



한화투자증권



건설 (Positive)

확실한 것에 거는 기대

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

RA 김예인
yein.kim@hanwha.com
3772-8420

분석종목

현대건설 | 삼성물산 | HDC현대산업개발 | 삼성E&A | GS건설 | 대우건설 | DL이앤씨

| Contents |

핵심요약.....	03
1. 2025년, 원전으로 갈린 주가 희비.....	04
2. 2026년 관전포인트	
1) 원전.....	05
2) 주택.....	08
3) 실적.....	14
3. 결론: 확실한 것에 거는 기대.....	16
[기업분석]	
1. 현대건설 (000720).....	22
2. 삼성물산 (028260).....	26
3. HDC현대산업개발 (294870).....	30
4. 삼성E&A (028050).....	34
5. GS건설 (006360).....	38
6. 대우건설 (047040).....	42
7. DL이앤씨 (375500).....	46

핵심 요약

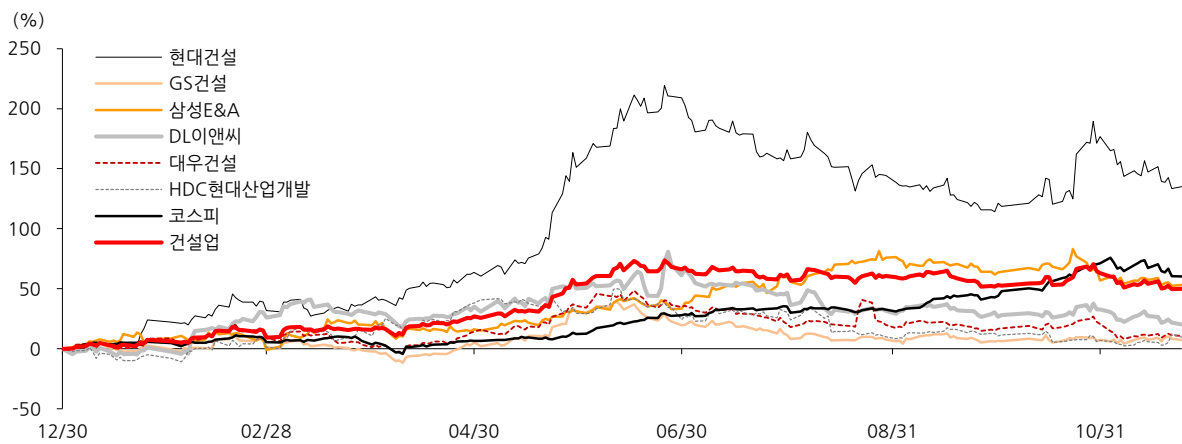
원전으로 갈린 주가 희비	올해 대형 건설사 주가는 원전으로 희비가 갈렸다. 연초 이후 건설업 주가수익률은 실적 턴어라운드 및 원전 모멘텀 등으로 매우 양호했으나 하반기에 들어서면서 실적 노이즈 발생, 안전사고 처벌 강화, 부동산 규제 등으로 주가가 하락세로 접어들었다. 이 가운데 원전 기대감이 반영된 현대건설의 주가수익률이 YTD +142.5%로 가장 높았고, 이 외 대형 건설사 중 KOSPI 주가 성과를 뛰어넘은 종목은 없었다.
2026년 관전포인트 : 원전/주택/실적	2026년의 관전포인트로 1) 원전, 2) 주택, 3) 실적 이 세 가지를 꼽았다. 1) 2026년에도 원전은 건설업에 주요한 투자포인트로 작용할 전망이다. 2025년은 글로벌 원전 확대에 대한 방향성을 확인한 해였다면, 2026년은 실제 수주 성과를 통해 원전사업의 가시화가 이루어질 것으로 예상된다. 2) 주택은 2022년 하반기 이후 비우호적 사업환경이 지속되고 있으나, 침체기가 3년 넘게 이어져온 현 시점에서 정부의 부동산 규제 이후 나타날 수 있는 변화들에 주목해야할 필요가 있겠다. 3) 올해에 이어 내년에도 건설사 이익 개선 추세는 지속될 전망이나 회사마다 이익 개선 강도의 차이는 존재한다.
업종 투자의견 'Positive' : 확실한 것에 거는 기대	건설 업종에 대한 투자의견을 'Positive(긍정적)'로 유지한다. 현 시점에서는 건설사의 주된 사업인 주택사업의 방향성이 확실히 잡히지 않았기 때문에 건설업 전반적인 밸류에이션 리레이팅을 이끌 요인은 다소 약해 보인다. 다만, 주가도 다시 차분해진 만큼 불확실한 많은 것들 중 가장 확실한 긍정적 요인에 집중할 필요가 있다고 판단한다. 현재로서는 매크로 변수, 국내외 발주 환경, 정부 규제, 건설사 실적 등 많은 요인들 중 원전 모멘텀 만큼 확실한 것은 없어 보이며, 주택 업황의 확실한 변화가 감지되기 전까지는 원전 플레이에 집중하자는 전략이다.
업종 내 최선후주 현대건설	업종 내 최선후주로는 현대건설을 유지한다. 최근의 실적 노이즈에도 불구하고 향후 2~3년 실적 우상향 추세는 뚜렷할 것으로 추정하며, 원전 수주 확대를 여전히 긍정적으로 내다본다. 지난 10월, 동사는 미국 Fermi America의 복합 에너지 및 AI 캠퍼스 내 대형원전 4기에 대한 FEED 계약을 체결하며 미국 원전시장 진출을 확정지었다. 향후 6개월 내에 홀텍 SMR 착공, 불가리아 원전 계약, 미국 대형원전 계약 등이 기대되는 만큼 원전 모멘텀은 내년에도 동사 주가 상승의 주 요인이 될 전망이다.
	삼성물산과 HDC현대산업개발을 관심주로 제시한다. 삼성물산은 하이테크 투자 재개에 따른 건설 실적 회복과 및 주주환원정책 발표 등이 주가 하단을 지지해주는 가운데 삼성전자, 삼성바이오로직스 등 보유지분가치 확대까지 이뤄지고 있는 상태다. 내년에는 본격적인 원전 사업 가시화가 주가에 긍정적인 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다. HDC현대산업개발은 원전 관련주는 아니지만 향후 2~3년 실적 성장에 대한 그림이 대형 건설사 중 가장 뚜렷하다는 점에서 저가 매수가 유효한 구간이라고 판단한다.

1. 2025 년, 원전으로 갈린 주가 희비

2025년 건설업종 주가 리뷰

올해 대형 건설사 주가는 원전으로 희비가 갈렸다. 건설업종의 YTD 주가수익률은 +49.9%로 KOSPI의 +60.3%를 10.4%p 언더퍼폼 중이다. 지난 6월 16일 KOSPI와 건설업 주가수익률 괴리가 +50.4%p까지 확대됐다가 그 괴리가 점차 축소되기 시작해 10월 중순부터는 언더퍼폼으로 돌아섰다. 종목별로는 현대건설의 주가수익률이 YTD +135.0%로 압도적으로 양호한데, 이는 원전 모멘텀이 주가에 긍정적으로 작용한 영향이 가장 크다. 이 외에 대형 건설사 중 KOSPI 주가 성과를 뛰어넘은 종목은 없다.

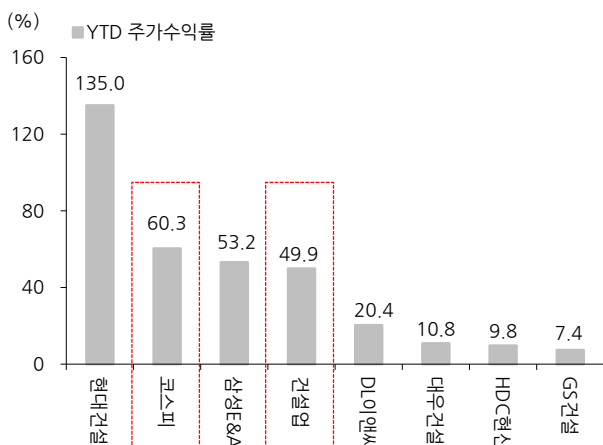
[그림1] 주요 대형건설사 주가 추이



주: 11/24 종가 기준

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

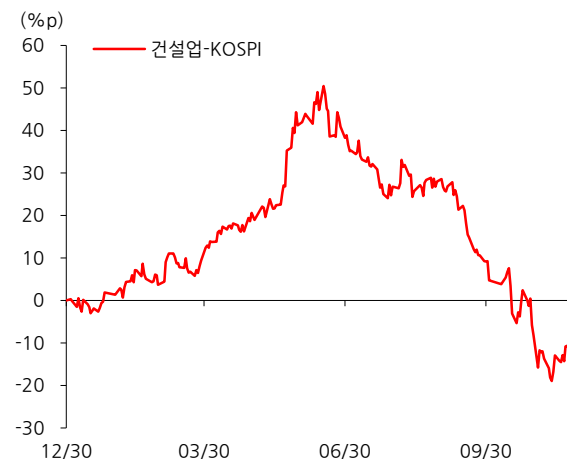
[그림2] 주요 대형건설사 YTD 주가 수익률



주: 11/24 종가 기준

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 건설업과 KOSPI와의 주가 괴리



주: 11/24 종가 기준

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

2. 2026 년 관전포인트 [1] 원전

본격 수주는
내년부터

2026년에도 원전은 건설업에 주요한 투자포인트로 작용할 전망이다. 2025년은 글로벌 원전 확대에 대한 방향성을 확인한 해였다면, 2026년은 실제 수주 성과를 통해 원전사업의 가시화가 이루어질 것으로 예상된다.

1) 미국 원전시장 참여

가장 중요한 관전포인트로는 미국 원전 수주 여부가 될 수 있겠다. 지난 10월 현대건설은 미국 Fermi America의 첨단 에너지 데이터 캠퍼스 중 대형원전 4기(AP1000)에 대한 FEED 계약을 체결함으로써 국내 최초 미국 대형원전 사업 진출을 확정지었다. 동 프로젝트는 총 사업비 5000억 달러 규모의 초대형 프로젝트로 대형원전 4기(4GW)를 포함해 SMR(2GW), 가스복합화력(4GW), 태양광 및 BESS(1GW)로 구성돼있다.

현재 계획상으로는 6개월 간 FEED를 수행한 후 내년 상반기 중 EPC 계약을 체결할 예정이다. 여기서 현대건설이 총 몇 기의 대형원전 수주를 받아올지에 대해서도 관심을 가져야겠으나, 4기를 전부 수행하지 않는다면 팀코리아의 프로젝트 참여 여부 등도 또 다른 관심사가 될 전망이다. 참고로 지난 8월, 한수원과 삼성물산은 Fermi America와 동 프로젝트 관련 MOU를 체결한 바 있다.

[표1] 대형원전 수주 추진 현황

지역	국가	프로젝트 내용	수주 시기	비고
유럽	불가리아	코즐로두이 7,8호기(1100MW*2기)	1Q26	웨스팅하우스+현대건설, 단독
	슬로베니아	크르슈코 JEK2 (1기)	2028	웨스팅하우스+현대건설, 경쟁
	핀란드	미정	2028	웨스팅하우스+현대건설, 경쟁
중동	사우디	자국 최초원전 (2기)	-	팀코리아
	UAE	바라카 원전 5호기	-	팀코리아, 1~4호기 수행 경험 보유
북미	미국	텍사스 시 캠퍼스(4기)	2026	현대건설 FEED 계약 체결
아시아	베트남	닌투언 2	-	팀코리아
	한국	신규원전 2기(1400MW*2)	2028	11차 전기본, 2037~38년 준공 예정

자료: 각 사, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 현대건설, Fermi America FEED 계약



자료: 현대건설, 한화투자증권 리서치센터

2) 팀코리아의
Next 원전 수출국?

두번째 관전포인트는 팀코리아의 세번째 원전 수출 여부다. 지난 6월, 한국수력원자원이 체코 두코바니 원전 5,6호기(APR1000*2기, 약 26조 원)의 최종 계약을 맺으면서 UAE 바라카 원전 이후 16년 만에 두번째 원전 수주를 확정지은 바 있다. 현재 사우디아라비아의 대형원전 2기 건설 프로젝트에 대한 입찰이 진행 중인 것으로 파악되며, 이 밖에 베트남 등 독자 진출이 가능한 국가를 중심으로 수주 활동을 펼치고 있어 원전 추가 수출의 가시화가 기대된다.

세번째 원전 수출이 확정지어지면 어느 건설사가 시공사로 참여할 것인지에 자연히 관심이 모아질 전망이다. 현대건설이 원전 시공 주간사로서의 경험이 압도적으로 풍부하나 미국 웨스팅하우스와의 협력 프로젝트가 다수 존재하는 만큼 삼성물산의 주간사 참여 가능성이 높게 점쳐지는 가운데, 비주간사로서 어느 회사가 참여하게 될 것인지도 주목할만한 포인트다.

이와는 별개로 현대건설과 웨스팅하우스와의 협력 구도하에 첫 결과물인 불가리아 원전의 EPC 계약도 내년 상반기 중 이루어질 예정이다. 코즐로두이 7,8호기(1100MW*2기)는 AP1000 모델로 확정돼 현재 FEED를 진행 중에 있으며, 총 사업비 중 일부 금액에 대해 우선 계약 체결을 함으로써 유럽 원전 EPC 참여를 확정지을 계획이다.

[표2] 국내외 원전 시공 경험 (주간사/비주간사)

구분	현대	동아	대우	삼성	두산	SK	대림	GS	한화	포스코
주간	24	6	4	2						
비주간		5	2	8	12	6	4	4	2	2

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 한수원-웨스팅하우스 '체코 원전' 관련 합의 주요 내용

구분	내용
로열티 지급	- 원전 1기 수출마다 6.5억 달러(약 9000억 원) 규모의 물품 및 용역 구매 계약 - 원전 1기 수출마다 기술 사용료 1.75억 달러(약 2400억 원) 지급
진출 국가 제한	웨스팅하우스 진출 가능 국가 - 북미, 유럽, 영국, 일본, 우크라이나 한수원 진출 가능 국가 - 동남아시아, 중앙아시아, 아프리카, 남미, 요르단, 터키, UAE, 사우디아라비아

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

3) SMR 착공

세번째 관전포인트는 SMR 착공 여부다. 건설사 중 SMR관련 행보가 기대되는 회사는 삼성물산과 현대건설이다. 삼성물산은 뉴스케일파워와 함께 루마니아 SMR 사업을 추진 중에 있는데, 현재 플루어, 사전트 앤 룬디 등과 함께 2단계 기본설계를 진행 중이다. 최종투자결정은 늦어도 2026년 2분기로 예상되며, 삼성물산의 EPC 참여가 기대된다. 추가적으로 지난 10월에는 GVH(GE Vernova Hitachi Nuclear Energy)와 SMR 사업관련 전략적 파트너십을 체결했다. 현재 GVH와 함께 스웨덴 링할스 SMR (300MW*5) 프로젝트의 설계 용역을 공동으로 수행하고 있으며, 2026년 사업자 선정(숏리스트 2개 사) 후 2028년 착공 계획을 가지고 있다.

현대건설은 홀텍과의 협력을 통해 SMR 사업을 추진 중에 있다. 홀텍은 2030년 SMR-300 최초호기 상업운전을 목표로 하고 있는데, 펠리세이즈 SMR의 경우 올해 4분기 기본설계 완료 및 LWA(Limited Work Authorization) 신청 예정이며, 2028년 건설허가 승인을 계획하고 있다. Teaming Agreement를 기반으로 향후 홀텍이 진행하는 SMR 건설에 현대건설의 참여가 예상되며, 현대건설의 역무 또한 유의미한 확장이 기대된다.

[표4] SMR 수주 파이프라인

지역	국가	프로젝트명	수주 시기	비고
유럽	루마니아	도이세슈티(77MW*6기)	2026	Nuscale Power+삼성물산
	스웨덴	링할스(300MW*5기)	2028	GVH+삼성물산, '26년 사업자 선정
북미	미국	펠리세이즈(300MW*2기)	2026	Holtec+현대건설, '26년 1차, '27년 2차 계약
	미국	오이스터크릭(300MW*4기)	2028	Holtec+현대건설
아시아	한국	산규SMR #1 (175MW*모듈1~4)	2030	11차 전기분, 2034~35년 준공 예정

자료: 각 사, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 글로벌 SMR 개발 현황



자료: 현대건설, 한화투자증권 리서치센터

2. 2026 년 관전포인트 [2] 주택

주택 업황 점검

주택은 2022년 하반기 이후 비우호적 사업환경이 지속되고 있으나, 주택 침체기가 3년 넘게 이어져온 현 시점에서 정부의 부동산 규제 이후 나타날 수 있는 변화들에 주목해야 할 필요가 있어 보인다.

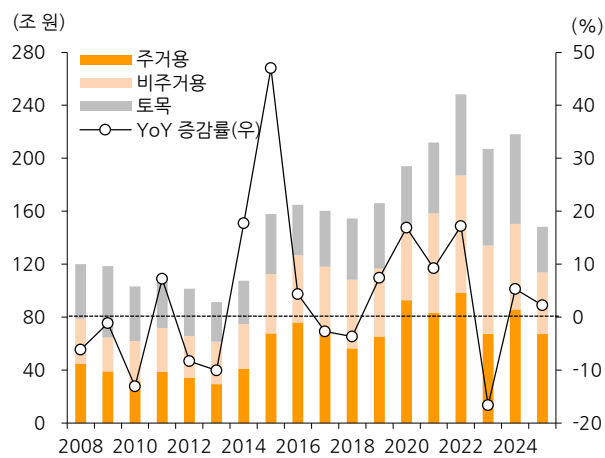
건설지표를 먼저 점검해보면, 건설수주는 비교적 양호한 반면 주택 분양 및 착공의 반등은 부재한 상태다. 국내 건설 수주액은 9월 누계 기준 YoY +2.2%를 기록 중인데, 이 가운데 주택 수주가 29.7%로 증가율이 높게 나타났다. 참고로 2024년에도 주택 수주는 27.3% 증가를 기록했다.

2023년을 저점으로 주택 수주가 빠르게 반등하고 있는 가장 큰 이유는 재개발재건축 수주 증가에 있다. 9월 누계 기준 재개발재건축 수주는 35.1조 원(YoY +62%)으로 신규 주택 수주(YoY -8.2%) 대비 매우 양호하게 나타났으며, 수주 앞단에 시공사 선정도 매우 활발한 상태다. 이에 올해 대형건설사의 3분기 누계 기준 주택 수주 성과는 연초 계획의 초과달성은 물론이거니와 작년 연간의 실적을 넘어설 정도로 좋은 상태다.

물론 재개발재건축 사업이 확대되면서 수주와 착공의 괴리가 점차 확대되고 있는 점은 아쉬운 요인이다. 재개발재건축은 수주 이후 착공까지 보통 4~5년 이상의 시간이 소요되는 만큼 수주잔고에 머무르는 시간이 다른 공종에 비해 압도적으로 길다. 더 이상 주택 수주 성과에 주가가 반응하지 않는 이유이기도 하다.

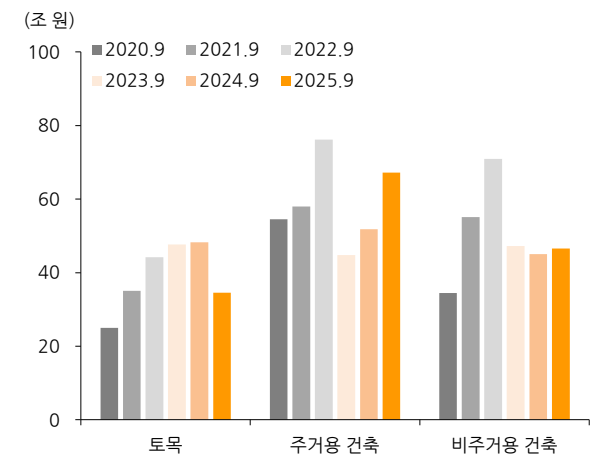
다만, 도시정비 수주(시공사 선정 기준)가 2021년 이후 본격적으로 확대된 점을 고려하면 재개발재건축의 착공 증가 사이클도 머지 않아 보인다. 대형 건설사들이 수년간 쌓아온 주택 수주잔고가 적게는 20~30조 원, 많게는 50조 원에 이르는 만큼 착공 증가가 확인될 경우 이에 대한 재평가가 이루어질 전망이다.

[그림6] 국내 건설 수주액: '25년 9월 누계 YoY +2.2% 기록



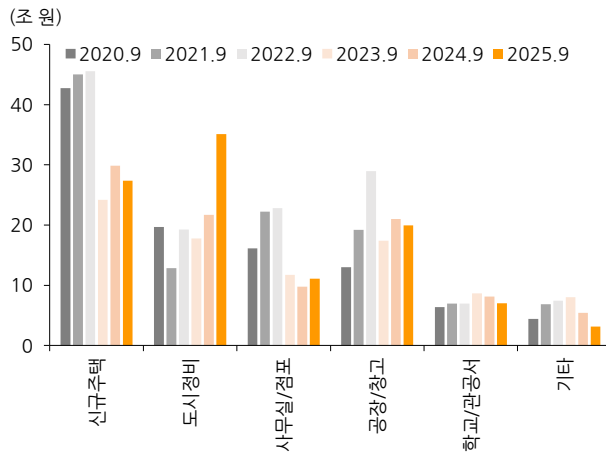
자료: 대한건설협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 국내 건설수주 부문별 현황(연도별)



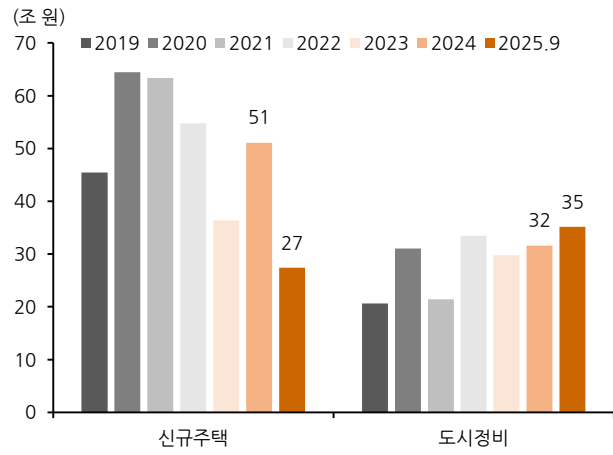
자료: 대한건설협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 건축부문 세부공종별 수주 현황(연도별)



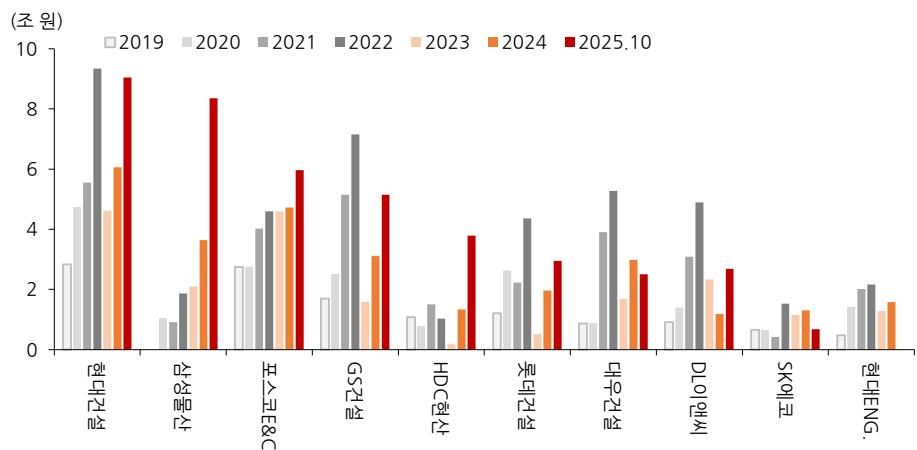
자료: 대한건설협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 도시정비 vs. 신규주택



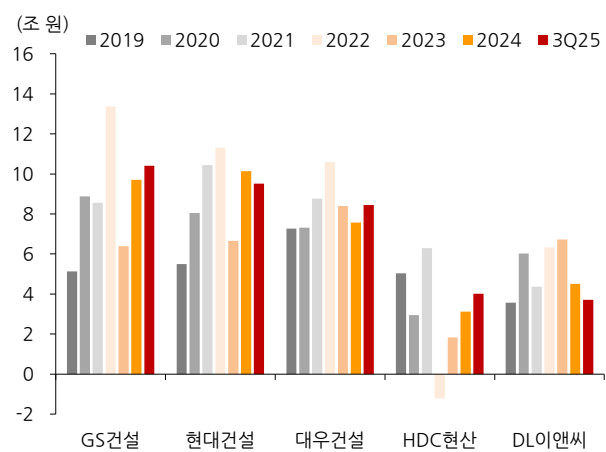
자료: 대한건설협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 상위 10개 건설사 도시정비 수주 추이 (시공사 선정 기준)



