025E, 2026E 평균 ROE: 8.0% 2) 영구성장률(g): 1.33% 3) 자기자본비용: 10.0% (Rf: 2.9%, Rm: 10%, 104주베타 1.00)
적정주가	35,458	BPS * Target PBR
목표주가	35,000	35,458 ≈ 35,000
현재주가	23,600	2025.04.25
상승여력(%)	48.3	

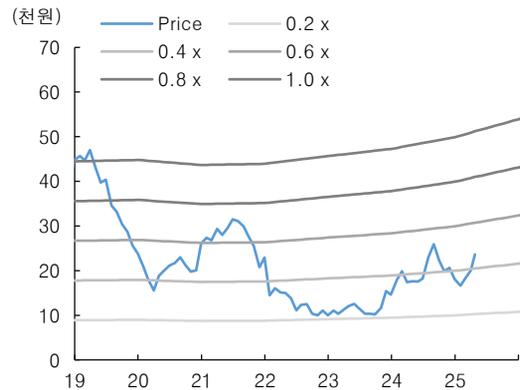
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. HDC 현대산업개발 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 2. HDC 현대산업개발 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

## HDC 현대산업개발 연간/분기 실적 추정

(단위: 십억원, %)

(단위)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E
<b>연결 매출액 (십억원)</b>	<b>955</b>	<b>1,087</b>	<b>1,089</b>	<b>1,125</b>	<b>906</b>	<b>1,038</b>	<b>1,053</b>	<b>1,075</b>	<b>4,256</b>	<b>4,072</b>
YoY (%)	-5.2	-4.5	-3.3	-4.5	11.2	9.3	8.0	5.9	1.6	-4.3
QoQ (%)	-19.5	14.6	1.4	2.0	-6.3	12.7	0.2	0.1		
자재주택 (십억원)	74	53	88	186	227	233	267	282	401	1,009
외주주택 (십억원)	509	670	610	667	504	642	623	625	2,456	2,394
토목 (십억원)	76	83	73	76	62	73	68	75	308	277
일반건축 (십억원)	223	216	252	145	51	36	44	45	836	177
해외 (십억원)	34	25	15	2	8	13	10	8	76	38
기타 (십억원)	28	33	35	38	41	30	29	28	135	127
연결증속 (십억원)	10	8	16	11	12	12	13	12	45	48
<b>연결 매출총이익 (십억원)</b>	<b>82</b>	<b>113</b>	<b>98</b>	<b>109</b>	<b>107</b>	<b>132</b>	<b>140</b>	<b>155</b>	<b>402</b>	<b>533</b>
GPM (%)	8.6	10.4	9.0	9.7	11.8	12.7	13.3	14.4	9.4	13.1
자재주택 (십억원)	16	9	13	54	73	63	74	80	92	291
외주주택 (십억원)	46	80	68	44	34	52	48	56	238	190
토목 (십억원)	13	18	12	7	9	11	10	11	50	40
일반건축 (십억원)	-4	3	-3	2	-17	1	1	1	-2	-15
해외 (십억원)	5	2	2	-6	-6	-2	-1	-1	2	-10
기타 (십억원)	-3	-5	2	3	10	2	3	3	-4	17
연결증속 (십억원)	5	5	4	5	5	5	6	5	20	20
<b>연결 영업이익 (십억원)</b>	<b>42</b>	<b>54</b>	<b>47</b>	<b>42</b>	<b>54</b>	<b>72</b>	<b>84</b>	<b>100</b>	<b>185</b>	<b>310</b>
YoY (%)	-17.0	839.0	-23.5	-46.1	29.8	33.6	76.6	140.6	-5.5	68.0
QoQ (%)	-46.3	29.4	-11.9	-12.0	29.3	33.2	16.5	19.9		
OPM (%)	4.4	5.0	4.4	3.7	6.0	6.9	8.0	9.3	4.3	7.6
<b>연결 지배순이익 (십억원)</b>	<b>30</b>	<b>47</b>	<b>33</b>	<b>45</b>	<b>54</b>	<b>47</b>	<b>54</b>	<b>63</b>	<b>156</b>	<b>219</b>
YoY (%)	-24.9	213.0	-47.4	-18.2	77.8	0.1	65.1	39.7	-10.0	40.5
QoQ (%)	-44.8	55.5	-31.0	38.1	20.0	-12.4	13.8	16.8		
NIM (%)	3.2	4.4	3.0	4.0	6.0	4.6	5.1	5.9	3.7	5.4
<b>[수주잔고]</b>										
수주잔고 (십억원)	31,235	30,137	30,405	31,314	31,567	31,678	31,718	32,089	31,314	32,089
YoY (%)	2.5	-0.3	1.7	3.0	1.1	5.1	4.3	2.5	3.0	2.5

