

HDC현대산업개발

(294870)

4Q24 Re: 예상대비 높은 서울원 계약률

투자의견 Buy, 목표주가 29,000원 유지

HDC현대산업개발에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 29,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 포워드 BPS에 Target P/B 0.55배를 적용했다. 부동산 경기 악화에도 서울원 아이파크의 계약률이 매우 호조를 보였다. 서울원 아이파크에서 안정적인 진행 기준 매출이 발생될 것으로 보이며, HDC현산의 이익 레벨은 2028년까지 안정화될 것으로 예상된다. 현재 주가는 12개월 선행 기준 P/B 0.31배, P/E 3.7배에 불과하다. 부동산 경기의 턴어라운드는 많은 시간이 필요할 것으로 예상되지만, HDC현산은 건설주 내 안정적인 투자처로 주목받을 수 있다고 판단한다.

기존 예상 대비 높은 서울원 계약률, 2Q25부터 본격적인 이익 개선

서울원 아이파크의 계약률은 1월말 기준 90% 수준으로 파악된다. 부동산 경기 악화로 일반분양 세대 1,856세대 중 무순위 청약 물량이 최초 558세대가 출현한 점을 감안했을 때 매우 고무적이다. 105~244m2 평형 중 약 180여세대가 미분양으로 남아있는 것으로 보이며, HDC현산 측은 1차 중도금 납부일(3월말) 이전까지 계약률 95% 달성을 목표로 하고 있다(당사 기준 추정치 85%). 95% 달성 시 진행 기준 매출 인식은 총 2.8조원 수준으로 추정된다.

2025년 HDC현산의 매출액 가이드는 4.31조원이며 부문별 매출액에 대한 가이드는 제시되지 않았다. 2024년 매출액이 4.26조원인 것을 감안할 때 보수적이지만 2024년 수익성이 저조했던 건축 부문의 매출액이 크게 감소하고, 자체 주택 매출이 크게 늘어날 것으로 예상된다. 2025년 부문별 예상 매출액은 자체주택 1.0조원(+158.9% YoY), 외주주택 2.5조원(+2.2% YoY), 토목 2,659억원(-13.7% YoY), 건축 4,436억원(-46.9% YoY)이다. 자체사업 부문 매출액은 수원 IPC 11~12 인도 매출(3,100억원)과 서울원 아이파크 매출액 4,600억원을 가정한 것이다. 2025년 HDC현산의 예상 영업이익은 3,509억원(+90.0% YoY, OPM 7.8%)이다.

4Q24 영업이익 컨센서스 하회

연결기준 4Q24 HDC현산의 매출액은 1.1조원(-2.1% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 418억원(-46.1%, OPM 3.7%)를 기록했다. 영업이익은 컨센서스를 25% 하회했다. 외주주택 및 건축 부문의 마진이 부진했다.

외주주택 매출액은 6,668억원(-10.1%), GPM은 6.6%(-1.8%p)를 기록했다. 올림픽 파크 포레온, 서울숲 아이파크가 준공되었는데, 입주 시점에서의 마진 조정이 있었던 것으로 파악된다. 외주주택 마진은 2024년 9~12% 수준을 유지했었다. 자체주택 부문 매출액은 1,863억원(+228.6%), GPM은 29.0%(+13.0%p)를 기록했다. 자체 매출액은 전분기 대비 987억원 증가했는데, 수원IPC 10단지 매출(인도 기준)과 서울원 아이파크 매출이 최초로 반영되었다. 매우 높은 마진을 기록했는데 서울원 아이파크의 영향이 큰 것으로 추정된다. 건축 부문 매출은 1,447억원(-25.5%), GPM 1.2%(-9.4%p)를 기록했다. 지식산업센터 준공 시점에 비용 반영이 있었다.

