

INDUSTRY

2025년 2월 20일

부동산/건설 (Positive)

이날을 통해 본 부동산의 트렌드

건설/건자재 송유림
yurim.song@hanwha.com
3772-7152

RA 이다연
dayeon.lee@hanwha.com
3772-7690

분석종목

현대건설
HDC현대산업개발





목 차

05	I. 들어가며	사라진 방향성
09	II. 잃어버린 20년	일본 vs. 한국
17	III. 불변의 트렌드	주택시장 침체 속 세 가지 트렌드
33	IV. 투자전략	건설업에의 함의
43	V. 기업분석	
	현대건설, HDC현대산업개발	

Summary

❖ [잃어버린 20년] 일본 vs. 한국

- 2023년 이후 주택가격은 등락을 거듭하며 뚜렷한 방향성을 나타내지 못한 가운데, 긍정적/부정적 요인의 혼재로 방향성 예측 어려움
- 중장기적 관점에서 주택가격 버블론과 함께 인구 감소, 장기 저성장 등에 대한 우려로 일본의 잃어버린 20년 사례가 종종 거론됨
- 결론적으로 버블 붕괴 당시의 일본 부동산 시장과 현재 한국 부동산 시장은 집값 수준, 금융 규제, 수급 현황 등에서 차이가 큼

❖ [불변의 트렌드] 지역간 격차 심화, 개인화, 노령화

- 일본은 우리보다 인구구조 변화(인구 및 생산가능인구 감소, 노령화 등) 및 저성장 국면 진입을 먼저 경험한 국가로서 그들의 사례를 살펴볼 필요가 있는데, 최근 10~15년간 비교적 뚜렷하게 나타나고 있는 주거 트렌드가 존재함
- 크게 세 가지 트렌드를 꼽을 수 있음. 1) 지역간 격차 심화, 2) 개인화(소형화, 임대주택 활성화), 3) 노령화(시니어주택 확대)
- 최근 국내 주거시장에서도 이와 같은 주거 트렌드에 부합하는 변화의 움직임이 감지되고 있음

❖ [투자전략] 방향성을 따를 수 없다면, 트렌드를 따르자

- 주택시장의 방향성, 회복의 시점 등을 정확히 예측하기는 어려운 반면, 주거시장에서 나타나고 있는 트렌드의 변화는 상대적으로 뚜렷
- 이는 즉, 상황에 기댄 (민간 도급사업 위주의) 무차별한 Q 성장을 단기간 내 기대할 수 없으나, 트렌드에 부합하는 사업 전략 구사 시 차별적인 중장기 성장이 가능하다는 의미로 해석
- 주거 트렌드(지역간 격차 심화, 개인화, 노령화) 감안 시 도시정비 사업, 개발 및 임대사업 확대 가능성에 주목
- 건설 업종에 대한 긍정적(Positive) 의견 및 최선호주 현대건설/차선호주 HDC현대산업개발 유지

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Horizontal lines for memo content.



I

들어가며
사라진 방향성

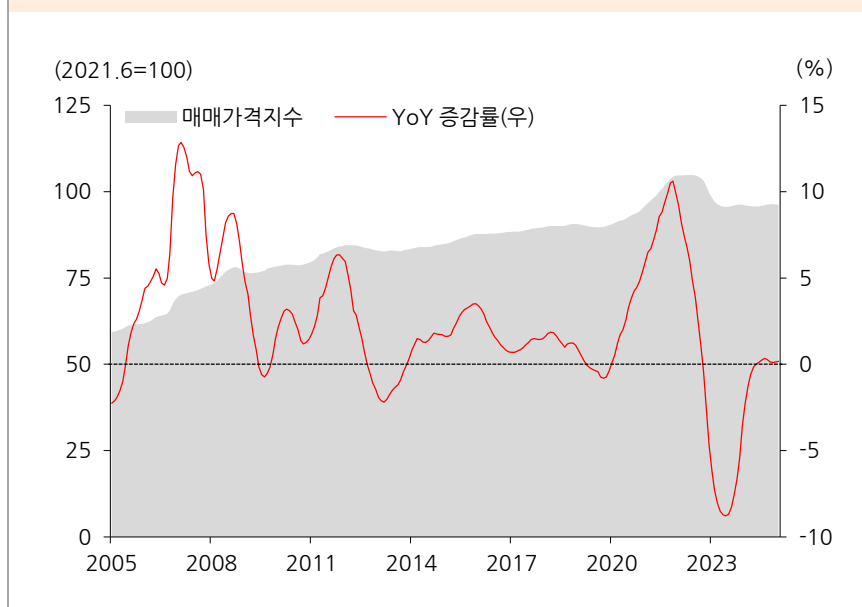


[들어가며] 국내 주택시장 사라진 방향성

[한화리서치센터]

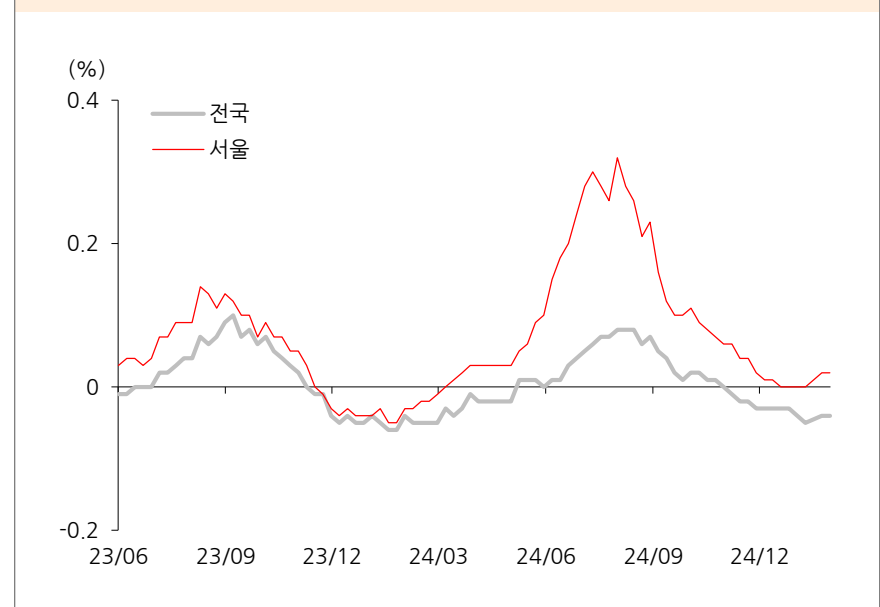
- ❖ 주택가격 상승기 이후 조정 국면
 - 2022년에 들어 금리 상승과 함께 주택시장은 조정 국면에 접어들
 - 매매시장 위축, 주택 사업 수익성 훼손, 미분양 리스크 부각 등으로 분양 공급 감소
- ❖ 상승과 하락이 반복되며 뚜렷한 방향성 부재
 - 2023년 이후에도 주택가격은 등락을 거듭하며 뚜렷한 방향성을 나타내지 못한 가운데,
 - 2024년 주택가격 회복세 또한 대출규제 강화 등으로 꺾인 상황

주택 매매가격지수 추이



자료: 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

아파트 매매가격지수 주간변동률



자료: 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터



[들어가며] 국내 주택시장 사라진 방향성 - 단기

[한화리서치센터]

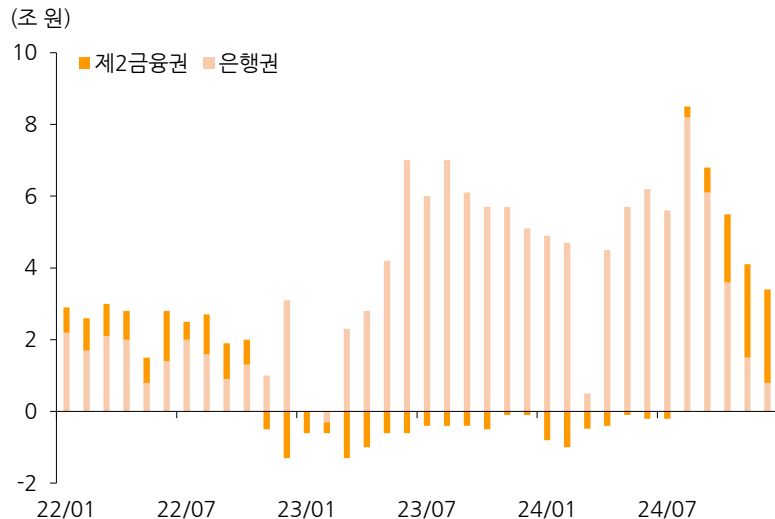
❖ 단기적으로 대출관련 규제 영향

- 기준금리 인하에도 불구하고 주택담보대출 가산금리, 가계대출 총량 규제 등으로 시중 유동성 공급 축소
- 최근 은행권 대출 금액은 9월 이후 감소 지속, 일부 대출 수요는 제2금융권으로 이전

❖ 2025년 이후 입주물량 감소 예정

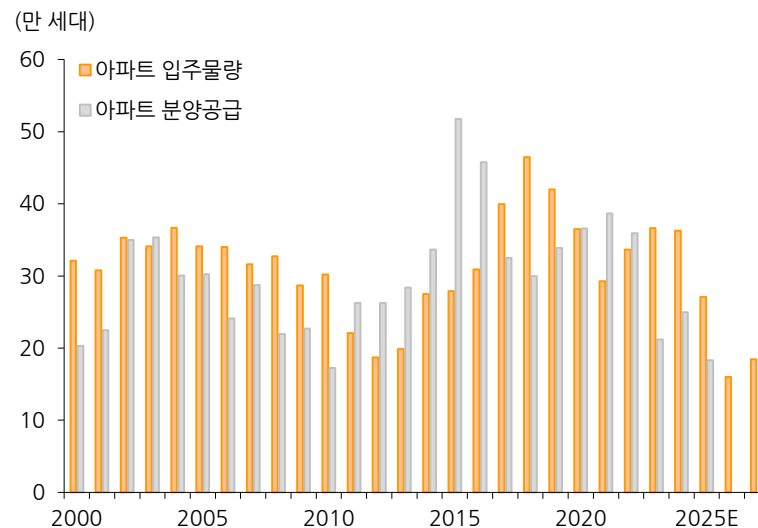
- 전국 아파트 입주물량은 2023~24년 37만, 36만 세대에서 2025년 27만 세대로 YoY 26% 감소 예상
- 2025년 하반기부터 본격적으로 감소해 2026년 내내 YoY 감소가 이어질 전망

가계대출 동향 - 주택담보대출 증감



자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

2025년부터 아파트 입주물량 감소



자료: 부동산114, 한화투자증권 리서치센터



[들어가며] 국내 주택시장 사라진 방향성 - 장기

[한화리서치센터]

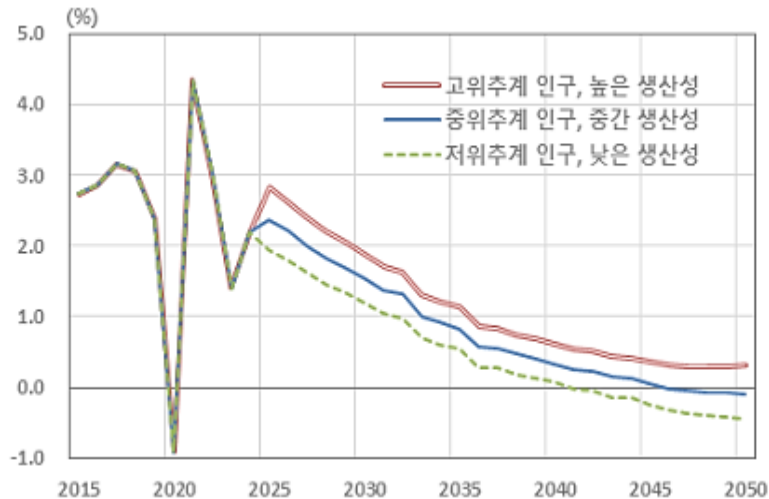
❖ 장기 저성장 국면 진입

- 한국은행이 발표한 '한국경제 80년 및 미래 성장전략(2023.12)'에 따르면 생산성이 낮고, 인구가 통계청의 저위 추계(2021년 기준) 수준일 경우 2033년쯤 0%대 성장이 시작되고, 2042년부터 성장률이 마이너스로 전환될 것으로 전망

❖ 인구 감소 문제에 직면

- 국내 총 인구수는 2019년 11월 5185만 명으로 정점을 기록했으며, 총 가구수는 2041년 2437만 세대로 정점 찍을 전망
- 인구 수의 피크 아웃과 함께 빈집 증가, 지방 소멸 등 사회적 이슈 부각

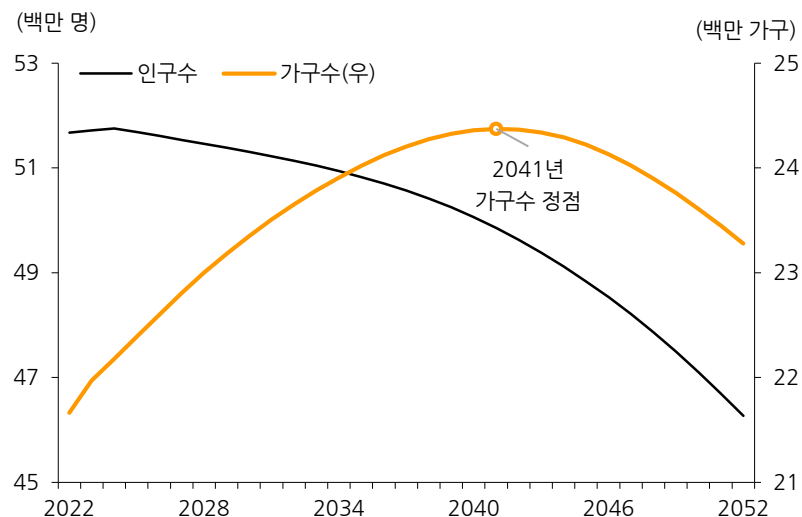
한국의 향후 30년간 경제성장 전망



주: 추계인구와 생산성을 모두 변동시킨 경우

자료: 한국은행 '한국경제 80년 및 미래 성장전략(2023)', 한화투자증권 리서치센터

인구 및 가구수 추이 - 2041년 가구수 정점 도달 예상



자료: KOSIS, 한화투자증권 리서치센터



II

잃어버린 20년

일본 vs. 한국



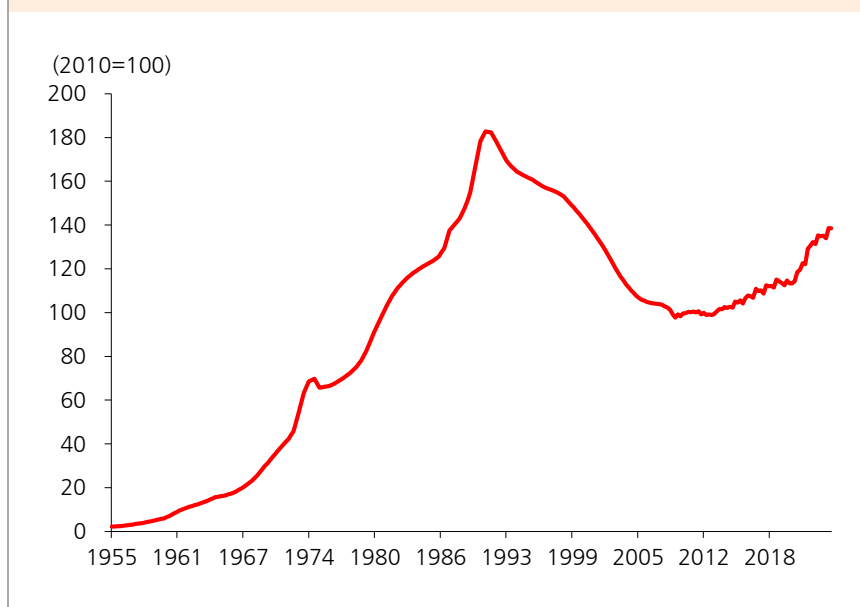
[일본] 잃어버린 20년 주택 가격의 하락

[한화리서치센터]

❖ 일본 주택가격의 장기 하락

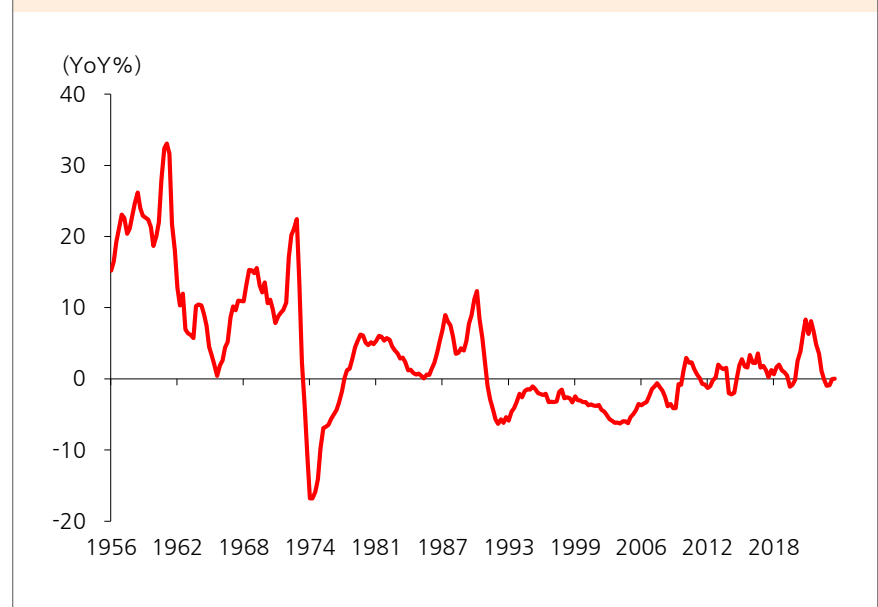
- 일본 부동산 가격은 장기간의 급등기를 거친 후 1991년부터 20년 동안 하락이 이어짐
- 일본 주거용 부동산 지수(2010=100)는 2024년 2분기 기준 138.51pt로 2010년 대비 38.5% 상승했으나 1990년대 고점에는 여전히 못 미치는 수준임
- 일본 주택가격 하락의 주된 이유로는 1) 부동산 버블, 2) 버블 붕괴 과정에서의 정책 미비와 금융 부실, 3) 주택 수급 불균형 등을 들 수 있음

일본 주거용 부동산 가격의 장기 추이



자료: FRED, Bank for International Settlements, 한화투자증권 리서치센터

일본 주거용 부동산 가격 YoY 증감률



자료: FRED, Bank for International Settlements, 한화투자증권 리서치센터



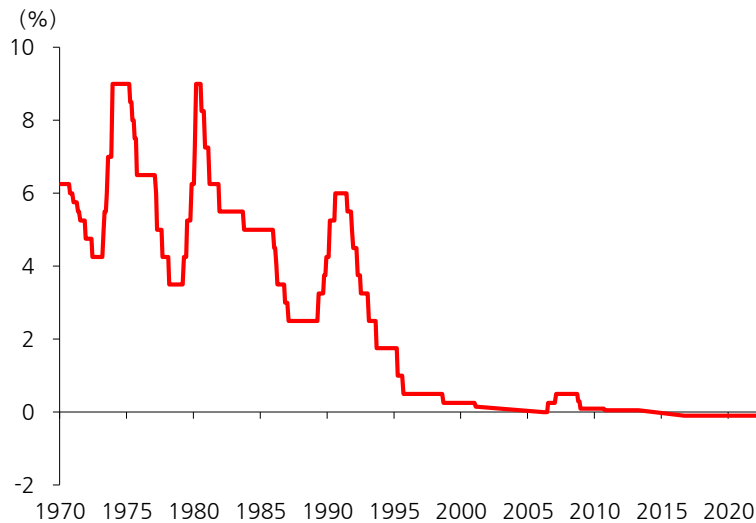
[일본] 잃어버린 20년 주택 가격의 하락 1) 버블의 형성과 붕괴

[한화리서치센터]

