

HDC현대산업개발

(294870)

또 다시 찾아와버린 저가 매수의 기회

투자의견 Buy, 목표주가 32,000원 유지

HDC현대산업개발에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 32,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS에 Target P/B 0.64배를 적용한 것이다. 목표주가에 해당하는 P/E는 7.3배다. HDC현산의 주가는 8월 고점 대비 20% 하락했다. 최근 주가 상승이 가팔랐고, 그에 반해 업황 부진이 지속되고, 대출 규제 우려감도 반영된 것으로 보인다. 하지만 서울원 프로젝트는 11월 착공이 예정되어 있고, 수원 아이파크 10~12단지의 준공에 따라 당장 2025년부터 EPS가 크게 증가(+77% YoY)하고, 높아진 EPS 레벨은 최소 2027년까지 유지될 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 2025년 예상 EPS 기준 현재 주가는 P/E 4.3배에 불과하다. 또한 경쟁사 대비 매우 안정적으로 유지되고 있는 PF 우발채무 리스크와 개선되고 있는 재무 상황도 매우 긍정적인 요소다. HDC현대산업개발을 건설업 Top pick으로 유지하고, 매수를 추천한다.

3Q24 영업이익 컨센서스 하회 예상

연결기준 3Q24 HDC현산의 매출액은 1.1조원(+7.4% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 488억원(-21.3%, OPM 4.4%)이 예상된다. 영업이익은 컨센서스 600억원을 18% 하회할 것으로 추정된다. 외주주택 매출액은 7,085억원(+0.5%), GPM은 11.6%(+1.9%p)가 예상된다. 올림픽 파크 포레온 공사가 마무리 단계에 접어들었지만, 잠실 진주, 이문 3구역 등 대형 현장의 기성률이 상승하며 외주주택 매출은 전년동기와 비슷한 수준이 예상된다. 자체주택 매출액은 750억원(+115.5% YoY), GPM은 14.1%(+13.2%p YoY)가 예상된다. 매출액 증가는 진행 기준으로 매출을 인식하는 청주가경 6단지(946세대)의 공정률 상승을 감안했다. 일반건축의 매출액은 1,725억원(+15.9%), GPM은 -4.7%(-10.3%p)가 예상된다. 최근 준공한 프로젝트의 정산 과정에서 추가 비용이 발생한 것으로 파악된다.

4Q24부터 이익 체력이 높아질 것, 개선되는 재무구조에도 주목

4Q24부터 HDC현산의 이익 레벨은 올라갈 것으로 예상되는데, 서울원 프로젝트와 수원 아이파크 준공의 영향이다. HDC현산의 자체 사업인 서울원 프로젝트(광운대 개발 사업, 사업비 4.5조원)는 11월 중순 분양이 예정되어 있다. 분양가 산정 역시 비슷한 시기에 결정될 것으로 보인다. 총 사업비 중 2조원 후반이 진행률 기준에 따라 매출이 인식된다. 2025년에만 약 5,000억원 수준의 매출 기여가 예상되고 GPM 역시 20% 중반 수준의 고마진이 예상된다. 또한 인도 시점에 매출이 인식되는 수원 아이파크 10단지(아파트 128세대)의 입주는 2024년 11월, 11, 12단지(오피스텔 각각 208, 221실)는 2025년 중반에 예정되어 있다. 수원 아이파크 역시 합산 4,000억원 이상의 매출 기여가 예상된다. 자체주택 중심의 매출 성장으로 2025년 HDC현산의 매출액과 영업이익은 각각 5.3조원(+22.0% YoY), 4,116억원(+81.3% YoY)가 예상된다.

HDC현산은 타사 대비 PF 우발채무(2Q24 기준 3,500억원)가 매우 안정적으로 관리되고 있고, 재무 구조 역시 개선되고 있어(별도 기준 순차입금 5,000억원 목표, 2Q24 1.0조원), 업황 부진 장기화에도 안정성을 기대할 수 있다. 또한 중장기 배당정책(2024~2026년 별도 당기순이익의 20% 이상) 설정으로 2025년부터 늘어나는 이익 레벨이 배당에도 반영될 것으로 예상된다. 당사가 예상하는 2025년, 2026년 배당금은 주당 각각 700원, 1,000원이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

