

HDC현대산업개발

(294870)

이익 증가 가시성은 높지만, 업황의 그늘

투자의견 Buy 유지, 목표주가 28,000원으로 하향

HDC현대산업개발에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 32,000원에서 28,000원으로 하향한다. 부동산 규제 강화 건설업 전반적인 재해 리스크가 높아진 점을 감안하여 Target P/B를 기존 0.60배에서 0.52배로 하향했다(Target P/E 6.2배). 3Q25 실적의 부침에도 2026년, 2027년 본격적인 영업이익 증익 사이클에 돌입했다는 부분은 변함이 없다. 서울원 아이파크의 기성률 증가와 기타 대형 현장(운정 IPC, 천안 IPC 등) 착공으로 외형과 수익성 모두 개선되는 흐름이다. 대형 건설사 중 이익 증가의 가시성이 매우 높다. 하지만 이익 증가의 흐름에도 정부의 부동산 규제 강화 기조와 2026년 3월 시행 예정인 노란봉투법, 그리고 건설업 전반적으로 확대된 중대재해 리스크는 주택주의 Valuation을 억누르고 있다.

3Q25 영업이익 컨센서스 하회

연결 기준 3Q25 HDC현산의 매출액은 1.1조원(-3.3% YoY), 영업이익 730억원(+53.8% YoY, OPM 6.9%)을 기록했다. 영업이익은 기존 추정을 28%, 컨센서스를 16% 하회했다. 수원IPC 11-12 잔여 매출이 3Q25에 모두 인식되지 않았고, 정비사업에서 일부 손실이 발생한 것이 부진한 실적의 주요 요인이다.

자체주택 부문 매출액은 3,149억원(+259.5% YoY), GPM은 28.5%(+13.8%p YoY)를 기록했다. 서울원 아이파크(누적 공정률 12.5%, 3Q25 인식 900여억원 추정), 수원IPC 11, 12단지의 매출(1,300억원 수준)이 인식되며 자체주택 매출액은 전년동기대비 크게 증가했다. 수원IPC 매출 비중이 커지며 마진은 전분기대비 하락(-9.9%p)했다. 수원IPC는 4Q25에 300여억원 추가적으로 매출 인식이 예상된다. 외주주택 부문 매출액은 6,114억원(+0.2% YoY), GPM은 4.9%(-6.2%p YoY)를 기록했다. 마진이 전년동기대비 크게 훼손되었는데, 도시정비사업에서 도급계약 변경이 미뤄지며 손실(150억원 이상)을 반영하였다. 2025년 상반기 건축 부문에서 지식산업센터 준공에 따라 손실을 반영했지만 3Q25에는 특별한 비용이 발생하지 않았다.

2027년까지 영업이익 YoY 증가

3Q25 외주주택 부문의 실적 부침에도 2026년 실적 추정치 하향 요인은 없다. 자체주택 부문에서의 서울원 아이파크(2.9조원)의 공정률은 순조롭게 올라가고 있으며, 4Q25까지 16%, 2026년에는 누적 30% 후반대(2026년 매출액 7,000여억원)가 가능할 것으로 보인다. 청주가경 7, 8단지(0.8조원), 천안 아이파크 시티 3단지(0.6조원)도 2026년 착공을 시작하며 자체 주택 매출 증가에 기여할 것으로 예상된다. 외주 주택 부문에서는 10월 분양/착공 예정인 운정 아이파크(3,250세대, 1.1조원), 2026년에는 천안 아이파크 4~6단지(0.9조원) 착공이 예정되어 있고, 현재 진행 중인 대형 현장들의 완공 시기를 감안 시 2026년 매출 증가가 매우 가시적이다. GPM 역시 운정 아이파크, 천안 아이파크 착공으로 2026년 크게 개선(10.7%, +3.0%p YoY)이 예상된다. 이에 2026년, 2027년 영업이익을 각각 4,820억원(+65.8% YoY), 6,360억원(+32.0% YoY)로 추정한다.

