

# HDC현대산업개발

## (294870)

### 1Q25 Review: 계획대로 가는 중

투자의견 Buy, 목표주가 29,000원 유지

HDC현대산업개발에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 29,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 포워드 BPS에 Target P/B 0.55배를 적용했다(Target P/E 6.9배). 1Q25 일반 건축 부문 손실 인식에도 서울원 아이파크 매출 기여로 견조한 실적을 기록했다. 일반 건축, 외주주택의 매출 기여 축소로 2025년 외형은 소폭 감소할 것으로 예상되지만, 서울원 아이파크 매출 기여 확대로 2026년, 2027년 갈수록 외형 및 영업이익 성장이 예상된다. 서울원 아이파크 외에도 다수의 주요 파이프라인이 있으며 이를 반영할 시 2027년 매출 규모는 지금보다 한 단계 높아질 것으로 보인다. 이익 레벨 성장이 가시적이고, Valuation 매력도 있다고 판단하여(현재 주가 12개월 선행 기준 P/E 5.6배, P/B 0.45배), 최근 주가 상승에도 여전히 긍정적인 시선을 유지한다.

#### 1Q25 영업이익 540억원(+29.8% YoY) 기록

연결 기준 1Q25 HDC현산의 매출액은 9,057억원(-5.2% YoY), 영업이익 540억원(+29.8% YoY)을 기록했다. 영업이익은 기존 추정치를 소폭 상회(+4%)했고, 시장 컨센서스를 하회(-6%)했다.

① 자체주택 매출액은 2,272억원(+205.8% YoY), GPM은 32.1%(+2.8%p YoY)를 기록했다. 1Q25 서울원 아이파크(총 매출액 2.9조원, 진행기준 2.7조원 인식 추정)의 기성률은 7.8%를 달성했고, 4Q24 계약을 가정에 대한 변경(70% → 94%)에 따른 매출 소급 적용(약 400억원)으로 서울원 아이파크 관련하여 1Q25 1,100억원 수준의 매출이 반영된 것으로 추정된다. 그 밖에 수원IFC 10, 청주 가경 6 등의 매출이 반영되었다. ② 외주주택 매출액은 5,040억원(-1.1% YoY), GPM은 6.7%(-2.2%p YoY)를 기록했다. 올림픽파크 포레온 등 고마진 대형 현장 준공으로 외형과 마진이 전년동기대비 줄었다. ③ 건축 매출은 513억원(-77.0% YoY), GPM은 -34.1%(-32.2%p YoY)를 기록했다. 3월 고원가 현장의 준공 관련 손실로 200억원 이상을 반영한 것으로 추정된다.

#### 2025년보다는 2026년, 2027년이 기대되는 회사

서울원 아이파크의 2025년 기성률은 연말까지 16% 수준으로 예상되며, 2025년 매출 기여는 3,400억원으로 추정된다. 기성률이 상승하며 서울원 아이파크의 매출 기여는 2026년, 2027년 각각 0.8조원, 1조원으로 증가할 것으로 기대된다. 4Q24, 1Q25의 자체주택 GPM을 감안하면 서울원 아이파크의 GPM은 30% 중후반대로 추정된다.

HDC현산의 파이프라인은 대표적으로 자체주택 부문에서는 청주가경 7,8(매출액 0.8조원), 외주주택 부문에서는 인천 씨티오씨엘(2.1조원), 파주 메디컬 클러스터(1조원), 일반건축 부문에서는 북정 역세권 개발(1.3조원), 잠실MICE(0.5조원) 등이 있다. 이 중 파주 메디컬 클러스터, 북정 역세권 개발, 잠실MICE 등은 에퀴티 출자도 일부 있다. HDC현산의 2025년 매출액은 외주주택, 일반 건축 부문의 매출 감소(각각 -4.5%, -71.5% YoY)로 전년대비 감소(-3.0%)할 것으로 예상되나, 서울원 아이파크와 주요 파이프라인의 착공으로 2026년부터는 다시 성장세가 이어질 것으로 예상된다.

