

HDC현대산업개발 (294870)

COMPANY REPORT

Company Analysis | 건설/건자재 | 2024. 8.30

펀더멘탈, 자산가치, 금리의 3박자

멀리 바라볼수록 더 높아지는 이익 체력

HDC현대산업개발의 핵심 대형 개발사업인 광운대역세권의 11월 분양이 임박한 가운데, 고마진 사업장의 이익 반영과 추가 개발사업들의 이익 기여 기대감에 따라 HDC현대산업개발의 주가 상승이 가파르다. 그 밖에 2025년 인도기준으로 인식 예정인 수원 아이파크시티, 2027년초까지 진행기준으로 인식되는 청주가경 6단지와 서산센트럴아이파크 등의 추가 자체사업 이익 기여로 Peers대비 차별화되는 이익 흐름이 나타날 것으로 기대된다. 최근 주가 반등에도 HDC현대산업개발의 2026년 예상 이익 기준 PER은 여전히 2X에 그친다. 외주주택의 매출과 이익 역시 Peers와는 차별화되는 실적이 확인되고 있으며, 금년도 올림픽파크포레온 준공 이후에도 수도권 도시정비사업을 필두로 한 보유 우량 수주잔고를 통해 매출 방어가 가능할 것으로 기대되는 점 역시 긍정적이다.

순차적인 개발사업 가시화, 열려있는 밸류에이션 상방

HDC현대산업개발에 대해 목표주가 36,000원, 투자의견 Buy를 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 본격적인 자체 이익이 반영되는 2025~2026년 예상평균 BPS에 업종 목표배수 0.5X에서 HDC현대산업개발의 자체사업 어닝 파워를 고려, 30% 프리미엄을 적용하여 산정했다. 이는 업종 평균 PER에서 30%를 할증한 수준과 동일하다. 향후 금리 인하에 따른 사업성 증가와 현금수지의 개선, 업종 동반 리레이팅 및 자산가치의 영업가치 전환에 따른 이익 기여 등을 고려할 때 현 시점에서 밸류에이션 업사이드는 열려있다고 판단된다. 2013~2016년도의 금리 하락과 우호적인 정책기조 속에 건설 빅사이클이 도래했을 당시를 돌아보면, 결국 주택 악스포저가 높으면서 자체사업 비중이 많아 상대적으로 ROE가 Peers대비 높았던 HDC현대산업개발이 시장을 아웃퍼포먼스 했었다. 그 때와 매크로 조건이 같진 않지만, 궁극적으로 금리의 시선에 대응한다면 지금의 HDC현대산업개발이 편안한 정답이 되겠다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,298	4,191	4,407	4,919	5,130
영업이익	116	195	237	411	479
세전이익	121	237	279	455	527
순이익	50	173	188	335	387
EPS (원)	764	2,626	2,857	5,079	5,872
증감률 (%)	-71.5	243.6	8.8	77.7	15.6
PER (X)	13.1	5.6	8.9	5.3	1.7
PBR (X)	0.2	0.3	0.5	0.5	0.2
EV/EBITDA (%)	6.9	4.9	9.0	4.9	0.9
영업이익률 (%)	3.5	4.7	5.4	8.4	9.3
EBITDA 마진 (%)	3.6	4.7	5.4	8.4	9.4
ROE (%)	1.7	5.9	6.1	10.2	10.7
부채비율 (%)	152.8	133.3	115.7	108.6	99.4

주: HDC현대산업개발, IFRS 연결 기준, LS증권 리서치센터

Analyst 김세련
sally.kim@ls-sec.co.kr

Buy (Initiate)

목표주가 (신규)	36,000 원
현재주가	26,350 원
상승여력	36.6%

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (08/29)	2,662.28 pt
시가총액	17,367 억원
발행주식수	65,907 천주
52 주 최고가/최저가	26,700 / 10,050 원
90 일 일평균거래대금	126.91 억원
외국인 지분율	14.5%
배당수익률(24.12E)	2.7%
BPS(24.12E)	48,502 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 19.3% 6 개월 31.9% 12 개월 149.8%

주주구성	허창수 (외 17인)	43.0%
	국민연금공단 (외 1인)	7.4%
	자사주 (외 1인)	0.8%

Stock Price



HDC현대산업개발에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 36,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 이는 HDC현대산업개발의 핵심 자체사업인 광운대 역세권 개발의 본격적인 매출 반영 시점을 고려하여 2025~2026년 예상 평균 BPS, EPS에 업종 목표배수 또는 업종 평균 배수에서 30%를 할증 적용한 값이다.