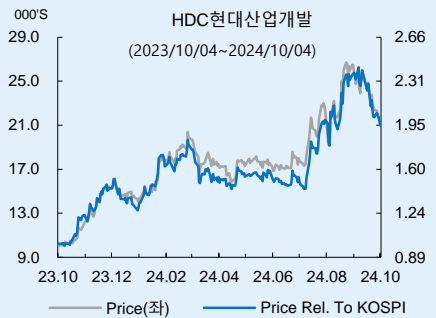
목표주가(12M)	32,000원(유지)
증가(2024.10.04)	21,000원
상승여력	52.4%

Stock Indicator

자본금	330십억원
발행주식수	6,591만주
시가총액	1,384십억원
외국인지분율	13.7%
52주 주가	10,050~26,700원
60일평균거래량	776,291주
60일평균거래대금	18.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.2	18.8	21.5	108.5
상대수익률	-16.2	29.0	26.8	101.9

Price Trend



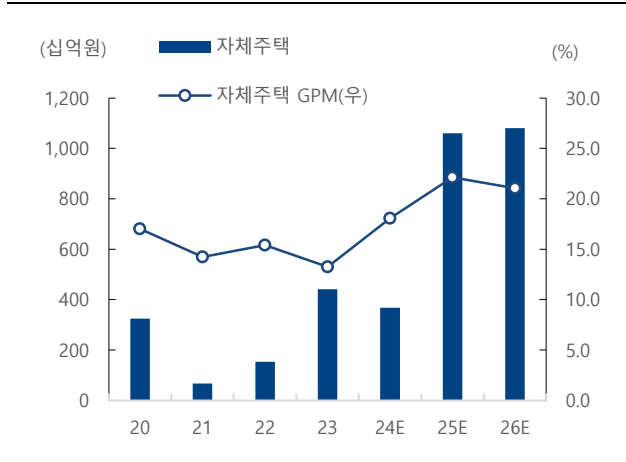
FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	4,191	4,376	5,337	5,560
영업이익(십억원)	195	227	412	434
순이익(십억원)	173	182	323	333
EPS(원)	2,626	2,763	4,894	5,054
BPS(원)	45,640	47,781	51,993	56,365
PER(배)	5.6	7.6	4.3	4.2
PBR(배)	0.3	0.4	0.4	0.4
ROE(%)	5.9	5.9	9.8	9.3
배당수익률(%)	4.8	3.3	3.3	4.8
EV/EBITDA(배)	10.5	8.0	4.4	3.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[건설/운송]

배세호 2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

그림1. HDC현대산업개발 자체 사업 매출 추이 전망



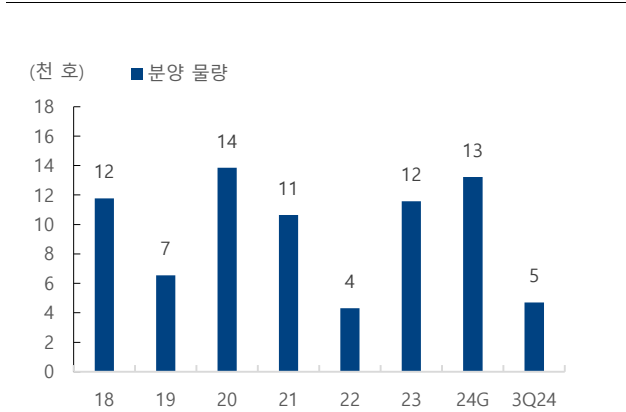
자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

표1. 광운대 역세권 개발 사업 개요

	복합용지	상업용지	합계
대지면적	23,511평	5,952평	29,463평
용적률	500%	600%	
연면적	179,264평	58,618평	237,882평
시설규모	총 3,061세대 분양 1,856세대 운영 768세대 공공 408세대 근린생활시설 5,956평	상업시설 18,100평 오피스 14,600평 호텔 3,000평	
사업비	3.6조원	0.9조원	4.5조원
시공비	3.7조원		
사업기간	2024년 11월~2028년 하반기		

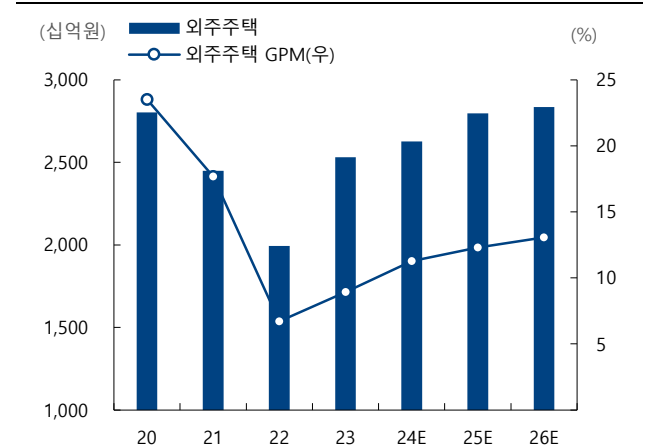
자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

