

HDC현대산업개발 (294870)

예상보다 더욱 강력했던 자체사업의 힘

1Q25 영업이익, 당사 추정치 및 컨센서스 각각 +7% 상회, 부합

1Q25 매출액 9,057억원(YoY -5%), 영업이익 540억원(YoY +30%)으로 매출액이 컨센서스를 -9% 하회했음에도 불구하고 영업이익은 시장 눈높이에 부합. 일반건축 부문 매출액이 YoY -77% 급감한 영향으로 전체 외형이 예상 대비 큰 폭으로 감소했지만 기대 이상의 자체사업 수익성(GPM, 1Q24 29.3% → 1Q25 32.1%)이 연결 영업이익을 방어. 자체사업 내 상대적으로 수익성이 낮은 수원PC10단지의 준공 매출 인식에도 불구하고 전체 GPM이 30%를 넘어섰다는 점에 주목

1Q25 실적이 보여주는 앞으로의 방향

1Q25 실적에서 가능할 수 있는 앞으로의 방향은 1) 외주주택 부문의 둔화, 2) 자체사업의 이익 기여 확대에 압축. '24년 외주주택 부문 호실적의 주요 원인이었던 준공정산이익과 도급금액이 '25년에도 유사한 규모로 반복된다는 보장이 없어 급격한 원가율 개선을 기대하기는 어렵겠으나, 자체사업이 실현한 기대 이상의 수익성은 지속 가능하다고 판단. 단, 2Q-3Q25 입주 예정인 수원PC11, 12단지는 오피스텔이기 때문에 자체사업 수익성이 해당 분기에는 1Q 대비 낮아질 전망이지만 GPM 30% 이상으로 추정되는 서울원아이파크 매출 기여가 본격화되는 4Q25부터는 다시금 GPM 30%대 진입이 가능할 것으로 판단

기대 이상의 자체사업 수익성 확인, 목표주가 +18% 상향

기대 이상의 자체사업 수익성에 따른 이익 개선 효과를 반영해 Target PBR 멀티플을 기존 0.51배에서 0.59배로 조정하며 목표주가를 +18% 상향. 기 수주한 프로젝트만으로도 중기 외형 성장이 담보되어 있는 가운데, 서울원아이파크를 중심으로 한 자체사업의 손익 기여가 이제 시작인 동사의 실적 가시성은 업종 대 상대매력도가 우위라고 판단. 주가 측면에서 남아있는 단기 리스크는 상반기 중 선고 예정인 광주 화정 사고에 대한 행정처분의 강도로 이로 인한 주가 조정 발생 시 매수 기회로 활용하는 전략을 제시



장윤석 건설/기계
yoonseok.chang@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 29,500원 (U)

직전 목표주가 **25,000원**

현재주가 (04/25) **23,600원**

상승여력 **25%**

시가총액	15,554억원
총발행주식수	65,907,330주
60일 평균 거래대금	66억원
60일 평균 거래량	330,754주
52주 고/저	26,700원 / 16,100원
외인지분율	11.85%
배당수익률	3.88%
주요주주	HDC 외 6 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	20.0	37.5	32.7
상대	23.3	37.0	36.9
절대 (달러환산)	22.8	37.0	27.0

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	906	-5.2	-19.5	999	-9.4
영업이익	54	29.5	29.0	58	-6.4
세전계속사업이익	58	27.6	31.0	61	-5.1
지배순이익	54	78.2	20.2	44	23.1
영업이익률 (%)	5.9	+1.5 %pt	+2.2 %pt	5.8	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	6.0	+2.8 %pt	+2.0 %pt	4.4	+1.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	4,191	4,256	4,286	4,800
영업이익	195	185	284	429
지배순이익	173	156	252	408
PER	4.4	8.1	6.2	3.8
PBR	0.2	0.4	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.5	9.6	6.9	5.1
ROE	5.9	5.1	7.9	11.8

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[표-1] 1Q25 영업이익, 기대 이하의 매출 실적에도 불구하고 자체사업 수익성 개선 효과로 최근 하향된 컨센서스 부합 (단위: 십억원)

	1Q25P	1Q24	(% YoY)	4Q24	(% QoQ)	컨센서스	Diff(%)	유안타증권	Diff(%)
매출액	906	955	-5.2	1,125	-19.5	998	-9.2	993	-8.8
영업이익	54	42	29.8	42	29.3	55	-2.4	51	6.7
세전이익	58	45	27.3	44	30.8	56	2.9	46	24.5
지배순이익	54	30	77.8	45	20.0	42	29.5	36	49.3
영업이익률	6.0%	4.4%		3.7%		5.5%		5.1%	
세전이익률	6.4%	4.7%		3.9%		5.6%		4.7%	
지배순이익률	6.0%	3.2%		4.0%		4.2%		3.7%	

