

발간일자 2025.06.12

대형사의 시대

고 고 거 거 의 선



CONTENTS

3	1. Investment Summary
10	2. 2025 년은 저점의 종착점이자 성장의 시작점 1) 안정화 이후의 물량이 반영되기 시작하는 2025 년 2) 주택공사 매출총액으로 보는 매출의 성장세 3) 저마진 사업장의 해소는 본격적으로 시작되며 수익성 확대
19	3. 사업성이 높은 도시정비사업은 대형사의 성장기반 1) 사업성이 중요한 도시정비 사업은 대형사에게 유리한 시장 2) 도시정비사업은 단기와 중장기 성장의 기반
29	4. 해외 수주는 변화에 적응하며 재정비 중 1) 국가의 다각화와 공종의 다각화 2) 신사업으로 이어지는 기업들의 다각화 전략
38	5. 참고
47	▶ 기업분석 - 현대건설(000720) - DL 이앤씨(375500) - HDC 현대산업개발(294870) - 대우건설(047040) - GS 건설(006360) - 삼성 E&A(028050) - HL D&I(014790) - 금호건설(002990)

1. Investment Summary

대형사 우위인 주택시장과 달라지는 해외 사업

건설 업종에 대해 ‘비중확대’를 제시한다. 섹터 내 Top pick으로는 현대건설(000720)을 제시한다.

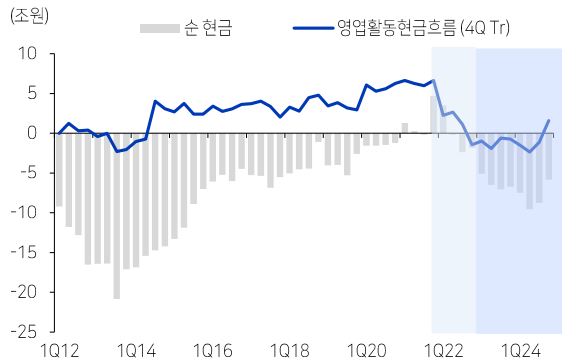
공사비 급등과 고금리 환경으로 인한 2023년 분양물량 축소 영향으로 건설사 2025년 매출은 저점을 형성하지만 2026년 다시 매출은 성장세를 이어갈 것을 기대한다. 동시에 저마진 사업장의 준공과 안정화된 주택사업 물량 매출인식 효과로 2025년은 실적의 전환점이 될 것을 기대한다. 전체 건설사의 매출흐름은 주택공사 매출총액(=주택 건설 평당 공사비 X 전국 분양 세대수)으로 추정해 볼 수 있으며 이는 약 2년 후의 매출로 이어질 것을 기대한다. 이에 따라 2025년은 전년대비 29% 감소하며 매출 감소로 이어질 수 있으나 2026년부터는 매출 증가세가 지속된다. 또한 2021년부터 2022년까지 착공된 저마진 물량은 2024년 95%에서 2025년 55%로 축소되며 수익성 개선이 본격화될 전망이다. 미분양 해소될 수 있는 환경이 지속되며 전국의 분양 수요는 점진적으로 개선될 것을 기대한다.

도시정비사업은 높은 사업성 물량 수요 증가에 따라 대형사의 단기실적과 중장기 성장기반으로 작용하고 있다. 분양 예정물량과 청약 경쟁률이 대형사에 집중되며 고급화 수요 확대에 따라 대형사 시장우위가 강화되고 있다. 도시정비사업은 건설사의 연간 매출 총합과 신규수주 총합과 비교해 높은 금액 규모의 시장으로 중요한 사업이다. 관리처분인가 물량은 시공능력평가 10위권 대형사의 2024년 예상 매출 총합의 약 60% 수준이며 사업시행인가물량은 2024년 예상 신규수주 총합의 약 94% 수준이다. 새로운 정부의 부동산 정책은 공급 확대와 규제 및 세금의 완화 기조를 유지하고 있어 도시정비사업의 활성화에도 긍정적인 영향을 기대할 수 있다.

해외 수주는 에너지 시장 변화에 대응해 국가와 공종의 다각화가 이루어지고 있다. 과거에는 중동 국가 중심의 유가 연동형 플랜트 위주였으나 현재는 전통 에너지원 의존도를 줄이며 가스처리, 화학, 신재생 에너지 등 다양한 공종과 에너지원 분야로 수주 영역이 확대되고 있다. 수주지역도 수주 지역도 기존 중동 중심에서 유럽, 중앙아시아, 미주 등으로 넓어지고 있어 지역 분산 효과가 강화되고 있다. 또한 원전, 수소, 태양광, CCUS와 같은 신사업 중심의 중장기 전략이 추진되고 있다. 이 가운데 원전 사업은 현재 가시성이 가장 높아 해외수주의 플랜트 부문 실적과 수익성 개선에 기여를 할 것으로 기대된다

Key Chart

[도표 1] 건설사 합산 영업활동현금흐름 및 현금



자료: Fnguide FGSC 건설 70개사 합산, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 전국의 미분양 추이

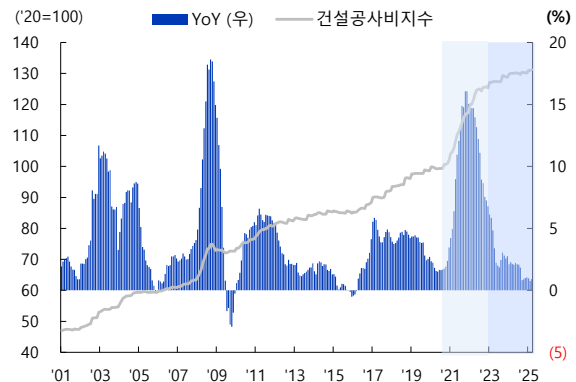


[도표 3] 한국은행 기준금리 추이



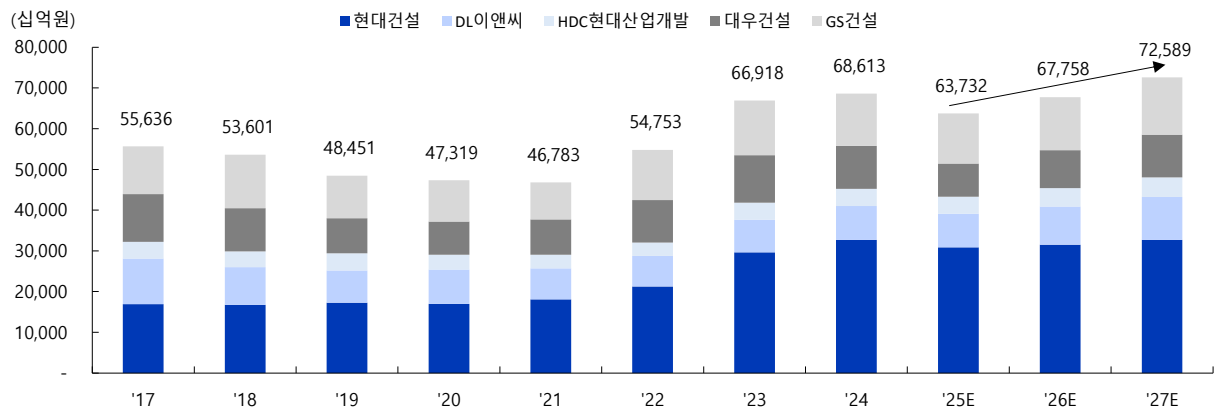
자료: ECOS, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 건설공사비 지수 추이



자료: 한국건설기술연구원, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 5개 대형 건설사(현대건설, DL이앤씨, HDC현대산업개발, 대우건설, GS건설)들의 매출액 총합 추이



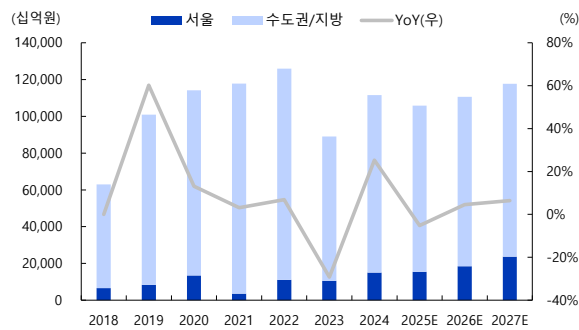
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 전국과 서울의 연도별 주택 분양물량

(단위: 호)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
전국	229,243	338,621	366,097	377,773	336,973	206,111	243,298	220,968	220,968	220,968
서울	25,181	28,710	42,911	10,274	27,356	23,224	29,488	27,672	30,000	35,000
수도권/지방	204,062	309,911	323,186	367,499	309,617	182,887	213,810	193,296	190,968	185,968
전국 YoY		48%	8%	3%	-11%	-39%	18%	-9%	0%	0%

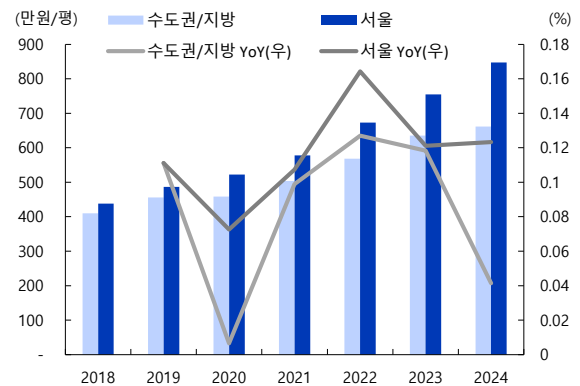
자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 지역별 주택 공사 매출 총액과 전국 YoY 추이



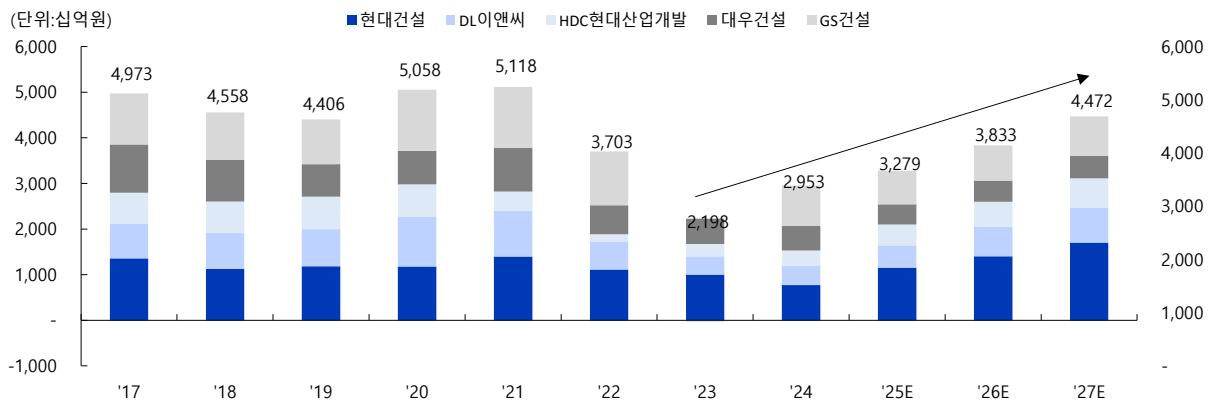
자료: REPS114, 주거환경연구원, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 재건축/재개발 주택 건설시 평당 공사비 추이



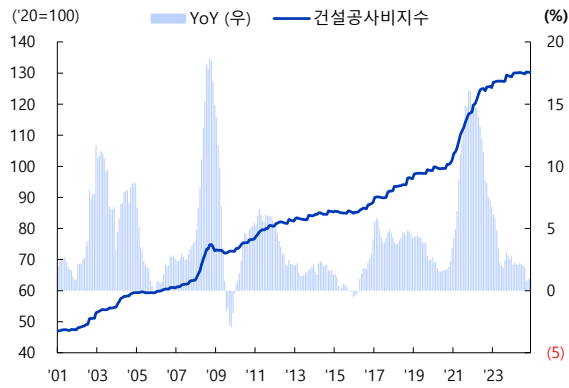
자료: 주거환경연구원, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 5개 대형 건설사(현대건설, DL이앤씨, HDC현대산업개발, 대우건설, GS건설)들의 매출총이익의 총합 추이



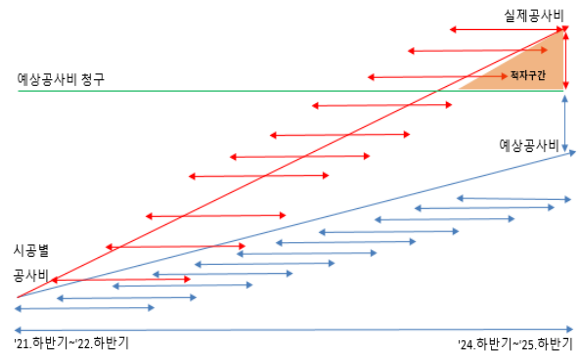
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 10] 건설공사비 지수 추이



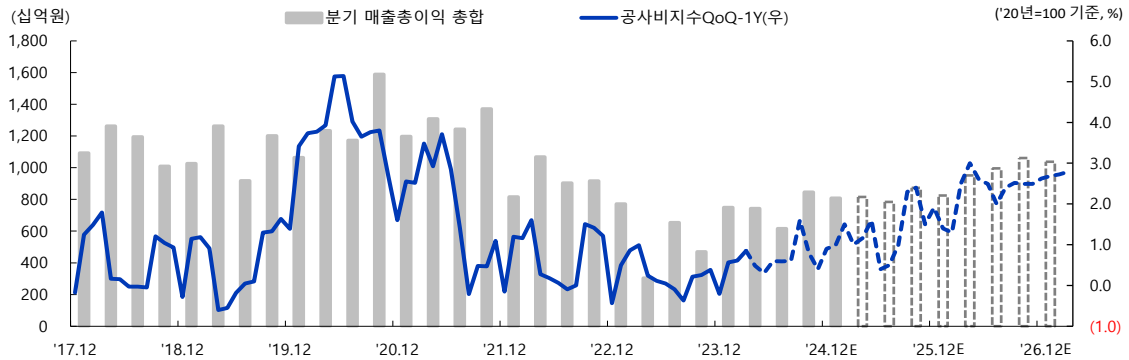
자료: 한국건설기술연구원, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 건설사 예상청구비 VS 실제공사비



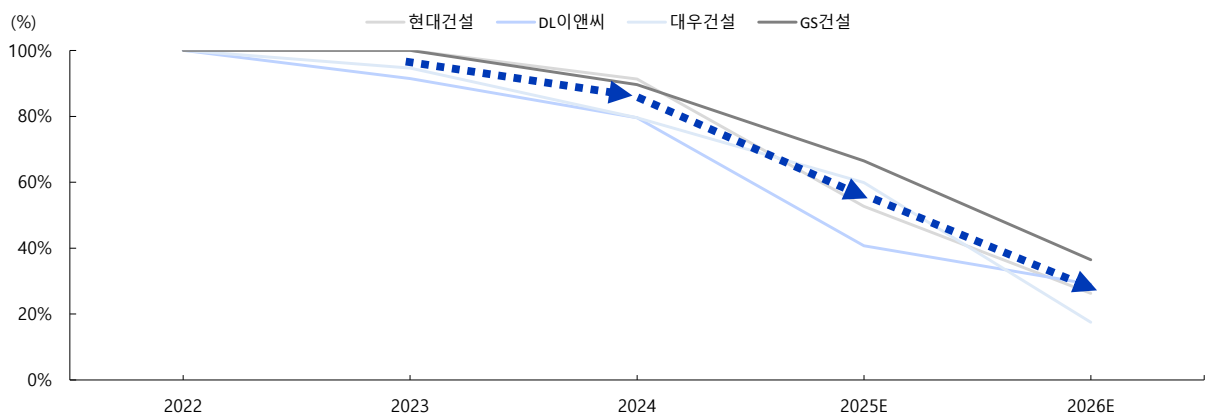
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 12] 5개 대형건설사(현대건설, DL 이앤씨, HDC 현대산업개발, 대우건설, GS 건설)의 분기 매출총이익과 공사비지수 QoQ-1Y 추이



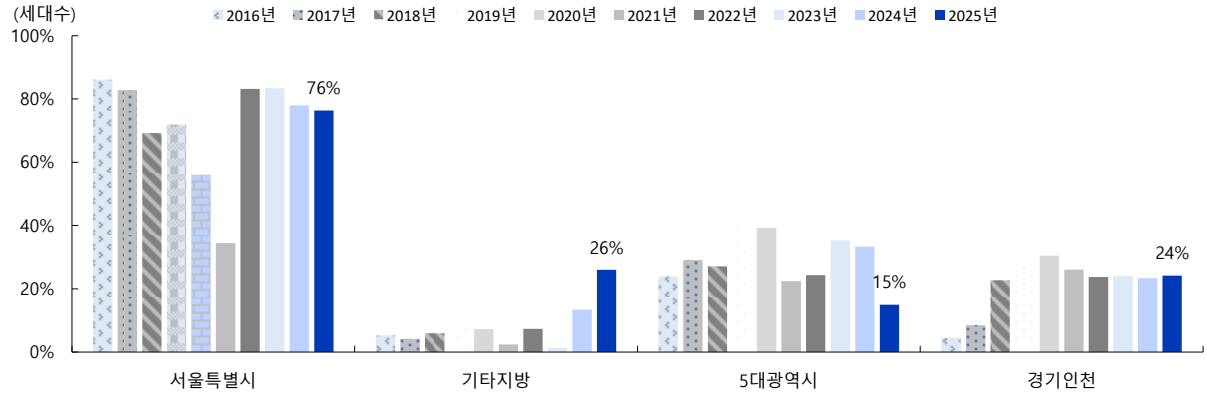
자료: 한국건설기술연구원, 교보증권 리서치센터

[도표 13] 대형건설사들(현대건설, DL 이앤씨, 대우건설, GS 건설)의 저마진 사업장 비중 추이



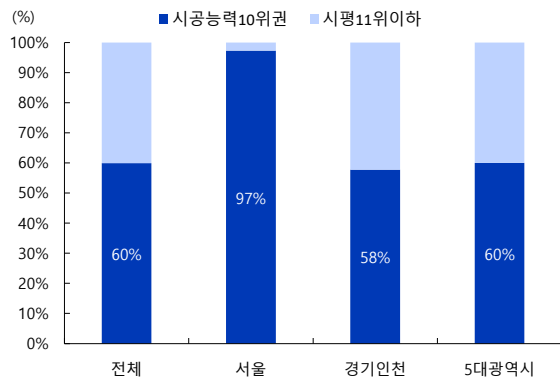
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 14] 지역별 분양 물량에서 도시정비사업이 차지하는 비중



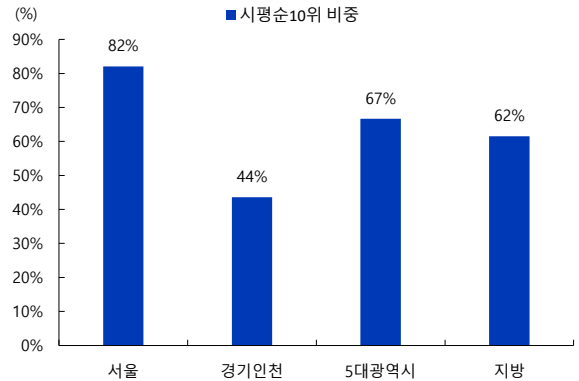
자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 2025년 분양 예정 세대 중 시평 10 위권 건설사 지역별 비중



자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 청약 경쟁률 상위 30개 분양 사업장 내 시평 상위 10개사 점유율(23~24년)



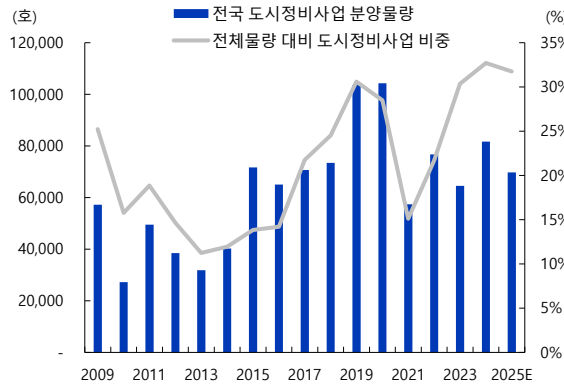
자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 시공능력 평가 순위와 건설사별 아파트 브랜드 및 커뮤니티 브랜드

시공능력 평가순위	건설사	일반 브랜드	하이엔드 브랜드	커뮤니티 브랜드
1위	삼성물산	래미안	(One시리즈)	클럽 래미안
2위	현대건설	힐스테이트	디에이치	클럽힐스
3위	대우건설	푸르지오	써밋	그리너리 라운지
4위	현대엔지니어링	힐스테이트	-	클럽힐스
5위	DL이앤씨	자이	아크로	-
6위	GS건설	e편한세상	-	클럽 자이안
7위	포스코이앤씨	더샵	오티에르	사피스퀘어
8위	롯데건설	롯데캐슬	르엘	캐슬리안 센터
9위	에스케이에코플랜트	SK뷰	드파인	-
10위	HDC현대산업개발	아이파크	-	아이파크 센터

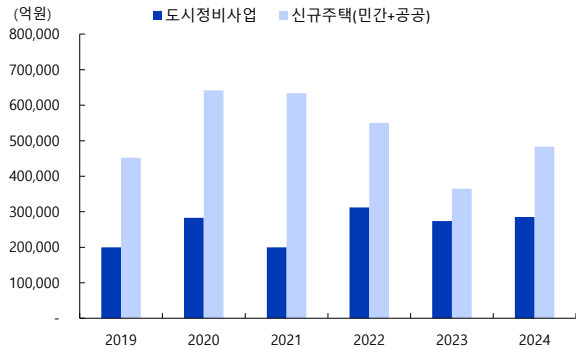
자료: 국토교통부, 각사, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 전국 도시정비사업 분양물량 및 전체물량대비 비중



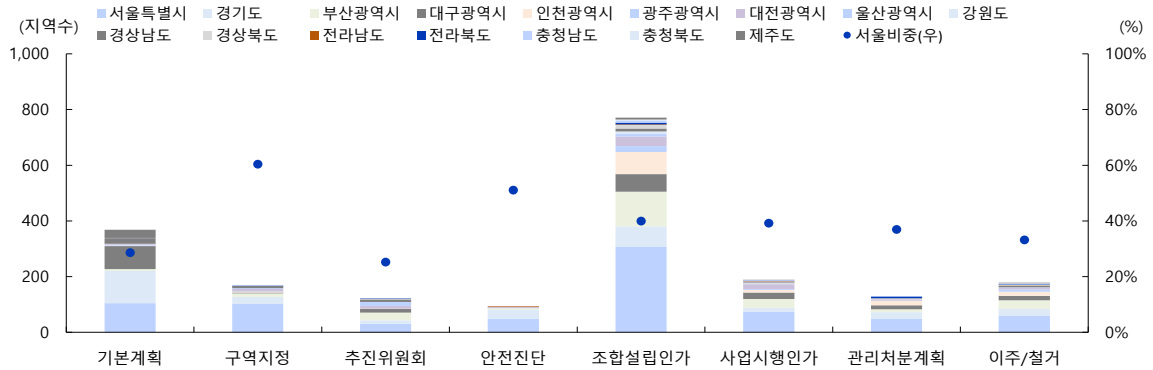
자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 신규주택과 도시정비사업 신규수주 규모 추이



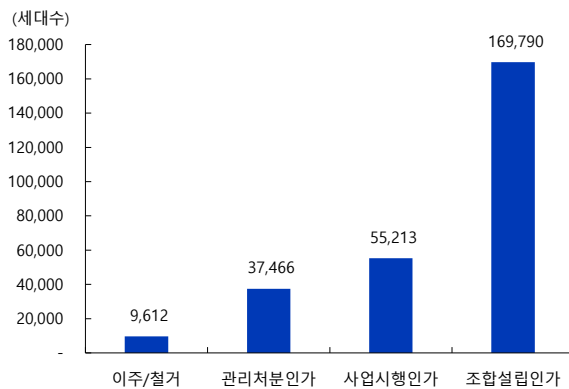
자료: 대한건설협회, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 도시정비사업 지역별 사업단계 지역수와 사업단계별로 서울이 차지하는 비중



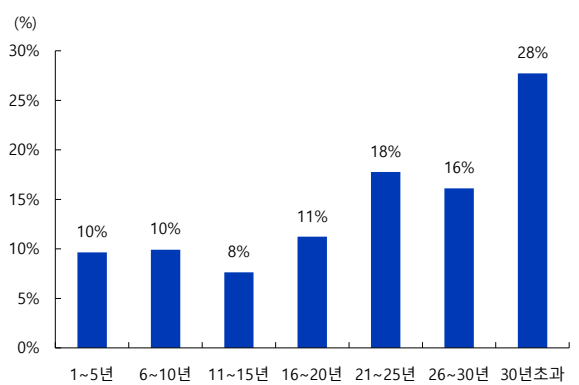
자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 서울 도시정비사업 진행 단계별 총 세대수



자료: 서울열린데이터광장, 교보증권 리서치센터

[도표 22] 서울 아파트 연식 별 비중



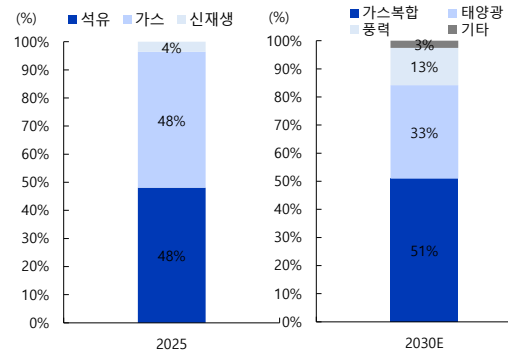
자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 세계 총 에너지 공급 전망 전망

(%)	2020	2030E	2040E	2050E
석유	30	25	15	8
천연가스	23	24	14	11
석탄	26	13	6	3
재생에너지	12	31	55	67
바이오매스	4	-	-	-
원자력 발전	5	8	10	11
소계	100	100	100	100

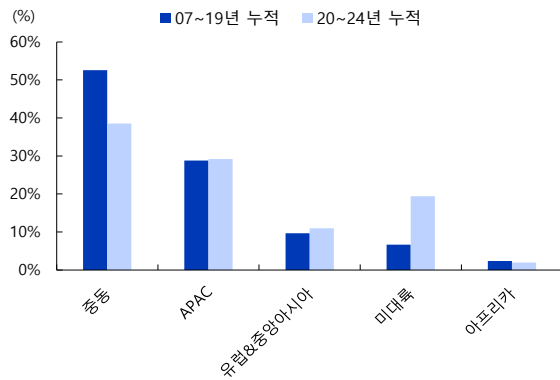
자료: IEA, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 사우디의 2030년 에너지 믹스 계획



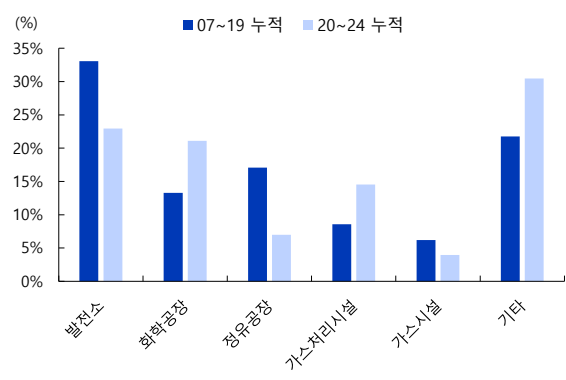
자료: ACWA Power, 언론기사, 교보증권 리서치센터

[도표 25] 누적계약액 기준 지역별 비중 변화



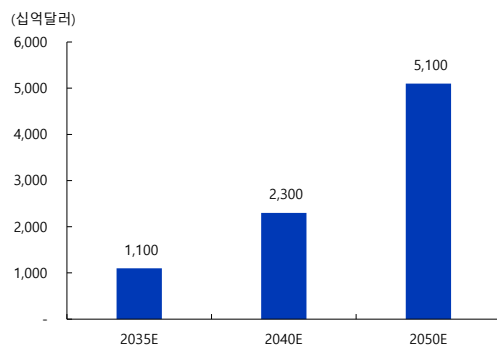
자료: 해외건설협회, 교보증권 리서치센터

[도표 26] 누적계약액 기준 공종의 비중 변화



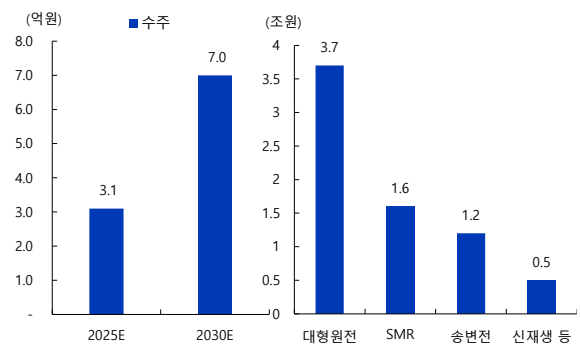
자료: 해외건설협회, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 글로벌 원전 시장 규모 전망



자료: WNA, IEA, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 28] 현대건설 원전/SMR 사업 중장기 수주 전망



자료: 현대건설, 교보증권 리서치센터

2. 2025년은 저점의 종착점이자 성장의 시작점

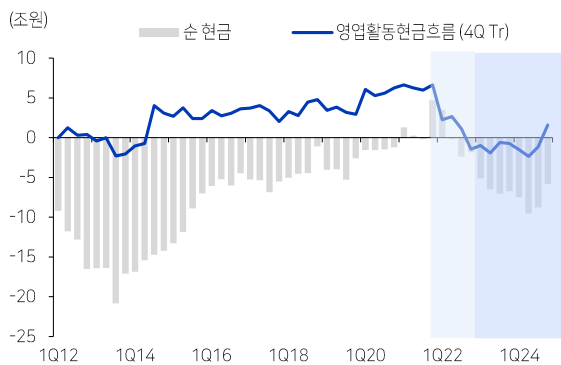
1) 안정화 이후의 물량이 반영되기 시작하는 2025년

2025년은 주택 시장 저점이었던 2023년 물량이 반영되며 저점임과 동시에 턴어라운드의 시작점일 것을 예상한다. 주택시장은 2021년부터 악화되며 2023년 최저점을 형성했다. 금리 상승, 건설공사비 급등으로 미분양은 증가하고 영업활동현금흐름은 악화되며 침체 국면에 이어졌다. 그러나 2023년 이후부터는 주택시장 악화가 멈추고 개선세 조짐이 나타나 회복 국면에 진입한 것으로 판단된다. 2023년부터 착공된 현장들은 공사비, 분양환경, 자금조달 여건 등이 비교적 안정된 상태에서 착공된 물량이다. 그리고 착공된 물량들은 약 2년 뒤 본격적으로 매출과 수익성에 반영되기 시작했다. 이에 개선된 공사비, 자금조달 환경, 일부주요 지역을 위주의 분양율 개선으로 2025년부터 개선의 요인이 갖춰지기 시작했다.

