

# HDC

## 현대산업개발

(294870)

이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

30,000

유지

현재주가

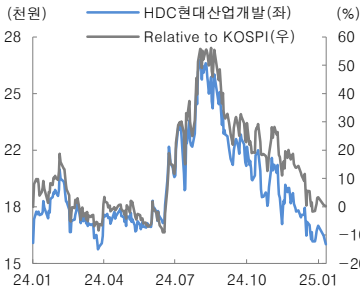
16,640

(25.02.04)

건설업종

KOSPI	2,481.69
시가총액	1,097십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	330십억원
52주 최고/최저	26,700원 / 15,800원
120일 평균거래대금	116억원
외국인지분율	13.97%
주요주주	HDC 외 6 인 43.01% 국민연금공단 12.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.5	-17.0	-25.7	-6.4
상대수익률	-8.0	-13.4	-19.9	-1.3



## 선명해진 이익 성장 궤도 진입

- 연결 영업이익 417억원(-46.1% yoy) 기록. 시장 컨센서스를 하회
- 자체주택 매출 상승에도 불구하고, 일반건축 준공정산손실이 수익성 저하
- 서울원아이파크 분양률 90% 돌파. 더욱 선명해진 이익 성장 궤도 진입

### 투자의견 매수, 목표주가 30,000원 유지

목표주가는 12MF BPS 50,559원에 타깃 PBR 0.60배 적용. 타깃 PBR은 2025E ROE를 기준으로 PBR-ROE 방식으로 산출한 이론 PBR을 적용

### 4Q24 Review 먹구름 사이 한줄기 빛

4Q24 연결기준 매출액 1.1조원(-2.1% yoy), 영업이익 417억원(-46.1% yoy), 영업이익률 3.7%(-3.0%p yoy) 기록. 잠정치는 시장 컨센서스를 하회

자체주택 매출이 수원10단지, 서울원아이파크 현장을 바탕으로 전분기 대비 +113% 상승한 가운데 원가율 역시 71%로 나타나면서 우수한 수익성을 증명. 다만, 이미 예상됐던 것처럼 일반건축 부문이 지식산업센터 준공정산손실 반영으로 이익이 부진하게 나타났으며, 11월 분양한 서울원아이파크 마케팅 비용 지출로 인해 판매관리비도 +1.4%p qoq 상승하며 전체 영업이익을 낮추었음. 지식산업센터 관련 일회성 비용은 1Q25 내로 정리될 것으로 예상되며, 서울원아이파크는 연말까지 진행률 15%를 예상하고 있어 빠른 이익 성장을 곧 확인 가능할 것

### 선명해진 이익 성장 궤도 진입

기대와 우려가 교차했던 서울원아이파크는 1월 기준 분양률 90%를 돌파하며 좋은 페이스를 기록 중. 동사는 1분기 내로 95% 달성을 목표하고 있으며, 이를 감안하면 전체 사업 금액의 대부분이 진행률 기준으로 매출 인식되며 이익 성장 속도에 드라이브가 걸릴 것. 업종 내에서 가장 이익 성장이 선명한 종목임에 틀림 없음

상반기 중 학동 2심 선고 및 화정 사고 관련 서울시 행정처분 결과 발표가 예정되어 있음. 분명, 투자심리 악화요인이나, 집행정지 가처분 등 법적 대응을 감안하면 연내 사업에 미치는 영향은 크지 않을 것. 업종 내 Top-Pick 의견 유지

(단위: 십억원, %)

구분	4Q23	3Q24	4Q24				1Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,149	1,089	1,086	1,125	-2.1	3.3	1,142	1,008	5.5 -10.4
영업이익	77	47	56	42	-46.1	-12.0	56	50	20.3 19.8
순이익	55	33	43	45	-18.2	38.1	48	35	15.4 -22.1

