

HDC현대산업개발

(294870)

3Q24 Re: 선명해지는 이익 개선 흐름

투자의견 Buy, 목표주가 32,000원 유지

HDC현대산업개발에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 32,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS에 Target P/B 0.64배를 적용해 산출했다. 서울의 아파트 매매가격 상승률이 최근 둔화되는 등 업황의 개선 추세가 약해지며 HDC현산의 주가도 건설 업종과 같이 조정을 받았다. 하지만 HDC현산은 업황의 불확실성 속에도 서울원 프로젝트(광운대 역세권 개발) 등 고수익 사업 현장의 착공으로 최소 2028년까지 높은 EPS가 유지되고, 차입금 및 PF 우발채무도 모두 안정적으로 관리되고 있어 구조적인 기업가치 개선을 기대할 수 있다. 건설업종 Top pick 관점을 유지하고, 매수를 추천한다.

3Q24 영업이익 컨센서스 부합

연결기준 3Q24 HDC현산의 매출액은 1.1조원(+5.4% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 475억원(-23.5%, OPM 4.4%)을 기록했다. 영업이익은 컨센서스와 기존 추정치에 부합했다. 건축 부문의 마진 하락으로 전년동기 영업이익은 감소했다.

외주주택 매출액은 6,100억원(-13.5%), GPM은 11.1%(+1.4%p)를 기록했다. 매출 기여가 컸던 올림픽 파크 포레온의 공사가 준공에 가까워지며 매출액은 전년동기대비 감소했다. 마진의 경우 공사비가 급등했던 2022년 착공 물량이 감소(-60%)한 영향으로 방어되고 있다. 자체주택 부문의 매출액은 876억원(+151.7%), GPM은 14.7%(+13.8%)을 기록했다. 청주가경 6단지(4,600억원)와 서산 석립(1,900억원)의 현장의 기성률이 상승하고 있다. 건축 부문 매출액은 2,517억원(+69.0%), GPM은 -1.0%(-6.6%p)를 기록했다. 3Q24 준공한 프로젝트에서 비용 부담이 발생하며 마이너스의 GPM을 기록했다. 건축 부문은 4Q24 고덕 디어반 등 주요 현장의 준공이 예정되어 있어 2025년부터 매출액 감소가 예상된다(-23%).

3Q24 누적 분양 세대는 3,600세대로 4Q24에 6,527세대의 분양이 예정되어 있다. 본래 2024년 예정 분양 세대는 13,218세대였지만 일부 현장의 분양 일정이 2025년으로 이연되며 2024년 총 10,127세대를 공급할 예정이다.

더욱 선명해지는 2025년부터 이익 흐름

2025년 HDC현산의 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 18.6%, 105.5% 증가할 것으로 예상된다. EPS는 전년대비 110% 증가가 예상된다. 이익 체력이 크게 개선될 것으로 예상되는 요인은 서울원 아이파크(광운대 개발 사업) 착공과 수원 아이파크 10~12단지 준공이다. 서울원 아이파크는 11월 착공 및 분양이 예정되어 있다. 분양가는 아직 확정되지 않았지만, 일반 분양 1,856세대에서 2.8조원 수준의 매출이 2028년 7월까지 인식될 것으로 추정된다. GPM의 경우 토지대(6천억원 규모)와 공사비를 감안 시 보수적으로도 20%대 중후반은 무난히 달성할 것으로 예상된다.

2025년 이익 레벨에 더욱 큰 영향을 주는 것은 수원 아이파크 10~12단지로 준공 시점에 매출과 영업이익이 인식되는 현장들이다. 10단지(아파트 128세대)의 입주는 2024년 11월로 4Q24, 1Q25로 약 1,000억원, 11, 12단지(오피스텔 각각 208, 221실)는 2025년 중반 입주로 약 3,500억원의 매출 기여가 예상된다. 수원 아이파크 역시 20%대의 GPM이 기대된다.