2021년 하반기부터 주택 시장은 빠르게 악화되었고 마진 악화와 함께 건설사들의 영업활동현금흐름도 함께 악화되었다. 이는 건설업 특유의 자금 회수 구조에 기인한다. 일반적으로 건설사는 착공 이후 공정에 따라 PF대출을 통해 공사비를 먼저 투입하며 공사를 진행한다. 그리고 분양이 시작되고 준공되면 중도금과 잔금을 시행사를 통해 회수한다. 그러나 2021년부터 시장 심리가 위축되며 분양률은 하락했다. 그리고 공사비는 급등하며 예상보다 높은 지출을 초래했다. 이에 분양대금의 회수 속도는 느려진 반면 선투입된 높은 공사비와 PF차입 상황 등으로 현금 유출은 지속 발생했다. 이로 인해 수익이 회계상으로는 인식되더라도 실제 유입되는 현금은 감소하게 되었다.

2022년 주택시장은 더욱 악화되었다. 2022년 한 해 동안 기준금리가 급격히 상승하면서 주택담보대출 금리도 함께 올랐다. 또한 공사비의 상승과 함께 다주택자에 대한 양도세 증가, 취득세 증가, 대출규제 등 그리고 대선 전후로 정책의 불확실성까지 겹치며 수요 심리가 급격히 위축되었다. 이로 인해 청약률과 분양수요는 크게 줄었고 미분양 물량은 빠르게 증가했다. 특히 분양수요가 꺾이기 전에 착공된 사업장들이 대규모 미분양으로 바뀌게 되었다.

[도표 29] 건설사 합산 영업활동현금흐름 및 현금



자료: Fnguide FGSC 건설 70개사 합산, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 전국의 미분양 추이

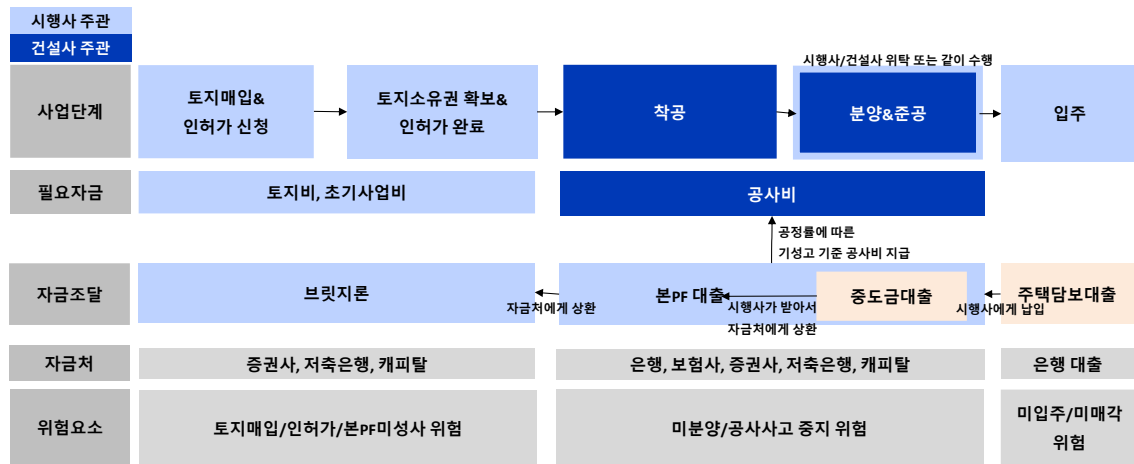


자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

2023년에는 주택 시장은 악화세는 진정되며 안정세에 진입했다. 기준금리는 2023년 1월 3.5%에서 유지되었다. 공사비지수는 2023년 평균 YoY 3% 상승하며 전년 한 해 평균 YoY 11.2% 대비 크게 낮아지며 상승폭은 낮아졌다. 그리고 미분양은 2023년 2월 기준 전국 미분양 물량은 75,438호로 2013년 이후 최고치를 기록하고 보합세를 유지했다. 이후 안정화된 주택환경에서 착공을 시작한 현장들은 정상적으로 공사를 진행했고 일부 주요 지역 위주로 분양도 정상적으로 진행됐다. 이런 안정된 공사비와 낮아지는 금리환경으로 개선된 자금조달 여건 그리고 회복된 분양 심리를 바탕으로 건설사는 시행사로부터의 분양대금 회수도 안정적인 흐름을 되찾았다.

건설사의 영업활동현금흐름은 2024년 4분기 기준으로 흑자 전환된 것으로 추정한다. 이는 2023년 이후 착공된 물량 비중은 점차 증가하고 있으며 이러한 안정적인 환경이 지속되며 매출과 수익성 모두 본격적인 회복 사이클에 진입하고 있다고 예상한다. 그리고 이런 주택 시장 환경이 지속된다면 2026년에는 전국의 미분양도 축소되며 전국의 분양수요와 함께 분양물량도 증가하며 건설사의 성장세는 지속될 수 있을 것으로 예상한다.

[도표 31] 부동산 개발 PF 구조와 주관사



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 32] 한국은행 기준금리 추이



자료: ECOS, 교보증권 리서치센터

[도표 33] 건설공사비 지수 추이



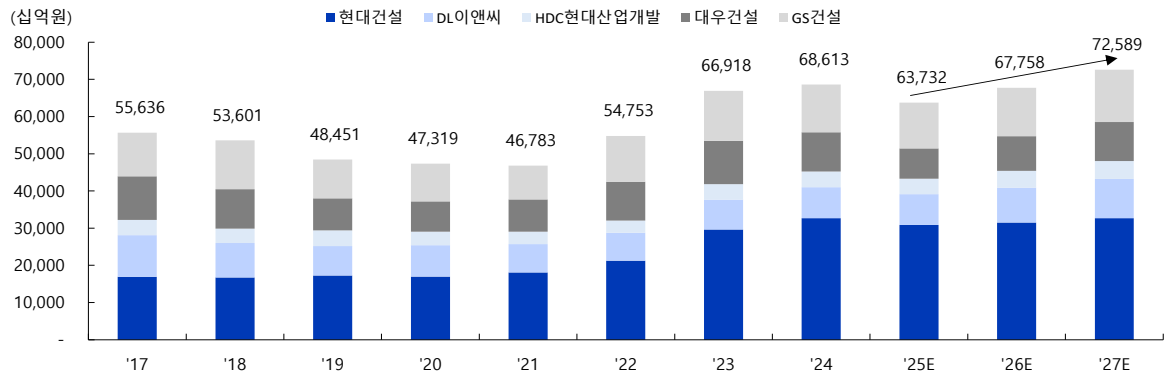
자료: 한국건설기술연구원, 교보증권 리서치센터

2) 주택공사 매출총액으로 보는 매출의 성장세

2025년부터 건설사들 매출은 저점을 통과하며 지속 성장할 수 있을 것으로 예상된다. 연간 주택공사 매출 총액(=주택 건설 평당 공사비 X 전국 분양 세대수)을 통해 계산 연도의 약 2년 뒤의 건설사의 매출 흐름을 전망해볼 수 있다. 건설사들의 총합 매출은 2023년에 전년 대비 29% 감소하겠지만 2024년에는 25% 증가가 예상된다. 2025년은 분양물량이 감소되며 연간 주택공사 매출 총액이 5% 줄지만 대형건설사의 경우 점유율 확대를 통해 성장세가 지속될 수 있을 것을 기대한다. 이후 주택시장의 안정적이 유지되고 분양 물량이 확대된다면 매출 성장세는 지속될 수 있다.

건설사는 발주자인 시행사의 요청에 따라 공사비를 제시하고 수주경쟁에 참여한다. 선정된 업체는 시행사로부터 수주계약을 받고 도급계약을 체결한다. 이때 정해진 도급금액은 건설사의 매출로 인식된다. 이 구조를 바탕으로 건설사의 연간 주택공사 매출이라는 개념으로 건설사의 매출액 총합을 추정해볼 수 있다. 연간 주택공사 매출은 주택 건설에 필요한 평당공사비와 전국의 분양 세대 수를 곱해 추정해볼 수 있다. 공사비 단가는 사업장마다 다르고 시공속도에 따라 매출 인식 시점도 달라진다. 하지만 전체적인 평균치를 통해 일반적으로 약 2년 후부터 매출이 본격적으로 인식된다고 가정하면 전체적인 흐름은 추정이 가능하다. 2023년 기준 공사 매출 총액은 약 89조원으로 전년 대비 29% 감소했으나 2024년에는 전년 대비 25% 상승한 것으로 추정한다. 이에따라 공사가 진행되며 본격적으로 매출이 인식될 시점인 2025년에 건설사들의 총합 매출액은 감소하지만 2026년에는 반등하며 매출의 성장세를 기대할 수 있다.

[도표 34] 5개 대형 건설사(현대건설, DL이앤씨, HDC현대산업개발, 대우건설, GS건설)들의 매출액 총합 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 35] 전국과 서울의 연도별 주택 분양물량

(단위: 호)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
전국	219,510	226,838	172,670	262,669	262,623	283,956	336,697	517,598	457,805	324,940
서울	32,410	23,620	29,209	35,837	21,526	39,098	31,792	44,179	39,043	44,487
수도권/지방	187,100	203,218	143,461	226,832	241,097	244,858	304,905	473,419	418,762	280,453
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
전국	299,243	338,621	366,097	377,773	336,973	206,111	243,298	220,968	220,968	220,968
서울	25,181	28,710	42,911	10,274	27,356	23,224	29,488	27,672	30,000	35,000
수도권/지방	274,062	309,911	323,186	367,499	309,617	182,887	213,810	193,296	190,968	185,968
전국 YoY		13%	8%	3%	-11%	-39%	18%	-9%	0%	0%

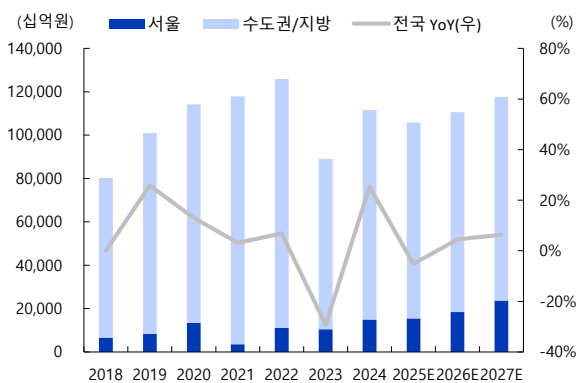
자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

다만 2025년에는 전국의 분양물량이 다시한번 하락하며 2027년에 인식될 주택 공사 매출총액(평당공사비 X 전국 분양물량)은 전년대비 5% 감소하며 매출 상승세에 영향을 줄 수 있다. 하지만 대형건설사의 점유율 확대가 지속되며 이를 일부 상쇄할 수 있을 것을 기대한다. 그리고 2026년 이후에는 주택시장의 회복되고 미분양이 해소되며 새로운 정부의 물량 공급이 진행될 것을 기대한다. 특히 LH 발주 물량은 공정 진행속도가 상대적으로 빨라 매출인식이 앞당겨질 수 있어 2026년 이후 매출 성장세에 긍정적으로 작용할 수 있다.

분양 물량은 코로나 기간 주택 수요가 급증하며 2021년 37.7만 세대로 2016년 45.7만 이후로 두 번째로 높은 수준을 달성했다. 이후 수요 축소와 함께 2023년부터는 조정 국면에 접어들었다. 2021년 37.7만, 2022년 33.7만 세대 수준에서 급감하며 2023년 20.6만 세대로 전년대비 39% 감소했다. 그리고 2024년은 24.3만 세대로 전년 대비 18% 증가했으나 2025년 22.1만 세대로 전년 대비 9% 감소할 것으로 예상된다. 2026년 이후에는 안정적인 주택 시장이 지속되며 미분양이 해소될 수 있기에 추가적인 축소 가능성은 제한적일 것으로 예상된다.

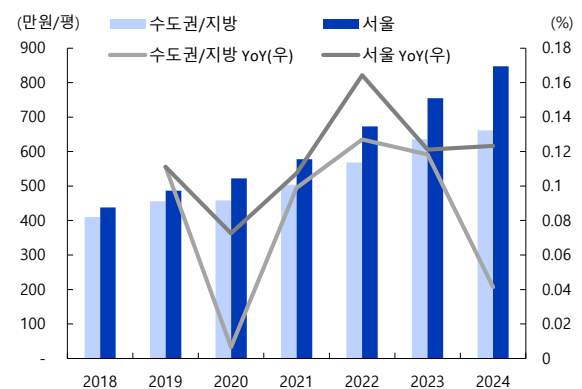
주택 건설 시 평당 공사비는 2021년부터 빠르게 상승하며 공사 매출 총액 확대에 긍정적인 영향을 미쳤다. 2023년 기준 재건축 재개발 평당 공사비는 수도권 및 지방 635만 원, 서울 755만 원으로 각각 전년 대비 12.7%, 16.4% 올랐다. 2024년에는 수도권 및 지방 662만 원, 서울 848만 원으로 상승률은 각각 4.1%, 12.3%를 기록했다. 이는 재건축 재개발 공사비 기준이지만 일반 신규주택 공사비도 비슷한 추세로 상승했을 것을 예상한다. 이처럼 평당 공사비가 높아진 만큼 향후 인식될 주택공사 매출총액에 기여할 상승세도 크며 매출의 확대에 기여할 수 있을 것으로 기대한다.

[도표 36] 지역별 주택 공사 매출 총액과 전국 YoY 추이



자료: REPS114, 주거환경연구원, 교보증권 리서치센터

[도표 37] 재건축/재개발 주택 건설시 평당 공사비 추이



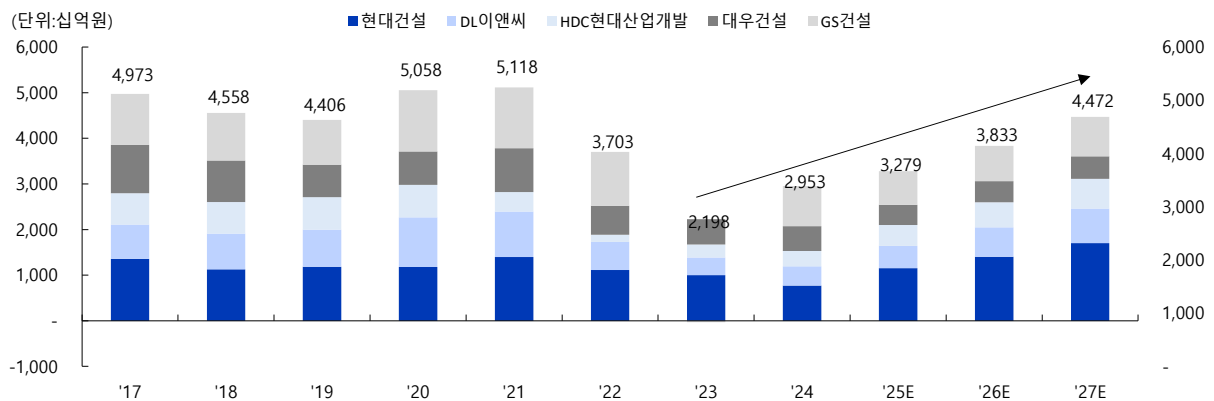
자료: 주거환경연구원, 교보증권 리서치센터

3) 저마진 사업장의 해소는 본격적으로 시작되며 수익성 확대

대형건설사 위주로 2025년에는 저마진 사업장 축소가 본격적으로 이루어지며 수익성 확대를 기대한다. 2023년까지 미분양으로 인한 공사비 회수가 모두 이루어지지 않으며 매출총이익은 훼손되었다. 하지만 주택시장의 점진적 개선으로 매출총이익을 지속 회복하고 있다. 2023년의 안정기 이후의 사업장들 이익이 점진적으로 정상 반영되기 시작한다. 그리고 2021~2022년의 저마진 사업장들이 준공되면서 본격적인 믹스개선이 이루어 질 것으로 예상된다.

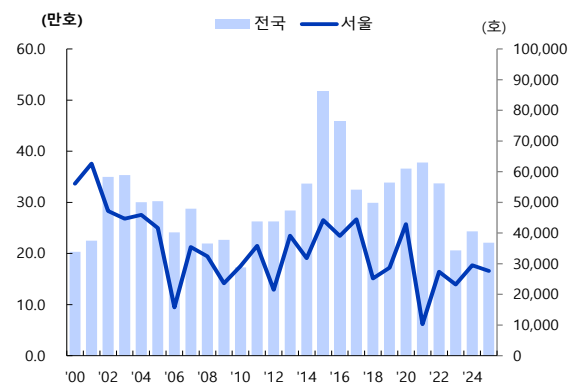
2021년과 2022년 착공한 시기 사업장들은 당시 급격한 공사비 상승으로 마진이 훼손된 사례가 많았다. 당시 건설공사비지수는 2021년 11.5%, 2022년 11.2% 상승했다. 이는 2016년부터 2020년까지의 건설공사비지수의 평균인 3.3%를 크게 상회하는 수준이다. 건설사들은 수주 시점에 예측한 공사비를 기준으로 도급계약을 체결하지만 실제 시공 과정에서 원가가 예상보다 더 빠르게 증가했다. 이로 인해 당초 계획했던 마진을 확보하지 못한 채 공사를 진행해야 했고 수익성 악화로 이어졌다. 또한 2023년 분양 물량이 급감하면서 매출과 마진에도 영향을 주었다.

[도표 38] 5개 대형 건설사(현대건설, DL이앤씨, HDC현대산업개발, 대우건설, GS건설)들의 매출총이익 총합 추이



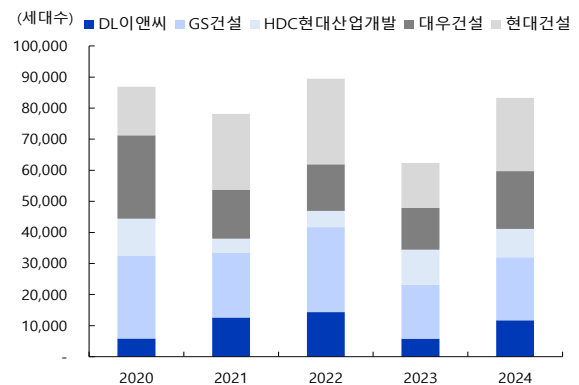
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 39] 전국과 서울 분양 물량 추이



자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 건설사별 연간 분양 물량 추이

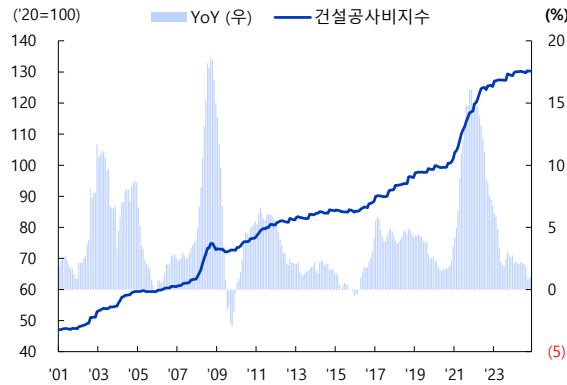


자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

2023년 이후 건설공사비지수의 상승세는 완연하게 둔화되고 있다. 평균 상승률은 2023년 3.3%, 2024년 1.7%, 2025년YTD(5월기준) 0.9% 수준으로, 2021~2022년의 두 자릿수 상승세에 비해 매우 안정된 흐름을 보이고 있다. 공사비가 안정되면서 시공사들은 수주 시점에 보다 수월하게 공사비를 산정할 수 있게 되었다. 그리고 착공부터 준공까지 발생하는 원가 차이도 예측 가능한 수준으로 통제되고 있다. 2023년부터 착공된 사업장들은 이런 환경에서 운영되기 때문에 과거 대비 안정적인 마진 확보가 가능할 것으로 판단한다.

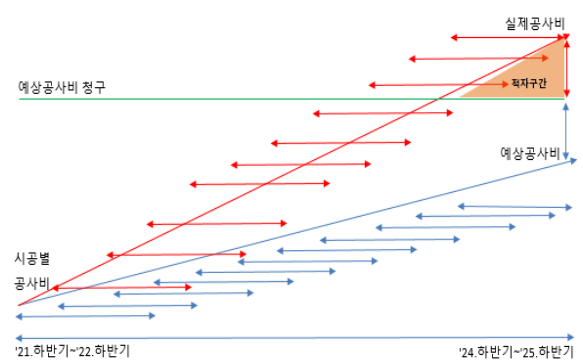
건설공사비지수의 완만세는 중요하며 수익성 확보에 영향을 미친다. 공사비지수가 완만한 형태로 상승하면 건설사들은 안정적으로 사업 운영을 진행할 수 있다. 수주당시 건설사들은 해당 아파트 사업장에 들어갈 예상하는 공사비를 측정하고 도급금액으로 이를 시행사에게 받는다고 계약을 한다. 이는 건설사의 수주금액으로 들어가게 된다. 이때 건설사들이 착공하고 준공 될 때 까지의 공사원가가 통제가 중요하다. 기존의 도급비용보다 원가를 덜 써야 사업이익이 더 나오고, 원가를 보다 더 쓰면 도급금액 즉 매출보다 원가비용이 더 나오기 때문이다.

[도표 41] 건설공사비 지수 추이



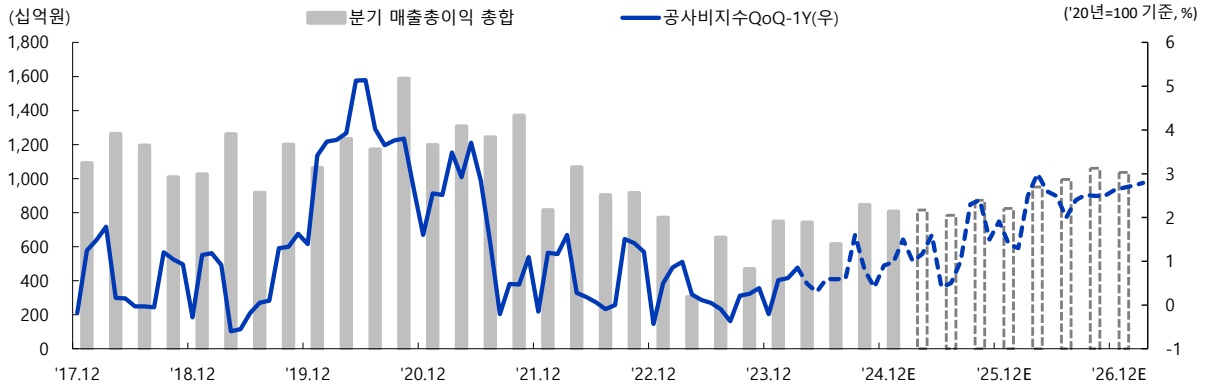
자료: 한국건설기술연구원, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 건설사 예상청구비 VS 실제공사비



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 43] 5개 대형건설사(현대건설, DL이앤씨, HDC현대산업개발, 대우건설, GS건설)의 분기 매출총이익과 공사비지수 QoQ-1Y 추이



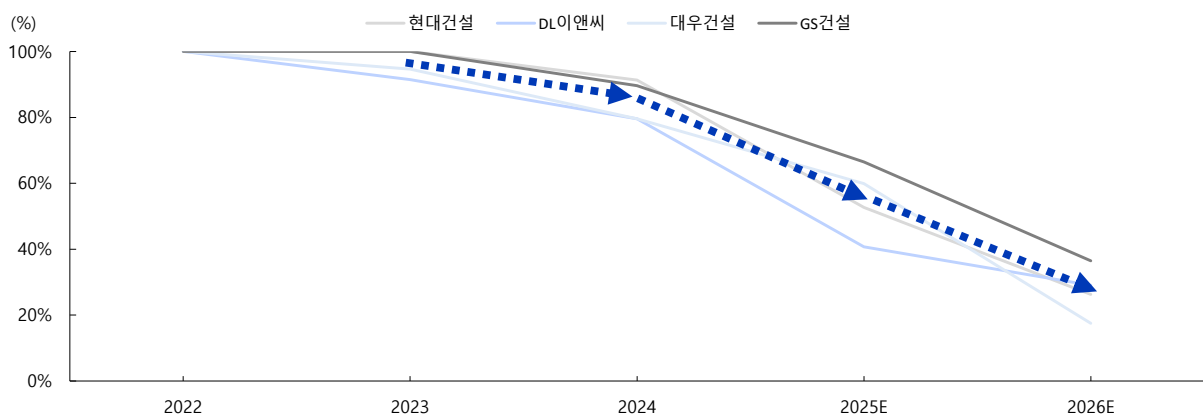
자료: 한국건설기술연구원, 교보증권 리서치센터

공사비를 철저히 계산해서 예상하고 도급체결을 해도 공사비가 더 나와 마진을 훼손할 수가 있다. 아파트를 지을 때 여러 순서가 있는데 해당 공사에 대한 인력은 도급계약 체결 당시 계약하는게 아니라 해당 공사가 시작하기 전에 계약한다. 시공은 기초부터 골조, 마감, 외장으로 순차적으로 진행된다. 모든 공정이 동시에 집행되지 않고 착공부터 준공까지는 2~4년으로 길게 진행된다. 따라서 공사가 진행 중일 때 자재비나 노무비가 예상치 못하게 크게 상승하면 원가가 초과되는 일이 발생한다. 이로 인해 공사비가 빠르게 오르던 2021~2022년에는 공정에 투입된 비용이 수주 당시 예산을 초과하면서 당초 예상했던 마진이 급격히 훼손되었다. 이는 일시적 변수 때문이 아니라 오랜 기간 걸리면 공정 기간과 예산측정으로 인한 산업 구조적 특성 영향이다.