Company Brief

Buy (Maintain)

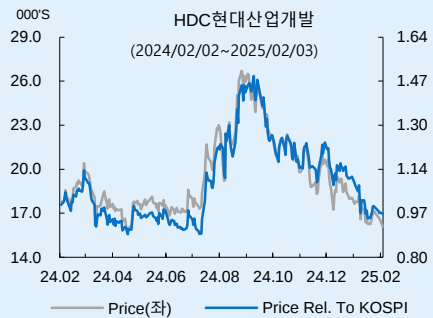
목표주가(12M)	29,000원(유지)
증가(2025.02.03)	16,100원
상승여력	80.1%

Stock Indicator

자본금	330십억원
발행주식수	6,591만주
시가총액	1,061십억원
외국인지분율	13.9%
52주 주가	15,800~26,700원
60일평균거래량	350,123주
60일평균거래대금	6.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.5	-18.6	-28.1	-9.4
상대수익률	-10.0	-15.1	-19.8	-3.2

Price Trend



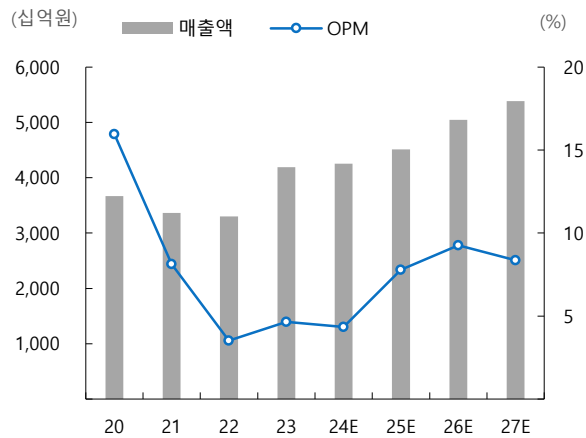
FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	4,191	4,256	4,509	5,045
영업이익(십억원)	195	185	351	467
순이익(십억원)	173	156	277	359
EPS(원)	2,626	2,362	4,207	5,445
BPS(원)	45,640	47,321	50,847	55,639
PER(배)	5.6	6.8	3.8	3.0
PBR(배)	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	5.9	5.1	8.6	10.3
배당수익률(%)	4.8	4.3	6.2	6.2
EV/EBITDA(배)	10.5	8.4	4.5	3.4

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[건설/운송]

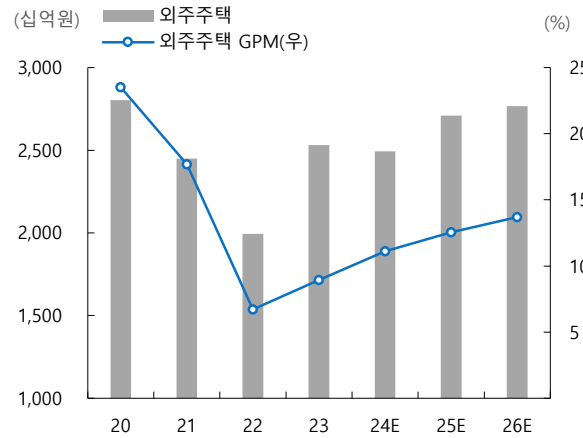
배세호 2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

그림1. HDC현산 매출액 및 영업이익률 추이



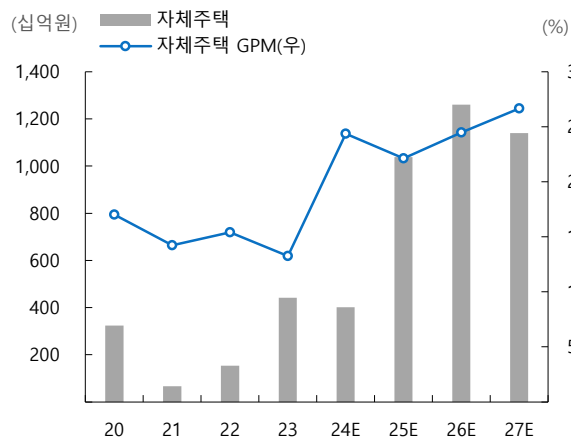
자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