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

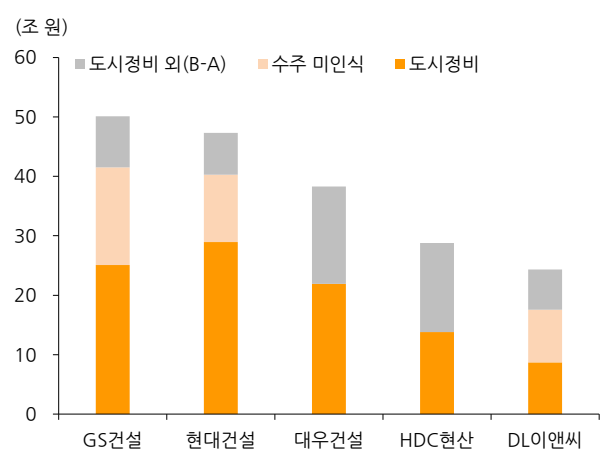
[그림11] 주요 대형 건설사 주택수주 추이



주: 별도 기준

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

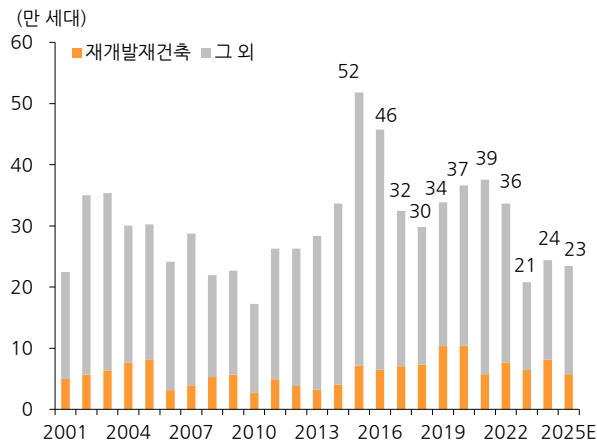
[그림12] 주요 대형 건설사 주택 수주잔고 현황



주: 별도 기준

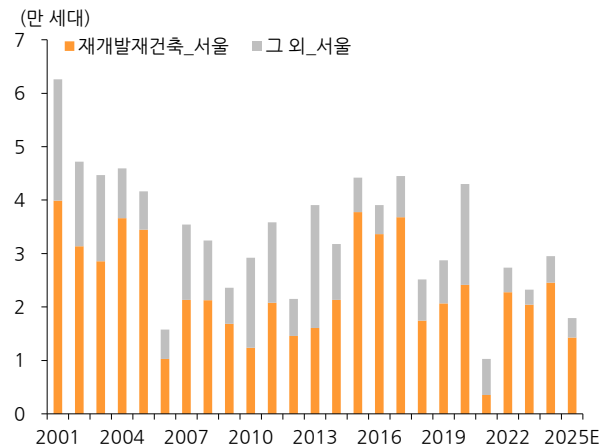
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 아파트 분양공급 추이 및 계획: '25년 23만 세대 계획



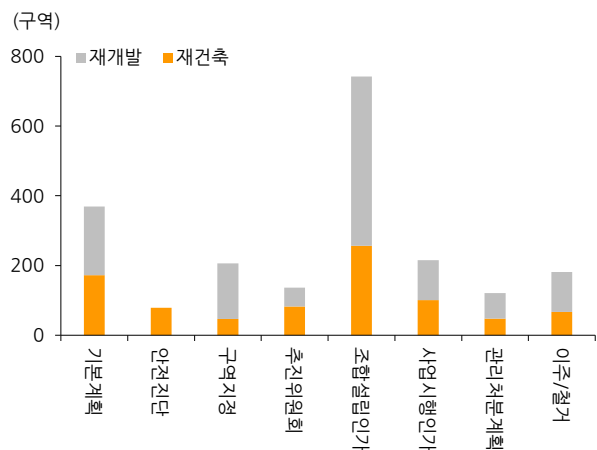
자료: 부동산 114, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 서울 아파트 분양공급 추이 및 계획



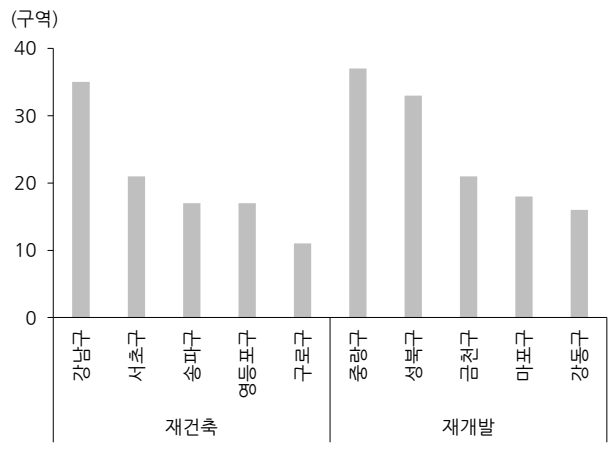
자료: 부동산 114, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 전국 재개발재건축 진행 현황



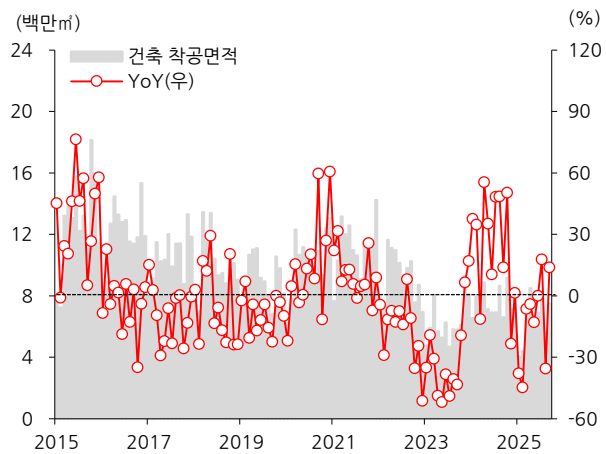
자료: 부동산 114, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 서울 재개발재건축 진행 현황(조합설립~관리처분)



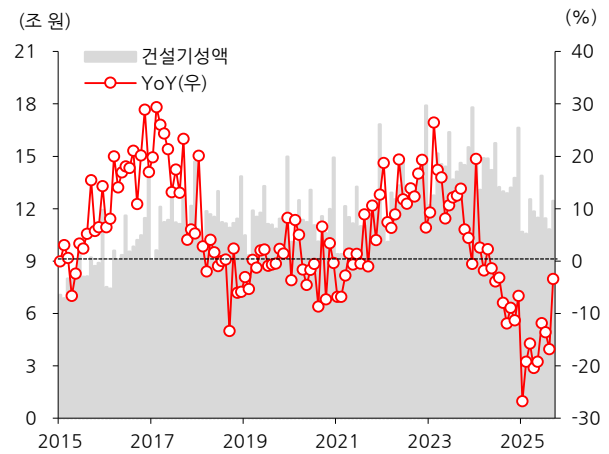
자료: 부동산 114, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 건축 착공면적: '25년 9월 누계 YoY-13.1% 기록



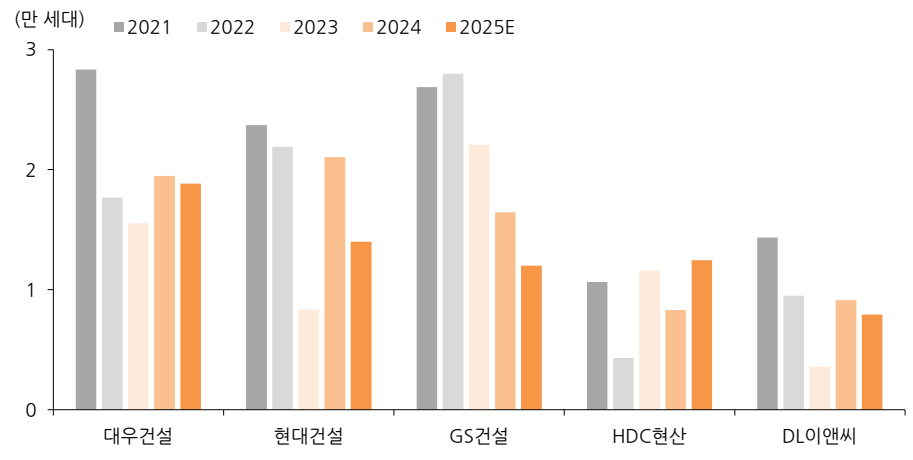
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 건설 기성액: '25년 9월 누계 YoY-16.4% 기록



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 주요 대형건설사 주택 분양/착공 물량 추이



주: 별도 기준

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

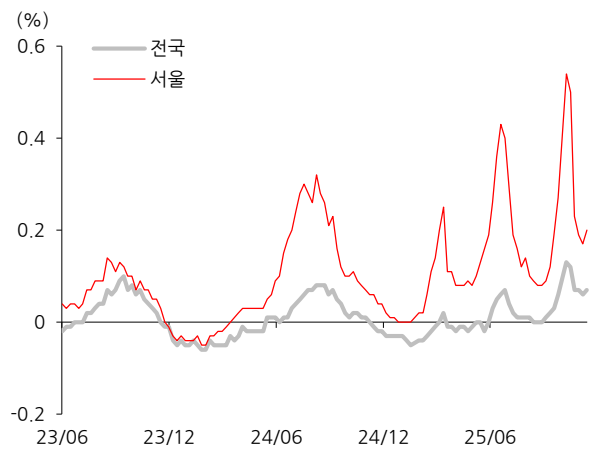
2026년엔 달라질까?

그렇다면 2026년 주택 공급시장 분위기는 달라질 수 있을까? 이와 관련해 지난 10월 부동산 규제 이후 변화들에 주목해볼 필요가 있다고 판단한다. 여러 가지 관전포인트들이 있지만, 가장 중요한 것은 주택가격 상승세의 확산 여부다.

2022~23년 가격 조정기를 거친 이후 주택 매매가격의 상승이 서울 지역에 집중돼 나타나면서 주택 공급(Q)의 증가가 부재했다. 그러나 최근 부동산 규제 이후에도 서울 매매가 상승률이 크게 꺾이지 않는 가운데 수도권을 제외한 지방도 매매가격이 강보합세로 전환하는 등 주택가격 상승이 확산되는 분위기가 포착되고 있다. 여기에 전국적으로 전세가 상승폭이 확대되고 있고, 내년 이후 입주물량이 크게 줄어들 것으로 예상되면서 주택 가격에 대한 불안심리가 자극되고 있다.

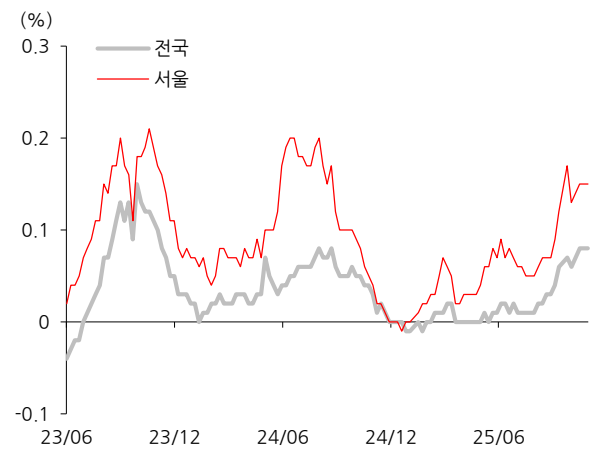
주택가격 상승의 지역적 확산이 지속된다면 건설사 주택공급 환경에는 당연히 우호적으로 작용한다. 이와 관련해서 내년 중에는 지방 준공후 미분양 세대수 감소 여부를 확인할 필요가 있겠으며, 건설사들의 주택 분양 및 착공물량 증가까지 확인된다면 더할나위 없이 좋겠다.

[그림20] 아파트 매매가격지수 주간변동률



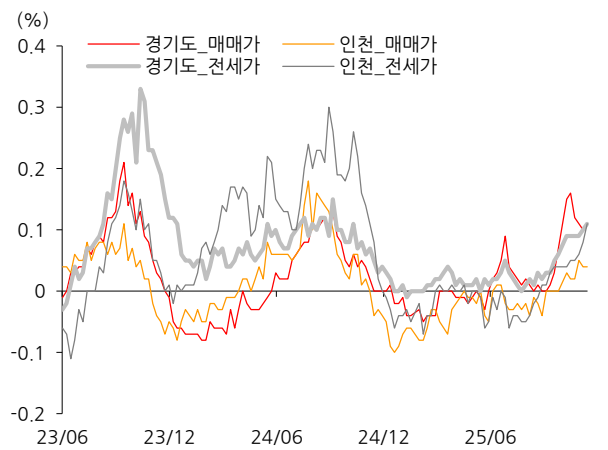
자료: 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 아파트 전세가격지수 주간변동률



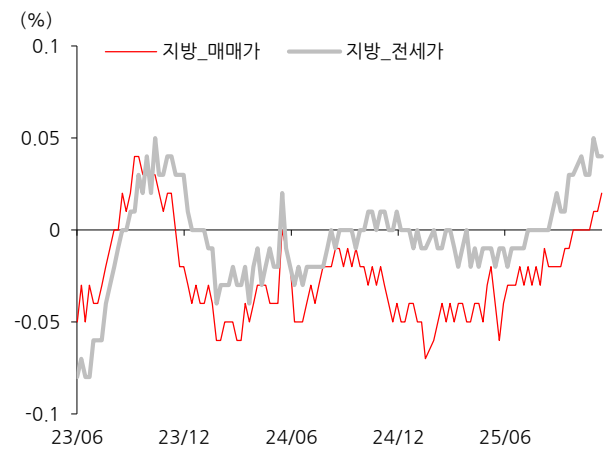
자료: 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 경기도 및 인천 매매가, 전세가 주간변동률



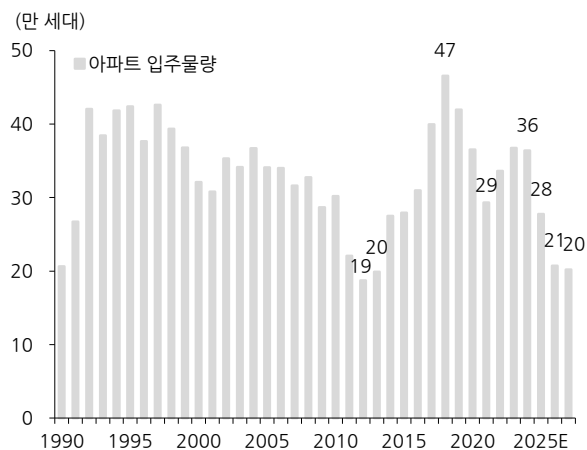
자료: 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 지방 매매가, 전세가 주간변동률



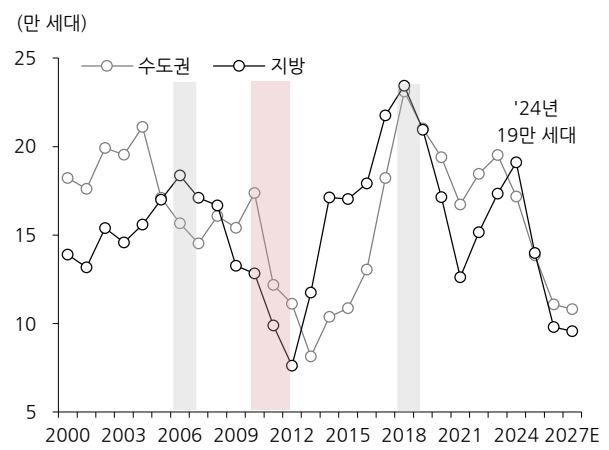
자료: 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 아파트 입주물량 추이: 2026~27년 20~21만 세대



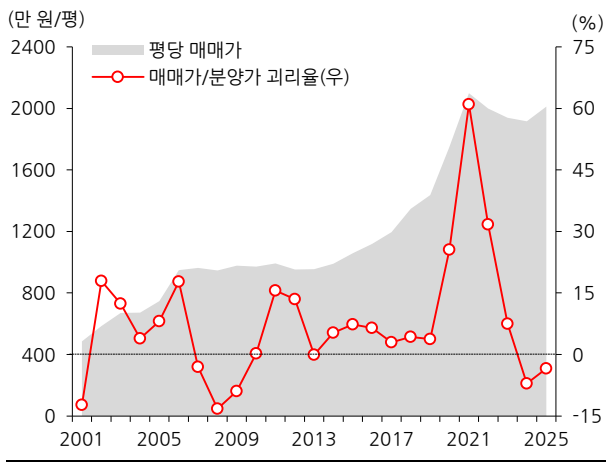
자료: 부동산114, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 지방/수도권 입주물량 추이 및 예상

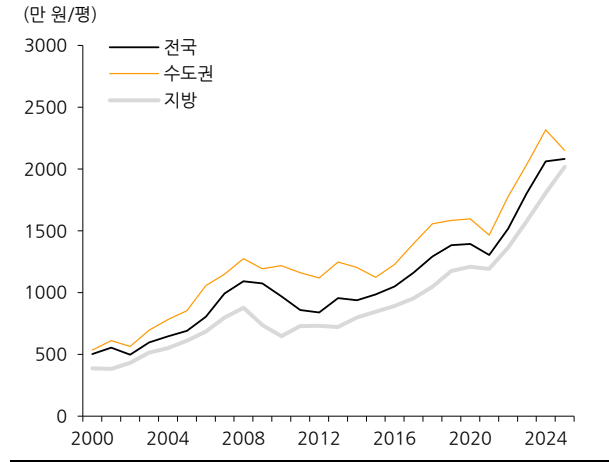


주: 매매가 증감률 과리 10% 이상, 파랑 음영은 수도권 우위, 빨강 음영은 지방 우위
자료: 부동산114, 한화투자증권 리서치센터

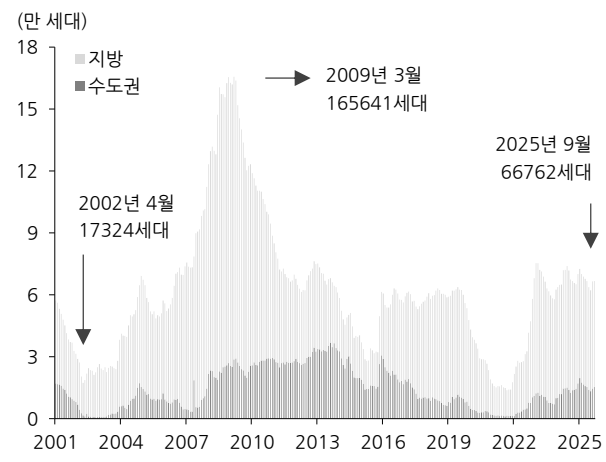
[그림26] 전국 아파트 분양가 대비 매매가 괴리율 추이



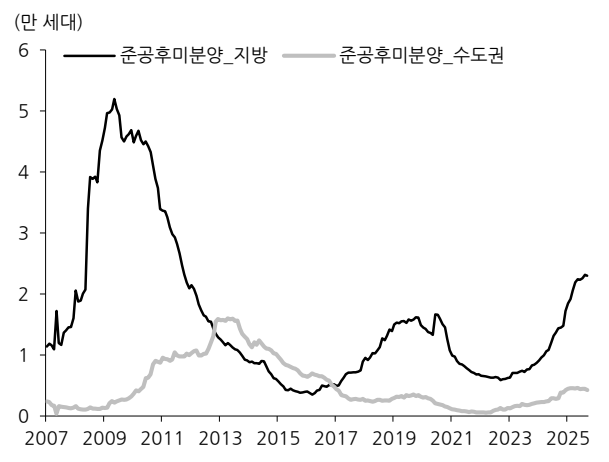
[그림27] 전국 아파트 분양가 추이



[그림28] 전국 아파트 미분양 세대수



[그림29] 전국 아파트 준공 후 미분양



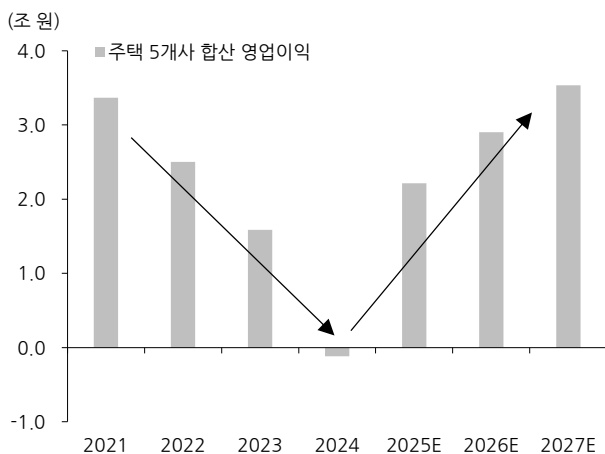
2. 2026 년 관전포인트 [3] 실적

개선 추세 지속

올해에 이어 내년에도 건설사 이익 개선 추세는 지속될 전망이다. 대형 5개 건설사 합산 영업이익은 2024년 저점을 딛고 3년 만에 개선세로 전환했다. 저마진 현장 준공에 따른 매출 믹스 변화로 주택 마진이 개선된 것이 주된 공통 요인이며, 그 효과는 2026년에도 이어질 예정이다.

다만, 주택 또는 비주택 부문의 매출 추이가 회사마다 달라서 이익 개선 강도의 차이는 존재할 것으로 보인다. 탑라인 성장과 마진 개선이 동시에 이루어질 것으로 예상되는 HDC현대산업개발의 경우 시장 컨센서스 기준 내년 영업이익 증가율이 50%대로 높은 반면, 주택 매출 감소가 예상되는 GS건설이나 마진 개선의 여지가 크지 않은 삼성E&A의 경우에는 증가율이 10%대에 그친다.