자료: HDC현대산업개발, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,298	4,191	4,256	4,344	4,662
영업이익	116	195	185	301	418
세전순이익	121	237	200	278	391
총당기순이익	50	173	156	214	301
지배지분순이익	50	173	156	214	301
EPS	764	2,626	2,363	3,254	4,571
PER	13.1	5.6	7.6	4.9	3.5
BPS	43,913	45,640	47,336	49,911	53,801
PBR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	1.7	5.9	5.1	6.7	8.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	4,217	4,895	4,256	4,344	0.9	-11.3
판매비와 관리비	201	231	217	247	7.9	6.6
영업이익	199	363	185	301	-7.3	-17.3
영업이익률	4.7	7.4	4.3	6.9	-0.4	-0.5
영업외손익	15	-6	16	-23	1.4	적자유지
세전순이익	215	358	200	278	-6.7	-22.3
지배지분순이익	154	260	156	214	1.3	-17.4
순이익률	3.6	5.3	3.7	4.9	0.0	-0.4
EPS(지배지분순이익)	2,331	3,939	2,363	3,254	1.3	-17.4

자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

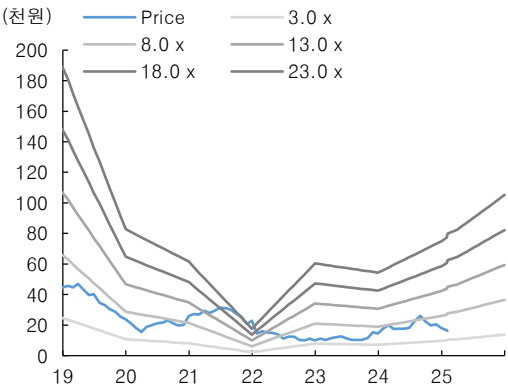
표 1. HDC 현대산업개발 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
BPS	50,559	HDC 현대산업개발 12MF BPS
Target PBR	0.60	적정 PBR = (ROE-g) / (COE-g) 1) HDC 현대산업개발 2025E ROE: 6.7% 2) 영구성장률(g): 1.33% 3) 자기자본비용: 10.3% (Rf: 2.9%, Rm: 10%, 104주베타 1.03)
적정주가	30,228	BPS * Target PBR
목표주가	30,000	30,228≒30,000
현재주가	16,640	2025.02.04
현재 PBR	0.36	2025.02.04
상승여력(%)	80.3	

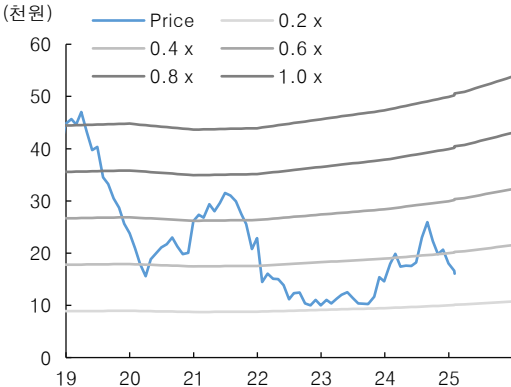
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. HDC 현대산업개발 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 2. HDC 현대산업개발 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

