

HDC현대산업개발 (294870)

2025.01.09

결국에는 실적으로 증명할 것

[건설/운송] 배세호

2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

투자의견 Buy 유지, 목표주가 29,000원으로 하향

HDC현대산업개발에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가를 기존 32,000원에서 29,000원으로 하향한다. 목표주가 하향은 Target P/B를 기존 0.64배에서 0.58배로 하향한 데 따른다. 서울원 아이파크의 무순위 청약 물량이 기존 예상 대비 많았고, 이에 초기 계약률을 85%로 기존 대비 하향 조정했다. 진행 기준으로 인식하는 매출액 추정치 하향으로 2025년, 2026년 영업이익 추정치를 기존 대비 9.3%, 6.0% 하향했다. 이 외에도 최근 악화된 부동산 경기도 Valuation 하향 요인으로 반영하였다. 다만 2025~2028년 높은 EPS 레벨이 유지되고(4,700~5,000원) 현재 주가 기준의 12개월 선행 기준 P/E가 3.7배에 불과하다는 점, 그리고 차입금 및 PF 우발채무가 안정적으로 유지되고 있다는 점을 감안할 때 업황의 불확실성에도 주가 상승 여력은 충분하다고 판단한다.

서울원 아이파크 초기 계약 85% 전망

11월 26일 1, 2순위 청약을 진행한 서울원 아이파크(일반분양 1,856세대)의 청약 경쟁률은 호조를 보였으나, 부동산 심리가 악화되며 잔여 물량이 558세대 출현했다. 세대별로 74m2(3가구), 84m2(111가구), 105m2(126가구), 112m2(127가구), 120m2(162가구), 244m2(2가구)다. HDC현산은 1월 8일 잔여 세대 무순위 청약을 진행하였고, 당첨자를 대상으로 10~11일 계약 체결을 진행할 예정이다. 당사가 전망하는 서울원 아이파크의 계약률(1차 중도금 납부 기일인 3/30일까지 계약)은 85%로, 잔여 세대 중 74~84m2 100%, 105m2 이상 중대형 평수는 30%로 가정했다. 이로써 진행 기준으로는 약 2.4조원이 인식될 예정이다. 미분양 물량에 해당하는 0.5조원을 판매한다는 가정하에 인도 시점에 0.5조원의 매출이 일시에 반영될 예정이다. 일부 미분양 물량 추정에도 프로젝트의 마진 가정치는 변동하지 않는다(GPM 35% 이상).

4Q24 영업이익 651억원, 컨센서스 하회 예상

연결기준 4Q24 HDC현산의 매출액은 1.1조원(+0.8% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 651억원(-15.9%, OPM 5.7%)가 예상된다. 추정 영업이익은 컨센서스를 6.6% 하회한다. 외주주택 매출액은 6,890억원(-7.1%), GPM은 11.9%(+3.5%p)로 2Q24 이후 10% 초반대의 안정적인 마진이 유지되고 있는 것으로 보인다. 자체주택 매출액은 1,235억원(+117.8%), GPM 14.2%(-1.8%p)가 예상된다. 청주가경 6단지, 서산 센트럴 등 자체사업 공정률 10%대로 진입하며 매출 성장을 이끌고 있다. 건축 부문 매출액은 1,744억원(-10.2%), GPM은 0.1%(-10.5%p)가 예상된다. 자산 프로젝트 준공이 임박하며 비용 반영을 하고 있으며, 이는 1Q25 손익까지도 마이너스 영향을 미칠 것으로 보인다.

4Q24 누적 분양 세대는 약 9천여세대로 추정된다. 약 1,200여세대의 물량들이 2025년으로 이연되며 가이드스 1만세대를 소폭 미스했다. 산업 전반적으로 정비사업의 분양 시점이 밀리고 있어, 2025년 분양 가이드스는 다소 보수적일 가능성이 높다고 판단한다.

