

HDC현대산업개발 (294870)

2024.08.21

자세히 볼수록 좋다

[건설/운송] 배세호
2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

빠른 원가율 개선 속도와 탄탄한 파이프라인

HDC현산은 경쟁사 대비 가장 빠른 원가율 개선을 기대할 수 있다. 공사비가 급등한 2021~2022년 착공 면적이 저조하고(주요 건축 공종 연면적 각각 164만m², 122만m²), 2023년 크게 반등했다(181만m²). 지역별 착공 비중도 수도권 비중이 매우 높다(58%). 또한 2024년 10월 착공 예정인 H1 프로젝트(연면적 78만m²)는 우수한 마진(GPM 기준 +20% 이상)이 기대되는 사업장이기도 하다. 2025년 동사의 영업이익은 전년대비 71% 증가한 4,324억원이 예상된다(OPM 7.8%). 공정률이 60% 이상 진행된 잠실 진주(외주주택)의 도급액이 7월 66%(2,181억원), 고덕 강일(건축)의 도급액은 34%(1,367억원) 증익 되었다. 기존 투입원가 등 변수가 많지만 단기적으로도 추가적인 마진 개선의 가능성도 있다.

HDC현산의 재무건전성은 개선되고, PF 우발채무는 제한적이다. 연결 기준 HDC현산의 순차입금은 2Q24말 기준 1.3조원으로 다소 높은 수준이지만, 준공 사업 및 예정 사업장(개포 주공, 둔촌 주공 등)에서 연말까지 6,000억원 가량의 미수금을 회수할 예정이고(공사미수금 1.6조원 → 1.0조원), 차입금 중 3,200억원은 주요 개발 사업(용산 철도 병원, 공릉 역세권)의 토지 및 사업자금 대출이다. 정비사업 제외 미착공 PF 우발채무는 3,501억원으로 매우 안정적인 수준에서 관리되고 있다.

HDC현산은 4Q24 H1 프로젝트를 시작으로, 2025년 용산 철도 병원 부지, 공릉 역세권 개발 사업 등 다수 파이프라인을 보유하고 있다. H1 프로젝트는 총 사업비 4.5조원으로 진행률로 인식하는 일반 분양 세대 도급액만 2조원 후반으로 파악된다. 최근의 서울의 아파트 청약 분위기는 매우 호조를 보이고 있어, 해당 프로젝트의 청약 경쟁률은 매우 높을 것으로 예상된다. 2025년 용산 철도 병원 부지(전체 사업비 8,000억원), 공릉 역세권 개발 사업(전체 사업비 3,800억원)의 착공이 예정되어 있고, 지분 투자 사업인 잠실 스포츠 MICE, 복정 역세권 개발 사업 등 2026년 이후 파이프라인도 탄탄하다. 2Q24말 HDC현산의 자체주택 수주잔고는 9.4조원이다.

투자이견 Buy 유지, 목표주가 32,000원으로 상향

HDC현산에 대해 투자이견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 26,000원에서 32,000원으로 상향한다. 목표주가 상향은 Target P/B를 기존 0.50배에서 0.64배로 상향한데 따른다. 0.64배는 2021년 HDC현산의 평균 P/B다. 경쟁사 대비 차별화된 원가율 개선, 안정적인 PF 우발 채무 리스크, 그리고 H1 프로젝트 등 핵심 입지의 대형 파이프라인이 2026년까지 이어질 것으로 보여 대형 주택주 평균 P/B인 0.4배 수준 대비 50% 높은 Valuation이 정당화된다.

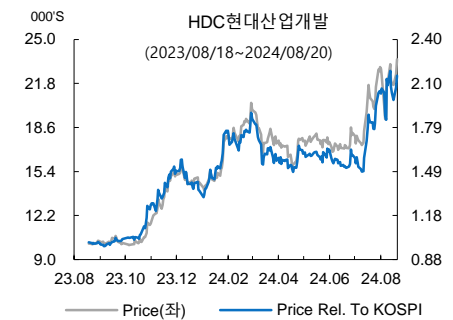
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	32,000원(상향)
증가(2024.08.20)	23,550원
상승여력	35.9%

Stock Indicator	
자본금	330십억원
발행주식수	6,591만주
시가총액	1,552십억원
외국인지분율	15.6%
52주 주가	10,050~23,550원
60일평균거래량	435,899주
60일평균거래대금	8.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.5	33.3	23.5	131.6
상대수익률	17.0	34.9	22.0	123.9