HDC 현대산업개발 연간/분기 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	(단위)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E
연결 매출액	(십억원)	955	1,087	1,089	1,125	1,008	1,124	1,113	1,100	4,256	4,344
YoY	(%)	5.5	3.3	2.2	-2.2	3.9	5.9	11.0	8.2	1.6	2.1
QoQ	(%)	-10.4	11.4	-1.0	-1.2	-4.8	13.6	3.8	-3.7		
자재주택	(십억원)	74	53	88	186	210	259	266	244	401	978
외주주택	(십억원)	509	670	610	667	572	613	593	592	2,456	2,370
토목	(십억원)	76	83	73	76	56	83	78	88	308	305
일반건축	(십억원)	223	216	252	145	114	115	126	128	836	483
해외	(십억원)	34	25	15	2	19	15	13	12	76	60
기타	(십억원)	28	33	35	38	27	27	25	23	135	102
연결종속	(십억원)	10	8	16	11	11	11	12	11	45	46
연결 매출총이익	(십억원)	82	113	98	109	111	136	149	152	402	547
GPM	(%)	8.6	10.4	9.0	9.7	11.0	12.1	13.4	13.8	9.4	12.6
자재주택	(십억원)	16	9	13	54	45	58	66	65	92	235
외주주택	(십억원)	46	80	68	44	53	58	62	65	238	238
토목	(십억원)	13	18	12	7	9	13	12	14	50	48
일반건축	(십억원)	-4	3	-3	2	1	2	3	3	-2	8
해외	(십억원)	5	2	2	-6	1	1	1	1	2	4
기타	(십억원)	-3	-5	2	3	-1	0	0	0	-4	-1
연결종속	(십억원)	5	5	4	5	3	4	4	4	20	15
연결 영업이익	(십억원)	42	54	47	42	50	69	88	94	185	301
YoY	(%)	-17.0	839.0	-23.5	-46.1	20.3	28.2	84.8	124.8	-5.5	62.8
QoQ	(%)	-46.3	29.4	-11.9	-12.0	19.8	38.0	27.0	7.1		
OPM	(%)	4.4	5.0	4.4	3.7	5.0	6.1	7.9	8.5	4.3	6.9
연결 지배순이익	(십억원)	30	47	33	45	37	50	64	63	156	214
YoY	(%)	-24.9	213.0	-47.4	-18.2	22.2	5.1	96.4	40.0	-10.0	37.7
QoQ	(%)	-44.8	55.5	-31.0	38.1	-17.6	33.7	29.0	-1.5		
NIM	(%)	3.2	4.4	3.0	4.0	3.7	4.4	5.8	5.7	3.7	4.9
[수주잔고]											
수주잔고	(십억원)	31,235	30,137	30,405	31,314	31,842	31,569	31,688	32,147	31,314	32,147
YoY	(%)	2.5	-0.3	1.7	3.0	1.9	4.8	4.2	2.7	3.0	2.7

자료: HDC 현대산업개발, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

- HDC그룹 계열 종합 건설회사로서, 전통적으로 자체개발사업 비중이 높은 국내 디벨로퍼 업체
- '아이파크(PARK)' 브랜드를 바탕으로 주택/건축 사업을 영위
- 자산 7조 4,431억원, 부채 4조 3,676억원, 자본 3조 756억원
- 발행주식 수: 65,907,330주 / 자기주식수: 1,738,000주

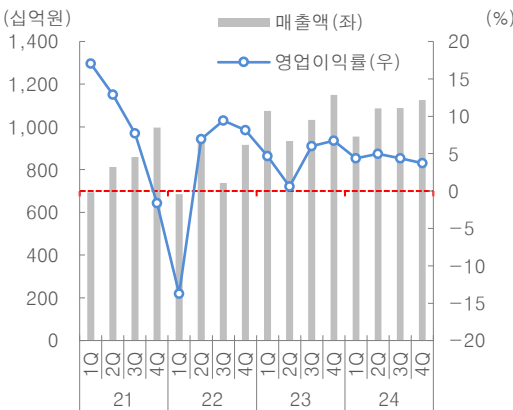
주가 변동요인

- 정부 부동산 정책 발표
- 금리 인하 여부
- 부동산 경기 지표 상황

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2024년 9월 기준  
자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

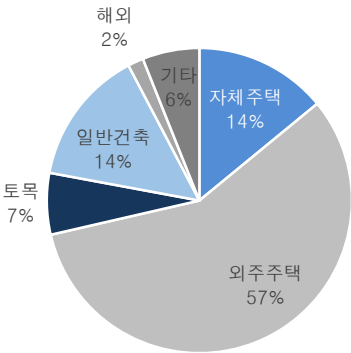
Earnings Driver

별도 매출액 추이



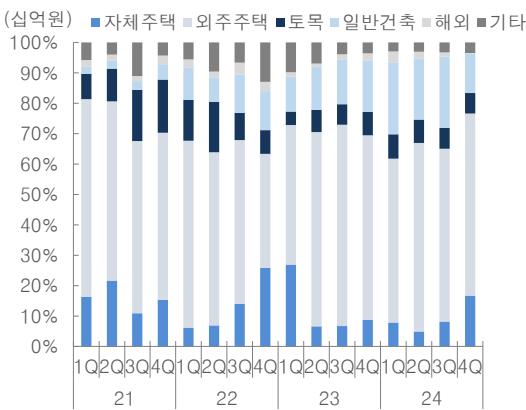
자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