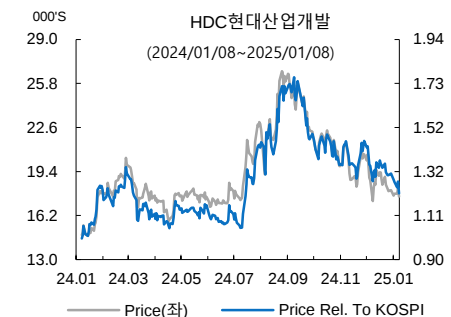
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	29,000원(하향)
증가(2025.01.08)	17,590원
상승여력	64.9%

Stock Indicator	
자본금	330십억원
발행주식수	6,591만주
시가총액	1,159십억원
외국인지분율	13.5%
52주 주가	14,710~26,700원
60일평균거래량	349,016주
60일평균거래대금	6.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.2	-18.2	0.7	19.0
상대수익률	-10.1	-15.4	12.5	20.8

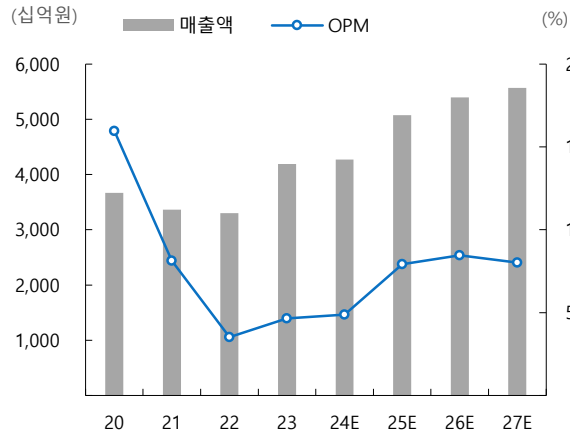
Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	4,191	4,269	5,072	5,394
영업이익(십억원)	195	208	402	456
순이익(십억원)	173	159	310	344
EPS(원)	2,626	2,409	4,711	5,227
BPS(원)	45,640	47,396	51,425	55,649
PER(배)	5.6	7.3	3.7	3.4
PBR(배)	0.3	0.4	0.3	0.3
ROE(%)	5.9	5.2	9.5	9.8
배당수익률(%)	4.8	4.0	5.7	5.7
EV/EBITDA(배)	10.5	8.0	4.7	3.9

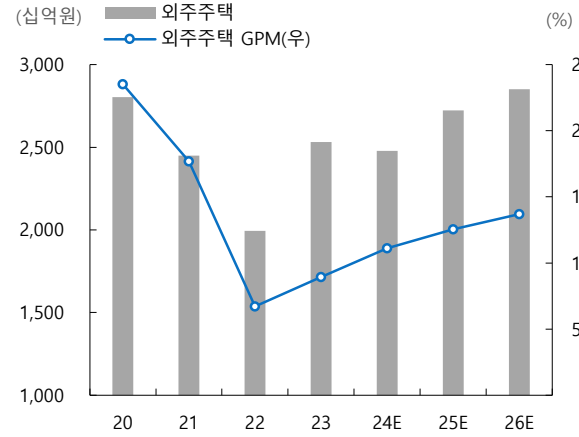
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림24. HDC현산 매출액 및 영업이익률 추이



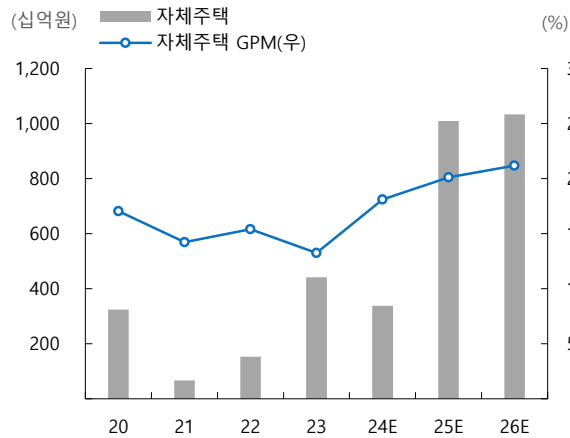
자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