### Company Brief

## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	29,000원(유지)
증가(2025.04.25)	23,600원
상승여력	22.9%

#### Stock Indicator

자본금	330십억원
발행주식수	6,591만주
시가총액	1,555십억원
외국인지분율	12.0%
52주 주가	16,100~26,700원
60일평균거래량	330,754주
60일평균거래대금	6.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.1	37.5	8.8	33.4
상대수익률	14.4	37.2	10.2	37.6

#### Price Trend



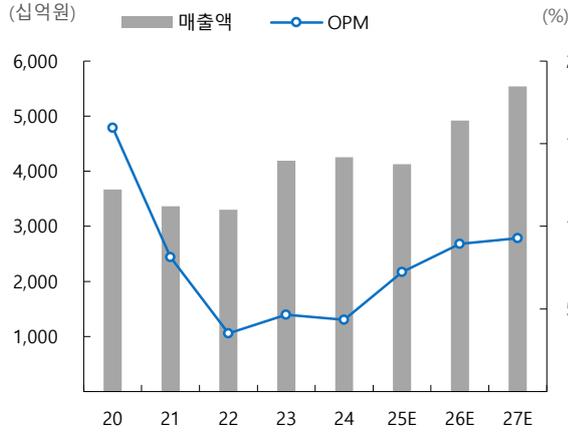
FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	4,256	4,129	4,921	5,538
영업이익(십억원)	185	299	440	515
순이익(십억원)	156	241	329	384
EPS(원)	2,363	3,659	4,999	5,831
BPS(원)	47,257	50,234	54,551	59,701
PER(배)	7.6	6.5	4.7	4.0
PBR(배)	0.4	0.5	0.4	0.4
ROE(%)	5.0	7.3	9.2	9.8
배당수익률(%)	3.9	4.2	4.2	4.2
EV/EBITDA(배)	11.0	7.4	5.3	4.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[건설/운송]

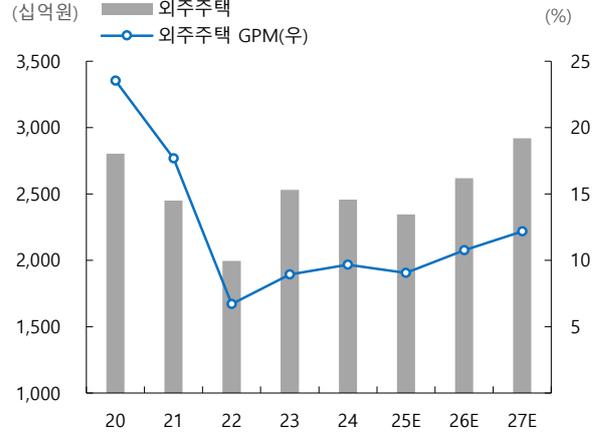
배세호 2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

그림1. HDC현산 매출액 및 영업이익률 추이



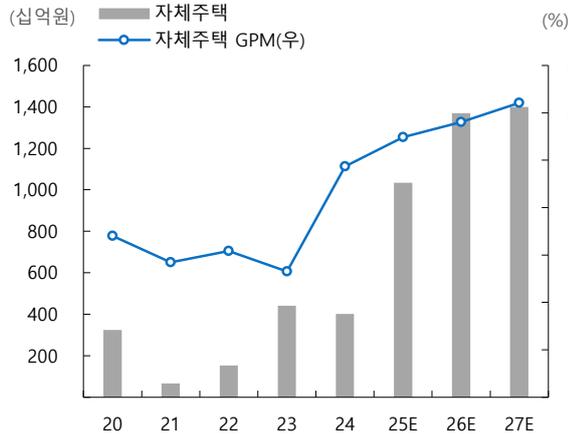
자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

그림2. HDC현산 외주주택 매출액 추이 전망



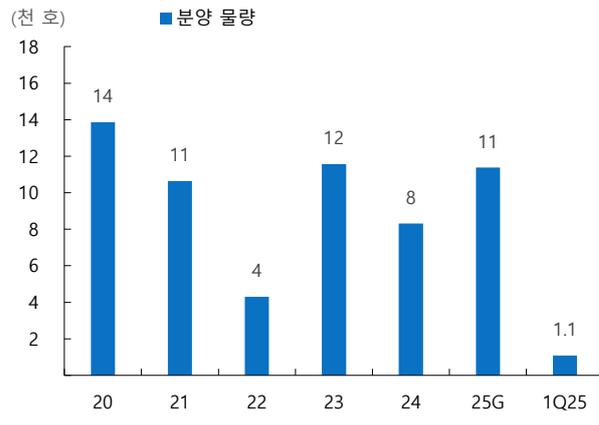
자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