그림2. 분양 물량 추이



자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

그림3. HDC현대산업개발 외주주택 매출액 추이 전망



자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

표2. HDC현대산업개발 주요 자체/지분 투자 사업

항공사/노선	내용	사업비	진행 상황	착공 시점
광운대 역세권 개발	분양 3,032세대(일반 분양 1,879세대) 상업시설, 오피스 등 개발	4.5조원(시공비 3.7조원)	건축 심의 통과	2024년 11월
용산 철도병원 부지	공동주택 610가구 및 근린생활시설	8,300억원(시공비 2,000억원)	건축 심의 통과	2025년 상반기
공릉 역세권 개발	공동주택 400여세대 및 오피스	3,800억원	지구단위계획 구역 지정 가결	2025년 상반기
복정 역세권 개발	연면적 100만m2 규모 복합시설 개발	총 사업비 10조원(HDC현산 지분 투자)	-	2026년
잠실 스포츠 MICE	연면적 38만m2 컨벤션, 야구장, 문화시설 건립	총 사업비 2.2조원(HDC현산 지분투자)	실시협약 협상 진행 중	2026년

자료: HDC현대산업개발, 언론 보도, iM증권 리서치본부

표3. HDC현대산업개발 3Q24E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	3Q24E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		3Q23	YoY%	3Q24E	Diff%	3Q24E	Diff%
매출액	1,110	1,033	7.4	1,108	0.1	1,141	-2.7
영업이익	49	62	-21.3	60	-18.1	73	-33.1
세전이익	59	83	-28.4	65	-8.8	81	-27.0
지배주주순이익	43	62	-31.1	49	-12.8	59	-27.3
영업이익률	4.4	6.0	-1.6	5.4	-1.0	6.4	-2.0
지배주주순이익률	3.9	6.0	-2.2	4.4	-0.6	5.2	-1.3

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표4. HDC현대산업개발 2024E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2024E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2023E	YoY%	2024E	Diff%	2024E	Diff%
매출액	4,376	4,191	4.4	4,333	1.0	4,403	-0.6
영업이익	227	195	16.3	249	-8.9	262	-13.3
세전이익	252	237	6.5	279	-9.6	286	-11.8
지배주주순이익	182	173	5.2	197	-7.4	205	-11.2
영업이익률	5.2	4.7	0.5	5.8	-0.6	5.9	-0.7
지배주주순이익률	4.2	4.1	0.0	4.5	-0.4	4.7	-0.5

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표5. HDC현대산업개발 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2023E	2025E
매출액	4,376	5,337	4,456	5,518	-1.8	-3.3
영업이익	227	412	252	432	-9.9	-4.7
영업이익률	5.2	7.7	5.7	7.8	-0.5	-0.1
세전이익	252	445	197	335	28.1	32.8
지배주주순이익	182	323	201	321	-9.4	0.5
지배주주순이익률	4.2	6.0	4.6	6.0	-0.4	0.0
EPS	2,763	4,894	2,986	5,284	-7.5	-7.4
BPS	47,781	51,993	47,392	56,551	0.8	-8.1
ROE	5.8	9.4	6.3	9.8	-0.5	-0.4

자료: iM증권

표6. HDC현대산업개발 목표주가 Valuation

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	비고
EPS (원)	3,341	2,679	764	2,626	2,763	4,894	
BPS (원)	41,619	43,659	43,913	45,640	47,781	51,993	
고점 P/E (배)	7.9	12.3	33.8	6.1			최근 5년 평균: 13.1
평균 P/E (배)	6.3	10.4	17.4	4.4			최근 5년 평균: 8.5
저점 P/E (배)	3.8	7.8	12.8	3.6			최근 5년 평균: 6.1
고점 P/B (배)	0.64	0.75	0.59	0.35			최근 5년 평균: 0.67
평균 P/B (배)	0.50	0.64	0.30	0.25			최근 5년 평균: 0.50
저점 P/B (배)	0.30	0.48	0.22	0.21			최근 5년 평균: 0.34
ROE(%)	8.0	6.1	1.7	5.8	5.8	9.4	
적용 BPS (원)					50,940		12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.64		최근 5년 P/B 상단
목표주가 (원)					32,000		Target P/E 7.3배
전일 증가 (원)					21,000		
상승 여력					52.4		