그림2. HDC현대산업개발 외주주택 매출액 추이 전망



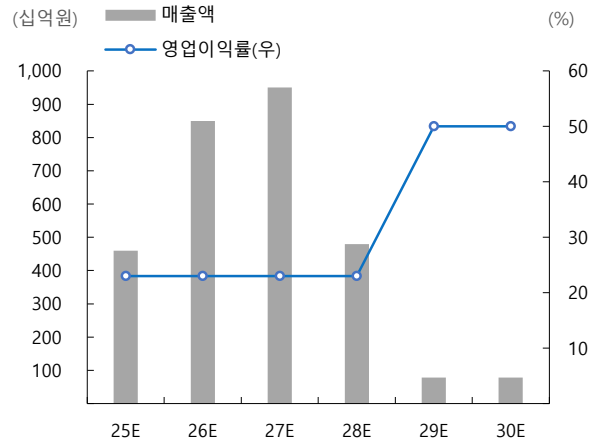
자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

그림3. HDC현산 자체주택 매출액 추이 및 전망



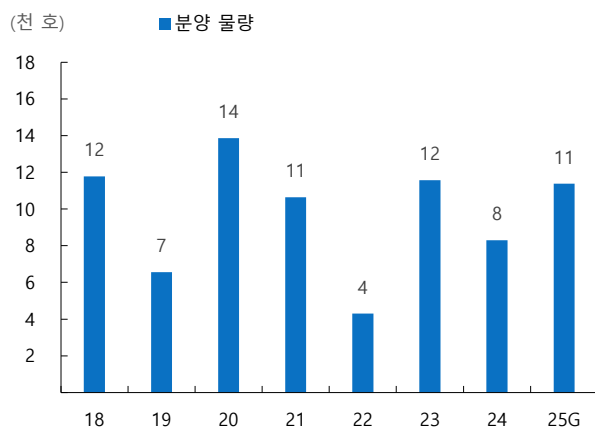
자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

그림4. 서울원 아이파크 매출액 및 OPM 가정



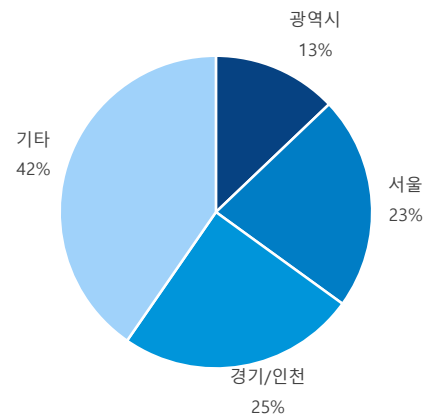
자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

그림5. HDC현산 분양 물량 추이 및 가이드스



자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

그림6. HDC현산 2025년 분양 예정 사업지



자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

표1. HDC현대산업개발 4Q24P 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	4Q24P	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		4Q23	YoY %	4Q24E	Diff %	4Q24E	Diff %
매출액	1,125	1,149	-2.1	1,142	-1.5	1,138	-1.1
영업이익	42	77	-46.1	56	-25.4	65	-35.8
세전이익	44	73	-39.4	67	-34.0	66	-33.2
지배주주순이익	45	55	-18.2	48	-5.2	48	-5.9
영업이익률	3.7	6.7	-3.0	4.9	-1.2	5.7	-2.0
지배주주순이익률	4.0	4.8	-0.8	4.2	-0.2	4.2	-0.2

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표2. HDC현대산업개발 2025E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2025E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2024E	YoY %	2025E	Diff %	2025E	Diff %
매출액	4,509	4,256	5.9	4,804	-6.1	5,072	-11.1
영업이익	351	184.6	90.0	383	-8.3	402	-12.7
세전이익	382	200	90.9	409	-6.5	428	-10.6
지배주주순이익	277	156	78.0	298	-7.1	310	-10.6
영업이익률	7.8	4.3	3.4	8.0	-0.2	7.9	-0.1
지배주주순이익률	6.1	3.7	2.5	6.2	-0.1	6.1	0.0

