

# HDC

## 현대산업개발

(294870)

이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**25,000**

유지

현재주가

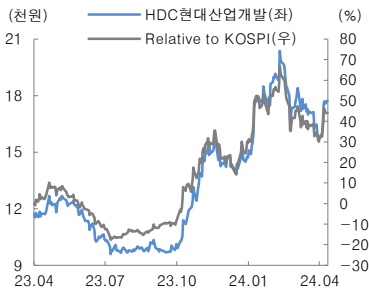
**17,840**

(24.04.29)

건설업종

KOSPI	2687.44
시가총액	1,176십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	330십억원
52주 최고/최저	20,400원 / 9,970원
120일 평균거래대금	64억원
외국인지분율	17.70%
주요주주	HDC 외 7 인 43.01% 국민연금공단 6.55%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.4	-0.7	52.5	48.0
상대수익률	4.6	-7.6	30.7	37.8



## 속이 짝 찬 성장 시작

- 연결 영업이익 416억원(-17.0% yoy) 기록, 시장 컨센서스 하회
- 자체사업 수익성은 좋았지만, 일반건축 돌관공사 비용 증가 영향
- 하반기로 갈 수록 성장할 수밖에 없는 구조, 재무구조 개선도 병행 중

### 투자의견 매수, 목표주가 25,000원 유지

목표주가는 2024E BPS 48,084원에 타깃 PBR 0.53배 적용. 타깃 PBR은 24E ROE를 기준으로 PBR-ROE 방식으로 산출한 이론 PBR을 20% 할인

### 1Q24 Review 돌관공사 비용 반영으로 기대치 하회

1Q24 연결 실적은 매출액 9,554억원(-16.9% yoy), 영업이익 416억원(-17.0% yoy), OPM 4.4%(-0.3%p) 기록. 잠정치는 시장 컨센서스를 하회

자체주택 원가율이 78.1%로 상당히 양호했음에도, 매출비중이 커진 일반건축 부문에서 의왕 스마트시티 및 5월 입주예정 사업장 돌관공사 진행에 따른 비용 증가로 원가율이 101.9%까지 상승함에 따라 이익이 시장 전망 대비 부진했던 것으로 파악. 다만, 주택원가율이 안정화된 모습을 보이고 있어, 2분기부터는 외주사업 공정 진행률 상승과 더불어 수익성도 점진적 개선이 나타날 전망

1분기 수주는 1.72조원으로 연간 계획 대비 35.5% 달성. 약 1.26조원 규모의 복정 역세권 개발사업이 추가되었으며, 해당 사업장은 '26년 초 착공 예정

### 속이 짝 찬 성장 시작

1분기 시작이 다소 저조했으나, 자체주택 사업의 높은 수익성을 재확인했으며, 1) 안정화된 수익성 기반 외주주택 매출 상승, 2) 하반기 H1 프로젝트(광운대역 세권개발) 착공을 비롯하여 자체주택(청주가경, 서산석림) 매출 비중 상승 등을 근거로 볼 때 실적 성장판은 이제 본격적으로 열렸다고 봐도 충분

차입금 증가 없이 공사미수금 회수로 현금성자산 확보 중이며, 미착공 도급 PF 규모는 3,495억원으로 현금성자산 대비 낮음. 운용 예금 확대 및 차입금 규모 관리를 통해 올해 연말 기준 순차입금을 0.5조원으로 전년대비 절반까지 낮출 계획

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	1Q24				2Q24			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,075	1,149	931	955	-11.1	-16.9	964	1,097	17.5	14.8
영업이익	50	77	54	42	-16.9	-46.3	48	65	1,037.2	56.6
순이익	41	55	46	30	-24.8	-44.7	40	56	271.8	84.6

자료: HDC현대산업개발, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,298	4,191	4,449	5,284	5,615
영업이익	116	195	252	405	434
세전순이익	121	237	277	429	458
총당기순이익	50	173	205	324	345
지배지분순이익	50	173	205	324	345
EPS	764	2,626	3,111	4,910	5,240
PER	13.1	5.6	5.7	3.6	3.4
BPS	43,913	45,640	48,084	52,316	56,875
PBR	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
ROE	1.7	5.9	6.6	9.8	9.6