2022년 이전에 착공된 현장들은 2024년부터 마진이 훼손되어버린 저마진 사업장이다. 공기 3~4년 정도로 보았을 때 2024년 부터 준공되며 사업장 비중은 축소되기 시작했다. 저마진 사업장 비중은 대형건설사(HDC현대산업개발은 자체 주택사업 특성으로 제외) 평균 기준으로 2023년에는 97%에서 2024년 95%, 2025년 55%, 2026년에는 26%까지 감소할 것으로 추정한다. 이에 따라 대형건설사들의 이익률은 가시적인 개선세를 기대한다.

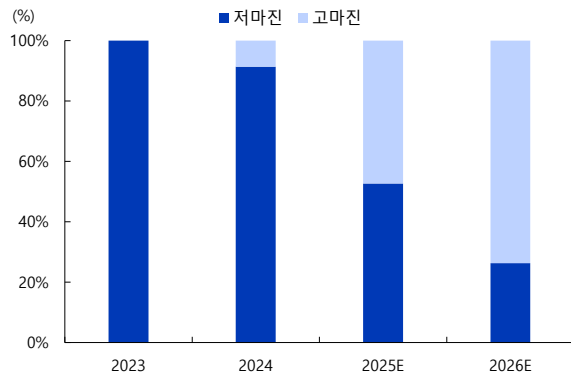
개별 기업 중에서는 DL이앤씨의 수익성 개선 속도가 가장 빠를 것으로 예상된다. DL이앤씨의 2025년, 2026년 예상하는 저마진 사업장 비중은 각각 41%, 29%를 예상한다. 그리고 현대건설의 수익성 개선이 기대된다. 현대건설 2025년, 2026년 예상하는 저마진 사업장 비중은 각각 53%, 26%를 예상한다. 대우건설 2025년, 2026년 예상하는 저마진 사업장 비중은 각각 60%, 17%를 예상한다. 그리고 GS건설 2025년, 2026년 예상하는 저마진 사업장 비중은 각각 66%, 37%를 예상한다.

[도표 44] 대형건설사들(현대건설, DL 이앤씨, 대우건설, GS 건설)의 저마진 사업장 비중 추이



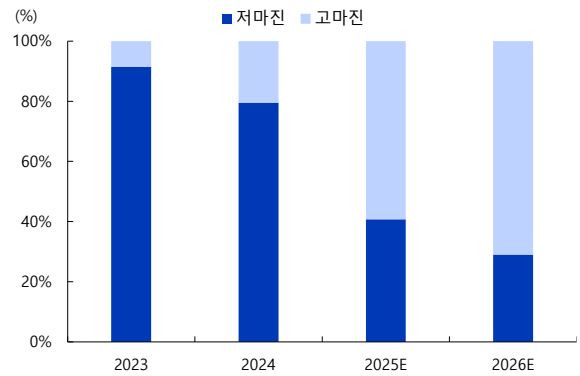
자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 45] 현대건설 고마진, 저마진 주택 입주 물량 비중 추이



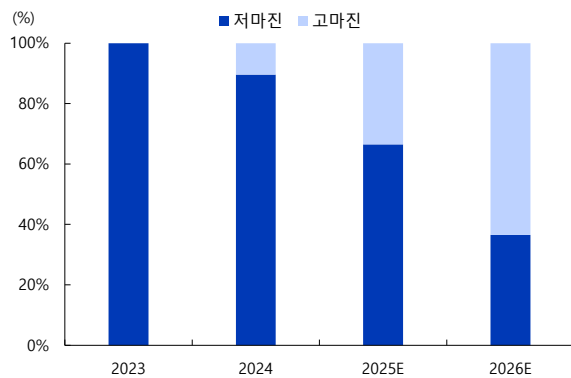
자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 46] DL 이앤씨 고마진, 저마진 주택 입주 물량 비중 추이



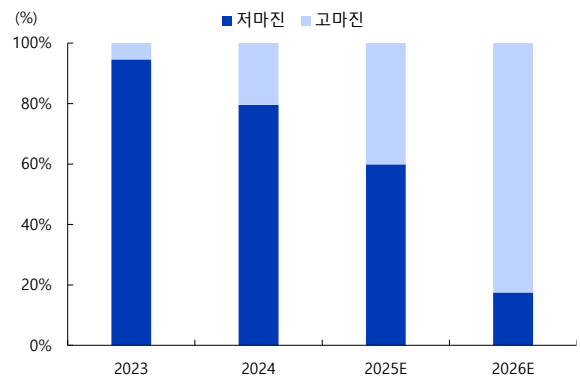
자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 47] GS건설 고마진, 저마진 주택 입주 물량 비중 추이



자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 48] 대우건설 고마진, 저마진 주택 입주 물량 비중 추이



자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 49] DL 이앤씨 연도별 분양물량과 입주물량

단위 : 세대수

DL이앤씨	입주물량	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
분양물량			4,468	13,382	11,949	4,609	10,179	3,363	3,748
2020			3,203	2,667					
2021			934	9,572	2,152				
2022			331		7,353	1,878	2,955	1,878	
2023				1,143	3,020	350	1,271		
2024					1,302	2,059	4,927	1,485	1,985
2025						322	1,026		1,763

자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 50] 현대건설 연도별 분양물량과 입주물량

단위 : 세대수

현대건설	입주물량	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
분양물량			1,571	12,049	38,099	20,023	17,884	15,870	3,726
2020			428	10,136	5,086				
2021				1,378	20,348	2,676			
2022			1,143	535	9,360	7,867	4,701	1,850	
2023					2,942	2,573	8,084	851	
2024					363	1,338	6,163	12,010	3,726
2025						325	2,083	1,159	

자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 51] 대우건설 연도별 분양물량과 입주물량

단위 : 세대수

대우건설	입주물량	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
분양물량		679	6,898	25,811	22,514	10,547	7,614	10,363	9,196
2020		679	5,153	19,982	1,012				
2021			1,745	4,445	9,550				
2022					7,352	6,318	1,332		
2023				1,384	3,960	1,721	3,846	2,559	
2024					640	2,508	1,896	7,804	5,737
2025							540		3,459

자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 52] GS건설 연도별 분양물량과 입주물량

단위 : 세대수

GS건설	입주물량	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
분양물량		959	4,385	26,105	21,344	27,900	15,490	14,628	2,412
2020			4,385	21,378	822				
2021		959		3,390	15,089	1,431			
2022				1,337	3,216	17,115	5,655		
2023					1,297	6,047	8,291	1,670	
2024					920	3,307	1,544	12,958	1,533
2025									879

자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

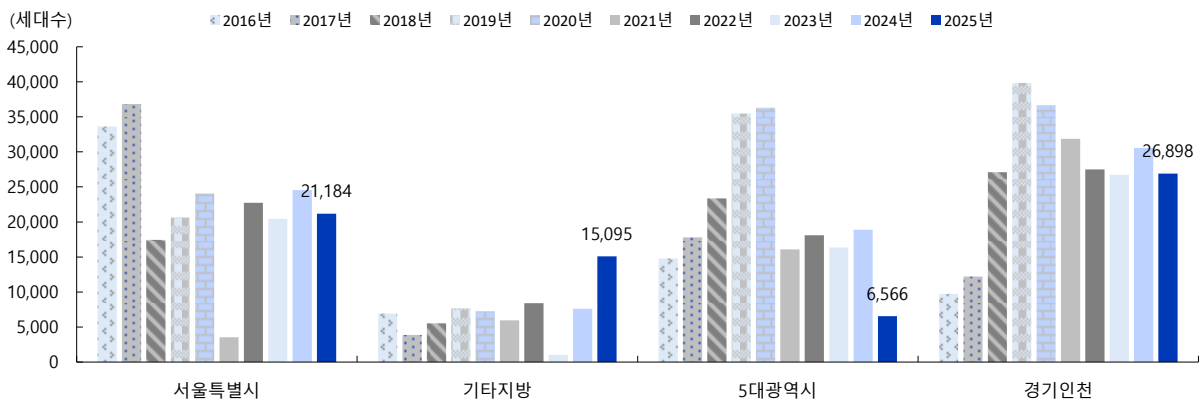
3. 사업성이 높은 도시정비사업은 대형사의 성장기반

1) 사업성이 중요한 도시정비 사업은 대형사에게 유리한 시장

대형건설사는 도시정비사업에서 중소형사 대비 우위를 갖고 있다. 서울과 경기인천에서 많은 도시정비물량이 있다. 그 중 대형사는 연간 입주물량 비중, 2025년 예정 분양 세대에서의 비중, 청약 경쟁률 상위 30개 사업장 내에서의 비중 모두 상당부분의 점유율을 갖고 있다. 그리고 대형건설사는 지속적으로 높은 사업성을 만들 수 있고 시장의 고급화 선호 현상은 지속될 것을 예상한다. 이에 도시정비사업에서 대형건설사의 우위는 지속되며 실적에 기여할 것이다.

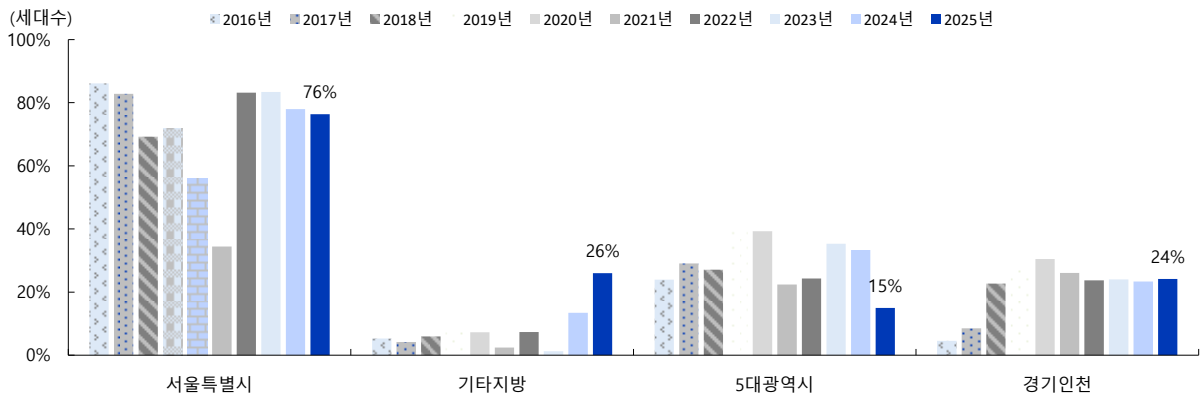
전국에서 도시정비 분양 물량은 서울과 경기인천에서 가장 많은 물량을 갖고 있다. 2025년 예상하는 도시정비 분양 물량은 서울에서 21,184세대, 경기인천 26,898세대, 기타지방 15,095세대, 5대광역시 6,566세대이다. 그 중 서울은 도시정비사업이 차지하는 비중이 76%로 가장 높다.

[도표 53] 지역별 연간 도시정비 분양 물량



자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 지역별 분양 물량에서 도시정비사업이 차지하는 비중



자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

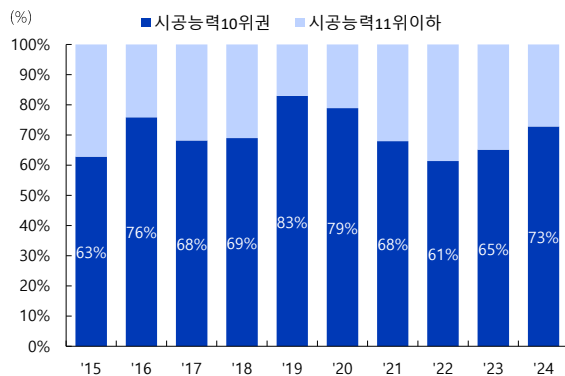
대형건설사들은 전국적으로 상당부분의 점유율을 차지하고 있는데 그 중 서울과 경기인천이 가장 높다. 대형건설사들이 도시정비사업에서 우위를 차지하고 있는 것을 알수 있다.

대형 건설사들의 서울 입주 물량 비중은 2022년부터 다시 반등했다. 시공능력평가 10위권 기업은 서울 기준 61%에서 2023년 65%, 2024년 73%로 과거 수준을 회복하고 있다. 2025년 서울 분양은 97%로 대부분을 차지한다. 경기인천과 5대 광역시에서도 각각 58%와 60%로 절반 이상을 차지한다.

그리고 청약 경쟁률 TOP 30위 사업장에서 대형사들은 높은 비중을 차지한다. 2023년부터 2024년까지 진행된 청약 사업장에서 시평 상위 10 기업은 서울에 82%, 경기인천 44%, 5대광역시 67%, 기타지방 62%를 차지한다. 이런 분양 수요자들의 대형건설사의 선호도는 신규수주에 긍정적인 영향을 미친다.

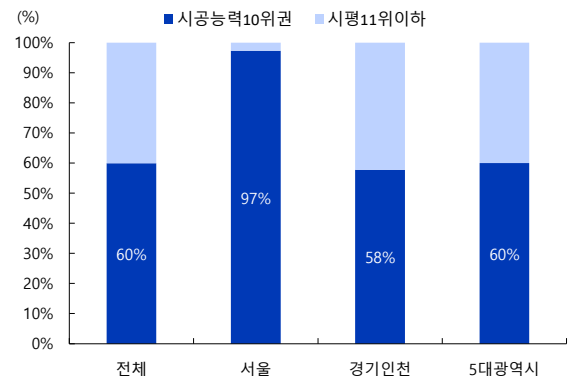
*시평 상위 10위 건설사의 청약 경쟁률과 사업장은 첨부 내용 참고(p37~38)

[도표 55] 시평 10위권 건설사가 차지하는 입주 물량 비중(서울)



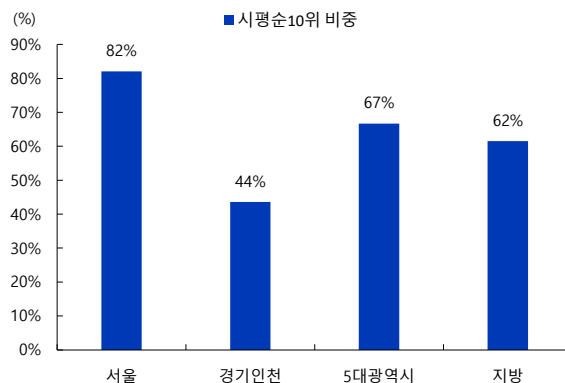
자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 56] 2025년 분양 예정 세대 중 시평 10위권 건설사 지역별 비중



자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 57] 청약 경쟁률 상위 30개 분양 사업장 내 시평 상위 10개사 점유율(2023~2024년)(전국)



자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 58] 2024년 기준 시공능력 평가순위와 평가액

시공능력 평가순위	건설사	평가액
1위	삼성물산	318,536
2위	현대건설	179,436
3위	대우건설	117,087
4위	현대엔지니어링	99,809
5위	DL이앤씨	94,921
6위	GS건설	91,556
7위	포스코이앤씨	91,125
8위	롯데건설	64,699
9위	에스케이에코플랜트	53,711
10위	HDC현대산업개발	51,272

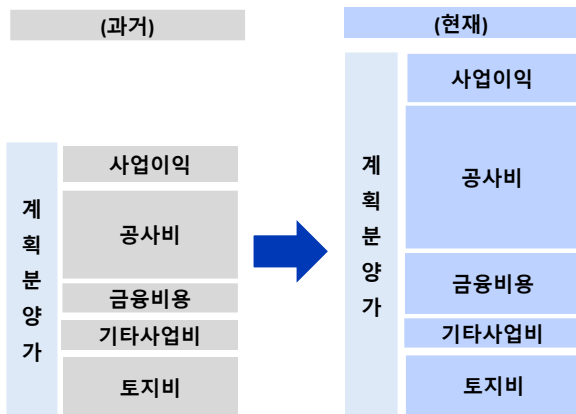
자료: 한국토지주택공사, 교보증권 리서치센터

보다 높은 사업성 창출과 시장에서의 고급화 선호로 이런 대형건설사 우위현상은 지속될 것으로 예상된다. 공사비원가는 구조상 하락할 수 없고 공급축소와 함께 수분양자들은 주택에 대한 더 높은 가치와 사업성에 대한 수요가 높아졌고 이를 위해 고급화는 피할 수 없기 때문이다.

건설사의 공사비 원가구성을 보면 다시 크게 하락하기 제한적인 구조 특성을 갖고 있다. 건축 공종 기준으로 2023년 기준 재료비 24.72%, 노무비 6.23%, 외주비 58.57%, 현장경비 10.48%이다. 건설현장에서의 숙련공 수급이 부족하여 올라간 인건비는 다시 하락하기 어려운 구조다.

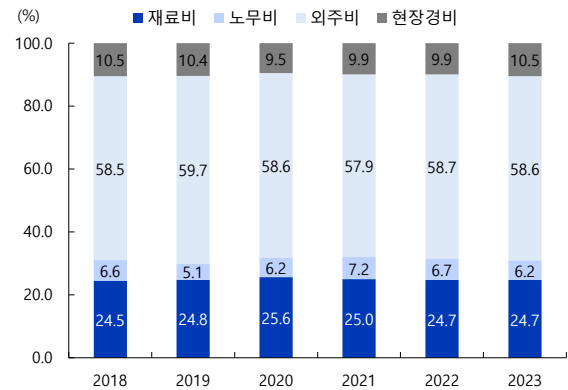
2023년 이후 건설공사비지수의 상승세는 완연하게 둔화되고 있다. 평균 상승률은 2023년 3.3%, 2024년 1.7%, 2025년YTD(5월기준) 0.9% 수준으로, 2021~2022년의 두 자릿수 상승세에 비해 매우 안정된 흐름을 보이고 있다. 공사비가 안정되면서 시공사들은 수주 시점에 보다 수월하게 공사비를 산정할 수 있게 되었다. 따라서 도시정비사업과 함께 고급화로 건설사들의 수주가 이어지면서 성장세에 긍정적인 것이다.

[도표 59] 건설사의 주택 개발 사업 수지 구조



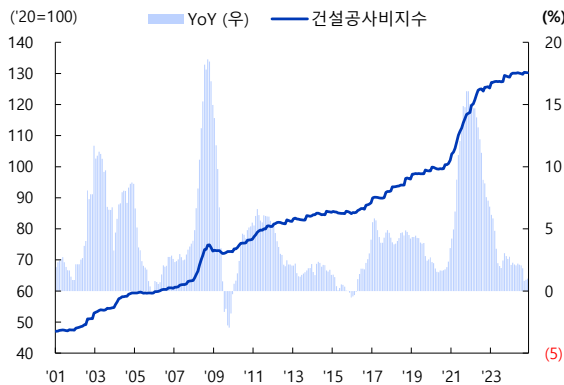
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 60] 건설사 하도급 공사 원가구성



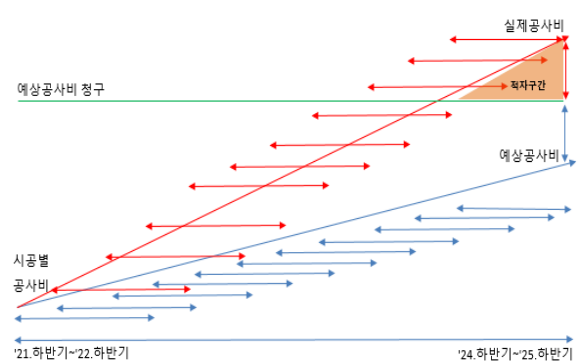
자료: 대한건설정책연구원, 교보증권 리서치센터

[도표 61] 건설공사비 지수 추이



자료: 한국건설기술연구원, 교보증권 리서치센터

[도표 62] 건설사 예상청구비 VS 실제공사비



자료: 교보증권 리서치센터

시장은 보다 더 높은 사업성 창출을 위해 고급화를 요구하고 건설사들은 이에 대응하고 있다. 건설사들은 경쟁적으로 하이엔드 브랜드를 출시했고, 소비자들은 고급화 요청하며 사업장들은 경쟁적으로 더 비싼, 더 좋은 품질의, 더 차별화 된 특색을 갖추기 위해 노력했다. 이는 자연스럽게 더 비싼 자재, 더 어려운 기술력 등으로 공사비가 상승하며 분양가의 상승을 만들었고 대형건설사들의 수주에도 긍정적인 영향을 미쳤다고 판단한다.

건설사들은 하이엔드 브랜드를 출시해왔다. 시공능력평가 상위 10위 중 대부분 자이를 제외한 모든 건설사는 하이엔드 브랜드/시리즈를 출시하며 프리미엄 아파트와 일반 브랜드의 분류로 시장에 대응하고 있다. 삼성물산 ONE 시리즈(2023), 현대건설 디에이치(2015년 출시), 대우건설 써밋(2014년 출시), DL이앤씨 아크로(2013년 출시), 포스코 이앤씨 오티에르(2022년 출시), 롯데건설 르엘(2019년 출시), SK에코플랜트 드파인(2022년 출시), 호반건설 호반써밋(2019년 출시). 그리고 많은 재건축/재개발 사업장은 조합원의 요청으로 시공하는 브랜드를 일반 브랜드에서 하이엔드 브랜드로 수정 요청하는 사례들도 상당수를 차지한다.

[도표 63] 시공능력 평가 순위와 건설사별 아파트 브랜드 및 커뮤니티 브랜드

시공능력 평가순위	건설사	일반 브랜드	하이엔드 브랜드	커뮤니티 브랜드
1위	삼성물산	래미안	(One시리즈)	클럽 래미안
2위	현대건설	힐스테이트	디에이치	클럽힐스
3위	대우건설	푸르지오	써밋	그리너리 라운지
4위	현대엔지니어링	힐스테이트	-	클럽힐스
5위	DL이앤씨	자이	아크로	-
6위	GS건설	e편한세상	-	클럽 자이안
7위	포스코이앤씨	더샵	오티에르	샤피스퀘어
8위	롯데건설	롯데캐슬	르엘	캐슬리안 센터
9위	에스케이에코플랜트	SK뷰	드파인	-
10위	HDC현대산업개발	아이파크	-	아이파크 센터

자료: 국토교통부, 각사, 교보증권 리서치센터

[도표 64] 아파트 단지 최초 대규모 실내 아이스링크장



자료: 현대건설, 교보증권 리서치센터

[도표 65] 아파트 단지 최초 대규모 실내정원 특화 조경 설계

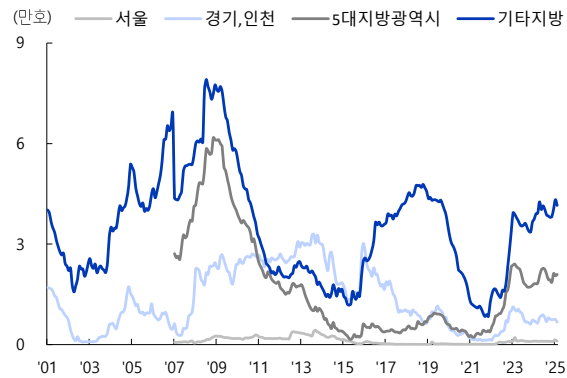


자료: DL이앤씨, 교보증권 리서치센터

도시정비사업은 높은 분양가로 소비자 부담과 적은 물량으로 인한 경쟁률 심화로 장기적으로 사업을 영위하기에는 제한적인 상황이다. 하지만 단기적(2027년까지는)으로는 도시정비사업을 통한 신규수주와 매출창출은 지속되며 실적에 기여할 수 있을 것으로 판단한다. 그리고 아직은 제한적인 환경이지만 민간도급 신규주택 시장은 2026년부터 점진적으로 완화효과가 나타날 것을 예상한다. 이에 신규 도급물량으로 중장기 매출은 성장동력이 생길 것으로 예상한다.

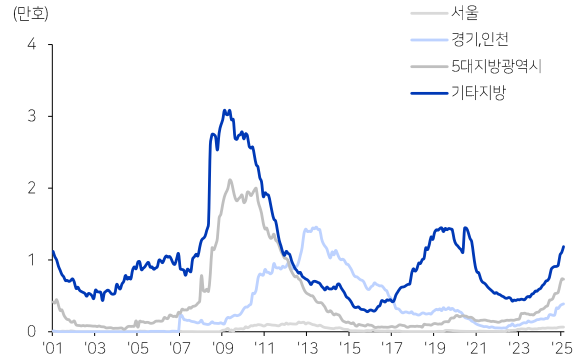
경기인천, 5대광역시와 기타지방을 위주로 미분양과 준공후 미분양 증가 물량이 아직 해소되지 않았다. 하지만 입주물량의 감소로 수급부담은 2026년부터 본격적으로 완화 효과가 나타날 것을 예상한다. 2023년 주택공급 입주 물량은 경기인천 15.7만, 5대 광역시 7.7만, 기타지방 9.5만에서 2025년은 경기인천 9만, 5대 광역시 4.5만, 기타지방 9.2만. 그리고 2026년은 경기인천 9.6만, 5대 광역시 4.4만, 기타지방 3.8만으로 감소될 전망이다. 그리고 신규 주택에 대한 초기분양률(준공후 3-6개월 차)도 전국적으로 4Q24로 다시 회복되었다. 수익권을 확보할 수 있는 분양률이 60% 두개 분기 지속되었기에 미분양의 상승세는 제한적일 것으로 예상한다.