자료: HDC 현대산업개발, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

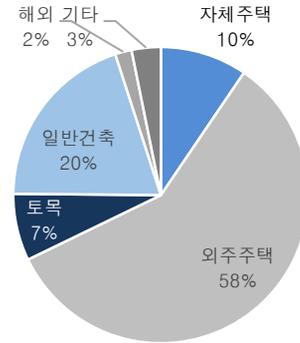
- HDC그룹 계열 종합 건설회사로서, 전통적으로 자체개발사업 비중이 높은 국내 디벨로퍼 업체
- '아이파크(PARK)' 브랜드를 바탕으로 주택/건축 사업을 영위
- 자산 7조 4,619억원, 부채 4조 3,473억원, 자본 3조 1,146억원
- 발행주식 수: 65,907,330주 / 자기주식수: 1,738,000주

주가 변동요인

- 정부 부동산 정책 발표
- 금리 인하 여부
- 부동산 경기 지표 상황

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2024년 12월 기준  
 자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

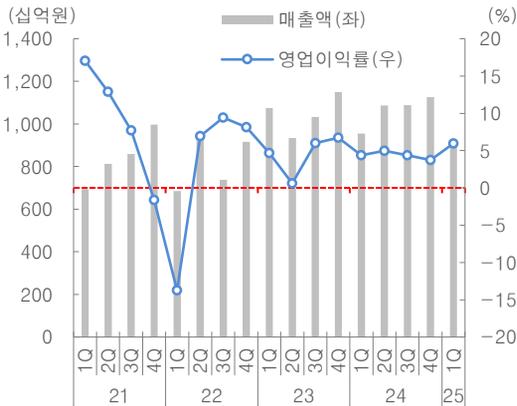
매출 비중 현황



주: 2023년 사업보고서 기준  
 자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

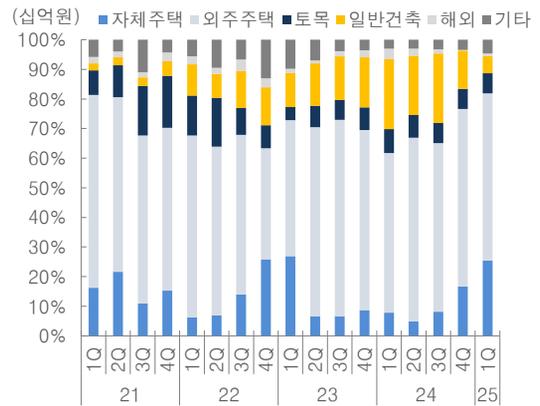
Earnings Driver

별도 매출액 추이



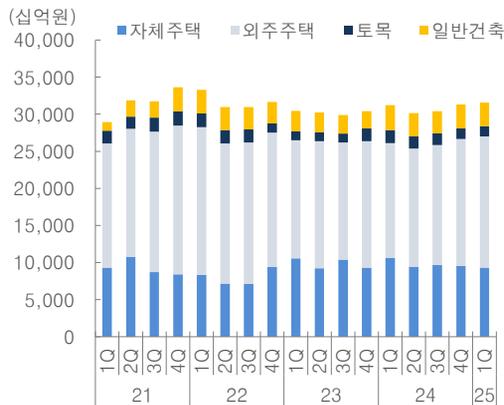
자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

사업별 매출액 비중 추이



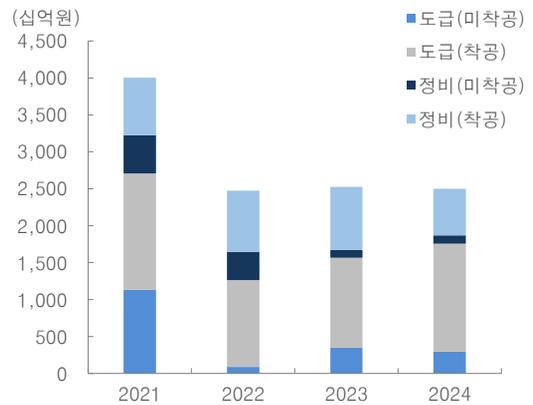
자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

사업별 수주잔고 추이



자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

부동산 PF 우발채무 추이



자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,191	4,256	4,072	4,419	4,824
매출원가	3,810	3,854	3,539	3,739	4,019
매출총이익	381	402	533	679	805
판매비와관리비	185	217	223	225	244
영업이익	195	185	310	454	562
영업이익률	4.7	4.3	7.6	10.3	11.6
EBITDA	255	243	355	498	603
영업외손익	42	16	-17	-24	-26
관계기업손익	0	0	4	5	5
금융수익	97	85	90	87	86
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-47	-64	-96	-100	-100
외환관련손실	1	8	8	8	8
기타	-9	-6	-16	-16	-17
법인세비용차감전순손익	237	200	293	430	536
법인세비용	-64	-45	-74	-117	-148
계속사업순손익	173	156	219	313	388
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	173	156	219	313	388
당기순이익률	4.1	3.7	5.4	7.1	8.0
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	173	156	219	313	388
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	167	149	211	304	378
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	167	149	211	304	378