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	4,353	5,055	4,449	5,284	2.2	4.5
판매비와 관리비	187	214	190	222	1.7	4.1
영업이익	265	342	252	405	-4.7	18.3
영업이익률	6.1	6.8	5.7	7.7	-0.4	0.9
영업외손익	37	35	24	24	-35.0	-31.1
세전순이익	302	377	277	429	-8.4	13.7
지배지분순이익	218	274	205	324	-6.1	18.2
순이익률	5.0	5.4	4.6	6.1	-0.4	0.7
EPS(지배지분순이익)	3,315	4,154	3,111	4,910	-6.1	18.2

자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

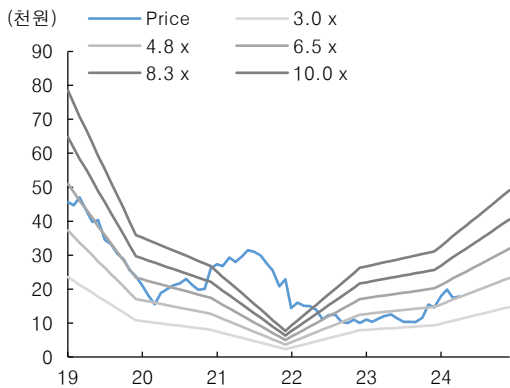
표 1. HDC 현대산업개발 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
BPS	48,084	HDC 현대산업개발 2024E BPS
Target PBR	0.53	적정 PBR 을 20% 할인 적정 PBR = (ROE-g) / (COE-g) 1) HDC 현대산업개발 24E ROE: 6.64% 2) 영구성장률(g): 1.33% 3) 자기자본비용: 9.38% (Rf: 4.0%, Rm: 10%, 104주베타 0.90)
적정주가	25,374	BPS * Target PBR
목표주가	25,000	25,374 ≈ 25,000
현재주가	17,840	
현재 PBR	0.39	
상승여력(%)	40.1	