그림3. HDC현산 자체주택 매출액 추이 및 전망



자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

그림4. HDC현산 분양 물량 추이



자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

표1. HDC현대산업개발 주요 사업지 매출 기여 예상(별도 기준)

구분	사업지	매출액	매출 기여(예상)							공사기간
			2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
자체주택	서울원 아이파크	2.9조원								24.11~28.07
	청주가경 7,8	0.8조원								26년 착공 예정
	부성3	0.5조원								25년 착공 예정
외주주택	성성 5, 부성4~6, 부대 1	1.3조원								24~26년
	씨티오씨엘(2,6~9)	2.1조원								24~27년
	파주 메디컬 클러스터	1.0조원								25말~26년초 착공 예정
	용산 철도병원	0.3조원								26년 착공 예정
	공릉 역세권	0.1조원								26년 착공 예정
일반건축	복정 역세권	1.3조원								26년 착공 예정
	청라의료복합	0.7조원								26년 착공 예정
	잠실MICE	0.5조원								26년 착공 예정

자료: iM증권 리서치본부

주: 1) 용산 철도병원, 공릉 역세권 개발은 HDC현대산업개발의 자리가 사행하여 연결 기준으로는 공사비 매출 인식은 없음, 준공 후 운영 수익 기여  
 2) 자체주택은 분양 수입금(서울원 아이파크는 준공 후 운영 수익 별도), 외주주택 및 일반건축은 도급금액 기준, 위 금액과 공사기간은 변경될 수 있음

표1. HDC현대산업개발 1Q25P 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	1Q25P	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		1Q24	YoY%	1Q25E	Diff%	1Q25E	Diff%
매출액	906	955	-5.2	999	-9.3	1,026	-11.7
영업이익	54	42	29.8	58	-6.1	52	3.8
세전이익	58	45	27.3	61	-5.3	59	-2.2
지배주주순이익	54	30	77.8	44	22.8	43	26.0
영업이익률	6.0	4.4	1.6	5.8	0.2	5.7	0.3
지배주주순이익률	6.0	3.2	2.8	4.4	1.6	4.2	1.8

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표2. HDC현대산업개발 2025E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2025E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2024	YoY%	2025E	Diff%	2025E	Diff%
매출액	4,129	4,256	-3.0	4,345	-5.0	4,381	-5.7
영업이익	299	184.6	61.9	314	-4.7	302	-1.0
세전이익	316	200	57.6	329	-4.2	323	-2.3
지배주주순이익	241	156	54.9	249	-3.0	234	3.0
영업이익률	7.2	4.3	2.9	7.2	0.0	7.9	-0.7
지배주주순이익률	5.8	3.7	2.2	5.7	0.1	6.1	-0.3

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표3. HDC현대산업개발 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	4,129	4,921	4,381	5,065	-5.7	-2.8
영업이익	299	440	302	449	-1.0	-2.1
영업이익률	7.2	8.9	6.9	8.9	0.3	0.0
세전이익	316	454	323	466	-2.3	-2.5
지배주주순이익	241	329	234	338	3.0	-2.5
지배주주순이익률	5.8	6.7	5.3	6.7	0.5	0.0
EPS	3,659	4,999	3,555	5,131	2.9	-2.6
BPS	50,234	54,551	50,131	54,580	0.2	-0.1
ROE	7.3	9.2	7.1	9.4	0.2	-0.2

자료: iM증권

표4. HDC현대산업개발 목표주가 Valuation

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	비고
EPS (원)	2,679	764	2,626	2,363	3,659	4,999	5,831	
BPS (원)	43,659	43,913	45,640	47,257	50,234	54,551	59,701	
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	7.3	9.2	9.8	
적용 BPS (원)					51,614			12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.55			최근 5년 중상단
<b>목표주가 (원)</b>					<b>29,000</b>			<b>Target P/E 6.9x</b>
전일 증가 (원)					23,600			12m fwd P/E 5.6x, P/B 0.45x
상승 여력					22.9			

자료: iM증권 리서치본부

그림1. HDC현대산업개발 P/E Band (Implied P/E 6.9x)