그림25. HDC현대산업개발 외주주택 매출액 추이 전망



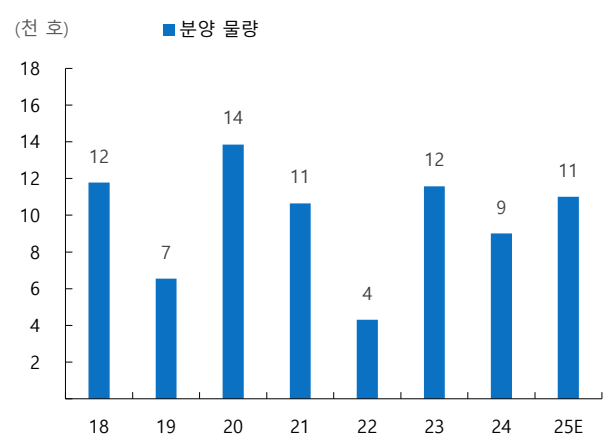
자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

그림26. HDC현대산업개발 자체 사업 매출 추이 전망



자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

그림27. HDC현대산업개발 분양 물량 추이 및 전망



자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

표1. HDC현대산업개발 주요 자체/지분 투자 사업

개발 사업	내용	사업비	진행 상황	착공 시점
광운대 역세권 개발	분양 3,032세대(일반 분양 1,856세대) 상업시설, 오피스 등 개발	4.8조원(시공비 3.7조원)	정당계약 진행	2024년 12월
용산 철도병원 부지	공동주택 602세대 및 근린생활시설	8,300억원(시공비 2,000억원)	건축 심의 통과	2025년 6월
공릉 역세권 개발	공동주택 400여세대 및 오피스	3,800억원	지구단위계획 구역 지정 가결	2025년 7월
복정 역세권 개발	연면적 100만m2 규모 복합시설 개발	총 사업비 11.8조원(HDC현산 출자 10%, 시공 지분 28%)	-	2026년 상반기
잠실 마이스 BTO	총사업비 2.2조원, 업무시설, 문화상업시설 등	2.2조원(HDC그룹 출자 20%, 시공 지분 28%)	-	2026년 상반기

자료: HDC현대산업개발, 언론 보도, iM증권

표6. HDC현대산업개발 4Q24E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	4Q24E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		4Q23	YoY %	4Q24E	Diff %	4Q24E	Diff %
매출액	1,138	1,149	-1.0	1,207	-5.7	1,184	-3.9
영업이익	65	77	-15.9	70	-6.6	73	-10.8
세전이익	66	73	-8.7	78	-14.9	76	-12.5
지배주주순이익	48	55	-12.7	58	-16.6	55	-12.4
영업이익률	5.7	6.7	-1.0	5.8	-0.1	4.4	1.3
지배주주순이익률	4.2	4.8	-0.6	4.8	-0.6	4.6	-0.4

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표7. HDC현대산업개발 2025E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2025E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2024E	YoY %	2025E	Diff %	2025E	Diff %
매출액	5,072	4,269	18.8	5,041	0.6	5,119	-0.9
영업이익	402	208	93.2	463	-13.3	443	-9.3
세전이익	428	223	92.4	508	-15.8	481	-11.0
지배주주순이익	310	159	95.6	368	-15.7	349	-11.0
영업이익률	7.9	4.9	3.0	9.2	-1.3	8.7	-0.7
지배주주순이익률	6.1	3.7	2.4	7.3	-1.2	6.8	-0.7

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표8. HDC현대산업개발 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2023E	2025E
매출액	4,269	5,072	4,315	5,119	-1.1	-0.9
영업이익	208	402	216	443	-3.7	-9.3
영업이익률	4.9	7.9	5.0	8.7	-0.1	-0.8
세전이익	223	428	232	481	-4.0	-11.0
지배주주순이익	159	310	165	349	-3.8	-11.0
지배주주순이익률	3.7	6.1	3.8	6.8	-0.1	-0.7
EPS	2,409	4,711	2,511	5,290	-4.1	-11.0
BPS	47,396	51,425	46,929	51,537	1.0	-0.2
ROE	5.1	9.2	5.3	10.3	-0.2	-1.1