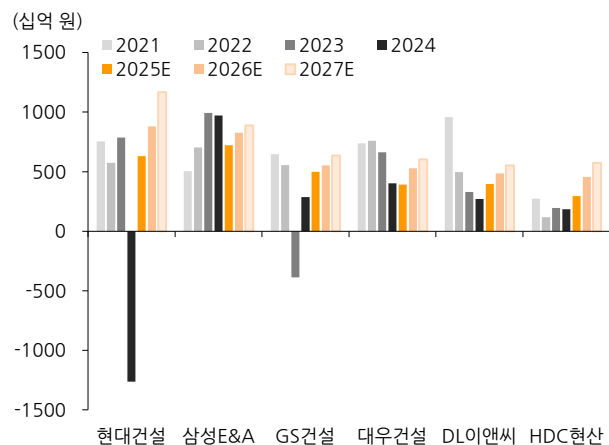
[그림30] 주택 5개 건설사 합산 영업이익 추이 및 예상



주: 시장 컨센서스 기준

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

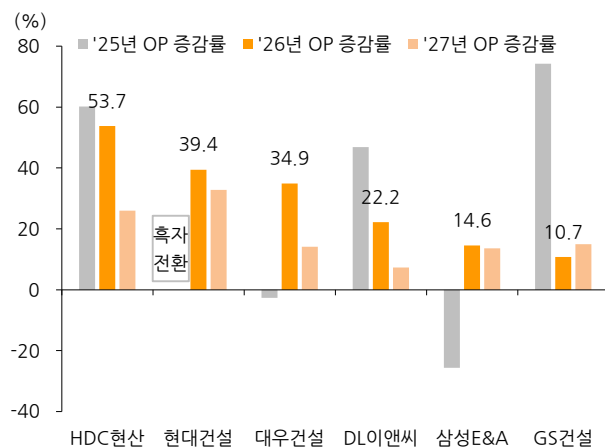
[그림31] 대형 6개 건설사 영업이익 추이 및 예상



주: 시장 컨센서스 기준

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

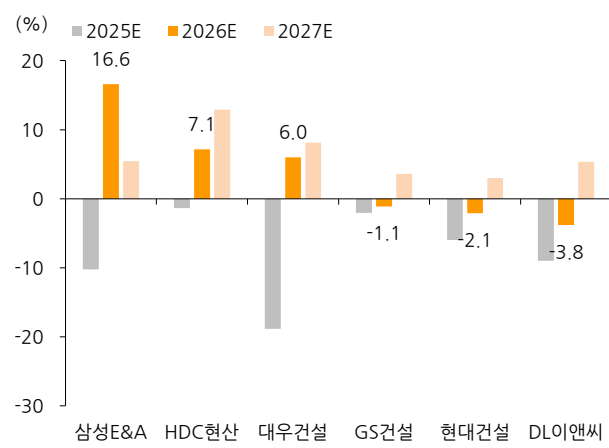
[그림32] 업체별 2025~27년 영업이익 증감률



주: 시장 컨센서스 기준

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

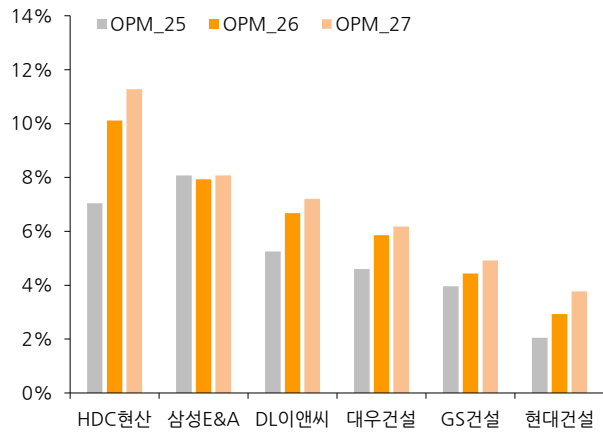
[그림33] 대형 6개 건설사 예상 매출액 증감



주: 시장 컨센서스 기준

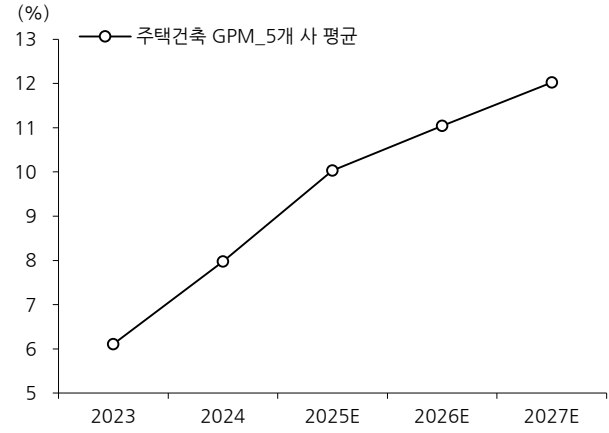
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 대형 6 개 건설사 예상 영업이익률



주: 시장 컨센서스 기준 / 자료: Wifefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 주택 5 개 건설사 주택건축 GPM 추이



주: 당사 추정치 기준 / 자료: Wifefn, 한화투자증권 리서치센터

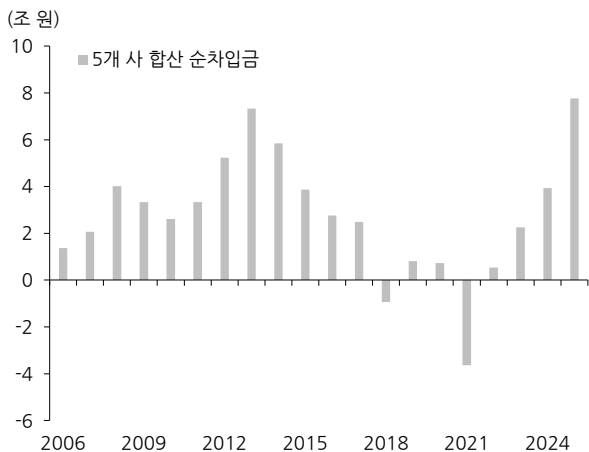
[표5] 주요 건설사 유동성 현황 (2025년 3분기 말 기준)

(단위: 십억 원)

	삼성E&A	DL이앤씨	현대건설	대우건설	HDC현산	GS건설
현금 및 현금성자산	1,126	1,852	3,225	1,869	863	2,636
단기금융상품	2,068	184	304	548	87	561
단기 유동자금	3,194	2,036	3,529	2,417	950	3,197
단기차입금	0	664	1,309	602	1,723	984
유동성장기부채	0	0	735	677	436	1,365
사채	0	438	1,047	3,161	320	483
장기차입금	0	0	782	0	495	3,150
이자부부채	0	1,102	3,873	4,440	2,975	5,982
(만기도래 사채 및 차입금)	0	664	2,099	1,279	2,160	2,349
- 사채	0	245	560	0	30	121
- 차입금	0	419	1,539	1,279	2,130	2,228
순현금	3,194	934	-344	-2,023	-2,025	-2,785

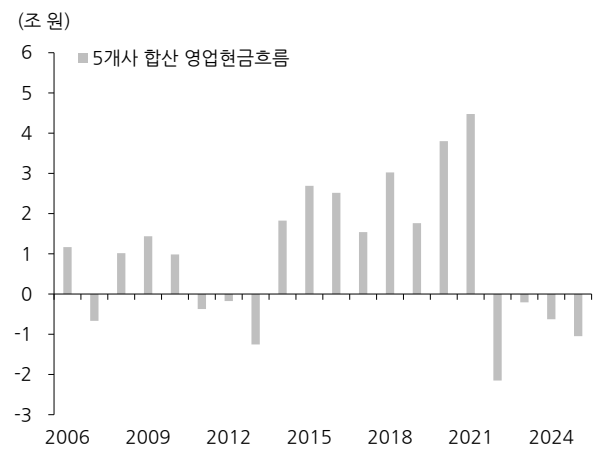
자료: 전자공시시스템(Dart), 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 대형 주택 5 개 사 합산 순차입금 추이(3Q25)



자료: Wifefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 대형 주택 5 개 사 합산 영업현금흐름



자료: Wifefn, 한화투자증권 리서치센터

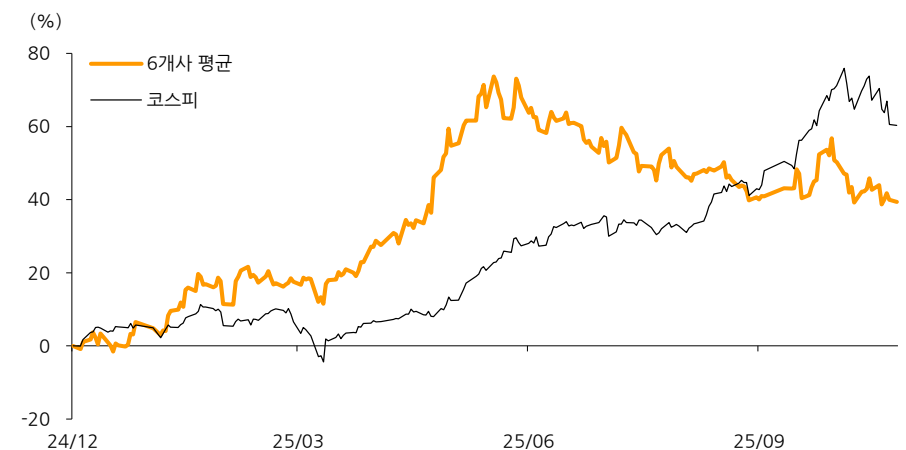
3. 결론: 확실한 것에 거는 기대

주가 및 밸류에이션

연초 이후 건설업 주가수익률은 실적 턴어라운드 기대감 및 원전 모멘텀 등으로 양호했으나 하반기에는 실적 노이즈 발생, 안전사고 처벌 강화, 부동산 규제 등으로 주가가 하락세로 접어들었다. 특히, 10월 이후 3분기 실적발표가 진행되면서 실적 추정치가 유의미하게 하락했고, 이에 따라 KOSPI와의 주가 괴리도 더 확대됐다.

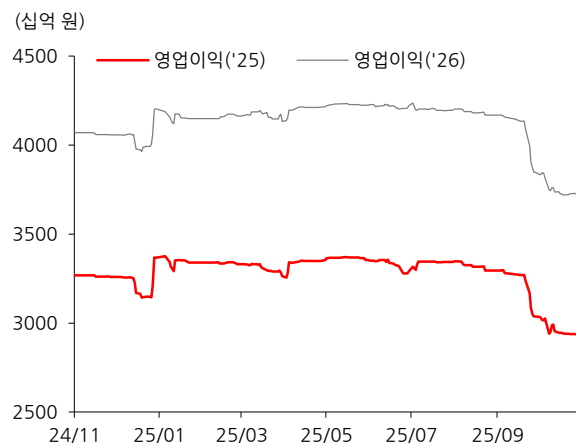
현재 건설업 밸류에이션은 12개월 선행 기준 P/E 6.6배, P/B 0.53배(예상 ROE 8.0%)로 KOSPI의 P/E 9.8배, P/B 1.13배와 괴리가 크다. 현 시점에서는 건설사의 주된 사업인 주택사업의 방향성이 확실히 잡히지 않았기 때문에 건설업 전반적인 밸류에이션 리레이팅을 이끌 요인은 다소 약해보이며, 당분간은 모멘텀 요인이 주가 변동을 야기할 것으로 예상된다. 다만, 주택 마진 개선이 꾸준히 이뤄지고 있는 만큼 공급물량(Q)의 증가가 확인된다면 업종 주가 반등의 확실한 계기가 되어줄 전망이다.

[그림38] 연초 이후 주가 수익률: 주요 건설사 vs. KOSPI



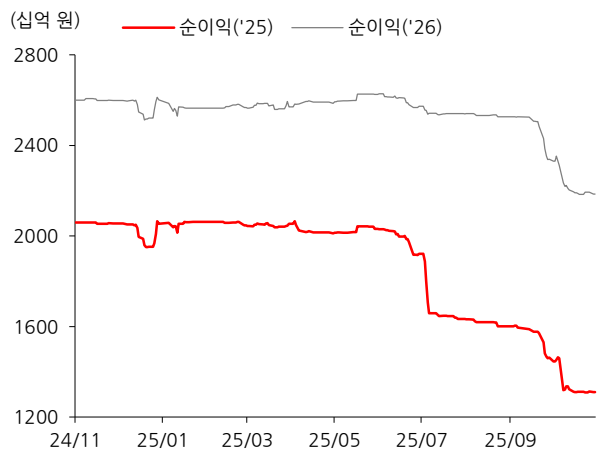
자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 주요 6개 건설사 합산 영업이익 컨센서스 추이



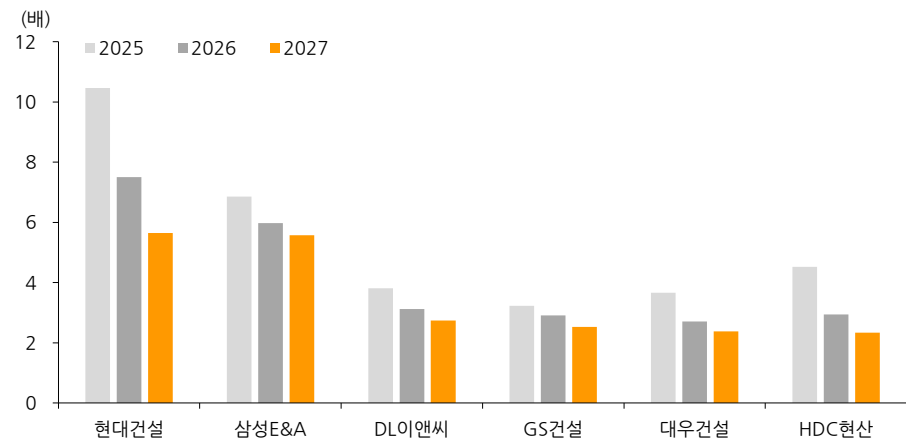
자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 주요 6개 건설사 합산 순이익 컨센서스 추이



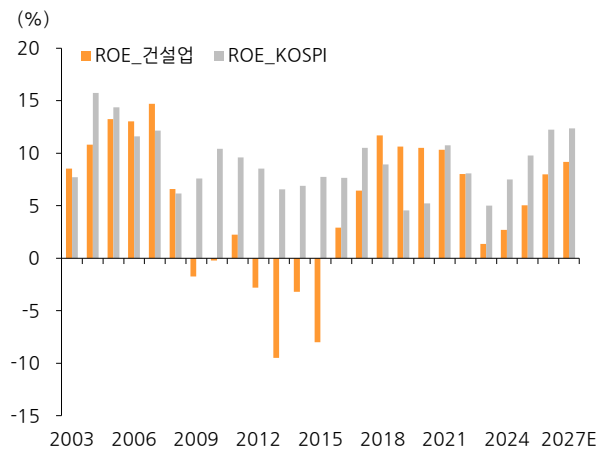
주: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 2025~27년 예상 영업이익 대비 시가총액



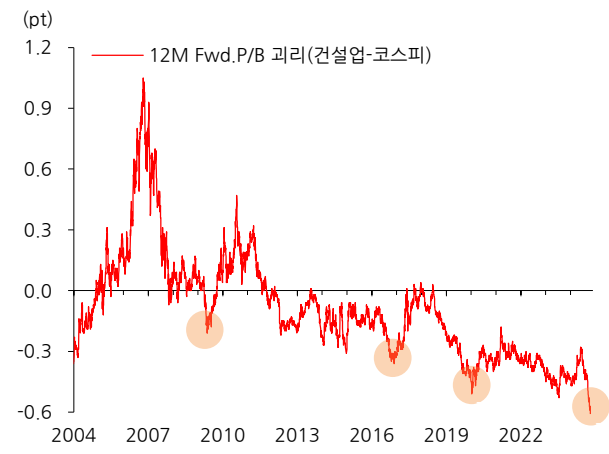
주: 2025~27년 영업이익은 시장 컨센서스 기준 / 자료: Wifefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] KOSPI와 건설업 ROE 추이 및 예상



자료: Wifefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] KOSPI와 건설업의 12M Fwd. P/B 괴리



자료: Wifefn, 한화투자증권 리서치센터

업종 의견 'Positive' 유지 건설 업종에 대한 투자의견을 'Positive(긍정적)'로 유지한다. 주가가 다시 차분해진 만큼 불확실한 많은 것들 중 가장 확실한 긍정적 요인에 집중할 필요가 있다고 판단한다. 현재로서는 매크로 변수, 국내외 발주 환경, 정부 규제, 건설사 실적 등 많은 요인들 중 원전 모멘텀 만큼 확실한 것은 없어 보이며, 주택 업종의 확실한 변화가 감지되기 전까지는 원전 플레이에 집중하자는 전략이다.

종목 선호도 업종 내 최선호주로는 현대건설을 유지한다. 최근의 실적 노이즈에도 불구하고 향후 2~3년 실적 우상향 추세는 뚜렷할 것으로 추정하며, 원전 수주 확대를 여전히 긍정적으로 내다본다. 지난 10월, 동사는 미국 Fermi America의 복합 에너지 및 AI 캠퍼스 내 대형원전 4기에 대한 FEED 계약을 체결하며 미국 원전시장 진출을 확정지었다. 향후 6개월 내에 홀텍 SMR 착공, 불가리아 원전 계약, 미국 대형원전 계약 등이 기대되는 만큼 원전 모멘텀은 내년에도 동사 주가 상승의 주 요인이 될 전망이다.

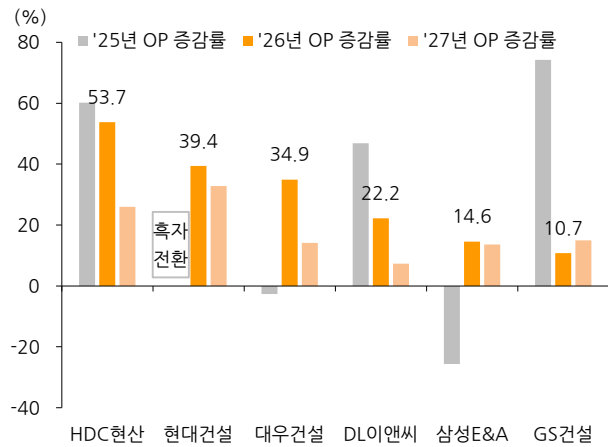
삼성물산과 HDC현대산업개발을 관심주로 제시한다. 삼성물산은 하이테크 투자 재개에 따른 건설 실적 회복과 및 주주환원정책 발표 등이 주가 하단을 지지해주는 가운데 삼성전자, 삼성바이오로직스 등 보유지분가치 확대까지 이뤄지고 있는 상태다. 내년에는 본격적인 원전 사업 가시화가 주가에 긍정적인 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다. HDC현대산업개발은 향후 2~3년 실적 성장에 대한 그림이 대형 건설사 중 가장 뚜렷하다는 점에서 저가 매수가 유효한 구간이라고 판단한다.

[표6] 커버리지 기업 투자의견 정리

기업명	투자의견	목표주가(원)	상승여력	현재가(원)	목표배수P/B(배)	12M Fwd. P/B(배)	'26E ROE(%)
현대건설 (000720)	Buy(유지)	92,000(유지)	54%	59,700	1.2	0.77	4.4
- 동사의 원전 모멘텀은 여전히 강력하다고 판단하며, 내년에도 동사 주가 상승의 주 요인이 될 전망 - 최근 실적 노이즈에도 불구하고 향후 2~3년 실적 우상향 추세는 매우 뚜렷할 것으로 추정							
삼성물산 (028260)	Buy(유지)	300,000(상향)	38%	218,000	1.5	0.99	7.0
- 건설 부문의 실적 턴어라운드와 함께 2026년 전사 실적의 방향성은 무난하게 우상향 추정 - 내년에는 본격적인 원전 사업 가시화가 주가에 긍정적인 모멘텀으로 작용할 것으로 예상							
HDC 현대산업개발 (294870)	Buy(유지)	32,000(하향)	62%	19,810	0.6	0.36	9.0
- 향후 2~3년 실적 성장에 대한 그림은 대형 건설사 중 가장 뚜렷할 것으로 추정 - 2026년에는 외주주택의 마진 개선과 대규모 신규현장 착공 여부 등이 투자포인트로 작용할 전망							
삼성 E&A (028050)	Buy(유지)	32,000(상향)	26%	25,350	1.2	0.96	13.1
- 올해 4분기를 시작으로 내년까지 타라인 회복 구간에 들어설 전망 - 탄탄한 수주 파이프라인을 바탕으로 한 개별 수주 성과 기대							
GS 건설 (006360)	Buy(유지)	24,000(하향)	29%	18,630	0.45	0.33	4.3
- 내년 이익 개선폭은 크지 않을 것으로 추정되나, 비주택 부문의 실적 위축이 없다는 점은 긍정적 - 절대적으로 많은 주택 수주잔고 감안 시 관심을 놓지 말아야할 종목이라고 판단							
대우건설 (047040)	Buy(유지)	4,300(하향)	25%	3,440	0.4	0.32	3.7
- 주택건축 부문의 실적 개선 지속에도 불구하고, 비주택 부문의 매출 감소가 예상되는 점은 다소 아쉬운 요인 - 주택 공급이 비교적 안정적으로 이루어지고 있는 만큼 해외 신규수주 성과가 보다 기다려지는 때							
DL 이앤씨 (375500)	Buy(유지)	49,000(하향)	27%	38,700	0.4	0.30	5.5
- 주택 마진 안정화에도 불구하고 플랜트 부문의 매출 감소 영향으로 매출 및 영업이익 성장이 제한적일 전망 - 안정적인 재무구조, 양호한 수익성 등은 밸류에이션 매력을 높이는 요인							

주: 11/24 종가 기준, 밸류에이션은 시장 컨센서스 기준 / 자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

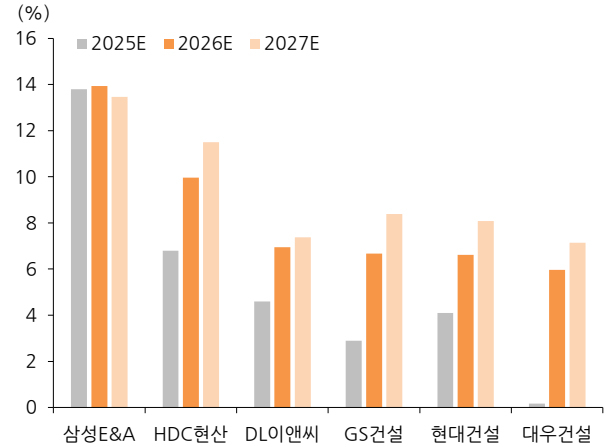
[그림44] 업체별 2025~27년 영업이익 증감률



주: 시장 컨센서스 기준

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

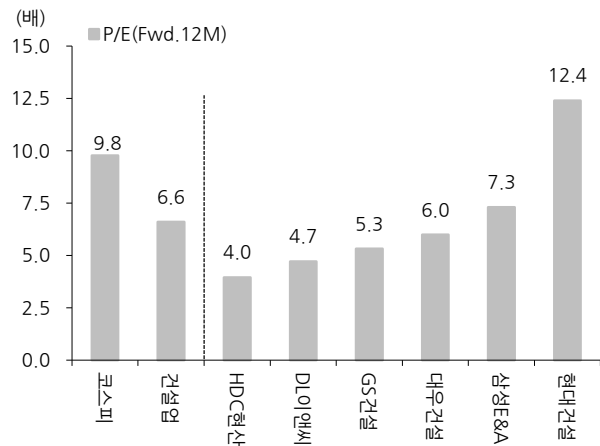
[그림45] 업체별 2025~27년 ROE 추이



주: 시장 컨센서스 기준

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

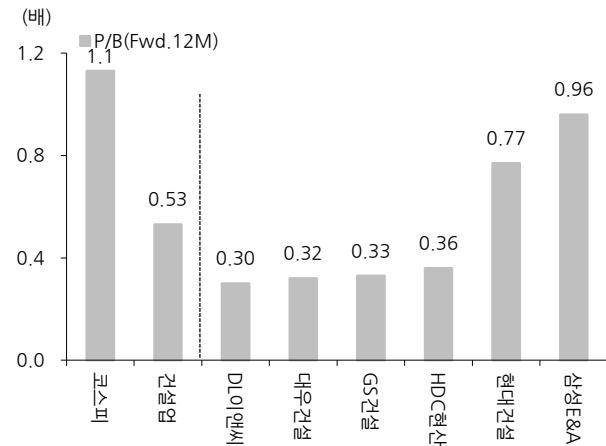
[그림46] 주요 건설사 12M Fwd, P/E



주: 11/24 종가 기준

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

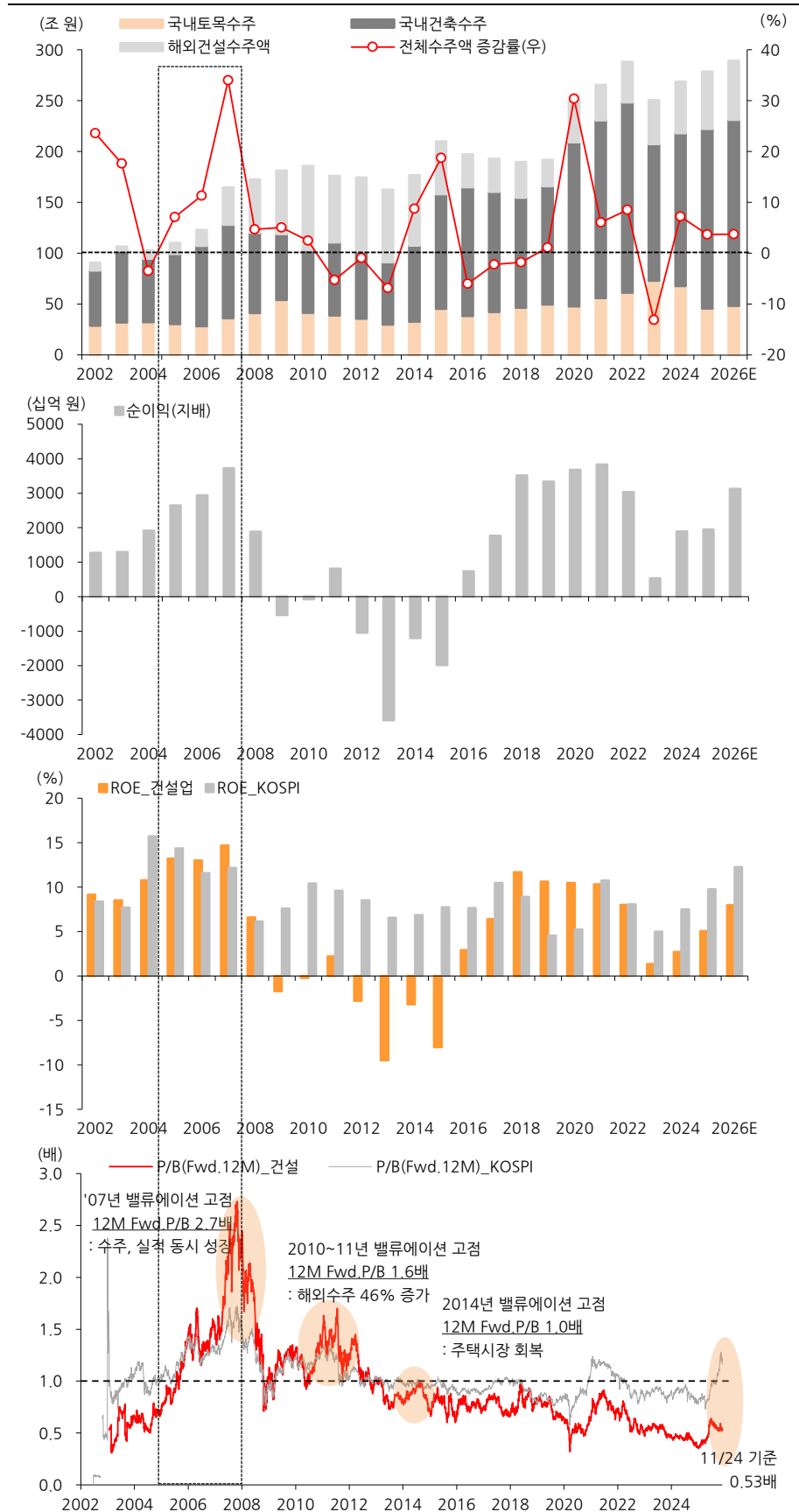
[그림47] 주요 건설사 12M Fwd, P/B



주: 11/24 종가 기준

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 건설업 수주와 실적, 밸류에이션



주: 국내 수주금액은 건설산업연구원, 해외 수주금액은 국토교통부 전망/ 자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터



기업분석

1. 현대건설 (000720)
2. 삼성물산 (028260)
3. HDC현대산업개발 (294870)
4. 삼성E&A (028050)
5. GS건설 (006360)
6. 대우건설 (047040)
7. DL이앤씨 (375500)

현대건설 (000720)

2026년에도 Top-pick 유지



▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 김예인 yein.kim@hanwha.com 3772-8420

Buy (유지)

목표주가(유지): 92,000원

현재 주가(11/24)	59,700원
상승여력	▲ 54.1%
시가총액	66,479억원
발행주식수	111,356천주
52 주 최고가 / 최저가	81,100 / 24,100원
90 일 일평균 거래대금	773.43억원
외국인 지분율	19.5%

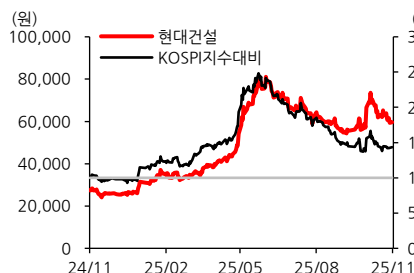
주주 구성	
현대자동차 (외 6 인)	34.9%
국민연금공단 (외 1 인)	10.0%
이한우 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-10.4	-4.5	10.1	111.0
상대수익률(KOSPI)	-7.9	-25.9	-38.2	57.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	32,670	30,698	28,413	28,347
영업이익	-1,263	609	757	1,083
EBITDA	-1,042	818	971	1,289
지배주주순이익	-169	308	372	582
EPS	-1,521	2,756	3,330	5,220
순차입금	-2,236	-2,790	-3,172	-3,442
PER	-16.7	21.7	17.9	11.4
PBR	0.4	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	-0.6	4.8	3.6	2.5
배당수익률	2.4	1.3	1.3	1.7
ROE	-2.1	3.8	4.4	6.6

주가 추이



가이던스 정정을 통해 실적 노이즈가 일단락되면 원전 모멘텀에 오롯이 집중할 수 있는 구간이 될 것으로 예상합니다. 현대건설에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 92,000 원으로 업종 내 최선호주 의견을 유지합니다.