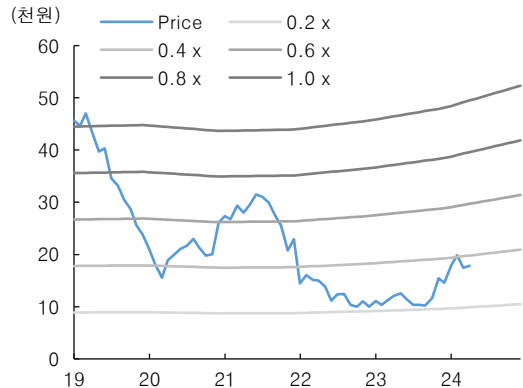
자료: 대신증권 Research Center

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)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
<b>연결 매출액</b>	<b>(십억원)</b>	<b>1,075</b>	<b>934</b>	<b>1,033</b>	<b>1,149</b>	<b>931</b>	<b>1,084</b>	<b>1,153</b>	<b>1,184</b>	<b>4,191</b>	<b>4,353</b>
YoY	(%)	-13.4	16.1	11.6	3.1	13.8	17.7	12.2	20.4	27.1	3.9
QoQ	(%)	-19.0	16.5	6.3	2.7	-10.6	20.5	1.4	10.1		
자재주택	(십억원)	320	97	68	100	55	127	161	91	585	434
외주주택	(십억원)	460	557	672	699	590	641	636	680	2,387	2,547
토목	(십억원)	48	67	68	89	59	97	101	132	271	388
일반건축	(십억원)	123	133	149	194	156	153	184	205	599	697
해외	(십억원)	15	9	18	27	29	31	39	48	69	148
기타	(십억원)	105	65	40	42	38	32	28	26	251	124
연결증속	(십억원)	4	6	19	-1	4	4	4	3	28	15
<b>연결 매출총이익</b>	<b>(십억원)</b>	<b>91</b>	<b>59</b>	<b>105</b>	<b>127</b>	<b>94</b>	<b>113</b>	<b>120</b>	<b>124</b>	<b>381</b>	<b>451</b>
GPM	(%)	8.4	6.3	10.1	11.0	10.1	10.4	10.4	10.5	9.1	10.4
자재주택	(십억원)	41	16	3	11	6	14	18	10	71	49
외주주택	(십억원)	37	53	67	60	51	55	55	60	216	221
토목	(십억원)	1	3	12	19	10	16	17	22	35	65
일반건축	(십억원)	-9	-3	8	21	13	12	15	17	17	57
해외	(십억원)	2	-24	3	3	4	4	5	6	-16	19
기타	(십억원)	13	7	6	5	5	4	3	3	31	15
연결증속	(십억원)	5	7	6	7	6	7	6	5	26	25
<b>연결 영업이익</b>	<b>(십억원)</b>	<b>50</b>	<b>6</b>	<b>62</b>	<b>77</b>	<b>54</b>	<b>66</b>	<b>71</b>	<b>74</b>	<b>195</b>	<b>265</b>
YoY	(%)	-153.2	-91.4	-10.8	4.3	7.4	1,055.2	14.6	-5.0	67.8	35.5
QoQ	(%)	-32.6	-88.6	981.8	24.9	-30.6	23.2	7.3	3.6		
OPM	(%)	4.7	0.6	6.0	6.7	5.8	6.1	6.2	6.2	4.7	6.1
<b>연결 지배순이익</b>	<b>(십억원)</b>	<b>41</b>	<b>15</b>	<b>62</b>	<b>55</b>	<b>46</b>	<b>55</b>	<b>59</b>	<b>58</b>	<b>173</b>	<b>218</b>
YoY	(%)	-153.7	-77.5	114.8	85.6	12.7	264.8	-5.0	6.0	243.6	26.2
QoQ	(%)	36.4	-62.7	310.8	-11.3	-17.2	20.9	6.9	-1.0		
NIM	(%)	3.8	1.6	6.0	4.8	4.9	5.1	5.1	4.9	4.1	5.0
<b>[수주잔고]</b>											
수주잔고	(십억원)	30,470	30,231	29,884	30,405	30,422	30,614	30,756	31,204	30,405	31,204
YoY	(%)	-8.4	-2.3	-3.4	-3.9	-0.2	1.3	2.9	2.6	-3.9	2.6

자료: HDC 현대산업개발, 대신증권 Research Center

24년 공급 계획

(단위: 세대, %)

구분	사업지명	지역	세대수			분양률	비고
			도시정비		자체/ 민간수주		
			조합	일반			
1Q	서산센트럴아이파크	기타 지방			410	100%	자체
	이문아이파크자이(이문3구역)(오피스텔)	서울		328		63%	도시정비
	창원신월2구역	기타 지방	1,473			99%	도시정비
1Q 소계			1,473	328	410		
2Q	대구 범어우방1차	광역시		173	511		도시정비
	광주운암주공3단지	광역시		120		도시정비	
	익산 부송4지구 IPARK	기타 지방				민간수주	
	한양연립가로주택정비	서울	108	68		도시정비	
	흥은13구역	서울		409		도시정비	
	창원신월2구역	기타 지방		36		도시정비	
2Q 소계			108	806	511		
3Q	시티오씨엘 6단지	인천/경기			694		자체
	천안성성5지구	기타 지방			1,167		민간수주
	광운대 역세권	서울			1,879		자체
3Q 소계					3,740		
4Q	안양 역세권	인천/경기	254	238	1,282		도시정비
	제기1구역	서울	224	82		도시정비	
	대구 범어우방2차	광역시		92		도시정비	
	방화6구역	서울	255	282		도시정비	
	잠실진주	서울	622	338		도시정비	
	천안성성6지구(천안부대1지구)	기타 지방				민간수주	
	안양박달신한	인천/경기	373			도시정비	
	광주학동4	광역시		1,445		도시정비	
곤지암역세권	인천/경기			355		자체	
4Q 소계			1,728	2,477	1,637		
<b>총계</b>				<b>13,218</b>			

자료: HDC 현대산업개발, 대신증권 Research Center

부동산 PF 우발부채 현황

(단위: 십억원, %)