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표3. HDC현대산업개발 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	4,509	5,045	5,072	5,394	-11.1	-6.5
영업이익	351	467	402	456	-12.7	2.5
영업이익률	7.8	9.3	7.9	8.5	-0.1	0.8
세전이익	382	495	428	475	-10.6	4.2
지배주주순이익	277	359	310	344	-10.6	4.3
지배주주순이익률	6.1	7.1	6.1	6.4	0.0	0.7
EPS	4,207	5,445	4,711	5,227	-10.7	4.2
BPS	50,876	55,639	51,425	55,649	-1.1	0.0
ROE	8.3	9.8	9.2	10.3	-0.9	-0.5

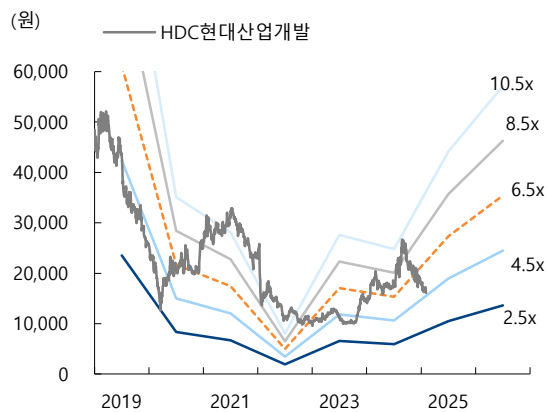
자료: iM증권

표4. HDC현대산업개발 목표주가 Valuation

	2021	2022	2023	2024P	2025E	2026E	비고
EPS (원)	2,679	764	2,626	2,363	4,207	5,445	
BPS (원)	43,659	43,913	45,640	47,350	50,876	55,639	
고점 P/E (배)	12.3	33.8	6.1	11.3			최근 5년 평균:14.3
평균 P/E (배)	10.4	17.4	4.4	8.2			최근 5년 평균:9.3
저점 P/E (배)	7.8	12.8	3.6	5.9			최근 5년 평균:6.8
고점 P/B (배)	0.75	0.59	0.35	0.56			최근 5년 평균:0.58
평균 P/B (배)	0.64	0.30	0.25	0.41			최근 5년 평균:0.42
저점 P/B (배)	0.48	0.22	0.21	0.30			최근 5년 평균:0.30
ROE(%)	6.1	1.7	5.8	5.0	8.3	9.8	
적용 BPS (원)					51,670		12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.55		최근 3년 P/B 중상단
목표주가 (원)					29,000		Target P/E 6.5배
전일 증가 (원)					16,100		
상승 여력					80.1		

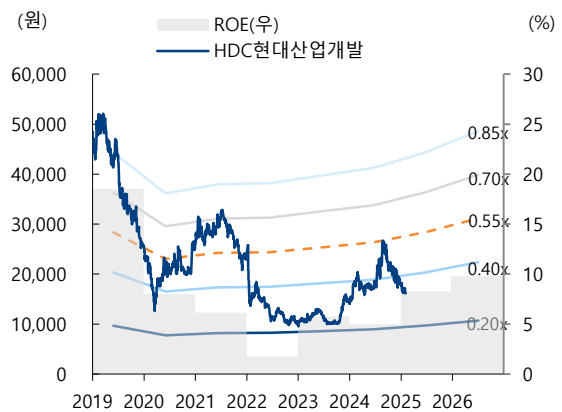
자료: iM증권 리서치본부

그림7. HDC현대산업개발 P/E Band(Implied P/E 6.5x)



자료: HDC현대산업개발, iM증권

그림8. HDC현대산업개발 P/B Band(Implied P/B 0.55x)