[도표 66] 지역별 미분양 추이



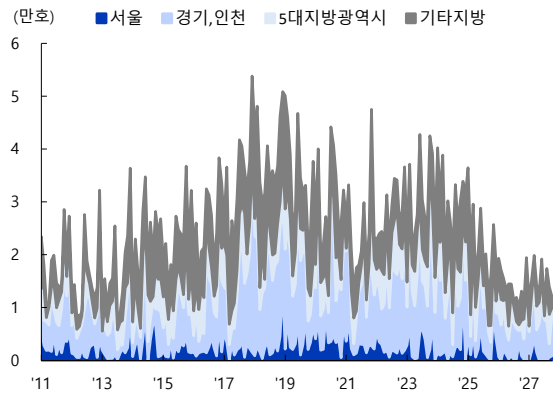
자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 67] 지역별 준공후 미분양 추이



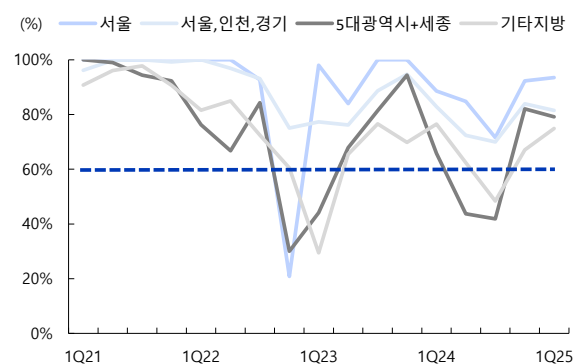
자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 68] 지역별 입주 물량 추이



자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 69] 지역별 초기분양률 추이



자료: 주택도시보증공사, 교보증권 리서치센터

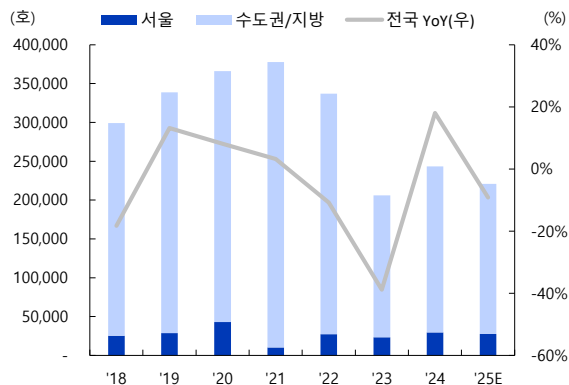
2) 도시정비사업은 단기와 중장기 성장의 기반

도시정비사업은 분양 물량이 축소된 시기에 대형건설사의 실적을 견인하는 핵심 사업으로 작용하고 있다. 높은 사업성, 대형사 브랜드 선호 등으로 인해 대형건설사 중심의 수주 집중 현상이 고착화되고 있다. 이로 인해 일반 분양이 부진한 시기에는 안정적인 실적 확보 기반 사업으로의 역할을 수행하고 있다. 정책 측면에서도 정권 교체에도 불구하고 공급 확대 기조와 재건축 규제 완화, 정비구역 확대 사업 절차 개선 등 정책 연속성이 유지되고 있다. 이에 따라 도시정비사업은 단기 실적 보안을 넘어 대형사의 중장기 성장기반의 토대가 될 수 있을 것을 기대한다.

도시정비사업은 대형건설사의 수주 및 매출에서 높은 비중을 차지한다고 추정한다. 전국 기준 관리처분인가를 받은 정비사업 물량은 약 46조원 규모로 추정된다. 시공능력평가 10위권 대형건설사의 2024년 추정되는 주택 총 매출에 약 60% 수준에 해당한다. 사업시행인가를 받고 진행 중인 물량은 약 68조원 규모로 동일 10개사의 2024년 주택 총 신규수주의 94% 수준이다. 물론 관리처분인가와 사업시행인가 이후 실제 매출 또는 수주로 인식되기까지는 1~2년가량의 진행기간이 소요되므로 해당 금액이 단기간 내 모두 한번에 반영되기는 제한적이다. 그럼에도 도시정비사업이 대형건설사의 수주와 매출 기반에서 차지하는 비중은 충분히 크며 도시정비사업의 중요성은 크다고 판단한다.

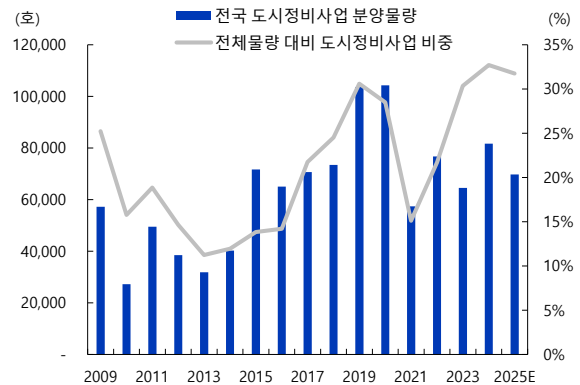
전국 분양 물량은 축소세를 보이고 있지만 도시정비사업 수주 규모는 분양 물량과 평당 공사비 상승에 힘입어 확대되고 있다. 전국 기준 주택 분양 물량은 2019년부터 2022년까지 연평균 35.5만 세대 수준에서 2023년 20.6만 세대로 42% 감소하며 급격한 조정을 겪었다. 2024년에는 일시적 반등이 있었지만 2025년에는 다시 22.1만 세대로 전년 대비 9% 하락할 것으로 예상된다. 반면 도시정비사업 중심의 분양은 반대 흐름을 보이고 있다. 2021년 5.7만호에서 저점을 기록한 후 2024년에는 8.2만호까지 증가하며 꾸준한 회복세를 보였다. 2025년 예상되는 도시정비사업 분양 물량도 약 7만호 수준으로 유지될 것으로 보이며 전국 분양 물량 중 차지하는 비중은 점차 확대되고 있다.

[도표 70] 전국의 분양 물량 추이



자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

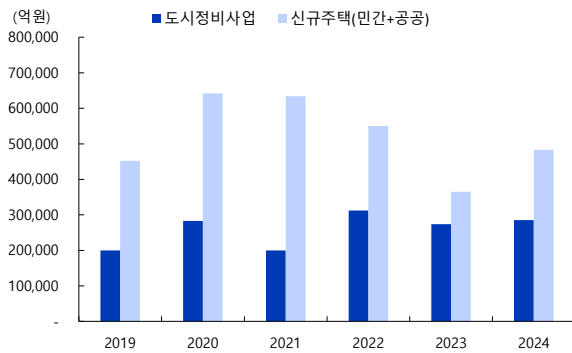
[도표 71] 전국 도시정비사업 분양물량 및 전체물량대비 비중



자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

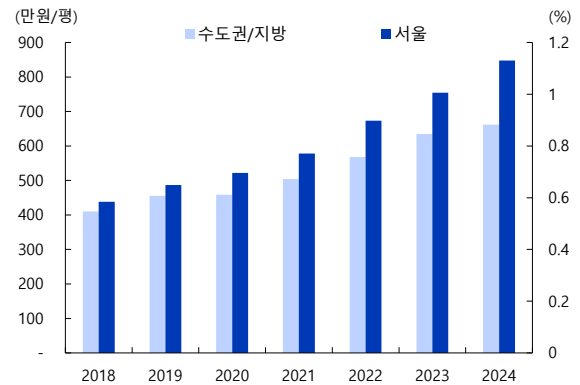
도시정비사업은 전체 주택 수주에서 차지하는 비중이 점차 확대되고 있다. 2020년 이후 신규주택 수주가 제한적인 성장세를 보이는 반면 도시정비사업은 물량확대와 공사비 상승에 힘입어 꾸준한 증가세를 기록해왔다. 2020년부터 2024년까지 도시정비사업의 연평균 수주 성장률은 12%로 같은 기간 신규주택 수주의 연평균 성장률 5%를 크게 상회한다. 이는 현재 전국의 분양 물량이 제한적인 상황에서 도시정비사업이 대형건설사의 주택 사업 내 수주 성장을 견인하는 핵심 사업인 것을 추정할 수 있다. 그리고 도시정비사업의 평당 공사비는 2018년 평당 438만원에서 2024년 평당 848만원으로 크게 상승했다. 주택의 고급화가 지속되며 공사비가 추가적으로 인상될 가능성도 있어 수주 규모 확대에도 긍정적인 영향을 줄 것을 기대한다. 이에 따라 향후 도시정비사업 물량의 확대가 지속될 것이 예상됨으로 도시정비사업이 수주에서 차지하는 비중은 지속 확대 될 전망이다.

[도표 72] 신규주택과 도시정비사업 신규수주 규모 추이



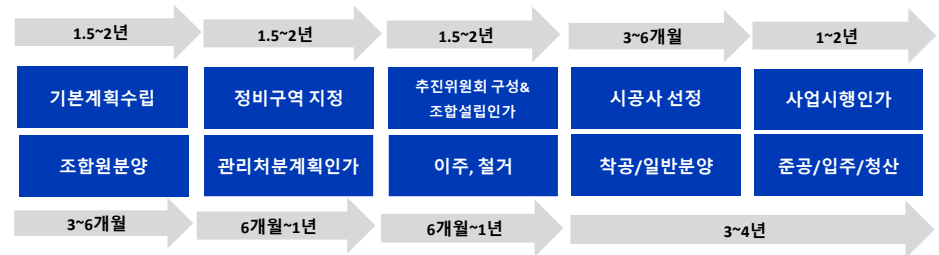
자료: 대한건설협회, 교보증권 리서치센터

[도표 73] 도시정비사업 평당 공사비 추이



자료: 주택환경연구원, 교보증권 리서치센터

[도표 74] 도시정비사업 순서와 소요기간



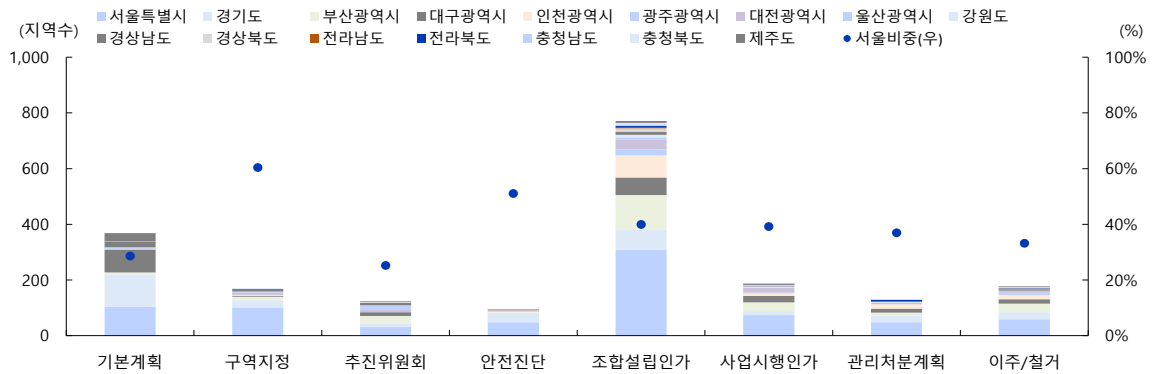
자료: LH, 교보증권 리서치센터

도시정비사업은 수주와 매출에 중요하며 높은 기여도를 차지하고 있다고 추정한다. 진행 단계별로 서울 지역이 차지하는 비중은 이주/철거 33%, 관리처분계획 37%, 사업시행인가 39%이다. 이 중 관리처분계획 단계 물량은 1~2년 이내로 착공 후 매출인식 가능성이 있으며 사업시행인가 물량은 1~2년 이내로 신규수주로 인식 가능성이 있을 것으로 예상한다.

현재 서울의 관리처분인가 물량은 37,466세대이다. 시공사들이 2년전에 수주하며 2023년의 공사비로 계약했다면 매출 인식 가능 금액은 약 17조원으로 추정한다. 그리고 전국에서 서울의 관리처분인가 비중은 37%으로 전국으로는 약 46조원으로 추정한다. 시공능력평가 10위권 대형건설사의 2024년 추정되는 주택 총 매출은 약 76조원이다. 따라서 전국의 도시정비사업 물량은 건설사들 주택 매출에 약 60% 수준으로 매출에 기여할 수 있어 중요성은 크다고 판단할 수 있다.

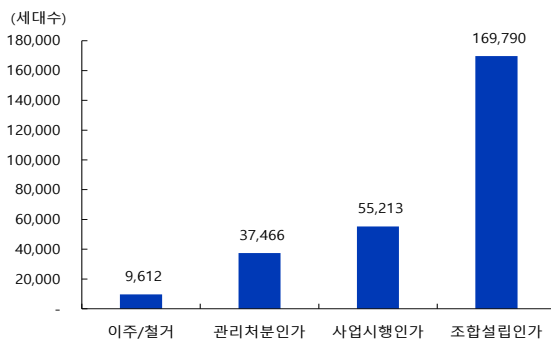
그리고 서울의 사업시행인가 물량은 52,213세대이다. 시공사들이 1년전에 수주하며 2024년의 공사비로 계약했다면 신규수주 인식 가능 금액은 약 26.6조원으로 추정한다. 그리고 전국에서 서울의 사업시행인가 비중은 39%으로 전국으로는 약 68조원으로 추정한다. 시공능력평가 10위권 대형건설사의 2024년 추정되는 주택 총 신규수주는 약 72조원이다. 따라서 전국의 도시정비사업 물량은 건설사들 신규수주에 약 94% 수준으로 수주에 기여할 수 있어 중요성은 크다고 판단할 수 있다. 그리고 조합설립인가 물량은 169,790세대로 소요기간이 있지만 추가적인 신규수주에도 긍정적이다.

[도표 75] 도시정비사업 지역별 사업단계 지역수와 사업단계별로 서울이 차지하는 비중



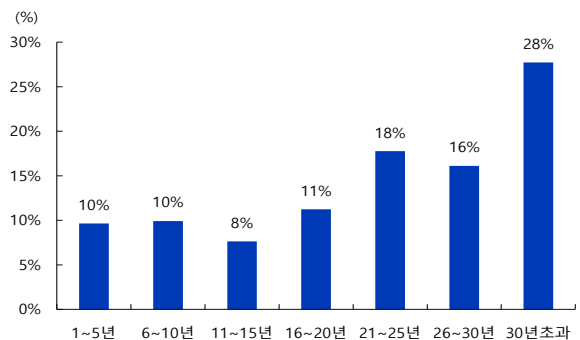
자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 76] 서울 도시정비사업 진행 단계별 총 세대수



자료: 서울열린데이터광장, 교보증권 리서치센터

[도표 77] 서울 아파트 연식 별 비중



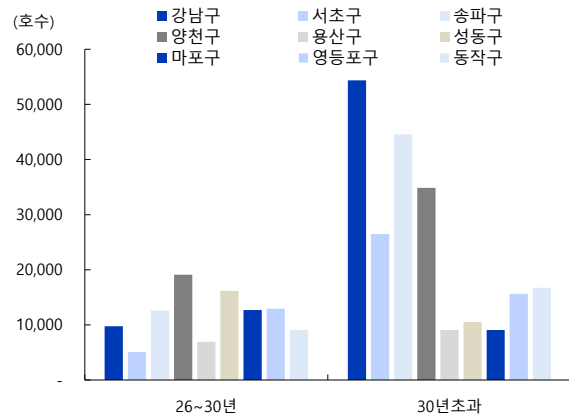
자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

향후 도시정비사업은 공급확대 측면에서도 대상이 될 수 있는 물량이 충분히 존재한다. 도시정비사업은 준공 후 30년 이상 경과한 노후 아파트를 중심으로 추진된다. 서울시 전체 190만 세대 중 약 28%에 해당하는 52.9만 세대가 준공 후 30년 이상 경과한 단지로 도시정비사업 자격에 충족한다. 그리고 준공 후 26~30년 아파트는 16% 수준인 30.7만 세대가 있어 중장기적으로도 충분하다.

정비사업이 활발히 진행 중인 서울 주요 권역을 기준으로 봐도 도시정비사업 가능 물량은 충분하다. 강남, 서초, 송파, 양천, 용산, 성동, 마포, 영등포, 동작 등 주요 도시정비지역에는 30년 이상 된 노후 아파트는 22.1만 세대이고 26~30년 된 아파트는 10.4만 세대가 분포해 있다. 이처럼 입지 경쟁력을 갖춘 지역 중심으로 대규모 노후 단지가 있다는 점은 도시정비사업 수요가 중장기적으로도 지속 가능할 수 있다는 것을 기대할 수 있다.

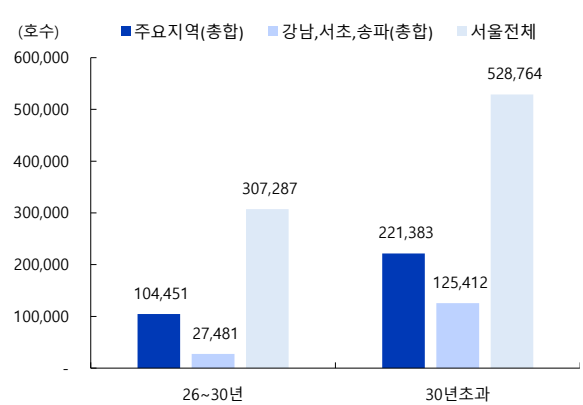
또한 제도적인 변화도 사업 추진 속도를 높일 수 있는 환경을 조성하고 있다. 2025년 6월부터 시행되는 '재건축 패스트트랙' 제도는 도시정비계획 수립부터 추진위원회, 조합신청, 조합 설립 등 초기 단계 절차를 안전진단과 동시에 진행할 수 있도록 해준다. 이에 따라 초기 단계 절차를 최대 5~6년 단축될 수 있다. 신규 도시정비사업의 착수 시점이 기존 대비 크게 앞당겨질 수 있고 시공사도 수주 시점이 빨라지며 중장기 수주도 긍정적인 효과를 기대할 수 있다.

[도표 78] 서울 주요 도시정비 지역의 준공 후 26~30 년과 30 년 초과 아파트 물량



자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 79] 주요 도시정비지역, 강남/서초/송파, 서울 전체의 준공 후 26년~30년과 30년 초과 아파트 물량



자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 80] 2025년 6월부터 진행되는 정비사업 패스트트랙



자료: 국토교통부, 교보증권 리서치센터

부동산 정책은 정부정책의 영향을 벗어나기는 어렵다. 전통적으로 민주당 진영에서의 부동산 정책 기조는 공급확대와 규제/세금의 강화였다. 하지만 차기정부는 과거의 전통적인 스탠스와는 거리가 있다. 차기정부의 부동산 정책은 공급확대와 규제/세금의 완화 기조로 이전 정부와 비슷하거나 규제에 제한적인 입장을 갖고 있다. 도시정비사업 관련해서는 1기 신도시 노후 기반시설 정비 활성화와 경기/인천 등 노후도시 정비 활성화를 언급한 바 있다. 그리고 재건축 초과이익 환수제는 정책 본부장은 일단 시행 후 재논의를 하겠다는 입장은 있었지만 제 21대 대선에서 당선된 이재명 대통령은 명확한 입장을 밝힌 바가 없다. 전반적으로 현상유지의 기조와 함께 도시정비사업에 대한 활성화 기조가 있어 도시정비사업에는 긍정적일 것으로 예상된다.

[도표 81] 이전정부와 현정부의 부동산 관련 정책

종류	이전 정부 주요 부동산 정책
전체적인 기조	공급확대, 규제/세금 완화
정비사업	준공 30년 이상 공동주택 정밀안전진단 면제
정비사업	도심 내 용적률 최대 500% 상향
정비사업	재건축 초과이익환수제 완화
세제	다주택자 양도소득세 중과 2년 유예
세제	주택 취득세 감면
세제	주택 공시가격 2020년 수준으로 환원
공급	270만호 주택 공급 계획

종류	이재명 대통령 부동산 정책
전체적인 기조	공급확대, 규제/세금 완화
정비사업	1기 신도시 노후 기반시설 정비 활성화
정비사업	경기/인천 등 노후 도시 정비 활성화
정비사업	서울 노후 도심 도시정비 진입장벽 낮춰 용적률 상향과 분담금 완화
세제	다주택자 양도소득세 완화
세제	종합부동산세 현상유지 또는 완화
공급	250만 호 주택 공급 계획

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 82] 21대 대통령선거 더불어민주당 대선공약집

- 초고가 아파트 가격상승 억제 중심에서 중산층·저소득층을 위한 주택공급 중심의 주거 정책에 집중
- 신축수요에 방해되는 고분양가 문제 해소 위한 방안 마련
 - 주택공급 신속인허가 제도 도입으로 인허가 기간을 단축하여 사업비를 절감하고 절감한 사업비를 분양가 인하로 유도
 - 도시분쟁조정위원회의 심사대상에 공사비분쟁 조정 포함 등 공사비 투명성 담보
- 공공성 강화의 원칙하에 재개발재건축 절차 및 용적률·건폐율 등 완화 추진
- 가계부채 총량의 안정적 관리 기조 확립
 - 부동산가격·금융시스템안정 정책이 서로 균형을 이루도록 관계기관회의 정례화

자료: 더불어민주당, 교보증권 리서치센터

4. 해외 수주는 변화에 적응하며 재정비 중

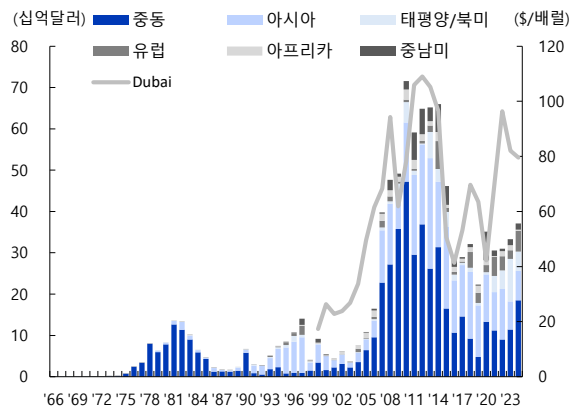
1) 국가의 다각화와 공종의 다각화

국내 건설사들의 해외수주는 더 이상 특정 산업이나 국가에 편중되지 않고 있다. 과거에는 중동 산유국 중심의 유가 연동형 플랜트 발주가 수주 실적의 핵심이었다면 최근에는 지역과 공종 전반에서 다변화가 이뤄지고 있다.

중동 국가들의 플랜트와 인프라 발주 환경은 과거에 유가 동향에 큰 영향을 받았다. 그러나 최근에는 유가와와의 상관관계가 약해지며 그 영향력이 점차 줄어들고 있다. 2020년 4월 코로나19로 인해 두바이유 가격은 배럴당 41달러까지 하락했으나 팬데믹 종료 이후인 2022년 6월에는 배럴당 113달러로 정점을 찍었다. 그럼에도 중동 프로젝트 발주는 과거와 같은 수준으로 회복되지 않았다. 이는 중동 각국이 유가에 의존하는 재정구조에서 벗어나기 위해 산업 및 에너지 구조를 다변화하고 있기 때문이다.

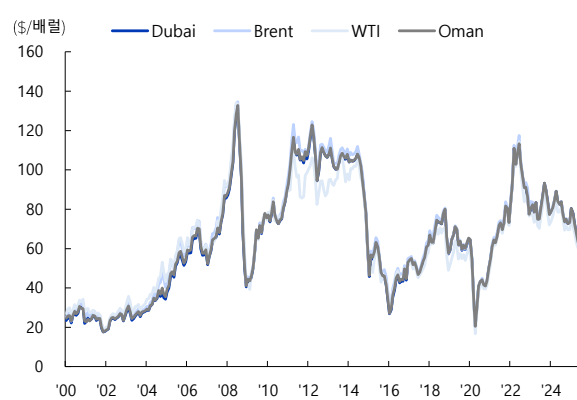
2025년 4월부터 시작된 산유국 증산 정책과 글로벌 경기둔화 우려 등으로 인해 유가는 다시 하향 안정세를 보이고 있어 해외수주 성과는 유가와와의 상관관계보다 개별 국가의 산업 전략과 글로벌 공급망 재편 대응 영향에 움직일 가능성이 있다고 예상한다. 이런 변화 속에서 건설사들은 해외수주를 단순한 유가 수혜 산업이 아닌 중장기적으로 지역과 공종의 다변화 신사업 진출 등을 통해 미래 성장의 먹거리를 만들고 있다.

[도표 83] 해외수주 금액과 두바이유 추이



자료: 해외건설협회, 페트로넷, 교보증권 리서치센터

[도표 84] 원유 가격 추이



자료: 페트로넷, 교보증권 리서치센터

중동의 비석유 산업 중심의 경제다변화는 탄소중립과 글로벌 에너지 공급의 변화의 일환이기도 하다. 글로벌 에너지 공급은 기존의 석유, 천연가스, 석탄 등 전통 에너지원 중심에서 재생에너지와 원전 등 신재생 에너지 체계로 확대 될 것을 예상한다. 이에 중동 주요국들도 에너지 믹스 다변화 전략을 추진하고 있다.

사우디아라비아는 '비전 2030'을 통해 천연가스 및 석유화학 중심의 산업구조를 개편을 추진 중이다. UAE는 '에너지 전략 2050'을 통해 2050년까지 클린에너지 44%, 가스 38%, 청정 석탄 12%, 원자력 6%의 에너지 구성 비율을 계획했다. 중동 국가들의 재정수지는 여전히 안정적인 흐름을 유지하고 있어 과거와 유사한 수준의 발주 여력이 지속될 것이다. 중국 건설사들의 중동과 아프리카 지역에서의 영향력 확대는 리스크로 작용 할 수 있으나 국내 업체들은 수주 공종 다변화와 수주 지역 다변화로 대응하고 있다.

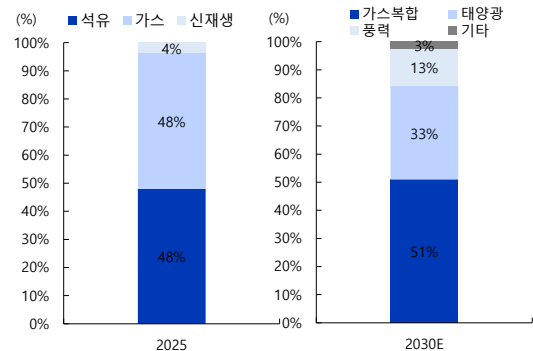
국내 건설사들은 가스처리/화학 등 비석유 공종 수주 계약에 집중하며 차세대 에너지시대에 맞추어 공종별 다변화를 진행하고 있다. 발전소 공종은 33%에서 23%로, 정유공정은 17%에서 7%로, 가스시설은 6%에서 4%로 비중은 축소되었다. 화학 공정은 13%에서 21%, 가스처리시설 9%에서 15%, 기타 분야는 22%에서 30%로 비중은 확대되었다.

[도표 85] 세계 총 에너지 공급 전망 전망

(%)	2020	2030E	2040E	2050E
석유	30	25	15	8
천연가스	23	24	14	11
석탄	26	13	6	3
재생에너지	12	31	55	67
바이오매스	4	-	-	-
원자력 발전	5	8	10	11
소계	100	100	100	100

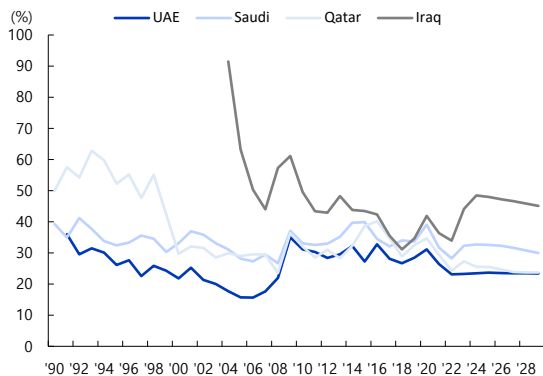
자료: IEA, 교보증권 리서치센터

[도표 86] 사우디의 2030년 에너지 믹스 계획



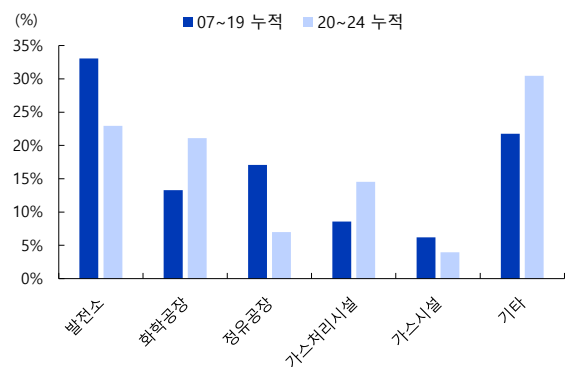
자료: ACWA Power, 언론기사, 교보증권 리서치센터

[도표 87] 중동국가들 GDP 대비 정부지출 재정수지



자료: CEIC, IMF, 교보증권 리서치센터

[도표 88] 누적계약액 기준 공종의 비중 변화

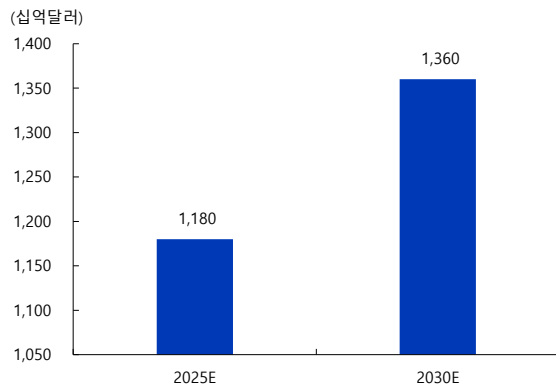


자료: 해외건설협회, 교보증권 리서치센터

국내 건설사들은 공중 다각화와 더불어 수주 지역의 다변화 전략을 진행하고 있다. 아시아/미주/유럽 등 비중등 지역에서도 수주 계약을 하며 지역별 다변화를 이루고 있다. 글로벌 다운스트림 시장 규모는 2025년 1,652조원에서 1,904조원 수준(1달러=1,400원 가정) 증가할 것이다. 그 중 아시아 태평양은 46%, 유럽 18%, 중동 14%, CIS 10%, 미주 8%, 아프리카 4% 수준이다. 중동 지역 외에도 다른 지역의 시장규모는 크기에 수주지역 다변화 전략은 긍정적인 것으로 판단한다.