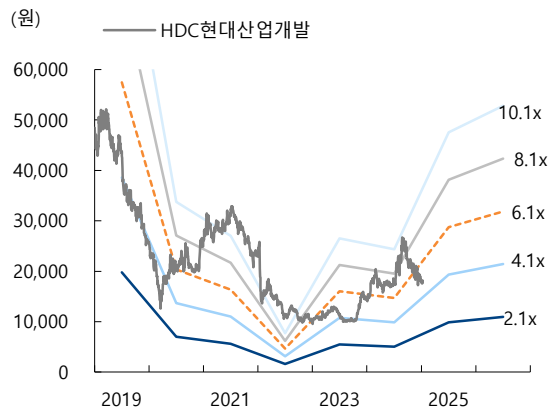
자료: iM증권

표9. HDC현대산업개발 목표주가 Valuation

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	비고
EPS (원)	2,679	764	2,626	2,409	4,711	5,227	
BPS (원)	43,659	43,913	45,640	47,396	51,425	55,970	
고점 P/E (배)	12.3	33.8	6.1	11.1			최근 5년 평균: 14.2
평균 P/E (배)	10.4	17.4	4.4	8.0			최근 5년 평균: 9.3
저점 P/E (배)	7.8	12.8	3.6	5.8			최근 5년 평균: 6.8
고점 P/B (배)	0.75	0.59	0.35	0.56			최근 5년 평균: 0.42
평균 P/B (배)	0.64	0.30	0.25	0.41			최근 5년 평균: 0.58
저점 P/B (배)	0.48	0.22	0.21	0.30			최근 5년 평균: 0.30
ROE(%)	6.1	1.7	5.8	5.1	9.2	9.3	
적용 BPS (원)					51,425		12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.58		최근 3년 P/B 상단
목표주가 (원)					29,000		Target P/E 6.2배
전일 종가 (원)					20,650		
상승 여력					55.0		

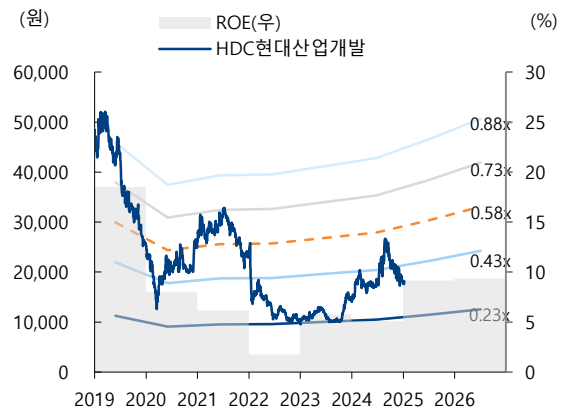
자료: iM증권 리서치본부

그림28. HDC현대산업개발 P/E Band(Implied P/E 6.1x)



자료: HDC현대산업개발, iM증권

그림29. HDC현대산업개발 P/B Band(Implied P/B 0.58x)