2026년 실적 전망

2025년 영업이익 가이던스 1.18조 원을 제시하며 가파른 실적 턴어라운드를 예고했으나 현대엔지니어링 본드콜 이슈를 포함, 해외 원가율 안정화에 실패하며 시장에 실망감을 안겼다. 4분기 실적발표 즈음 가이던스 정정이 이뤄지게 되면 실적 노이즈는 당분간 잠잠해질 예정이다.

문제는 이후 실적에 대한 신뢰다. 해외 저마진 현상이 아직 종료되지 않았고, 자회사 현대엔지니어링의 소통 부재 등 불확실성이 여전히 남아있기 때문이다. 그러나 불명확한 것에 대한 보수적 가정(현대ENG 이익 개선 부재, 별도 플랜트 원가율 개선 미미)과 명확한 것에 대한 반영(주택 원가율 개선, 개발사업/데이터센터 등 건축 매출 증가, 해외 저마진 현장 종료)을 고려하면 향후 2~3년 실적 우상향 추세는 매우 뚜렷할 것으로 추정된다.

2026년 투자포인트

동사의 원전 모멘텀은 여전히 강력하다. 지난 10월에는 동사는 미국 Fermi America의 복합 에너지 및 AI 캠퍼스 내 대형원전 4기에 대한 FEED 계약을 체결(계약기간 6개월, 1H26 EPC 계약 추진)하며 미국 원전시장 진출을 확정지었다. 향후 6개월 내에 홀텍 SMR 착공, 불가리아 원전 계약, 미국 대형원전 계약 등이 예상되는 만큼 원전 기대감은 내년에도 동사 주가 상승의 주 요인이 될 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 92,000원으로 최선호주 유지

현대건설에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 92,000원으로 건설 업종 내 최선호주 의견을 유지한다. 목표주가는 2026년 예상 BPS에 목표배수 1.2배(예상 ROE 4.4%)를 그대로 적용해 산출했다. 실적 노이즈가 일단락 되고 나면 원전 모멘텀에 오롯이 집중할 수 있는 구간이 될 것으로 예상한다. 현 주가는 시장 컨센서스 기준 12M Fwd. P/E 12.4배, P/B 0.77배다.

[표7] 현대건설의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	76,064	2026년 예상 BPS 기준
적정 P/B(배)	1.2	2026년 예상 ROE 4.4%, COE 9%, 영구성장을 1% 가정 시 산출되는 목표배수를 할증
적정 주가(원)	91,510	
목표 주가(원)	92,000	
현재 주가(원)	59,700	
상승 여력	54%	

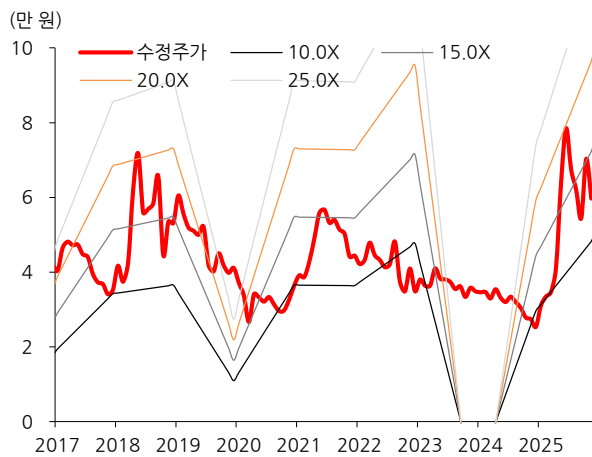
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표8] 현대건설 원전 관련 수주 파이프라인

지역	국가	프로젝트 내용	수주 시기	비고
유럽	불가리아	코즐로두이 7,8호기(1100MW*2기)	1Q26	웨스팅하우스+현대건설, 확정
	슬로베니아	크르슈코 JEK2 (1기)	2028	웨스팅하우스+현대건설, 경쟁
	핀란드	대형원전 건설 타당성 조사	-	웨스팅하우스+현대건설, 경쟁
	네덜란드	대형원전 2기 타당성 조사	-	팀코리아
	우크라이나	대형원전 4기 건설계획	-	웨스팅하우스+현대건설, 경쟁
북미	미국	Fermi 하이퍼스케일 캠퍼스	2026	대형원전 4기 FEED 계약('25.10)
		(SMR) 펠리세이즈(300MW*2기)	2026	Holtec+현대건설, '26년 1차, '27년 2차 계약
		(SMR) 오이스터크릭(300MW*4기)	2028	Holtec+현대건설

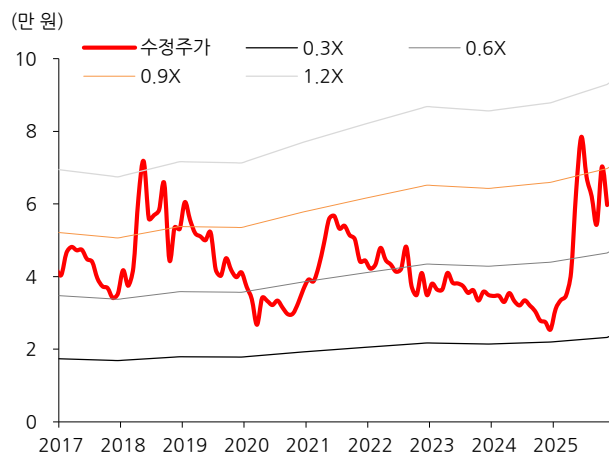
자료: 현대건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 12M Fwd. P/E 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 12M Fwd. P/B 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표9] 현대건설의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	7,456	7,721	7,827	7,695	7,010	7,293	6,934	7,175	32,670	30,698	28,413	28,347
YoY(%)	-12.8	-10.4	-5.2	6.2	-6.0	-5.5	-11.4	-6.8	10.2	-6.0	-7.4	-0.2
현대건설	3,891	4,154	4,342	4,238	3,925	4,137	4,155	4,387	16,730	16,625	16,604	18,000
토목	419	421	491	465	436	445	472	508	1,803	1,797	1,861	1,992
건축/주택	2,298	2,404	2,556	2,517	2,248	2,365	2,411	2,635	10,914	9,775	9,659	10,677
플랜트	1,138	1,284	1,269	1,213	1,206	1,287	1,237	1,204	3,880	4,904	4,934	5,181
현대엔지니어링	3,367	3,412	3,314	3,280	2,945	3,006	2,659	2,699	14,760	13,373	11,310	9,847
기타연결	198	155	170	178	140	150	120	90	1,180	700	500	500
매출원가	6,942	7,252	7,437	7,313	6,527	6,829	6,487	6,724	32,887	28,944	26,567	26,137
매출원가율(%)	93.1	93.9	95.0	95.0	93.1	93.6	93.5	93.7	100.7	94.3	93.5	92.2
현대건설	94.6	95.6	95.9	94.5	93.5	94.1	93.8	93.8	97.9	95.1	93.8	92.2
토목	91.4	93.9	90.4	92.9	91.8	92.0	91.5	92.6	91.3	92.1	92.0	92.0
건축/주택	95.7	94.5	94.9	93.8	93.5	93.3	93.2	92.9	96.4	94.7	93.2	91.7
플랜트	95.5	100.3	101.3	98.5	96.0	98.2	97.5	98.3	107.5	99.0	97.5	95.0
현대엔지니어링	92.9	93.1	94.7	96.9	93.5	94.0	94.0	94.1	105.3	94.4	93.9	93.0
기타연결	68.5	67.4	78.7	73.5	73.0	73.0	75.0	75.9	81.2	72.0	74.0	77.0
판관비	300	252	286	307	282	244	267	295	1,046	1,145	1,089	1,127
판관비율(%)	4.0	3.3	3.7	4.0	4.0	3.3	3.9	4.1	3.2	3.7	3.8	4.0
영업이익	214	217	104	74	201	220	180	157	-1,263	609	757	1,083
YoY(%)	-14.8	47.3	-9.4	흑전	-6.2	1.3	74.0	110.4	적전	흑전	24.4	43.0
영업이익률(%)	2.9	2.8	1.3	1.0	2.9	3.0	2.6	2.2	-3.9	2.0	2.7	3.8
현대건설	53	77	43	81	92	130	122	118	-216	254	462	801
현대엔지니어링	104	96	33	-46	77	56	35	24	-1,240	188	192	200
기타연결	57	44	28	39	31	34	23	15	192	167	103	82
영업외손익	-8	-17	-20	14	-3	15	-38	-23	278	-30	-49	-19
세전이익	205	200	84	89	198	234	142	133	-986	578	708	1,064
순이익	167	159	68	66	148	176	107	100	-766	459	531	798
YoY(%)	-20.0	8.5	69.1	흑전	-11.1	10.9	57.6	52.2	적전	흑전	15.7	50.3
순이익률(%)	2.2	2.1	0.9	0.9	2.1	2.4	1.5	1.4	-2.3	1.5	1.9	2.8
지배기업순이익	120	95	44	49	104	123	75	70	-169	308	372	582

자료: 현대건설, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	29,651	32,670	30,698	28,413	28,347
매출총이익	1,703	-217	1,753	1,846	2,209
영업이익	785	-1,263	609	757	1,083
EBITDA	982	-1,042	818	971	1,289
순이자손익	136	118	118	128	139
외화관련손익	19	139	65	0	0
지분법손익	-5	242	-5	0	0
세전계속사업손익	940	-986	578	708	1,064
당기순이익	654	-766	459	531	798
지배주주순이익	536	-169	308	372	582
증가율(%)					
매출액	39.6	10.2	-6.0	-7.4	-0.2
영업이익	36.6	적전	흑전	24.4	43.0
EBITDA	29.7	적전	흑전	18.6	32.7
순이익	38.9	적전	흑전	15.7	50.3
이익률(%)					
매출총이익률	5.7	-0.7	5.7	6.5	7.8
영업이익률	2.6	-3.9	2.0	2.7	3.8
EBITDA 이익률	3.3	-3.2	2.7	3.4	4.5
세전이익률	3.2	-3.0	1.9	2.5	3.8
순이익률	2.2	-2.3	1.5	1.9	2.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	-715	-119	584	774	667
당기순이익	654	-766	459	531	798
자산상각비	196	221	210	214	206
운전자본증감	-1,816	588	-397	164	-146
매출채권 감소(증가)	-2,886	-1,540	730	740	191
재고자산 감소(증가)	54	43	8	52	-45
매입채무 증가(감소)	536	1,621	-684	-626	-290
투자현금흐름	563	212	-129	-336	-343
유형자산처분(취득)	-184	-173	-113	-156	-155
무형자산 감소(증가)	-13	-15	-14	-16	-16
투자자산 감소(증가)	434	111	-64	-34	-35
재무현금흐름	366	734	71	-210	-228
차입금의 증가(감소)	461	831	141	-120	-138
자본의 증가(감소)	-95	-95	-67	-90	-90
배당금의 지급	-95	-95	-67	-90	-90
총현금흐름	1,211	-508	895	610	814
(-)운전자본증감(감소)	1,750	-1,182	11	-164	146
(-)설비투자	222	179	122	156	155
(+)자산매각	25	-9	-6	-16	-16
Free Cash Flow	-736	486	757	603	496
(-)기타투자	-259	305	325	131	136
잉여현금	-477	181	433	472	360
NOPLAT	547	-916	483	568	812
(+) Dep	196	221	210	214	206
(-)운전자본투자	1,750	-1,182	11	-164	146
(-)Capex	222	179	122	156	155
OpFCF	-1,229	309	560	791	717

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	18,613	21,101	20,669	20,240	20,331
현금성자산	5,230	5,880	6,448	6,709	6,841
매출채권	10,659	12,100	10,963	10,223	10,032
재고자산	816	777	772	720	765
비유동자산	5,101	5,905	5,732	5,821	5,922
투자자산	3,172	3,865	3,783	3,914	4,051
유형자산	1,205	1,289	1,180	1,132	1,092
무형자산	724	751	769	774	780
자산총계	23,714	27,005	26,401	26,060	26,253
유동부채	10,357	14,664	14,039	13,392	13,068
매입채무	7,715	9,940	9,276	8,650	8,360
유동성이자부채	644	1,932	2,318	2,198	2,060
비유동부채	2,902	2,672	2,318	2,343	2,368
비유동이자부채	1,899	1,712	1,340	1,340	1,340
부채총계	13,259	17,336	16,358	15,735	15,435
자본금	562	562	562	562	562
자본잉여금	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095
이익잉여금	6,420	6,130	6,373	6,655	7,148
자본조정	59	238	238	238	238
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	10,456	9,669	10,044	10,326	10,818

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	4,806	-1,521	2,756	3,330	5,220
BPS	72,383	71,394	73,558	76,064	80,445
DPS	600	600	800	800	1,000
CFPS	10,772	-4,522	7,966	5,426	7,239
ROA(%)	2.4	-0.7	1.2	1.4	2.2
ROE(%)	6.8	-2.1	3.8	4.4	6.6
ROIC(%)	8.4	-13.0	7.1	8.5	12.1
Multiples(x, %)					
PER	7.3	-16.7	21.7	17.9	11.4
PBR	0.5	0.4	0.8	0.8	0.7
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
PCR	3.2	-5.6	7.5	11.0	8.2
EV/EBITDA	1.3	-0.6	4.8	3.6	2.5
배당수익률	1.7	2.4	1.3	1.3	1.7
안정성(%)					
부채비율	126.8	179.3	162.9	152.4	142.7
Net debt/Equity	-25.7	-23.1	-27.8	-30.7	-31.8
Net debt/EBITDA	-273.7	214.6	-340.9	-326.6	-267.0
유동비율	179.7	143.9	147.2	151.1	155.6
이자보상배율(배)	12.3	n/a	5.2	6.6	9.6
자산구조(%)					
투하자본	46.1	41.3	39.6	38.3	38.5
현금+투자자산	53.9	58.7	60.4	61.7	61.5
자본구조(%)					
차입금	19.6	27.4	26.7	25.5	23.9
자기자본	80.4	72.6	73.3	74.5	76.1

삼성물산 (028260)

또 한 번의 레벨업



▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 김예인 yein.kim@hanwha.com 3772-8420

Buy (유지)

목표주가(상향): 300,000원

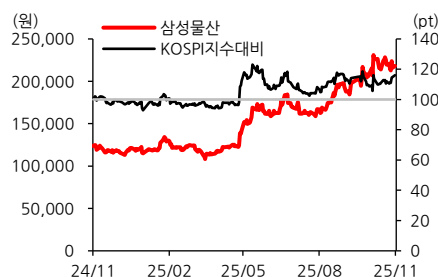
현재 주가(11/24)	218,000원
상승여력	▲ 37.6%
시가총액	370,549억원
발행주식수	169,977천주
52 주 최고가 / 최저가	231,000 / 108,300원
90 일 일평균 거래대금	720.21억원
외국인 지분율	28.8%
주주 구성	
이재용 (외 15 인)	36.4%
케이씨씨 (외 1 인)	10.0%
국민연금공단 (외 1 인)	8.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.3	30.4	53.5	77.2
상대수익률(KOSPI)	6.7	9.0	5.1	23.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	42,103	40,505	43,582	46,055
영업이익	2,983	3,349	3,724	4,220
EBITDA	3,916	4,437	4,901	5,462
지배주주순이익	2,230	2,197	2,363	2,656
EPS	12,523	13,522	13,876	15,605
순차입금	-448	-368	-1,184	-2,570
PER	9.2	16.1	15.7	14.0
PBR	0.7	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.1	8.3	7.4	6.4
배당수익률	2.3	1.2	1.2	1.2
ROE	6.8	6.9	7.0	7.4

주가 추이



실적 방향성, 주주환원정책 발표, 보유지분가치 상승, 원전 모멘텀 등 다양한 투자포인트들이 주가에 우호적으로 작용하고 있습니다. 내년에는 본격적인 원전사업 가시화가 기대됩니다. 삼성물산에 대해 투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가를 300,000 원으로 상향합니다.

2026년 실적 전망

바이오 실적 성장이 지속되는 가운데 건설 부문의 실적 턴어라운드가 더해지며 2026년 전사 실적의 방향성은 아주 무난하게 우상향을 그릴 전망이다. 2024년 하반기 이후 하이테크 부문의 매출 감소가 두드러졌으나 지난 3분기를 바닥으로 4분기부터는 회복세로 접어들 전망이며, 기수주 대형 플랜트 현장의 매출 본격화도 이뤄짐에 따라 내년 건설 부문 실적은 매출과 수익성 모두 개선을 나타낼 전망이다.

2026년 투자포인트

동사의 투자포인트는 여러 가지다. 실적 우상향이 지속되는 가운데 내년 초 발표될 차기 주주환원정책 기대감과 보유지분가치 상승 등이 주가에 긍정적으로 작용하고 있다. 더불어 원전 모멘텀 또한 강화되는 모습이다. 동사는 지난 10월 GVH(GE Vernova Hitachi Nuclear Energy)와 SMR 사업관련 전략적 파트너십을 체결했다. 이는 뉴스케일파워와 진행 중인 루마니아 SMR(FEED 참여 중, 내년 FID 예상) 사업에 추가적인 확장성을 가지는 행보로 해석된다. 대형 원전과 관련해서도 팀 코리아를 통한 미국/중동 진출, 글로벌 건설사와의 협업을 통한 신규사업 참여 등을 꾀하고 있어 원전 사업 참여가 가시화된다면 또 한 번의 주가 레벨업이 기대된다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 300,000원으로 상향

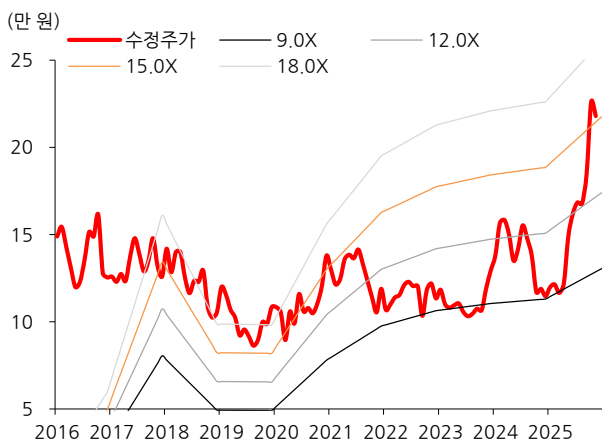
삼성물산에 대해 투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가를 기존 270,000원에서 300,000원으로 상향한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출했으며, 보유지분가치 할인율을 55%에서 50%로 조정했다. 하이테크 투자 재개에 따른 건설 실적 회복과 및 주주환원정책 발표 등이 주가 하단을 지지해주는 가운데 삼성전자 등 보유지분가치 확대까지 이뤄지고 있는 상태다. 내년에는 본격적인 원전 사업 가시화가 주가에 긍정적인 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다. 현 주가는 시장 컨센서스 기준 12M Fwd. P/B 0.99배, P/E 15.3배 수준이다.