다만 Sum-of-the-parts에 의한 기업가치의 경우는 보수적으로 당해년도 예상 순차입금을 적용한만큼, 1) 순차적인 입주에 따른 영업현금수지 개선 또는 2) 용산병원부지 (총사업비 8,300억원), 공릉역세권부지 (총사업비 3,800억원) 개발에 따른 자산가치에서 영업가치로의 전환, 3) 금리 인하에 따른 업종 멀티플 리레이팅을 고려하면 추가적인 벨류에이션 업사이드가 열려있다고 판단된다.

HDC현대산업개발의 YTD 주가수익률이 큰 폭으로 상승한 시점이나, 2025년 착공이 예정되어 있는 추가 개발사업들의 실적 반영과 분양시장 호조에 따른 추가 마진 개선 가능성을 고려할 때 2조원도 채 되지 않는 시가총액은 여전히 부담없는 구간으로 판단하고 있다.

표1 멀티플에 따른 목표주가 산정

	2023	2024E	2025E	2026E
BPS (원)	45,468	47,634	52,017	57,187
BPS 증가율 (%)	4.0	4.8	9.2	9.9
PBR (X)	0.32	0.53	0.51	0.18
ROE (%)	5.9	6.1	10.2	10.7
적용 BPS (원)	54,602	광운대역세권 본격 이익 반영되는 2025~2026년 예상 평균 BPS		
Target Multiple (X)	0.65	건설주 목표배수 0.45X에서 자체 이익기여 고려 30% 할증		
목표주가 (원)	36,000			
	2023	2024E	2025E	2026E
EPS (원)	2,626	2,857	5,079	5,872
EPS 증가율 (%)	243.6	8.8	77.7	15.6
PER (X)	5.56	8.94	5.26	1.71
적용 EPS (원)	5,475	광운대역세권 본격 이익 반영되는 2025~2026년 예상 평균 BPS		
Target Multiple (X)	6.5	건설업종 평균 PER 5X에서 자체 이익기여 고려 30% 할증		
목표주가 (원)	36,000			
현재주가 (원, 8/29)	26,350			
Upside (%)	36.6			

자료: LS증권 리서치센터

표2 Sum-of-the-parts에 따른 HDC 현대산업개발 적정 주당 NAV 비교

항목	(십억원)	비고
(A) HDC 현대산업개발 영업가치	2,325	
2025~2026E EBITDA	447	
Multiple (X)	5.2	섹터 EV/EBITDA 4X에서 30% 할증 적용
(B) HDC 현대산업개발 자산가치	525.7	공시지가에서 30% 할인
보유 토지	751	보유토지 합산 2Q24 공시지가
(C) 2024년 예상 순차입금	478.1	보수적 가정을 위한 2024년 순차입금 적용
(D) NAV (A+B-C)	2,372.7	
발행주식수 (천 주)	65,907	
주당 NAV (원)	36,000	

자료: LS증권 리서치센터

HDC현대산업개발은 금년 11월부터 광운대역세권 개발사업 (총 사업비 4.5조원, 분양매출 2.8조원)의 분양이 예상되어 있으며, 내년 인도기준으로 인식 예정인 수원아이파크시티와 광운대역세권의 본격적 매출 반영, 청주가경 6단지와 서산센트럴아이파크 등의 추가 자체 사업 이익 기여로 Peers대비 차별화되는 이익 흐름이 나타날 것으로 기대된다.