❖ 버블의 형성과 붕괴

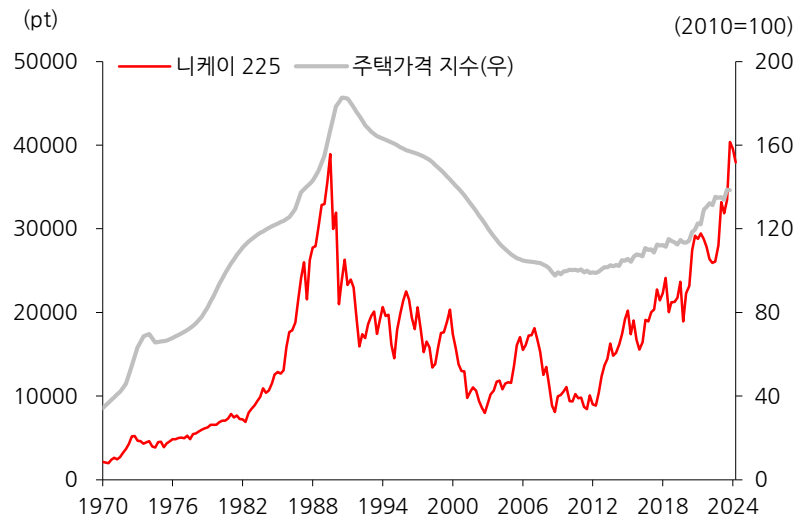
- 1950년대부터 약 40년간 토지 및 주택 가격의 고공행진이 이어지며 토지 불패 신화 팽배
- 1985년 플라자 합의의 여파로 정책금리 인하 시작(1986년 1월 5% → 1987년 2.5%)
- 금리 인하와 유동성 증가로 부동산과 주식시장에 자금이 몰려 극심한 버블이 형성. 예컨대, 1985~1990년 대도시 땅값이 4배로 올랐으며, 1987년 한해에만 도쿄, 오사카, 나고야, 요코하마, 교토, 고베 등 6대 도시 땅값이 평균 30.7% 상승
- 일본 경제의 버블은 1989년 기준금리 인상(89년 5월 2.5% → 90년 9월 6.0%), 1990년 부동산 대출 총량규제 도입(신규대출 전면금지), LTV 강화(100%이상 → 70%) 등으로 꺼지기 시작

일본 기준금리



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

일본 주가 및 부동산 가격 추이



자료: Bloomberg, FRED, Bank for International Settlements, 한화투자증권 리서치센터



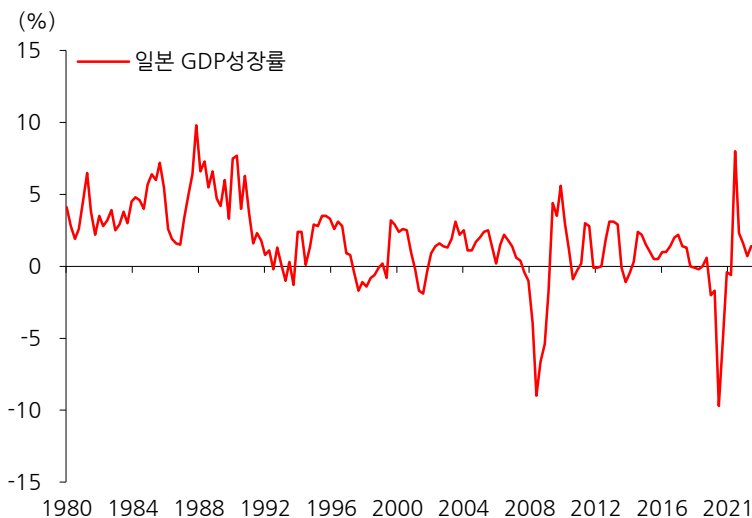
[일본] 잃어버린 20년 주택 가격의 하락 2) 버블 붕괴의 여파

[한화리서치센터]

❖ 자산 시장 붕괴 이후 일본 금융시장에의 여파

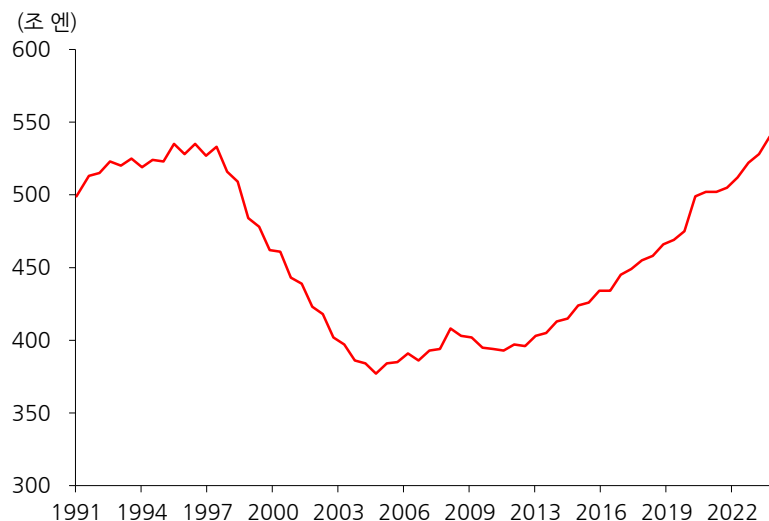
- 부동산 가격이 급격히 하락하는 과정에서 다량의 부실채권이 발생했으나 이에 대한 일본 정부의 대응 미비
- 1997년 아시아 외환위기 발생하자 금융부실이 실물경제로 확산되는 모습을 보임. 1996년까지는 도산하는 기업이 부동산, 주식 리스크가 컸던 중소형 은행/증권사, 중소 건설업체, 부동산 회사 등에 집중됐으나 1998년부터는 대기업과 대형 금융사까지 파산
- 1992년 경기가 침체기에 접어든 후 1990년대 말까지 일본 정부는 여덟 차례에 걸쳐 총 126조 엔에 달하는 재정확대 지출을 단행. 그러나 이것이 민간소비, 투자확대 등으로 이어지지 못했고, 경기 침체 상태에서 벗어나지 못한 채 재정적자 규모만 확대됨
- 금융위기와 함께 전후 최악의 경기침체를 겪으면서 1999년부터는 소비자물가가 전년대비 지속적으로 하락하는 디플레이션이 발생

일본 GDP 성장률 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

일본 민간부문 대출 잔액 추이



자료: BOJ, 한화투자증권 리서치센터



[일본] 잃어버린 20년 주택 가격의 하락 3) 주택 수급 불균형

[한화리서치센터]

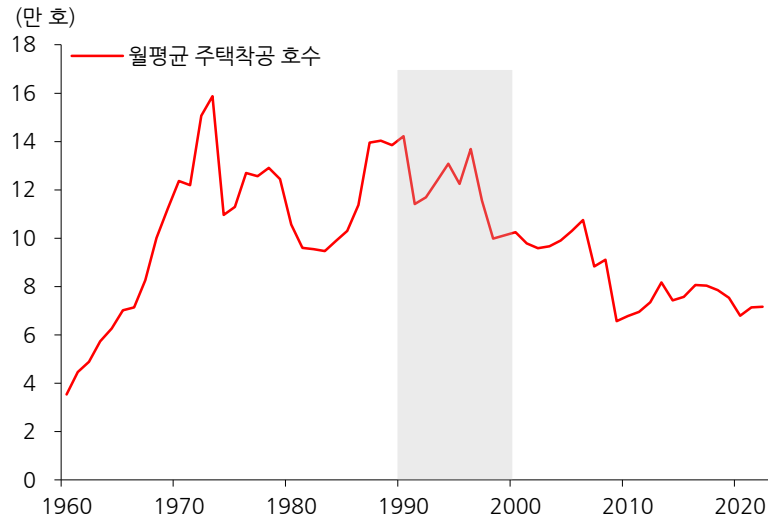
❖ 부동산 침체기에도 줄어들지 않은 주택 공급

- 일본 정부는 경기 부양 목적으로 1990년대 들어 주택 공급 촉진 정책을 펼침. 이에 1980년대 월평균 11.3만 공급 가구수는 버블이 붕괴한 1990년대에도 12만 가구 공급으로 줄지 않음
- 미국의 경우, 2000년대 평균 156만 가구가 공급됐고 가격이 급등했던 2005년 착공 주택 수가 200만 가구를 넘었다가 금융 위기로 집값이 급락한 2010~2013년에는 평균 66만 가구로 공급이 크게 감소

❖ 생산가능인구(15~64세) 감소로 주택 수요 감소

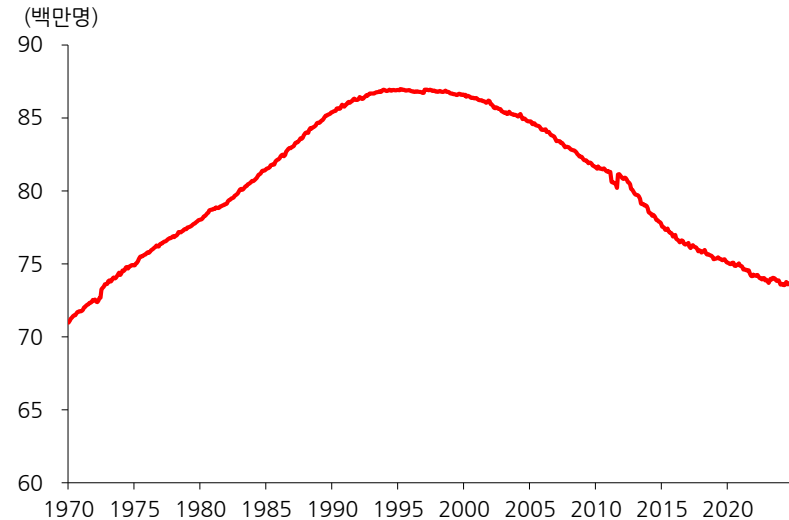
- 일본의 생산가능인구는 1995년 8700만 명으로 정점을 기록
- 2019년 4월, 법무성 산하 입국관리국을 확대 및 격상해 출입국재류관리청을 신설하는 등 이민 확대 본격화

일본 주택공급(일본 월평균 주택착공호수)



자료: Federal Reserve Economic Data, 한화투자증권 리서치센터

일본 생산가능인구 추이



자료: Statistical Bureau, 한화투자증권 리서치센터



[국내] 잃어버린 20년 일본과 다른 점 1) 지금이 버블일까

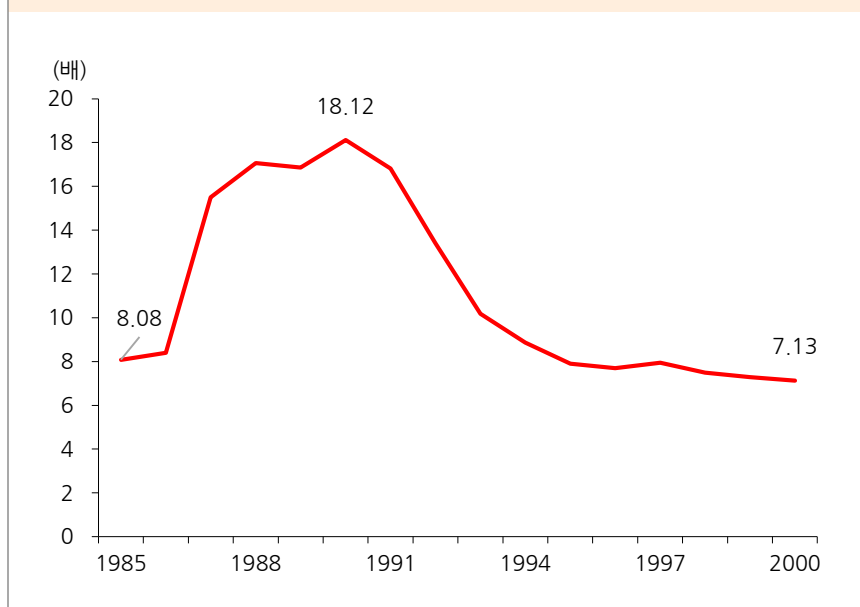
[한화리서치센터]

❖ PIR(소득대비 주택가격) 로 보는 한국의 현재 집값 수준

- 전체 가계 경상소득 대비 전국 아파트 매매가격 기준 PIR은 8.4배 수준
- 전체 가계소득 대비 서울 아파트 가격은 19.2배 수준. 2017년 12.9배에서 2021년 22.1배로 올랐다가 최근 다시 내려옴
- 다만, 소득 5분위(상위 20%, 440만 가구) 대비 서울 아파트 가격은 8.3배(서울 주택수 316만 호), 소득 10분위(상위 10%, 221만 가구) 대비 강남3구 아파트 가격은 12배(강남 주택수 54만 호) 수준

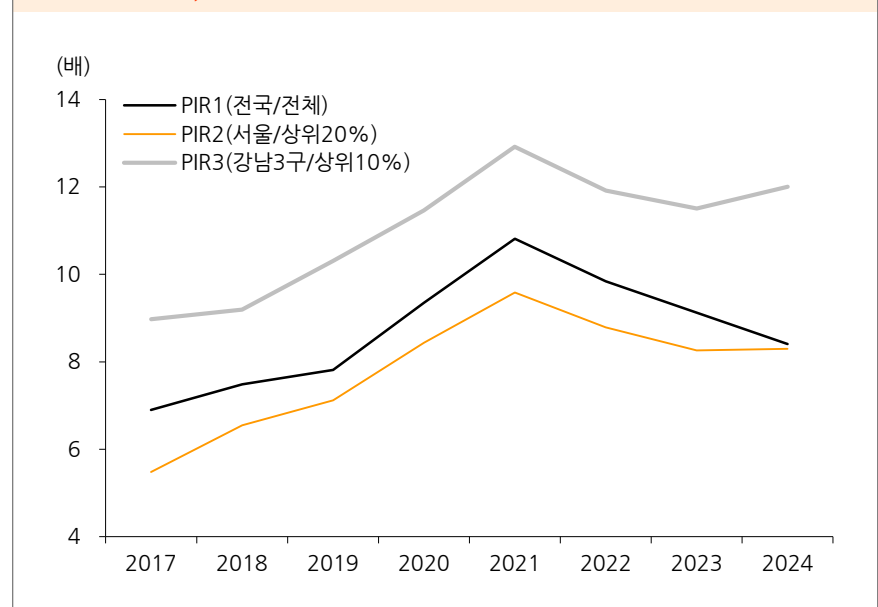
❖ 도쿄지역 맨션아파트의 PIR(도쿄칸테이 기준)은 1985년 8.1배에서 1990년 18.12배로 급등

일본 도쿄 아파트 맨션의 PIR



주: 일본은 70평방미터 기준으로 환산한 건축 아파트 맨션 가격의 평균연봉 배율 기준임
자료: 한국은행, 도쿄칸테이, 한화투자증권 리서치센터

한국 세부지역별, 소득분위별 PIR 추이



주: PIR1=전국아파트가격/가계소득, PIR2=서울아파트가격/소득5분위, PIR3=강남3구아파트가격/소득10분위
자료: 통계청, 부동산114, 한화투자증권 리서치센터



[국내] 잃어버린 20년 일본과 다른 점 2) 대출 규제 차이

[한화리서치센터]

❖ 대출 규제 차이

- 일본 은행들은 1980년 초중반부터 자산 담보의 중소기업 대출과 부동산 관련 대출을 적극적으로 확대하면서 규모의 급신장을 이루어 냄
- 주택담보대출 LTV는 실제 120% 수준까지도 이루어졌고, 기업대출도 고객 신용도 스크린이나 위험에 따른 이자율 차등 등 적절한 규율 없이 무분별하게 실행됨(1950~1990년, 40년간 부동산가격 2개 분기 조정 vs. 한국 22개 분기 조정)
- 한국의 주택대출 LTV는 최소 40~최대 70%(생애최초 80%) 수준이며, 2024년 9월부터 스트레스DSR 2단계 적용 중
- 일본 1983~1990년 은행권 부동산대출 증가율은 연평균 18% 수준인데 반해 한국의 최근 7년 동안의 가계 주택담보대출 증가율은 6% 수준(가계대출 증가율 5%)

일본 전국 은행의 대출잔액 추이				
	부동산대출		총대출	
	억엔	YoY%	억엔	YoY%
1983년 3월말	151,803	14.4	2,173,263	9.9
1984년 3월말	174,926	15.2	2,396,598	10.3
1985년 3월말	200,917	14.9	2,678,546	11.8
1986년 3월말	253,026	25.9	2,964,838	10.7
1987년 3월말	335,650	32.7	3,304,775	11.5
1988년 3월말	373,680	11.3	3,685,104	11.5
1989년 3월말	423,242	13.3	4,064,098	10.3
1989년 12월말	469,019	14.1	4,400,807	10.9
1990년 3월말	487,887	15.3	4,544,795	11.8
1990년 6월말	480,084	10.0	4,564,731	11.4
1990년 9월말	481,730	6.9	4,660,195	9.2
1990년 12월말	484,833	3.4	4,739,543	7.7
1991년 3월말	489,280	0.3	4,801,349	5.6
1991년 6월말	493,604	2.8	4,832,572	5.9
1991년 9월말	495,409	2.8	4,876,318	4.6
1991년 12월말	506,250	4.4	4,958,476	4.6
1992년 3월말	510,779	4.4	4,963,224	3.4
1993년 3월말	586,016	6.0	5,081,606	2.4
1994년 3월말	604,147	2.9	5,079,275	0.0

주: 음영은 총량규제 실시기간
자료: 서민금융연구원, 일본은행, 한화투자증권 리서치센터

스트레스 DSR 시행 단계			
	1단계	2단계	3단계 (잠정)
시행시기	2024.02.26~ 2024.08.31	2024.09.01~ 2025.06.30	2025.07.01~
금리 반영 비율	스트레스 금리의 25%	스트레스 금리의 50%	스트레스 금리의 100%
은행권 적용 대출	주택담보대출	주택담보대출, 신용대출	주택담보대출, 신용대출, 기타대출 등
2금융권 적용 대출	적용 없음	주택담보대출	주택담보대출, 신용대출, 기타대출 등

자료: 금융위원회(2024.8), 한화투자증권 리서치센터



[국내] 잃어버린 20년 일본과 다른 점 3) 공급과잉 부재

[한화리서치센터]

❖ 상대적으로 탄력적인 주택공급

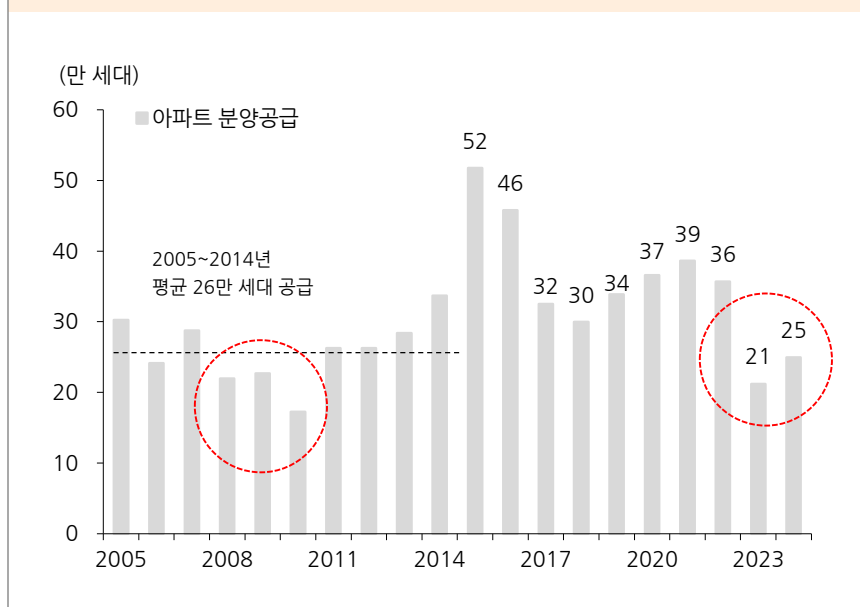
- 2008년 글로벌 금융위기 직후, 2022년 금리상승 직후 아파트 분양물량 감소 뒤따름