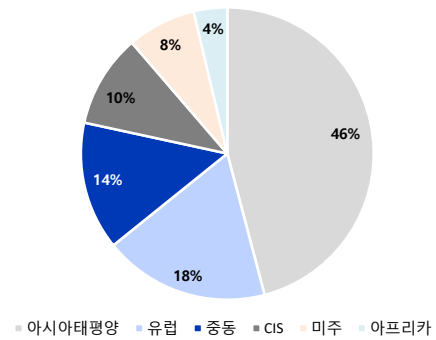
해외수주 누적계약 기준으로 2017년부터 2019년 까지의 지역별 비중과 2020년부터 2024년 까지의 지역별 비중을 비교하면 중동 지역 비중은 53%에서 39%로 감소했다. 반면 미대륙은 7%에서 19%로 크게 확대되었고, 유럽 및 중앙아시아도 10%에서 11%로 소폭 증가했다. 아시아 및 태평양 지역은 29% 수준을 유지하고 있으며 아프리카는 2% 수준으로 유지 중이다.

[도표 89] 다운스트림 시장 규모



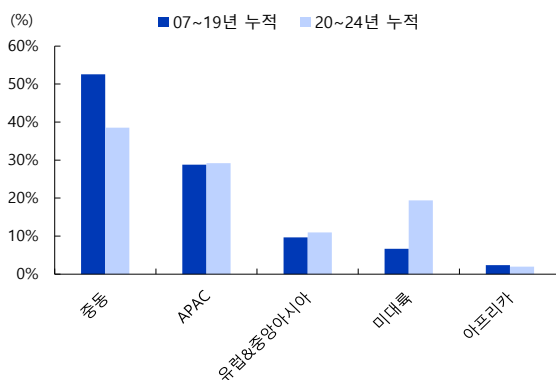
자료: Mordor, 교보증권 리서치센터

[도표 90] 다운스트림 국가별 CAPA



자료: Mordor, 교보증권 리서치센터

[도표 91] 누적계약액 기준 지역별 비중 변화



자료: 해외건설협회, 교보증권 리서치센터

[도표 92] 중동 국가 지도



자료: Britannica, 교보증권 리서치센터

건설사들의 수주 파이프라인은 국가와 공중 모두 다변화 되는 양상이다. 중동 외 지역인 투르크메니스탄, 카자흐스탄, 미국, 말레이시아, 나이지리아, 튀르키예, 루마니아, 불가리아, 슬로베니아, 체코, 핀란드 등에서의 수주 확대 가능성이 있다. 공중 측면에서도 기존의 석유, 가스 위주에서 벗어나 원자력, 수소, 암모니아 등 차세대 에너지 프로젝트 중심으로 수주 전략이 전환되고 있다.

[도표 93] 건설사별 플랜트 부문 수주 파이프라인

현대건설(별도)

국가	프로젝트 명	단계/예상 수주시기	수주규모(억 불)	수주규모(억 원)
이라크	해수처리시설	2Q25	35	49,000
파푸아뉴기니	파푸아뉴기니 LNG	2H25	12	16,800
국내	신안우이 해상풍력	2H25		
루마니아	체르나보다 원전1호기 설비공사	2024		
불가리아	코즐로두이 원전 7,8호기 설비공사	2025년말 본계약 예정		
슬로베니아	크르슈코2 신규 원전 설비공사	2025년 초 최종후보군 선정		
핀란드	Fortum 신규 원전 설비공사	2024년 4월 EWA 대상자 선정		
미국	펠리세이즈 SMR-300	2025년 연내 착공		
영국	GBN SMR	2025년 4월 최종입찰서 제출		

현대엔지니어링

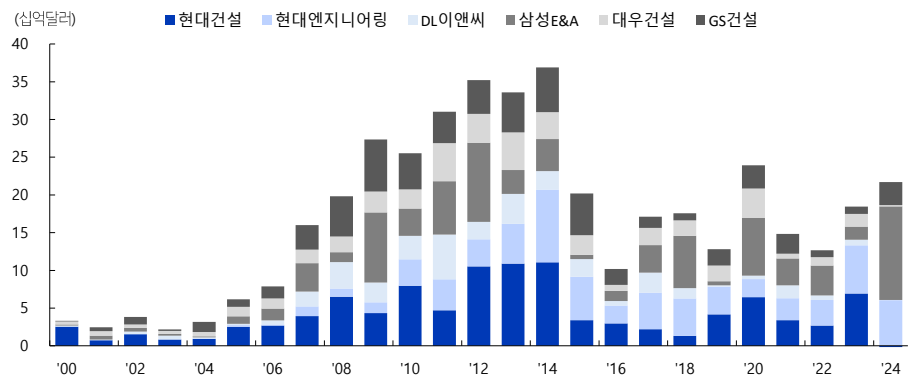
국가	프로젝트 명	예상 수주시기	수주규모(억 불)	수주규모(억 원)
투르크메니스탄	가스전 탈황	2025	21	30,000
카자흐스탄	카자흐스탄 가스	2025	13	18,000

DL이앤씨

국가	프로젝트 명	예상 수주시기	수주규모(억 불)	수주규모(억 원)
국내	LNG	2025		
국내	이차전지	2025		
국내	발전	2025		
해외	일반화공	2025		
해외	비료	2025		
해외	암모니아	2025		
해외	우레아	2025		
수주 계획		총합	21	29,000

자료: 각사, 교보증권 리서치센터

[도표 94] 기업별 연간 해외수주 추이



자료: OCIS, 교보증권 리서치센터

[도표 95] 건설사별 플랜트 부문 수주 파이프라인

대우건설

국가	프로젝트 명	예상 수주시기	수주규모(억 불)	수주규모(억원)
이라크	Alfaw알포항 해군기지	3Q25	13	18,000
이라크	공군기지	2H25	7	10,000
투르크메니스탄	미네랄 비료공장	2Q25	7	10,000
나이지리아	인도라마 Indorama	2025		
쿠웨이트	원유/가스 중앙정제설비	2025		
체코	체코 원전	3Q25		

GS건설

국가	프로젝트 명	예상 수주시기	수주규모(억 불)	수주규모(억원)
UAE	Northeast P5 EPCM	2H25	20	28,000
UAE	타지즈 블루 암모니아	2026	20	28,000
튀르키예	SAF	2H25	10	14,000

삼성E&A

비화공

국가	프로젝트 명	예상 수주시기	수주규모(억 불)	수주규모(억원)
국내	삼성바이오로직스 6공장	2H25		
미국	미국 텍사스 테일러2공장	2H25		

화공

국가	프로젝트 명	예상 수주시기	수주규모(억 불)	수주규모(억원)
사우디	SAN-6 블루 암모니아	1H25	30	42,000
미국	블루 암모니아	1H25	10	14,000
말레이시아	Shell OGP-2	1H25	15	21,000
카타르	NGL-5	2H25	30	42,000
쿠웨이트	KOC 가스	2H25	20	28,000
UAE	Adnoc SHAH 가스	2H25	20	28,000
UAE	Taziz 설트	2H25	25	35,000
사우디	자푸라 phase-4	2H25	20	28,000
사우디	알루자인 PDH/PP	2H25	20	28,000

자료: 각사, 교보증권 리서치센터

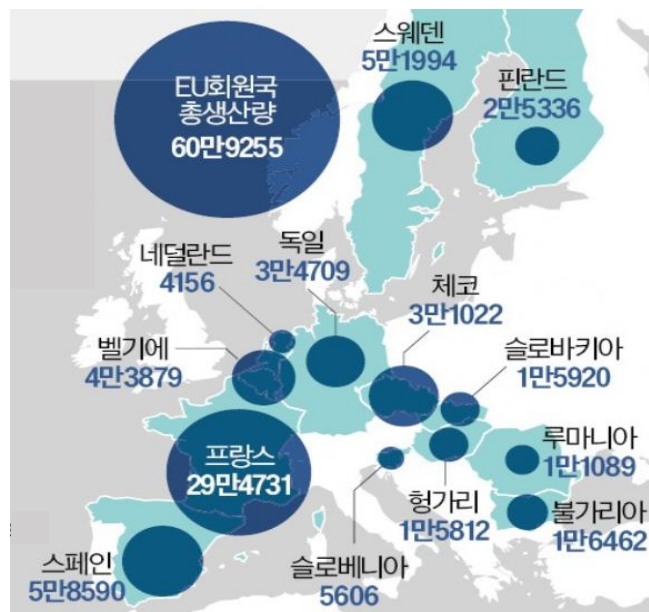
2) 신사업으로 이어지는 기업들의 다각화 전략

차세대 에너지시대에 맞추어 가장 적극적으로 준비하는 기업은 현대건설이다. 현대건설은 대형원전과 SMR을 주력으로 차세대 매출 확장을 계획하고 있다.

글로벌로 과거 탈원전을 했던 국가들은 다시 원전을 통한 부족한 전력을 보충해갈 것으로 예상된다. 2022년 우크라이나 전쟁을 계기로 유럽권의 전력 문제는 대두됐다. 러시아 천연가스/원유 의존을 탈피하며 에너지 독립을 통한 국제정세 안정화에 필요한 전략으로 부상했다. 글로벌 원전 시장 규모는 2023년 1,100bn에서 2040년 2,300bn, 2050년 5,100bn 수준이며 유럽 국가들의 탈원전이 지속되며 2050년의 시장 규모는 2023년 대비 약 5배 성장 할 것으로 예상된다.

전력 부족에 따라 덴마크, 벨기에, 이탈리아 등 추가적으로 많은 유럽의 국가들은 탈원전을 추진하고 있다. 2024년 3월 21일 벨기에는 '원자력 정상회의'를 개최하며 안전한 원전 가동에 대한 논의를 했다. 그리고 2025년 5월 16일 벨기에는 탈원전 정책을 폐기하고 새 원자력 발전 건설을 허용했다. 덴마크는 40년간 금지한 원자력 정책에 변화가 생겼다. 2025년 5월 14일 소형모듈원자로(SMR)에 대한 기술 개발 계획을 밝혔다. 기존에 원자력을 제외한 재생에너지 비중이 80% 수준으로 풍력, 바이오연료, 태양열 등으로 생산했는데 이러한 변화는 원전시장의 수요를 반영한다고 판단한다. 이탈리아는 가장 먼저 탈원전을 진행했고 1990년 마지막 원자로도 폐쇄되었다. 하지만 2025년 3월 이탈리아 의회에서 원자력 기술 사용 허용 법안이 통과됐다. 그리고 지난 2025년 5월 23일 미국 트럼프 대통령은 2050년까지 자국 내 원전 설비 용량을 현재 약 97기가와트(가동 원전 수 94기)에서 400기가와트(가동 원전 수 약 300개)로 늘리는 행정명령에 서명했다.

[도표 96] 유럽 국가별 전력 생산량(단위: 기가와트시)



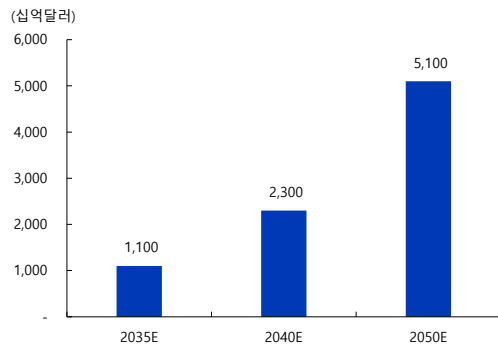
자료: 유로스타트, 언론사, 교보증권 리서치센터

이에 현대건설은 원전/SMR 사업에 대한 수주 금액은 2025년 3.1조원에서 2030년까지 약 7조원까지 상승할 것을 예상한다. 현대건설은 인베스티데이를 통해 원전에 대한 적극적인 사업 준비를 발표했다. 현재까지 현대건설은 UAE 바라카 원전 1~4호기, 국내의 36기 중 20기의 시공 주간사로 참여하며 원전에 대한 기술력과 시공경험을 충분히 갖추고 있다. 2015년부터 2024년까지 발생한 실적은 연평균 기준으로 매출 3,463억원 매출이익 297억원으로 매출이익률 8.6% 수준이다. 향후 수주는 2025년 3.1조원에서 2030년 7조원 수주까지 확대 할 계획이다.

현대건설은 대형원전 APR1400 노형 모델을 시공했다. 국내의 원전과 UAE 바라카 원전 1~4호기를 시공해왔기에 자체개발이 이루어져 기술 자립도가 높다. 오랜 기간 플랜트 사업을 협력하며 우호적 관계를 맺어온 UAE에는 첫 한국형 모델을 수출했다.

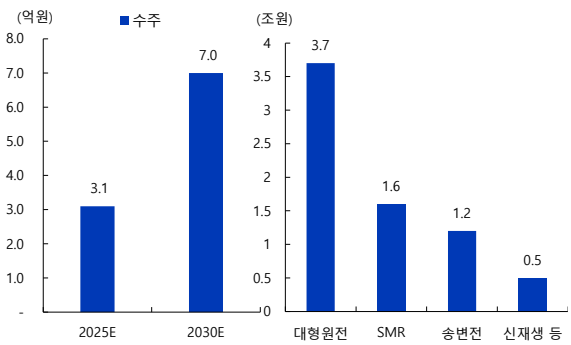
원전은 안전성에 대한 통제가 심하고 독자적으로 개발한 국가사업이라는 특징이 있다. 따라서 긴밀한 개발도상국 국가의 수출이 아닌 이상 해외수출에는 해외 기업간의 협력을 통해 진행 되어야한다. 현대건설은 홀텍과 웨스팅하우스와 국제인허가 규제와 원전 기술 라이선스 허가를 위한 협력을 진행하고 있다.

[도표 97] 글로벌 원전 시장 규모 전망



자료: WNA, IEA, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 98] 현대건설 원전/SMR 사업 중장기 수주 전망



자료: 현대건설, 교보증권 리서치센터

[도표 99] 현대건설의 원전/SMR

종류	노형(모델)	협업	진출국가	특징	수주 원료 및 진행중인 사업
대형원전	APR1400	한수원	대한민국/중동	대형, 자체개발로 기술 자립도 높음	국내 원전 20기, UAE 바라카 원전 1~4호기
대형원전	AP1000	웨스팅하우스	유럽/북미	글로벌형, 글로벌 표준 후보 중 가장 앞서 있음	불가리아 코즐로두이 원전 7.8호기 핀란드 신규 원전(Fortum이 추진) 슬로베니아 크르슈코2 신규원전
SMR	SMR300	홀텍	북미/유럽/동남아	미래형, 표준화 진행 중으로 초기 단계	미국 펠리세이즈 2기

자료: 현대건설, 교보증권 리서치센터

현대건설은 웨스팅하우스와 협력하며 대형 원전 AP1000 모델 노형의 사업을 진행 중이다. 불가리아 코즐로두이 원전 7,8호기의 우선협상대상자에 선정되며 2009년 APR1400 노형 UAE 원전 사업 이후 15년 만이다. 이는 해외 대형원전 사업에 긍정적인 첫 시작이며 진행 중인 원전 수주 계약에도 긍정적인 것으로 예상된다. 2025년 말중으로 설계계약을 체결할 예정이고 7호기는 2033년, 8호기는 2035년 완공을 목표로 하고 있다.

대형원전은 불가리아 코즐로두이 원전을 시작으로 2030년까지 18개의 수주 포트폴리오가 있다. SMR은 미국과 영국을 위주로 포트폴리오가 있다. 2024년에는 루마니아 체르나보다 원전을 한수원을 통해 수주했고, 슬로베니아 크르슈코2는 2025년 초 최종후보군에 들었고, 2024년 4월에는 핀란드 Fortum 신규원전에 EWA 대상자에 선정되었다. SMR로는 미국 펠리세이즈 SMR300은 연내로 착공 예정이며 영국 GBN SMR은 2025년 4월 최종입찰서를 제출했다.

[도표 100] 현대건설의 원전 로드맵



자료: 현대건설, 교보증권 리서치센터

다른 대형건설사도 신재생에너지와 신사업으로 새로운 전략을 펼치고 있다.

DL이앤씨는 자회사 카본코를 통해 CCUS 시장에 진출을 계획 중이다. SMR 사업 확장을 위해서는 미국 SMR 개발사 엑스에너지(X-energy)에 2,000만 달러 규모를 투자했고 업무협약을 체결했다. 이를 통해 노르웨이 원전 건설 계획에도 엑스에너지와 MOU 맺으며 SMR 개선 건설을 추진하고 있다.

대우건설은 신사업으로 체코 원전에 집중하며 중장기적인 원자력 사업 준비 중이다. 그리고 국내 주택과 국내외 플랜트/토목 이외로는 해외 개발 사업을 통해서 매출의 다변화를 진행해왔다. 베트남 하노이 스타레이크시티 신도시를 개발하며(THT 사업) 한국형 신도시 수출 사업을 통해 매출과 마진을 확보하고 있다.

GS건설은 신사업으로 2020년부터 프리팹(Prefab)을 통한 모듈러 주택 사업을 진행했다. 영국 모듈러 회사 엘리먼트 유럽(Elements Europe)과 폴란드 목조 주택 모듈러 회사 단우드(Danwood)를 인수했다. 폴란드 모듈러 단우드를 중심으로 유럽 시장을 타겟하고 있다. 그리고 PC(Precast Concrete) 제조 회사 GPC를 자회사로 설립하며 해외 시장에서의 모듈러 주택 사업을 진행하고 있다.

삼성E&A는 수전해 기업 넬(Nell)사의 지분을 인수하며 신사업 라이선스를 확보하여 개발하고 있다. 기존 플랜트 사업의 IP라이선스사와의 협약을 통해서 시공을 할 수 있는 형태와 달리 사전적인 투자를 통해 더욱 확대 된 프로세스를 수주 할 수 있을 것으로 예상된다. 이에 중장기적으로 그린/블루 수소 플랜트의 더 높은 마진을 확보할 수 있을 것으로 기대한다.

[도표 101] 건설사 신사업 프로젝트

회사	내용
현대건설	대형원전/SMR을 주력으로 수주 진행, 태양광, CCUS 준비
삼성E&A	에너지 트랜지션으로 그린/블루 수소, SAF 수주 증가
GS건설	단우드와 엘리먼트 인수를 통한 모듈러 주택 사업 진행
DL이앤씨	X-에너지와 협약을 통한 SMR 중장기 준비, CCUS
대우건설	한수원을 통한 원전 준비, 부유식 해상풍력

자료: 각사, 교보증권 리서치센터

5. 참고

[도표 102] 청약 경쟁률 상위 30개 분양 사업장 내 시평 상위 10개사 점유율(2023~2024년)(서울시)

순위	아파트	시공사	총세대수	도시	시군구	읍면동	분양일	입주예정일	전체경쟁률
1	디에이지대치에밀루이	현대건설	282	서울시	강남구	대치동	2024.1	2025.08	1025.57
2	청담르엘	롯데건설	1261	서울시	강남구	청담동	2024.09	2025.11	667.26
3	래미안원벤티스	삼성물산	641	서울시	서초구	반포동	2024.07	2024.08	527.33
4	강변역센트럴아이파크	HDC현대산업개발	215	서울시	광진구	구의동	2024.06	2026.11	494.11
5	아크로리츠카운티	DL이앤씨	707	서울시	서초구	방배동	2024.12	2027.1	482.8
6	메이플자이	GS건설	3307	서울시	서초구	잠원동	2024.02	2025.06	442.32
7	래미안레벤투스	삼성물산	308	서울시	강남구	도곡동	2024.08	2026.1	402.97
8	e편한세상당산리버파크	대우건설	550	서울시	영등포구	당산동4가	2024.11	2028.03	340.42
9	잠실래미안아이파크	삼성물산, HDC현대산업개발	2,678	서울시	송파구	신천동	2024.1	2025.12	268.69
10	청량리롯데캐슬하이라체	롯데건설	761	서울시	동대문구	청량리동	2023.07	2026.04	242.3
11	라체르보푸르지오써밋	대우건설	958	서울시	성동구	행당동	2024.09	2025.07	240.85
12	영등포자이디그니티	GS건설	707	서울시	영등포구	양평동1가	2023.03	2026.03	198.76
13	청계SK뷰	SK건설	396	서울시	성동구	용답동	2023.08	2025.07	183.42
14	마포자이힐스테이트라첼스	GS건설, 현대건설	1,101	서울시	마포구	공덕동	2024.07	2027.03	163.95
15	힐스테이트e편한세상문정	현대건설, 대우건설	1265	서울시	송파구	문정동	2023.11	2024.09	152.56
16	e편한세상당산리아르데포레	대우건설	326	서울시	동대문구	답십리동	2023.1	2025.03	99.71
17	롯데캐슬이스트폴	롯데건설	1063	서울시	광진구	자양동	2023.08	2025.03	98.44
18	더샵돈촌포레	포스코이앤씨	572	서울시	강동구	둔촌동	2024.03	2024.1	93.06
19	디에이지방배	현대건설	3064	서울시	서초구	방배동	2024.08	2026.09	90.28
20	DMC가재울아이파크	HDC현대산업개발	283	서울시	서대문구	남가좌동	2023.06	2025.11	89.85
21	e편한세상강동프레스티지원	대우건설	535	서울시	강동구	천호동	2023.1	2026.01	85.99
22	래미안그랜드	삼성물산	3069	서울시	동대문구	이문동	2023.08	2025.01	79.11
23	새철역두산위브트레지움	두산건설	424	서울시	은평구	신사동	2023.05	2025.11	78.93
24	힐스테이트관악센트씨엘	현대건설	997	서울시	관악구	봉천동	2023.09	2025.01	65.51
25	더샵강동센트럴시티	포스코이앤씨	670	서울시	강동구	천호동	2023.1	2025.12	59.29
26	마포푸르지오여반파스	대우건설	239	서울시	마포구	아현동	2023.12	2027.03	56.06
27	위경자이디센시아	GS건설	1806	서울시	동대문구	위경동	2023.04	2025.06	51.71
28	청계리버뷰자이	GS건설	1670	서울시	성동구	용답동	2023.12	2026.12	45.98
29	힐스테이트등촌역	현대건설	543	서울시	강서구	등촌동	2024.12	2026.1	35.68
30	푸르지오라디우스파크	대우건설	1,637	서울시	성북구	장위동	2024.07	2027.03	35.15

자료: REPS114, 교보증권 리서치센터. *질은 파랑은 시공능력평가 순위 1~10위권, 흐린 파랑은 시공능력평가 순위 11~20위권

[도표 103] 청약 경쟁률 상위 30개 분양 사업장 내 시평 상위 10개사 점유율(2023~2024년)(경기/인천)

순위	아파트	시공사	총세대수	도시	시군구	읍면동	분양일	입주예정일	전체경쟁률
1	판교테크노밸리중흥S클래스(A3)	중흥토건	317	경기도	성남시수정구	금토동	2024.07	2026.1	1110.35
2	동탄2신도시동탄역대방엘리움더시그니처	대방건설	464	경기도	화성시	오산동	2024.07	2027.06	626.99
3	운정3제일풍경채(A46)	제일건설	383	경기도	파주시	동패동	2023.11	2026.1	371.64
4	동탄레이크파크자연&e편한세상(A94)	DL이앤씨	1227	경기도	화성시	장지동	2023.1	2024.06	246.74
5	과천디에르퍼스티지(S2)	대방건설	740	경기도	과천시	문원동	2024.07	2027.05	228.51
6	제일풍경채운정(A45)	제일건설	520	경기도	파주시	목동동	2024.07	2027.04	126.55
7	검단신도시롯데캐슬넥스티엘(RC1)	롯데건설	372	인천광역시	서구	원당동	2023.1	2026.04	111.51
8	파주운정신도시우미린더센텀(A21)	우미건설	418	경기도	파주시	동패동	2023.11	2026.08	108.79
9	호반써밋고덕신도시3차(A49)	호반건설	703	경기도	평택시	고덕동	2023.08	2024.07	82.33
10	운정자이시그니처(A19)	GS건설	988	경기도	파주시	목동동	2023.06	2026.03	64.31
11	GTX운정역이지더원(A44)	라인건설	379	경기도	파주시	동패동	2024.07	2026.09	60.49
12	프레스티어자이	GS건설	1,445	경기도	과천시	별양동	2024.1	2027.1	58.68
13	고덕자이센트로(A5)	GS건설 컨소시엄	569	경기도	평택시	고덕동	2023.03	2025.08	45.33
14	제일풍경채검단III(AB20-1)	제일건설	610	인천광역시	서구	불로동	2024.01	2026.1	44.48
15	파주운정우미린파크힐스(A33)	우미건설	522	경기도	파주시	동패동	2023.12	2024.12	44.19
16	엘리프남위례역에듀포레(B3)	계룡건설	510	경기도	성남시수정구	북정동	2024.04	2027.06	43.73
17	호반써밋인천검단(AB19)	호반건설	856	인천광역시	서구	불로동	2023.06	2026.03	34.85
18	래미안송도역센트럴폴(3BL)	삼성물산	1024	인천광역시	연수구	옥련동	2024.1	2027.12	31.03
19	고양창향아테라(B3)	금호건설 컨소시엄	760	경기도	고양시일산동구	장항동	2024.08	2027.05	30.71
20	산성역헤리스톤	대우건설	3487	경기도	성남시수정구	산성동	2024.07	2027.12	30.57
21	해링턴스퀘어신흥역	효성중공업	1972	경기도	성남시중원구	중앙동	2024.09	2027.12	23.72
22	e편한세상검단힐카운티(AA10-1)	DL이앤씨	1458	인천광역시	서구	원당동	2023.1	2026.07	22.3
23	광명센트럴아이파크	HDC현대산업개발	1957	경기도	광명시	광명동	2023.08	2025.11	20.3
24	e편한세상일산메이포레(3단지)	DL이앤씨	457	경기도	고양시일산동구	풍동	2024.11	2027.03	19.37
25	래미안송도역센트럴폴(1BL)	삼성물산	706	인천광역시	연수구	옥련동	2024.12	2028.01	18.98
26	래미안송도역센트럴폴(2BL)	삼성물산	819	인천광역시	연수구	옥련동	2024.12	2028.01	18.7
27	검단아테라자이(AB21-1)	GS건설	709	인천광역시	서구	불로동	2024.08	2027.02	16.97
28	영통자이센트럴파크	GS건설	580	경기도	수원시영통구	영통동	2024.02	2027.03	13.63
29	평촌자이퍼스니티	GS건설	2,737	경기도	안양시동안구	비산동	2024.11	2027.12	13.11
30	롯데캐슬시그니처중양	롯데건설	1051	경기도	안산시단원구	고잔동	2023.12	2027.11	13.07