자료: HDC 현대산업개발, 유안타증권 리서치센터

[표-2] HDC 현대산업개발 실적 추정치 비교 - 유안타증권 vs 컨센서스 (단위: 십억원)

	2025E			2026E		
	유안타	컨센서스	차이 (%)	유안타	컨센서스	차이 (%)
매출액	4,286	4,342	-1.3	4,800	4,721	1.7
영업이익	284	313	-9.3	429	453	-5.2
세전이익	280	326	-14.2	456	476	-4.2
지배순이익	252	246	2.2	408	359	13.7
영업이익률	6.6%	7.2%		8.9%	9.6%	
세전이익률	6.5%	7.5%		9.5%	10.1%	
지배순이익률	5.9%	5.7%		8.5%	7.6%	

자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

[표-3] HDC 현대산업개발 실적 추정 변경 내역 (단위: 십억원)

	기존 추정			신규 추정			변화율(%)		
	1Q25E	2025E	2026E	1Q25P	2025E	2026E	1Q25P	2025E	2026E
매출액	993	4,352	4,808	906	4,286	4,800	-8.8%	-1.5%	-0.2%
영업이익	51	282	358	54	284	429	6.7%	0.8%	19.8%
OPM	5.1%	6.5%	7.4%	6.0%	6.6%	8.9%	0.9%p	0.2%p	1.5%p
세전이익	46	268	382	58	280	456	24.7%	4.7%	19.3%
지배순이익	36	221	317	54	252	408	49.6%	13.9%	28.6%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표-4] HDC 현대산업개발 목표주가 산정

구분		비고
목표 PBR [$A = (a-f) / (b-f)$]	0.59배	3년 만기 국고채 최근 1년 평균 수익률
12개월 선행 ROE (a)	7.9%	
COE ($b = c+d \times e$)	13.4%	
무위험수익률 (c)	2.9%	
Market Risk Premium (d)	8.6%	
조정 베타 (e)	1.22	
영구 성장률 (f)	—	
HDC 현대산업개발 12개월 선행 BPS (B)	50,327원	
목표주가 ($C = A \times B$)	29,500원	반올림 적용
현재 주가	23,600원	2025년 4월 25일 종가 기준
상승여력	25%	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표-5] HDC현대산업개발 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	955.5	1,087.1	1,088.6	1,125.0	905.6	1,092.4	1,091.0	1,197.2	4,256.2	4,286.1	4,799.8
YoY (%)	-11%	16%	5%	-2%	-5%	0%	0%	6%	2%	1%	12%
자체공사	74.3	52.7	87.6	186.3	227.2	220.2	250.3	304.1	400.9	1,001.9	1,029.8
외주주택	509.4	669.7	610.0	666.8	504.0	661.6	632.1	681.1	2,455.8	2,478.7	2,544.0
토목	76.0	82.7	73.3	75.9	61.5	67.5	61.3	58.9	307.9	249.2	213.8
건축	223.4	216.2	251.7	144.7	51.3	86.6	100.1	92.6	836.0	330.6	786.7
해외	33.9	25.1	15.2	2.0	8.2	9.7	11.3	10.4	76.2	39.6	33.9
기타	38.5	40.8	50.8	49.3	53.4	46.8	35.8	50.2	179.5	186.2	191.7
매출총이익	82.5	112.8	97.7	109.0	106.5	120.5	129.6	165.1	402.0	521.7	661.7
YoY (%)	-9%	93%	-7%	-14%	29%	7%	33%	51%	6%	30%	27%
자체공사	21.8	8.9	12.9	54.0	72.9	55.1	62.6	91.2	97.6	281.8	308.9
외주주택	45.3	80.5	67.7	44.0	33.8	52.9	56.9	61.3	237.5	204.9	268.3
토목	13.2	17.9	12.0	7.1	8.5	10.3	8.4	7.7	50.1	35.0	29.6
건축	(4.3)	3.4	(2.5)	1.7	(17.5)	1.7	2.0	1.9	(1.6)	(11.9)	15.7
해외	4.5	2.0	1.8	(5.8)	(5.6)	(6.7)	(7.7)	(7.1)	2.5	(27.1)	-
영업이익	41.6	53.8	47.5	41.8	54.0	62.2	71.4	96.3	184.6	283.9	429.0
YoY (%)	-17%	839%	-23%	-46%	30%	16%	50%	131%	-5%	54%	51%
세전이익	45.3	63.3	47.6	44.1	57.8	59.0	67.7	95.6	200.3	280.2	455.9
YoY (%)	-22%	165%	-42%	-39%	28%	-7%	42%	117%	-15%	40%	63%
지배주주 순이익	30.5	47.4	32.7	45.2	54.3	50.2	59.2	88.1	155.7	251.8	407.7
YoY (%)	-25%	213%	-47%	-18%	78%	6%	81%	95%	-10%	62%	62%
이익률											
매출총이익률	8.6%	10.4%	9.0%	9.7%	11.8%	11.0%	11.9%	13.8%	9.4%	12.2%	13.8%
자체공사	29.3%	17.0%	14.7%	29.0%	32.1%	25.0%	25.0%	30.0%	24.3%	28.1%	30.0%
외주주택	8.9%	12.0%	11.1%	6.6%	6.7%	8.0%	9.0%	9.0%	9.7%	8.3%	10.5%
토목	17.4%	21.6%	16.4%	9.3%	13.9%	15.3%	13.7%	13.1%	16.3%	14.0%	13.9%
건축	-1.9%	1.6%	-1.0%	1.2%	-34.1%	2.0%	2.0%	2.0%	-0.2%	-3.6%	2.0%
해외	13.4%	7.9%	11.7%	-	-68.6%	-68.6%	-68.6%	-68.6%	3.3%	-68.6%	0.0%
영업이익률	4.4%	5.0%	4.4%	3.7%	6.0%	5.7%	6.5%	8.0%	4.3%	6.6%	8.9%
세전이익률	4.7%	5.8%	4.4%	3.9%	6.4%	5.4%	6.2%	8.0%	4.7%	6.5%	9.5%
지배주주 순이익률	3.2%	4.4%	3.0%	4.0%	6.0%	4.6%	5.4%	7.4%	3.7%	5.9%	8.5%