Company Brief

Buy (Maintain)

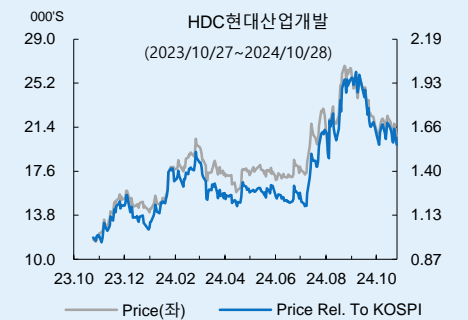
목표주가(12M)	32,000원(유지)
증가(2024.10.28)	20,650원
상승여력	55.0 %

Stock Indicator

자본금	330십억원
발행주식수	6,591만주
시가총액	1,361십억원
외국인지분율	13.2%
52주 주가	11,510~26,700원
60일평균거래량	743,322주
60일평균거래대금	17.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.8	-4.2	16.7	76.5
상대수익률	-6.4	0.2	18.4	63.1

Price Trend



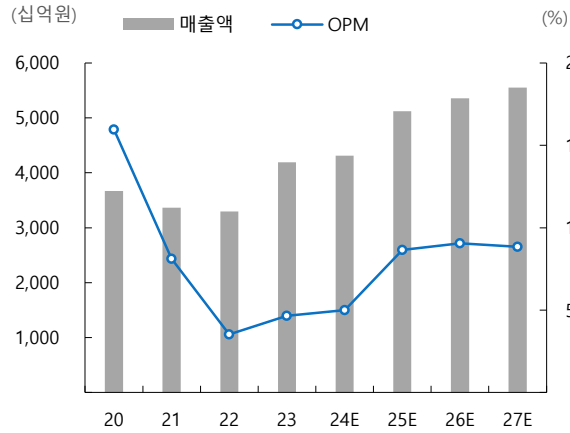
FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	4,191	4,315	5,119	5,358
영업이익(십억원)	195	216	443	485
순이익(십억원)	173	165	349	373
EPS(원)	2,626	2,511	5,290	5,666
BPS(원)	45,640	46,929	51,537	56,521
PER(배)	5.6	8.2	3.9	3.6
PBR(배)	0.3	0.4	0.4	0.4
ROE(%)	5.9	5.4	10.6	10.4
배당수익률(%)	4.8	3.4	3.4	4.8
EV/EBITDA(배)	10.5	7.4	3.9	3.2

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[건설/운송]

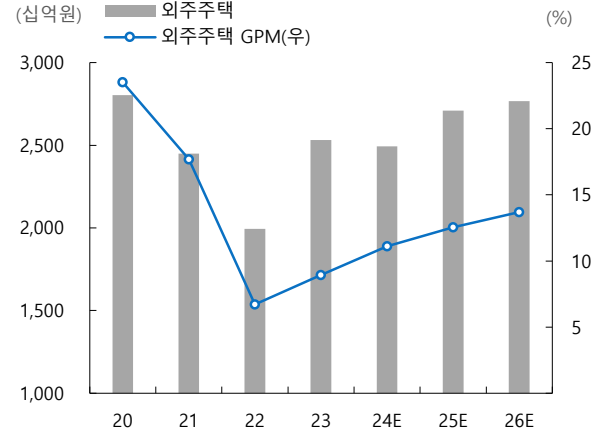
배세호 2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

그림1. HDC현산 매출액 및 영업이익률 추이



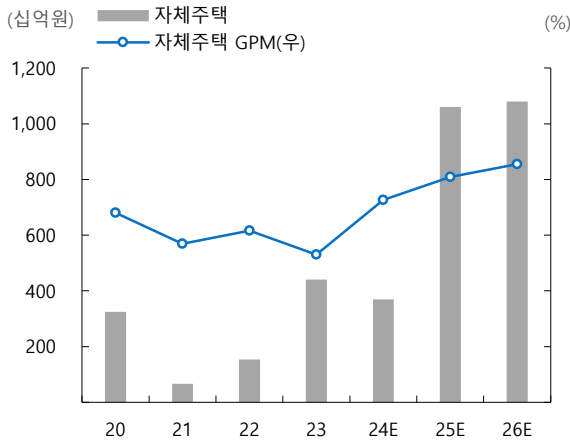
자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