자료: REPS114, 교보증권 리서치센터. *질은 파랑은 시공능력평가 순위 1~10위권, 흐린 파랑은 시공능력평가 순위 11~20위권

[도표 104] 청약 경쟁률 상위 30개 분양 사업장 내 시평 상위 10개사 점유율(2023~2024년)(5대광역시)

순위	아파트	시공사	총세대수	도시	시군구	읍면동	분양일	입주예정일	전체경쟁률
1	둔산자이아이파크	GS건설, HDC현대산업개발	1974	대전시	서구	탄방동	2023.08	2025.06	68.67
2	도안푸르지오디아델(29BL)	대우건설	772	대전시	유성구	용계동	2024.08	2027.09	30.81
3	도안푸르지오디아델(31BL)	대우건설	742	대전시	유성구	용계동	2024.08	2027.09	28.3
4	힐스테이트도안리버파크5단지(SA1)	현대건설	443	대전시	유성구	북용동	2024.11	2027.08	23.76
5	더비치푸르지오써밋	대우건설	1,384	부산시	남구	대연동	2023.09	2023.12	22.25
6	대구범어아이파크	HDC현대산업개발	418	대구시	수성구	범어동	2024.04	2024.1	16.71
7	대연디아미엘	롯데건설	4488	부산시	남구	대연동	2023.07	2027.04	15.62
8	더샵시에르네	포스코이앤씨	788	울산시	중구	학성동	2024.11	2027.05	15.28
9	교대역모아엘가그랑데	해림건설	815	광주시	동구	계림동	2023.06	2026.05	13.95
10	드파인광안	SK에코플랜트	1233	부산시	수영구	광안동	2024.1	2026.06	13.88
11	에코델타시티푸르지오리(27BL)	대우건설	886	부산시	강서구	강동동	2023.02	2025.1	12.11
12	e편한세상명덕역퍼스트마크	DL이앤씨	1,758	대구시	남구	대명동	2024.1	2026.01	12.02
13	상무센트럴자이	GS건설	903	광주시	서구	쌍촌동	2023.06	2025.04	11.93
14	관저푸르지오센트럴파크(A1)	대우건설	330	대전시	서구	관저동	2023.1	2026.11	11.38
15	위파크마루공원	호반건설	917	광주시	서구	금호동	2023.03	2026.01	9.69
16	양정롯데캐슬프론티엘	롯데건설	903	부산시	부산진구	양정동	2024.06	2027.03	8.54
17	라엘에스	롯데건설, SK에코플랜트	2033	울산시	남구	신정동	2024.05	2028.02	8.38
18	힐스테이트도안리버파크3단지(SA2)	현대건설	1639	대전시	유성구	학하동	2024.11	2027.12	8
19	첨단제일풍경채(A5)	제일건설	584	광주시	북구	월출동	2023.09	2026.1	7.11
20	힐스테이트도안리버파크1단지(SA5)	현대건설	1124	대전시	유성구	학하동	2024.07	2027.08	6.5
21	관저푸르지오센트럴파크(A2)	대우건설	330	대전시	서구	가수원동	2023.1	2026.11	6.43
22	에코델타시티중흥S클래스(16BL)	중흥건설	1067	부산시	강서구	강동동	2023.1	2026.11	6.39
23	힐스테이트신용더리버	현대건설	1647	광주시	북구	신용동	2023.08	2024.03	6.21
24	대전에브스위첸(1단지)	KCC건설	440	대전시	중구	대흥동	2024.1	2027.09	5.56
25	해운대역푸르지오더원	대우건설	351	부산시	해운대구	우동	2023.03	2024.07	5.55
26	위파크더센트럴	호반건설, 라인건설	695	광주시	서구	풍암동	2023.08	2026.08	5.13
27	에코델타시티대성베르힐(17BL)	디에스종합건설	1120	부산시	강서구	강동동	2023.04	2026.02	4.7
28	운암산공원우미리리버포레	우미건설	734	광주시	북구	동림동	2023.09	2027.06	4.61
29	해운대경동리인뷰2차	경동건설	632	부산시	해운대구	우동	2023.07	2024.06	4.41
30	대전에브스위첸(2단지)	KCC건설	838	대전시	중구	대흥동	2024.1	2027.09	4.4

자료: REPS114, 교보증권 리서치센터. * 짙은 파랑은 시공능력평가 순위 1~10위권, 흐린 파랑은 시공능력평가 순위 11~20위권

[도표 105] 청약 경쟁률 상위 30개 분양 사업장 내 시평 상위 10개사 점유율(2023~2024년)(기타지방)

순위	아파트	시공사	총세대수	도시	시군구	읍면동	분양일	입주예정일	전체경쟁률
1	에코시티더샵4차(16BL)	포스코이앤씨	576	전라북도	전주시덕진구	송천동2가	2024.06	2027.01	191.21
2	청주가경아이파크6단지	HDC현대산업개발	946	충청북도	청주시흥덕구	가경동	2023.12	2027.01	98.61
3	에코시티한양수자인디에스틴	한양	268	전라북도	전주시덕진구	송천동2가	2023.07	2026.12	85.39
4	청주테크노폴리스힐데스하임더원(S3)	원 건설	543	충청북도	청주시흥덕구	문암동	2024.11	2028.01	77.01
5	신영지웰푸르지오테크노폴리스센트럴(S1)	대우건설	1,034	충청북도	청주시흥덕구	송절동	2023.05	2027.01	73.75
6	탕정대광로제비앙센트럴(A12)	대광건설	459	충청남도	아산시	배방읍	2023.12	2024.08	70.23
7	해림턴플레이스테크노폴리스(S2)	효성중공업	602	충청북도	청주시흥덕구	송절동	2023.05	2026.08	57.59
8	서신더샵비발디	포스코이앤씨, HL D&I	1,914	전라북도	전주시완산구	서신동	2024.02	2026.11	55.59
9	더샵탕정인피니티시티(A4)	포스코이앤씨	1,140	충청남도	아산시	탕정면	2024.01	2026.12	52.58
10	청주테크노폴리스힐데스하임(A9)	원 건설	440	충청북도	청주시흥덕구	송절동	2023.04	2025.09	48.27
11	청주테크노폴리스아테라(A8)	금호건설	1,450	충청북도	청주시흥덕구	송절동	2024.07	2027.08	47.39
12	원봉공원힐데스하임	원 건설	1,211	충청북도	청주시상당구	용암동	2023.12	2027.09	45.17
13	더샵소양스타리버	포스코이앤씨	1,039	강원도	춘천시	소양로2가	2023.1	2025.1	32.27
14	더샵탕정인피니티시티2차(A3)	포스코이앤씨	1,214	충청남도	아산시	탕정면	2024.05	2027.02	31.43
15	창원롯데캐슬포레스트(1단지)	롯데건설	967	경상남도	창원시의창구	사화동	2023.01	2026.05	28.72
16	창원롯데캐슬포레스트(2단지)	롯데건설	998	경상남도	창원시의창구	사화동	2023.01	2026.02	28.02
17	춘천레이크시티아이파크	HDC현대산업개발	874	강원도	춘천시	삼천동	2023.07	2026.08	27.75
18	힐스테이트청주센트럴2차	현대엔지니어링	258	충청북도	청주시흥덕구	가경동	2024.06	2025.05	26.82
19	아산탕정자이퍼스트시티(1BL)	포스코이앤씨	797	충청남도	아산시	탕정면	2024.12	2027.12	20.59
20	서산센트럴아이파크	HDC현대산업개발	410	충청남도	서산시	석림동	2023.12	2026.1	20.54
21	아너스웰가진주	홍한주택종합건설	840	경상남도	진주시	가좌동	2024.06	2028.06	20.31
22	힐스테이트자이아산센텀(2-A11)	현대건설, GS건설	787	충청남도	아산시	배방읍	2023.06	2026.02	18.67
23	춘천금호어울림더퍼스트	금호건설	543	강원도	춘천시	동면	2023.11	2026.09	18.45
24	강릉오션시티아이파크	HDC현대산업개발	794	강원도	강릉시	건소동	2023.1	2026.08	18.21
25	더샵탕정인피니티시티3차(A2)	포스코이앤씨	1,163	충청남도	아산시	탕정면	2024.11	2027.1	17.03
26	아산배방금강벤처리움센트럴파크(2-A13)	금강주택	438	충청남도	아산시	배방읍	2024.08	2025.07	15.75
27	더샵오창프레스티지	포스코이앤씨	644	충청북도	청주시청원구	오창동	2023.09	2027.08	14.86
28	강릉자이네디오션	GS건설	228	강원도	강릉시	송정동	2023.1	2026.11	13.96
29	순천고려파크자이(2BL)	GS건설	997	전라남도	순천시	풍덕동	2024.06	2027.07	12.14
30	천안아이파크시티	HDC현대산업개발	1,126	충청남도	천안시서북구	성성동	2024.11	2027.12	12.09

자료: REPS114, 교보증권 리서치센터. * 짙은 파랑은 시공능력평가 순위 1~10위권, 흐린 파랑은 시공능력평가 순위 11~20위권

두가지 방법으로 숫자의 규모를 구해보았다. 1) 분양가 기준 대출받을 수 있는 세대수, 2) 서울과 근처 주요지역의 10억, 18억 이상의 아파트 물량수

1) 거래가-분양가 스프레드 기준과 최상급지 기준으로 대출여력 시뮬레이션 결과 20억, 16억, 10억 분양가 기준 대출 받을 수 있는 세대수는 각 44만, 66만, 132만 세대로 추정한다.

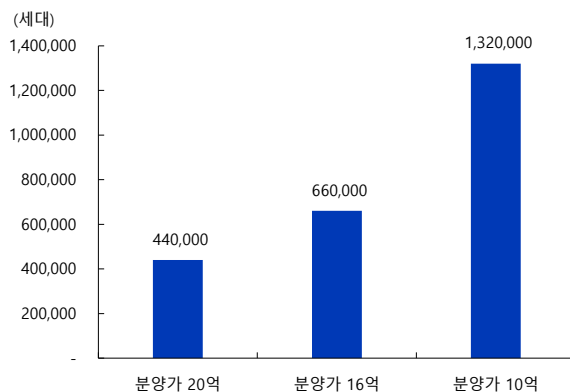
세대 기준으로 소득에 따라 20억, 16억, 10억에 대한 LTV, 스트레스DSR 3단계 기준으로 대출 가능 금액과 월상환 대출한도를 구했다. 그리고 세대 기준으로 소득에 따라 아파트 가격에 대출 가능 금액을 뺀 값이 평균 자기자본보다 많은지 판단했고, 세대 기준으로 소득에 따라 월 소득에 월 상환액을 뺀 값이 평균 소비 지출보다 많은지 판단했다. 이 두가지 조건이 모두 많다고 판단되면 대출이 가능해 분양 구매가 가능하다고 판단했다. 그리고 세대 소득 기준은 상위 n% 기준으로 산정하며 총 가구수 2,273만에서 상위 n%를 곱하여 해당 세대수를 구하며 각 분양가격에 대한 금전적 여력이 있는 세대수를 추정했다.

*분양가 선정은 매매거래가-분양가=스프레드의 범위를 통해 급지를 선정하고 급지마다 해당 구역의 평균 분양가를 산정했고, 스프레드 격차가 큰 1급지 16억과 가장 낮은 4급지 10억을 선정했다. 그리고 가장 상승세를 고려한 임의 가격 분양가 20억도 선정했다.

2) 주요지역의 10억 이상 물량은 69.8만호이고, 강남, 서초, 송파의 18억 이상 가격의 물량은 27.1만호다.(주요지역은 서울&경기과천&경기분당&경기수정이다. 한국도시연구원의 상속세 제외되는 시가아파트 대상 물량 기준)

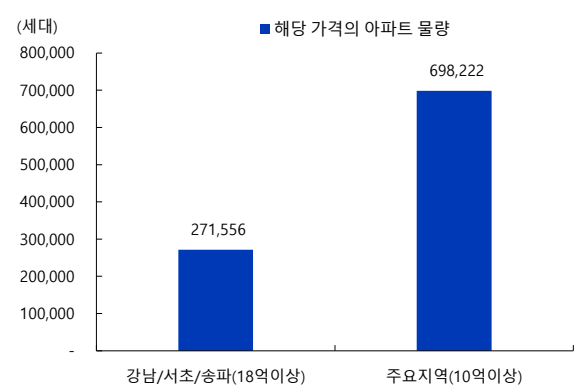
10~18억 재고물량은 조사된 상속세 개편안 적용 시 주요 지역 공제 대상 아파트 비중 비율을 지역별 아파트 물량에 곱하여 10~18억 물량을 구했고, 강남, 서초, 송파는 예외적으로 모든 물량이 18억 이상인 것으로 간주하여 모든 물량을 합산하여 10억 이상 물량을 구했다. 그리고 강남, 서초, 송파의 모든 물량을 합산해 18억 이상 물량을 구했다.

[도표 106] 분양가 20억, 16억, 10억 대출받을 수 있는 인구수



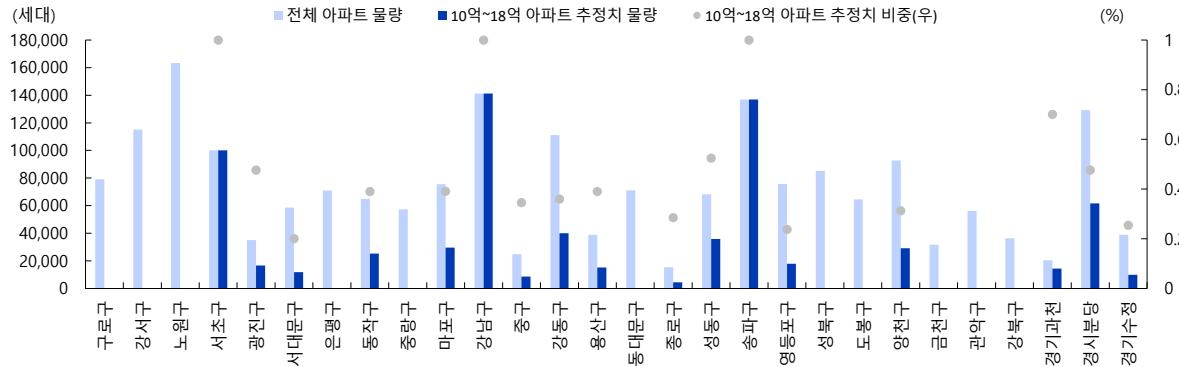
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 107] 18억, 10억 이상의 아파트 물량



자료: 교보증권 리서치센터

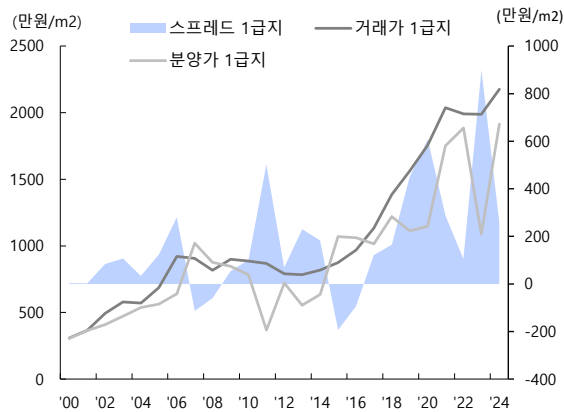
[도표 108] 아파트 물량 추정: 강남/서초/송파(18억이상) 27.1만 세대, 주요지역(10억이상) 69.8만 세대



자료: 한국도시연구소, 한겨레, REPS114, 교보증권 리서치센터

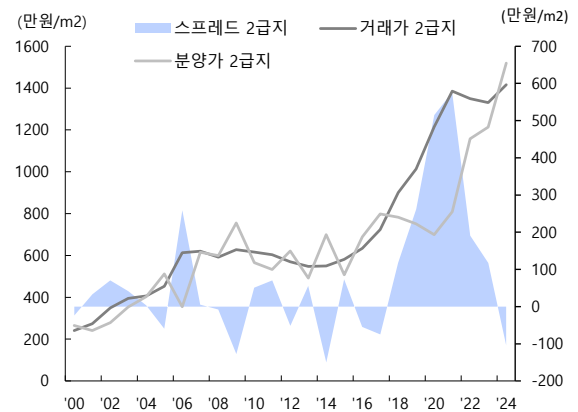
(*상속세에서 제외되는 전국아파트 시가 10~18억 대상(아파트 공시가격 현실화율을 적용해 추산한 추정치))

[도표 109] 서울 1급지, 거래가-분양가 스프레드



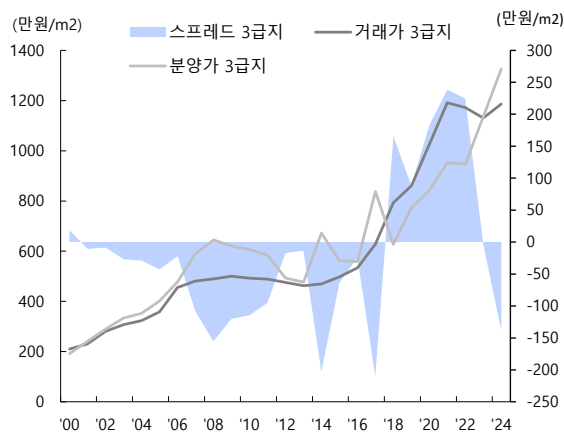
자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 110] 서울 2급지, 거래가-분양가 스프레드



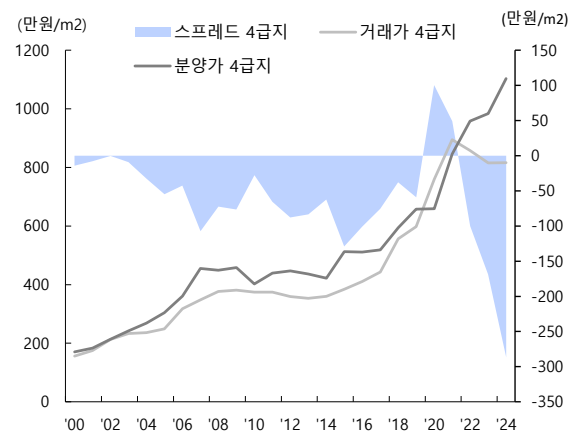
자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 111] 서울 3급지, 거래가-분양가 스프레드



자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 112] 서울 4급지, 거래가-분양가 스프레드



자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

분양가에 대한 대출가능 인구수를 구하기 위한 대출 시뮬레이션의 기준들은 다음과 같다.

- 매매거래가-분양가=스프레드, 84m2 기준 임의산정 20억, 1급지 16억, 4급지 10억(9.2억 올림산정)
- *개인이 아닌 가정 기준. 같은 연령 대비해서 배우자가 있으면 주택 사는 비중이 크게 올라감
- 대출은 최대 대출의 가정하에 대한 LTV한도 및 DSR 상환한도를 기준
- LTV: 1급지 40%, 4급지 60%
- DSR: 스트레스 DSR 3단계 기준('25.7 시행예정)
- 경상소득 상위 n% 별 평균 자기자본, 소비지출, 월소득(1인별이 기준 세후로 환산)으로 구매여력을 판단

*(1급지: 서초구, 강남구, 송파구; 2급지: 용산구, 양천구, 강동구; 3급지: 강서구, 성동구, 동작구, 중구, 종로구, 영등포구; 4급지: 기타. 광진구는 초하이엔드 아파트 때문에 수치 이상으로 제외)

*급지 선정은 스프레드 기준. 1급지: 350 이상. 2급지: 200~349. 3급지: 1~199 4급지: 1 이하. (1급지3곳, 2급지 3곳, 3급지 6곳, 4급지 13곳)

[도표 113] 서울 지역별 거래가-분양가=스프레드

연도	서울특별시	구로구	강서구	노원구	서초구	관악구	서대문구	은평구	동작구	중랑구	마포구	강남구	중구	강동구	용산구	동대문구	종로구	성동구	송파구	영등포구	성북구	도봉구	양천구	금천구	관악구	강북구
2000년	-12	-32	-17	-11	33	42	13	-43	10	-5	23	-53	#VALUE!	28	-112	-18	34	42	31	-22	-7	-42	12	-24	2	-26
2001년	-12	-6	-17	8	6	-20	-23	-10	16	2	-24	18	#VALUE!	21	22	6	-44	26	-16	-90	-4	-35	57	-13	17	-12
2002년	20	19	20	21	140	41	-152	12	41	13	27	90	#VALUE!	53	75	16	-184	70	22	-43	0	1	83	12	29	-3
2003년	-1	-34	8	-9	88	-65	-57	-35	-37	6	73	173	-29	32	-39	-5	-151	20	60	28	1	-21	131	1	-43	15
2004년	-42	-1	-15	-44	29	-45	-70	-35	15	-41	9	100	#VALUE!	-17	-43	-26	-178	-2	-28	-3	-45	-76	70	-7	-5	-50
2005년	-50	-42	-22	-39	286	-96	-7	-66	-86	-55	-85	92	#VALUE!	-18	-140	-66	-68	52	-6	-130	-2	-89	-21	-48	-130	-28
2006년	34	-128	-42	-92	282	-154	-52	-13	43	-40	-32	377	-66	163	239	-13	39	-216	180	110	-81	#VALUE!	374	32	92	#VALUE!
2007년	-9	-196	-84	-95	-17	-214	-82	-96	-54	-162	-21	-60	-202	-178	48	-72	-294	214	#VALUE!	-234	-100	#VALUE!	145	#VALUE!	-54	-71
2008년	-119	41	-69	-56	-65	#VALUE!	#VALUE!	-93	-193	-18	-256	#VALUE!	-8	-44	20	-42	#VALUE!	-653	-174	134	-113	6	#VALUE!	#VALUE!	-32	-95
2009년	24	-19	#VALUE!	#VALUE!	133	-183	-152	-42	-162	-72	-174	115	10	-272	8	-4	#VALUE!	-428	#VALUE!	143	-23	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	10	#VALUE!
2010년	9	-35	#VALUE!	#VALUE!	73	138	14	-47	-179	#VALUE!	#VALUE!	322	#VALUE!	-45	-9	-60	#VALUE!	-66	-91	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	206	-80	#VALUE!	#VALUE!
2011년	65	#VALUE!	-182	#VALUE!	563	#VALUE!	-58	-70	-186	-44	-53	603	-163	#VALUE!	48	-87	#VALUE!	-83	339	112	-60	-66	214	-60	#VALUE!	#VALUE!
2012년	-87	-59	-21	-157	-113	#VALUE!	-14	-51	#VALUE!	-115	234	#VALUE!	-121	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	-85	86	-3	-89	#VALUE!	-109	-100	-9	#VALUE!	
2013년	-5	41	17	-151	195	#VALUE!	-102	-96	#VALUE!	22	-95	375	-11	-52	#VALUE!	-109	-11	-42	120	-23	#VALUE!	#VALUE!	-106	-44	#VALUE!	
2014년	-68	#VALUE!	-71	-97	246	27	-57	-8	-71	28	-50	221	-124	-133	-254	12	-210	-695	81	-47	-93	#VALUE!	-63	-118	#VALUE!	
2015년	-49	#VALUE!	-34	0	-303	28	-209	-52	-133	-76	-77	-230	#VALUE!	-113	26	-91	#VALUE!	-71	-49	-40	-82	#VALUE!	307	-132	-309	#VALUE!
2016년	-55	#VALUE!	137	#VALUE!	-202	-13	-32	-67	-130	#VALUE!	-96	-120	-36	-188	53	-121	-138	#VALUE!	41	-6	-68	-60	-29	-104	-121	#VALUE!
2017년	15	4	-111	-85	99	#VALUE!	-35	-57	#VALUE!	-130	-26	-57	5	-85	-324	-38	#VALUE!	-774	319	-10	#VALUE!	185	#VALUE!	#VALUE!	-87	
2018년	-14	121	75	-40	82	#VALUE!	-123	-68	162	-58	21	208	#VALUE!	-36	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	206	133	6	-25	94	-142	#VALUE!	#VALUE!
2019년	135	78	-58	-38	149	-105	-4	-20	-14	22	#VALUE!	602	#VALUE!	306	261	-187	123	#VALUE!	600	227	-114	-395	#VALUE!	#VALUE!	-130	
2020년	308	#VALUE!	198	154	458	236	#VALUE!	121	-10	99	#VALUE!	466	#VALUE!	454	#VALUE!	-27	#VALUE!	#VALUE!	898	#VALUE!	60	#VALUE!	458	#VALUE!	#VALUE!	27
2021년	441	#VALUE!	204	#VALUE!	433	536	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	188	570	#VALUE!	-3	154	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	102	29	414	#VALUE!	2	#VALUE!	
2022년	193	-113	274	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	93	65	#VALUE!	82	36	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	127	299	387	7	-286	#VALUE!	-270	-31	-190
2023년	154	-120	-177	#VALUE!	#VALUE!	-24	-143	62	-120	#VALUE!	-87	#VALUE!	175	217	-156	#VALUE!	112	535	136	-234	-155	-41	#VALUE!	-173	-251	
2024년	-156	-104	-296	-402	386	-1953	-97	-170	163	-347	-262	305	#VALUE!	-329	#VALUE!	-293	#VALUE!	-164	91	-233	-351	#VALUE!	#VALUE!	-194	#VALUE!	#VALUE!
2025년	#NAME?																									
19~24	179	-65	24	-95	357	-262	-81	2	5	-80	-95	458	135	202	239	-133	139	25	365	129	-88	-202	277	-232	-67	-136
	4급지	3급지	4급지	1급지	재외	4급지	4급지	3급지	4급지	4급지	1급지	3급지	2급지	2급지	4급지	3급지	3급지	1급지	3급지	4급지	4급지	2급지	4급지	4급지	4급지	

자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 114] 시뮬레이션 결과: 풀 대출기준 분양 20억 짜리 대출가능 인구는 약 44만세대로 추정(소득 기준 상위 2%)

조건	(단위: 만원)	상위 10%	상위 9%	상위 8%	상위 7%	상위 6%	상위 5%	상위 4%	상위 3%	상위 2%	상위 1%
연봉		10,471	10,989	11,633	12,293	13,090	14,112	15,476	17,157	20,117	34,471
아파트가격		200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
LTV		0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
DSR(%)		40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
대출기간(년)		30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
기본금리(%)		4	5	5	5	5	5	5	5	5	5
스트레스금리 가산분(%)		0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
3단계 금리(100%로 반영)		4.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38

규제영향	LTV 한도	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
	DSR 연간상환한도	4,188	4,396	4,653	4,917	5,236	5,645	6,190	6,863	8,047	13,789
	3단계 대출한도	69,866	65,378	69,212	73,134	77,875	83,957	92,070	102,076	119,686	205,083
	대출 가능 금액	69,866	65,378	69,212	73,134	77,875	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000

가능여부	소득별 평균 자기자본	65,990	56,562	66,461	74,338	84,868	91,884	93,883	104,430	123,677	223,563
	필요한 자기자본	130,134	134,622	130,788	126,866	122,125	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000
	구매가능여부	부족	부족	부족	부족	부족	부족	부족	부족	충분	충분
	월 소득	655	659	740	767	808	860	923	1,000	1,130	2,640
	대출 상환액	349	366	388	410	436	448	448	448	448	448
	가용 생활비	306	293	352	357	372	412	475	552	682	2,192
	소득별 평균 소비지출	370	407	406	436	456	489	509	529	549	699
	구매가능여부	부족	부족	부족	부족	부족	부족	부족	충분	충분	충분