❖ 주택 보급률

- 한국의 주택보급률은 2022년 기준 102.1%(수도권 96.6%) 수준이며, 2019년 104.8% 정점을 찍은 후 3년째 하락 중

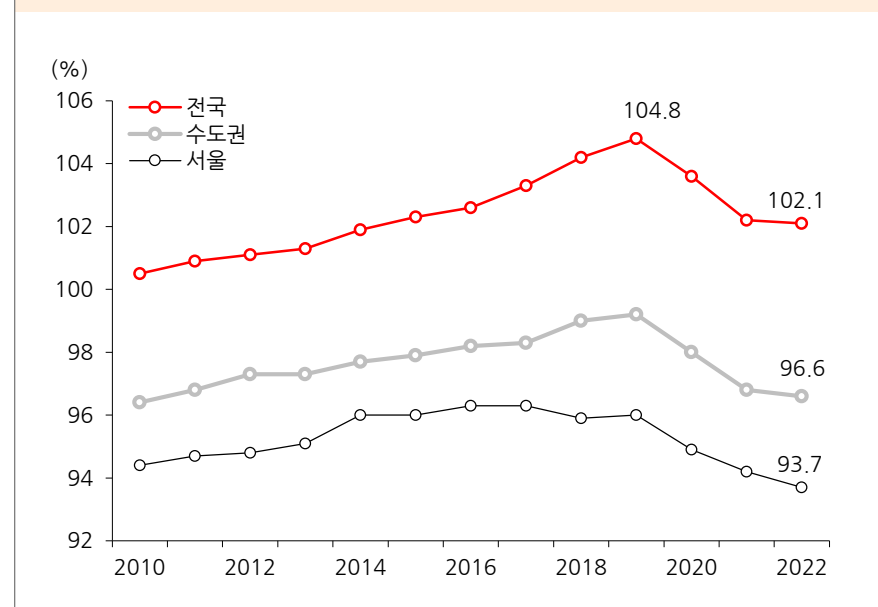
- 반면, 일본의 주택보급률은 1960년대 100%에 달한 이후 현재 117% 수준으로 한국에 비해 12%p 더 높게 나타남

한국 아파트 분양물량 추이 및 예상



자료: 부동산114, 한화투자증권 리서치센터

한국의 주택 보급률



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터



III

불변의 트렌드

주택시장 침체 속 트렌드 세 가지



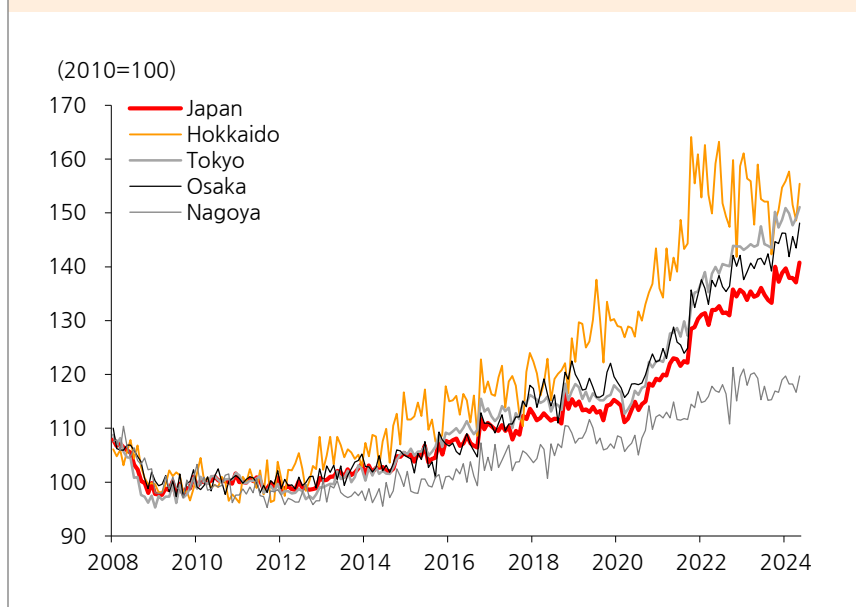
[일본] 주거 트렌드 1) 지역간 격차 심화

[한화리서치센터]

❖ 일본 주택가격 지역간 격차 심화

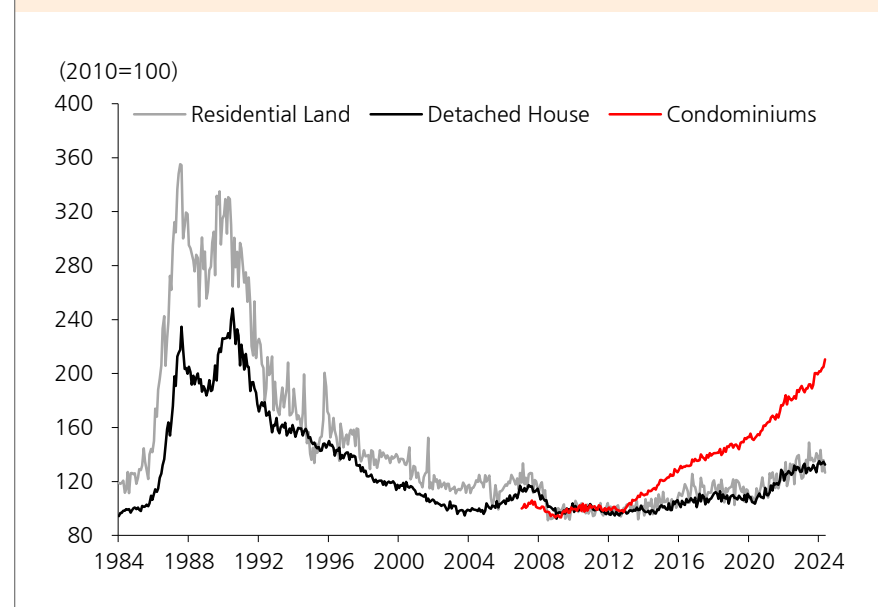
- 일본주택가격지수(2010=100) 기준 일본의 주택가격은 2010년 이후 2024년 8월까지 40.8% 상승. 지역별로는 홋카이도가 55.4%로 가장 많이 올랐으며, 그 다음으로는 도쿄 51.1%, 오사카 48.1% 순
- 반면, 주부(Chubu), 시코쿠, 나고야는 10%대 상승에 그침
- 도쿄 지역 내에서도 한국의 아파트와 유사한 condominiums(맨션)의 가격 상승이 두드러짐

일본 지역별 주택가격 추이



자료: Bloomberg, 일본 국토교통성, 한화투자증권 리서치센터

도쿄 내 주택 유형별 가격 추이



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터



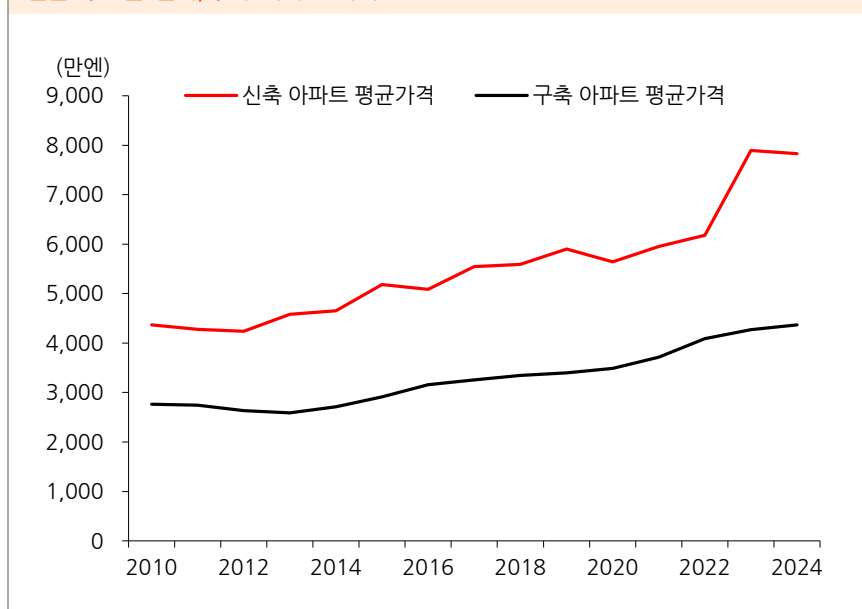
[일본] 주거 트렌드 1) 지역간 격차 심화

[한화리서치센터]

❖ 신축 아파트 가격 우세

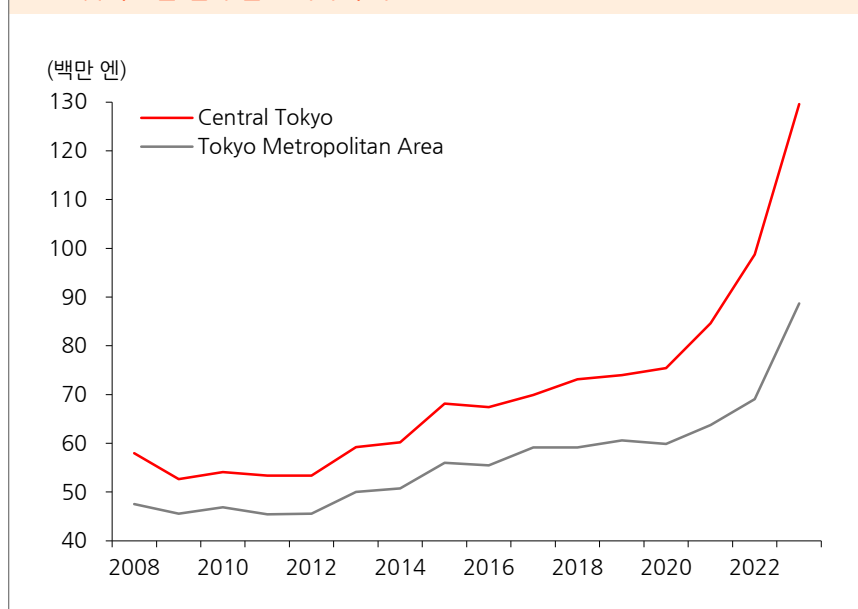
- 일본 아파트 가격은 구축보다 신축의 가격 상승률이 더 높게 나타났으며,
- 신축 아파트 중에서도 수도권보다 도쿄지역의 가격 상승률이 더 높게 나타남

일본 수도권 신축/구축 아파트 가격



자료: 東京カンテイ, 한화투자증권 리서치센터

도쿄 및 수도권 신축 콘도 가격 추이



자료: 일본 부동산경제연구소, Nippon.com, 한화투자증권 리서치센터



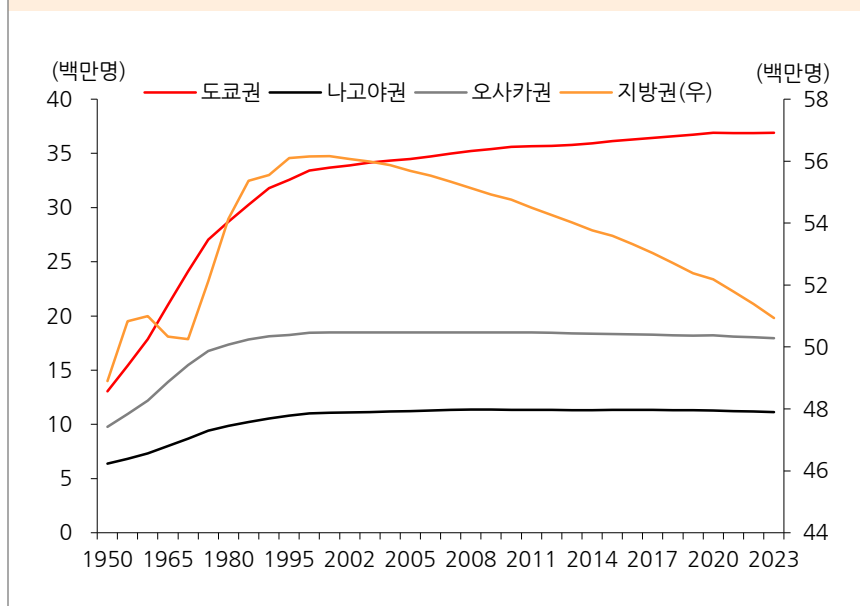
[일본] 주거 트렌드 1) 지역간 격차 심화

[한화리서치센터]

❖ 도쿄권으로의 인구 집중

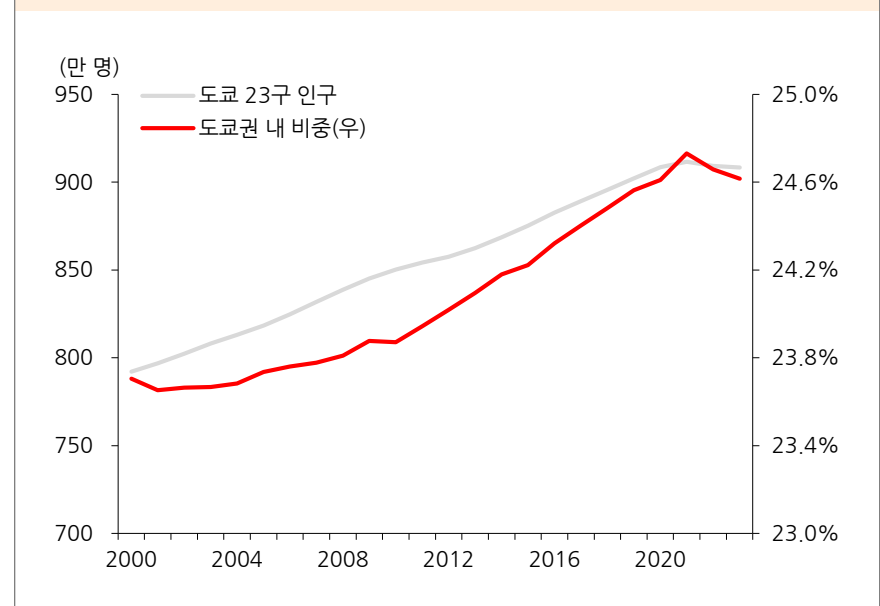
- 도쿄권의 인구 증가가 지속되고 있으며 도쿄권과 함께 3대 도시권으로 분류되는 오사카권과 나고야권은 정체 상태, 기타지역은 2000년대 들어 크게 감소
- 도쿄권 인구는 총인구가 감소하기 시작한 2009년 이후에도 165만 명 증가(전체 인구의 29.5% 차지)
- 최근 도쿄권으로의 인구 이동은 도쿄권의 핵심인 도쿄23구에 집중
- 도쿄권으로 유입되는 인구의 연령대는 15~29세가 대부분으로, 젊은 세대가 대학 진학 및 취업을 위해 이동하는 것으로 나타남
- 대기업 본사 및 외국계 기업이 집중되어 있고 대학 및 학생수도 타지역에 비해 월등히 많아 진학·취직 등에 상대적으로 유리

일본 권역별 인구 추이



자료: 일본 총무성, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

도쿄23구 인구 추이



자료: 일본 총무성, 도쿄 도, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



[일본] 주거 트렌드 2) 개인화(소형화)

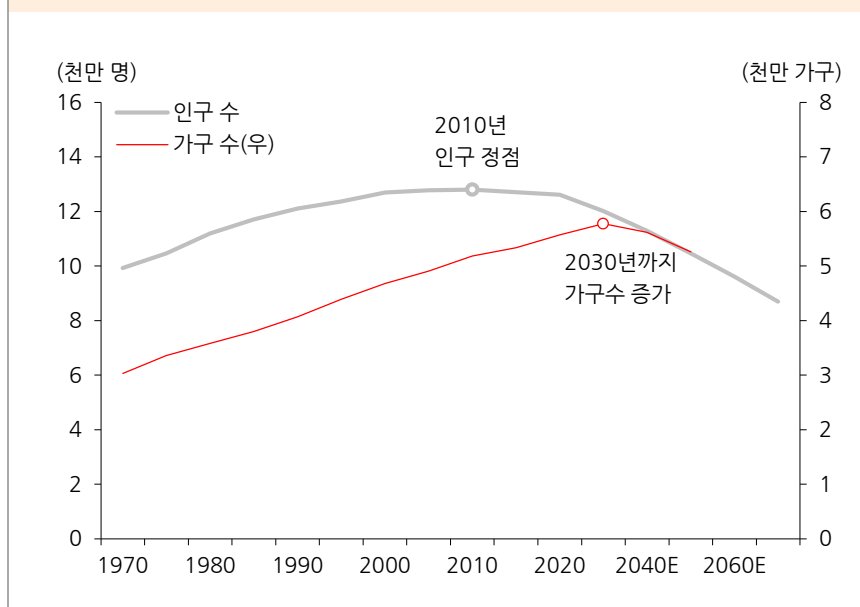
[한화리서치센터]

❖ 1인 가구 증가

- 전체 가구 중 '1인 가구'의 비중은 2020년 38%에서 2050년 44.3%로 30년 만에 6.3%포인트 증가할 것으로 전망
- 2033년 일본의 가구당 평균 가구원 수는 1.99명으로 사상 처음으로 2명 아래로 떨어질 것

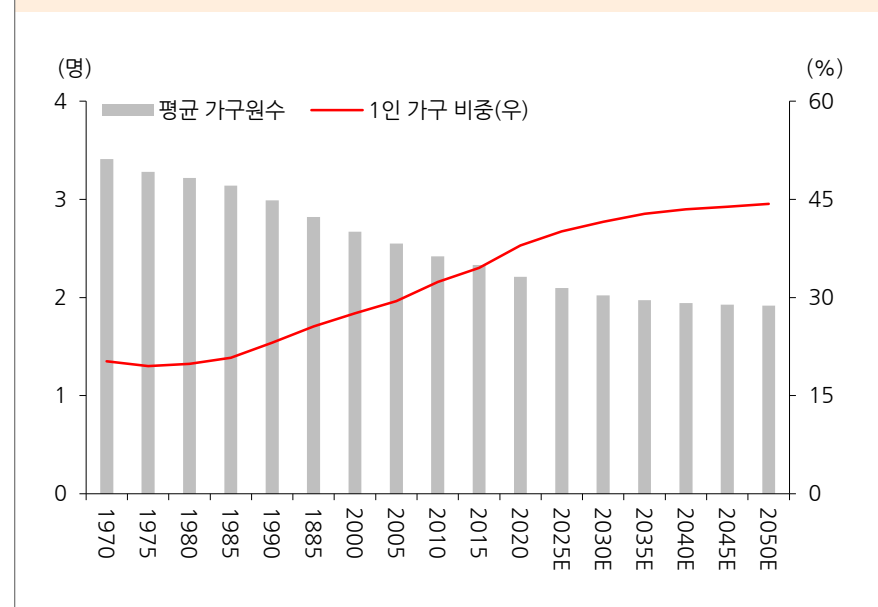
❖ 1인 가구 증가와 함께 개발비 상승, 주거비 부담 확대로 소형 주택에 대한 수요와 공급이 늘어남

일본 인구수와 가구수 추이



자료: National Institute of Population and Social Security Research, 한화투자증권 리서치센터

일본 가구 세대원수 및 1인 가구 비중 추이



자료: National Institute of Population and Social Security Research, 한화투자증권 리서치센터



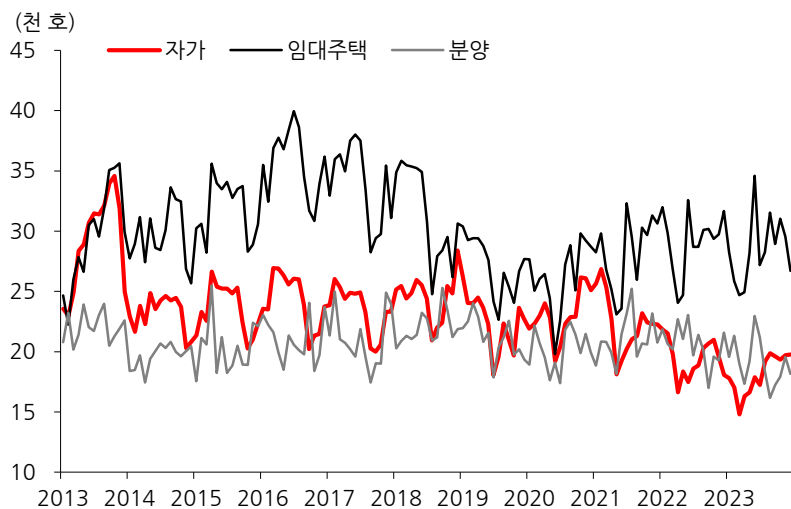
[일본] 주거 트렌드 2) 개인화(소형화)