그림2. HDC현대산업개발 외주주택 매출액 추이 전망



자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

그림3. HDC현대산업개발 자체 사업 매출 추이 전망



자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

표1. 서울원 아이파크 개발 사업 개요

	복합용지	상업용지	합계
대지면적	23,511평	5,952평	29,463평
용적률	500%	600%	
연면적	172,034평	57,975평	230,009평
시설규모	총 3,032세대 분양 1,856세대 운영 756세대 공공 409세대 근린생활시설 5,956평	상업시설 16,100평 오피스 15,400평 호텔 4,800평	
사업비	약 4.8조원		
시공비	약 3.7조원		
사업기간	2024년 11월~2028년 7월		

자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

표1. HDC현대산업개발 주요 자체/지분 투자 사업

개발 사업	내용	사업비	진행 상황	착공 시점
광운대 역세권 개발	분양 3,032세대(일반 분양 1,879세대) 상업시설, 오피스 등 개발	4.8조원(시공비 3.7조원)	주택사업 승인	2024년 11월
용산 철도병원 부지	공동주택 602세대 및 근린생활시설	8,300억원(시공비 2,000억원)	건축 심의 통과	2025년 6월
공릉 역세권 개발	공동주택 400여세대 및 오피스	3,800억원	지구단위계획 구역 지정 가결	2025년 7월
북정 역세권 개발	연면적 100만m2 규모 복합시설 개발	총 사업비 11.8조원(HDC현산 출자 10%, 시공 지분 28%)	-	2026년 상반기
잠실 마이스 BTO	총사업비 2.2조원, 업무시설, 문화상업시설 등	2.2조원(HDC그룹 출자 20%, 시공 지분 28%)	-	2026년 상반기

자료: HDC현대산업개발, 언론 보도, iM증권

표2. HDC현대산업개발 3Q24P 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	3Q24P	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		3Q23	YoY %	3Q24E	Diff %	3Q24E	Diff %
매출액	1,089	1,033	5.4	1,099	-0.9	1,110	-1.9
영업이익	47	62	-23.5	49	-2.7	49	-3.2
세전이익	48	83	-42.4	57	-16.0	59	-19.3
지배주주순이익	33	62	-47.4	42	-22.1	43	-24.0
영업이익률	4.4	6.0	-1.6	4.4	-0.1	4.4	0.0
지배주주순이익률	3.0	6.0	-3.0	3.8	-0.8	3.9	-0.9

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표3. HDC현대산업개발 2025E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2025E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2024E	YoY %	2025E	Diff %	2025E	Diff %
매출액	5,119	4,315	18.6	4,812	6.4	5,337	-4.1
영업이익	443	215.7	105.5	369	20.3	412	7.6
세전이익	481	232	107.4	409	17.7	445	8.1
지배주주순이익	349	165	110.7	299	16.5	323	7.9
영업이익률	8.7	5.0	3.7	7.7	1.0	7.7	0.9
지배주주순이익률	6.8	3.8	3.0	6.2	0.6	6.1	0.8

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표4. HDC현대산업개발 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2023E	2025E
매출액	4,315	5,119	4,376	5,337	-1.4	-4.1
영업이익	216	443	227	412	-5.0	7.6
영업이익률	5.0	8.7	5.2	7.7	-0.2	1.0
세전이익	232	481	252	445	-8.0	8.1
지배주주순이익	165	349	182	323	-9.1	7.9
지배주주순이익률	3.8	6.8	4.2	6.0	-0.4	0.8
EPS	2,511	5,290	2,763	4,894	-9.1	8.1
BPS	46,929	51,537	47,781	51,993	-1.8	-0.9
ROE	5.3	10.3	5.8	9.4	-0.5	0.9