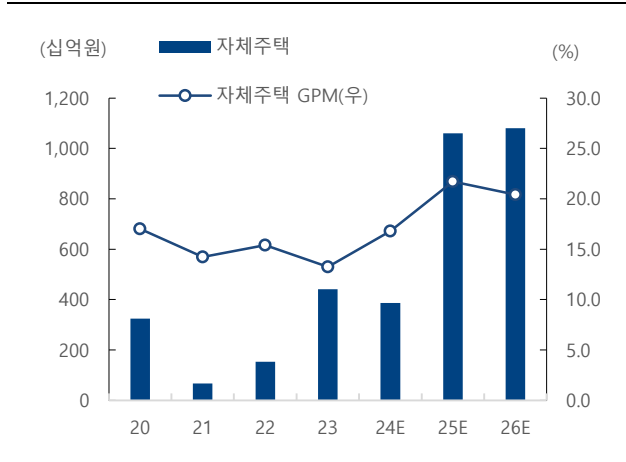
Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	4,191	4,456	5,518	5,727
영업이익(십억원)	195	252	432	460
순이익(십억원)	173	197	334	348
EPS(원)	2,626	2,986	5,073	5,284
BPS(원)	45,640	47,392	51,866	56,551
PER(배)	5.6	7.9	4.6	4.5
PBR(배)	0.3	0.5	0.4	0.4
ROE(%)	5.8	6.3	9.8	9.3
배당수익률(%)	4.8	2.5	2.5	2.5
EV/EBITDA(배)	10.5	8.4	4.7	3.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. HDC현대산업개발 자체 사업 매출 추이 전망



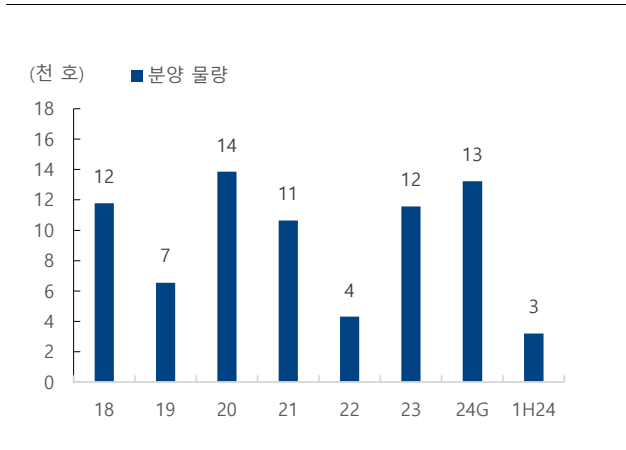
자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

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 1,392세대 운영 728세대 공공 409세대 근린생활시설 5,956평	상업시설 18,100평 오피스 14,600평 호텔 3,000평	
사업비	3.6조원	0.9조원	4.5조원
시공비	3.7조원		
사업기간	2024년 10월~2028년 하반기		

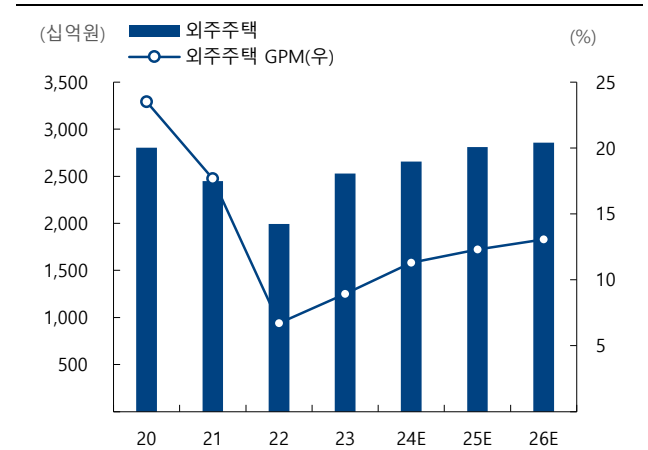
자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

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	4Q24
용산 철도병원 부지	공동주택 610가구 및 근린생활시설	8,300억원(시공비 2,000억원)	건축 심의 통과	4Q24
공릉 역세권 개발	공동주택 400여세대 및 오피스	3,800억원	지구단위계획 구역 지정 가결	2025년 상반기
북경 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. 용산병원부지 개발사업

구분	내용
사업	용산병원부지 개발사업
시행사	HDC아파트크제1호리츠(HDC현대산업개발 100% 자회사)
시공사	HDC현대산업개발
위치	용산구 한강로3가 64-154외 23필지
대지면적	3,406평
토지 매입가액	2,230억원
취득 일자	2021년 10월 31일
개발 개요	공동주택, 근린생활시설, 문화/집회시설 지하 6층 ~ 지상33층, 총 610세대(민간임대, 526세대, 공공임대 84세대)
연면적	26,747평
총사업비	8,300억원
추진 일정	- 2024년 6월 교통영향평가 심의 - 2024년 10월 사업승인 완료 - 2025년 4월 착공 - 2027년 7월 임대 분양 - 2029년 7월 준공