[한화리서치센터]

❖ 임대주택사업 확대

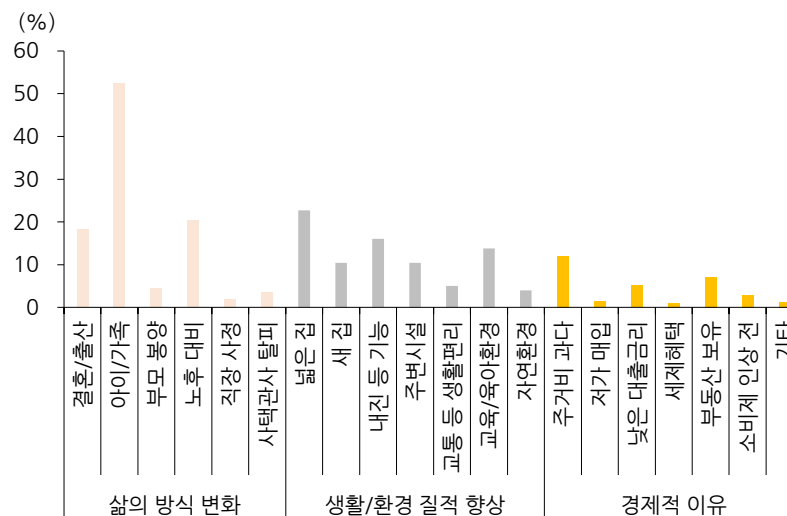
- 1인 가구 증가는 소형주택 뿐만 아니라 임대주택 수요로도 이어짐
- 일본의 임대주택은 연간 주택 공급량의 약 40~50%로 전체 가구의 약 30%를 차지하고 있으며, 전체 임대주택 중 80%는 기업형 임대주택사업자가 운영 중에 있음

일본 형태별 주택착공호수



자료: 일본 국토교통성 주택착공통계, 한화투자증권 리서치센터

일본 주택담보대출 이용 예정자의 주택구입 동기



자료: 일본 주택금융지원기구 조사('19.6), 한화투자증권 리서치센터



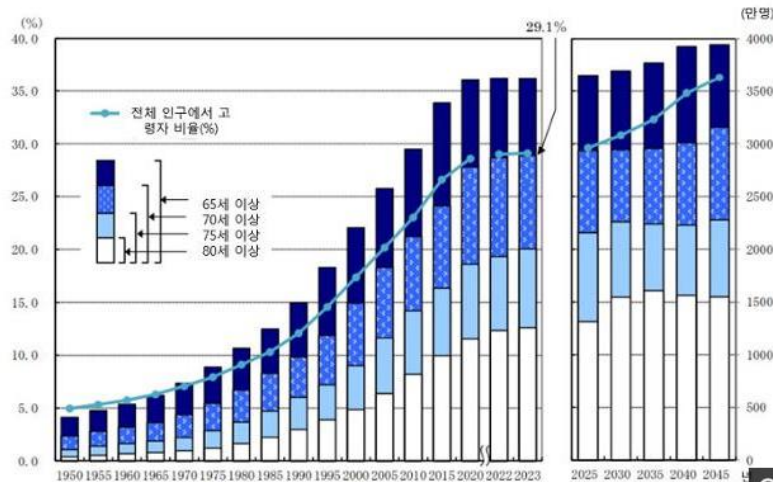
[일본] 주거 트렌드 3) 노령화(시니어주택)

[한화리서치센터]

❖ 일본 시니어주택 현황

- 일본은 1970년대에 이미 65세 이상의 노인이 총 인구의 7.1%로 고령화사회를 넘어서면서 1985년을 전후해 실버산업이 크게 부각
- 2000년 이전까지 일본의 고령자 주거시설은 고소득층을 위한 민간 유료노인홈과 저소득층을 위한 공공시설로 이원화되었으나, 개호보험 도입 이후 중산층을 위한 유료노인홈 공급이 가능해지면서 시설 수 증가
- 개호보험이란 일본판 장기요양보험으로 등급에 따라 차등적으로 의료, 돌봄, 주거, 복지용기, 집수리 등에 대한 지원을 받을 수 있는 제도로, 관련 시설 사업자가 안정적인 수입원을 확보할 수 있도록 함

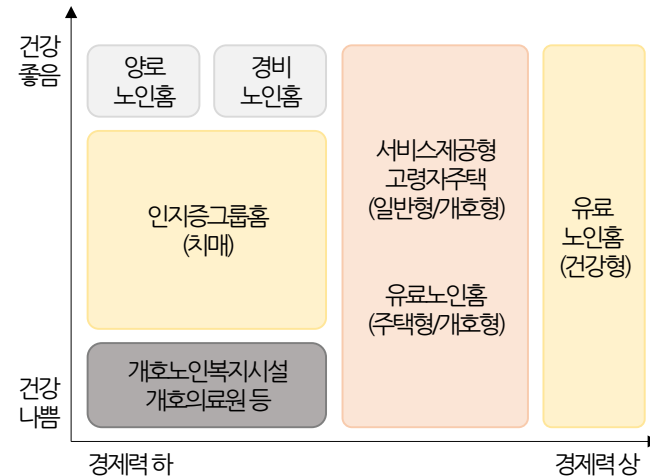
일본 65세 이상 고령자 수와 비율



일본 65세 이상 고령자 수와 비율(자료: 일본 총무성)

자료: 일본 총무성, 한화투자증권 리서치센터

일본의 노인주택 및 시설 종류



자료: 일본 후생노동성, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터



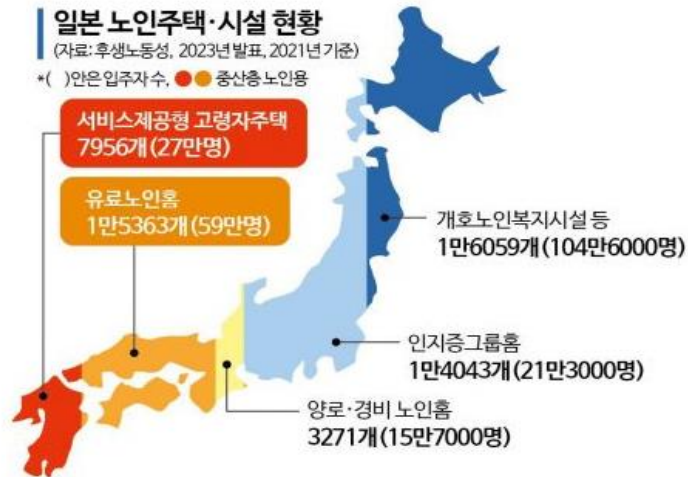
[일본] 주거 트렌드 3) 노령화(시니어주택)

[한화리서치센터]

❖ 중산층을 위한 유료노인홈, 서비스제공형 고령자주택

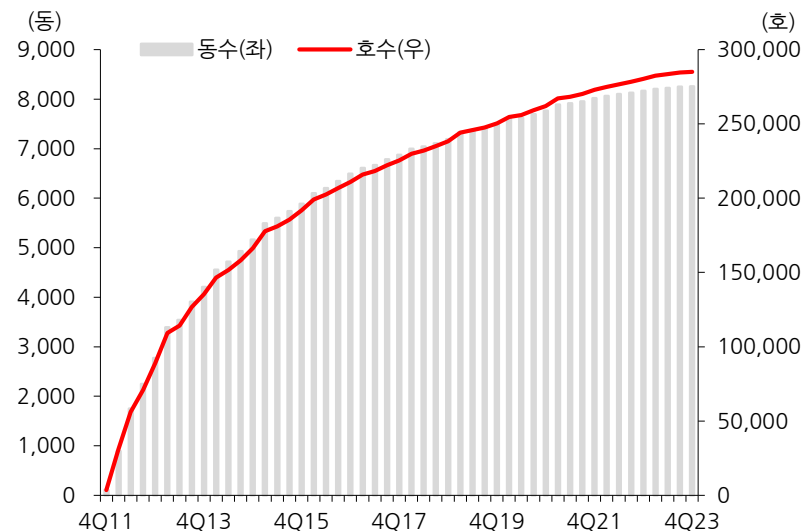
- 일본 후생노동성에 따르면, 2021년 기준 약 5.67만 개의 노인주거시설 중 41%가 이곳이 차지
- 주거공간, 생활지원, 간병서비스 등이 지원되며, 대부분 민간이 운영
- 월 이용 비용은 15만~40만엔 수준으로 다양

일본의 노인주택 및 시설 현황



자료: 후생노동성, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

서비스지원형 고령자주택의 호수 및 동수



자료: 후생노동성, 한화투자증권 리서치센터



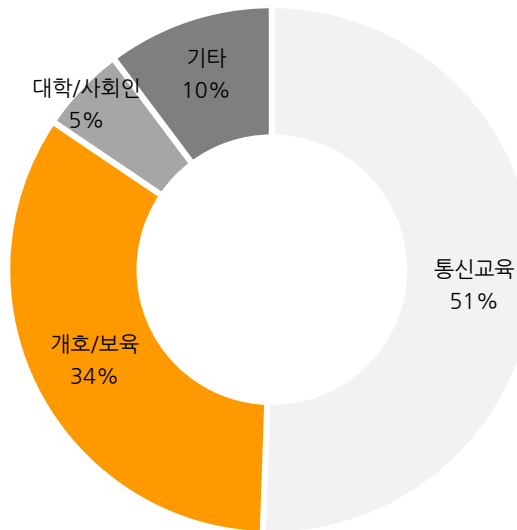
[일본] 주거 트렌드 3) 노령화(시니어주택)

[한화리서치센터]

❖ 사례: 베네세 스타일 케어

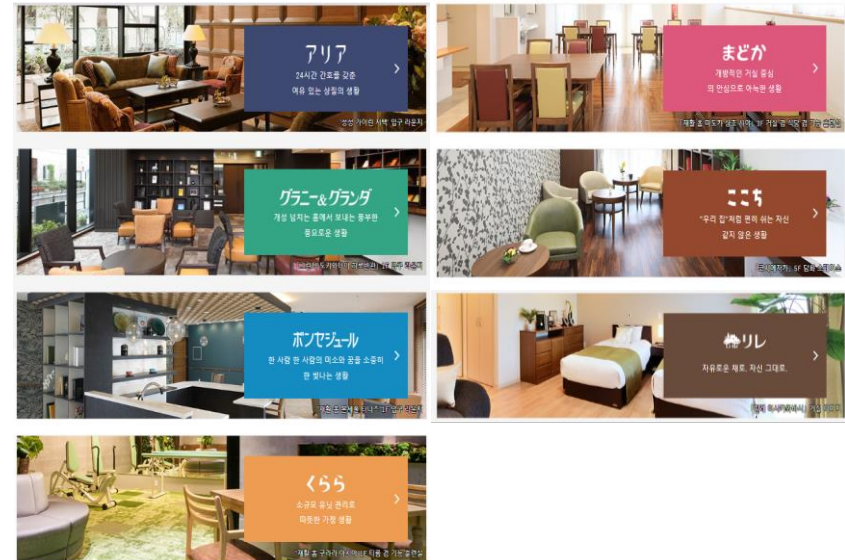
- 일본 베네세의 ‘아카펜’은 한국 브랜드 교원 ‘빨간펜’의 원조로 알려져있는데, 베네세는 저출산 및 고령화로 교육 사업에 어려움을 겪으면서 시니어 세대를 겨냥하기 위한 베네세 스타일 케어를 2003년 설립
- 전국에 약 330개의 시설(7개 유형)을 운영 중에 있으며, 2023년 기준 매출액 약 1400억 엔으로 전체 그룹 매출의 34%를 차지

베네세 그룹 2023년 매출 비중



자료: 베네세그룹, 한화투자증권 리서치센터

베네세 스타일 케어 7가지 시리즈



자료: 베네세스타일케어 홈페이지, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 주거 트렌드 변화의 움직임 1) 초고가 아파트의 탄생

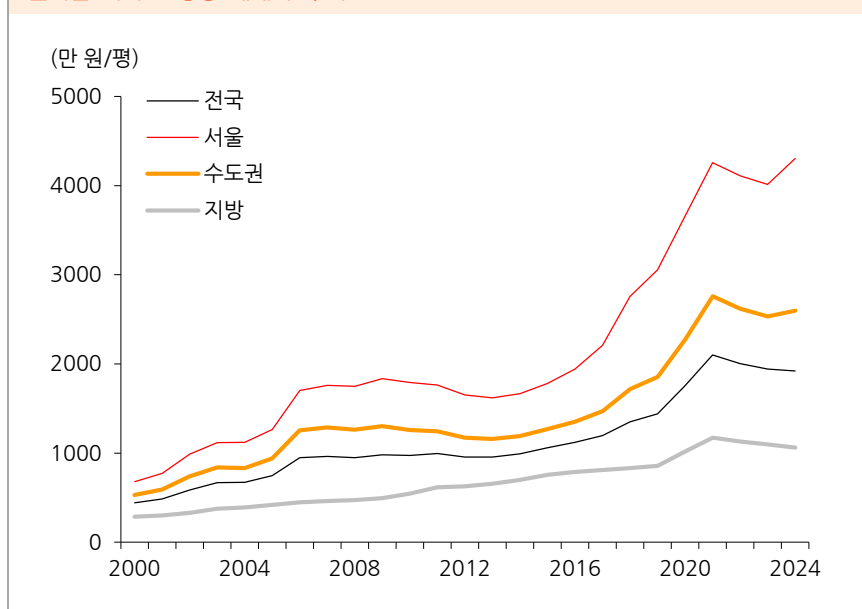
[한화리서치센터]

❖ 주택가격 조정 속 고가 아파트의 신고가 경신

- 전국 아파트 매매가격은 2021년 정점 이후 3년간 하락 조정이 이루어짐
- 반면, 서울 아파트 매매가격은 2024년 들어 재상승해 2021년의 정점을 넘어섰으며,
- 서울 지역 중에서도 강남/서초에 상승이 집중 → 강남 압구정동, 서초 반포동은 평당 매매가 1억 원대에 진입

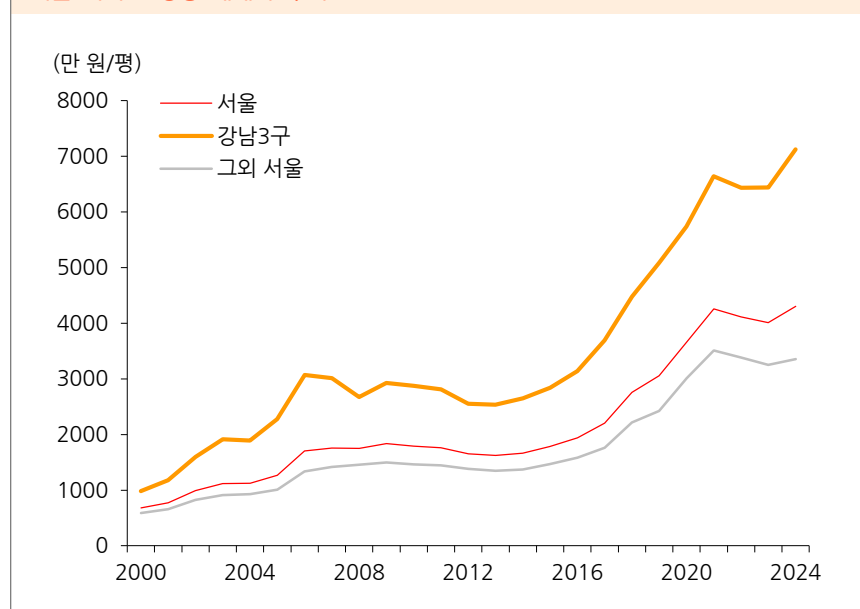
❖ 이에 따라 수도권과 지방, 서울과 수도권, 강남과 비강남 등 지역별 아파트 가격 괴리가 확대

권역별 아파트 평당 매매가 추이



자료: 부동산114, 한화투자증권 리서치센터

서울 아파트 평당 매매가 추이



자료: 부동산114, 한화투자증권 리서치센터



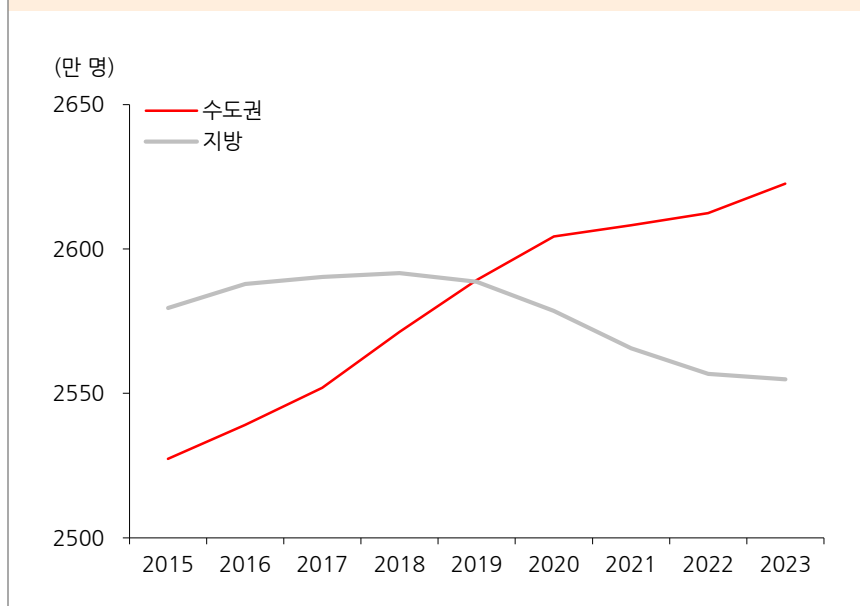
[한국] 주거 트렌드 변화의 움직임 1) 초고가 아파트의 탄생

[한화리서치센터]

❖ 수도권 인구 집중 현상

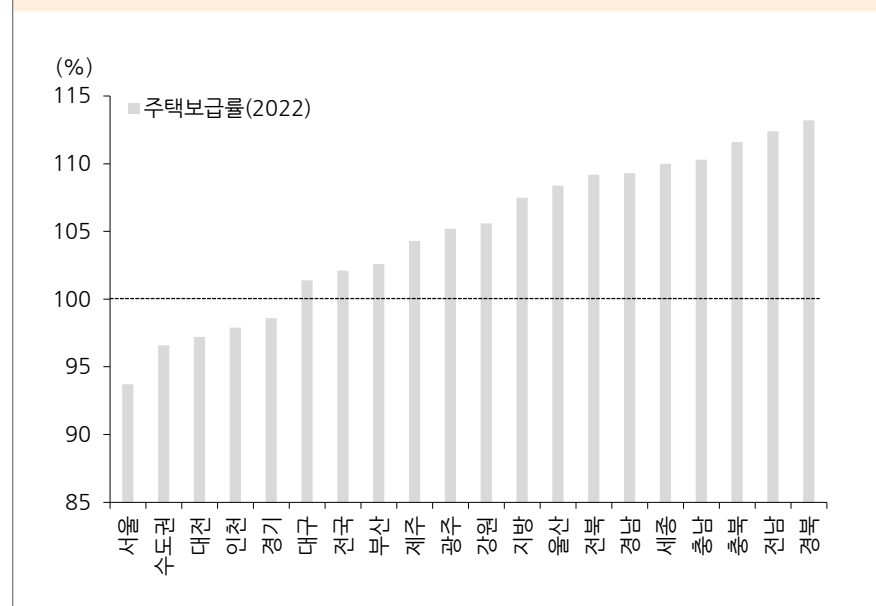
- 수도권 인구는 증가하는 반면, 지방 인구는 감소하는 추세가 뚜렷하게 나타남
- 수도권 인구는 2019년을 기점으로 전체 인구의 절반을 넘어섰으며, 2023년 기준 경기도 26.7%, 서울 18.1%로 높은 비중을 차지
- 이에 따라 주택보급률도 서울이 93.7%로 가장 낮게 나타나며, 경기와 인천도 100%를 하회. 반면, 지방은 대전(97.2%)을 제외한 전 지역이 주택보급률 100%를 넘어섬
- 한편, 주요국 수도권 인구 비중은 일본 34.4%, 포르투갈 33.8%, 영국 24.8%, 프랑스 24.5%, 스페인 17.4%, 이탈리아 15.9%, 독일 7.5% 수준임