자료: HDC 현대산업개발, 유안타증권 리서치센터

HDC 현대산업개발 (294870) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,191	4,256	4,286	4,800	4,950
매출원가	3,810	3,854	3,764	4,138	4,247
매출총이익	381	402	522	662	703
판매비	185	217	238	233	236
영업이익	195	185	284	429	467
EBITDA	255	243	333	474	511
영업외손익	42	16	-4	27	41
외환관련손익	1	-6	0	0	0
이자손익	49	26	20	58	71
관계기업관련손익	0	0	-7	-13	-13
기타	-9	-6	-17	-17	-17
법인세비용차감전순이익	237	200	280	456	507
법인세비용	64	45	28	48	73
계속사업순이익	173	156	252	408	435
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	173	156	252	408	435
지배지분순이익	173	156	252	408	435
포괄순이익	167	149	227	383	410
지배지분포괄이익	167	149	227	383	410

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	640	314	301	201	645
당기순이익	173	156	252	408	435
감가상각비	57	55	47	43	43
외환손익	-1	-2	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	7	13	13
자산부채의 증감	222	13	-209	-509	-92
기타현금흐름	190	93	204	246	246
투자활동 현금흐름	-143	-98	-141	-301	-112
투자자산	-14	-8	-45	-138	-28
유형자산 증가 (CAPEX)	-65	-34	-40	-40	-40
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-64	-56	-57	-123	-44
재무활동 현금흐름	-504	47	-43	-46	-50
단기차입금	-390	199	2	5	1
사채 및 장기차입금	-36	-8	0	0	0
자본	-2	3	0	0	0
현금배당	-40	-45	-45	-51	-51
기타현금흐름	-37	-102	0	0	0
연결범위변동 등 기타	1	3	183	-103	12
현금의 증감	-6	266	299	-248	494
기초 현금	564	558	825	1,124	876
기말 현금	558	825	1,124	876	1,370
NOPLAT	195	185	284	429	467
FCF	575	280	261	161	605