매출 비중 현황



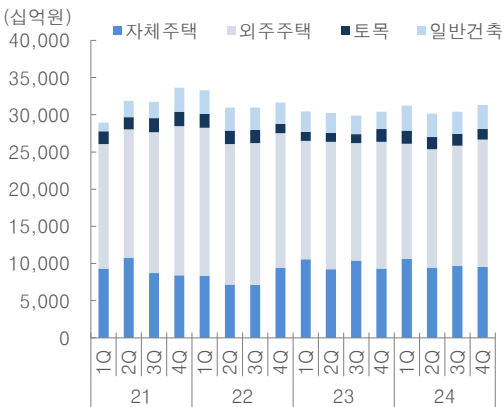
주: 2023년 사업보고서 기준  
자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

사업별 매출액 비중 추이



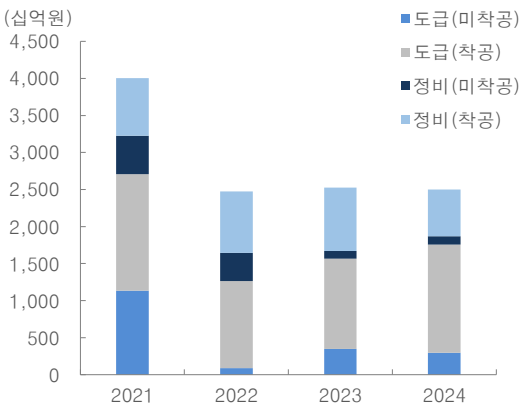
자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

사업별 수주잔고 추이



자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

부동산 PF 우발채무 추이



자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,298	4,191	4,256	4,344	4,662
매출원가	2,982	3,810	3,854	3,797	4,000
매출총이익	316	381	402	547	663
판매비와관리비	200	185	217	247	245
영업이익	116	195	185	301	418
영업이익률	3.5	4.7	4.3	6.9	9.0
EBITDA	163	255	236	354	473
영업외손익	5	42	16	-23	-26
관계기업손익	8	0	-4	-2	-2
금융수익	107	97	86	86	86
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-63	-47	-60	-91	-93
외환관련손실	0	1	0	0	0
기타	-48	-9	-6	-16	-17
법인세비용차감전순손익	121	237	200	278	391
법인세비용	-71	-64	-45	-63	-90
계속사업순손익	50	173	156	214	301
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	50	173	156	214	301
당기순이익률	1.5	4.1	3.7	4.9	6.5
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
자배지분순이익	50	173	156	214	301
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	-1	1	-1	1
포괄순이익	56	167	162	208	308
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
자배지분포괄이익	56	167	162	208	308

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	764	2,626	2,363	3,254	4,571
PBR	13.1	5.6	7.6	4.9	3.5
BPS	43,913	45,640	47,336	49,911	53,801
PBR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	2,466	3,870	3,585	5,378	7,180
EV/EBITDA	7.7	8.4	9.6	6.3	4.6
SPS	50,045	63,586	64,579	65,918	70,743
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	4,649	6,467	6,460	8,098	9,888
DPS	600	700	700	700	700

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	-20	27.1	1.6	2.1	7.3
영업이익 증가율	-57.4	67.8	-5.5	62.8	38.9
순이익 증가율	-71.5	244.3	-9.9	37.7	40.5
수익성					
ROIC	3.0	7.8	7.6	12.3	16.6
ROA	1.7	2.7	2.5	4.0	5.3
ROE	1.7	5.9	5.1	6.7	8.8
안정성					
부채비율	152.8	133.3	139.4	133.6	125.2
순차입금비율	20.3	39.5	39.1	35.4	30.8
이자보상배율	1.8	4.3	3.1	3.3	4.5