[표10] 삼성물산의 SOTP 밸류에이션

구분	평가액	배수	비고
A. 영업가치	8,778		
- 건설	4,200	5.5	각 업종 PEER 평균 EV/EBITDA
- 상사	2,801	6.0	
- 패션	955	5.5	
- 레저	151	6.0	
- 식음	670	3.0	
B. 보유 자본가치	36,863	50% 할인	삼성전자, 삼성생명, 삼성바이오로직스 등 주요 상장사
C. 순차입금	-2,475		'25년 3분기말 순차입금
주주가치(A+B-C)	48,116		발행주식총수, 자사주 차감
주식수(천 주)	162,168		
적정 주가(원)	296,708		
목표 주가(원)	300,000		
현재 주가(원)	218,000		
상승 여력	38%		

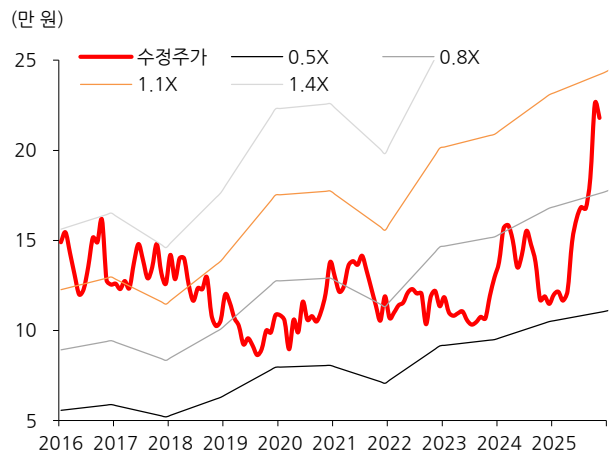
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 12M Fwd. P/E 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 12M Fwd. P/B 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표11] 삼성물산의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,737	10,022	10,151	10,595	9,839	11,004	11,077	11,662	42,103	40,505	43,582	46,055
YoY(%)	-9.8	-8.9	-1.5	6.0	1.0	9.8	9.1	10.1	-2.5	-3.3	3.5	13.7
건설	3,620	3,395	3,090	3,524	3,357	3,851	3,846	4,419	18,655	13,629	15,473	16,643
건축	2,729	2,329	2,059	2,357	2,301	2,683	2,693	3,092	14,964	9,474	10,769	11,583
토목	194	159	197	165	156	167	166	176	753	715	666	723
플랜트	697	907	834	1,001	900	1,001	986	1,151	2,938	3,439	4,039	4,337
상사	3,436	3,776	3,885	3,850	3,457	3,865	3,956	3,819	12,997	14,947	15,096	15,247
패션	504	510	445	531	512	513	450	534	2,004	1,990	2,010	2,030
레저	108	223	205	202	107	227	209	203	782	738	746	753
식음	771	828	866	871	794	853	895	911	3,118	3,336	3,453	3,557
바이오	1,298	1,290	1,660	1,618	1,612	1,695	1,722	1,776	4,547	5,866	6,804	7,825
매출원가	7,984	8,221	8,100	8,462	7,968	9,000	9,067	9,315	34,996	32,767	35,350	37,146
매출원가율(%)	82.0	82.0	79.8	79.9	81.0	81.8	84.0	79.9	83.1	80.9	81.1	80.7
판관비	1,029	1,048	1,058	1,254	1,047	1,049	1,074	1,338	4,124	4,389	4,508	4,689
판관비율(%)	10.6	10.5	10.4	11.8	10.6	9.5	9.7	11.5	9.8	10.8	10.3	10.2
영업이익	724	753	993	879	824	955	937	1,009	2,983	3,349	3,724	4,220
YoY(%)	1.7	-16.4	34.9	38.5	13.7	26.8	(5.7)	14.8	3.9	12.3	11.2	13.3
건설	159	118	111	134	151	181	169	208	1,001	522	709	812
상사	63	80	76	100	62	89	79	80	301	319	310	325
패션	34	33	12	40	33	33	16	38	170	119	121	127
레저	-31	9	20	19	-11	11	21	19	59	17	41	42
식음	19	45	53	36	24	47	49	42	157	153	162	175
바이오	480	468	722	550	564	593	603	622	1,296	2,220	2,381	2,739
영업이익률(%)	7.4	7.5	9.8	8.3	8.4	8.7	8.5	8.7	7.1	8.3	8.5	9.2
건설	4.4	3.5	3.6	3.8	4.5	4.7	4.4	4.7	5.4	3.8	4.6	4.9
상사	1.8	2.1	2.0	2.6	1.8	2.3	2.0	2.1	2.3	2.1	2.1	2.1
패션	6.7	6.5	2.7	7.5	6.5	6.5	3.5	7.2	8.5	6.0	6.0	6.3
레저	(28.7)	4.0	9.8	9.5	(10.0)	5.0	10.0	9.5	7.5	2.3	5.5	5.5
식음	2.5	5.4	6.1	4.1	3.0	5.5	5.5	4.6	5.0	4.6	4.7	4.9
바이오	37.0	36.3	43.5	34.0	35.0	35.0	35.0	35.0	28.5	37.8	35.0	35.0
영업외손익	479	0	212	166	428	48	138	128	739	857	742	732
세전이익	1,204	753	1,205	1,045	1,252	1,003	1,075	1,137	3,722	4,206	4,466	4,952
순이익	937	527	885	778	933	747	801	847	2,772	3,127	3,328	3,689
YoY(%)	14.0	-28.3	58.0	18.7	-0.5	41.9	-9.5	8.8	1.9	12.8	6.4	10.9
순이익률(%)	9.6	5.3	8.7	7.3	9.5	6.8	7.2	7.3	6.6	7.7	7.6	8.0
지배기업순이익	733	353	566	545	662	530	569	601	2,230	2,197	2,363	2,656

자료: 삼성물산, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	41,896	42,103	40,505	43,582	46,055
매출총이익	6,567	7,108	7,739	8,232	8,909
영업이익	2,870	2,983	3,349	3,724	4,220
EBITDA	3,691	3,916	4,437	4,901	5,462
순이자손익	603	639	852	770	818
외화관련손익	1	111	-101	0	0
지분법손익	83	56	45	0	0
세전계속사업손익	3,549	3,722	4,206	4,466	4,952
당기순이익	2,719	2,772	3,127	3,328	3,689
지배주주순이익	2,218	2,230	2,197	2,363	2,656
증가율(%)					
매출액	-2.9	0.5	-3.8	7.6	5.7
영업이익	13.5	3.9	12.3	11.2	13.3
EBITDA	17.0	6.1	13.3	10.5	11.4
순이익	6.8	1.9	12.8	6.4	10.9
이익률(%)					
매출총이익률	15.7	16.9	19.1	18.9	19.3
영업이익률	6.9	7.1	8.3	8.5	9.2
EBITDA 이익률	8.8	9.3	11.0	11.2	11.9
세전이익률	8.5	8.8	10.4	10.2	10.8
순이익률	6.5	6.6	7.7	7.6	8.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	2,799	3,307	2,426	3,262	3,954
당기순이익	2,719	2,772	3,127	3,328	3,689
자산상각비	821	933	1,088	1,177	1,241
운전자본증감	-1,063	-727	1,368	-628	-309
매출채권 감소(증가)	111	-966	303	332	-527
재고자산 감소(증가)	-206	-655	-389	-555	-410
매입채무 증가(감소)	-227	-313	532	-635	389
투자현금흐름	-2,105	-1,759	-1,904	-2,081	-2,185
유형자산처분(취득)	-1,205	-1,586	-1,671	-1,685	-1,781
무형자산 감소(증가)	-187	-164	-159	-194	-194
투자자산 감소(증가)	442	607	-61	-61	-63
재무현금흐름	-1,818	-1,298	-754	-838	-834
차입금의 증가(감소)	-1,439	-891	-329	-412	-388
자본의 증가(감소)	-378	-419	-426	-426	-446
배당금의 지급	-378	-419	-426	-426	-446
총현금흐름	3,951	4,142	1,217	3,890	4,263
(-)운전자본증감(감소)	1,154	592	-1,139	628	309
(-)설비투자	1,229	1,628	1,709	1,685	1,781
(+)자산매각	-164	-122	-121	-194	-194
Free Cash Flow	1,405	1,800	526	1,382	1,978
(-)기타투자	1,064	751	-216	141	147
잉여현금	341	1,049	742	1,241	1,832
NOPLAT	2,199	2,222	2,490	2,775	3,144
(+) Dep	821	933	1,088	1,177	1,241
(-)운전자본투자	1,154	592	-1,139	628	309
(-)Capex	1,229	1,628	1,709	1,685	1,781
OpFCF	637	934	3,007	1,638	2,295

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	18,978	20,181	19,854	20,540	22,537
현금성자산	5,235	5,141	4,747	5,150	6,148
매출채권	7,283	8,326	8,128	7,796	8,323
재고자산	4,470	5,126	5,514	6,069	6,479
비유동자산	47,149	41,809	46,194	47,038	47,919
투자자산	33,747	26,964	30,800	30,941	31,088
유형자산	6,964	8,650	9,254	9,763	10,302
무형자산	6,431	6,187	6,140	6,334	6,529
자산총계	66,127	61,990	66,048	67,578	70,456
유동부채	14,759	14,747	15,321	14,563	14,865
매입채무	6,707	6,821	6,386	5,751	6,140
유동성이자부채	3,158	2,442	1,809	1,397	1,009
비유동부채	11,471	9,985	11,317	11,668	12,033
비유동이자부채	2,148	2,251	2,569	2,569	2,569
부채총계	26,230	24,732	26,638	26,231	26,898
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,696	10,695	10,696	10,696	10,696
이익잉여금	12,662	14,014	15,123	17,060	19,271
자본조정	10,862	6,340	7,006	7,006	7,006
자기주식	-1,956	-1,293	-646	-646	-646
자본총계	39,897	37,259	39,410	41,347	43,558

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	11,932	12,523	13,522	13,876	15,605
BPS	182,877	173,324	191,571	202,869	215,763
DPS	2,550	2,600	2,600	2,600	2,600
CFPS	21,103	23,109	7,101	22,691	24,865
ROA(%)	3.5	3.5	3.4	3.5	3.8
ROE(%)	7.3	6.8	6.9	7.0	7.4
ROIC(%)	23.6	19.3	19.8	22.6	23.7
Multiples(x, %)					
PER	10.9	9.2	16.1	15.7	14.0
PBR	0.7	0.7	1.1	1.1	1.0
PSR	0.6	0.5	0.9	0.9	0.8
PCR	6.1	5.0	30.7	9.6	8.8
EV/EBITDA	6.5	5.1	8.3	7.4	6.4
배당수익률	2.0	2.3	1.2	1.2	1.2
안정성(%)					
부채비율	65.7	66.4	67.6	63.4	61.8
Net debt/Equity	0.2	-1.2	-0.9	-2.9	-5.9
Net debt/EBITDA	1.9	-11.4	-8.3	-24.2	-47.1
유동비율	128.6	136.8	129.6	141.0	151.6
이자보상배율(배)	11.3	13.3	26.5	31.1	38.9
자산구조(%)					
투하자본	19.7	29.5	24.8	26.2	26.8
현금+투자자산	80.3	70.5	75.2	73.8	73.2
자본구조(%)					
차입금	11.7	11.2	10.0	8.8	7.6
자기자본	88.3	88.8	90.0	91.2	92.4

HDC현대산업개발 (294870)

업황과 무관한 실적 성장



▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 김예인 yein.kim@hanwha.com 3772-8420

Buy (유지)

목표주가(하향): 32,000원

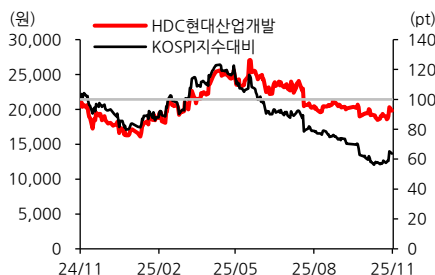
현재 주가(11/24)	19,810원
상승여력	▲ 61.5%
시가총액	13,056억원
발행주식수	65,907천주
52 주 최고가 / 최저가	27,100 / 16,100원
90 일 일평균 거래대금	47.71억원
외국인 지분율	18.4%
주주 구성	
HDC (외 7 인)	43.0%
국민연금공단 (외 1 인)	10.0%
자사주 (외 1 인)	3.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.0	-1.9	-22.8	2.2
상대수익률(KOSPI)	4.4	-23.3	-71.1	-51.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,256	4,226	4,423	5,108
영업이익	185	290	426	628
EBITDA	243	360	514	710
지배주주순이익	156	201	307	461
EPS	2,363	3,129	4,784	7,190
순차입금	1,058	1,735	1,500	955
PER	7.6	6.3	4.1	2.8
PBR	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	9.3	8.4	5.5	3.2
배당수익률	3.9	3.5	4.8	7.3
ROE	5.1	6.3	9.0	12.4

주가 추이



실적 개선 속도를 조절해 목표주가를 하향하나, 업종 내 독보적인 실적 성장이 예상되는 만큼 저가 매수가 유효한 구간이라고 판단합니다. HDC 현대산업개발에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 32,000원으로 제시합니다.

2026년 실적 전망

향후 2~3년 실적 성장에 대한 그림은 대형 건설사 중 HDC현대산업개발이 가장 뚜렷하다. 실적 우상향의 가장 큰 기반은 역시 자체주택이다. 서울원 공정 진행에 따른 매출 및 이익 증가가 전사 실적 개선의 방향성을 확고히 하는 가운데 청주가경, 서산, 곤지암 등 현재 공사 진행 중인 자체 현장도 내년에 매출이 가장 집중될 예정이다. 내년에는 청주가경 7,8단지, 천안아이파크시티 3단지 등의 신규 착공이 예정되어 있어 적어도 2028년까지는 자체주택의 실적 성장이 지속될 전망이다.

2026년 투자포인트

2026년에는 외주주택의 마진 개선과 대규모 신규현장 착공 여부 등이 투자포인트로 작용할 전망이다. 올해 외주주택 GPM은 1~3분기 평균 6.8%로 작년 연간 9.7%보다 악화됐으며, 경쟁사 대비로도 낮았다. 그러나 저마진 현장 준공 및 고마진 신규현장 착공 등 믹스개선효과가 나타날 것으로 예상되는 만큼 현재로서는 마진 개선의 여지가 더 크다고 볼 수 있겠다. 올해 분양공급 계획은 12454세대로 직전 3개년 평균 대비 50% 가량 늘었으며, 내년도도 공급세대수가 줄지 않을 전망이다. 여기에 북정역세권개발(약 1.4조 원) 등 대규모 건축현장 착공까지 더해진다면 동사의 중장기 실적 성장에 속도를 더해줄 전망이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 32,000원으로 하향

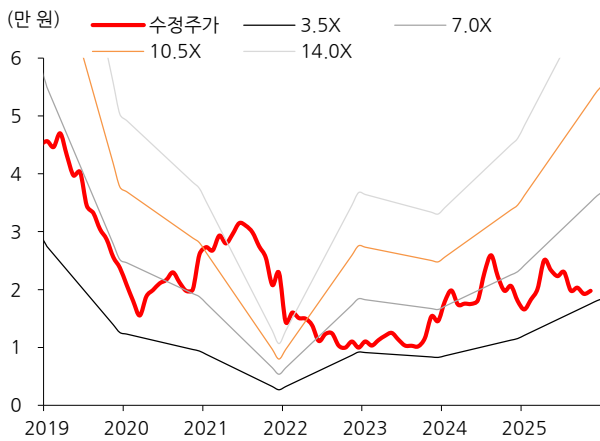
HDC현대산업개발에 대해 투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가를 기존 36,000원에서 32,000원으로 하향한다. 목표주가 하향은 목표배수를 기존 0.67배에서 0.6배(예상 ROE 9.8%→ 9.0%)로 낮춰 적용한데 기인한다. 외주 부문의 더딘 마진 개선, 비주택 부문의 비용 발생 지속 등으로 실적 개선 속도를 조절해 실적 추정치를 10% 가량 낮췄으나, 업황과 무관하게 양질의 착공이 이뤄지고 있고, 업종 내 독보적인 실적 성장이 예상되는 만큼 저가 매수가 유효한 구간이라고 판단한다. 현재 주가는 시장 컨센서스 기준 12M Fwd. P/E 4.0배, P/B 0.36배 수준이다.

[표12] HDC 현대산업개발의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	53,465	2026년 예상 BPS 기준
적정 P/B(배)	0.6	2026년 예상 ROE 9.0%, COE 9.0%, 영구성장률 1% 가정 시 산출되는 목표배수를 할인
적정 주가(원)	32,141	
목표 주가(원)	32,000	
현재 주가(원)	19,810	
상승 여력	62%	

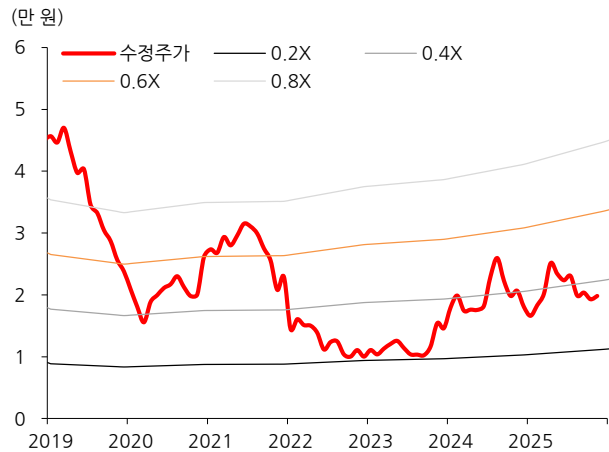
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 12M Fwd. P/E 밴드



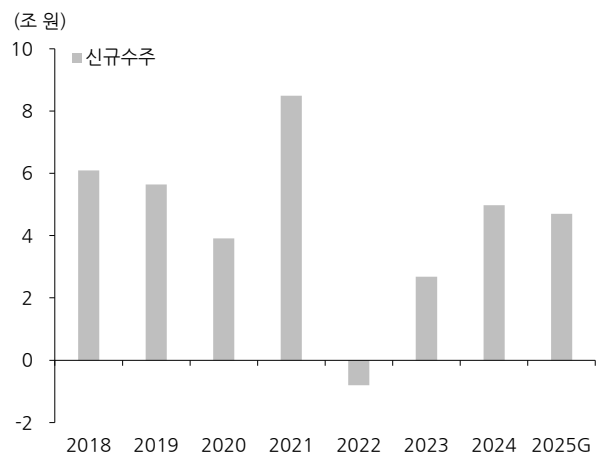
자료: Wisesn, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 12M Fwd. P/B 밴드



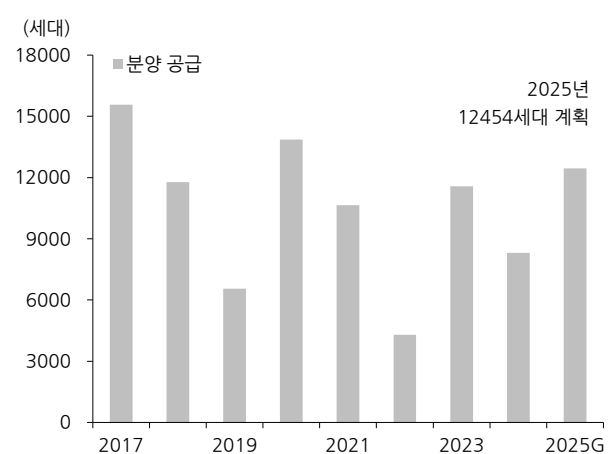
자료: Wisesn, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] HDC 현대산업개발 수주: 3분기 말 목표 달성률 94.4%



자료: HDC현대산업개발, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] HDC 현대산업개발 분양: '25년 약 1.2만 세대 계획



자료: HDC현대산업개발, 한화투자증권 리서치센터

[표13] HDC 현대산업개발의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	906	1,163	1,053	1,104	902	1,104	1,106	1,311	4,256	4,226	4,423	5,108
YoY(%)	-5.2	7.0	-3.3	-1.8	-0.4	-5.1	5.0	18.7	1.6	-0.7	4.7	15.5
자재주택	227	212	315	295	214	260	277	346	401	1,049	1,096	1,322
외주주택	504	722	611	663	548	693	661	753	2,456	2,501	2,655	2,971
토목/SOC	62	77	65	71	60	64	62	66	308	274	252	256
일반건축	51	84	10	16	18	26	46	88	836	161	180	319
기타	62	68	52	59	62	60	60	58	256	240	240	240
매출원가	799	1,016	923	955	770	937	933	1,114	3,854	3,693	3,754	4,230
매출원가율(%)	88.2	87.3	87.7	86.5	85.4	84.9	84.3	84.9	90.6	87.4	84.9	82.8
자재주택	67.9	61.6	71.5	69.3	64.0	63.0	63.0	67.1	75.6	68.1	64.5	63.0
외주주택	93.3	91.3	95.1	91.9	92.0	91.5	91.2	90.7	90.3	92.8	91.3	89.0
토목/SOC	86.1	89.7	104.1	96.2	93.0	93.0	93.0	93.0	83.7	94.0	93.0	92.0
일반건축	134.1	107.4	89.3	89.6	95.0	95.0	95.0	95.0	100.2	113.0	95.0	94.0
기타	85.7	98.2	77.3	98.2	90.0	90.0	90.0	92.1	93.2	90.5	90.5	90.5
판관비	53	67	57	67	53	63	59	69	217	243	243	250
판관비율(%)	5.8	5.8	5.4	6.0	5.9	5.7	5.3	5.2	5.1	5.8	5.5	4.9
영업이익	54	80	73	83	79	104	115	129	185	290	426	628
YoY(%)	29.8	49.1	53.5	98.8	46.1	29.5	57.2	55.4	-5.5	57.1	47.0	47.3
영업이익률(%)	6.0	6.9	6.9	7.5	8.7	9.4	10.4	9.8	4.3	6.9	9.6	12.3
영업외손익	4	-6	-13	-9	2	-4	-13	-3	16	-25	-17	-13
세전이익	58	74	59	74	81	100	102	126	200	265	409	615
순이익	54	53	40	54	61	75	76	95	156	201	307	461
YoY(%)	77.8	11.2	21.9	19.8	12.1	42.8	91.9	74.8	-9.9	29.0	52.9	50.3
순이익률(%)	6.0	4.5	3.8	4.9	6.7	6.8	6.9	7.2	3.7	4.8	6.9	9.0
지배주주순이익	54	53	40	54	61	75	76	95	156	201	307	461

자료: HDC현대산업개발, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,191	4,256	4,226	4,423	5,108
매출총이익	381	402	533	670	878
영업이익	195	185	290	426	628
EBITDA	255	243	360	514	710
순이자손익	50	27	21	17	22
외화관련손익	1	-6	1	0	0
지분법손익	0	0	-3	0	0
세전계속사업손익	237	200	265	409	615
당기순이익	173	156	201	307	461
지배주주순이익	173	156	201	307	461
증가율(%)					
매출액	27.1	1.6	-0.7	4.7	15.5
영업이익	67.8	-5.5	57.1	47.0	47.3
EBITDA	57.0	-4.8	48.5	42.6	38.2
순이익	244.3	-9.9	29.0	52.9	50.3
이익률(%)					
매출총이익률	9.1	9.4	12.6	15.1	17.2
영업이익률	4.7	4.3	6.9	9.6	12.3
EBITDA 이익률	6.1	5.7	8.5	11.6	13.9
세전이익률	5.7	4.7	6.3	9.3	12.0
순이익률	4.1	3.7	4.8	6.9	9.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	640	314	-588	375	710
당기순이익	173	156	201	307	461
자산상각비	60	58	70	88	82
운전자본증감	222	13	-926	-30	156
매출채권 감소(증가)	-362	83	-84	-75	141
재고자산 감소(증가)	78	-211	-427	68	153
매입채무 증가(감소)	-130	205	-57	-17	-132
투자현금흐름	-143	-98	-33	-116	-125
유형자산처분(취득)	-65	-34	-47	-36	-41
무형자산 감소(증가)	-1	-3	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	-60	-12	92	-20	-21
재무현금흐름	-504	47	291	-66	-182
차입금의 증가(감소)	-436	92	345	-21	-121
자본의 증가(감소)	-60	-45	-55	-45	-61
배당금의 지급	-40	-45	-45	-45	-61
총현금흐름	426	370	365	404	553
(-)운전자본증감(감소)	570	-91	440	30	-156
(-)설비투자	65	34	48	36	41
(+)자산매각	-1	-3	0	0	0
Free Cash Flow	-210	424	-123	338	668
(-)기타투자	-775	127	563	59	62
잉여현금	565	297	-686	279	606
NOPLAT	142	144	220	320	471
(+) Dep	60	58	70	88	82
(-)운전자본투자	570	-91	440	30	-156
(-)Capex	65	34	48	36	41
OpFCF	-433	258	-198	342	668

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	4,987	5,380	5,341	5,580	5,731
현금성자산	1,035	1,322	1,001	1,215	1,639
매출채권	1,935	1,749	1,936	2,012	1,871
재고자산	1,507	1,854	1,936	1,868	1,715
비유동자산	2,029	2,081	2,466	2,474	2,495
투자자산	1,534	1,585	1,698	1,757	1,818
유형자산	484	485	758	708	669
무형자산	11	12	10	9	7
자산총계	7,016	7,462	7,807	8,054	8,225
유동부채	3,148	3,510	3,532	3,508	3,269
매입채무	1,117	1,320	1,210	1,193	1,060
유동성이자부채	1,627	1,793	1,974	1,953	1,832
비유동부채	861	837	1,013	1,022	1,032
비유동이자부채	562	587	762	762	762
부채총계	4,008	4,347	4,545	4,530	4,301
자본금	330	330	330	330	330
자본잉여금	1,603	1,606	1,606	1,606	1,606
이익잉여금	1,097	1,199	1,356	1,618	2,019
자본조정	-22	-20	-30	-30	-30
자기주식	-21	-21	-31	-31	-31
자본총계	3,008	3,115	3,262	3,524	3,924

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	2,626	2,363	3,129	4,784	7,190
BPS	45,640	47,257	49,488	53,465	59,540
DPS	700	700	700	950	1,450
CFPS	6,467	5,620	5,540	6,131	8,397
ROA(%)	2.4	2.2	2.6	3.9	5.7
ROE(%)	5.9	5.1	6.3	9.0	12.4
ROIC(%)	3.9	3.6	5.0	6.7	10.0
Multiples(x, %)					
PER	5.6	7.6	6.3	4.1	2.8
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	2.3	3.2	3.6	3.2	2.4
EV/EBITDA	8.3	9.3	8.4	5.5	3.2
배당수익률	4.8	3.9	3.5	4.8	7.3
안정성(%)					
부채비율	133.3	139.6	139.3	128.6	109.6
Net debt/Equity	38.4	34.0	53.2	42.6	24.3
Net debt/EBITDA	452.3	435.7	481.3	292.0	134.5
유동비율	158.4	153.3	151.2	159.1	175.3
이자보상배율(배)	4.3	3.3	4.2	6.0	8.9
자산구조(%)					
투하자본	60.7	57.8	63.8	61.7	57.3
현금+투자자산	39.3	42.2	36.2	38.3	42.7
자본구조(%)					
차입금	42.1	43.3	45.6	43.5	39.8
자기자본	57.9	56.7	54.4	56.5	60.2

삼성E&A (028050)

타라인 회복 구간



▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 김예인 yein.kim@hanwha.com 3772-8420

Buy (유지)

목표주가(상향): 32,000원

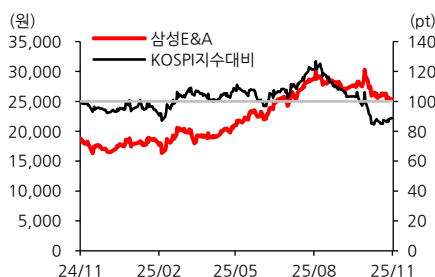
현재 주가(11/24)	25,350원
상승여력	▲ 26.2%
시가총액	49,686억원
발행주식수	196,000천주
52 주 최고가 / 최저가	30,300 / 16,310원
90 일 일평균 거래대금	213.75억원
외국인 지분율	48.2%
주주 구성	
삼성 SDI (외 8 인)	20.6%
국민연금공단 (외 1 인)	8.3%
InvescoAssetManagementLimit	7.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-13.5	-11.2	21.0	38.8
상대수익률(KOSPI)	-11.1	-32.6	-27.4	-14.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,967	9,014	10,178	10,498
영업이익	972	746	852	881
EBITDA	1,041	824	935	969
지배주주순이익	757	606	649	676
EPS	3,862	3,092	3,309	3,447
순차입금	-2,949	-2,575	-2,809	-3,245
PER	4.3	8.2	7.7	7.4
PBR	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	0.3	2.9	2.3	1.8
배당수익률	4.0	2.6	2.8	2.8
ROE	19.6	13.6	13.1	12.3

주가 추이



실적 방향성이 무난하게 우상향을 그리는 가운데 탄탄한 수주 파이프라인을 바탕으로 한 수주 성과가 기대됩니다. 삼성E&A 대해 투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가를 32,000 원으로 소폭 상향합니다.