표3 HDC 현대산업개발 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E
매출액	4,191	4,407	4,919	1,075	934	1,033	1,149	955	1,087	1,093	1,272
자체주택	441	361	1,165	288	61	35	57	74	53	75	160
비중 (%)	10.5	8.2	23.7	26.8	6.6	3.4	4.9	7.8	4.8	6.8	12.5
외주주택	2,531	2,577	2,608	492	593	705	742	509	670	659	739
토목	271	314	323	48	67	68	89	76	83	75	81
건축	599	875	538	123	133	149	194	223	216	221	214
Sales Growth (YoY %)	32.8	7.4	12.3	52.0	0.9	45.8	41.3	-7.1	19.6	7.7	10.4
자체주택	187.8	-18.1	222.4	583.4	-6.7	5.5	357.3	-74.2	-14.0	115.0	181.3
외주주택	26.9	1.8	1.2	17.2	8.8	51.5	31.3	3.6	13.0	-6.4	-0.4
토목	-29.8	15.8	2.9	-48.2	-57.5	3.2	24.6	59.7	23.2	10.0	-8.9
건축	67.3	46.2	-38.5	71.4	71.2	61.8	66.5	81.5	63.2	48.6	10.3
매출총이익	322	384	570	91	59	105	127	82	113	110	137
매출총이익률 (%)	7.7	8.7	11.6	8.4	6.3	10.1	11.0	8.6	10.4	10.1	10.8
자체주택	13.3	20.2	23.2	13.5	16.6	0.9	16.0	29.3	17.0	17.2	18.4
외주주택	8.9	11.1	10.7	8.0	9.5	9.7	8.4	8.9	12.0	11.2	11.7
토목	12.9	16.7	15.2	2.6	4.0	18.1	21.1	17.3	21.6	13.1	14.5
건축	2.8	2.6	3.8	-7.5	-2.0	5.6	10.6	-1.9	1.6	5.2	5.6
판관비	185	205	216	41	53	43	49	41	59	50	55
판관비율 (%)	4.4	4.7	4.4	3.8	5.7	4.1	4.3	4.3	5.4	4.6	4.3
영업이익	195	237	411	50	6	62	77	42	54	60	82
영업이익률 (%)	4.7	5.4	8.4	4.7	0.6	6.0	6.7	4.4	4.9	5.5	6.5
(YoY %)	67.8	21.5	73.1	흑전	-91.4	-10.8	4.3	-17.0	838.4	-3.6	6.0
당기순이익	173	188	335	41	15	62	55	30	47	49	61
순이익률 (%)	4.1	4.3	6.8	3.8	1.6	6.0	4.8	3.2	4.4	4.5	4.8
YoY %	243.6	8.8	77.7	흑전	-77.5	114.8	85.6	-24.9	213.0	-21.0	11.1

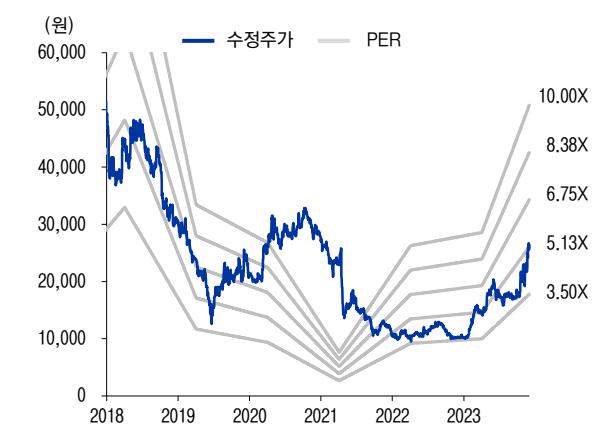
자료: HDC현대산업개발, LS증권 리서치센터

그림1 HDC 현대산업개발 12M Forward PBR Band 차트



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림2 HDC 현대산업개발 12M Forward PER Band 차트



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

과거 시장대비, 또는 업종대비 HDC현대산업개발이 아웃퍼폼한 시점은 2012~2016년도의 금리 하락과 부동산 회복 사이클임에는 분명하다. 물론 당분간의 부동산 시장이 당시와 같은 정책 기조, 기준금리의 큰 폭의 하락과 지방 부동산 빅사이클까지 기대하기는 어렵다. 그러나 Peers와는 차별화되는 수도권 대형 개발사업의 본격화와 보유 랜드뱅크의 빠른 가치화는 여전히 HDC현대산업개발을 현 사이클에서 투자하게 하는 중요한 메리트가 된다. 서울/수도권과 지방 부동산의 회복 속도가 양극화되는 지금 상황에서는 되려 서울/수도권 부동산 개발사업 비중이 높은 HDC현대산업개발이 안전한 선택이 될 수 있겠다. 펀더멘탈, 금리 모멘텀, 랜드뱅크 가치를 고려할 때 장기적이고 점진적인 주가 우상향이 기대되는 시점이다.