자료: HDC현대산업개발, iM증권

그림2. HDC현대산업개발 P/B Band (Implied P/B 0.55x)



자료: HDC현대산업개발, iM증권

표5. HDC현대산업개발 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>매출액</b>	955	1,087	1,089	1,125	906	1,118	1,073	1,032	4,256	4,129	4,921
YoY	-11.1	16.4	5.4	-2.1	-5.2	2.9	-1.4	-8.2	1.6	-3.0	19.2
<b>자재주택</b>	74	53	88	186	227	297	293	217	401	1,034	1,370
YoY	-74.2	-14.0	151.7	228.6	205.8	463.9	234.2	16.4	-9.1	157.9	32.5
<b>외주주택</b>	509	670	610	667	504	628	596	618	2,456	2,346	2,618
YoY	3.6	13.0	-13.5	-10.1	-1.1	-6.3	-2.3	-7.4	-3.0	-4.5	11.6
<b>토목</b>	76	83	73	76	62	65	68	70	308	265	221
YoY	59.7	23.2	7.5	-14.3	-19.1	-20.9	-7.5	-7.5	13.4	-14.0	-16.6
<b>건축</b>	223	216	252	145	51	62	50	75	836	238	465
YoY	81.3	63.2	69.0	-25.5	-77.0	-71.4	-80.0	-48.4	39.6	-71.5	95.3
<b>해외/기타</b>	72	66	66	51	62	66	66	53	256	247	248
YoY	-41.6	-17.6	-13.7	-24.4	-14.6	0.5	-0.3	3.2	-26.6	-3.4	0.4
<b>매출총이익</b>	82	113	98	97	87	133	143	138	390	502	693
YoY	-9.0	92.9	-6.8	-23.7	6.0	18.3	46.6	42.8	2.4	28.8	37.9
<b>자재주택</b>	22	9	13	54	73	69	78	64	98	284	398
<b>외주주택</b>	45	80	68	44	34	57	58	63	237	212	282
<b>토목</b>	13	18	12	7	9	10	11	12	50	41	34
<b>건축</b>	-4	3	-3	2	-17	2	2	4	-2	-10	-1
<b>해외/기타</b>	6	2	8	-10	-10	-4	-6	-5	6	-25	-20
<b>매출총이익률(GPM)</b>	8.6	10.4	9.0	8.6	9.7	11.9	13.3	13.4	9.2	12.2	14.1
<b>자재주택</b>	29.3	17.0	14.7	29.0	32.1	23.1	26.6	29.6	24.4	27.4	29.0
<b>외주주택</b>	8.9	12.0	11.1	6.6	6.7	9.1	9.8	10.2	9.7	9.0	10.8
<b>토목</b>	17.3	21.6	16.4	9.3	13.9	15.2	16.6	16.4	16.3	15.6	15.3
<b>건축</b>	-1.9	1.6	-1.0	1.2	-34.1	2.6	3.2	6.0	-0.2	-4.1	-0.2
<b>해외/기타</b>	8.9	3.4	11.5	-19.7	-16.7	-5.8	-9.2	-9.2	2.4	-10.2	-8.0
<b>판매관리비</b>	41	59	50	67	33	54	52	64	217	203	253
판매비율(%)	4.3	5.4	4.6	6.0	3.7	4.8	4.8	6.2	5.1	4.9	5.1
<b>영업이익</b>	42	54	47	42	54	79	91	74	185	299	440
YoY	-16.9	839.4	-23.5	-46.1	29.8	47.3	92.8	77.5	-5.5	61.9	47.1
<b>영업이익률(OPM)</b>	4.4	5.0	4.4	3.7	6.0	7.1	8.5	7.2	4.3	7.2	8.9
<b>영업외손익</b>	4	9	0	2	4	6	6	1	16	17	15
<b>세전이익</b>	45	63	48	44	58	85	98	75	200	316	454
<b>순이익</b>	30	47	33	45	54	62	71	54	156	241	329
<b>지배주주순이익</b>	30	47	33	45	54	62	71	54	156	241	329
순이익률(%)	-24.9	213.0	-47.4	-18.2	77.8	30.2	116.6	20.4	-10.0	54.9	36.6