2026년 실적 전망

실적 회복의 구간이 열렸다. 화공 부문의 매출 피크아웃과 화공 부문의 수주 공백의 영향으로 '23년 4분기 이후 8개 분기 연속 매출 감소가 이어졌다. 그러나 화공 매출이 작년 말부터 증가세로 전환된 가운데 비화공 매출 회복이 예상됨에 따라 올해 4분기를 시작으로 내년까지 타라인 회복 구간에 들어설 전망이다. 2021년 이후 OPM 6~9%대의 양호한 수익성이 지속되어 왔음을 고려하면 매출 회복에 따라 이익 방향성도 무난히 우상향을 그릴 전망이다. 이후 화공 추가 수주 여부와 계열사 투자 규모가 실적 추정치 상향의 변수로 작용할 수 있겠다.

2026년 투자포인트

유가 하락 등에 따른 단기 화공 발주시장 위축은 동사 밸류에이션 측면에서 다소 아쉬운 요인이다. 그러나 탄탄한 수주 파이프라인을 바탕으로 개별 수주 성과를 통해 이를 극복해낸다면 실적 추정치 상향에 따른 주가 상승이 동반될 수 있다고 판단한다. 올해 3분기 누계 신규수주는 4.1조 원으로 가이던스(11.5조 원) 대비 36%의 달성률에 불과하나 3분기 말 기준 총 18건(262억 불)의 파이프라인을 보유하고 있으며, 이 중 사우디 블루암모니아(35억 불), 중동 수의계약(25억 불), 멕시코 멕시코 메탄올(20억 불) 등은 연말 연초 수주를 기대하고 있다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 32,000원으로 상향

삼성E&A에 대해 투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가를 기존 31,000원에서 32,000원으로 소폭 상향한다. 목표주가는 2026년 예상 BPS에 목표배수 1.2배(예상 ROE 13.1%)를 적용해 산출했다. 양호한 수익성을 동반한 타라인 성장이 예상되는 가운데 실적 추정치 상향의 여지가 있다는 점은 긍정적이다. 화공 발주시장 위축은 동사 밸류에이션 측면에서 다소 아쉬운 요인이지만 수주 파이프라인이 탄탄한 만큼 개별 수주 성과를 통해 이를 타개할 것으로 기대한다. 현 주가는 12M Fwd. P/B 0.96배, P/E 7.3배 수준이다.

[표14] 삼성 E&A 의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	26,672	2026 년 예상 BPS 기준
적정 P/B(배)	1.2	2026 년 예상 ROE 13.1%, COE 9.0%, 영구성장을 1% 가정 시 산출되는 목표배수를 할인
적정 주가(원)	32,065	
목표 주가(원)	32,000	
현재 주가(원)	25,350	
상승 여력	26%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

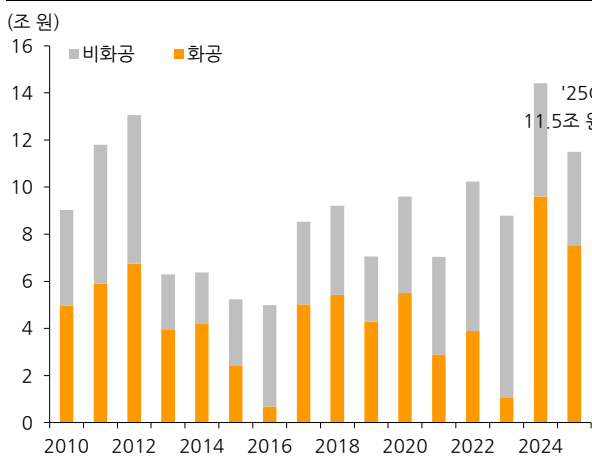
[표15] 삼성 E&A 해외수주 파이프라인

시기	프로젝트명	규모	수주 시기	비고
	3분기 누계 화공 수주	2.4조 원		목표 달성률 32.2%
'25년 목표 7.5조 원	사우디 SAN-6 블루암모니아	35억 달러	2H25	
	중동 수의계약	25억 달러	2026	연말 연초
	멕시코 멕시코 메탄올	20억 달러	2026	연말 연초
	UAE PLA	5억 달러	2026	연말 연초, FEED 수행
	사우디 Khafji Pkg 1&2	20억 달러	2026	
	카타르 Urea	40억 달러	2026	
	인도네시아 LNG	30억 달러	2027	우리분, 3사 컨소, FEED 수행

주: 25년 화공 수주 목표는 당사 추정치

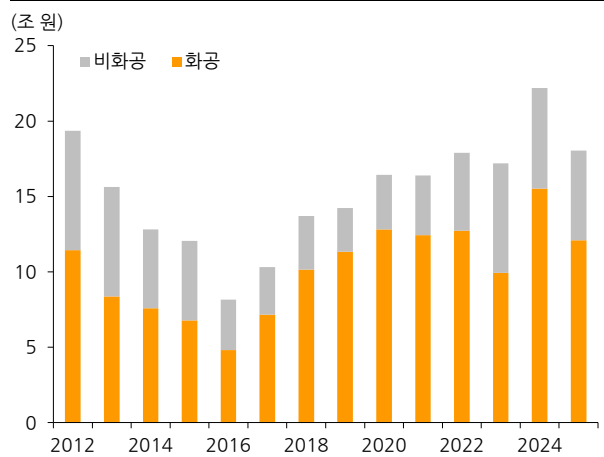
자료: 삼성E&A, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 삼성 E&A 신규수주: 3 분기 말 목표 달성률 35.5%



자료: 삼성E&A, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 삼성 E&A 수주잔고: '25 년 3 분기말 18 조 원



자료: 삼성E&A, 한화투자증권 리서치센터

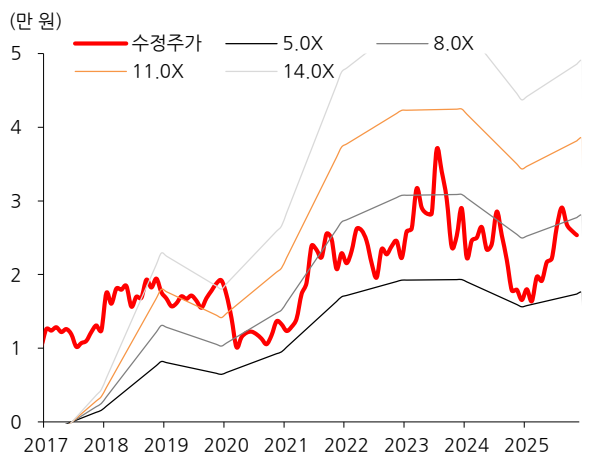
[표16] 삼성 E&A 의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,098	2,178	1,996	2,743	2,383	2,587	2,425	2,783	9,967	9,014	10,178	10,498
YoY(%)	-12.0	-18.9	-13.9	6.4	13.6	18.8	21.5	1.5	-6.2	-9.6	12.9	3.1
화공	1,123	1,362	1,429	1,838	1,573	1,629	1,502	1,639	4,598	5,752	6,344	5,964
비화공	975	816	567	905	810	957	922	1,144	5,369	3,262	3,833	4,533
매출원가	1,804	1,864	1,687	2,362	2,058	2,231	2,091	2,397	8,457	7,716	8,778	9,063
매출원가율(%)	86.0	85.6	84.5	86.1	86.3	86.3	86.2	86.1	84.9	85.6	86.2	86.3
화공	87.7	86.8	85.5	86.9	87.3	87.3	87.3	87.3	81.5	86.7	87.3	87.5
비화공	84.0	83.6	82.2	84.5	84.5	84.5	84.5	84.5	87.7	83.7	84.5	84.8
판매비	137	133	132	150	136	133	128	150	538	552	548	553
판매비율(%)	6.5	6.1	6.6	5.5	5.7	5.2	5.3	5.4	5.4	6.1	5.4	5.3
영업이익	157	181	177	231	189	222	205	236	972	746	852	881
YoY(%)	-24.9	-31.1	-13.4	-21.8	20.2	22.7	16.3	1.8	-2.2	-23.2	14.2	3.5
영업이익률(%)	7.5	8.3	8.8	8.4	7.9	8.6	8.5	8.5	9.7	8.3	8.4	8.4
영업외손익	47	22	10	5	6	22	17	17	-68	85	61	70
세전이익	205	203	187	236	195	243	222	252	904	831	913	951
순이익	157	142	157	175	145	180	164	187	639	631	676	704
YoY(%)	-4.2	-31.0	-0.6	57.3	-8.0	27.1	4.3	6.9	-8.2	-1.2	7.1	4.2
순이익률(%)	7.5	6.5	7.9	6.4	6.1	7.0	6.8	6.7	6.4	7.0	6.6	6.7
지배주주순이익	151	141	142	173	139	173	158	179	757	606	649	676

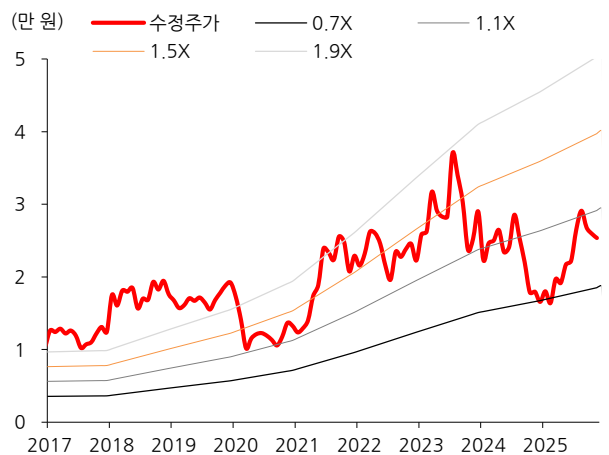
자료: 삼성E&A, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 12M Fwd. P/E 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 12M Fwd. P/B 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	10,625	9,967	9,014	10,178	10,498
매출총이익	1,451	1,509	1,298	1,400	1,435
영업이익	993	972	746	852	881
EBITDA	1,058	1,041	824	935	969
순이자손익	43	48	107	103	107
외화관련손익	-85	84	-33	0	0
지분법손익	0	7	16	0	0
세전계속사업손익	933	904	831	913	951
당기순이익	696	639	631	676	704
지배주주순이익	754	757	606	649	676
증가율(%)					
매출액	5.7	-6.2	-9.6	12.9	3.1
영업이익	41.3	-2.2	-23.2	14.2	3.5
EBITDA	39.3	-1.7	-20.8	13.4	3.7
순이익	16.8	-8.2	-1.2	7.1	4.2
이익률(%)					
매출총이익률	13.7	15.1	14.4	13.8	13.7
영업이익률	9.3	9.7	8.3	8.4	8.4
EBITDA 이익률	10.0	10.4	9.1	9.2	9.2
세전이익률	8.8	9.1	9.2	9.0	9.1
순이익률	6.5	6.4	7.0	6.6	6.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	-460	1,636	149	514	729
당기순이익	696	639	631	676	704
자산상각비	65	69	78	83	88
운전자본증감	-1,551	730	-464	-227	-45
매출채권 감소(증가)	-583	-350	217	252	189
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-1,097	807	-31	-457	-211
투자현금흐름	16	-50	-1,290	-219	-225
유형자산처분(취득)	-28	-42	-55	-44	-45
무형자산 감소(증가)	-26	-43	-53	-59	-59
투자자산 감소(증가)	87	81	-1,102	-67	-70
재무현금흐름	-123	-30	-239	-133	-137
차입금의 증가(감소)	-124	-29	-109	-4	0
자본의 증가(감소)	0	0	-129	-129	-137
배당금의 지급	0	0	-129	-129	-137
총현금흐름	1,216	1,087	864	741	774
(-)운전자본증감(감소)	1,253	-1,253	837	227	45
(-)설비투자	28	43	56	44	45
(+)자산매각	-26	-42	-52	-59	-59
Free Cash Flow	-91	2,256	-80	412	624
(-)기타투자	314	569	-293	49	51
잉여현금	-405	1,687	213	363	574
NOPLAT	741	687	566	630	652
(+) Dep	65	69	78	83	88
(-)운전자본투자	1,253	-1,253	837	227	45
(-)Capex	28	43	56	44	45
OpFCF	-475	1,966	-248	443	650

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	5,965	7,942	7,552	7,576	7,872
현금성자산	1,524	3,127	2,811	3,041	3,477
매출채권	2,351	3,809	3,607	3,355	3,166
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,836	2,071	2,119	2,188	2,255
투자자산	1,326	1,529	1,549	1,598	1,649
유형자산	430	443	454	451	451
무형자산	81	99	116	138	156
자산총계	7,801	10,013	9,672	9,765	10,127
유동부채	4,217	5,871	5,007	4,571	4,385
매입채무	3,340	4,636	4,208	3,751	3,540
유동성이자부채	133	161	206	203	203
비유동부채	286	246	272	282	292
비유동이자부채	14	18	29	29	29
부채총계	4,503	6,118	5,279	4,853	4,677
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	-22	-22	-22	-22	-22
이익잉여금	2,430	3,187	3,664	4,183	4,722
자본조정	85	86	86	86	86
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	3,298	3,896	4,392	4,912	5,450

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	3,846	3,862	3,092	3,309	3,447
BPS	17,721	21,591	24,023	26,672	29,420
DPS	0	660	660	700	700
CFPS	6,202	5,547	4,410	3,781	3,948
ROA(%)	9.6	8.5	6.2	6.7	6.8
ROE(%)	24.4	19.6	13.6	13.1	12.3
ROIC(%)	67.8	60.0	54.1	39.2	36.2
Multiples(x, %)					
PER	7.5	4.3	8.2	7.7	7.4
PBR	1.6	0.8	1.1	1.0	0.9
PSR	0.5	0.3	0.6	0.5	0.5
PCR	4.7	3.0	5.7	6.7	6.4
EV/EBITDA	4.1	0.3	2.9	2.3	1.8
배당수익률	-	4.0	2.6	2.8	2.8
안정성(%)					
부채비율	136.5	157.0	120.2	98.8	85.8
Net debt/Equity	-41.7	-75.7	-58.6	-57.2	-59.5
Net debt/EBITDA	-130.1	-283.3	-312.5	-300.6	-334.8
유동비율	141.5	135.3	150.8	165.8	179.5
이자보상배율(배)	43.4	68.9	504.2	991.1	1,027.6
자산구조(%)					
투하자본	36.8	11.9	25.2	27.4	26.6
현금+투자자산	63.2	88.1	74.8	72.6	73.4
자본구조(%)					
차입금	4.3	4.4	5.1	4.5	4.1
자기자본	95.7	95.6	94.9	95.5	95.9

GS건설 (006360)

주택 강자로서의 저력



▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 김예인 yein.kim@hanwha.com 3772-8420

Buy (유지)

목표주가(하향): 24,000원

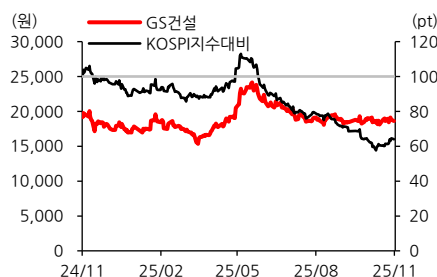
현재 주가(11/24)	18,630원
상승여력	▲ 28.8%
시가총액	15,944억원
발행주식수	85,581천주
52 주 최고가 / 최저가	24,150 / 15,340원
90 일 일평균 거래대금	75.억원
외국인 지분율	25.3%
주주 구성	
허창수 (외 17 인)	23.6%
국민연금공단 (외 1 인)	6.9%
자사주 (외 1 인)	0.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.1	-2.3	-9.1	0.7
상대수익률(KOSPI)	0.3	-23.7	-57.5	-53.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	12,864	12,634	12,321	12,741
영업이익	286	455	488	599
EBITDA	495	679	710	821
지배주주순이익	246	97	194	274
EPS	2,869	1,143	2,290	3,233
순차입금	3,398	3,080	2,995	2,759
PER	6.0	16.3	8.1	5.8
PBR	0.3	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	9.9	6.9	6.5	5.3
배당수익률	1.7	1.6	1.6	1.6
ROE	5.6	2.2	4.3	5.7

주가 추이



주택 매출 감소가 당분간 이어질 것으로 예상되는 점은 단기적으로 아쉬우나 주택 강자로서의 저력은 여전하다고 판단합니다. 내년 실적 개선폭을 감안해 목표주가는 24,000 원으로 하향하지만 GS 건설에 대한 투자의견은 Buy로 유지합니다.

2026년 실적 전망

주택 매출 감소가 적어도 내년 상반기까지 이어질 것으로 예상되는 가운데 올해 반영됐던 대규모 도급증액 효과 등에 따른 베이스 부담까지 고려하면 내년의 이익 개선폭은 크지 않을 것으로 추정된다. 다만, 올해와 같이 내년에 주택 마진이 예상보다 좋을 경우 실적 추정치 상향의 여지가 있고, 플랜트/신사업 등 비주택 부문의 실적 위축이 없다는 점은 긍정적이다. 내년 중에도 이니마 매각이 완료될 경우 연결 영업이익에서 제거되는 점은 아쉬우나 매각 차익, 차입금 감소에 따른 순이익 및 재무구조 개선 효과 등은 긍정적으로 해석될 전망이다.

2026년 투자포인트

동사의 가장 큰 투자포인트는 여전히 주택이라고 판단한다. 현재 절대적으로 많은 양의 수주잔고를 쌓아가는 만큼 착공 및 매출화 시점을 기다려볼지 하다는 판단이다. 3분기 말 기준 주택 수주잔고 33.7조 원(도시정비 25.1조 원, 74.5%)에 약정잔고 16.4조 원까지 더하면 총 50.1조 원으로 작년 주택 매출의 7.7배에 육박하는 일감을 확보해놓은 상태다. 이를 바탕으로 주택 실적의 방향성이 우상향을 잡고 나면 모듈러나 데이터센터, 원전 팀코리아 참여 가능성 등 긍정적 요인들이 주가에 보다 탄력적으로 작용할 전망이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 24,000원으로 하향

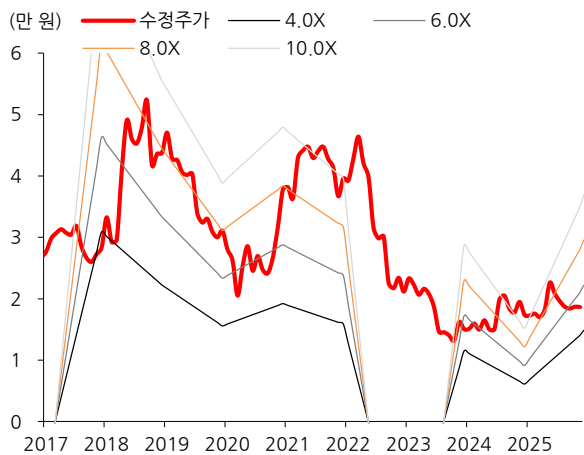
GS건설에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 기존 30,000원에서 24,000원으로 하향한다. 목표주가는 2026년 예상 BPS에 목표배수를 기존 0.55배에서 0.45배(예상 ROE 4.3%)로 낮춰 적용해 산출했다. 주택 매출 감소가 당분간 이어질 것으로 예상되는 점은 단기적으로 아쉬우나 주택사업의 저력을 잃지 않았다는 점에서 관심을 놓지 말아야 할 종목이라고 판단한다. 동사의 현 주가는 시장 컨센서스 기준 12M Fwd. P/B 0.33배, P/E 5.3배 수준이다.

[표17] GS 건설의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	54,384	2026년 예상 BPS 기준
목표 P/B(배)	0.45	2026년 예상 ROE 4.3%, COE 9%, 영구성장률 1% 가정 시 산출된 목표배수를 할증
적정 주가(원)	24,438	
목표 주가(원)	24,000	
현재 주가(원)	18,630	
상승 여력	29%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 12M Fwd. P/E 밴드



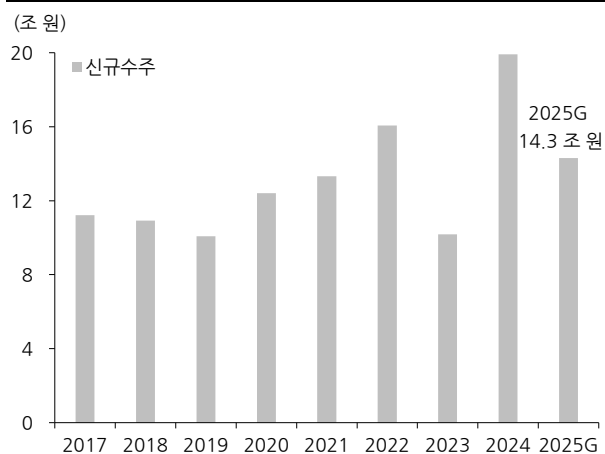
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 12M Fwd. P/B 밴드



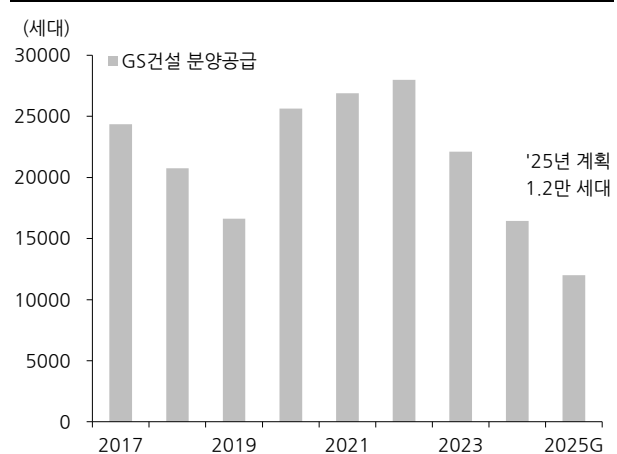
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] GS 건설 신규수주: 3 분기 말 목표 달성률 86.3%



자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] GS 건설 분양공급: '25년 약 1.2만 세대 계획



자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[표18] GS 건설의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,063	3,196	3,208	3,167	2,963	3,053	3,016	3,289	12,864	12,634	12,321	12,741
YoY(%)	-0.3	-3.1	3.2	-6.5	-3.3	-4.5	-6.0	3.8	-4.3	-1.8	-2.5	3.4
토목	346	311	381	320	338	330	340	373	1,154	1,357	1,382	1,397
플랜트	284	341	340	409	388	394	391	422	702	1,373	1,595	1,608
신사업	395	371	619	524	447	465	466	540	1,392	1,908	1,917	1,926
건축/주택	2,010	2,148	1,845	1,882	1,763	1,836	1,792	1,926	9,511	7,886	7,317	7,700
매출원가	2,772	2,897	2,820	2,844	2,646	2,725	2,684	2,922	11,750	11,333	10,977	11,276
매출원가율(%)	90.5	90.7	87.9	89.8	89.3	89.3	89.0	88.8	91.3	89.7	89.1	88.5
토목	85.2	107.2	93.8	93.9	93.0	93.8	93.8	94.5	100.7	94.7	93.8	93.5
플랜트	97.6	98.9	90.8	91.4	90.8	91.0	91.0	91.2	97.8	94.4	91.0	91.5
신사업	90.6	111.4	81.0	84.7	86.0	86.0	86.0	86.0	84.4	89.9	86.0	86.0
건축/주택	90.5	83.1	88.2	90.1	89.0	88.8	88.3	87.9	90.7	87.9	88.5	87.5
판관비	221	137	240	249	214	199	214	229	828	847	856	866
판관비율(%)	7.2	4.3	7.5	7.9	7.2	6.5	7.1	7.0	6.4	6.7	7.0	6.8
영업이익	70	162	149	74	103	129	118	138	286	455	488	599
YoY(%)	-0.2	73.5	81.6	83.8	46.5	-20.4	-20.2	86.4	흑자전환	58.9	7.4	22.6
영업이익률(%)	2.3	5.1	4.6	2.3	3.5	4.2	3.9	4.2	2.2	3.6	4.0	4.7
영업외손익	-28	-278	16	-12	-5	-39	-74	-79	156	-301	-196	-187
세전이익	43	-116	165	62	98	90	45	58	442	153	292	412
순이익	14	-87	122	46	73	67	33	43	264	95	216	305
YoY(%)	-90.1	-347.3	1.0	흑자전환	430.0	-176.9	-73.0	-6.0	흑자전환	-64.1	127.8	41.2
순이익률(%)	0.4	-2.7	3.8	1.5	2.5	2.2	1.1	1.3	2.1	0.8	1.8	2.4
지배주주순이익	28	-63	90	41	66	60	30	39	246	97	194	274