자료: HDC현대산업개발, iM증권

표10. HDC현대산업개발 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	955	1,087	1,089	1,138	1,132	1,316	1,363	1,262	4,269	5,072	5,394
YoY	-11.1	16.4	5.4	-1.0	18.5	21.0	25.2	10.9	1.9	18.8	6.3
자재주택	74	53	87.6	123.5	153	305	347.5	203	338	1,009	1,034
YoY	-74.2	-14.0	151.7	117.8	105.9	478.7	296.7	64.4	-23.4	198.3	2.5
외주주택	509	670	610.0	689	635	679	697.6	711	2,478	2,722	2,852
YoY	3.6	13.0	-13.5	-7.1	24.7	1.3	14.4	3.2	-2.1	9.9	4.7
토목	76	83	73	84	103	98	92	115	316	409	453
YoY	59.7	23.2	7.5	-5.3	36.0	18.8	25.7	37.0	16.4	29.4	10.9
건축	223	216	252	174.4	166	166	161	165	866	659	776
YoY	81.3	63.2	69.0	-10.2	-25.6	-23.2	-35.9	-5.3	44.6	-23.9	17.8
해외/기타	72	66	66	67	75	68	64	68	271	274	280
YoY	-41.6	-17.6	-13.7	-1.2	3.2	2.9	-2.9	0.9	-22.1	1.1	2.0
매출총이익	82	113	98	117	123	165	184	170	410	642	711
YoY	-9.0	92.9	-6.8	-7.9	49.5	45.9	88.9	45.4	7.6	56.7	10.7
자재주택	22	9	13	18	27	58	75	44	61	203	219
외주주택	45	80	68	82	79	86	88	88	275	342	390
토목	13	18	12	13	15	16	16	20	56	67	76
건축	-4	3	-3	0	3	6	6	17	-3	33	23
해외/기타	6	2	8	4	-1	-2	-1	1	20	-2	3
매출총이익률(GPM)	8.6	10.4	9.0	10.3	10.9	12.5	13.5	13.5	9.60	12.7	13.2
자재주택	29.3	17.0	14.7	14.2	17.4	19.0	21.5	21.5	18.1	20.1	21.2
외주주택	8.9	12.0	11.1	11.9	12.5	12.7	12.7	12.3	11.1	12.6	13.7
토목	17.3	21.6	16.4	15.6	14.6	16.1	17.6	17.5	17.8	16.5	16.8
건축	-1.9	1.6	-1.0	0.1	2.0	3.8	3.9	10.2	-0.4	5.0	2.9
해외/기타	8.9	3.4	11.5	5.6	-1.2	-2.6	-1.9	2.1	7.4	-0.9	1.1
판매관리비	41	59	50	52	49	72	63	57	202	240	255
판매비율(%)	4.3	5.4	4.6	4.5	4.3	5.5	4.6	4.5	4.7	4.7	4.7
영업이익	42	54	47	65.1	75	93	122	113	208	402	456
YoY	-16.9	839.4	-23.5	-15.9	79.7	72.4	156.5	72.8	6.5	93.2	13.5
영업이익률(OPM)	4.4	5.0	4.4	5.7	6.6	7.1	8.9	8.9	4.9	7.9	8.5
영업외손익	4	9	0	1	9	8	9	1	15	26	19
세전이익	45	63	48	66	84	101	131	113	223	428	475
순이익	30	47	33	48	61	73	95	82	159	310	344
지배주주순이익	30	47	33	48	61	73	95	82	159	310	344
순이익률(%)	-24.9	213.0	-47.4	-12.7	99.4	54.0	189.4	70.4	-8.3	95.6	11.0