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,626	2,363	3,318	4,751	5,887
PER	5.6	7.6	7.1	5.0	4.0
BPS	45,640	47,257	49,853	53,925	59,145
PBR	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4
EBITDAPS	3,870	3,683	5,388	7,551	9,155
EV/EBITDA	8.3	9.3	6.2	3.8	2.6
SPS	63,586	64,579	61,781	67,044	73,199
PSR	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
CFPS	6,467	5,620	7,197	9,348	10,949
DPS	700	700	700	700	700

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	27.1	1.6	-4.3	8.5	9.2
영업이익 증가율	67.8	-5.5	68.0	46.5	23.6
순이익 증가율	244.3	-9.9	40.5	43.2	23.9
수익성					
ROC	7.8	7.0	10.8	15.2	17.6
ROA	2.7	2.6	4.3	6.3	7.5
ROE	5.9	5.1	6.8	9.2	10.4
안정성					
부채비율	133.3	139.6	117.1	105.8	94.3
순차입금비율	38.3	33.9	19.6	10.1	1.0
이자보상배율	4.3	3.3	3.5	5.0	6.1

자료: HDC 현대산업개발, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	4,987	5,380	5,051	5,226	5,481
현금및현금성자산	558	825	727	884	1,079
매출채권 및 기타채권	1,935	1,749	1,581	1,431	1,295
재고자산	1,507	1,854	1,774	1,925	2,102
기타유동자산	987	953	969	986	1,005
비유동자산	2,029	2,081	2,083	2,086	2,092
유형자산	484	485	476	469	463
관계기업투자금	71	77	86	96	107
기타비유동자산	1,474	1,520	1,520	1,521	1,522
자산총계	7,016	7,462	7,134	7,313	7,573
유동부채	3,148	3,510	3,393	3,374	3,360
매입채무 및 기타채무	1,117	1,320	1,310	1,328	1,349
차입금	1,137	1,340	1,273	1,273	1,273
유동성채무	462	429	398	369	342
기타유동부채	431	421	412	404	396
비유동부채	861	837	455	385	315
차입금	495	532	150	80	10
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	365	305	305	305	305
부채총계	4,008	4,347	3,848	3,759	3,675
지배지분	3,008	3,115	3,286	3,554	3,898
자본금	330	330	330	330	330
자본잉여금	1,603	1,606	1,606	1,606	1,606
이익잉여금	1,097	1,199	1,373	1,641	1,965
기타지분변동	-22	-20	-23	-23	-22
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,008	3,115	3,286	3,554	3,898
순차입금	1,153	1,057	645	360	39

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	640	314	409	296	346
당기순이익	0	0	219	313	388
비현금항목의 가감	253	215	256	303	334
감가상각비	60	58	45	43	42
외환손익	-1	-2	8	8	8
지분법평가손익	0	0	-4	-5	-5
기타	195	159	207	257	290
자산부채의 증감	222	13	7	-198	-220
기타현금흐름	165	87	-72	-122	-155
투자활동 현금흐름	-143	-98	-68	-71	-72
투자자산	-19	-43	-9	-10	-10
유형자산	-65	-34	-34	-34	-34
기타	-59	-21	-25	-26	-27
재무활동 현금흐름	-504	47	-559	-177	-175
단기차입금	-367	123	-67	0	0
사채	0	-70	-70	-70	-70
장기차입금	468	465	-312	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-40	-45	-45	-45	-45
기타	-565	-426	-65	-63	-61
현금의 증감	-6	266	-97	157	195
기초 현금	564	558	825	727	884
기말 현금	558	825	727	884	1,079
NOPLAT	142	144	232	331	406
FCF	136	164	242	340	414

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이태환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

**HDC현대산업개발(294870) 투자의견 및 목표주가 변경 내용**

제시일자	25.04.28	25.04.11	25.02.04	25.01.18	25.01.13	24.11.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	35,000	35,000	30,000	30,000	30,000	30,000
과리율(평균%)	(35.80)	(33.85)	(44.56)	(29.81)	(29.18)	(29.18)
과리율(최대/최소%)	(32.43)	(24.50)	(42.80)	(11.00)	(11.00)	(11.00)

제시일자	24.10.22	24.08.01	24.07.18	24.05.06	24.04.30	24.03.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	30,000	30,000	30,000	25,000	25,000	25,000
과리율(평균%)	(25.44)	(23.35)	(29.11)	(29.95)	(31.88)	(32.16)
과리율(최대/최소%)	(11.00)	(11.00)	(23.33)	(13.20)	(28.64)	(28.64)

제시일자	24.10.22	24.08.01	24.07.18	24.05.06	24.04.30	24.03.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	30,000	30,000	30,000	25,000	25,000	25,000
과리율(평균%)	(25.44)	(23.35)	(29.11)	(29.95)	(31.88)	(32.16)
과리율(최대/최소%)	(11.00)	(11.00)	(23.33)	(13.20)	(28.64)	(28.64)

**투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250423)**

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	0.0%

**산업 투자의견**

- Overweigh(비중확대) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**

- Buy(매수) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상