자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	13,437	12,864	12,634	12,321	12,741
매출총이익	262	1,114	1,301	1,345	1,465
영업이익	-388	286	455	488	599
EBITDA	-195	495	679	710	821
순이자손익	-99	-134	-129	-119	-109
외화관련손익	8	174	-25	0	0
지분법손익	40	123	-60	0	0
세전계속사업손익	-517	442	153	292	412
당기순이익	-420	264	95	216	305
지배주주순이익	-482	246	97	194	274
증가율(%)					
매출액	9.2	-4.3	-1.8	-2.5	3.4
영업이익	적전	흑전	59.0	7.4	22.6
EBITDA	적전	흑전	37.2	4.6	15.7
순이익	적전	흑전	-64.1	127.8	41.2
이익률(%)					
매출총이익률	2.0	8.7	10.3	10.9	11.5
영업이익률	-2.9	2.2	3.6	4.0	4.7
EBITDA 이익률	-1.4	3.8	5.4	5.8	6.4
세전이익률	-3.9	3.4	1.2	2.4	3.2
순이익률	-3.1	2.1	0.8	1.8	2.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	470	268	608	524	689
당기순이익	-420	264	95	216	305
자산상각비	193	209	224	222	223
운전자본증감	27	-367	-660	81	162
매출채권 감소(증가)	-288	303	-209	248	76
재고자산 감소(증가)	314	189	38	-85	-52
매입채무 증가(감소)	-96	-93	-392	-123	95
투자현금흐름	-763	-549	-332	-441	-456
유형자산처분(취득)	-475	-368	-199	-197	-204
무형자산 감소(증가)	-28	-109	-57	-49	-49
투자자산 감소(증가)	32	56	26	-28	-29
재무현금흐름	496	77	163	-70	-54
차입금의 증가(감소)	-117	-99	-138	-45	-29
자본의 증가(감소)	-135	-32	-25	-25	-25
배당금의 지급	-135	-32	-25	-25	-25
총현금흐름	683	872	1,371	444	526
(-)운전자본증감(감소)	-611	210	589	-81	-162
(-)설비투자	476	416	216	197	204
(+)자산매각	-26	-61	-40	-49	-49
Free Cash Flow	791	185	525	278	436
(-)기타투자	876	284	172	168	174
잉여현금	-85	-100	353	111	261
NOPLAT	-281	171	281	361	443
(+) Dep	193	209	224	222	223
(-)운전자본투자	-611	210	589	-81	-162
(-)Capex	476	416	216	197	204
OpFCF	47	-247	-300	466	624

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,482	8,667	9,046	8,995	9,252
현금성자산	3,266	2,814	3,185	3,225	3,432
매출채권	3,101	2,841	2,951	2,703	2,627
재고자산	1,339	1,280	1,176	1,261	1,314
비유동자산	8,225	9,137	8,352	8,544	8,749
투자자산	5,008	5,434	4,680	4,847	5,022
유형자산	2,256	2,639	2,540	2,546	2,558
무형자산	961	1,064	1,132	1,150	1,169
자산총계	17,707	17,803	17,398	17,539	18,000
유동부채	8,796	9,032	6,795	6,739	6,922
매입채무	2,842	2,809	2,430	2,307	2,402
유동성이자부채	2,449	3,258	1,602	1,557	1,528
비유동부채	4,026	3,684	5,444	5,471	5,500
비유동이자부채	3,324	2,954	4,663	4,663	4,663
부채총계	12,822	12,716	12,238	12,210	12,422
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	942	924	924	924	924
이익잉여금	3,046	3,266	3,338	3,507	3,756
자본조정	-102	-204	-204	-204	-204
자기주식	-36	-36	-36	-36	-36
자본총계	4,885	5,087	5,160	5,329	5,578

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-5,631	2,869	1,143	2,290	3,233
BPS	50,413	51,578	52,411	54,384	57,294
DPS	0	300	300	300	300
CFPS	7,983	10,194	16,015	5,185	6,148
ROA(%)	-2.8	1.4	0.6	1.1	1.5
ROE(%)	-10.5	5.6	2.2	4.3	5.7
ROIC(%)	-4.1	2.3	3.6	4.7	5.7
Multiples(x, %)					
PER	-2.7	6.0	16.3	8.1	5.8
PBR	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PCR	1.9	1.7	1.2	3.6	3.0
EV/EBITDA	-19.5	9.9	6.9	6.5	5.3
배당수익률	-	1.7	1.6	1.6	1.6
안정성(%)					
부채비율	262.5	250.0	237.2	229.1	222.7
Net debt/Equity	51.3	66.8	59.7	56.2	49.5
Net debt/EBITDA	-1,288.7	686.9	453.9	421.9	335.9
유동비율	107.8	96.0	133.1	133.5	133.7
이자보상배율(배)	n/a	0.9	1.4	1.5	1.9
자산구조(%)					
투하자본	45.5	49.1	49.4	49.1	47.9
현금+투자자산	54.5	50.9	50.6	50.9	52.1
자본구조(%)					
차입금	54.2	55.0	54.8	53.9	52.6
자기자본	45.8	45.0	45.2	46.1	47.4

대우건설 (047040)

해외수주가 기다려지는 때



▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 김예인 yein.kim@hanwha.com 3772-8420

Buy (유지)

목표주가(하향): 4,300원

현재 주가(11/24)	3,440원
상승여력	▲ 25.%
시가총액	14,297억원
발행주식수	415,623천주
52 주 최고가 / 최저가	4,610 / 2,970원
90 일 일평균 거래대금	58.69억원
외국인 지분율	10.5%

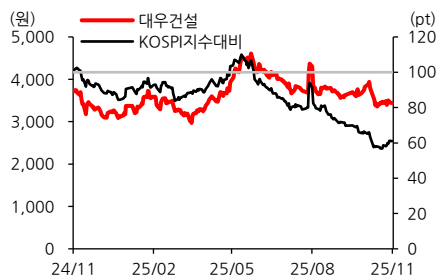
주주 구성	
중흥토건 (외 3 인)	50.8%
국민연금공단 (외 1 인)	5.7%
자사주 (외 1 인)	1.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-9.9	-21.3	-12.5	-5.1
상대수익률(KOSPI)	-7.5	-42.7	-60.8	-58.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	10,504	8,531	8,167	8,545
영업이익	403	400	455	514
EBITDA	526	519	564	606
지배주주순이익	234	7	160	245
EPS	563	17	385	588
순차입금	2,023	1,536	1,290	1,087
PER	5.5	196.7	8.9	5.8
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.3	5.7	4.8	4.2
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	5.6	0.2	3.7	5.3

주가 추이



주택 공급이 비교적 안정적으로 이루어지고 있는 만큼 해외 신규수주 성과가 더욱 기다려집니다. 목표주가는 4,300 원으로 하향하지만, 대우건설에 대한 투자의견은 Buy 를 유지합니다.

2026년 실적 전망

주택건축 부문의 실적 개선은 올해에 이어 내년에도 지속될 것으로 예상되나 비주택 부문의 매출 감소가 예상되는 점은 다소 아쉽다. 올해 주택건축 매출은 감소가 두드러졌으나 GPM이 1~3분기 평균 기준 작년 6.3%에서 올해 11.4%로 대폭 개선됨에 따라 매출총이익의 YoY 증가가 이루어졌다. 내년에는 매출 감소가 그칠 것으로 예상되는 가운데 마진 개선의 여지도 남아있어 주택건축 부문의 이익 개선은 지속될 전망이다. 다만, 해외수주 부재의 여파로 토목 및 플랜트 부문의 매출 감소가 불가피할 것으로 예상되고, 토목 원가율 변동 확대로 마진을 다소 보수적으로 추정함에 따라 전사 이익 성장의 폭은 다소 제한적일 것으로 예상된다. 한편, 체코 원전 공사계약은 머지않아 이루어질 것으로 기대되나 본격적인 매출은 2028년 이후 발생할 것으로 예상된다.

2026년 투자포인트

작년에 이어 올해에도 대형 건설사 중 가장 많은 물량의 주택 공급이 예상된다. 이 중 자체사업 비중이 작년 26%, 올해 17%를 차지하고 있으며, 미분양 세대수도 3분기 말 기준 작년 7천 세대 수준에서 올해 5천 세대 밑으로 줄며 감소 추세를 지속하고 있다. 반면, 해외 수주잔고는 2021년을 정점으로 감소가 이어지고 있으나 체코 원전 수주를 계기로 수주잔고의 유의미한 반등이 예상되며, 추가적인 신규수주를 통해 비주택 부문 매출 반등의 기반을 마련한다면 더욱 긍정적이겠다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 4,300원으로 하향

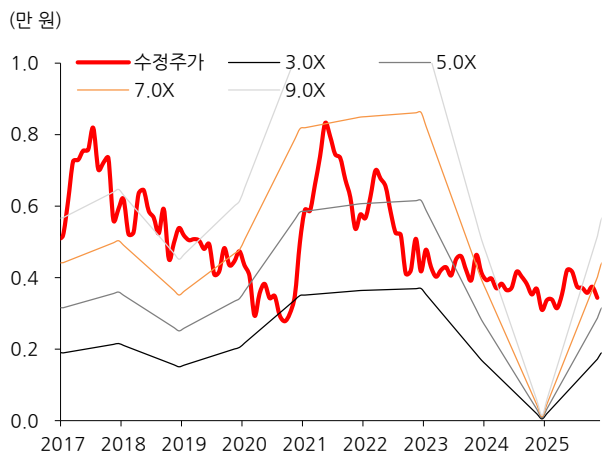
동사에 대해 투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가를 기존 5,000원에서 4,300원으로 하향한다. 목표주가는 2026년 예상 BPS에 목표배수를 기존 0.45배에서 0.4배로(예상 ROE 3.7%) 낮춰 적용해 산출했다. 주택 공급이 비교적 안정적으로 이루어지고 있는 만큼 해외 신규수주 성과가 보다 기다려지는 때다. 현 주가는 시장 컨센서스 기준 12M Fwd. P/E 6.0배, P/B 0.32배다.

[표19] 대우건설의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	10,729	2026년 예상 BPS 기준
목표 P/B(배)	0.4	2026년 예상 ROE 3.7%, COE 9%, 영구성장률 1% 가정 시 산출되는 목표배수를 할증
적정 주가(원)	4,288	
목표 주가(원)	4,300	
현재 주가(원)	3,440	
상승 여력	25%	

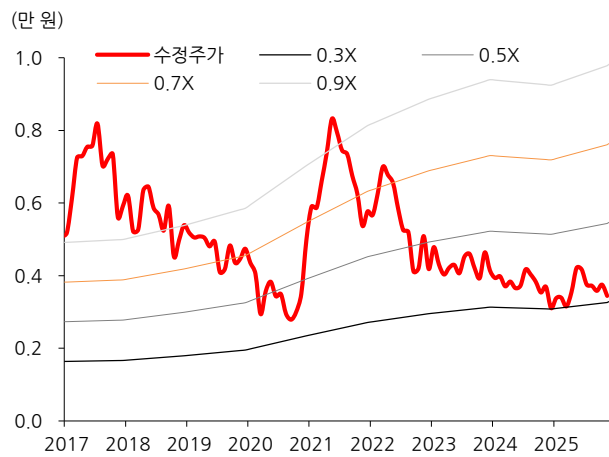
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 12M Fwd. P/E 밴드



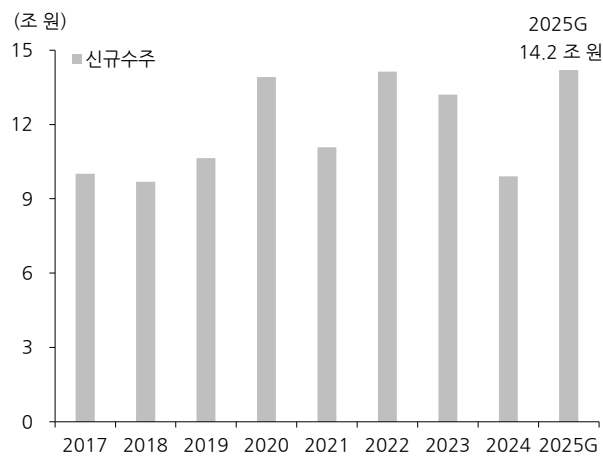
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 12M Fwd. P/B 밴드



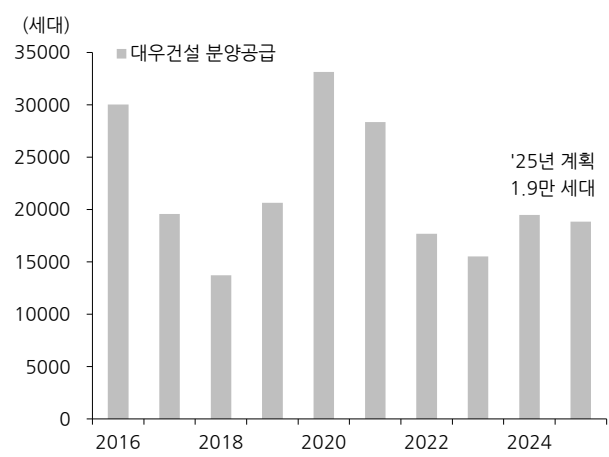
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] 대우건설 신규수주: 3분기 말 목표 달성률 78.6%



자료: 대우건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 대우건설 분양공급: '25년 약 1.9만 세대 계획



자료: 대우건설, 한화투자증권 리서치센터

[표20] 대우건설의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,077	2,273	1,991	2,191	1,898	2,091	1,989	2,189	10,504	8,531	8,167	8,545
YoY(%)	-16.5	-19.4	-21.9	-17.2	-8.6	-8.0	-0.1	-0.1	-9.8	-18.8	-4.3	4.6
매출액(별도)	2,024	2,162	1,950	2,096	1,843	2,016	1,914	2,094	10,151	8,231	7,867	8,245
토목	415	427	409	457	322	344	325	397	2,170	1,708	1,387	1,418
주택건축	1,382	1,476	1,322	1,364	1,322	1,484	1,443	1,584	6,842	5,544	5,833	6,076
플랜트	227	259	220	274	199	189	146	113	1,139	979	646	751
연결 및 기타	53	112	40	95	55	75	75	95	353	300	300	300
매출원가	1,826	2,025	1,818	1,934	1,677	1,844	1,761	1,941	9,576	7,603	7,222	7,536
매출원가율(%)	87.9	89.1	91.3	88.3	88.3	88.2	88.5	88.7	91.2	89.1	88.4	88.2
토목	91.3	102.9	105.6	98.3	98.0	98.0	98.0	98.0	99.3	99.5	98.0	97.0
주택건축	89.2	88.1	88.5	88.3	88.0	87.7	87.5	87.3	92.1	88.5	87.6	87.0
플랜트	77.4	81.3	84.2	78.3	79.0	82.0	87.0	89.4	78.8	80.2	83.5	88.0
연결 및 기타	74.4	67.7	77.1	68.8	74.0	68.0	70.0	72.4	64.3	70.5	71.0	71.0
판관비	99	166	117	147	111	118	118	145	524	529	490	496
판관비율(%)	4.8	7.3	5.9	6.7	5.8	5.6	5.9	6.6	5.0	6.2	6.0	5.8
영업이익	151	82	57	109	111	130	111	103	403	400	455	514
YoY(%)	31.8	-21.5	-9.2	-9.7	-26.9	58.0	95.9	-5.6	-39.2	-0.9	13.8	13.0
영업이익률(%)	7.3	3.6	2.8	5.0	5.8	6.2	5.6	4.7	3.8	4.7	5.6	6.0
영업외손익	-56	-133	-112	-59	-40	-67	-65	-56	-45	-361	-229	-169
세전이익	96	-51	-56	50	70	63	45	47	358	39	226	345
순이익	58	-43	-53	48	51	46	33	34	243	10	165	252
YoY(%)	-36.7	적전	적전	228.1	-11.2	흑전	흑전	-27.9	-53.4	-96.1	1,634.6	52.8
순이익률(%)	2.8	-1.9	-2.7	2.2	2.7	2.2	1.7	1.6	2.3	0.1	2.0	3.0
지배주주순이익	56	-43	-53	48	50	45	32	33	234	7	160	245

자료: 대우건설, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	11,648	10,504	8,531	8,167	8,545
매출총이익	1,212	928	929	945	1,010
영업이익	663	403	400	455	514
EBITDA	790	526	519	564	606
순이자손익	-7	-49	-56	-60	-48
외화관련손익	184	134	-51	0	0
지분법손익	-11	179	-16	0	0
세전계속사업손익	745	358	39	226	345
당기순이익	521	243	10	165	252
지배주주순이익	512	234	7	160	245
증가율(%)					
매출액	11.8	-9.8	-18.8	-4.3	4.6
영업이익	-12.8	-39.2	-0.9	13.8	13.0
EBITDA	-9.7	-33.4	-1.2	8.5	7.5
순이익	2.7	-53.4	-96.0	1,605.3	52.8
이익률(%)					
매출총이익률	10.4	8.8	10.9	11.6	11.8
영업이익률	5.7	3.8	4.7	5.6	6.0
EBITDA 이익률	6.8	5.0	6.1	6.9	7.1
세전이익률	6.4	3.4	0.5	2.8	4.0
순이익률	4.5	2.3	0.1	2.0	3.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	-833	-1,284	659	382	345
당기순이익	521	243	10	165	252
자산상각비	127	123	120	109	92
운전자본증감	-1,801	-1,873	205	68	-38
매출채권 감소(증가)	-757	-884	360	124	107
재고자산 감소(증가)	340	-119	128	122	-20
매입채무 증가(감소)	-593	-193	-99	-170	-117
투자현금흐름	26	104	-166	-170	-176
유형자산처분(취득)	-67	-35	-97	-29	-31
무형자산 감소(증가)	-4	-6	-16	-21	-21
투자자산 감소(증가)	116	-217	115	-33	-35
재무현금흐름	168	1,170	-116	-184	-84
차입금의 증가(감소)	140	1,137	-148	-184	-84
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	1,046	704	567	314	383
(-)운전자본증감(감소)	883	1,545	-203	-68	38
(-)설비투자	70	38	100	29	31
(+)자산매각	-1	-4	-13	-21	-21
Free Cash Flow	92	-882	657	332	294
(-)기타투자	936	-35	166	86	90
잉여현금	-844	-847	491	246	204
NOPLAT	464	273	99	332	375
(+) Dep	127	123	120	109	92
(-)운전자본투자	883	1,545	-203	-68	38
(-)Capex	70	38	100	29	31
OpFCF	-362	-1,187	322	480	399

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	8,021	9,589	9,311	9,161	9,229
현금성자산	1,736	2,078	2,355	2,416	2,536
매출채권	3,703	4,683	4,201	4,078	3,971
재고자산	1,684	1,945	1,921	1,799	1,819
비유동자산	3,222	3,070	2,982	3,010	3,059
투자자산	2,773	2,626	2,562	2,648	2,738
유형자산	384	380	351	281	232
무형자산	66	63	70	80	89
자산총계	11,243	12,658	12,293	12,170	12,287
유동부채	5,033	4,544	3,835	3,508	3,334
매입채무	2,944	2,664	2,209	2,039	1,921
유동성이자부채	1,502	1,332	975	791	707
비유동부채	2,148	3,780	4,097	4,141	4,188
비유동이자부채	1,280	2,769	2,916	2,916	2,916
부채총계	7,181	8,324	7,932	7,649	7,522
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	550	562	562	562	562
이익잉여금	1,963	2,183	2,191	2,351	2,596
자본조정	-545	-532	-532	-532	-532
자기주식	-102	-102	-102	-102	-102
자본총계	4,062	4,334	4,361	4,521	4,766

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	1,231	563	17	385	588
BPS	9,735	10,325	10,344	10,729	11,318
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	2,517	1,695	1,364	755	922
ROA(%)	4.6	2.0	0.1	1.3	2.0
ROE(%)	13.2	5.6	0.2	3.7	5.3
ROIC(%)	10.6	5.1	1.7	6.1	7.0
Multiples(x, %)					
PER	3.4	5.5	196.7	8.9	5.8
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
PCR	1.6	1.8	2.5	4.6	3.7
EV/EBITDA	3.5	6.3	5.7	4.8	4.2
배당수익률	-	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	176.8	192.1	181.9	169.2	157.8
Net debt/Equity	25.7	46.7	35.2	28.5	22.8
Net debt/EBITDA	132.3	384.8	295.7	228.8	179.3
유동비율	159.4	211.0	242.8	261.2	276.8
이자보상배율(배)	4.4	2.5	2.3	2.7	3.2
자산구조(%)					
투하자본	51.4	55.9	52.6	51.5	50.7
현금+투자자산	48.6	44.1	47.4	48.5	49.3
자본구조(%)					
차입금	40.6	48.6	47.1	45.1	43.2
자기자본	59.4	51.4	52.9	54.9	56.8

DL이앤씨 (375500)

늘 아쉬운 건 성장



▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 김예인 yein.kim@hanwha.com 3772-8420

Buy (유지)

목표주가(하향): 49,000원

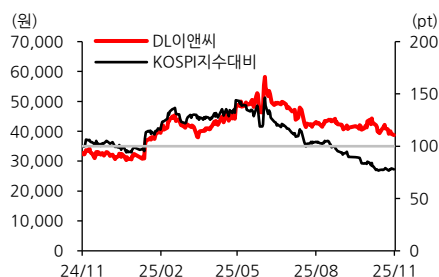
현재 주가(11/24)	38,700원
상승여력	▲ 26.6%
시가총액	14,974억원
발행주식수	38,694천주
52 주 최고가 / 최저가	58,200 / 30,350원
90 일 일평균 거래대금	87.14억원
외국인 지분율	31.3%
주주 구성	
DL (외 8 인)	24.8%
국민연금공단 (외 1 인)	9.1%
KopernikGlobalInvestors,LLC	8.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-10.7	-8.7	-19.7	22.9
상대수익률(KOSPI)	-8.3	-30.1	-68.1	-30.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	8,318	7,538	6,748	6,978
영업이익	271	382	410	463
EBITDA	356	437	435	481
지배주주순이익	229	209	282	329
EPS	5,864	5,378	7,271	8,489
순차입금	-980	-1,202	-1,321	-1,426
PER	5.5	7.2	5.3	4.6
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	0.7	0.9	0.7	0.4
배당수익률	1.7	1.4	1.7	2.0
ROE	4.8	4.2	5.5	6.0

주가 추이



실적 성장에 대한 기대는 크지 않지만, 밸류에이션 수준이 다시 낮아진 만큼 긍정적 이벤트에 좀 더 집중할 필요가 있겠습니다. 목표주가를 49,000 원으로 하향하지만, DL 이앤씨에 대한 투자의견은 Buy 로 유지합니다.

2026년 실적 전망

내년은 주택 마진 안정화에도 불구하고 플랜트 부문의 매출 감소 영향으로 매출 및 영업이익 성장이 제한적일 전망이다. 작년, 올해 대규모 플랜트 신규수주가 부재한 가운데 플랜트 주 매출처인 미국 골든트라 이엥글 폴리머, 국내 S-Oil 사후프로젝트 준공이 내년 중 예정돼있기 때문이다. 동사의 플랜트 마진이 양호한 만큼 이익에의 영향이 상대적으로 클 것으로 예상됨에 따라 주택 부문의 이익 개선을 상당부분 상쇄시킬 것으로 추정했다. 현재로서는 연내 수주를 기대할 수 있는 프로젝트는 많지 않은 것으로 파악되며, 내년 신규수주 성과에 따라 내후년 실적 성장의 폭이 결정될 전망이다.