Company Brief

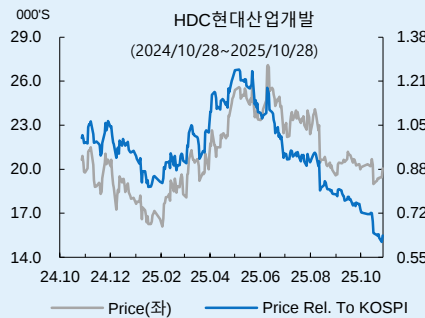
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	28,000원(하향)
증가(2025.10.28)	20,050원
상승여력	39.7%

Stock Indicator	
자본금	330십억원
발행주식수	6,591만주
시가총액	1,321십억원
외국인지분율	18.3%
52주 주가	16,100~27,100원
60일평균거래량	269,431주
60일평균거래대금	5.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.0	-11.7	-18.2	-2.9
상대수익률	-19.4	-36.6	-75.5	-56.4

Price Trend



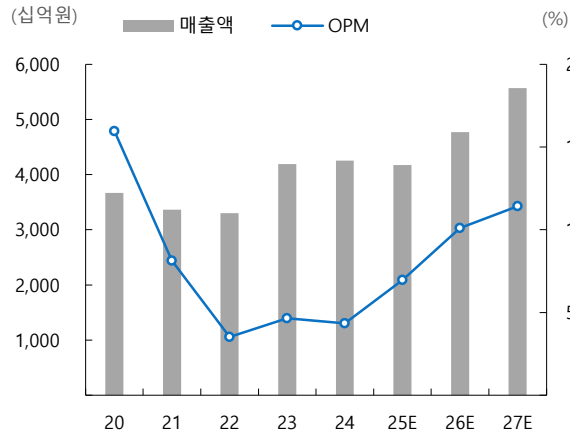
FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	4,256	4,176	4,772	5,565
영업이익(십억원)	185	282	482	636
순이익(십억원)	156	205	325	438
EPS(원)	2,363	3,115	4,939	6,646
BPS(원)	47,257	49,529	53,786	59,750
PER(배)	7.6	6.3	9.2	11.1
PBR(배)	0.4	0.4	0.4	0.3
ROE(%)	5.1	6.4	9.6	11.8
배당수익률(%)	3.9	5.0	5.0	5.0
EV/EBITDA(배)	11.0	7.4	4.7	3.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[건설/운송]

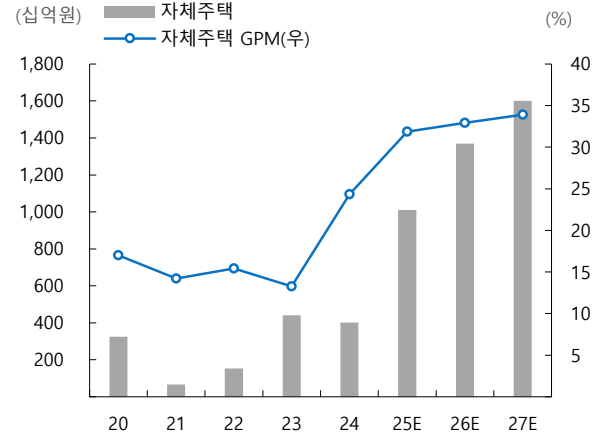
배세호 2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

그림1. HDC현산 매출액 및 OPM 추이



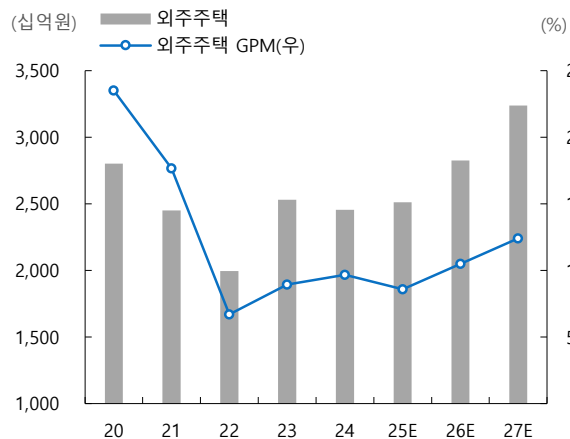
자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

그림2. HDC현산 자체주택 매출액 추이 전망



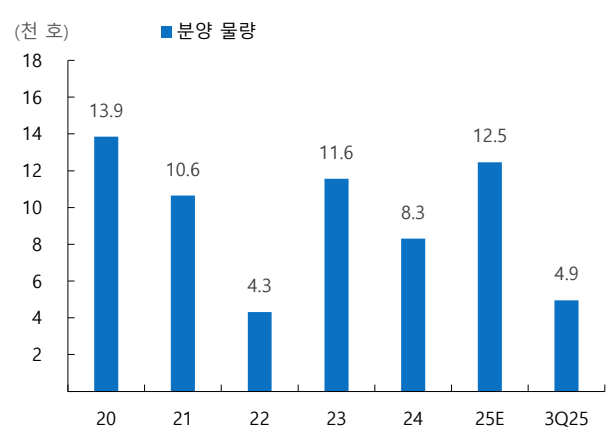
자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