수도권과 지방 인구추이



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

지역별 주택 보급률(2022년)



자료: 통계청, 국토교통부, 한화투자증권 리서치센터



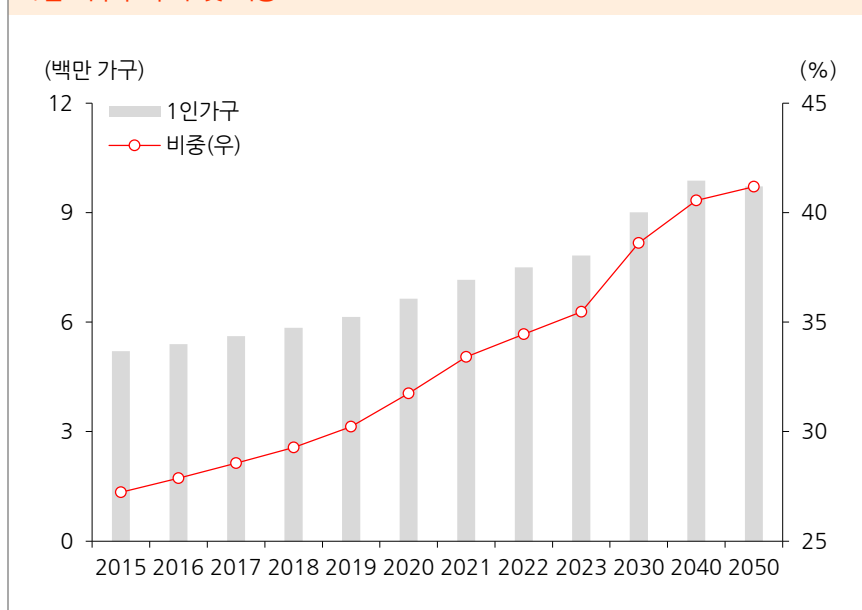
[한국] 주거 트렌드 변화의 움직임 2) 핵개인화 - 소형 평수 선호

[한화리서치센터]

❖ 1인 가구 증가와 소형 아파트 인기

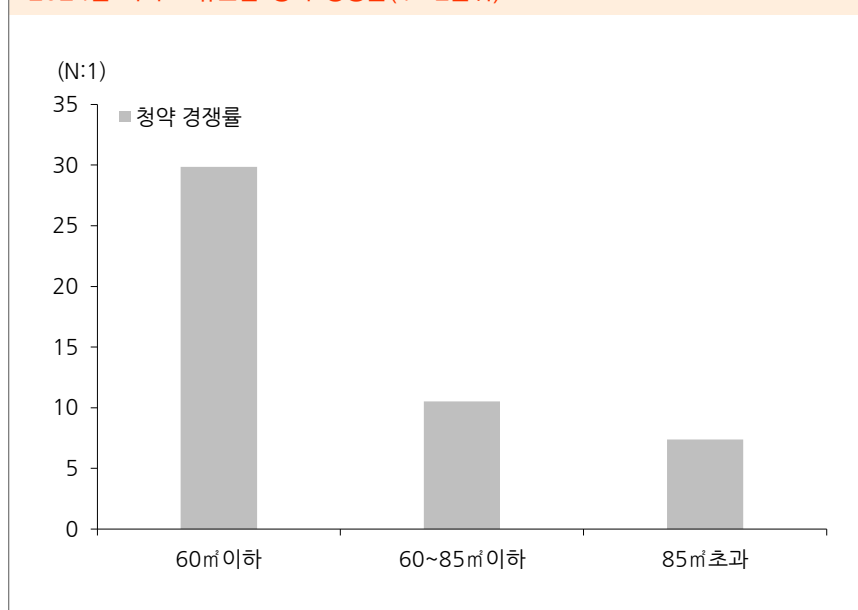
- 1인 가구수는 2015년 520만 가구에서 2023년 783만 가구로 증가했으며, 2040년에는 988만 가구로 늘어날 전망
- 전체 가구수에서 차지하는 비중도 2015년 27.2%에서 2023년 35.5%로 확대, 2040년에는 40%를 넘어설 것으로 예상
- 이에 따라 향후 소형 평수 주택 수요가 꾸준히 늘어날 것으로 전망되는데, 지난해 아파트 청약 경쟁률은 소형 평수가 대형 평수 대비 높게 나타났음

1인 가구수 추이 및 비중



주: 2022년 장래가구추계 기준
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

2024년 아파트 규모별 청약 경쟁률(1~2순위)



자료: 부동산114, 한화투자증권 리서치센터





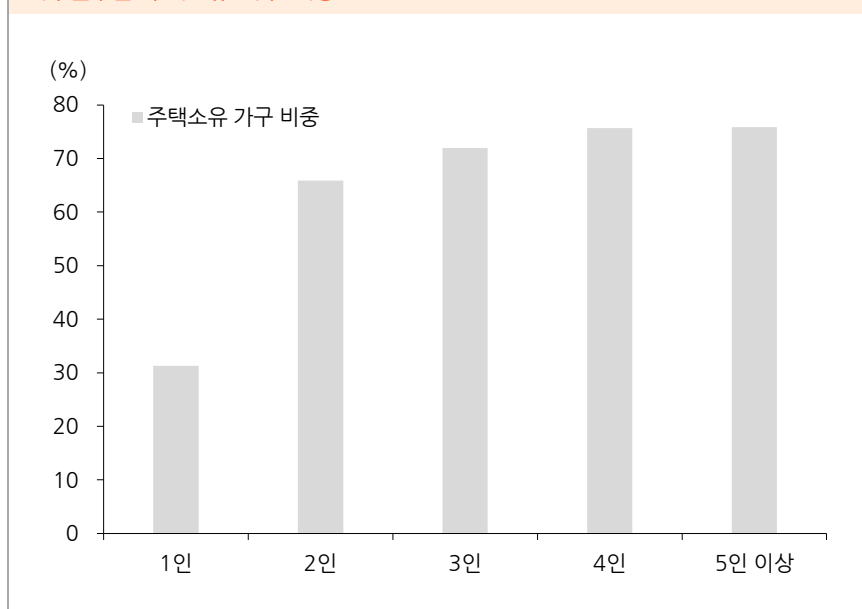
[한국] 주거 트렌드 변화의 움직임 2) 핵개인화 - 월세 비중 증가

[한화리서치센터]

❖ 월세 비율 증가

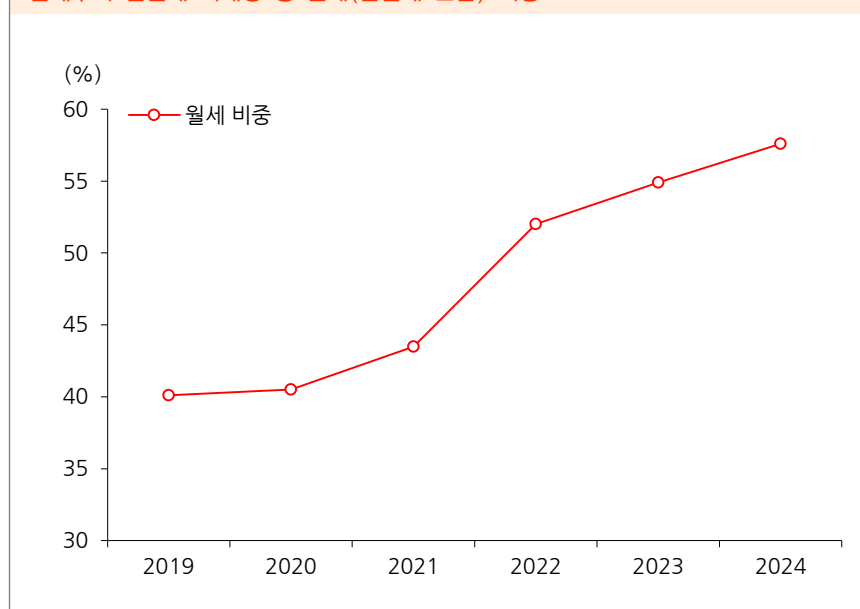
- 국토교통부 통계에 따르면, 전체주택 전월세 거래량 중 월세(반전세 포함) 비중은 2019년 40.1%에서 2024년 57.6%로 확대
- 2022년 들어 월세 비중이 큰 폭으로 늘었는데, 이는 주택가격 및 전세가격 상승, 금리 인상, 전세사기 여파, 1인 가구 증가 등에 따른 결과로 해석

가구원수별 주택소유 가구 비중



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

전체주택 전월세 거래량 중 월세(반전세 포함) 비중



자료: 국토교통부, 한화투자증권 리서치센터





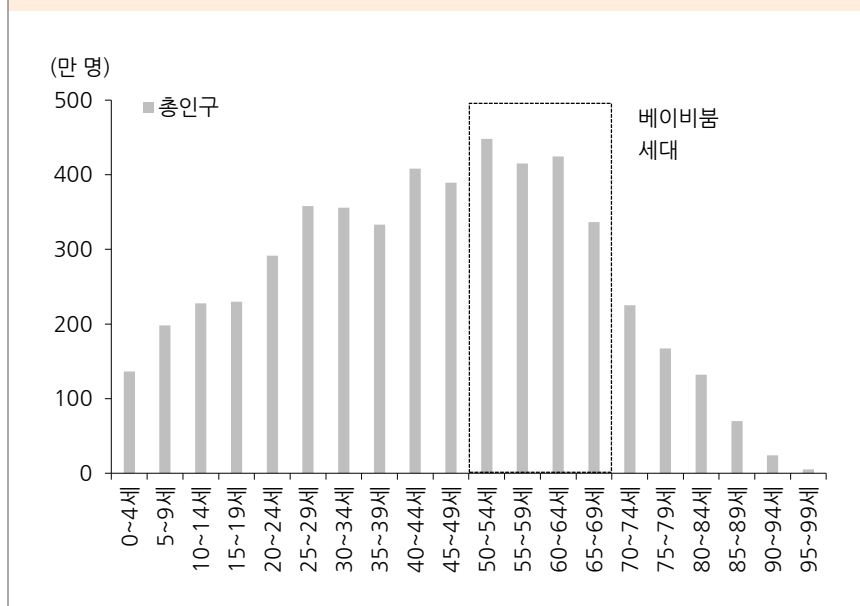
[한국] 주거 트렌드 변화의 움직임 3) 시니어 주택 시장 개화

[한화리서치센터]

❖ 건설사들의 진입과 역할

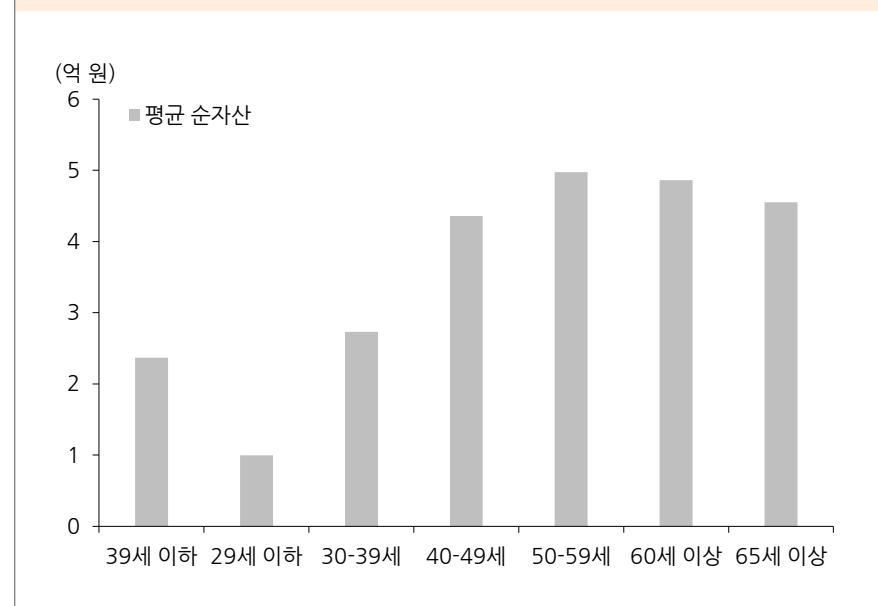
- 2000년 고령화사회로, 2018년 고령사회로 진입한 이후 7년 만에 2025년 초고령사회(65세 이상 인구 20% 이상)로 진입
- 고령화를 주도하는 베이비붐 세대는 현재 나이 기준 50~60대로 인구 구조상 많은 비중을 차지하고 있으면서 평균적으로 가장 많은 순자산
- 이에 시니어 주택 시장도 본격적인 개화가 예상됨
- 2020년 실시한 노인실태조사에 따르면, 서비스 제공 주택 거주 희망비율은 2017년 대비 큰 폭으로 늘어남

연령별 총 인구수(2023년 기준)



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

가구주 연령별 평균 순자산(2023년 기준)



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

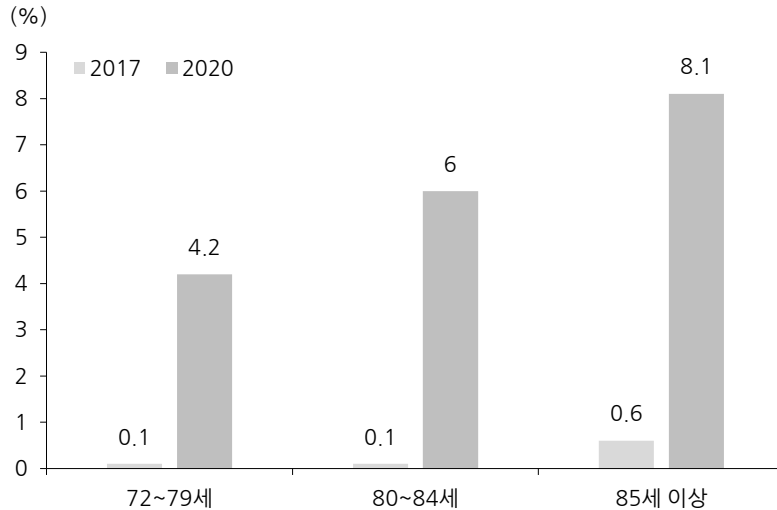


[한국] 주거 트렌드 변화의 움직임 3) 시니어 주택 시장 개화

[한화리서치센터]

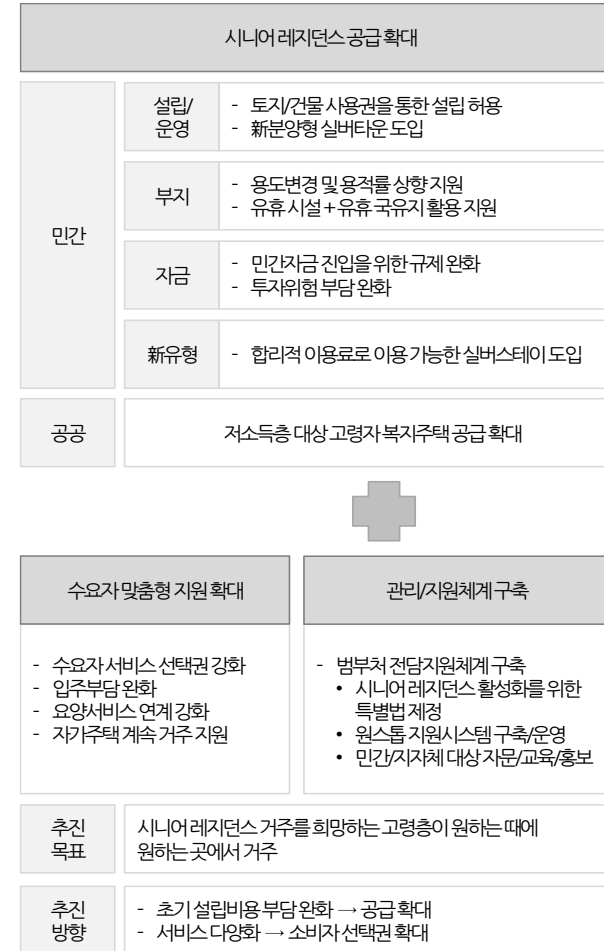
- ❖ 2024년 7월, 시니어 레지던스 활성화 방안 발표
 - 시니어 레지던스를 대폭 확대하기 위해 토지·건물의 사용권을 기반으로 실버타운을 설립해 운영할 수 있도록 하고,
 - 도심 내 유휴시설과 유휴 국유지를 시니어 레지던스로 조성할 수 있도록 지원을 강화

연령별 서비스 제공 주택 거주 희망비율



자료: 관계부처 합동, 한화투자증권 리서치센터

시니어 레지던스 활성화 방안



자료: 관계부처 합동, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 주거 트렌드 변화의 움직임 3) 시니어 주택 시장 개화

[한화리서치센터]

❖ 민간기업들의 진출 시작

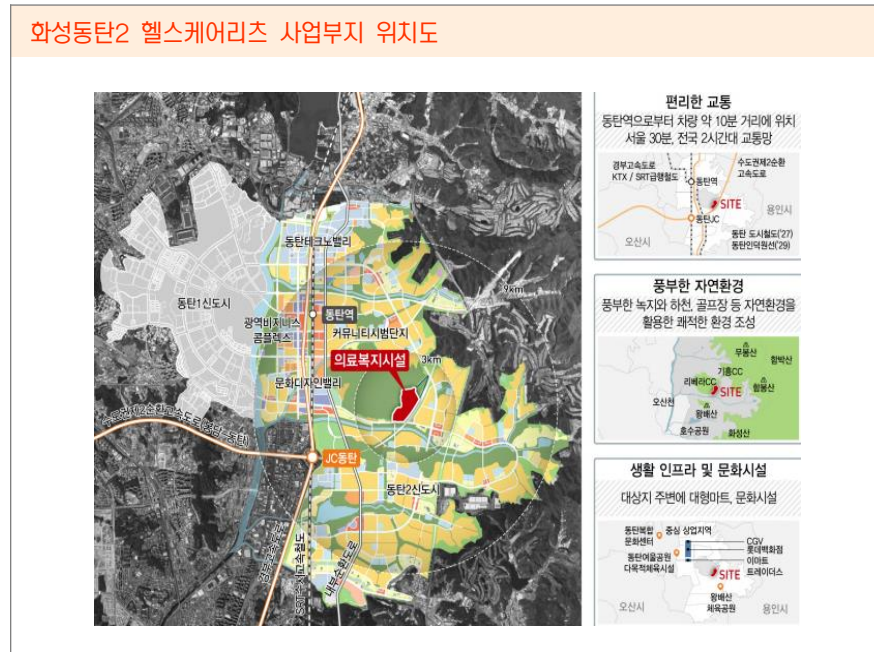
- 급격한 노령화라는 인구 구조적인 환경 변화와 시니어 주택에 대한 니즈 확대라는 사회적 변화에 더해 정부의 규제 완화 움직임이 트리거로 작용할 전망

❖ 기대되는 리츠 활용도

- 한국토지주택공사(LH)는 2023년 12월, 화성동탄2 의료복지시설 용지에 국내 최초로 시니어주택 관련 <헬스케어 리츠 사업> 공모
- 지난 4월, 사업자로 엠디엠플러스가 선정됐으며, 2026년 상반기 착공, 2029년 입주를 목표로 하고 있음
- 이후에도 2025년까지 신도시 택지 3곳 이상을 활용 및 지원할 계획