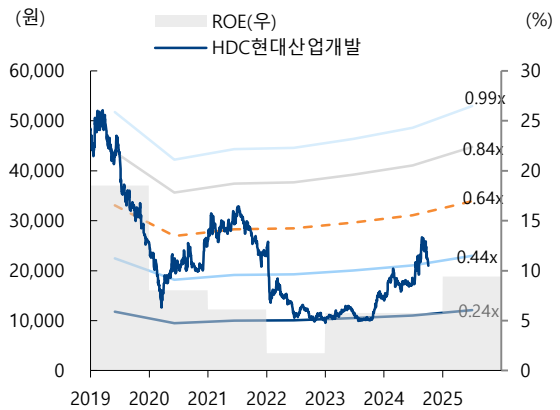
자료: iM증권 리서치본부

그림4. HDC현대산업개발 P/E Band (Implied P/E 7.3x)



자료: HDC현대산업개발, iM증권

그림5. HDC현대산업개발 P/B Band (Implied P/B 0.64x)



자료: HDC현대산업개발, iM증권

표7. HDC현대산업개발 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	1,075	934	1,033	1,149	955	1,087	1,110	1,224	4,191	4,376	5,337
YoY	56.8	-2.7	40.0	25.5	-11.1	16.4	7.4	6.5	27.1	4.4	22.0
자재주택	320	97	68	100	74	53	75.0	165	441	367	1,060
YoY	194.8	-31.9	-34.0	8.3	-74.2	-14.0	115.5	191.0	187.8	-16.8	188.8
외주주택	460	557	672	698.7	509	670	708	739	2,531	2,627	2,797
YoY	30.2	19.1	69.9	43.9	3.6	13.0	0.5	-0.3	26.9	3.8	6.5
토목	48	67	68.1	88.6	76	83	85	87	272	331	432
YoY	-48.2	-57.5	3.0	24.6	59.7	23.2	24.3	-1.6	-29.8	21.8	30.5
건축	123	133	148.9	194.3	223	216	173	165	599	777	764
YoY	71.6	71.2	61.5	66.6	81.3	63.2	15.9	-15.2	67.3	29.7	-1.6
해외/기타	124	80	77	68	72	66	69	68	348	275	284
YoY	106.2	-29.8	-6.0	-54.8	-41.6	-17.6	-9.7	-0.1	-14.2	-21.0	3.2
매출총이익	91	59	105	127	82	113	102	138	381	435	667
YoY	-330.3	-52.3	-6.4	4.8	-9.0	92.9	-2.9	9.1	20.3	14.4	53.2
자재주택	41	12	3	11	22	9	11	25	58	66	234
외주주택	37	55	67	60	45	80	82	89	226	296	344
토목	1	3	12	19	13	18	13	13	35	57	70
건축	-9	-3	8	21	-4	3	-8	6	17	-2	12
해외/기타	21	-8	15	16	6	2	4	5	44	18	6
매출총이익률(GPM)	8.4	6.3	10.1	11.0	8.6	10.4	9.2	11.3	9.08	9.95	12.5
자재주택	12.9	12.4	4.0	11.3	29.3	17.0	14.1	15.1	13.3	18.1	22.1
외주주택	8.0	9.8	9.9	8.6	8.9	12.0	11.6	12.0	8.9	11.3	12.3
토목	2.5	4.0	18.1	21.1	17.3	21.6	15.0	15.4	12.9	17.3	16.3
건축	-7.5	-2.0	5.6	10.6	-1.9	1.6	-4.7	3.9	2.8	-0.3	1.6
해외/기타	16.6	-10.2	19.5	23.7	8.9	3.4	6.2	7.3	12.6	6.5	2.1
판매관리비	41	53	43	49	41	59	53	56	185	208	255
판매비율(%)	3.8	5.7	4.1	4.3	4.3	5.4	4.8	4.5	4.4	4.8	4.8
영업이익	50	6	62	77	42	54	49	83	195	227	412
YoY	흑전	-91.4	-10.8	4.3	-16.9	839.4	-21.3	6.9	67.8	16.3	81.3
영업이익률(OPM)	4.7	0.6	6.0	6.7	4.4	5.0	4.4	6.8	4.7	5.2	7.7
영업외손익	8	18	21	-5	4	9	10	2	42	25	33
세전이익	58	24	83	73	45	63	59	85	237	252	445
순이익	40	15	62	55	30	47	43	61	173	182	323
지배주주순이익	41	15	62	55	30	47	43	61	173	182	323
순이익률(%)	흑전	-77.5	114.8	85.6	-24.9	213.0	-31.1	11.2	243.7	5.2	77.1