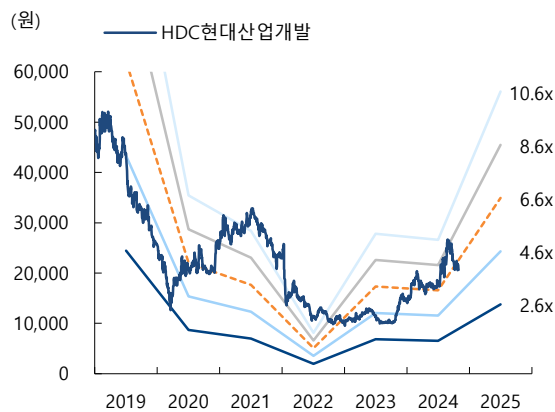
자료: iM증권

표5. HDC현대산업개발 목표주가 Valuation

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	비고
EPS (원)	3,341	2,679	764	2,626	2,511	5,290	5,666	
BPS (원)	41,619	43,659	43,913	45,640	46,929	51,537	56,521	
고점 P/E (배)	7.9	12.3	33.8	6.1				최근 3년 평균: 13.1
평균 P/E (배)	6.3	10.4	17.4	4.4				최근 3년 평균: 8.5
저점 P/E (배)	3.8	7.8	12.8	3.6				최근 3년 평균: 6.1
고점 P/B (배)	0.64	0.75	0.59	0.35				최근 3년 평균: 0.67
평균 P/B (배)	0.50	0.64	0.30	0.25				최근 3년 평균: 0.50
저점 P/B (배)	0.30	0.48	0.22	0.21				최근 3년 평균: 0.34
ROE(%)	8.0	6.1	1.7	5.8	5.3	10.3	10.0	
적용 BPS (원)					50,385			12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.64			최근 3년 P/B 중상단
목표주가 (원)					32,000			Target P/E 6.6배
전일 증가 (원)					20,650			
상승 여력					55.0			

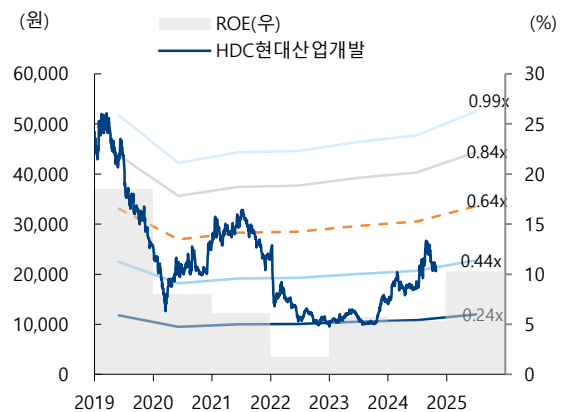
자료: iM증권 리서치본부

그림4. HDC현대산업개발 P/E Band(Implied P/E 6.6x)