그림3. HDC현산 외주주택 매출액 추이 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
	천안 아이파크 시티 3	0.6조원								26년 착공 예정
외주주택	천안 아이파크 시티 1,2,4~6	1.6조원								24~26 착공 예정
	씨티오씨엘(1~9)	1.3조원								21~27년 착공 예정
	운정 아이파크 시티	1.1조원								25.10~28.12
	용산 철도병원	0.3조원								26년 착공 예정
	공릉 역세권	0.1조원								26년 착공 예정
일반건축	복정 역세권	1.4조원								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 3Q25P 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	3Q25P	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		3Q24	YoY %	3Q25E	Diff %	3Q25E	Diff %
매출액	1,053	1,089	-3.3	1,072	-1.8	1,182	-10.9
영업이익	73	47	53.8	87	-15.8	102	-28.4
세전이익	59	48	24.7	92	-35.7	117	-49.3
지배주주순이익	40	33	21.9	66	-39.9	85	-53.1
영업이익률	6.9	4.4	2.6	8.1	-1.2	7.0	-0.1
지배주주순이익률	3.8	3.0	0.8	6.2	-2.4	6.0	-2.2

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	4,176	4,256	-1.9	4,248	-1.7	4,336	-3.7
영업이익	291	185	57.4	318	-8.7	313	-7.2
세전이익	272	200	35.6	322	-15.7	334	-18.7
지배주주순이익	205	156	31.9	248	-17.1	254	-19.2
영업이익률	7.0	4.3	2.6	7.5	-0.5	7.0	0.0
지배주주순이익률	4.9	3.7	1.3	5.8	-0.9	6.1	-1.2

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표3. HDC현대산업개발 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	4,176	4,772	4,336	5,148	-3.7	-7.3
영업이익	291	482	313	485	-7.2	-0.7
영업이익률	7.0	10.1	7.2	9.4	-0.2	0.7
세전이익	272	449	334	487	-18.7	-7.8
지배주주순이익	205	325	254	353	-19.2	-7.8
지배주주순이익률	4.9	6.8	5.9	6.9	-1.0	-0.1
EPS	3,115	4,939	3,851	5,358	-19.1	-7.8
BPS	49,529	53,786	49,750	54,427	-0.4	-1.2
ROE	6.3	9.2	7.7	9.8	-1.4	-0.6

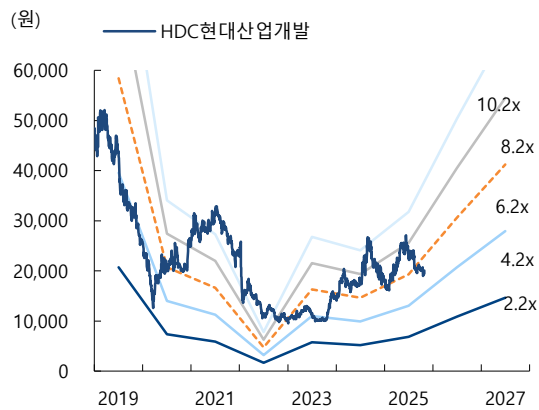
자료: iM증권

표4. HDC현대산업개발 목표주가 Valuation

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	비고
EPS (원)	2,679	764	2,626	2,363	3,115	4,939	6,646	
BPS (원)	43,659	43,913	45,640	47,257	49,529	53,786	59,750	
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	6.3	9.2	11.1	
적용 BPS (원)					52,722			12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.52			최근 5년 중상단
목표주가 (원)					28,000			Target P/E 6.2x
전일 종가 (원)					20,050			12m fwd P/E 4.5x, P/B 0.38x
상승 여력					39.7			

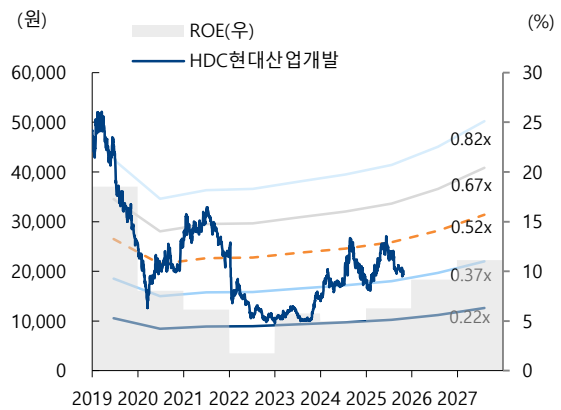
자료: iM증권 리서치본부

그림1. HDC현대산업개발 P/E Band (Implied P/E 6.2x)