2026년 투자포인트

경쟁사 대비 안정적인 재무구조(순현금 1조 원 내외 유지)와 양호한 수익성(GPM 10%초반) 등은 분명 밸류에이션 매력을 높이는 요인이다. 그러나 해외 부문의 수주 성장이 부재한 가운데 주택 수주 분위기마저 동떨어진 현 상황은 동사에 대한 투자매력도를 떨어트리는 요인이라고 판단한다. 다만, 현재로서는 향후 실적의 방향성을 달리는 것이 아니고 주가 레벨 또한 낮아져 있는 만큼 긍정적 소식에 좀 더 귀를 기울여 볼 필요가 있겠다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 49,000원으로 하향

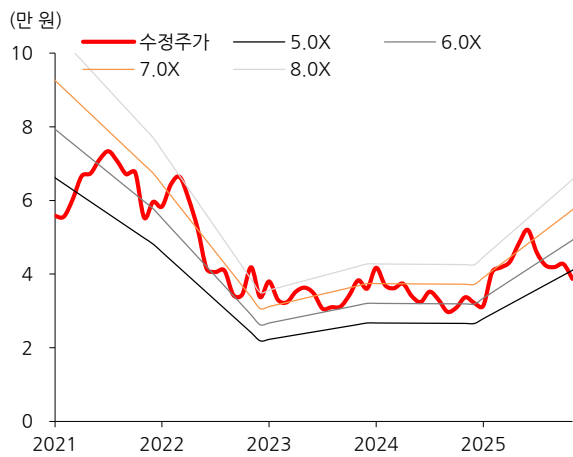
DL이앤씨에 대해 투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가를 기존 62,000 원에서 49,000원으로 하향한다. 목표주가는 2026년 예상 BPS에 목표 배수를 기존 0.5배에서 0.4배(예상 ROE 5.5%)로 낮춰 적용해 산출했다. 내년 실적 성장에 대한 기대가 크진 않지만 그렇다고 지금보다 악화될 건 없다는 측면에서 엑스에너지와의 SMR 협력 등 긍정적 이벤트에 좀 더 집중해야할 구간이라고 판단한다. 현 주가는 시장 컨센서스 기준 12M Fwd. P/E 4.7배, P/B 0.3배 수준이다.

[표21] DL이앤씨 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	123,252	2026년 예상 BPS 기준
적정 P/B(배)	0.4	2026년 예상 ROE 5.5%, COE 9.0%, 영구성장률 1% 가정 시 산출되는 목표배수를 할인
적정 주가(원)	49,257	
목표 주가(원)	49,000	
현재 주가(원)	38,700	
상승 여력	27%	

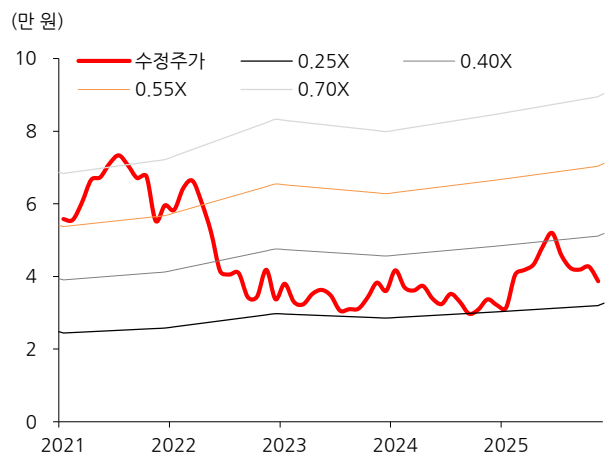
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 12M Fwd. P/E 밴드



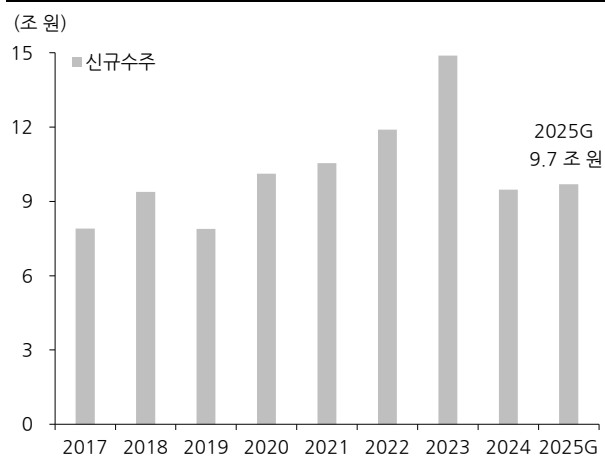
자료: Wisesn, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 12M Fwd. P/B 밴드



자료: Wisesn, 한화투자증권 리서치센터

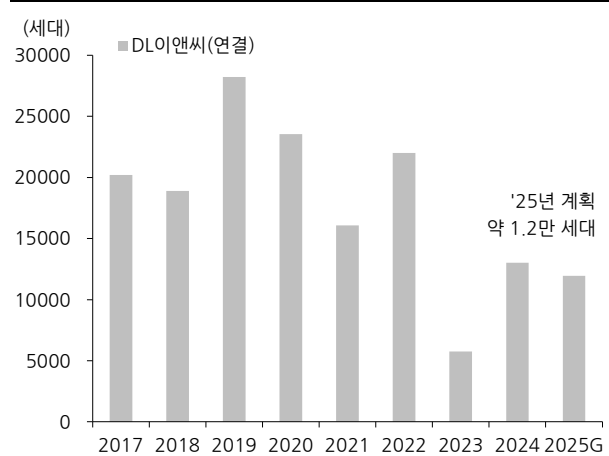
[그림71] DL이앤씨 신규수주: 3분기 말 목표 달성률 56.8%



주: 연초 신규수주 목표 13.2조 원에서 9.7조 원으로 하향

자료: DL이앤씨, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] DL이앤씨(연결) 착공: '25년 약 1.2만 세대 계획



자료: DL이앤씨, 한화투자증권 리서치센터

[표22] DL 이앤씨의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,808	1,991	1,907	1,831	1,673	1,737	1,588	1,749	8,318	7,538	6,748	6,978
YoY(%)	-4.4	-3.8	-0.6	-24.9	-7.5	-12.8	-16.7	-4.5	4.1	-9.4	-10.5	3.4
E&C	1,347	1,557	1,537	1,480	1,354	1,366	1,196	1,296	5,862	5,921	5,213	5,341
Civil	193	190	152	213	181	186	191	233	918	747	791	895
Building	574	659	686	654	617	686	691	733	2,932	2,573	2,728	2,944
Plant	578	707	699	614	556	493	314	330	2,010	2,599	1,693	1,500
DL 건설	467	438	369	354	322	374	394	455	2,469	1,627	1,545	1,646
매출원가	1,615	1,738	1,650	1,617	1,437	1,510	1,382	1,520	7,473	6,620	5,849	6,029
매출원가율(%)	89.3	87.3	86.5	88.3	85.8	86.9	87.0	86.9	89.8	87.8	86.7	86.4
E&C	89.5	86.6	86.9	88.3	85.3	86.7	86.9	87.5	88.5	87.8	86.6	86.3
Civil	89.8	91.2	109.5	97.0	94.0	93.5	93.5	94.8	92.1	96.2	94.0	93.0
Building	90.7	87.2	82.6	84.2	81.8	85.0	85.0	84.7	90.7	86.0	84.2	84.7
Plant	88.4	84.8	85.9	89.9	86.5	86.5	87.0	88.6	83.7	87.1	87.0	85.5
DL 건설	89.0	89.8	86.1	87.5	88.1	87.9	87.7	85.2	93.3	88.2	87.1	86.9
판관비	112.1	127.5	139.7	161.0	113.1	111.1	110.9	159.7	575	540	495	490
판관비율(%)	6.2	6.4	7.3	8.8	6.8	6.4	7.0	9.1	6.9	7.2	7.3	7.0
영업이익	81	126	117	58	124	116	95	75	271	382	410	463
YoY(%)	33.0	287.5	40.1	-38.3	52.9	-8.0	-18.7	28.8	-18.1	41.0	7.2	13.1
영업이익률(%)	4.5	6.3	6.1	3.2	7.4	6.7	6.0	4.3	3.3	5.1	6.1	6.6
E&C	59	104	117	43	116	96	73	34	257	322	319	358
DL 건설	22	23	0	15	9	22	23	37	14	60	91	106
순이익	30	8	126	44	86	81	65	49	229	209	282	329
YoY(%)	16.4	-79.6	179.0	-62.6	185.8	873.9	-48.5	12.8	13.4	-9.0	35.0	16.7
순이익률(%)	1.7	0.4	6.6	2.4	5.2	4.6	4.1	2.8	2.8	2.8	4.2	4.7
지배주주순이익	30	8	126	44	86	81	65	49	229	209	282	329

자료: DL이앤씨, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	7,991	8,318	7,538	6,748	6,978
매출총이익	782	846	917	899	949
영업이익	331	271	382	410	463
EBITDA	418	356	437	435	481
순이자손익	68	52	69	78	84
외화관련손익	-7	129	-113	0	0
지분법손익	25	-8	14	0	0
세전계속사업손익	280	354	278	381	444
당기순이익	202	229	209	282	329
지배주주순이익	188	229	209	282	329
증가율(%)					
매출액	6.6	4.1	-9.4	-10.5	3.4
영업이익	-33.5	-18.1	41.0	7.2	13.1
EBITDA	-28.3	-15.0	23.0	-0.4	10.6
순이익	-53.2	13.4	-9.0	35.0	16.7
이익률(%)					
매출총이익률	9.8	10.2	12.2	13.3	13.6
영업이익률	4.1	3.3	5.1	6.1	6.6
EBITDA 이익률	5.2	4.3	5.8	6.5	6.9
세전이익률	3.5	4.3	3.7	5.6	6.4
순이익률	2.5	2.8	2.8	4.2	4.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	231	188	365	311	317
당기순이익	202	229	209	282	329
자산상각비	88	85	55	26	18
운전자본증감	-364	-375	40	-35	-77
매출채권 감소(증가)	-204	-408	140	75	-188
재고자산 감소(증가)	-51	18	119	36	-123
매입채무 증가(감소)	62	267	-144	-163	216
투자현금흐름	201	-167	-122	-150	-156
유형자산처분(취득)	-5	-5	-6	-8	-8
무형자산 감소(증가)	-4	-2	-1	-5	-5
투자자산 감소(증가)	280	-60	-50	-14	-15
재무현금흐름	-189	-192	-145	-76	-105
차입금의 증가(감소)	-73	-152	-109	-19	-35
자본의 증가(감소)	-117	-42	-57	-57	-70
배당금의 지급	-44	-22	-23	-23	-28
총현금흐름	636	640	397	346	393
(-)운전자본증감(감소)	184	-59	-178	35	77
(-)설비투자	12	10	7	8	8
(+)자산매각	3	3	0	-5	-5
Free Cash Flow	443	692	569	298	304
(-)기타투자	248	536	204	123	128
잉여현금	194	157	366	175	175
NOPLAT	239	175	287	303	343
(+) Dep	88	85	55	26	18
(-)운전자본투자	184	-59	-178	35	77
(-)Capex	12	10	7	8	8
OpFCF	130	310	514	287	276

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	5,783	6,006	5,652	5,691	6,125
현금성자산	2,288	2,163	2,361	2,460	2,531
매출채권	1,332	1,649	1,244	1,169	1,357
재고자산	938	921	803	767	890
비유동자산	3,561	3,707	3,862	3,973	4,096
투자자산	3,400	3,642	3,817	3,940	4,068
유형자산	128	36	23	12	9
무형자산	33	29	23	20	19
자산총계	9,344	9,712	9,515	9,664	10,221
유동부채	3,749	3,855	3,654	3,540	3,791
매입채무	1,555	1,821	1,505	1,342	1,557
유동성이자부채	594	293	465	446	411
비유동부채	827	1,012	830	834	838
비유동이자부채	695	890	693	693	693
부채총계	4,575	4,867	4,483	4,374	4,630
자본금	215	229	229	229	229
자본잉여금	3,847	3,831	3,831	3,831	3,831
이익잉여금	990	1,076	1,262	1,520	1,821
자본조정	-284	-291	-291	-291	-291
자기주식	-105	-16	-51	-84	-126
자본총계	4,769	4,846	5,031	5,290	5,591

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	4,799	5,864	5,378	7,271	8,489
BPS	111,110	112,902	117,228	123,252	130,266
DPS	500	540	540	650	760
CFPS	14,820	14,909	9,258	8,050	9,167
ROA(%)	2.1	2.4	2.2	2.9	3.3
ROE(%)	4.1	4.8	4.2	5.5	6.0
ROIC(%)	7.9	5.7	9.3	9.7	10.4
Multiples(x, %)					
PER	7.5	5.5	7.2	5.3	4.6
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	2.4	2.2	4.2	4.8	4.2
EV/EBITDA	0.9	0.7	0.9	0.7	0.4
배당수익률	1.4	1.7	1.4	1.7	2.0
안정성(%)					
부채비율	95.9	100.4	89.1	82.7	82.8
Net debt/Equity	-20.9	-20.2	-23.9	-25.0	-25.5
Net debt/EBITDA	-238.6	-275.7	-275.0	-303.3	-296.2
유동비율	154.3	155.8	154.7	160.8	161.6
이자보상배율(배)	6.8	5.0	8.6	10.1	11.6
자산구조(%)					
투하자본	35.2	34.9	33.0	33.2	33.9
현금+투자자산	64.8	65.1	67.0	66.8	66.1
자본구조(%)					
차입금	21.3	19.6	18.7	17.7	16.5
자기자본	78.7	80.4	81.3	82.3	83.5

[Compliance Notice]

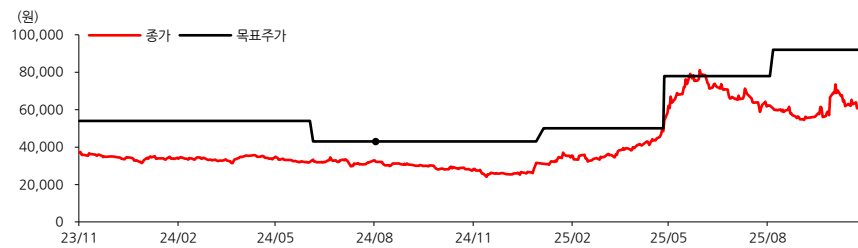
(공표일: 2025년 11월 25일)

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 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (송유림, 김예인)

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 주가와 목표주가 추이]



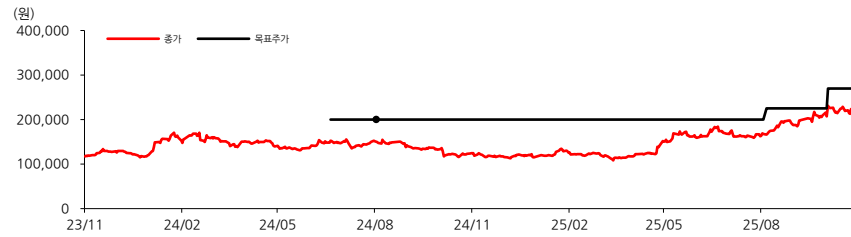
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.12.14	2024.07.01	2024.07.22	2024.08.26	2024.10.14
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		54,000	43,000	43,000	43,000	43,000
일 시	2024.10.23	2024.10.25	2024.11.13	2024.12.09	2025.01.06	2025.01.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000
일 시	2025.01.22	2025.01.24	2025.01.31	2025.02.10	2025.02.12	2025.02.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	43,000	43,000	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2025.02.28	2025.03.11	2025.03.28	2025.03.31	2025.04.08	2025.04.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2025.04.25	2025.04.30	2025.05.12	2025.05.23	2025.05.30	2025.06.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	50,000	50,000	78,000	78,000	78,000
일 시	2025.06.27	2025.07.08	2025.07.21	2025.07.25	2025.08.08	2025.08.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	78,000	78,000	78,000	78,000	78,000	78,000
일 시	2025.09.01	2025.09.11	2025.09.26	2025.10.21	2025.10.31	2025.11.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	92,000	92,000	92,000	92,000	92,000	92,000
일 시	2025.11.25					
투자의견	Buy					
목표가격	92,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	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	-26.14	-2.10
2025.05.23	Buy	78,000	-11.49	3.97
2025.09.01	Buy	92,000		

[삼성물산 주가와 목표주가 추이]



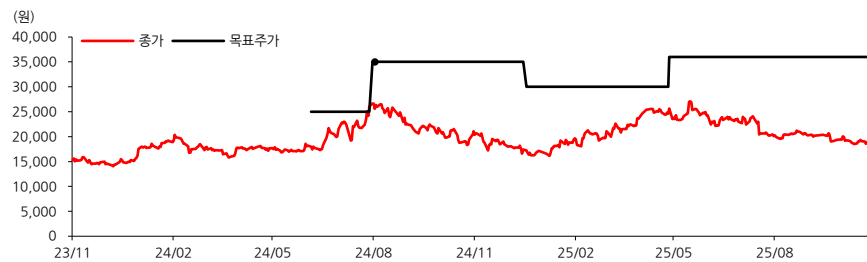
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.07.16	2024.07.16	2024.08.01	2024.11.13	2025.01.23
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		송유림	200,000	200,000	200,000	200,000
일 시	2025.05.02	2025.05.23	2025.07.31	2025.08.29	2025.09.01	2025.09.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	200,000	200,000	225,000	225,000
일 시	2025.10.29	2025.10.31	2025.11.12	2025.11.25		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	270,000	270,000	270,000	300,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.07.16	Buy	200,000	-33.16	-8.15
2025.07.31	Buy	200,000	-18.25	-15.45
2025.09.01	Buy	225,000	-14.05	-3.56
2025.10.29	Buy	270,000	-17.99	-14.44
2025.11.25	Buy	300,000		

[HDC현대산업개발 주가와 목표주가 추이]



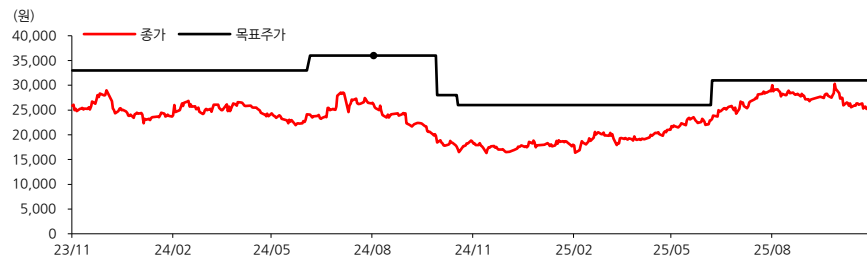
[투자의견 변동 내역]

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	2025.02.28	2025.03.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
일 시	2025.03.28	2025.04.10	2025.04.14	2025.04.25	2025.04.28	2025.05.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
일 시	2025.05.23	2025.05.30	2025.06.20	2025.06.27	2025.07.08	2025.07.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000
일 시	2025.07.25	2025.07.28	2025.08.08	2025.10.21	2025.11.25	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	36,000	36,000	36,000	36,000	32,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

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	-31.26	-14.67
2025.05.23	Buy	36,000	-39.64	-24.72
2025.11.25	Buy	32,000		

[삼성E&A 주가와 목표주가 추이]



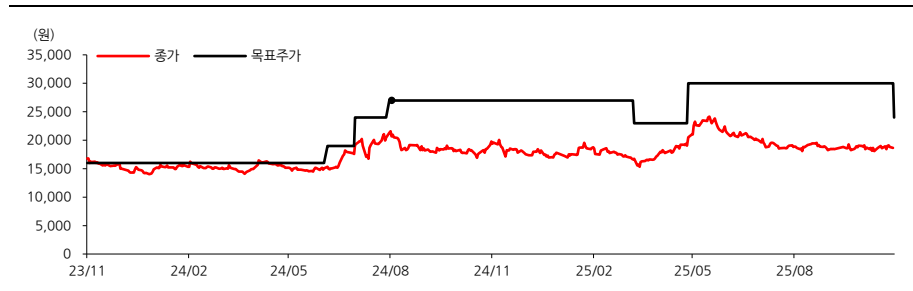
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.12.14	2024.07.01	2024.07.25	2024.07.26	2024.08.08
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		33,000	36,000	36,000	36,000	36,000
일 시	2024.08.26	2024.08.30	2024.09.12	2024.09.24	2024.10.14	2024.10.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000	28,000
일 시	2024.11.13	2025.01.23	2025.02.10	2025.04.25	2025.05.23	2025.07.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	26,000	26,000	26,000	26,000	26,000	31,000
일 시	2025.07.08	2025.07.24	2025.08.08	2025.11.25		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	31,000	31,000	31,000	32,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.07.01	Buy	36,000	-32.10	-20.69
2024.10.25	Buy	28,000	-34.98	-32.57
2024.11.13	Buy	26,000	-26.24	-9.42
2025.07.03	Buy	31,000	-12.97	-2.26
2025.11.25	Buy	32,000		

[GS건설 주가와 목표주가 추이]



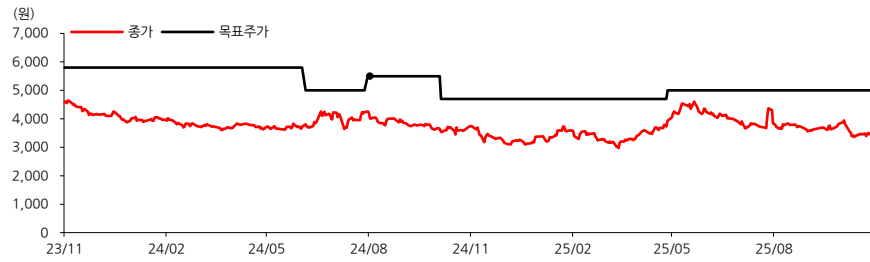
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.12.14	2024.07.01	2024.07.26	2024.08.08	2024.08.26
투자의견	투자등급변경	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		16,000	19,000	24,000	24,000	27,000
일 시	2024.09.12	2024.09.27	2024.10.08	2024.10.14	2024.10.25	2024.10.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000
일 시	2024.11.01	2024.11.13	2024.11.29	2024.12.09	2024.12.27	2025.02.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000	27,000
일 시	2025.02.10	2025.04.04	2025.04.30	2025.05.12	2025.05.23	2025.05.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	27,000	23,000	23,000	23,000	30,000	30,000
일 시	2025.06.20	2025.07.08	2025.07.30	2025.08.08	2025.11.25	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	30,000	30,000	30,000	30,000	24,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.07.01	Buy	19,000	-13.48	-4.11
2024.07.26	Buy	24,000	-19.38	-12.29
2024.08.26	Buy	27,000	-32.45	-20.19
2025.04.04	Buy	23,000	-23.97	-15.83
2025.05.23	Buy	30,000	-33.77	-19.50
2025.11.25	Buy	24,000		

[대우건설 주가와 목표주가 추이]



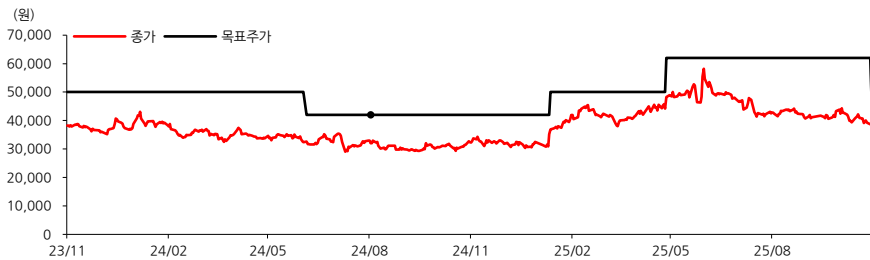
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.11.29	2023.12.14	2024.07.01	2024.07.30	2024.08.08
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		5,800	5,800	5,000	5,000	5,000
일 시	2024.08.26	2024.09.12	2024.09.27	2024.10.31	2024.11.13	2025.02.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	5,500	5,500	5,500	4,700	4,700	4,700
일 시	2025.02.10	2025.04.29	2025.05.23	2025.07.08	2025.07.29	2025.08.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	4,700	4,700	5,000	5,000	5,000	5,000
일 시	2025.11.25					
투자의견	Buy					
목표가격	4,300					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.07.01	Buy	5,000	-20.24	-14.80
2024.08.26	Buy	5,500	-29.95	-22.55
2024.10.31	Buy	4,700	-27.38	-19.36
2025.05.23	Buy	5,000	-22.40	-7.80
2025.11.25	Buy	4,300		

[DL이앤씨 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.11.29	2023.12.14	2024.07.01	2024.08.01	2024.08.26	2024.10.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	50,000	42,000	42,000	42,000	42,000
일 시	2024.11.01	2024.11.13	2025.02.07	2025.02.10	2025.04.02	2025.04.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	42,000	42,000	50,000	50,000	50,000	50,000
일 시	2025.05.23	2025.07.04	2025.07.08	2025.08.01	2025.08.08	2025.10.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	62,000	62,000	62,000	62,000	62,000	62,000
일 시	2025.11.25					
투자의견	Buy					
목표가격	49,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.07.01	Buy	42,000	-24.65	-15.60
2025.02.07	Buy	50,000	-16.60	-8.50
2025.05.23	Buy	62,000	-27.24	-6.13
2025.11.25	Buy	49,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%