표4 연도별/종목별 연간 수익률 비교

연도	종목/지수별 연간 수익률 (%)						
	HDC 현산	KOSPI	현대건설	건설업	한샘	삼성 E&A	GS 건설
2012	25.9	9.4	0.6	-11.3	-11.7	-16.8	-38.1
	171.2	7.2	0.7	-13.3	-16.4	-46.8	-60.1
2014	127.6	66.8	-4.8	-8.5	-17.6	-30.6	-42.6
	102.2	2.4	0.3	-9.2	-15.1	-32.2	-38.4
2016	47.1	32.5	11.8	3.1	2.4	-16.4	-17.3
	현대건설	GS 건설	HDC 현산	KOSPI	건설업	한샘	삼성 E&A

자료: FnGuide, LS증권 리서치센터 / 주: 과거 분할전 현대산업 수익률을 기준으로 함

표5 업종 주요 지표 및 뱐류에이션 연도별 추이

연도/지표	유가 (달러/배럴)	업종 ROE (%)	업종 PBR (X)	기준금리 (%)	주택담보대출금리 (%)	아파트가격변동률 (%)
2010	89	10.0	1.59	2.50	5.0	-1.4
2011	105	11.4	1.34	3.25	4.9	0.9
2012	107	7.7	1.21	2.75	4.6	-4.6
2013	108	-3.4	1.08	2.50	3.9	-0.4
2014	54	2.7	0.89	2.00	3.6	3.4
2015	32	6.6	0.75	1.50	3.0	6.6
2016	54	2.6	0.90	1.25	2.9	5.2
2017	64	7.4	0.80	1.50	3.3	7.1
2018	52	14.1	1.00	1.75	3.4	12.8
2019	65	10.0	0.72	1.25	2.7	6.3
2020	50	7.6	0.90	0.50	2.5	20.8
2021	76	10.2	0.74	1.00	2.9	19.2
2022	79	9.5	0.49	3.25	4.2	-4.5
2023	77	6.3	0.48	3.50	4.4	-4.2
2024	75	7.0	0.47	3.50	3.9	0.5

자료: Bloomberg, FnGuide, 한국은행, 부동산114, LS증권 리서치센터

HDC 현대산업개발 (294870)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,443	4,987	4,708	5,372	6,507
현금 및 현금성자산	564	558	69	262	772
매출채권 및 기타채권	1,447	1,969	2,071	2,291	2,811
재고자산	1,575	1,507	1,585	1,769	1,845
기타유동자산	1,856	953	983	1,050	1,080
비유동자산	1,894	2,029	2,099	1,807	1,039
관계기업투자등	1,440	1,534	1,512	1,214	440
유형자산	441	484	575	581	586
무형자산	13	11	12	12	12
자산총계	7,336	7,016	6,807	7,179	7,546
유동부채	3,459	3,148	3,288	3,379	3,408
매입채무 및 기타채무	1,099	1,117	1,304	1,411	1,457
단기금융부채	1,512	1,137	1,097	1,077	1,057
기타유동부채	848	894	888	891	894
비유동부채	975	861	364	359	354
장기금융부채	67	67	68	68	69
기타비유동부채	909	794	296	290	285
부채총계	4,434	4,008	3,652	3,738	3,762
지배주주지분	2,894	3,008	3,151	3,440	3,781
자본금	330	330	330	330	330
자본잉여금	1,605	1,603	1,603	1,603	1,603
이익잉여금	974	1,097	1,240	1,528	1,869
비지배주주지분(연결)	8	0	4	2	3
자본총계	2,902	3,008	3,155	3,442	3,784

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-1,735	640	540	482	314
당기순이익(손실)	50	173	188	335	387
비현금수익비용가감	185	245	245	246	247
유형자산감가상각비	44	57	57	58	59
무형자산상각비	3	3	3	3	3
기타현금수익비용	139	186	185	185	185
영업활동 자산부채변동	-1,971	222	107	-99	-320
매출채권 감소(증가)	-9	-290	-102	-220	-520
재고자산 감소(증가)	-329	78	-78	-184	-76
매입채무 증가(감소)	62	45	186	107	46
기타자산, 부채변동	-1,695	389	100	198	229
투자활동 현금흐름	1,271	-143	-277	-182	-85
유형자산처분(취득)	-27	-31	-56	-28	-28
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	-82	-65	-65	-65	-65
기타투자활동	1,380	-47	-155	-89	8
재무활동 현금흐름	677	-504	-753	-108	280
차입금의 증가(감소)	2,210	979	-261	-34	-34
자본의 증가(감소)	0	9	0	0	0
배당금의 지급	-40	-46	-46	-46	-46
기타재무활동	-1,493	-1,447	-447	-29	359
현금의 증가	213	-6	-489	193	510
기초현금	351	564	558	69	262
기말현금	564	558	69	262	772