자료: HDC현대산업개발, iM증권

그림2. HDC현대산업개발 P/B Band (Implied P/B 0.52x)



자료: HDC현대산업개발, iM증권

표5. HDC현대산업개발 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025E	2026E	2027E
매출액	906	1,163	1,053	1,054	1,050	1,179	1,250	1,293	4,176	4,772	5,565
YoY	-5.2	7.0	-3.3	-6.3	15.9	1.4	18.7	22.7	-1.9	14.3	16.6
자재주택	227	212	315	232	240	280	330	380	986	1,230	1,540
YoY	205.8	302.5	259.5	24.3	5.6	32.0	4.8	64.1	145.9	24.8	25.2
외주주택	504	722	611	686	670	709	737	720	2,524	2,836	3,227
YoY	-1.1	7.9	0.2	2.9	33.0	-1.9	20.5	5.0	2.8	12.4	13.8
토목	62	77	65	66	51	54	46	45	269	196	138
YoY	-19.1	-7.0	-11.2	-13.2	-17.4	-29.3	-29.0	-31.8	-12.5	-27.1	-29.5
건축	51	84	10	15	24	68	80	90	160	262	406
YoY	-77.0	-61.1	-96.0	-89.6	-53.3	-18.8	689.6	503.2	-80.8	63.5	54.8
해외/기타	62	68	52	55	65	68	57	57	236	247	253
YoY	-14.6	2.8	-22.0	7.1	4.5	0.8	11.1	4.2	-7.7	4.8	2.4
매출총이익	107	147	124	147	157	170	201	230	525	758	959
YoY	29.2	30.4	27.2	34.9	46.9	15.2	62.1	56.7	30.6	44.4	26.5
자재주택	73	81	90	73	77	89	107	132	317	405	522
외주주택	34	63	30	61	69	69	81	85	187	304	387
토목	9	8	-3	9	6	6	5	4	23	22	13
건축	-17	-6.2	1	1	1	4	5	6	-22	16	27
해외/기타	9	1	6	4	4	1	4	3	20	11	10
매출총이익률(GPM)	11.8	12.7	11.8	14.0	14.9	14.4	16.1	17.8	12.6	15.9	17.2
자재주택	32.1	38.4	28.5	31.6	31.9	31.9	32.6	34.7	32.2	32.9	33.9
외주주택	6.7	8.7	4.9	8.9	10.3	9.7	10.9	11.8	7.4	10.7	12.0
토목	13.9	10.3	-4.1	13.2	12.2	11.6	10.4	9.6	8.4	11.0	9.5
건축	-34.1	-7.4	10.7	5.7	4.1	5.8	6.3	7.1	-13.6	6.2	6.6
해외/기타	14.3	1.8	12.0	6.4	5.8	1.6	6.4	4.6	8.3	4.5	4.0
판매관리비	53	67	51	64	68	68	62	78	235	276	323
판매비율(%)	5.8	5.8	4.9	6.1	6.5	5.8	4.9	6.1	5.6	5.8	5.8
영업이익	54	80	73	83	88	102	140	152	291	482	636
YoY	29.8	49.1	53.8	99.5	63.1	26.5	91.7	82.7	57.4	65.8	32.0
영업이익률(OPM)	6.0	6.9	6.9	7.9	8.4	8.6	11.2	11.8	7.0	10.1	11.4
영업외손익	4	-6	-14	-2	-7	-8	-8	-10	-19	-33	-32
세전이익	58	74	59	81	81	94	131	142	272	449	604
순이익	54	53	40	59	59	68	95	103	205	325	438
지배주주순이익	54	53	40	59	59	68	95	103	205	325	438
YoY	77.8	11.2	21.9	29.7	8.5	29.3	139.2	76.3	31.9	58.5	34.6
순이익률(%)	6.0	4.5	3.8	5.6	5.6	5.8	7.6	8.0	4.9	6.8	7.9