자료: 통계청 마이크로데이터, 통계청, REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 115] 시뮬레이션 결과. 풀 대출기준 16억 짜리 대출가능 인구는 약 55만세대로 추정(소득 기준 상위 3%)

조건	(단위: 만원)	상위 10%	상위 9%	상위 8%	상위 7%	상위 6%	상위 5%	상위 4%	상위 3%	상위 2%	상위 1%
연봉		10,471	10,989	11,633	12,293	13,090	14,112	15,476	17,157	20,117	34,471
아파트가격		160,916	160,916	160,916	160,916	160,916	160,916	160,916	160,916	160,916	160,916
LTV		0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
DSR(%)		40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
대출기간(년)		30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
기본금리(%)		4	5	5	5	5	5	5	5	5	5
스트레스금리 가산분(%)		0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
3단계 금리(100%로 반영)		4.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38

규제영향	LTV 한도	64,366	64,366	64,366	64,366	64,366	64,366	64,366	64,366	64,366	64,366
	DSR 연간상환한도	4,188	4,396	4,653	4,917	5,236	5,645	6,190	6,863	8,047	13,789
	3단계 대출한도	69,866	65,378	69,212	73,134	77,875	83,957	92,070	102,076	119,686	205,083
	대출 가능 금액	64,366	64,366	64,366	64,366	64,366	64,366	64,366	64,366	64,366	64,366

가능여부	소득별 평균 자기자본	65,990	56,562	66,461	74,338	84,868	91,884	93,883	104,430	123,677	223,563
	필요한 자기자본	96,550	96,550	96,550	96,550	96,550	96,550	96,550	96,550	96,550	96,550
	구매가능여부	부족	부족	부족	부족	부족	부족	부족	충분	충분	충분
	월 소득	655	659	740	767	808	860	923	1,000	1,130	2,640
	대출 상환액	322	361	361	361	361	361	361	361	361	361
	가용 생활비	333	298	379	406	447	499	562	639	769	2,279
	소득별 평균 소비지출	370	407	406	436	456	489	509	529	549	699
	구매가능여부	부족	부족	부족	부족	부족	충분	충분	충분	충분	충분

자료: 통계청 마이크로데이터, 통계청, REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 116] 시뮬레이션 결과. 풀 대출기준 10억 짜리 대출가능 인구는 약 176만세대로 추정 (소득 기준 상위 8%)

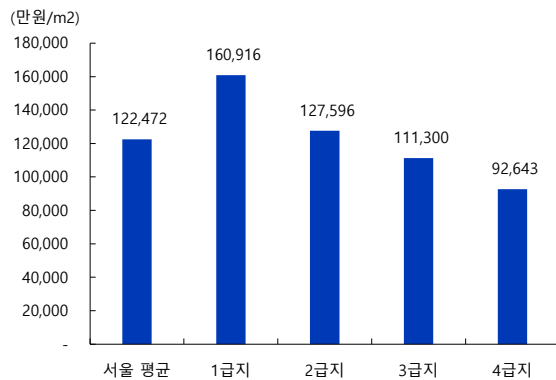
조건	(단위: 만원)	상위 10%	상위 9%	상위 8%	상위 7%	상위 6%	상위 5%	상위 4%	상위 3%	상위 2%	상위 1%
연봉		10,471	10,989	11,633	12,293	13,090	14,112	15,476	17,157	20,117	34,471
아파트가격		100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
LTV		0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
DSR(%)		40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
대출기간(년)		30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
기본금리(%)		5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
스트레스금리 가산분(%)		0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38	0.38
3단계 금리(100%로 반영)		5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38	5.38

규제영향	LTV 한도	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000
	DSR 연간상환한도	4,188	4,396	4,653	4,917	5,236	5,645	6,190	6,863	8,047	13,789
	3단계 대출한도	62,297	65,378	69,212	73,134	77,875	83,957	92,070	102,076	119,686	205,083
	대출 가능 금액	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000

가능여부		상위 10%	상위 9%	상위 8%	상위 7%	상위 6%	상위 5%	상위 4%	상위 3%	상위 2%	상위 1%
소득별 평균 자기자본		65,990	56,562	66,461	74,338	84,868	91,884	93,883	104,430	123,677	223,563
필요한 자기자본		40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
구매가능여부		충분	충분	충분	충분	충분	충분	충분	충분	충분	충분
월 소득		655	659	740	767	808	860	923	1,000	1,130	2,640
대출 상환액		336	336	336	336	336	336	336	336	336	336
가용 생활비		319	323	404	431	472	524	587	664	794	2,304
소득별 평균 소비지출		370	407	406	436	456	489	509	529	549	699
구매가능여부		부족	부족	부족	부족	충분	충분	충분	충분	충분	충분

자료: 통계청 마이크로데이터, 통계청, REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 117] 2024년 기준 서울 급지별 분양가



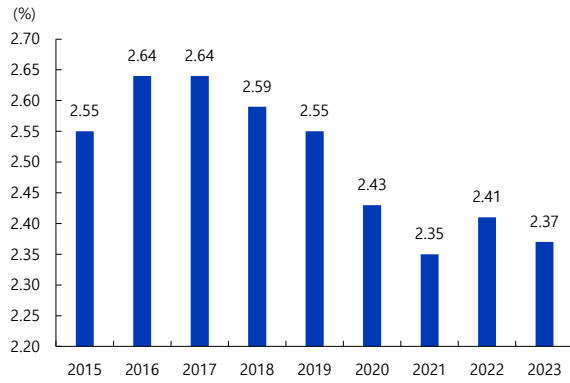
자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 118] 소득기준 상위 1~10%의 소득, 순자산, 소비지출 평균

경상소득 기준	상위 10%	상위 9%	상위 8%	상위 7%	상위 6%
근로소득	10,471	10,989	11,633	12,293	13,090
월 실수령액	655	659	740	767	808
순자산	65,990	56,562	66,461	74,338	84,868
소비지출	4,437	4,888	4,873	5,231	5,470
소비지출(월)	370	407	406	436	456
경상소득 기준	상위 5%	상위 4%	상위 3%	상위 2%	상위 1%
근로소득	14,112	15,476	17,157	20,117	34,471
월 실수령액	860	923	1,000	1,130	2,640
순자산	91,884	93,883	104,430	123,677	223,563
소비지출	5,873	6,107	6,347	6,588	8,393
소비지출(월)	489	509	529	549	699

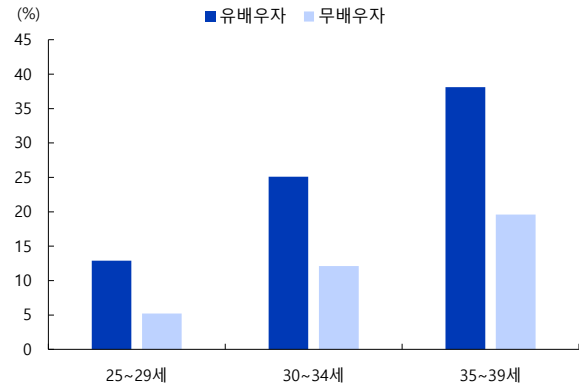
자료: 통계청, 교보증권 리서치센터 * 통계청 마이크로데이터(전국20000가구 조사) 기준

[도표 119] 주택자산가액 기준 상위 10 분위의 소유주택수 추이



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 120] 배우자가 있을 때 높은 비중으로 주택 구매



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 121] 스트레스 DSR과 LTV 시행 과정 및 방식

스트레스DSR 단계별 시행방식	1단계	2단계	3단계(잠정)
시행시기	(기존) '24.2~'24.6 (변경) '24.2~'24.8	(기존) '24.7 (변경) '24.9~	(기존) '25년 초 (변경) '25.7~
적용대상(은행권)	주택담보대출	주담대+신용대출	주담대+신용대출+기타대출
스트레스 금리	기본 스트레스 금리의 25% 적용	기본 스트레스 금리의 50% 적용	기본 스트레스 금리의 100% 적용

자료: 금융위원회, 교보증권 리서치센터

Company Analysis



티커	회사명	투자의견	목표 PBR	적정주가(원)	상승여력
A000720	현대건설(Top Pick)	BUY	1.00	92,000	27.6%
A375500	DL 이앤씨(관심종목)	BUY	0.49	66,000	30.7%
A294870	HDC 현대산업개발	BUY	0.55	31,000	14.4%
A006360	GS 건설	BUY	0.51	30,000	24.2%
A047040	대우건설	BUY	0.45	5,300	19.4%
A028050	삼성 E&A	BUY	1.16	28,000	20.7%
A014790	HL D&I	BUY	0.30	3,200	16.8%
A002990	금호건설	BUY	0.59	4,000	18.0%

자료: 교보증권 리서치센터

현대건설 000720

안정적인 회복, 그 이후는 도약

June 12, 2025

Buy

신규

투자의견 BUY, 적정주가 92,000원으로 커버리지 개시

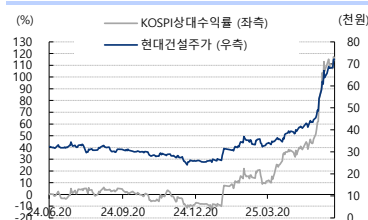
TP 92,000 원

신규

Company Data

현재가(06/11)	72,100 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	72,100 원
52 주 최저가(보통주)	24,100 원
KOSPI (06/11)	2,907.04p
KOSDAQ (06/11)	786.29p
자본금	5,621 억원
시가총액	80,934 억원
발행주식수(보통주)	11,136 만주
발행주식수(우선주)	105 만주
평균거래량(60 일)	197.6 만주
평균거래대금(60 일)	1,207 억원
외국인지분(보통주)	24.13%
주요주주	
현대자동차 외 5 인	34.92%
국민연금공단	10.00%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	75.0	183.3	119.1
상대주가	55.1	138.0	103.9

2025년 매출액 30.8조원 (YoY -6%), 영업이익 1조원 (YoY 흑전) 예상. 당사는 주택착공 기준 2021~2022년 평균 2.2만세대에서 2023년 8,362세대로 감소하며 외형의 축소는 불가피하나 상승한 분양가와 선별수주로 수익성은 개선될 것으로 판단. 그리고 2024년 이후로 다시 회복한 착공물량과 더불어 확보된 수익성으로 2026년의 성장세 기대가능. 안정적인 플랜트와 원전으로 한번 더 외형과 마진을 확장시킬 중장기 계획까지 있어 Top Pick으로 선정. 2027E BPS와 과거 2021년 상단P/B에 원전프리미엄 10% 부여 P/B 1.0배 적용

2026년 실적 회복되고 원전으로 확장

주택건축 부문은 높은 브랜드 선호도를 통해 축소된 공급물량에서의 우위 선점 기대. 하이엔드 브랜드 디에이치의 성공적인 안착으로 도시정비사업 수주에도 긍정적. 2021~2022년 분양한 저마진 사업장은 2025년말 53%, 2026년말 14%로 감소하며 본격적인 이익의 회복을 기대. 현대엔지니어링 주택부문도 2025년 말까지 저마진 현장 33%까지 축소되고 2026년에는 모두 준공되어 이익 회복 기대

원전을 중장기 신사업으로 채택하며 티어1 원전시공 플레이어로서 글로벌 에너지 쏠티지에 대응하며 안정적인 매출 증가 기대. 원천기술을 소유한 웨스팅하우스와의 컨소시엄으로 2025년말 불가리아 코즐로두이 원자력 발전소의 EPC 본계약 예정. 슬로베니아와 핀란드에도 프로젝트 프로세스 진행중. SMR(소형모듈원자로)는 미국 개발업체 홀텍과 미국 펠리세이즈(Palisades) 프로젝트 진행중

플랜트 부문에서 원가 급등기 수주 물량 비중은 점진적으로 축소 중. 2026년부터 본격적인 개선세 기대. 현대엔지니어링은 캠퍼스물량으로 하방은 제한적이며 하반기에 파푸아뉴기니, 사우디 LTC 등 석유화학 플랜트 수주도 기대

Forecast earnings & Valuation

	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E	2027.12E
12 결산(십억원)					
매출액(십억원)	29,651.4	32,670.3	30,872.7	31,503.6	32,657.7
YoY(%)	39.6	10.2	-5.5	2.0	3.7
영업이익(십억원)	785.4	-1,263.4	1,007.5	1,191.4	1,356.9
OP 마진(%)	2.6	-3.9	3.3	3.8	4.2
순이익(십억원)	654.3	-766.2	878.9	1,082.2	1,252.1
EPS(원)	4,806	-1,521	6,308	7,768	8,989
YoY(%)	31.1	적전	흑전	23.1	15.7
PER(배)	7.3	-16.7	6.8	5.5	4.8
PCR(배)	3.6	31.7	4.7	4.1	3.6
PBR(배)	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	3.6	-2.0	3.2	2.1	1.7
ROE(%)	6.8	-2.1	8.4	9.6	10.1



[건설] 이상호

3771- 9000,
20250023@iprovest.com

회사 소개

현대건설은 1947년 정주영 창업주가 설립한 국내 대표 건설사이다. 현대자동차그룹 핵심 계열사로 그룹 내 건설 부문을 담당하고 있다. 주요 사업 부문은 건축/주택, 토목, 플랜트/전력 사업을 영위하고 있다. 1965년 국내 건설사 최초로 해외 프로젝트를 수주했고 현재까지 전세계 60여개 국에서 800건 이상의 프로젝트를 수주했다. 2024년 기준 시공능력평가순위 2위 업체이고 연결 자회사로는 시공능력평가순위 4위인 현대엔지니어링이 있다.

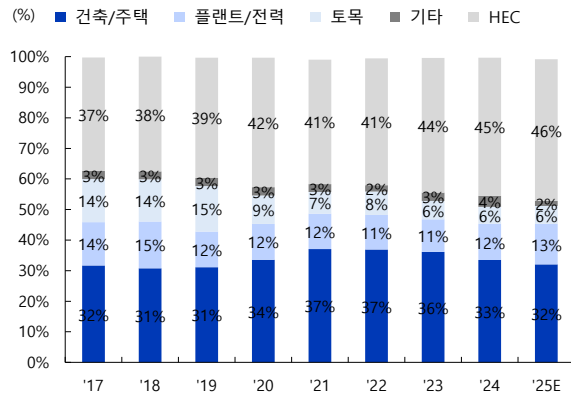
국내 주택 시장에서는 아파트 브랜드 ‘힐스테이트(Hillstate)’를 소유하고 있다. 2015년 4월 프리미엄 주거 브랜드 ‘디에이치(THE H)’를 출시하며 고급 주택 시장에서 입지를 강화 했다. 디에이치 브랜드가 처음 적용된 단지는 서초구 반포동의 삼호가든맨션 3차 재건축 사업이며 2015년 6월 수주에 성공하며 ‘디에이치 라클라스’ 단지를 만들었다.

플랜트 부문은 석유화학, 가스처리, 담수, 원자력, 신재생에너지 등 다양한 분야에서 플랜트를 시공하고 있다. 설계(Engineering), 조달(Procurement), 시공(Construction)을 일괄 수행하는 EPC 턴키 방식으로 프로젝트를 주도하고 있다. 전세계적으로 인정받는 시공능력이 있고 특히 중동 지역에서의 대형 프로젝트 수행 경험을 통해 기술력과 신뢰도를 인정받고 있다.

2024년 연간 기준으로 건축주택 부문은 매출액의 64%를 차지한다. 플랜트 부문은 23%, 토목 6%, 기타 7% 수준이다. 이는 연결 기준이며 현대엔지니어링은 각 현대건설 별도 건축주택, 플랜트, 기타 부문에 합산 계산했다. 2025년 1분기 현대건설의 연결 매출은 7조 4,556억원으로 전년 동기 대비 13% 감소했다. 현대건설 별도 매출은 3조 8,909억원으로 전년 동기 대비 7% 감소했다. 부문별로는 건축/주택 2조 2,981억원(YoY -18%), 플랜트/전력 1조 299억원(YoY +12%), 토목 4,194억원(YoY -3%)을 기록했다. 자회사 현대엔지니어링 매출은 3조 3,668억원으로 전년 동기 대비 18% 감소했다. 부문별로는 국내 1조 6,488억원(YoY -2%), 해외 1조 7,180억원(YoY -29%)을 기록했다.

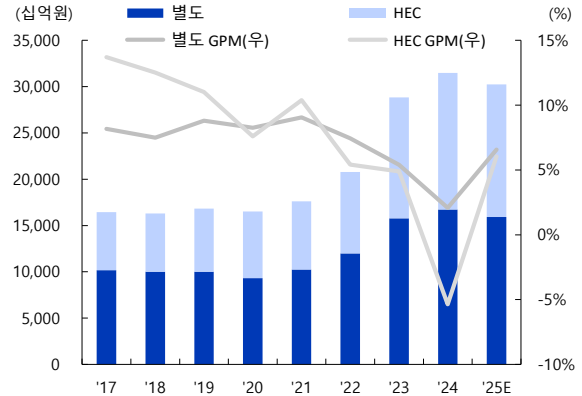
현대건설은 각 사업부문에서 안정적인 실적 흐름을 이어가고 있다. 주택부문은 힐스테이트와 디에이치 브랜드의 높은 선호도를 바탕으로 도시정비사업 중심의 신규수주를 확대하고 있다. 플랜트 부문은 중동의 석유화학 플랜트를 포함해 아시아와 기타 신흥국에서 신규수주를 지속하고 있다. 특히 전세계의 전력 공급 부족 이슈에 대응하기 위해 중장기 계획으로 신재생에너지와 원자력 사업에 집중하고 있다. 이러한 전략은 실적 개선과 함께 밸류에이션 리레이팅 요인으로 작용 할 것으로 판단한다.

[도표 122] 현대건설 사업부문별 매출 비중



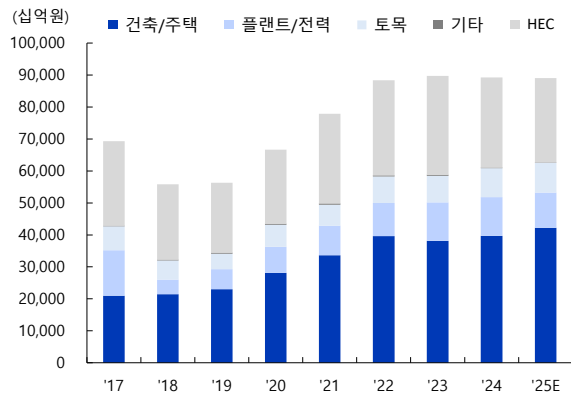
자료: 현대건설, 교보증권 리서치센터

[도표 123] 현대건설 연결 매출액과 매출이익률 추이 및 전망



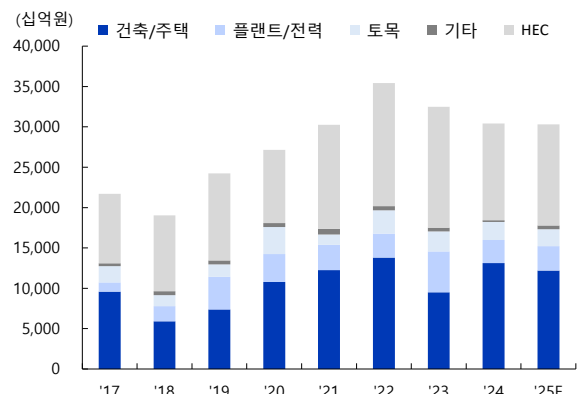
자료: 현대건설, 교보증권 리서치센터

[도표 124] 현대건설 부문별 수주잔고 추이 및 전망



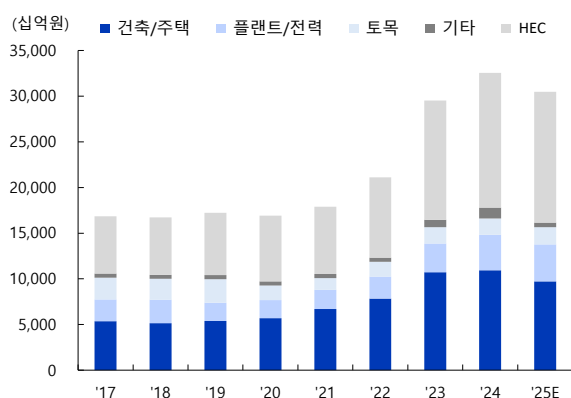
자료: 현대건설, 교보증권 리서치센터

[도표 125] 현대건설 부문별 신규수주 추이 및 전망



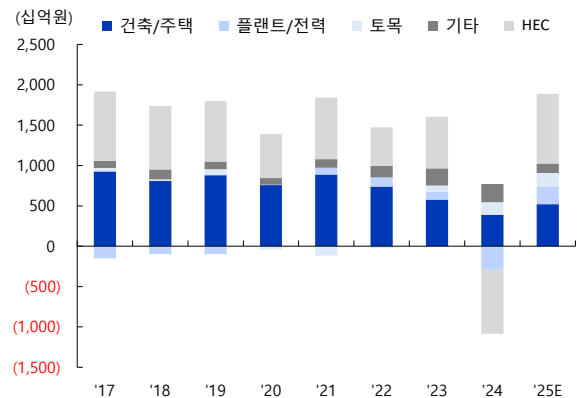
자료: 현대건설, 교보증권 리서치센터

[도표 126] 현대건설 사업부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 현대건설, 교보증권 리서치센터

[도표 127] 현대건설 사업부문별 매출총이익 추이 및 전망



자료: 현대건설, 교보증권 리서치센터

투자포인트: 2026년 실적 회복되고 원전으로 확장

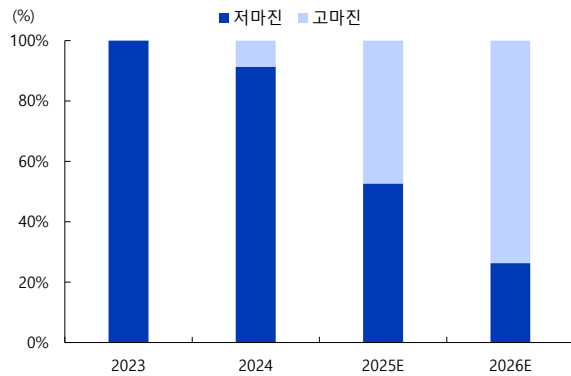
현대건설의 주택건축 부문은 도시정비사업 기반의 하이엔드 수주 역량으로 매출과 이익의 성장세를 만들 것을 예상한다. 전국 분양 물량은 2022년 33.7만 호에서 2023년 20.6만 호로 감소했다. 2025년에도 22만 호 수준으로 낮은 흐름이 이어지고 있다. 그러나 서울 분양 물량은 과거 수준으로 유지 중이다. 2022년 27,356호, 2023년 23,224호, 2024년 29,488호 그리고 2025년에는 27,672호로 과거 수준으로 유지 중이다.

현대건설은 도시정비사업을 중심으로 프리미엄 브랜드 '다에이치(THE H)'의 높은 선호도를 바탕으로 수주 경쟁력을 강화해왔다. 이로 인해 현대건설 분양물량은 전국대비 감소폭은 적으며 매출 감소는 제한 적일 것으로 판단한다. 분양물량으로는 2022년 27,553호에서 2023년 14,450호로 축소되었다. 하지만 2024년은 23,600호 수준으로 다시 회복했다. 또한 2021년부터 2022년 까지 착공된 저마진 사업장의 비중은 2023년 100%에서 2024년 91%, 2025년 53% 그리고 2026년 26% 까지 축소 될것으로 예상하며 수익성 개선도 기대 된다.

플랜트 부문은 대형 해외 프로젝트를 중심으로 수주 확대가 기대한다. 현대건설은 전통적인 강세지역인 중동과 신흥국을 중심으로 수처리, 가스, LNG 등 다양한 분야의 대형 프로젝트 수주를 추진 중이다. 주요 파이프라인으로는 이라크 해수처리시설 35억불 규모, 파푸아뉴기니 LNG 12억 불 규모, 투르크메니스탄 가스전 탈황 21억불, 카자흐스탄 가스 13억 불 등이 있다. 사우디 아미랄 유틸리티 및 부대시설 공사와 사우디 자푸라 유틸리티 및 부대시설은 올해 본격적으로 매출인식이 되며 실적에 기여할 전망이다. 동사는 축적된 노하우와 글로벌 고객사로부터의 기술 신뢰도가 높은편으로 향후 추가 수주 여력도 충분하다.

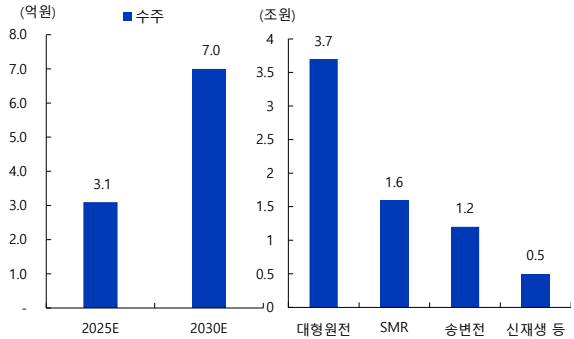
원자력은 대형원전과 SMR을 통해 중장기 성장이 기대된다. 원전부문은 현대건설이 중점으로 육성 중인 신성장 전략 사업이다. 동사는 UAE 바라카 원전 1~4호기 시공과 국내 원전 36기 중 20기 시공 경험을 보유하고 있다. 향후 수주 전망도 긍정적으로 원전/SMR 사업에 대한 수주 금액은 2025년 3.1조원에서 2030년까지 약 7조원까지 상승할 것을 계획했다. 현대건설은 웨스팅하우스와 대형원전 AP 1000 모델 노형 사업을 준비중하고 있고 홀텍과 SMR 사업을 준비하고 있다. 불가리아 코즐로두이 원전7,8호기의 우선협상대상자에 선정되며 2025년 말 설계계약을 체결할 예정이다. 향후 대형원전은 불가리아 코즐로두이 원전을 시작으로 2030년까지 18개의 대형원전 수주 포트폴리오와 6개의 SMR 포트폴리오가 있어 원전 신규수주는 지속 추가될 수 있을 것으로 예상된다.