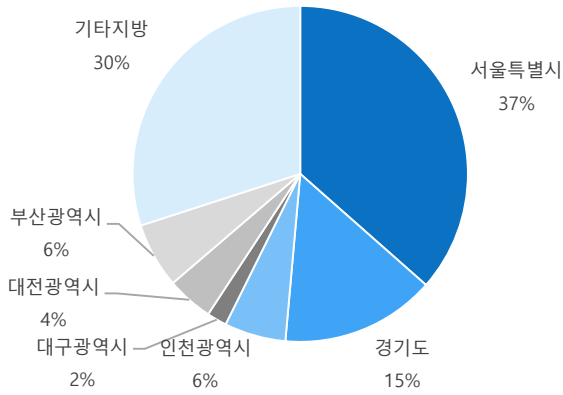
자료: Dart, HDC 현대산업개발, iM 증권 리서치본부

표4. 공릉 역세권 개발 개발사업

구분	내용
사업	공릉 역세권 개발 사업
시행사	HDC아파트크제2호리츠(HDC현대산업개발 100% 자회사)
시공사	HDC현대산업개발
위치	서울특별시 노원구 공릉동 375-4번지
대지면적	2,054평
토지 매입가액	800억원
취득 일자	2021년 1월
개발 개요	공동주택, 근린생활시설 지하 6층 ~ 지상28층 2개동, 총 397세대(공공임대 42세대)
연면적	20,518평
총사업비	3,800억원
추진 일정	- 2024년 10월 건축심의 - 2024년 12월 건축허가 - 2025년 3월 착공 - 2028년 10월 임대분양 - 2029년 4월 준공

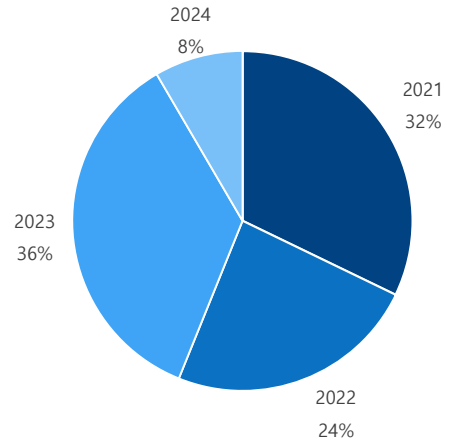
자료: Dart, HDC 현대산업개발, iM 증권 리서치본부

그림4. 착공 지역별 비중(연면적 기준)



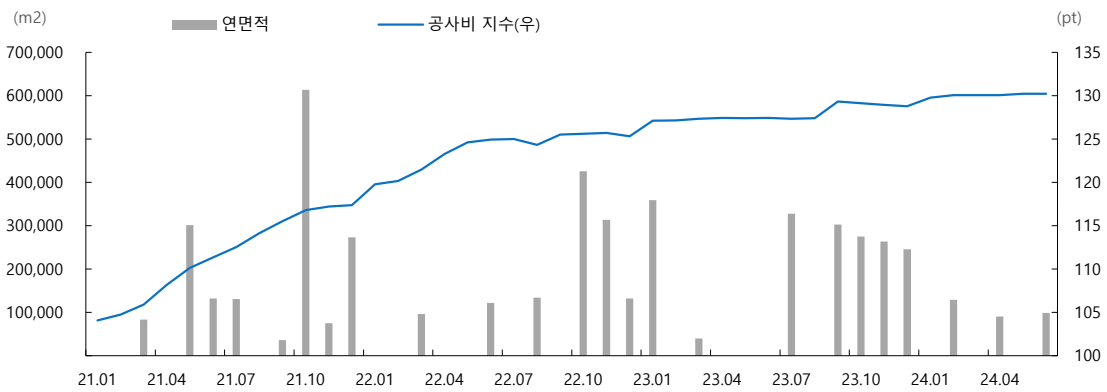
자료: 산업의역군, Dart, iM증권 리서치본부

그림5. 착공 시기별 비중(연면적 기준)