자료: HDC현대산업개발, iM증권

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



자료: HDC현대산업개발, iM증권

표6. HDC현대산업개발 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	955	1,087	1,089	1,184	1,122	1,339	1,369	1,289	4,315	5,119	5,358
YoY	-11.1	16.4	5.4	3.0	17.5	23.1	25.8	8.9	3.0	18.6	4.7
자재주택	74	53	87.6	155	155	340	365.0	200	370	1,060	1,080
YoY	-74.2	-14.0	151.7	173.4	108.6	545.2	316.7	29.0	-16.2	186.8	1.9
외주주택	509	670	610.0	704	624	667	687.3	731	2,493	2,710	2,767
YoY	3.6	13.0	-13.5	-5.1	22.4	-0.3	12.7	3.9	-1.5	8.7	2.1
토목	76	83	73	83	103	98	92	114	315	406	451
YoY	59.7	23.2	7.5	-5.8	35.4	18.1	25.1	36.5	16.2	28.8	11.0
건축	223	216	252	174	166	166	161	176	866	670	780
YoY	81.3	63.2	69.0	-10.2	-25.6	-23.2	-35.9	1.0	44.6	-22.7	16.5
해외/기타	72	66	66	67	75	68	64	68	271	274	280
YoY	-41.6	-17.6	-13.7	-1.2	3.2	2.9	-2.9	0.9	-22.1	1.1	2.0
매출총이익	82	113	87	126	123	169	188	194	409	673	726
YoY	-9.0	92.9	-16.6	-0.2	48.7	50.1	114.6	53.1	7.5	64.5	7.8
자재주택	22	9	13	24	27	65	79	43	67	214	231
외주주택	45	80	68	84	78	85	87	90	277	340	379
토목	13	18	12	13	15	16	16	20	56	67	76
건축	-4	3	-3	2	4	6	6	39	-1	54	38
해외/기타	6	2	-3	4	-1	-2	-1	1	10	-2	3
매출총이익률(GPM)	8.6	10.4	8.0	10.7	10.9	12.7	13.7	15.0	9.48	13.1	13.5
자재주택	29.3	17.0	14.7	15.2	17.5	19.1	21.7	21.6	18.2	20.2	21.4
외주주택	8.9	12.0	11.1	11.9	12.5	12.7	12.7	12.3	11.1	12.6	13.7
토목	17.3	21.6	16.4	15.6	14.6	16.1	17.6	17.5	17.8	16.5	16.8
건축	-1.9	1.6	-1.0	1.3	2.1	3.3	4.0	22.0	-0.1	8.1	4.8
해외/기타	8.9	3.4	-4.1	5.6	-1.2	-2.6	-1.9	2.1	3.6	-0.9	1.1
판매관리비	41	59	40	54	48	73	50	58	194	230	241
판매비율(%)	4.3	5.4	3.7	4.5	4.3	5.5	3.7	4.5	4.5	4.5	4.5
영업이익	42	54	47	73	74	96	137	135	216	443	485
YoY	-16.9	839.4	-23.5	-6.0	79.0	78.8	189.4	85.7	10.4	105.5	9.4
영업이익률(OPM)	4.4	5.0	4.4	6.2	6.6	7.2	10.0	10.5	5.0	8.7	9.1
영업외손익	4	9	0	3	12	11	12	4	16	38	30
세전이익	45	63	48	76	86	107	149	139	232	481	515
순이익	30	47	33	55	63	77	108	101	165	349	373
지배주주순이익	30	47	33	55	63	77	108	101	165	349	373
순이익률(%)	-24.9	213.0	-47.4	-0.5	105.2	63.5	230.4	83.3	-4.4	110.7	7.1