자료: 유안타증권

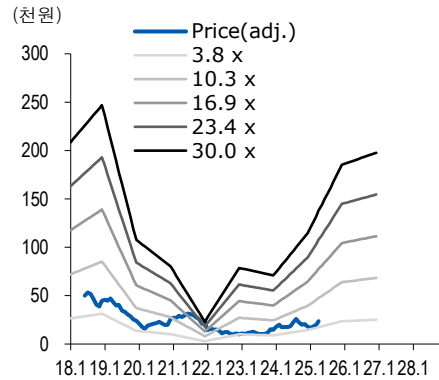
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	4,987	5,380	5,694	6,294	6,571
현금및현금성자산	558	825	1,124	876	1,370
매출채권 및 기타채권	1,935	1,749	2,072	2,457	2,336
재고자산	1,507	1,854	1,967	2,332	2,217
비유동자산	2,029	2,081	2,117	2,249	2,273
유형자산	484	485	478	475	473
관계기업 등 자본관련 자산	71	77	81	97	100
기타투자자산	524	739	779	902	926
자산총계	7,016	7,462	7,811	8,543	8,844
유동부채	3,148	3,510	3,661	4,013	3,945
매입채무 및 기타채무	1,117	1,320	1,444	1,712	1,628
단기차입금	1,137	1,340	1,340	1,340	1,340
유동성장기부채	462	429	429	429	429
비유동부채	861	837	853	903	913
장기차입금	246	332	332	332	332
사채	249	200	200	200	200
부채총계	4,008	4,347	4,515	4,915	4,857
지배지분	3,008	3,115	3,296	3,628	3,987
자본금	330	330	330	330	330
자본잉여금	1,603	1,606	1,606	1,606	1,606
이익잉여금	1,097	1,199	1,406	1,763	2,146
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,008	3,115	3,296	3,628	3,987
순차입금	1,153	1,057	727	882	369
총차입금	2,189	2,380	2,381	2,386	2,387

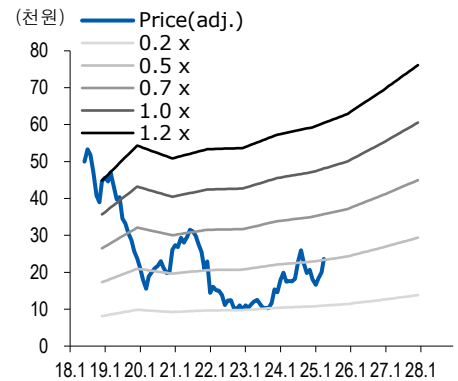
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,626	2,363	3,821	6,185	6,596
BPS	46,876	48,537	51,518	56,705	62,314
EBITDAPS	3,870	3,683	5,054	7,191	7,747
SPS	63,586	64,579	65,033	72,827	75,108
DPS	700	700	800	800	1,000
PER	4.4	8.1	6.2	3.8	3.6
PBR	0.2	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.5	9.6	6.9	5.1	3.8
PSR	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	27.1	1.6	0.7	12.0	3.1
영업이익 증가율 (%)	67.8	-5.5	53.7	51.2	8.8
지배순이익 증가율 (%)	243.6	-10.0	61.7	61.9	6.6
매출총이익률 (%)	9.1	9.4	12.2	13.8	14.2
영업이익률 (%)	4.7	4.3	6.6	8.9	9.4
지배순이익률 (%)	4.1	3.7	5.9	8.5	8.8
EBITDA 마진 (%)	6.1	5.7	7.8	9.9	10.3
ROIC	5.4	5.0	9.3	13.4	13.5
ROA	2.4	2.2	3.3	5.0	5.0
ROE	5.9	5.1	7.9	11.8	11.4
부채비율 (%)	133.3	139.6	137.0	135.5	121.8
순차입금/자기자본 (%)	38.3	33.9	22.1	24.3	9.2
영업이익/금융비용 (배)	4.3	3.3	4.4	6.7	7.3

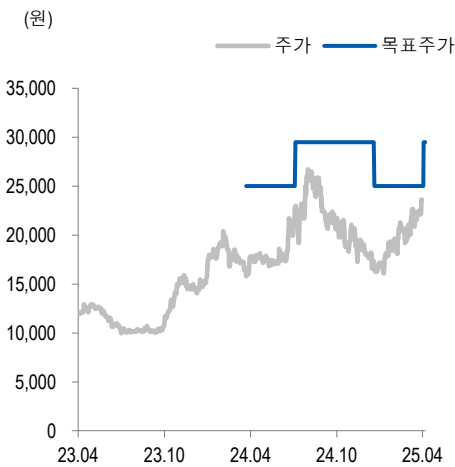
P/E band chart



P/B band chart



HDC 현대산업개발 (294870) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-04-28	BUY	29,500	1년		
2025-01-14	BUY	25,000	1년	-21.18	-5.40
2024-07-30	BUY	29,500	1년	-28.06	-9.49
2024-04-17	BUY	25,000	1년	-28.02	-8.80

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.8
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-04-26

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 장윤석)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.