자료: Dart, iM증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	5,380	5,529	5,811	6,085	매출액	4,256	4,129	4,921	5,538
현금 및 현금성자산	825	1,144	919	1,316	증가율(%)	1.6	-3.0	19.2	12.5
단기금융자산	498	483	483	483	매출원가	3,854	3,627	4,229	4,739
매출채권	1,749	1,663	1,905	2,059	매출총이익	402	502	693	799
재고자산	1,854	1,797	1,983	1,678	판매비와관리비	217	203	253	284
비유동자산	2,081	2,060	2,176	2,295	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	485	470	581	694	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	12	-	-	-	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,462	7,589	7,987	8,380	영업이익	185	299	440	515
유동부채	3,510	3,462	3,619	3,717	증가율(%)	-5.5	61.9	47.1	17.0
매입채무	220	1,268	1,283	1,372	영업이익률(%)	4.3	7.2	8.9	9.3
단기차입금	1,340	1,330	1,315	1,300	이자수익	82	74	74	74
유동성장기부채	429	443	457	471	이자비용	55	56	56	56
비유동부채	837	817	792	767	지분법이익(손실)	0	2	3	2
사채	200	200	200	200	기타영업외손익	-6	-3	-7	-5
장기차입금	332	311	286	261	세전계속사업이익	200	316	454	530
부채총계	4,347	4,279	4,411	4,484	법인세비용	45	74	125	146
자배주주지분	3,115	3,311	3,576	3,896	세전계속이익률(%)	4.7	7.6	9.2	9.6
자본금	330	330	330	330	당기순이익	156	241	329	384
자본잉여금	1,606	1,606	1,606	1,606	순이익률(%)	3.7	5.8	6.7	6.9
이익잉여금	1,199	1,395	1,661	1,981	지배주주귀속 순이익	156	241	329	384
기타자본항목	-21	-21	-21	-21	기타포괄이익	-7	-9	-9	-9
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	149	232	321	375
자본총계	3,115	3,311	3,576	3,896	지배주주귀속총포괄이익	149	232	321	375

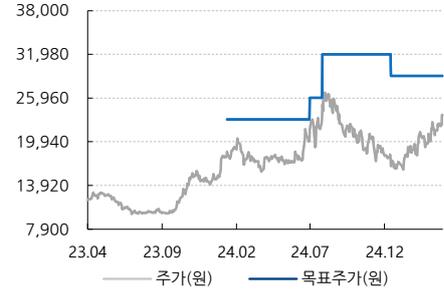
  

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	314	567	224	849	주당지표(원)				
당기순이익	156	241	329	384	EPS	2,363	3,659	4,999	5,831
유형자산감가상각비	-	58	59	60	BPS	47,257	50,234	54,551	59,701
무형자산상각비	-	3	3	3	CFPS	2,363	4,573	5,936	6,782
지분법관련손실(이익)	0	2	3	2	DPS	700	1,000	1,000	1,000
투자활동 현금흐름	-98	-63	-73	-78	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-34	-80	-69	-73	PER	7.6	6.5	4.7	4.0
무형자산의 처분(취득)	-	0	0	0	PBR	0.4	0.5	0.4	0.4
금융상품의 증감	-21	15	-	-	PCR	7.6	5.2	4.0	3.5
재무활동 현금흐름	47	-62	-90	-90	EV/EBITDA	11.0	7.4	5.3	4.6
단기금융부채의증감	-	-1	-2	-2	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	14	14	14	ROE	5.1	7.5	9.6	10.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	4.3	8.7	10.2	10.4
배당금지급	-45	-45	-64	-64	부채비율	139.6	129.2	123.3	115.1
현금및현금성자산의증감	266	320	-225	396	순부채비율	31.4	19.8	23.9	11.1
기초현금및현금성자산	558	825	1,144	919	매출채권회전율(x)	2.3	2.4	2.8	2.8
기말현금및현금성자산	825	1,144	919	1,316	재고자산회전율(x)	2.5	2.3	2.6	3.0

자료 : HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

HDC현대산업개발 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-02-07	Buy	23,000	-22.1%	-5.7%
2024-07-26	Buy	26,000	-15.6%	-9.4%
2024-08-21	Buy	32,000	-33.7%	-16.6%
2025-01-09	Buy	29,000		



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 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%