자료: HDC현대산업개발, iM증권

표5. HDC현대산업개발 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024P	2025E	2026E
매출액	955	1,087	1,089	1,125	1,050	1,206	1,202	1,051	4,256	4,509	5,045
YoY	-11.1	16.4	5.4	-2.1	9.9	11.0	10.5	-6.6	1.6	5.9	11.9
자재주택	74	53	88	186	153	315	355.0	215	401	1,038	1,260
YoY	-74.2	-14.0	151.7	228.6	105.9	497.7	305.3	15.4	-9.1	158.9	21.4
외주주택	509	670	610.0	667	615	653	620.6	621	2,456	2,509	2,706
YoY	3.6	13.0	-13.5	-10.1	20.7	-2.5	1.7	-6.9	-3.0	2.2	7.8
토목	76	83	73	76	74	69	65	57	308	266	219
YoY	59.7	23.2	7.5	-14.3	-2.8	-16.1	-10.7	-24.6	13.4	-13.7	-17.5
건축	223	216	252	144.7	136	103	97	108	836	444	611
YoY	81.3	63.2	69.0	-25.5	-39.1	-52.5	-61.4	-25.4	39.6	-46.9	37.7
해외/기타	72	66	66	51	72	66	64	50	256	253	248
YoY	-41.6	-17.6	-13.7	-24.4	-0.2	0.6	-2.6	-2.9	-26.6	-1.2	-1.8
매출총이익	82	113	98	97	111	157	161	136	390	565	701
YoY	-9.0	92.9	-6.8	-23.7	34.6	38.8	64.9	40.9	2.4	45.0	24.1
자재주택	22	9	13	54	29	66	83	51	98	230	309
외주주택	45	80	68	44	69	75	67	68	237	280	326
토목	13	18	12	7	10	11	11	9	50	41	34
건축	-4	3	-3	2	3	7	5	12	-2	27	41
해외/기타	6	2	8	-10	-1	-2	-5	-4	6	-12	-9
매출총이익률(GPM)	8.6	10.4	9.0	8.6	10.6	13.0	13.4	13.0	9.16	12.5	13.9
자재주택	29.3	17.0	14.7	29.0	19.2	21.0	23.3	23.9	24.4	22.1	24.5
외주주택	8.9	12.0	11.1	6.6	11.3	11.5	10.8	11.0	9.7	11.1	12.1
토목	17.3	21.6	16.4	9.3	13.8	15.2	16.6	16.4	16.3	15.4	15.3
건축	-1.9	1.6	-1.0	1.2	2.3	6.9	5.1	10.9	-0.2	6.1	6.7
해외/기타	8.9	3.4	11.5	-19.7	-1.4	-3.1	-7.2	-9.0	2.4	-4.8	-3.5
판매관리비	41	59	50	55	54	56	54	50	205	214	234
판매비율(%)	4.3	5.4	4.6	4.9	5.2	4.6	4.5	4.7	4.8	4.7	4.6
영업이익	42	54	47	42	57	101	107	87	185	351	467
YoY	-16.9	839.4	-23.5	-46.1	36.6	86.9	124.9	107.7	-5.5	90.0	33.2
영업이익률(OPM)	4.4	5.0	4.4	3.7	5.4	8.3	8.9	8.3	4.3	7.8	9.3
영업외손익	4	9	0	2	10	9	10	2	16	32	28
세전이익	45	63	48	44	67	110	117	89	200	382	495
순이익	30	47	33	45	49	80	85	64	156	277	359
지배주주순이익	30	47	33	45	49	80	85	64	156	277	359
순이익률(%)	-24.9	213.0	-47.4	-18.2	59.8	67.9	159.0	42.4	-10.0	78.0	29.4