민간기업 시니어케어 시장 진출 현황		
	금융권	비금융권
시설요양 시장	* 삼성생명 / 삼성생명공익재단 - 삼성노블카운티 너싱홈(2001년), 174명 * 하나금융지주 / 하나금융공익재단 - 하나케어센터(2008년), 남양주, 99명 * KB라이프생명 / KB골드라이프케어 - 위례빌리지(2019년), 132명/서초빌리지(2016년), 80명	* 종근당산업 - 벨포레스트(2019년), 서울, 56명 - 헤리티지 너싱홈(2023년), 분당, 145명 * 기타 의료법인, 종교법인에서 일부 운영 * 대부분 중소법인 혹은 개인사업자 운영
재가요양 시장	* KB라이프생명 / KB골드라이프케어 - 강동케어센터(2017년), 49명 - 위례케어센터(2019년), 21명	* 대교 / 뉴이프 - 데이케어센터(2022) 7개 / 방문요양센터(2022) 3개 * 대부분 개인사업자 운영, 최근 스타트업 진출 - 케어닥, 케어네이션 등
노인주거 시장	* 삼성생명 / 삼성생명공익재단 - 삼성노블카운티(2001년), 용인, 555세대 * KB라이프생명 / KB골드라이프케어 - 평창 카운티(2023년), 서울 평창동 * 신한라이프, 실버타운 사업 추진	* 서울송도병원 / 서울시니어스타워 - 서울타워(1998년), 강서타워(2003년) 등 6개 * 건국대학교 / 건국AMC - 더클래식500(2009년), 340세대 * 롯데그룹 / VL (2024년 부산, 2025년 마곡

자료: 각 사, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터



자료: LH, 한화투자증권 리서치센터



IV

투자전략

건설업에의 함의



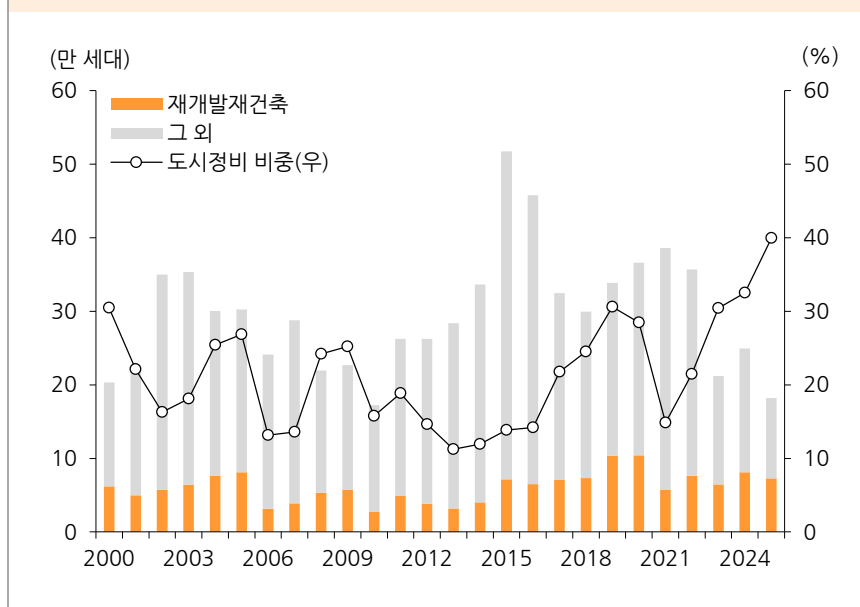
[건설] 함의점 1) 도시정비 사업 확대

[한화리서치센터]

❖ 서울을 중심으로 한 재개발재건축 시장 확대 지속

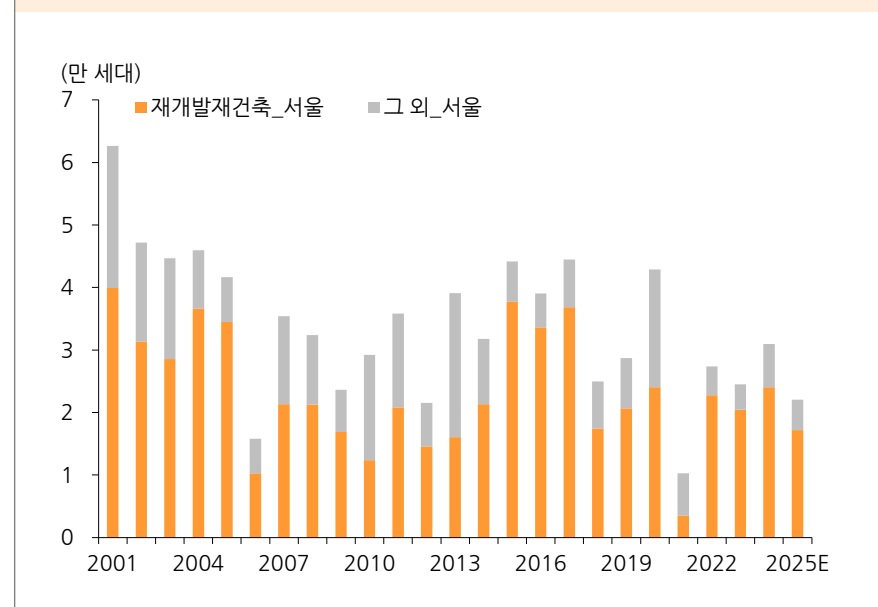
- 노후화 주택이 점차 늘어가는 가운데, 최근 민간 도급 사업의 위축으로 재개발재건축 공급 비중이 급격히 늘어나는 추세
- 2024년 아파트 분양공급 내 도시정비 비중이 32.5%로 역대 최대를 기록한 가운데, 2025년 공급 계획 감안 시 그 비중이 40%에 달할 것으로 예상
- 특히, 신규택지 공급이 제한적인 서울의 경우 도시정비 공급 비중이 장기 평균 70% 수준으로 높음

전국 아파트 분양공급 내 재개발재건축 비중 추이



자료: 부동산114, 한화투자증권 리서치센터

서울 아파트 분양공급 추이



자료: 부동산114, 한화투자증권 리서치센터





[건설] 함의점 1) 도시정비 사업 확대

[한화리서치센터]

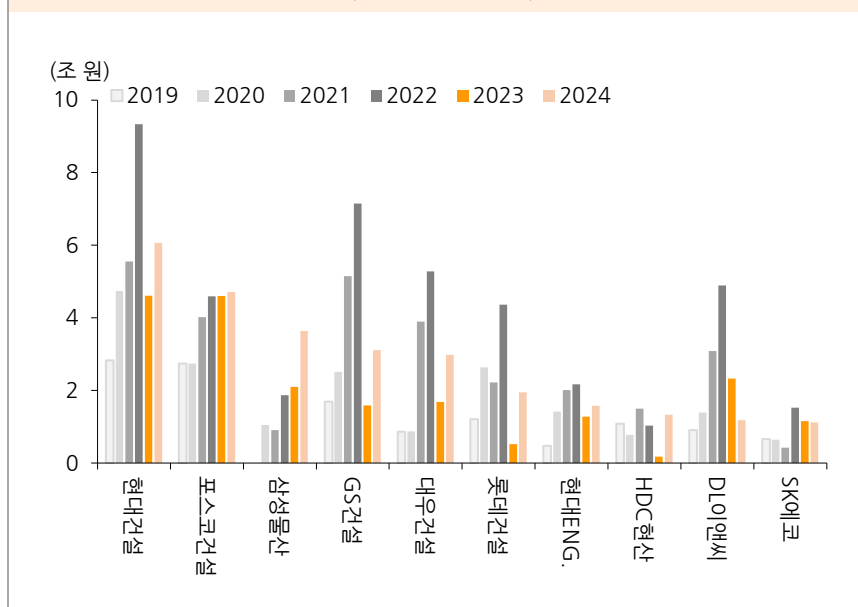
❖ 대형 건설사가 절대적으로 유리한 도시정비 시장

- 도시정비 사업은 아파트 브랜드력이 뛰어난 대형 건설사들이 절대적으로 유리
- 대형 건설사들의 안정적 캐시카우 영역이 될 것으로 전망

❖ 최근 시공사 선정

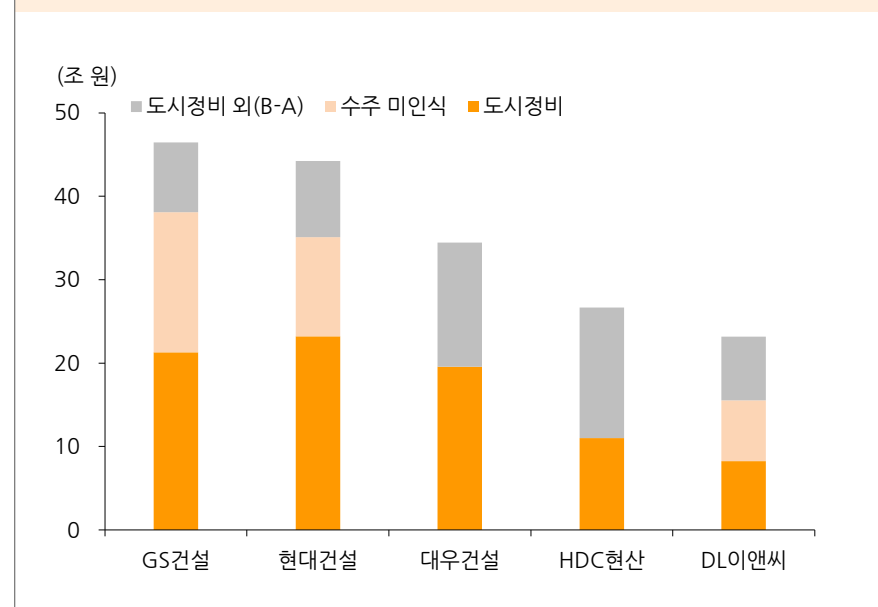
- 현대건설은 최근 6년 동안 도시정비 수주(시공사 선정) 1위를 차지
- 주요 대형건설사 중 가장 많은 도시정비 수주잔고를 보유하고 있는 업체는 현대건설(23.2조 원), GS건설(21.3조 원) 순이며, 주택 잔고 내 비중은 71.8%로 동일. 다만, 수주 미인식분 포함 시 GS건설의 수주잔고가 38.1조 원으로 가장 많음

주요 건설사 도시정비 수주 추이(시공사 선정 기준)



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

당사 커버리지 5개 사 주택 수주잔고 현황



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



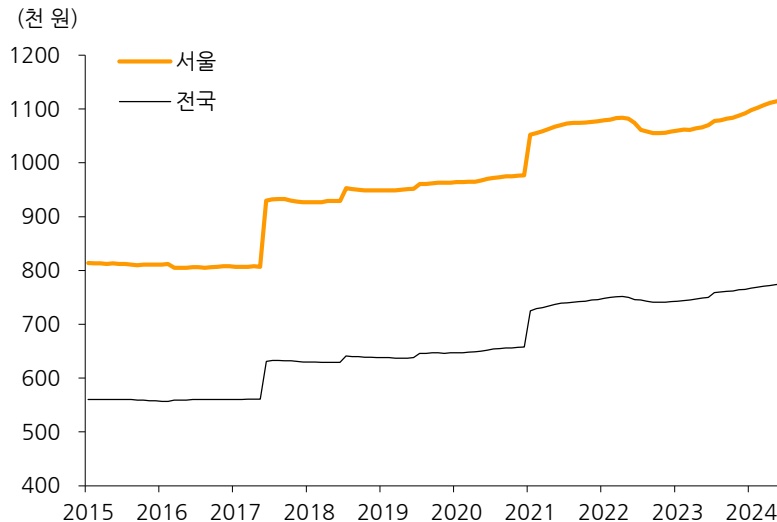


[건설] 함의점 2) 디벨로퍼의 재평가

[한화리서치센터]

- ❖ 1인 가구 증가, 높은 주택가격, 제한적인 신규택지 개발 등으로 임대시장 확대 예상
 - 월세 수요 증가에 따라 월세 가격 상승 및 월세 비중 증가
 - 단기적으로는 전세사기 문제, 고금리 영향이 있었으나 1인 가구 증가, 절대적으로 높아진 주택가격 등 감안 시 장기적으로도 월세 수요 늘어날 것으로 전망
 - 더불어 신규 택지공급이 제한적일수록 디벨로퍼의 입지는 더욱 확대
 - 미국 하인즈, JLL, 영국 M&G리얼에스테이트 등 글로벌 부동산 디벨로퍼 및 투자사들도 한국 임대주택 시장 진출 추진 중
- * 디벨로퍼란? 부동산 개발을 총괄 운영·관리하며 토지나 부동산의 잠재력을 극대화하는 전문가를 의미. 최근 부동산 개발과 관련된 산업의 경계가 흐려지며 투자자, 시행사, 건설사 등과 같이 다양한 배경을 가진 산업군이 디벨로퍼 분야에 진출해 비즈니스 모델 변화를 도모

주택 평균 월세가격 추이



자료: 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

디벨로퍼의 세대별 변화

		지역	사업유형	주력 상품
디벨로퍼 3 세대 (2010~) → 기획과 운영 중심	• 시공사 PF중단 • 리츠, 자본 갖춘 디벨로퍼 • 개발 노하우 • 금융권 인수	서울도심	운영사업	호텔 오피스 리테일 소형주거
디벨로퍼 2 세대 (1998~2009) → 과거 사업모델의 도태	• 외환위기 이후 • 수도권 택지 개발 중심 • 건설사의 시행, 시공 분리	지방 거점도시	민관합작 PF사업	산업단지 아파트
디벨로퍼 1 세대 (~1997) → 공급자 우위의 시대	• 외환위기 이전 • 분양대행, 컨설팅업 수행 • 건설사(시행+시공)	수도권	택지개발지구	고급 오피스텔 주상복합

자료: 삼성KPMG, 한화투자증권 리서치센터

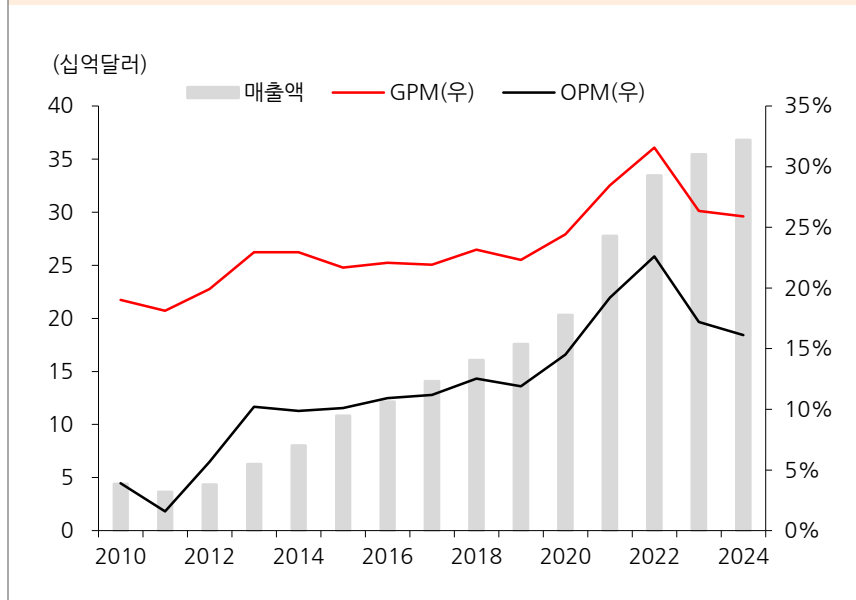


[건설] 함의점 2) 디벨로퍼의 재평가

[한화리서치센터]

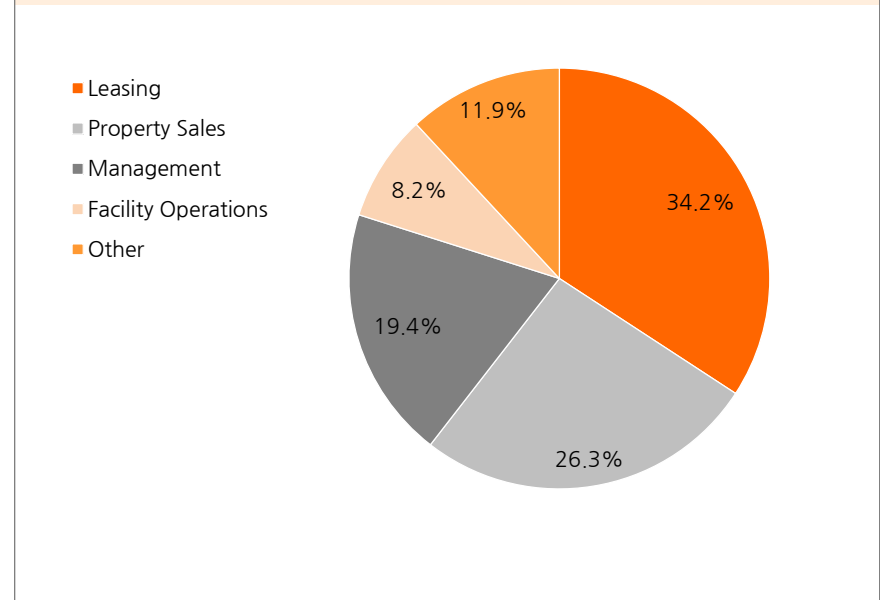
- ❖ 미국이나 일본 등 해외의 경우에도 디벨로퍼의 전문화 및 포트폴리오 확장을 통한 성공 사례 보유
 - 미국 D.R. Horton은 M&A를 통해 새로운 주와 기타 지역 시장에 진출하는 전략으로 사업지역을 확장하며 미국 최대 건설업 기반 디벨로퍼로 성장
 - 일본 미쓰이부동산(Mitsui Fudosan)은 임대매출 비중이 23년 기준 34.2%로 가장 높음
- ❖ 국내 대형 건설사 중 HDC현대산업개발, 현대건설 개발사업 주목
 - HDC현대산업개발은 자체사업을 적극적으로 영위하는 가운데 최근에는 분양 매각이 아닌 자산 보유를 통한 임대수익 창출 계획
 - 현대건설은 대규모 개발사업 참여를 통해 단순 CI가 아닌 SI로서의 역할 확대 도모

미국 D.R Horton 매출액 및 이익률 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

일본 미쓰이부동산 매출 비중(2023FY)



자료: mitsuifudosan.co.jp, 한화투자증권 리서치센터



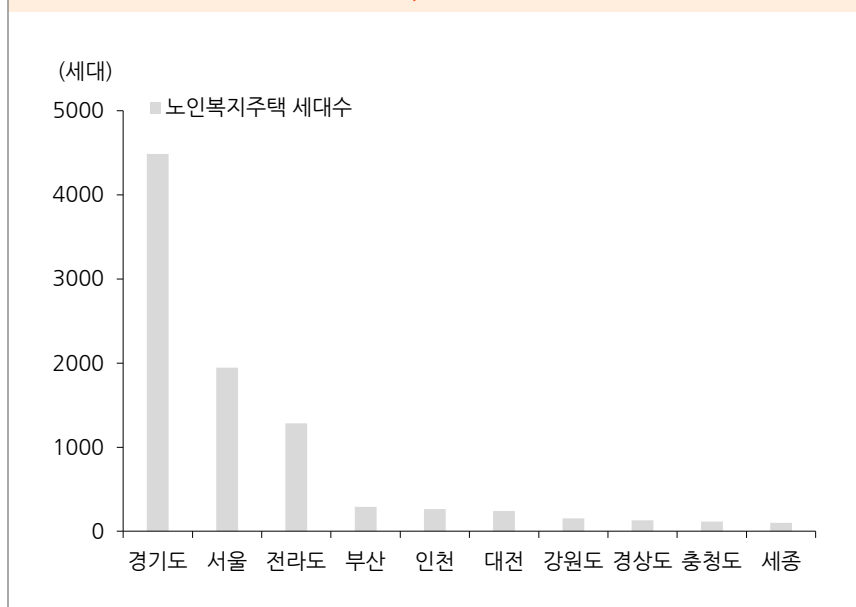
[건설] 함의점 3) 실버 산업이 주는 기회

[한화리서치센터]

❖ 건설사들의 진입과 역할

- 국내 시니어 레지던스는 현재 약 9000세대 규모에서 2050년 40만 세대 이상으로 확대될 필요
(현재 일본 65세 이상 인구 약 3700만 명, 시니어 주택 86만 세대 vs. 한국 2050년 노인인구 약 1900만 명, 현재 1000만 명)
- 장기 연평균 30만 세대의 주택 공급량 감안 시 건설업 Q 측면에서 큰 의미를 가지긴 어려우나,
- 늘어나는 수요 대비 공급 부족 현상을 감안했을 때 임대사업 확장을 위한 발판으로서 기회가 큰 영역이라고 판단
- 대형건설사 중 HDC현대산업개발은 광운대 웰니스 레지던스, 용산 병원부지, 공릉역세권에 대해 임대사업 진행 예정