자료: Dart, iM증권

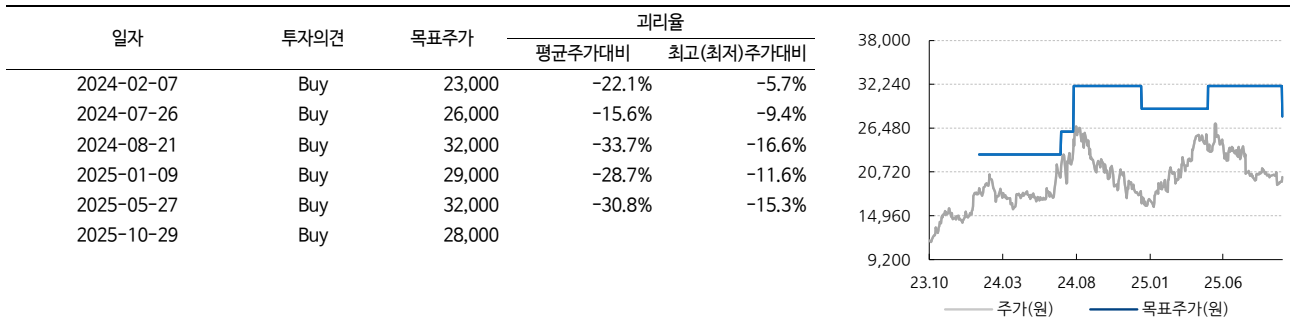
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	5,380	5,947	6,226	6,523	매출액	4,256	4,176	4,772	5,565
현금 및 현금성자산	825	1,149	1,057	856	증가율(%)	1.6	-1.9	14.3	16.6
단기금융자산	498	483	483	483	매출원가	3,854	3,660	4,014	4,606
매출채권	1,749	1,943	2,022	2,392	매출총이익	402	525	758	959
재고자산	1,854	1,931	2,144	2,242	판매비와관리비	217	235	276	323
비유동자산	2,081	2,043	2,145	2,249	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	485	453	550	649	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	12	-	-	-	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,462	7,990	8,371	8,772	영업이익	185	291	482	636
유동부채	3,510	3,699	3,773	3,755	증가율(%)	-5.5	57.4	71.1	32.0
매입채무	220	1,304	1,330	1,403	영업이익률(%)	4.3	7.0	10.1	11.4
단기차입금	1,340	1,558	1,543	1,528	이자수익	82	82	71	71
유동성장기부채	429	415	330	245	이자비용	55	68	70	70
비유동부채	837	1,016	1,062	1,107	지분법이익(손실)	0	-3	0	0
사채	200	321	321	321	기타영업외손익	-6	-31	-34	-32
장기차입금	332	390	435	481	세전계속사업이익	200	272	449	604
부채총계	4,347	4,715	4,834	4,862	법인세비용	45	66	123	166
자배주주지분	3,115	3,275	3,536	3,910	세전계속이익률(%)	4.7	6.5	9.4	10.9
자본금	330	330	330	330	당기순이익	156	205	325	438
자본잉여금	1,606	1,606	1,606	1,606	순이익률(%)	3.7	4.9	6.8	7.9
이익잉여금	1,199	1,360	1,621	1,995	자배주주귀속 순이익	156	205	325	438
기타자본항목	-21	-21	-21	-21	기타포괄이익	-7	-9	-9	-9
비자배주주지분	-	0	0	0	총포괄이익	149	196	317	429
자본총계	3,115	3,275	3,536	3,910	자배주주귀속총포괄이익	149	196	317	429

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	314	153	379	272	주당지표 (원)				
당기순이익	156	205	325	438	EPS	2,363	3,115	4,939	6,646
유형자산감가상각비	-	57	67	67	BPS	47,257	49,529	53,786	59,750
무형자산상각비	-	2	2	2	CFPS	2,363	4,009	5,988	7,687
지분법관련손실(이익)	0	-3	0	0	DPS	700	1,000	1,000	1,000
투자활동 현금흐름	-98	-45	-67	-71	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-34	-61	-64	-66	PER	7.6	6.4	4.1	3.0
무형자산의 처분(취득)	-	0	0	0	PBR	0.4	0.4	0.4	0.3
금융상품의 증감	-21	15	-	-	PCR	7.6	5.0	3.3	2.6
재무활동 현금흐름	47	338	-119	-119	EV/EBITDA	11.0	7.4	4.7	3.7
단기금융부채의증감	-	22	-2	-2	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	108	-85	-85	ROE	5.0	6.3	9.2	11.1
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	5.7	8.4	11.5	12.7
배당금지급	-45	-45	-64	-64	부채비율	139.6	144.0	136.7	124.3
현금및현금성자산의증감	266	324	-92	-201	순부채비율	31.4	32.1	30.8	31.6
기초현금및현금성자산	558	825	1,149	1,057	매출채권회전율(x)	2.3	2.3	2.4	2.5
기말현금및현금성자산	825	1,149	1,057	856	재고자산회전율(x)	2.5	2.2	2.3	2.5

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.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 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 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%