자료: HDC 현대산업개발, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	5,443	4,987	5,385	5,589	5,878
현금및현금성자산	564	558	620	624	617
매출채권 및 기타채권	1,447	1,969	2,067	2,170	2,279
재고자산	1,575	1,507	1,531	1,563	1,677
기타유동자산	1,866	953	1,167	1,232	1,305
비유동자산	1,894	2,029	2,082	2,096	2,109
유형자산	441	484	499	512	523
관계기업투자금	71	71	67	65	62
기타비유동자산	1,382	1,474	1,516	1,520	1,524
자산총계	7,336	7,016	7,467	7,685	7,986
유동부채	3,459	3,148	3,510	3,538	3,583
매입채무 및 기타채무	1,099	1,117	1,121	1,126	1,144
차입금	1,512	1,137	1,478	1,478	1,478
유동상채무	349	462	462	462	462
기타유동부채	499	431	449	472	499
비유동부채	975	861	837	857	857
차입금	645	495	472	492	492
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	331	365	365	365	365
부채총계	4,434	4,008	4,347	4,395	4,440
자배지분	2,894	3,008	3,120	3,290	3,546
자본금	330	330	330	330	330
자본잉여금	1,605	1,603	1,603	1,603	1,603
이익잉여금	974	1,097	1,208	1,378	1,634
기타지분변동	-14	-22	-21	-21	-21
비자배지분	8	0	0	0	0
자본총계	2,902	3,008	3,120	3,290	3,546
순차입금	588	1,187	1,219	1,163	1,093

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-1,735	640	1,024	1,076	1,094
당기순이익	0	0	156	214	301
비현금항목의 가감	256	253	270	319	350
감가상각비	46	60	52	54	56
외환손익	0	-1	0	0	0
지분법평가손익	-8	0	4	2	2
기타	219	195	214	263	293
자산부채의 증감	-1,971	222	617	610	539
기타현금흐름	-21	165	-19	-68	-97
투자활동 현금흐름	1,271	-143	-275	-129	-136
투자자산	-13	-19	4	2	2
유형자산	-82	-65	-65	-65	-65
기타	1,366	-59	-215	-66	-73
재무활동 현금흐름	677	-504	232	-65	-85
단기차입금	644	-367	341	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	585	468	-23	20	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-40	-40	-45	-45	-45
기타	-512	-565	-40	-40	-40
현금의 증감	213	-6	62	3	-7
기초 현금	351	564	558	620	624
기말 현금	564	558	620	624	617
NOPLAT	48	142	144	232	321
FCF	10	136	130	221	312

[Compliance Notice]

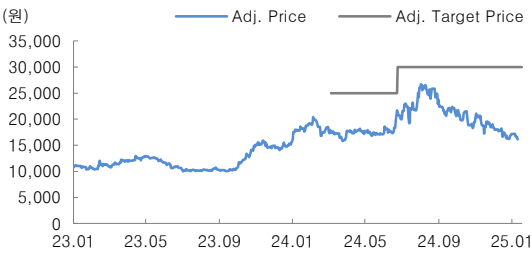
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이태환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

HDC현대산업개발(294870) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.02.05	25.01.18	25.01.13	24.11.16	24.10.22	24.08.01
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
과리율(평균%)		(44.56)	(29.81)	(29.18)	(25.44)	(23.35)
과리율(최대/최소%)		(42.80)	(11.00)	(11.00)	(11.00)	(11.00)
제시일자	24.07.18	24.06.06	24.04.30	24.03.29		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	30,000	25,000	25,000	25,000		
과리율(평균%)	(29.11)	(29.95)	(31.88)	(32.16)		
과리율(최대/최소%)	(23.33)	(13.20)	(28.64)	(28.64)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250202)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상