자료: Dart, iM증권

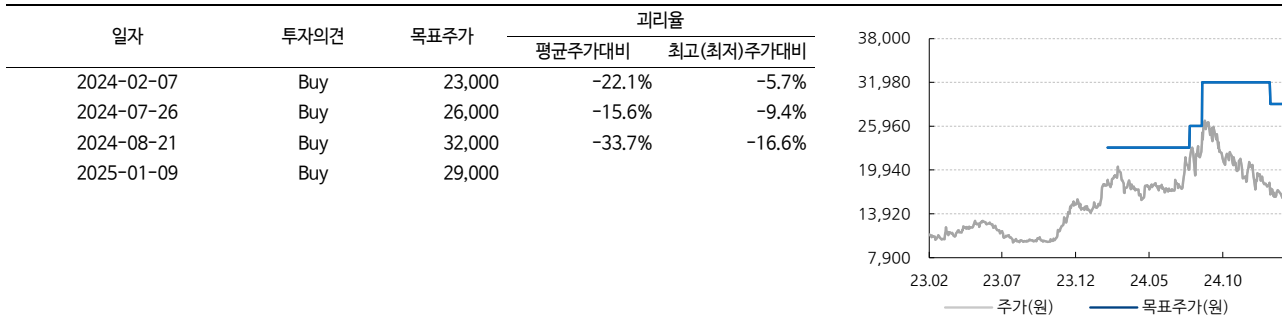
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	4,987	5,706	5,738	6,038	매출액	4,191	4,256	4,509	5,045
현금 및 현금성자산	558	1,016	1,219	1,231	증가율(%)	27.1	1.6	5.9	11.9
단기금융자산	443	408	395	395	매출원가	3,810	3,867	3,944	4,344
매출채권	1,969	2,281	1,986	2,262	매출충이익	381	390	565	701
재고자산	1,507	1,517	1,668	1,629	판매비와관리비	185	205	214	234
비유동자산	2,029	1,891	2,023	2,144	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	484	357	489	609	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	11	-	-	-	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,016	7,597	7,762	8,182	영업이익	195	185	351	467
유동부채	3,148	3,451	3,409	3,560	증가율(%)	67.8	-5.5	90.0	33.2
매입채무	236	1,319	1,273	1,281	영업이익률(%)	4.7	4.3	7.8	9.3
단기차입금	1,137	1,296	1,286	1,271	이자수익	95	87	96	96
유동성장기부채	462	425	439	453	이자비용	45	61	56	56
비유동부채	861	1,027	1,002	977	지분법이익(손실)	0	-4	-1	-1
사채	249	200	200	200	기타영업외손익	-9	-1	-8	-11
장기차입금	246	461	436	411	세전계속사업이익	237	200	382	495
부채총계	4,008	4,478	4,410	4,536	법인세비용	64	45	105	136
지배주주지분	3,008	3,119	3,351	3,646	세전계속이익률(%)	5.7	4.7	8.5	9.8
자본금	330	330	330	330	당기순이익	173	156	277	359
자본잉여금	1,603	1,603	1,603	1,603	순이익률(%)	4.1	3.7	6.1	7.1
이익잉여금	1,097	1,208	1,440	1,735	지배주주귀속 순이익	173	156	277	359
기타자본항목	-21	-21	-21	-21	기타포괄이익	-6	-10	-10	-10
비지배주주지분	-	-	0	-	총포괄이익	167	145	267	349
자본총계	3,008	3,119	3,351	3,646	지배주주귀속총포괄이익	167	145	267	349

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	640	350	673	528	주당지표(원)				
당기순이익	173	156	277	359	EPS	2,626	2,362	4,207	5,445
유형자산감가상각비	-	53	48	50	BPS	45,640	47,321	50,847	55,639
무형자산상각비	-	3	3	3	CFPS	2,626	3,214	4,978	6,250
지분법관련손실(이익)	0	-4	-1	-1	DPS	700	700	1,000	1,000
투자활동 현금흐름	-143	-133	-79	-71	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-65	-45	-80	-70	PER	5.6	6.8	3.8	3.0
무형자산의 처분(취득)	-	-	0	0	PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
금융상품의 증감	1,019	35	12	-	PCR	5.6	5.0	3.2	2.6
재무활동 현금흐름	-504	243	-66	-90	EV/EBITDA	10.5	8.4	4.5	3.4
단기금융부채의증감	-	16	-1	-2	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-87	14	14	ROE	5.9	5.1	8.6	10.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	4.7	5.7	8.9	10.3
배당금지급	-40	-45	-45	-64	부채비율	133.3	143.6	131.6	124.4
현금및현금성자산의증감	-6	458	203	12	순부채비율	36.3	30.7	22.3	19.4
기초현금및현금성자산	564	558	1,016	1,219	매출채권회전율(x)	2.5	2.0	2.1	2.4
기말현금및현금성자산	558	1,016	1,219	1,231	재고자산회전율(x)	2.7	2.8	2.8	3.1

자료 : HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

HDC현대산업개발 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%