도급사업							
구분	사업지	지역	금액 (십억원)	분양률	만기	비고	
미착공	본 PF 미완료	천안부성 6지구	기타 지방	45	-	2024년 2월	차환 예정
		천안부대 1지구	기타 지방	105	-	2024년 4월	'24년 12월 분양
		천안성성 5지구	기타 지방	63	-	2024년 4월	'24년 9월 분양
		천안성성 5지구	기타 지방	75	-	2024년 7월	'24년 9월 분양
		천안부성 6지구	기타 지방	14	-	2024년 8월	차환 예정
		천안부대 1지구	기타 지방	47	-	2024년 12월	'24년 12월 분양
미착공 소계			349				
착공	본 PF 미완료	익산부송 4지구	기타 지방	49	-	2024년 1월	'24년 하반기 본 PF 추진
		강릉 오션시티 아이파크	기타 지방	26	85%	2024년 3월	'24년 상반기 본 PF 추진
	본 PF 완료	고덕 IPARK 디어반(중도금)	서울	139	100%	2024년 1월	차환 예정
		의왕 스마트시티	수도권	50	100%	2024년 7월	
		경산 IPARK 1차	기타 지방	44	100%	2024년 7월	
		포항 IPARK	기타 지방	17	94%	2024년 10월	
		고덕 IPARK 디어반(중도금)	서울	140	100%	2025년 2월	
		고덕 IPARK 디어반	서울	153	100%	2025년 4월	
		서울숲 IPARK 리버포레 1차	서울	231	100%	2025년 5월	
		논산 아이파크	기타 지방	14	99%	2025년 5월	
		청라 국제도시 IPARK	수도권	34	100%	2025년 10월	
		서울숲 IPARK 리버포레 2차	서울	127	100%	2025년 10월	
		음성 본성지구	기타 지방	41	72%	2026년 1월	
		군산 호수공원 2차	기타 지방	50	60%	2026년 6월	
착공 소계			1,115				
<b>합계</b>			<b>1,464</b>				
정비사업							
구분	사업지	지역	금액 (십억원)	분양률	만기	비고	
미착공	본 PF 완료	방화6구역	서울	103	-	2025년 12월	'24년 7월 착공, 10월 일반분양
		가야1구역	광역시	6	-	2028년 12월	'25년 6월 착공
미착공 소계			108				
착공	본 PF 완료	아시아드레이크아운티	광역시	139	100%	2024년 3월	'24년 4월 상환완료 24년 4월 일반분양 24년 10월 일반분양 24년 9월 일반분양
		구미아이파크더샵	기타 지방	40	100%	2024년 5월	
		범어우방1차	광역시	110	-	2024년 6월	
		범어우방2차	광역시	24	-	2024년 12월	
		흥은13구역	서울	157	-	2025년 1월	
		보문센트럴아이파크	서울	59	100%	2025년 3월	
		광명센트럴아이파크	수도권	221	100%	2025년 7월	
		잠실진주	서울	84	-	2025년 12월	
DMC 가재울아이파크	서울	55	100%	2026년 5월	24년 11월 일반분양		
착공 소계			718				
<b>합계</b>			<b>826</b>				

자료: HDC 현대산업개발, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

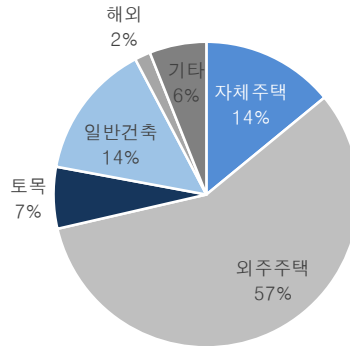
- HDC 그룹 계열 종합 건설회사로서, 전통적으로 자체개발사업 비중이 높은 국내 디벨로퍼 업체
- '아이파크(PARK)' 브랜드를 바탕으로 주택/건축 사업을 영위
- 자산 7조 163억원, 부채 4조 83억원, 자본 3조 80억원
- 발행주식 수: 65,907,330주 / 자기주식수: 1,738,000주

주가 변동요인

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

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2023년 12월 기준  
 자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