노인복지주택 지역별 현황: 총 40개소, 9006세대



자료: 보건복지부, 한화투자증권 리서치센터

HDC현대산업개발 - 프리미엄 웰니스 레지던스 728세대 임대공급 예정

구분	메디컬	웰니스	교육 콘텐츠
추진목적	건강검진/예방의학 관련 체계적 헬스케어 도입	건강관리시스템 개발, 웰니스 연계 스포츠센터 도입	세대 교류 커뮤니티&청년 커리어 개발 인프라 구축
파트너십	서울아산병원, 고려의료원, 한국의학연구소(KMI)	반트(구 호텔신라)	고려대학교
진행	- 아산 '건진센터' 입점 확인, 센터 조성, 사업성 논의 진행, MOU 체결예정(24.3Q) - 고려의료원, KMI 등 메디컬 후보군 협의 지속	- 후보군 입점 의향 확인, 투자비 및 운영 수익성 검토 - MOU 체결 예정 (24.3Q)	- 세대 교류 프로그램 개발 및 청년 커리어 개발 인프라 구축 협업 - MOU 체결 (24년 5월)

자료: HDC현대산업개발, 한화투자증권 리서치센터



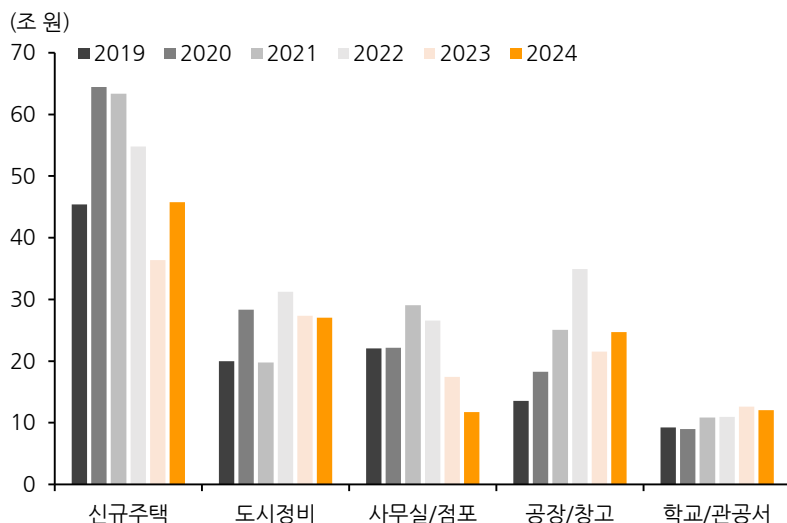
[건설] 투자전략 방향성보다 뚜렷한 트렌드

[한화리서치센터]

❖ 방향성을 따를 수 없다면, 트렌드를 따르자

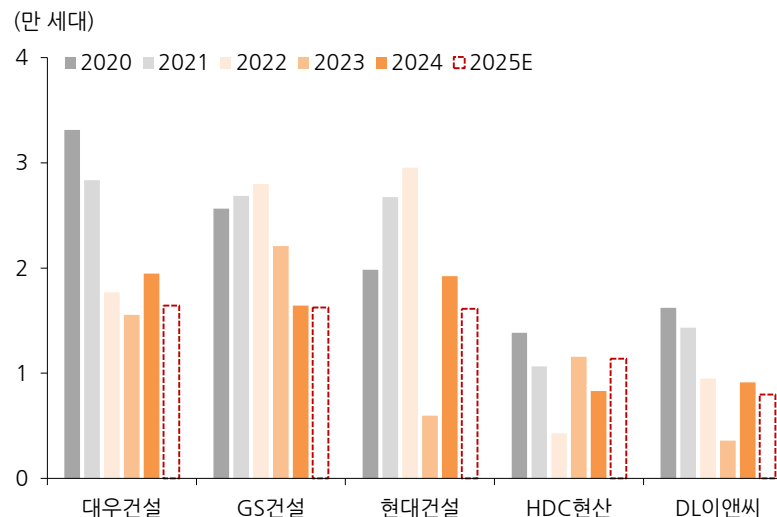
- 주택시장의 방향성, 회복의 시점 등을 정확히 예측하기는 어려운 반면, 주거시장에서 나타나고 있는 트렌드의 변화는 상대적으로 뚜렷
- 이는 즉, 시황에 기댄 (민간 도급사업 위주의) 무차별한 Q 성장을 단기간 내 기대할 수 없으나, 트렌드에 부합하는 사업 전략 구사 시 차별적인 중장기 성장이 가능하다는 의미로 해석
- 주거 트렌드(지역간 격차 심화, 개인화(소형화), 노령화) 감안 시 도시정비 사업, 개발 및 임대사업 확대 가능성에 주목

국내 건설 수주액 세부공종별 추이



자료: 대한건설협회, 한화투자증권 리서치센터

주요 건설사 분양공급 추이 및 계획



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

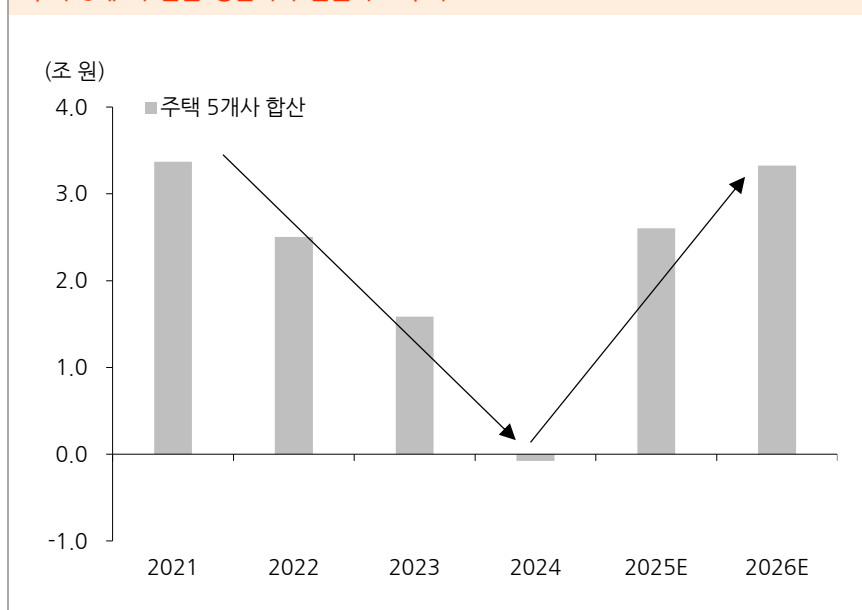


[건설] 투자전략 방향성보다 뚜렷한 트렌드

[한화리서치센터]

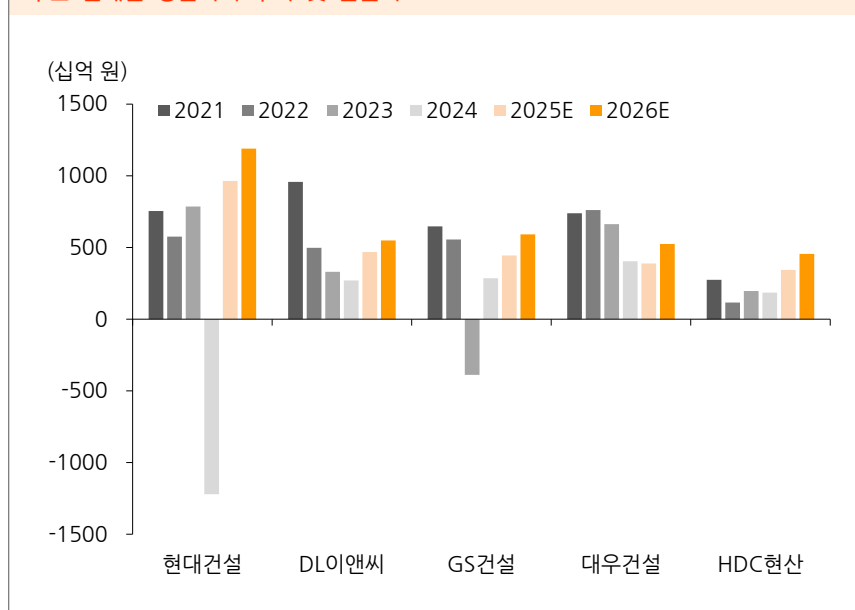
- ❖ 건설업종 투자의견 긍정적(Positive) 유지
 - 이익 턴어라운드 관점에서 건설업에 대한 긍정적 시각 유지
 - 향후 2~3년간 중장기 실적 개선을 이끌어낼 수 있는 업체를 선호
- ❖ 업종 내 최선호주 현대건설, 차선호주 HDC현대산업개발 지속. 중장기 관점에서 신탁사에도 관심 필요
 - 현대건설: 최근 6년간 도시정비 수주 1위, 투자개발사업 착수 본격화
 - HDC현대산업개발: 자체사업 매출 고성장 구간 진입, 임대사업 확장 시작
 - 신탁사: 주택 분양시장이 안정화되면 도시정비 및 리츠사업 확대 등이 긍정적인 투자포인트로 작용할 전망

주택 5개사 합산 영업이익 컨센서스 추이



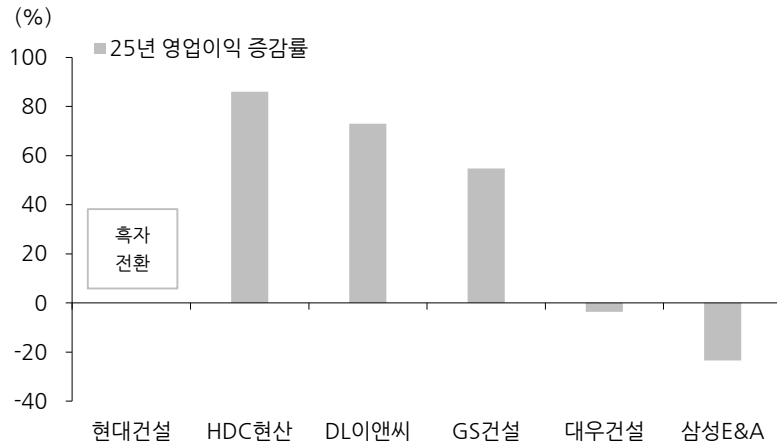
주: 현대건설, HDC현대산업개발, GS건설, DL이앤씨, 대우건설 영업이익 합산
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

주요 업체별 영업이익 추이 및 컨센서스

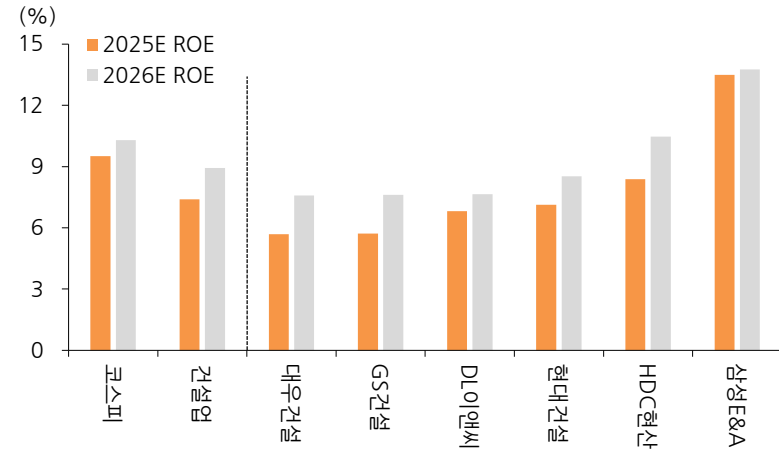


자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

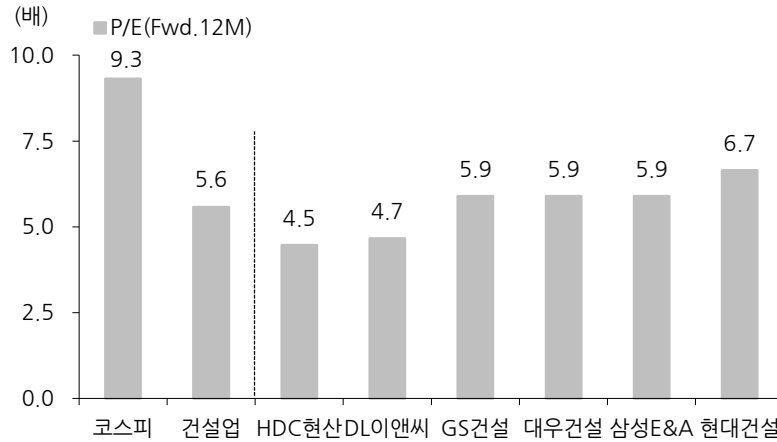
주요 건설사 2025년 영업이익 증감률 컨센서스



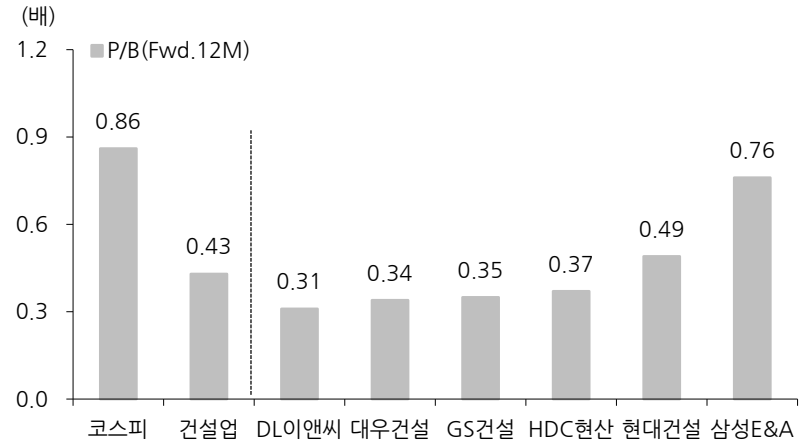
주요 건설사 2025~26년 ROE 컨센서스



주요 건설사 12M Fwd.P/E



주요 건설사 12M Fwd.P/B



주: 2025년 2월 18일 종가 기준
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Horizontal lines for memo content.





V

기업분석

현대건설 | HDC현대산업개발



현대건설 (000720) 사업역량 차별화 기대

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 50,000원

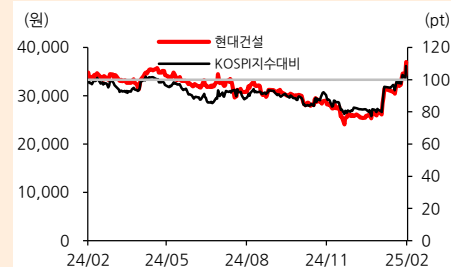
Stock Data

현재 주가(2/18)	37,000원
상승여력	▲ 35.1%
시가총액	41,202억원
발행주식수	111,356천주
52주 최고가/최저가	37,000/24,100원
90일 일평균 거래대금	292.16억원
외국인 지분율	20.0%

주주 구성

현대자동차 (외 6인)	34.9%
국민연금공단 (외 1인)	6.9%
이한우 (외 1인)	0.0%

Stock Price



2025년 투자개발사업 본격 착수

- 올해를 시작으로 대규모 투자개발사업 착수 예정. 당사는 다수의 개발사업 현장을 보유하고 있으며, 2025~27년 가양동 CJ부지, 힐튼호텔 개발, 광운대 역세권 개발 등의 순차적 착공이 예상됨. 이들의 이익 기여가 저수익 현장 종료와 맞물려 2026년 이후 큰 폭의 수익성 개선을 이끌 전망.
- 작년 말 기준 현금 및 현금성자산은 연결 기준 5.4조 원, 별도기준 3.2조 원으로 전년 말 대비 개선. 영업현금흐름(별도) 또한 흑자 전환. 가산 LG전자 부지, 가양동 CJ부지 등의 본PF 전환으로 미착공 PF 보증잔액(별도)도 4조 원대에서 1.7조 원 규모로 축소됨.

사업역량 차별화 부각 기대

- 투자이건 BUY와 목표주가 50,000원으로 업종 내 최선호주 유지. 목표주가는 12M Fwd. BPS에 목표배수 0.65배(기준 0.56배, 예상 ROE 8.6%)를 적용해 산출.
- 도시정비 및 대규모 투자개발사업 등을 통해 동사의 독보적 입지와 능력이 검증될 것으로 기대. 현 주가는 12M Fwd. P/B 0.49배, P/E 5.5배 수준

재무정보	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	21,239	29,651	32,694	30,223	29,937
영업이익	575	785	-1,221	1,177	1,354
EBITDA	757	982	-1,000	1,407	1,586
지배주주순이익	409	536	-139	701	821
EPS	3,666	4,806	-1,253	6,287	7,364
순차입금	-3,486	-2,687	-2,445	-3,003	-3,873
PER	9.5	7.3	-26.5	5.9	5.0
PBR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	0.6	1.3	-1.3	0.8	0.2
배당수익률(%)	1.7	1.7	1.8	1.6	1.6
ROE	5.5	6.8	-1.7	8.5	9.2

자료: 한화투자증권 리서치센터



현대건설 (000720) 온전히 나만 할 수 있는 것들

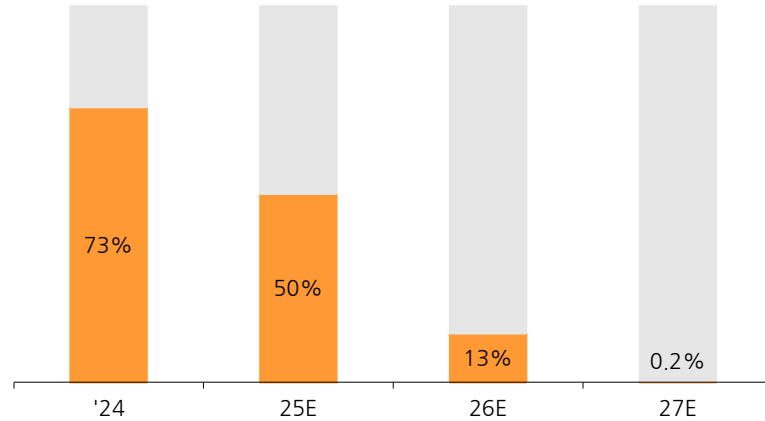
[한화리서치센터]

현대건설 분기 및 연간 실적 추정												
(십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	8,545	8,621	8,257	7,271	7,494	7,778	7,379	7,573	29,651	32,694	30,223	29,937
YoY(%)	41.7	20.4	5.1	-15.4	-12.3	-9.8	-10.6	4.1	39.6	10.3	-7.6	-0.9
해외	3,955	3,379	3,592	2,349	2,973	2,904	2,809	2,858	11,886	13,275	11,544	10,100
국내	4,590	5,243	4,665	4,922	4,521	4,874	4,570	4,715	17,765	19,419	18,679	19,837
현대건설	4,168	4,321	4,130	4,135	3,825	4,039	3,822	3,925	15,779	16,754	15,611	16,062
토목	434	370	555	444	426	439	460	489	1,784	1,803	1,815	1,852
건축	613	678	637	626	597	640	611	659	2,336	2,553	2,507	2,675
주택	2,177	2,257	1,964	1,984	1,747	1,882	1,718	1,705	8,385	8,382	7,052	7,128
플랜트/전력	922	981	937	1,040	1,029	1,048	1,002	1,037	3,151	3,880	4,117	4,287
현대엔지니어링	4,096	4,063	3,790	2,811	3,519	3,589	3,412	3,499	13,066	14,760	14,019	13,375
매출원가	8,012	8,279	7,909	8,688	7,013	7,255	6,839	6,980	27,949	32,887	28,087	27,636
매출원가율(%)	93.8	96.0	95.8	119.5	93.6	93.3	92.7	92.2	94.3	100.6	92.9	92.3
해외	93.6	97.7	99.3	141.0	95.8	95.4	94.4	90.0	95.2	104.6	93.9	94.0
국내	93.9	95.0	93.1	109.2	92.1	92.0	91.6	93.5	93.6	97.9	92.3	91.5
현대건설	93.1	96.6	96.8	104.7	94.1	94.0	93.6	93.2	94.6	97.8	93.7	92.6
현대엔지니어링	95.2	96.2	95.9	146.2	93.6	93.0	92.2	91.6	95.1	105.4	92.6	92.4
판매비	282	195	234	317	250	230	230	250	917	1,028	959	946
판매비율(%)	3.3	2.3	2.8	4.4	3.3	3.0	3.1	3.3	3.1	3.1	3.2	3.2
영업이익	251	147	114	-1,733	231	293	311	343	785	-1,221	1,177	1,354
YoY(%)	44.6	-34.1	-53.1	적자전환	-7.9	98.8	171.9	목자전환	36.6	적자전환	목자전환	15.0
영업이익률(%)	2.9	1.7	1.4	-23.8	3.1	3.8	4.2	4.5	2.6	-3.7	3.9	4.5
현대건설	101	81	10	-365	73	129	122	124	341	-172	449	659
현대엔지니어링	108	33	53	-1,434	132	138	164	193	257	-1,240	627	620
영업외손익	52	101	-29	155	3	-23	8	13	154	278	0	25
세전이익	303	248	85	-1,578	234	270	319	356	940	-942	1,178	1,379
순이익	208	146	40	-1,131	164	189	223	249	654	-736	824	966
YoY(%)	38.4	-31.2	-77.9	적자전환	-21.5	29.3	455.9	목자전환	38.9	적자전환	목자전환	17.1
순이익률(%)	2.4	1.7	0.5	-15.6	2.2	2.4	3.0	3.3	2.2	-2.3	2.7	3.2
지배기업순이익	155	150	50	-495	139	161	190	212	536	-139	701	821