자료: 산업의역군, Dart, iM증권 리서치본부

그림6. HDC현대산업개발 착공 연면적 추이



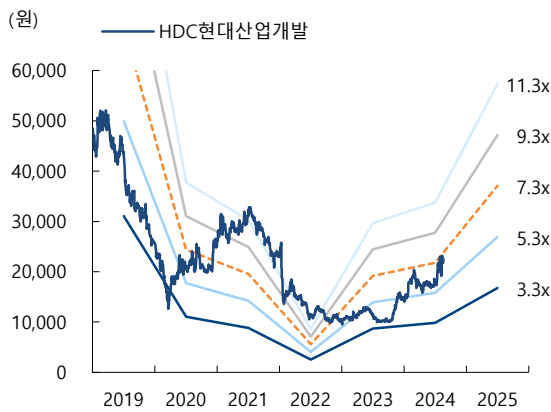
자료: 산업의역군, Dart, iM증권 리서치본부

표5. HDC현대산업개발 목표주가 Valuation

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	비고
EPS (원)	3,341	2,679	764	2,626	2,987	5,077	
BPS (원)	41,619	43,659	43,913	45,640	47,393	51,871	
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	6.3	9.8	
적용 BPS (원)					50,378		12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.64		2021년 평균 P/B
목표주가 (원)					32,000		Target P/E 7.3배
전일 증가 (원)					23,550		
상승 여력					35.9		

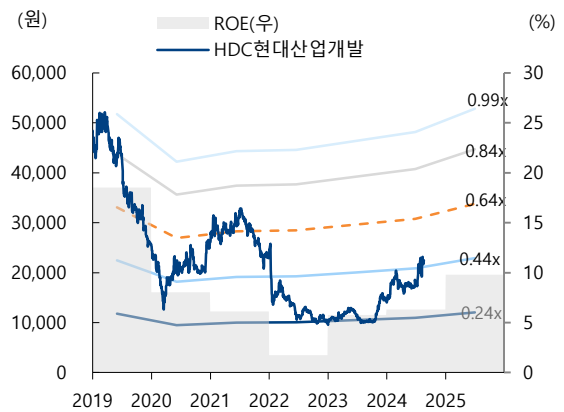
자료: iM증권 리서치본부

그림7. HDC현대산업개발 P/E Band (Implied P/E 7.3x)



자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

그림8. HDC현대산업개발 P/B Band (Implied P/B 0.64x)



자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

표6. 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	1,141	1,272	4,191	4,456	5,518
YoY	56.8	-2.7	40.0	25.5	-11.1	16.4	10.5	10.7	27.1	6.3	23.8
자체주택	320	97	68	100	74	53	95	165	441	387	1,060
YoY	194.8	-31.9	-34.0	8.3	-74.2	-14.0	173.0	191.0	187.8	-12.3	173.9
외주주택	460	557	672	698.7	509	670	708	770	2,531	2,658	2,811
YoY	30.2	19.1	69.9	43.9	3.6	13.0	0.5	3.8	26.9	5.0	5.8
토목	48	67	68.1	88.6	76	83	85	87	271	331	431
YoY	-48.2	-57.5	3.0	24.6	59.7	23.2	24.5	-1.7	-29.9	21.8	30.5
건축	123	133	148.9	194.3	223	216	184	182	599	806	932
YoY	71.6	71.2	61.5	66.6	81.3	63.2	23.6	-6.4	67.3	34.5	15.7
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	-14.1	-21.0	3.2
매출총이익	91	59	105	127	82	109	120	141	381	453	681
YoY	-330.3	-52.3	-6.4	4.8	-9.0	86.3	14.2	11.5	20.3	18.9	50.4
자체주택	41	12	3	11	22	9	13	22	58	65	230
외주주택	37	55	67	60	45	80	82	92	226	300	346
토목	1	3	12	19	13	18	13	13	35	57	70
건축	-9	-3	8	21	-4	3	8	9	17	16	29
해외/기타	21	-8	15	16	6	-2	4	5	44	14	6
매출총이익률(GPM)	8.4	6.3	10.1	11.0	8.6	10.0	10.5	11.1	9.08	10.2	12.3
자체주택	12.9	12.4	4.0	11.3	29.3	17.0	13.2	13.1	13.3	16.8	21.7
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	16.2
건축	-7.5	-2.0	5.6	10.6	-1.9	1.6	4.3	5.0	2.8	2.0	3.1
해외/기타	16.6	-10.2	19.5	23.7	8.9	-2.4	6.3	7.3	12.6	5.1	2.1
판매관리비	41	53	43	49	41	55	47	58	185	200	249
판매비율(%)	3.8	5.7	4.1	4.3	4.3	5.1	4.1	4.5	4.4	4.5	4.5
영업이익	50	6	62	77	42	54	73	84	195	252	432
YoY	흑전	-91.4	-10.8	4.3	-16.9	839.5	17.9	8.0	67.8	29.1	71.4
영업이익률(OPM)	4.7	0.6	6.0	6.7	4.4	5.0	6.4	6.6	4.7	5.7	7.8
영업외손익	8	18	21	-5	4	9	8	-1	42	20	29
세전이익	58	24	83	73	45	63	81	83	237	273	462
순이익	40	15	62	55	30	47	59	60	173	197	335
지배주주순이익	41	15	62	55	30	47	59	60	173	197	335
순이익률(%)	흑전	-77.5	114.8	85.6	-24.9	213.0	-5.4	9.0	243.7	13.7	70.0