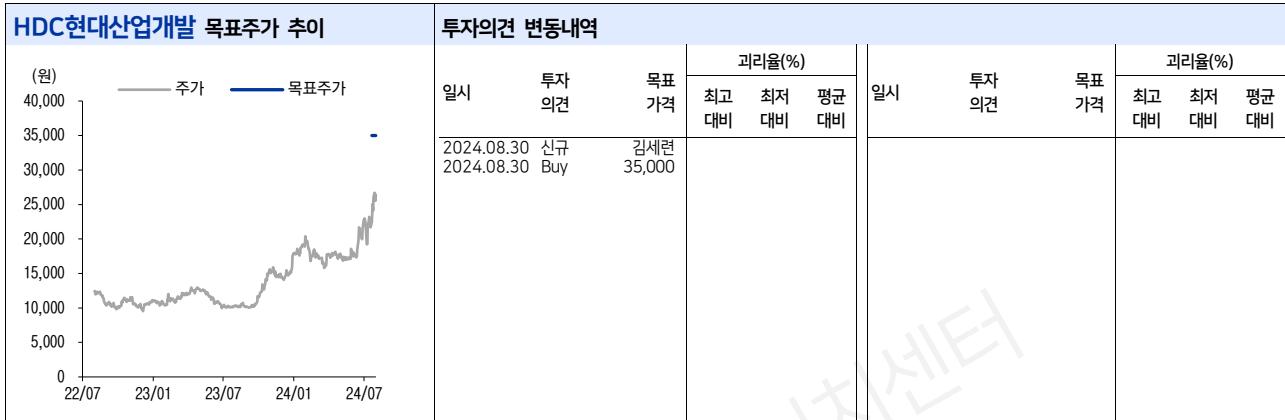
자료: [HDC현대산업개발](#), [LS증권](#) 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,298	4,191	4,407	4,919	5,130
매출원가	2,982	3,810	3,965	4,292	4,433
매출총이익	316	381	442	627	697
판매비 및 관리비	200	185	205	216	218
영업이익	116	195	237	411	479
(EBITDA)	118	197	239	413	481
금융손익	44	50	50	53	56
이자비용	63	45	33	33	32
관계기업등 투자손익	8	0	0	0	0
기타영업외손익	-48	-9	-9	-9	-9
세전계속사업이익	121	237	279	455	527
계속사업법인세비용	71	64	91	121	140
계속사업이익	50	173	188	335	387
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	50	173	188	335	387
지배주주	50	173	188	335	387
총포괄이익	56	167	188	335	387
매출총이익률 (%)	9.6	9.1	10.0	12.8	13.6
영업이익률 (%)	3.5	4.7	5.4	8.4	9.3
EBITDA 마진률 (%)	3.6	4.7	5.4	8.4	9.4
당기순이익률 (%)	1.5	4.1	4.3	6.8	7.5
ROA (%)	0.7	2.4	2.7	4.8	5.3
ROE (%)	1.7	5.9	6.1	10.2	10.7
ROIC (%)	1.4	4.3	4.2	8.1	10.0

주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (X)					
P/E	13.1	5.6	8.9	5.3	1.7
P/B	0.2	0.3	0.5	0.5	0.2
EV/EBITDA	6.9	4.9	9.0	4.9	0.9
P/CF	2.8	2.3	3.9	3.0	1.0
배당수익률 (%)	6.0	4.8	2.7	2.6	7.0
성장성 (%)					
매출액	-2.0	27.1	5.2	11.6	4.3
영업이익	-57.4	67.8	21.5	73.1	16.6
세전이익	-58.9	96.0	17.7	63.2	15.6
당기순이익	-71.5	244.3	8.9	77.7	15.6
EPS	-71.5	243.6	8.8	77.7	15.6
안정성 (%)					
부채비율	152.8	133.3	115.7	108.6	99.4
유동비율	157.3	158.4	143.2	159.0	190.9
순차입금/자기자본(x)	5.3	0.3	15.2	8.0	-6.5
영업이익/금융비용(x)	1.8	4.3	7.1	12.6	15.0
총차입금 (십억원)	717	567	547	537	527
순차입금 (십억원)	152	9	478	275	-244
주당지표(원)					
EPS	764	2,626	2,857	5,079	5,872
BPS	43,722	45,468	47,634	52,017	57,187
CFPS	3,574	6,346	6,571	8,809	9,616
DPS	600	700	700	700	700



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었습니다(작성자: 김세령).

본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당시 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다..
 - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
 - 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당시와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	92.7% 7.3%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경