자료: Dart, iM증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

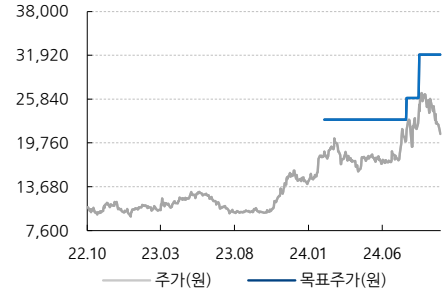
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	4,987	5,886	6,028	6,145	매출액	4,191	4,376	5,337	5,560
현금 및 현금성자산	558	1,059	1,171	1,347	증가율(%)	27.1	4.4	22.0	4.2
단기금융자산	443	408	395	395	매출원가	3,810	3,941	4,670	4,861
매출채권	1,969	2,192	2,149	2,243	매출총이익	381	436	667	699
재고자산	1,507	1,743	1,843	1,690	판매비와관리비	185	208	255	265
비유동자산	2,029	1,886	2,002	2,107	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	484	352	467	572	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	11	-	-	-	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,016	7,772	8,030	8,253	영업이익	195	227	412	434
유동부채	3,148	3,518	3,620	3,677	증가율(%)	67.8	16.3	81.3	5.4
매입채무	236	1,431	1,528	1,586	영업이익률(%)	4.7	5.2	7.7	7.8
단기차입금	1,137	1,302	1,292	1,277	이자수익	95	85	88	88
유동성장기부채	462	374	388	402	이자비용	45	50	50	50
비유동부채	861	1,109	987	865	지분법이익(손실)	0	-4	-1	-1
사채	249	250	250	250	기타영업외손익	-9	-8	-4	-12
장기차입금	246	494	372	250	세전계속사업이익	237	252	445	459
부채총계	4,008	4,627	4,607	4,542	법인세비용	64	70	122	126
자배주주지분	3,008	3,145	3,423	3,711	세전계속이익률(%)	5.7	5.8	8.3	8.3
자본금	330	330	330	330	당기순이익	173	182	323	333
자본잉여금	1,603	1,603	1,603	1,603	순이익률(%)	4.1	4.2	6.0	6.0
이익잉여금	1,097	1,235	1,512	1,800	자배주주귀속 순이익	173	182	323	333
기타자본항목	-21	-21	-21	-21	기타포괄이익	-6	-10	-10	-10
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	167	172	312	323
자본총계	3,008	3,145	3,423	3,711	자배주주귀속총포괄이익	167	172	312	323

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	640	361	702	754	주당지표(원)				
당기순이익	173	182	323	333	EPS	2,626	2,763	4,894	5,054
유형자산감가상각비	-	63	67	68	BPS	45,640	47,781	51,993	56,365
무형자산상각비	-	3	3	4	CFPS	2,626	3,768	5,965	6,138
지분법관련손실(이익)	0	-4	-1	-1	DPS	700	700	700	1,000
투자활동 현금흐름	-143	-138	-81	-74	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-65	-50	-82	-73	PER	5.6	7.6	4.3	4.2
무형자산의 처분(취득)	-	-	0	0	PBR	0.3	0.4	0.4	0.4
금융상품의 증감	1,019	35	12	-	PCR	5.6	5.6	3.5	3.4
재무활동 현금흐름	-504	280	-163	-168	EV/EBITDA	10.5	8.0	4.4	3.6
단기금융부채의증감	-	16	-1	-2	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-87	14	14	ROE	5.9	5.9	9.8	9.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	4.7	6.7	9.0	9.1
배당금지급	-40	-45	-45	-45	부채비율	133.3	147.1	134.6	122.4
현금및현금성자산의증감	-6	501	112	176	순부채비율	36.3	30.3	21.5	11.7
기초현금및현금성자산	564	558	1,059	1,171	매출채권회전율(x)	2.5	2.1	2.5	2.5
기말현금및현금성자산	558	1,059	1,171	1,347	재고자산회전율(x)	2.7	2.7	3.0	3.1

자료 : HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

HDC현대산업개발 투자이전 및 목표주가 변동추이

일자	투자이전	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		



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. 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 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%