자료: Dart, iM증권

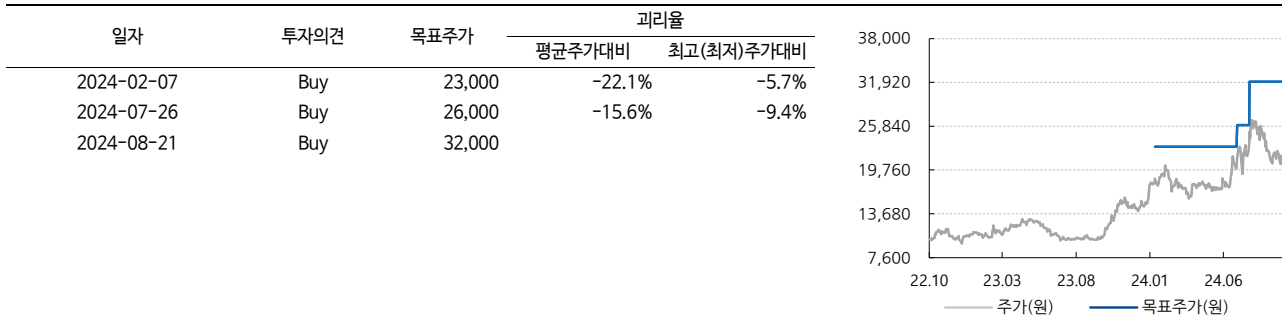
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	4,987	5,734	5,979	6,242	매출액	4,191	4,315	5,119	5,358
현금 및 현금성자산	558	1,188	1,244	1,482	증가율(%)	27.1	3.0	18.6	4.7
단기금융자산	443	408	395	395	매출원가	3,810	3,906	4,446	4,632
매출채권	1,969	2,141	2,074	2,185	매출총이익	381	409	673	726
재고자산	1,507	1,513	1,797	1,659	판매비와관리비	185	194	230	241
비유동자산	2,029	1,903	2,021	2,129	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	484	369	486	594	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	11	-	-	-	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,016	7,637	8,000	8,371	영업이익	195	216	443	485
유동부채	3,148	3,399	3,484	3,551	증가율(%)	67.8	10.4	105.5	9.4
매입채무	236	1,402	1,482	1,396	영업이익률(%)	4.7	5.0	8.7	9.1
단기차입금	1,137	1,292	1,282	1,267	이자수익	95	87	93	93
유동성장기부채	462	294	308	322	이자비용	45	50	50	50
비유동부채	861	1,109	1,084	1,059	지분법이익(손실)	0	-4	-1	-1
사채	249	250	250	250	기타영업외손익	-9	-8	-4	-12
장기차입금	246	494	469	444	세전계속사업이익	237	232	481	515
부채총계	4,008	4,508	4,568	4,610	법인세비용	64	66	132	142
지배주주지분	3,008	3,129	3,432	3,761	세전계속이익률(%)	5.7	5.4	9.4	9.6
자본금	330	330	330	330	당기순이익	173	165	349	373
자본잉여금	1,603	1,603	1,603	1,603	순이익률(%)	4.1	3.8	6.8	7.0
이익잉여금	1,097	1,218	1,522	1,850	지배주주귀속 순이익	173	165	349	373
기타자본항목	-21	-21	-21	-21	기타포괄이익	-6	-10	-10	-10
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	167	155	338	363
자본총계	3,008	3,129	3,432	3,761	지배주주귀속총포괄이익	167	155	338	363

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	640	597	553	725	주당지표(원)				
당기순이익	173	165	349	373	EPS	2,626	2,511	5,290	5,666
유형자산감가상각비	-	64	70	71	BPS	45,640	46,929	51,537	56,521
무형자산상각비	-	3	3	4	CFPS	2,626	3,523	6,396	6,790
지분법관련손실(이익)	0	-4	-1	-1	DPS	700	700	700	1,000
투자활동 현금흐름	-143	-155	-86	-80	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-65	-67	-87	-79	PER	5.6	8.2	3.9	3.6
무형자산의 처분(취득)	-	-	0	0	PBR	0.3	0.4	0.4	0.4
금융상품의 증감	1,019	35	12	-	PCR	5.6	5.9	3.2	3.0
재무활동 현금흐름	-504	190	-66	-71	EV/EBITDA	10.5	7.4	3.9	3.2
단기금융부채의증감	-	15	-1	-2	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-167	14	14	ROE	5.9	5.4	10.6	10.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	4.7	6.5	10.1	10.4
배당금지급	-40	-45	-45	-45	부채비율	133.3	144.1	133.1	122.6
현금및현금성자산의증감	-6	630	56	238	순부채비율	36.3	23.5	19.5	10.8
기초현금및현금성자산	564	558	1,188	1,244	매출채권회전율(x)	2.5	2.1	2.4	2.5
기말현금및현금성자산	558	1,188	1,244	1,482	재고자산회전율(x)	2.7	2.9	3.1	3.1

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 전제, 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%