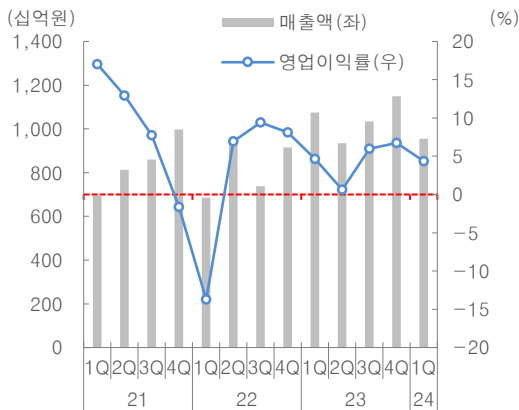
매출 비중 현황



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

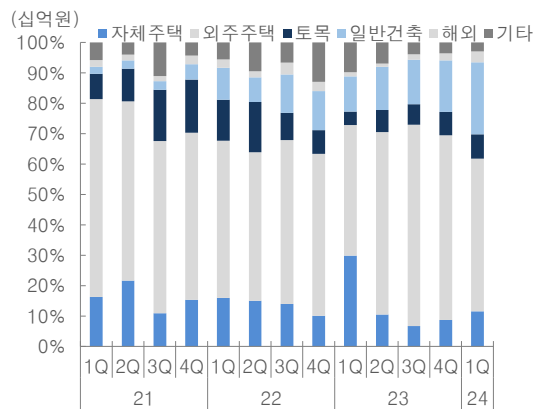
Earnings Driver

별도 매출액 추이



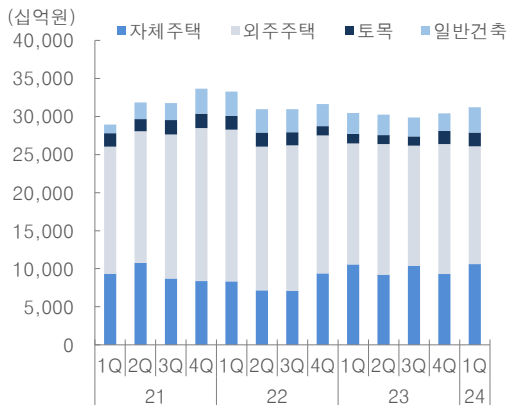
자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

사업별 매출액 비중 추이



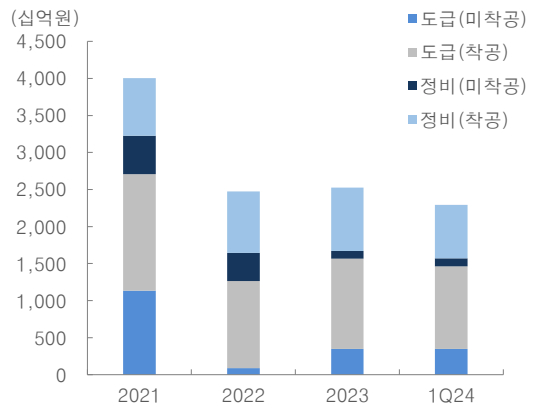
자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

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	4,449	5,284	5,615
매출원가	2,982	3,810	4,007	4,657	4,946
매출총이익	316	381	442	627	669
판매비와관리비	200	185	190	222	235
영업이익	116	195	252	405	434
영업이익률	3.5	4.7	5.7	7.7	7.7
EBITDA	163	255	304	458	489
영업외손익	5	42	24	24	24
관계기업손익	8	0	4	4	4
금융수익	107	97	89	88	87
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-63	-47	-48	-45	-44
외환관련손실	0	1	0	0	0
기타	-48	-9	-20	-23	-23
법인세비용차감전순손익	121	237	277	429	458
법인세비용	-71	-64	-72	-105	-112
계속사업순손익	50	173	205	324	345
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	50	173	205	324	345
당기순이익률	1.5	4.1	4.6	6.1	6.2
비재배분순이익	0	0	0	0	0
재배분순이익	50	173	205	324	345
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	-1	1	-1	1
포괄순이익	56	167	211	317	352
비재배분포괄이익	0	0	0	0	0
재배분포괄이익	56	167	211	317	352