자료: Dart, iM증권

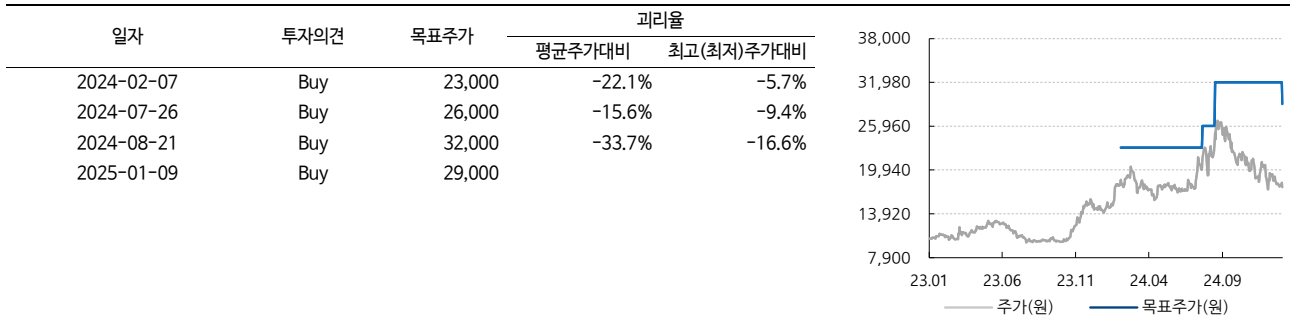
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	4,987	5,719	5,924	6,159	매출액	4,191	4,269	5,072	5,394
현금 및 현금성자산	558	1,001	980	1,094	증가율(%)	27.1	1.9	18.8	6.3
단기금융자산	443	408	395	395	매출원가	3,810	3,859	4,430	4,683
매출채권	1,969	2,300	2,254	2,435	매출총이익	381	410	642	711
재고자산	1,507	1,526	1,825	1,714	판매비와관리비	185	202	240	255
비유동자산	2,029	1,874	2,004	2,121	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	484	340	470	586	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	11	-	-	-	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,016	7,593	7,928	8,280	영업이익	195	208	402	456
유동부채	3,148	3,449	3,544	3,640	증가율(%)	67.8	6.5	93.2	13.5
매입채무	236	1,328	1,418	1,364	영업이익률(%)	4.7	4.9	7.9	8.5
단기차입금	1,137	1,306	1,296	1,281	이자수익	95	86	91	91
유동성장기부채	462	404	418	432	이자비용	45	53	57	57
비유동부채	861	1,022	997	972	지분법이익(손실)	0	-4	-1	-1
사채	249	200	200	200	기타영업외손익	-9	-9	-7	-14
장기차입금	246	456	431	406	세전계속사업이익	237	223	428	475
부채총계	4,008	4,471	4,541	4,612	법인세비용	64	64	118	131
지배주주지분	3,008	3,122	3,387	3,668	세전계속이익률(%)	5.7	5.2	8.4	8.8
자본금	330	330	330	330	당기순이익	173	159	310	344
자본잉여금	1,603	1,603	1,603	1,603	순이익률(%)	4.1	3.7	6.1	6.4
이익잉여금	1,097	1,211	1,477	1,757	지배주주귀속 순이익	173	159	310	344
기타자본항목	-21	-21	-21	-21	기타포괄이익	-6	-10	-10	-10
비지배주주지분	-	0	0	0	총포괄이익	167	149	300	334
자본총계	3,008	3,122	3,387	3,668	지배주주귀속총포괄이익	167	149	300	334

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	640	334	445	624	주당지표(원)				
당기순이익	173	159	310	344	EPS	2,626	2,409	4,711	5,227
유형자산감가상각비	-	53	46	48	BPS	45,640	47,396	51,425	55,649
무형자산상각비	-	3	3	3	CFPS	2,626	3,259	5,456	6,002
지분법관련손실(이익)	0	-4	-1	-1	DPS	700	700	1,000	1,000
투자활동 현금흐름	-143	-116	-75	-66	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-65	-28	-76	-65	PER	5.6	7.3	3.7	3.4
무형자산의 처분(취득)	-	-	0	0	PBR	0.3	0.4	0.3	0.3
금융상품의 증감	1,019	35	12	-	PCR	5.6	5.4	3.2	2.9
재무활동 현금흐름	-504	228	-66	-90	EV/EBITDA	10.5	8.0	4.7	3.9
단기금융부채의증감	-	17	-1	-2	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-107	14	14	ROE	5.9	5.2	9.5	9.8
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	4.7	6.2	8.9	9.4
배당금지급	-40	-45	-45	-64	부채비율	133.3	143.2	134.1	125.8
현금및현금성자산의증감	-6	443	-21	114	순부채비율	36.3	30.7	28.6	22.6
기초현금및현금성자산	564	558	1,001	980	매출채권회전율(x)	2.5	2.0	2.2	2.3
기말현금및현금성자산	558	1,001	980	1,094	재고자산회전율(x)	2.7	2.8	3.0	3.0

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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%