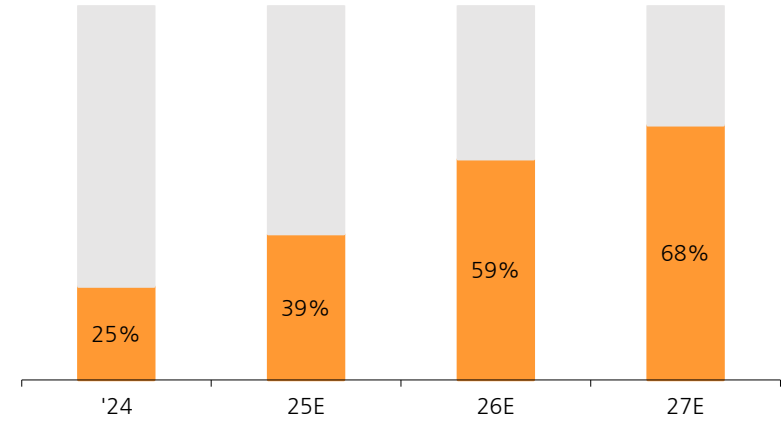
자료: 한화투자증권 리서치센터



현대건설(별도) 2021~22년 주택 착공현장 매출 비중



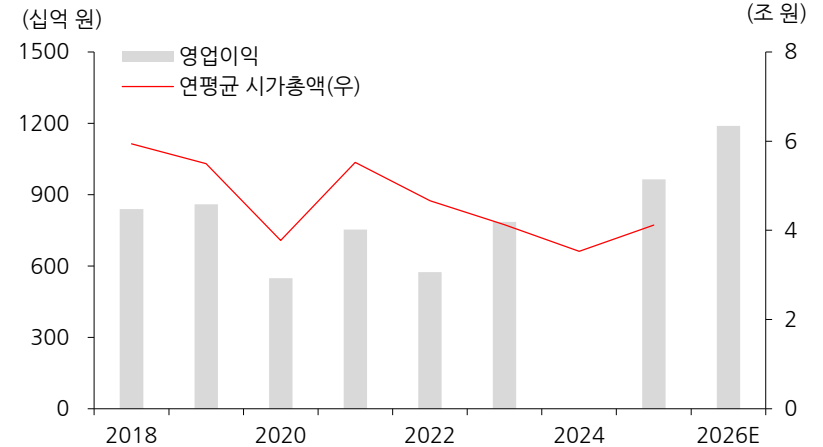
현대건설 도시정비 및 하이엔드 브랜드 매출 비중



현대건설 주요 복합투자개발사업장



현대건설 영업이익 및 시가총액 추이



주: 영업이익 추정치는 시장 컨센서스
 자료: 현대건설, Wisefn, 한화투자증권 리서치센터



HDC현대산업개발 (294870) 진정한 디벨로퍼

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 30,000원

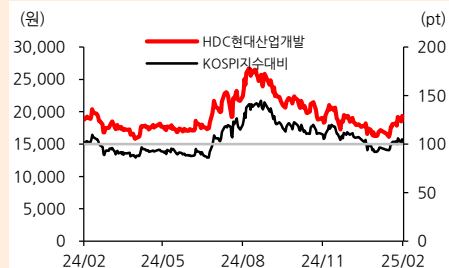
Stock Data

현재 주가(2/18)	19,350원
상승여력	▲ 55%
시가총액	12,753억원
발행주식수	65,907천주
52주 최고가/최저가	26,700/15,800원
90일 일평균 거래대금	71.11억원
외국인 지분율	13.8%

주주 구성

HDC (외 7인)	43.0%
국민연금공단 (외 1인)	11.8%
자사주 (외 1인)	2.6%

Stock Price



2025년 자체가 이끄는 본격적인 실적 개선

- 2025년은 자체사업(수원 11~12단지 입주, 서울원 아이파크 매출화)이 이끄는 이익 증가 사이클의 첫 해. 서울원 아이파크(광운대 역세권 개발사업)의 계약률은 1월 말 기준 90% 수준(올해 가이던스 95% 가정)이며, 공사진행률이 올해 하반기부터 2027년까지 가속화됨에 따라 본격적인 이익 기여 예상
- 올해는 용산병원부지(총사업비 8300억 원, 임대), 공릉역세권(3800억 원, 임대), 천안아이파크시티(총 도금액 약 1조 원, 자체1+민수2), 파주메디컬시티(도금액 1.8조 원, 출자10%) 등의 착공이 예정됨

진정한 디벨로퍼

- 투자이전 BUY와 목표주가 30,000원으로 업종 내 차선호주 유지. 목표주가는 12개월 예상 BPS에 목표배수 0.6배(예상 ROE 8.4%)를 적용해 산출.
- 자체 사업이 이끄는 이익 증가가 본격화됨에 따라 2027년 영업이익은 2024년 대비 3배 이상 확대될 전망. 향후 임대사업 확대는 차별적인 중장기 투자포인트가 될 수 있다고 판단. 현 주가는 12M Fwd. P/B 0.37배, P/E 4.5배 수준

재무정보	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	3,298	4,191	4,256	4,275	4,419
영업이익	116	195	184	327	449
EBITDA	163	255	244	388	511
지배주주순이익	50	173	155	261	357
EPS	764	2,626	2,417	4,064	5,556
순차입금	589	1,188	1,236	462	-182
PER	13.1	5.6	7.2	4.8	3.5
PBR	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	7.7	8.4	9.8	4.5	2.1
배당수익률(%)	6.0	4.8	4.0	3.6	3.6
ROE	1.7	5.9	5.1	8.1	10.2

자료: 한화투자증권 리서치센터



HDC현대산업개발 (294870) 진정한 디벨로퍼

[한화리서치센터]

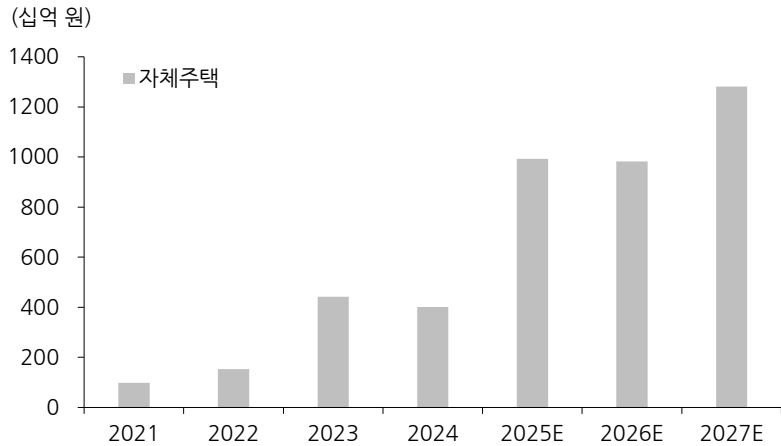
HDC현대산업개발 분기 및 연간 실적 추정

(십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	955	1,087	1,089	1,125	938	1,100	1,148	1,090	4,191	4,256	4,275	4,419
YoY(%)	-11.1	16.4	5.4	-2.1	-1.8	1.2	5.4	-3.2	27.1	1.6	0.4	3.4
자재주택	74	53	88	186	153	269	344	227	441	401	992	982
외주주택	509	670	610	667	548	602	586	645	2,531	2,456	2,381	2,501
토목/SOC	76	83	73	76	57	62	64	71	271	308	254	274
일반건축	223	216	252	145	113	101	89	93	599	836	397	412
기타	72	66	66	52	68	65	65	54	348	256	250	250
매출원가	873	974	991	1,017	840	965	998	933	3,810	3,854	3,737	3,758
매출원가율(%)	91.4	89.6	91.0	90.4	89.6	87.7	86.9	85.7	90.9	90.6	87.4	85.0
자재주택	70.7	83.0	85.3	71.0	78.6	77.8	78.2	69.6	86.8	75.6	76.2	69.0
외주주택	91.1	88.0	88.9	93.4	91.0	90.3	90.0	88.9	91.1	90.3	90.0	88.5
토목/SOC	82.7	78.4	83.6	90.7	83.3	83.1	83.6	85.7	87.2	83.7	84.0	85.0
일반건축	101.9	98.4	101.0	98.8	98.7	98.5	98.5	98.3	97.2	100.2	98.5	97.5
기타	91.1	96.6	88.5	97.7	93.0	93.0	93.0	93.0	87.2	93.2	93.0	93.0
판매비	41	59	50	67	48	55	48	61	185	217	212	212
판매비율(%)	4.3	5.4	4.6	6.0	5.1	5.0	4.2	5.6	4.4	5.1	5.0	4.8
영업이익	42	54	47	41	50	80	102	96	195	185	327	449
YoY(%)	-17.0	839.0	-23.5	-46.9	19.7	48.2	114.3	132.1	67.8	-5.5	77.0	37.3
영업이익률(%)	4.4	5.0	4.4	3.7	5.3	7.3	8.9	8.8	4.7	4.3	7.6	10.2
영업외손익	4	9	0	2	8	6	2	5	42	16	21	27
세전이익	45	63	48	44	58	86	103	101	237	200	348	475
순이익	30	47	33	45	43	64	77	75	173	155	261	357
YoY(%)	-24.6	211.1	-47.3	-19.3	42.6	35.9	136.9	69.4	244.3	-10.3	68.1	36.7
순이익률(%)	3.2	4.4	3.0	4.0	4.6	5.9	6.7	6.9	4.1	3.6	6.1	8.1
지배주주순이익	30	47	33	45	43	64	77	75	173	155	261	357

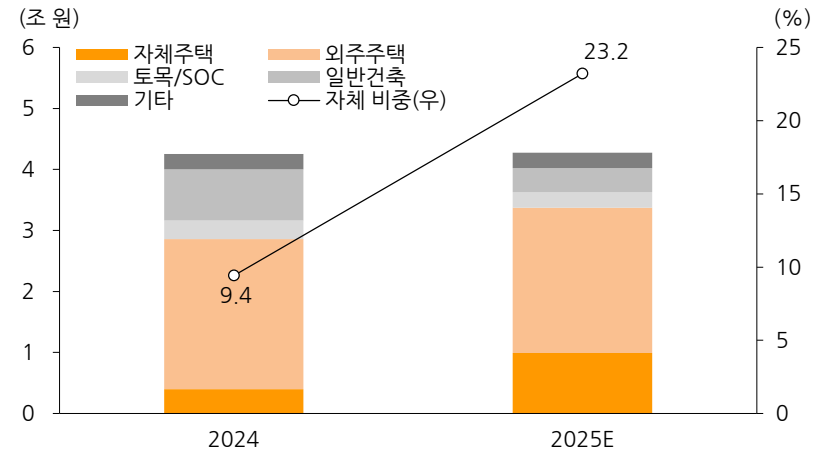
자료: 한화투자증권 리서치센터



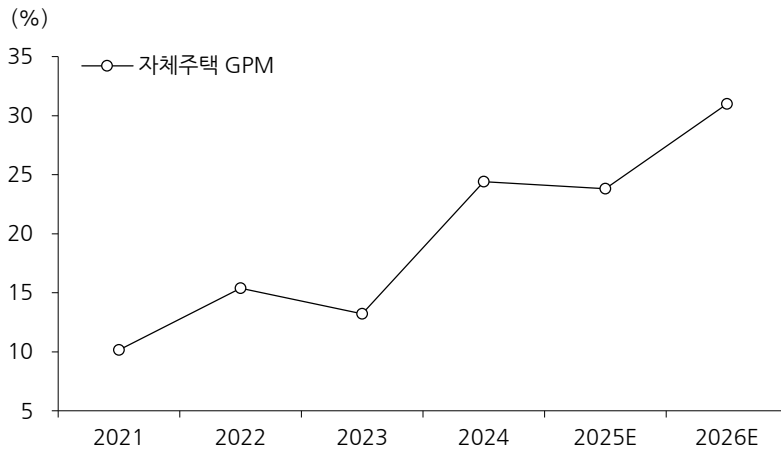
HDC현대산업개발 자체주택 매출 추이 및 예상



HDC현대산업개발 자체주택 매출 비중 확대 예상



HDC현대산업개발 자체주택 GPM 추이 및 예상



HDC현대산업개발 주요 개발사업지 리스트

사업지명	총사업비(원)	당사분	공급	규모	착공시기
용산병원부지	8300억	100%	임대	610세대	2025년
공릉역세권	3800억	100%	임대	397세대	2025년
천안아이파크시티	총 도급액 1.8조	100%	자체+도급	총 5940세대	2024~26년
파주메디컬시티	2.2조 (공사비 1조)	시공100%, 출자10%	도급	2921세대	2025년말
북정역세권	11.8조 (공사비 5조)	시공28%, 출자10%	도급	OT 1732실 등	2026년
잠실MICE	2.2조	시공28%, 출자20%	도급	스포츠 및 MICE시설	2027년~
청라의료복합타운	2.5조 (공사비 7500억)	시공50%, 출자7.6%	도급	의료시설 및 오피스텔 등	2027년~

주: 실적은 당사 추정치 기준
자료: HDC현대산업개발, Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

Compliance Notices

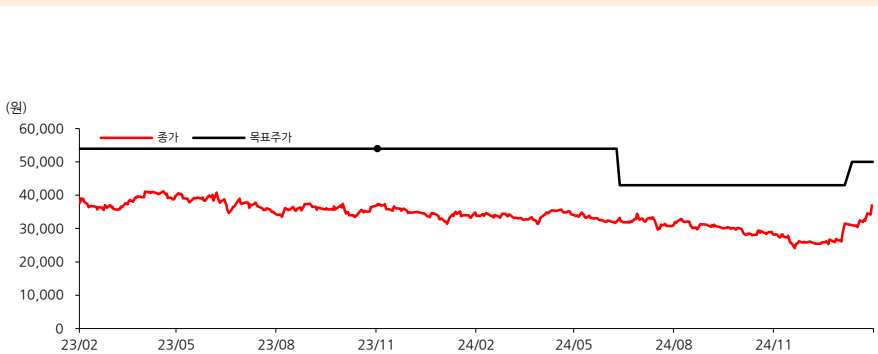
Compliance Notice

(공표일: 2025년 02월 19일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (송유림, 이다연)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

현대건설 (000720)



투자증권 변동내역

일	시	투자증권	목표가격
2016.08.12	투자등급변경	Buy	54,000
2023.03.09	Buy	54,000	54,000
2023.04.10	Buy	54,000	54,000
2023.04.11	Buy	54,000	54,000
2023.04.24	Buy	54,000	54,000
2023.05.12	Buy	54,000	54,000
2023.05.25	Buy	54,000	54,000
2023.06.20	Buy	54,000	54,000
2023.07.10	Buy	54,000	54,000
2023.07.12	Buy	54,000	54,000
2023.07.24	Buy	54,000	54,000
2023.08.10	Buy	54,000	54,000
2023.09.12	Buy	54,000	54,000
2023.10.10	Buy	54,000	54,000
2023.10.12	Buy	54,000	54,000
2023.10.23	Buy	54,000	54,000
2023.11.10	Buy	54,000	54,000
2023.11.13	Buy	54,000	54,000
2023.12.14	Buy	54,000	54,000
2024.07.01	Buy	43,000	43,000
2024.07.22	Buy	43,000	43,000
2024.08.26	Buy	43,000	43,000
2024.10.14	Buy	43,000	43,000
2024.10.23	Buy	43,000	43,000
2024.10.25	Buy	43,000	43,000
2024.11.13	Buy	43,000	43,000
2024.12.09	Buy	43,000	43,000
2025.01.06	Buy	43,000	43,000
2025.01.09	Buy	43,000	43,000
2025.01.22	Buy	43,000	43,000
2025.01.24	Buy	50,000	50,000
2025.01.31	Buy	50,000	50,000
2025.02.10	Buy	50,000	50,000
2025.02.12	Buy	50,000	50,000
2025.02.19	Buy	50,000	50,000

목표주가 변동 내역별 괴리율 (현대건설)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자증권	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.07.01	Buy	43,000	-31.51	-19.88
2025.01.31	Buy	50,000		

Compliance Notices

HDC현대산업개발 (294870)



투자의견 변동내역

일 시	2024.07.01	2024.07.01	2024.08.08	2024.08.26	2024.08.30	2024.09.12
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	송유림	25,000	25,000	35,000	35,000	35,000
일 시	2024.09.27	2024.10.10	2024.10.14	2024.10.25	2024.10.28	2024.11.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
일 시	2024.11.13	2024.11.29	2024.12.09	2024.12.27	2025.01.09	2025.01.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	30,000
일 시	2025.02.04	2025.02.10	2025.02.12	2025.02.19		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	30,000	30,000	30,000	30,000		

목표주가 변동 내역별 괴리율 (HDC현대산업개발)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.07.01	Buy	25,000	-16.98	4.00
2024.08.26	Buy	35,000	-39.87	-23.71
2025.01.13	Buy	30,000		

종목 투자등급

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

산업 투자의견

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석 대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중

(기준일: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

본 · 지점망

서울

본 사	02) 3772-7000	노 원 지 점	02) 931-2711
강 남 W M 센 터	02) 6975-2000	목 동 W M 센 터	02) 2654-2300
갤러리아WM센터	02) 3445-8700	송 파 지 점	02) 449-3677
금융플라자63지점	02) 308-6363	영 업 부	02) 3775-0775
금융플라자시청지점	02) 2021-6900	중 앙 지 점	02) 743-7311

대전/충청

공 주 지 점	041) 856-7233	타 임 월 드 지 점	042) 488-7233
천 안 지 점	041) 563-2001	흥 성 지 점	041) 631-2200
청 주 지 점	043) 224-3300		

대구/경북

대 구 W M 센 터	053) 741-3211	영 천 지 점	054) 331-5000
문 경 지 점	054) 550-3500	포 향 지 점	054) 231-4111
영 주 지 점	054) 633-8811		

광주/전라

광 주 지 점	062) 713-5700	전 주 지 점	063) 710-1000
순 천 지 점	061) 724-6400		

부산/울산/경남

거 창 지 점	055) 943-3000	울 산 W M 센 터	052) 265-0505
마 린 시 티 지 점	051) 751-8321	언 양 지 점	052) 262-9300
부 산 지 점	051) 465-7533	창 원 지 점	055) 285-2211

인천/경기

분 당 지 점	031) 707-7114	일 산 지 점	031) 929-1313
송 도 I F E Z 지 점	032) 851-7233	평 촌 지 점	031) 381-6004
신 갈 지 점	031) 285-7233	평 택 지 점	031) 652-8668
안 성 지 점	031) 677-0233		

제주

제 주 지 점	064) 800-7500
---------	---------------



한화투자증권

본사 02)3772-7000 (代) 서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282 주문전용 080-851-8200 ARS 080-852-1234