자료: Dart, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

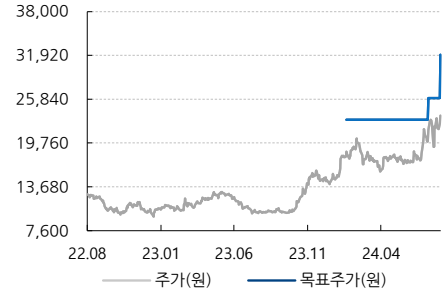
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	4,987	5,937	6,224	6,494	매출액	4,191	4,456	5,518	5,727
현금 및 현금성자산	558	896	1,200	1,513	증가율(%)	27.1	6.3	23.8	3.8
단기금융자산	443	408	395	395	매출원가	3,810	4,003	4,837	5,010
매출채권	1,969	2,523	2,452	2,553	매출총이익	381	453	681	718
재고자산	1,507	1,626	1,708	1,563	판매비와관리비	185	200	249	258
비유동자산	2,029	1,932	2,067	2,193	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	484	398	533	658	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	11	-	-	-	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,016	7,869	8,292	8,687	영업이익	195	252	432	460
유동부채	3,148	3,379	3,406	3,393	증가율(%)	67.8	29.1	71.4	6.4
매입채무	236	1,583	1,678	1,737	영업이익률(%)	4.7	5.7	7.8	8.0
단기차입금	1,137	1,082	1,072	1,057	이자수익	95	78	79	79
유동성장기부채	462	303	245	187	이자비용	45	50	50	50
비유동부채	861	1,330	1,429	1,529	지분법이익(손실)	0	-3	0	0
사채	249	250	250	250	기타영업외손익	-9	-5	1	-8
장기차입금	246	715	814	913	세전계속사업이익	237	273	461	480
부채총계	4,008	4,709	4,836	4,922	법인세비용	64	76	127	132
지배주주지분	3,008	3,160	3,456	3,766	세전계속이익률(%)	5.7	6.1	8.4	8.4
자본금	330	330	330	330	당기순이익	173	197	334	348
자본잉여금	1,603	1,603	1,603	1,603	순이익률(%)	4.1	4.4	6.1	6.1
이익잉여금	1,097	1,249	1,545	1,855	지배주주귀속 순이익	173	197	334	348
기타자본항목	-21	-21	-21	-21	기타포괄이익	-6	-10	-10	-10
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	167	187	324	338
자본총계	3,008	3,160	3,456	3,766	지배주주귀속총포괄이익	167	187	324	338

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	640	311	747	767	주당지표(원)				
당기순이익	173	197	334	348	EPS	2,626	2,986	5,073	5,284
유형자산감가상각비	-	54	58	60	BPS	45,640	47,392	51,866	56,551
무형자산상각비	-	3	3	2	CFPS	2,626	3,844	5,986	6,239
지분법관련손실(이익)	0	-3	0	0	DPS	700	600	600	600
투자활동 현금흐름	-143	-175	-91	-87	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-65	-87	-92	-86	PER	5.6	7.9	4.6	4.5
무형자산의 처분(취득)	-	-	0	0	PBR	0.3	0.5	0.4	0.4
금융상품의 증감	1,019	35	12	-	PCR	5.6	6.1	3.9	3.8
재무활동 현금흐름	-504	210	-7	-12	EV/EBITDA	10.5	8.4	4.7	3.9
단기금융부채의증감	-	-6	-1	-2	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-159	-58	-58	ROE	5.8	6.3	9.8	9.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	4.7	6.9	8.9	9.1
배당금지급	-40	-45	-39	-39	부채비율	133.3	149.0	139.9	130.7
현금및현금성자산의증감	-6	338	304	313	순부채비율	36.3	33.1	22.7	13.2
기초현금및현금성자산	564	558	896	1,200	매출채권회전율(x)	2.5	2.0	2.2	2.3
기말현금및현금성자산	558	896	1,200	1,513	재고자산회전율(x)	2.7	2.8	3.3	3.5

자료 : HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

HDC현대산업개발 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	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. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%