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	764	2,626	3,111	4,910	5,240
PER	13.1	5.6	5.7	3.6	3.4
BPS	43,913	45,640	48,084	52,316	56,875
PBR	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
EBITDAPS	2,466	3,870	4,612	6,955	7,425
EV/EBITDA	7.7	8.4	7.8	5.4	4.9
SPS	50,045	63,586	67,510	80,176	85,203
PSR	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
CFPS	4,649	6,467	7,269	9,573	10,035
DPS	600	700	700	700	700

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	-20	27.1	6.2	18.8	6.3
영업이익 증가율	-57.4	67.8	29.2	60.3	7.2
순이익 증가율	-71.5	244.3	18.6	57.8	6.7
수익성					
ROC	3.0	7.8	9.7	14.5	14.3
ROA	1.7	2.7	3.6	5.7	5.8
ROE	1.7	5.9	6.6	9.8	9.6
안정성					
부채비율	152.8	133.3	119.2	111.3	102.8
순차입금비율	20.3	39.5	38.2	37.6	32.3
이자보상배율	1.8	4.3	5.3	9.2	9.9

자료: HDC 현대산업개발, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	5,443	4,987	4,910	5,243	5,552
현금및현금성자산	564	558	598	619	729
매출채권 및 기타채권	1,447	1,969	2,068	2,173	2,281
재고자산	1,575	1,507	1,600	1,901	2,020
기타유동자산	1,866	953	644	550	522
비유동자산	1,894	2,029	2,037	2,043	2,049
유형자산	441	484	499	512	523
관계기업투자금	71	71	75	79	83
기타비유동자산	1,382	1,474	1,463	1,453	1,444
자산총계	7,336	7,016	6,946	7,286	7,601
유동부채	3,459	3,148	3,153	3,193	3,208
매입채무 및 기타채무	1,099	1,117	1,132	1,179	1,197
차입금	1,512	1,137	1,137	1,137	1,137
유동성채무	349	462	462	462	462
기타유동부채	499	431	422	415	411
비유동부채	975	861	625	645	645
차입금	645	495	259	279	279
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	331	365	365	365	365
부채총계	4,434	4,008	3,777	3,838	3,853
자배지분	2,894	3,008	3,169	3,448	3,748
자본금	330	330	330	330	330
자본잉여금	1,605	1,603	1,603	1,603	1,603
이익잉여금	974	1,097	1,257	1,536	1,837
기타지분변동	-14	-22	-21	-21	-21
비재배지분	8	0	0	0	0
자본총계	2,902	3,008	3,169	3,448	3,748
순차입금	588	1,187	1,210	1,296	1,211

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-1,735	640	1,006	950	1,128
당기순이익	0	0	205	324	345
비현금항목의 가감	256	253	274	307	316
감가상각비	46	60	52	54	56
외환손익	0	-1	0	0	0
지분법평가손익	-8	0	-4	-4	-4
기타	219	195	226	257	264
자산부채의 증감	-1,971	222	557	381	535
기타현금흐름	-21	165	-31	-62	-69
투자활동 현금흐름	1,271	-143	240	24	-41
투자자산	-13	-19	-4	-4	-4
유형자산	-82	-65	-65	-65	-65
기타	1,366	-59	308	93	28
재무활동 현금흐름	677	-504	-321	-65	-85
단기차입금	644	-367	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	585	468	-236	20	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-40	-40	-45	-45	-45
기타	-512	-565	-40	-40	-40
현금의 증감	213	-6	40	21	110
기초 현금	351	564	558	598	619
기말 현금	564	558	598	619	729
NOPLAT	48	142	187	305	327
FCF	10	136	174	294	318

[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 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

**HDC현대산업개발(294870) 투자의견 및 목표주가 변경 내용**

제시일자	24.04.30	24.03.29
투자의견	Buy	Buy
목표주가	25,000	25,000
과리율(평균%)		(32.16)
과리율(최대/최소%)		(28.64)

**투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240427)**

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	93.6%	6.4%	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

제시일자	투자의견	목표주가	과리율(평균%)	과리율(최대/최소%)
제시일자	투자의견	목표주가	과리율(평균%)	과리율(최대/최소%)
제시일자	투자의견	목표주가	과리율(평균%)	과리율(최대/최소%)