[도표 128] 현대건설 고마진, 저마진 주택 입주 물량 비중 추이



자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 129] 현대건설 원전/SMR 사업 중장기 수주 전망



자료: 현대건설, 교보증권 리서치센터

[도표 130] 현대건설의 원전/SMR

종류	노형(모델)	협업	진출국가	특징	수주 완료 및 진행중인 사업
대형원전	APR1400	한수원	대한민국/중동	대형, 자체개발로 기술 자립도 높음	국내원전20기, UAE 바라카 원전 1~4호기
대형원전	AP1000	웨스팅하우스	유럽/북미	글로벌형, 글로벌 표준 후보 중 가장 앞서 있음	불가리아 코즐로두이 원전 7,8호기 핀란드 신규 원전(Fortum이 추진) 슬로베니아 크르슈코2 신규원전
SMR	SMR300	홀텍	북미/유럽/동남아	미래형, 표준화 진행 중으로 초기 단계	미국 펠리세이즈 2기

자료: 현대건설, 교보증권 리서치센터

[도표 131] 현대건설의 원전/SMR 로드맵



자료: 현대건설, 교보증권 리서치센터

[도표 132] 현대건설 부문별 실적 추이 및 전망(연결)

(단위: 십억원,%)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
신규수주(연결)	9,518	7,147	5,594	8,270	9,430	7,582	7,582	7,582	30,528	30,327	32,745	35,624
현대건설(별도)	3,790	5,254	4,419	4,767	6,832	4,338	4,338	4,338	18,311	17,352	19,017	20,986
건축/주택	2,080	3,845	4,370	2,820	6,076	3,049	3,049	3,049	13,115	12,197	13,417	14,758
플랜트/전력	1,544	151	7	1,169	440	754	754	754	2,872	3,015	3,468	3,988
토목	145	1,258	42	778	289	528	528	528	2,223	2,112	2,133	2,240
기타	52	170	57	(64)	65	113	113	113	215	450	450	400
현대엔지니어링	5,676	1,692	1,087	3,548	2,533	3,131	3,131	3,131	12,002	12,525	13,278	14,239
수주잔고(연결)	91,252	90,123	86,591	89,932	98,148	98,201	98,047	97,476	89,932	89,386	90,628	93,594
매출액(연결)	8,545	8,621	8,257	7,247	7,456	7,528	7,736	8,153	32,670	30,873	31,504	32,658
현대건설(별도)	4,168	4,321	4,130	4,111	3,891	4,105	3,898	4,161	16,730	16,055	17,633	18,477
건축/주택	2,790	2,935	2,601	2,610	2,298	2,603	2,367	2,627	10,935	9,895	11,408	12,072
플랜트/전력	922	981	937	1,040	1,030	1,003	1,015	1,033	3,880	4,080	4,127	4,260
토목	434	370	555	444	419	461	479	463	1,803	1,822	1,949	1,995
기타	22	35	37	41	36	37	38	38	112	257	150	151
기타	281	237	337	325	198	110	100	94	1,180	501	320	408
현대엔지니어링	4,096	4,063	3,790	2,811	3,367	3,313	3,737	3,899	14,760	14,317	13,550	13,772
매출총이익(연결)	533	342	348	(1,441)	514	492	494	548	(217)	2,048	2,357	2,785
현대건설(별도)	290	148	133	(221)	215	268	267	304	349	1,054	1,414	1,654
건축/주택	190	7	79	115	99	141	130	163	390	532	843	1,058
플랜트/전력	63	77	(53)	(379)	48	54	56	62	(292)	220	240	248
토목	23	34	61	39	36	39	44	41	156	160	172	176
기타	14	30	46	34	31	34	37	39	124	141	159	172
기타	49	42	60	75	48	25	22	22	225	117	73	94
현대엔지니어링	195	152	156	(1,294)	239	199	206	222	(791)	866	870	1,038
GPM(연결)	6.2%	4.0%	4.2%	-19.9%	6.9%	6.5%	6.4%	6.7%	-0.7%	6.6%	7.5%	8.5%
현대건설(별도)	6.9%	3.4%	3.2%	-5.4%	5.5%	6.5%	6.8%	7.3%	2.1%	6.6%	8.0%	8.9%
건축/주택	6.8%	0.2%	3.0%	4.4%	4.3%	5.4%	5.5%	6.2%	3.6%	5.4%	7.4%	8.8%
플랜트/전력	6.9%	7.8%	-5.6%	-36.5%	4.7%	5.4%	5.5%	6.0%	-7.5%	5.4%	5.8%	5.8%
토목	5.3%	9.3%	10.9%	8.7%	8.6%	8.6%	9.2%	8.8%	8.7%	8.8%	8.8%	8.8%
기타	61.7%	85.2%	124.4%	83.2%	86.7%	91.7%	96.8%	101.4%	111.1%	54.8%	105.4%	114.3%
기타	17.3%	17.8%	17.6%	23.1%	24.4%	23.0%	22.0%	23.0%	19.1%	23.3%	22.9%	23.0%
현대엔지니어링	4.8%	3.7%	4.1%	-46.0%	7.1%	6.0%	5.5%	5.7%	-5.4%	6.0%	6.4%	7.5%
판매관리비	282	195	234	335	298	233	240	269	1,046	1,040	1,166	1,428
판매관리율(%)	3.3%	2.3%	2.8%	4.6%	4.0%	3.1%	3.1%	3.3%	3.2%	3.4%	3.7%	4.4%
영업이익	251	147	114	(1,776)	215	259	254	279	(1,263)	1,008	1,191	1,357
영업이익율(%)	2.9%	1.7%	1.4%	-24.5%	2.9%	3.4%	3.3%	3.4%	-3.9%	3.3%	3.8%	4.2%
세전이익	303	248	85	(1,621)	205	285	284	329	(986)	1,104	1,317	1,488
당기순이익	208	146	40	(1,703)	167	219	226	268	(766)	879	1,082	1,252
지배주주순이익	155	150	51	(1,581)	165	230	239	270	(169)	904	1,115	1,290
순이익률(%)	1.8%	1.7%	0.6%	-21.8%	2.2%	3.1%	3.1%	3.3%	-0.5%	2.9%	3.5%	3.9%

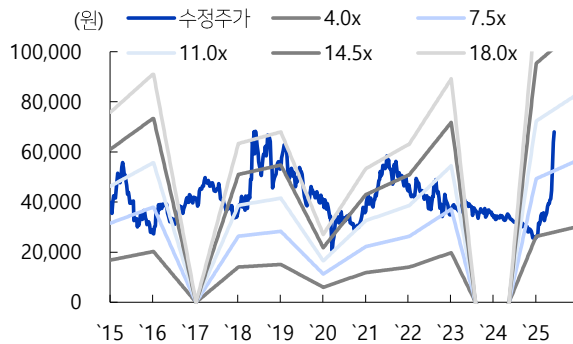
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 133] 현대건설 적정주가 산정표

항목	적용값	비고
BPS (원)	91,550	2027E 조정 BPS 지배자본 기준
Target PBR (배)	1.00	과거 2021 년 상단 P/B 에 원전프리미엄 10% 부여
적정주가 산출 (원)	91,572	BPS*PBR
적정주가 (원)	92,000	100 의자리 반올림
현재 종가 (원)	72,100	2025-06-11 기준
상승 여력	27.6%	

자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 134] 현대건설 PER Band



자료: 현대건설, 교보증권 리서치센터

[도표 135] 현대건설 PBR Band



자료: 현대건설, 교보증권 리서치센터

[현대건설 000720]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	29,651	32,670	30,873	31,504	32,658
매출원가	27,949	32,887	28,825	29,146	29,872
매출총이익	1,703	-217	2,048	2,357	2,785
매출총이익률 (%)	5.7	-0.7	6.6	7.5	8.5
판매비와관리비	917	1,046	1,040	1,166	1,428
영업이익	785	-1,263	1,008	1,191	1,357
영업이익률 (%)	2.6	-3.9	3.3	3.8	4.2
EBITDA	982	-1,042	1,177	1,322	1,458
EBITDA Margin (%)	3.3	-3.2	3.8	4.2	4.5
영업외손익	154	278	141	136	131
관계기업손익	-5	6	17	17	17
금융수익	295	360	285	285	285
금융비용	-141	-172	-173	-178	-183
기타	6	84	12	12	12
법인세비용차감전순이익	940	-986	1,148	1,327	1,488
법인세비용	285	-219	256	296	331
계속사업순이익	654	-766	892	1,032	1,156
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	654	-766	879	1,082	1,252
당기순이익률 (%)	2.2	-2.3	2.8	3.4	3.8
비지배지분순이익	118	-598	176	216	250
지배지분순이익	536	-169	703	866	1,002
지배순이익률 (%)	1.8	-0.5	2.3	2.7	3.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-28	76	111	111	111
포괄순이익	626	-690	990	1,193	1,363
비지배지분포괄이익	108	-646	149	119	136
지배지분포괄이익	518	-44	842	1,074	1,227

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-715	-119	1,049	1,441	1,615
당기순이익	654	-766	879	1,082	1,252
비현금항목의 가감	557	258	299	305	316
감가상각비	187	211	161	123	94
외환손익	-86	-148	-14	-14	-14
자본법평가손익	5	-6	-17	-17	-17
기타	451	201	170	214	254
자산부채의 증감	-1,816	588	29	258	292
기타현금흐름	-109	-198	-159	-204	-245
투자활동 현금흐름	563	212	382	328	288
투자자산	-5	198	109	109	109
유형자산	-222	-179	0	0	0
기타	790	192	272	218	179
재무활동 현금흐름	366	734	-29	-18	-9
단기차입금	166	493	-29	-29	-29
사채	410	300	200	200	200
장기차입금	431	505	85	85	85
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-95	-95	-67	-67	-67
기타	-546	-469	-218	-207	-198
현금의 증감	232	925	831	1,617	939
기초 현금	3,974	4,206	5,130	5,961	7,578
기말 현금	4,206	5,130	5,961	7,578	8,517
NOPLAT	547	-982	783	926	1,055
FCF	-1,295	-351	983	1,315	1,448

자료: 현대건설, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	18,613	21,101	21,241	22,606	24,660
현금및현금성자산	4,206	5,130	5,961	7,578	8,517
매출채권 및 기타채권	10,659	12,100	11,504	11,581	12,607
재고자산	816	777	916	876	840
기타유동자산	2,933	3,093	2,860	2,571	2,696
비유동자산	5,101	5,905	5,587	5,312	5,070
유형자산	1,205	1,289	1,128	1,005	912
관계기업투자금	87	168	75	-17	-110
기타금융자산	1,130	1,222	1,222	1,222	1,222
기타비유동자산	2,679	3,225	3,162	3,102	3,046
자산총계	23,714	27,005	26,829	27,918	29,730
유동부채	10,357	14,664	13,325	13,007	13,178
매입채무 및 기타채무	7,715	9,940	8,748	8,566	8,862
차입금	249	745	716	687	659
유동성채무	354	1,045	940	846	762
기타유동부채	2,039	2,934	2,920	2,907	2,896
비유동부채	2,902	2,672	3,069	3,514	4,029
차입금	564	598	683	768	853
사채	1,207	928	1,128	1,328	1,528
기타비유동부채	1,132	1,146	1,258	1,418	1,648
부채총계	13,259	17,336	16,393	16,521	17,207
지배지분	8,137	8,025	8,661	9,459	10,393
자본금	562	562	562	562	562
자본잉여금	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095
이익잉여금	6,420	6,130	6,766	7,564	8,498
기타자본변동	-6	-6	-6	-6	-6
비지배지분	2,319	1,644	1,774	1,938	2,129
자본총계	10,456	9,669	10,435	11,397	12,523
총차입금	2,502	3,501	3,737	4,020	4,367

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	4,806	-1,521	6,308	7,768	8,989
PER	7.3	-16.7	6.8	5.5	4.8
BPS	72,383	71,394	77,048	84,149	92,460
PBR	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5
EBITDAPS	8,732	-9,269	10,475	11,765	12,972
EV/EBITDA	3.6	-2.0	3.2	2.1	1.7
SPS	266,276	293,386	277,244	282,909	293,274
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1
CFPS	-11,524	-3,126	8,740	11,697	12,878
DPS	600	600	600	600	600

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	39.6	10.2	-5.5	2.0	3.7
영업이익 증가율	36.6	적 전	흑 전	18.2	13.9
순이익 증가율	38.9	적 전	흑 전	23.1	15.7
수익성					
ROIC	11.8	-19.4	16.4	18.4	19.5
ROA	2.4	-0.7	2.6	3.2	3.5
ROE	6.8	-2.1	8.4	9.6	10.1
안정성					
부채비율	126.8	179.3	157.1	145.0	137.4
순차입금비율	10.6	13.0	13.9	14.4	14.7
이자보상배율	12.3	-12.6	9.6	10.8	11.8

DL이앤씨 375500

가장 빠른 주택 수익성 개선은 단기 SMR은 중장기

June 12, 2025

Buy

신규

투자의견 BUY, 적정주가 66,000원으로 커버리지 개시

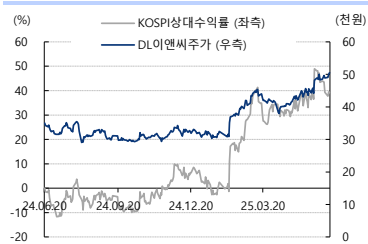
TP 66,000 원

신규

Company Data

현재가(06/11)	50,500 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	50,500 원
52 주 최저가(보통주)	29,050 원
KOSPI (06/11)	2,907.04p
KOSDAQ (06/11)	786.29p
자본금	2,293 억원
시가총액	20,684 억원
발행주식수(보통주)	3,869 만주
발행주식수(우선주)	423 만주
평균거래량(60 일)	28.3 만주
평균거래대금(60 일)	136 억원
외국인지분(보통주)	31.07%
주요주주	
DL 외 7 인	24.82%
국민연금공단	11.61%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.3	52.6	47.7
상대주가	4.0	28.2	37.4



[건설] 이상호

3771- 9000,
20250023@provest.com

가장 빠른 마진의 개선 그리고 SMR도 준비 중

주택건축의 착공물량과 마진은 저점에서 빠르게 회복 중으로 업사이드 상승폭 크다고 판단. 2021~2022년 원가 급등 시기 타사대비 적은 착공물량은 매출 성장에 제한적이지만, 2024년 착공 물량이 본격적으로 매출화 되는 2026년은 매출의 성장세 기대. 저마진 사업장은 2Q25E 49%, 3Q25E 39%, 4Q25E 37%로 축소하며 마진의 개선과 함께 밸류를 다시 회복시키는 해가 될 것. DL건설은 안정적인 국내 공공사업 위주로 매출지속 만들어 갈 것.

플랜트는 안정적인 매출과 이익을 기대. 사후와 발틱 프로젝트는 매출의 50% 수준을 차지하고 있고, 하반기에 결과가 나올 신규수주 프로젝트들도 높은 마진을 기대하며 20% 중반대의 높은 마진과 안정적인 성장세 이어갈 것

미국 SMR 개발사 엑스에너지(X-energy)에 지분투자로 업무협약 체결하며 차세대 원전 SMR 시장에 준비 중. 노르웨이 원전 건설 계획에도 MOU 맺으며 건설 추진 중. 미국 노스웨스트 SMR 3기 입찰 준비도 추가로 준비하며 성장 모멘텀 기대

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	7,991.1	8,318.4	8,236.8	9,401.0	10,603.5
YoY(%)	6.6	4.1	-1.0	14.1	12.8
영업이익(십억원)	330.7	270.9	495.6	644.1	726.7
OP 마진(%)	4.1	3.3	6.0	6.9	6.9
순이익(십억원)	202.2	229.2	416.4	538.8	616.8
EPS(원)	4,799	5,873	10,762	13,925	15,939
YoY(%)	-54.6	22.4	83.2	29.4	14.5
PER(배)	7.5	5.5	4.1	3.2	2.8
PCR(배)	2.2	1.9	2.1	1.8	1.8
PBR(배)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	0.9	0.8	-1.4	-1.8	-3.2
ROE(%)	4.1	4.8	8.3	9.8	10.2

회사 소개

DL이앤씨는 1939년 설립된 DL그룹의 핵심 계열사이자 국내 대표 건설사이다. 주요 사업 부문은 건축/주택, 토목, 플랜트 사업을 영위하고 있다. 2021년 대림산업에서 건설과 플랜트 부문을 인적분할하며 DL이앤씨로 설립되었다. 2024년 기준 시공능력평가순위 5위 업체이고 연결 자회사로는 시공능력평가순위 13위인 DL건설이 있다.

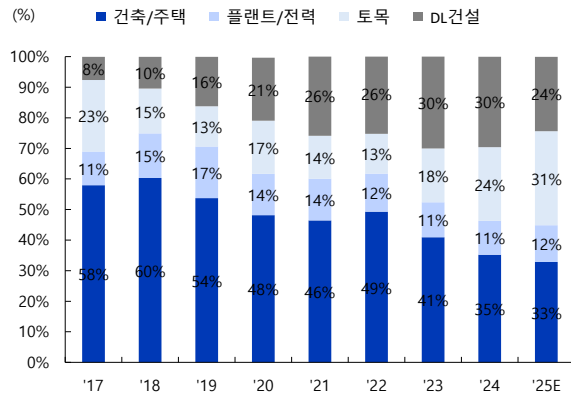
국내 주택 시장에서는 아파트 브랜드 'e편한세상'을 소유하고 있다. 2013년 프리미엄 주거 브랜드 '아크로(ACRO)'를 출시하며 고급 주택 시장에서의 입지를 강화했다. 아크로는 1999년부터 2008년까지 주상복합과 오피스텔에 사용 되었다. 그리고 아크로가 하이엔드 브랜드로 처음 적용 된 단지는 반포동의 신반포1차아파트 재건축 사업이며 2013년 분양하며 '아크로리버파크'를 만들었다.

플랜트 부문은 석유화학, 가스처리, 발전, 담수, SMR, 신재생에너지 등 다양한 분야에서 플랜트를 시공하고 있다. 설계(Engineering), 조달(Procurement), 시공(Construction)을 일괄 수행하는 EPC 턴키 방식으로 프로젝트를 주도하고 있다. 국내 최초로 해외 플랜트에 진출한 기업으로 전세계적으로 인정받는 시공능력이 있다.

2024년 연간 기준으로 건축주택 부문은 매출액의 59%를 차지한다. 플랜트 부문은 24%, 토목 16% 수준이다. 이는 연결 기준이며 DL건설은 각 DL이앤씨 별도 건축주택, 토목 부문에 합산 계산했다. 2025년 1분기 DL이앤씨의 연결 매출은 1조 8,082억원으로 전년 동기 대비 4% 감소했다. DL이앤씨 별도 매출은 1조 3,467억원으로 전년 동기 대비 4% 증가했다. 부문별로는 주택건축 5,736억원(YoY -15%), 플랜트 5,780억원(YoY +38%), 토목 1,926억원(YoY -3%)를 기록했다. 자회사 DL건설 매출은 4,667억원으로 전년 동기 대비 22% 감소했다. 부문별로는 주택건축 3,857억원(YoY -21%), 토목 810억원(YoY -24%)를 기록했다.

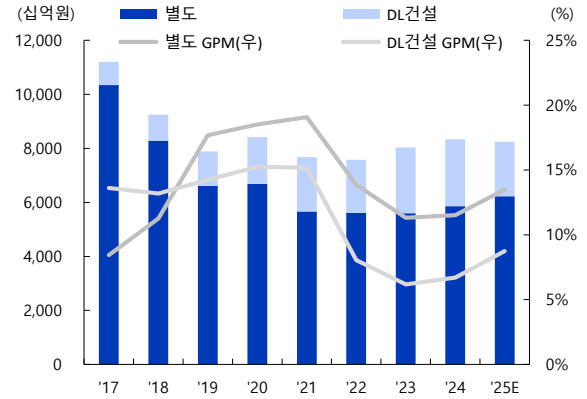
DL이앤씨는 각 사업부문에서 안정적인 실적 흐름을 이어가고 있다. 주택부문은 e편한세상과 아크로 브랜드의 높은 선호도를 바탕으로 도시정비사업 중심의 신규수주를 확대하고 있다. 플랜트 부문은 중동의 석유화학 플랜트를 포함해 아시아와 기타 신흥국에서 신규수주를 지속하고 있다. 특히 전세계의 전력 공급 부족 이슈에 대응하기 위해 중장기 계획으로 신재생에너지와 SMR 사업에 집중하고 있다. 이러한 전략은 실적 개선과 함께 밸류에이션 리레이팅 요인으로 작용 할 것으로 판단한다.

[도표 136] DL 이앤씨 사업부문별 매출 비중



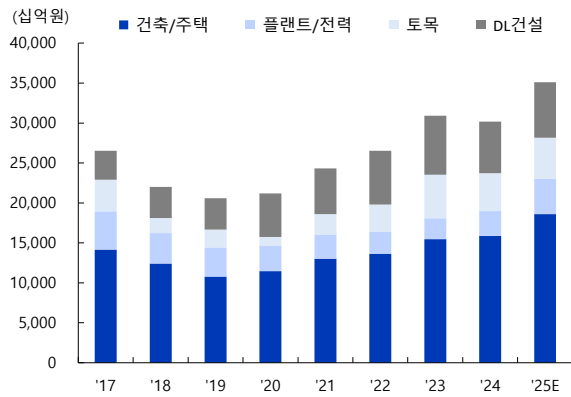
자료: DL이앤씨, 교보증권 리서치센터

[도표 137] DL 이앤씨 연결 매출액과 매출이익률 추이 및 전망



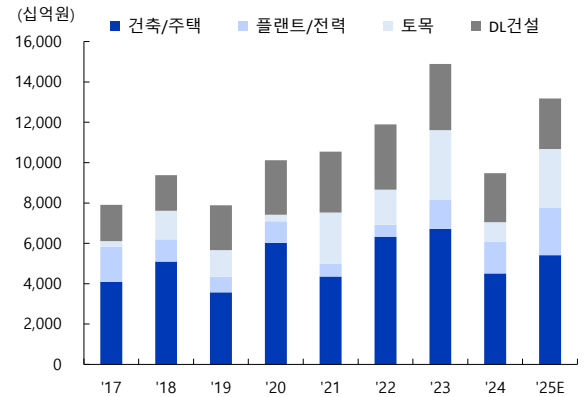
자료: DL이앤씨, 교보증권 리서치센터

[도표 138] DL 이앤씨 부문별 수주잔고 추이 및 전망



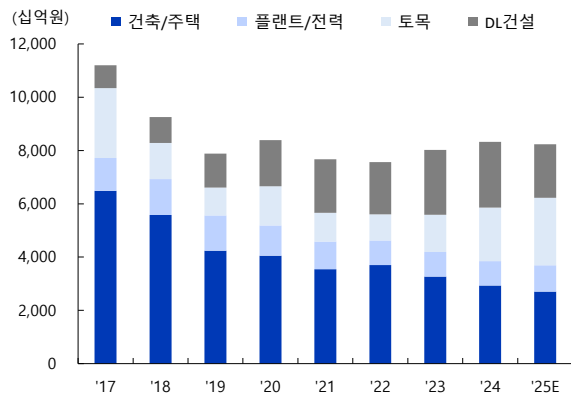
자료: DL이앤씨, 교보증권 리서치센터

[도표 139] DL 이앤씨 부문별 신규수주 추이 및 전망



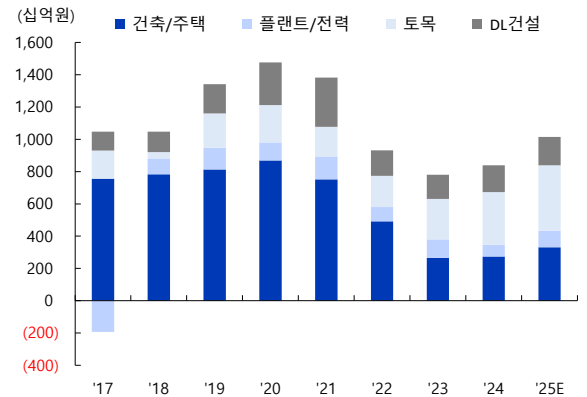
자료: DL이앤씨, 교보증권 리서치센터

[도표 140] DL 이앤씨 사업부문별 매출액 추이 및 전망



자료: DL이앤씨, 교보증권 리서치센터

[도표 141] DL 이앤씨 사업부문별 매출총이익 추이 및 전망



자료: DL이앤씨, 교보증권 리서치센터

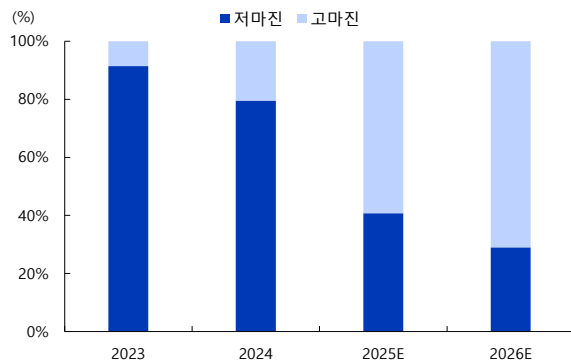
투자포인트: 가장 빠른 마진의 개선 그리고 SMR도 준비 중

DL이앤씨의 주택건축 부문은 도시정비사업 기반의 하이엔드 수주 역량으로 매출과 이익의 성장세를 만들 것을 예상한다. 전국 분양 물량은 2022년 33.7만 호에서 2023년 20.6만 호로 감소했다. 2025년에도 22만 호 수준으로 낮은 흐름이 이어지고 있다. 그러나 서울 분양 물량은 과거 수준으로 유지 중이다. 2022년 27,356호, 2023년 23,224호, 2024년 29,488호 그리고 2025년에는 27,672호로 과거 수준으로 유지 중이다.

DL이앤씨는 도시정비사업을 중심으로 프리미엄 브랜드 ‘아크로(ACRO)’의 높은 선호도를 바탕으로 수주 경쟁력을 강화해왔다. 이로 인해 DL이앤씨 분양물량은 전국대비 감소폭은 적으며 매출 감소는 제한 적일 것으로 판단한다. 분양물량으로는 2022년 14,393호에서 2023년 5,784호로 축소되었다. 하지만 2024년은 11,758호 수준으로 다시 회복했다. 또한 2021년부터 2022년 까지 착공된 저마진 사업장의 비중은 2023년 91%에서 2024년 80%, 2025년 41% 그리고 2026년 29%까지 축소 될것으로 예상한다. 건설사 중에서는 가장 빠르게 수익성 개선이 될 것으로 예상한다. 그리고 2025년 DL건설이 계획한 주택 물량은 4000세대인데 1분기 기준 이미 3969세대를 착공하였다. 향후 빠른 착공이 가능한 공공사업 물량이 추가 수주되며 착공이 된다면 실적기여도 가능할 것으로 예상한다.

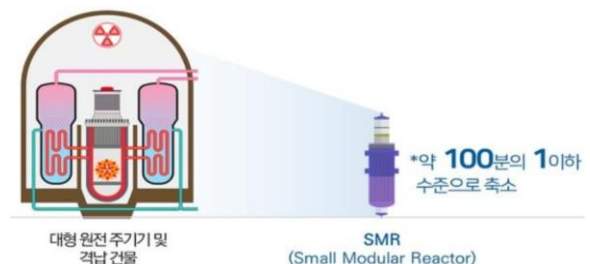
플랜트 부문은 대형 해외 프로젝트를 중심으로 수주 확대가 기대한다. DL 이앤씨는 중동과 신흥국을 중심으로 발전소, 화공, 비료, 암모니아 등 다양한 분야의 대형 프로젝트 수주를 추진중이다. 수주 목표는 2조 후반대를 유지하며 피드 기본설계 프로젝트를 했기에 몰오버 확실히 할 물량이 있을 것으로 기대한다. 플랜트 매출에 약 50%를 차지하고 있는 에스오힐 사힌 프로젝트와 발틱 PE/LAO CC7 프로젝트는 정상적으로 매출 인식이 되고 있다. 동사의 축적된 노하우와 글로벌 고객사로부터의 기술 신뢰도가 높은편으로 향후 추가 수주 여력도 충분하다. SMR과 CCUS를 통해 중장기 성장이 기대된다. SMR 사업 확장을 위해서는 미국 SMR 개발사 엑스에너지(X-energy)에 2,000만 달러 규모를 투자했고 업무협약을 체결했다. 이를 통해 노르웨이 원전 건설 계획에도 엑스에너지와 MOU 맺으며 SMR 건설을 추진하고 있다. 그리고 추가로 미국 노스웨스트 SMR 3기에 대한 입찰 참여도 준비하며 긍정적인 결과 기대.

[도표 142] DL 이앤씨 고마진, 저마진 주택 입주 물량 비중 추이



자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 143] 대형원전과 SMR



자료: 산업부, 교보증권 리서치센터

[도표 144] DL 이앤씨 부문별 실적 추이 및 전망(연결)

(단위: 십억원,%)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
신규수주(연결)	1,911	1,147	2,913	3,509	1,527	3,295	3,295	3,295	9,481	13,180	14,235	14,955
DL 이앤씨	1,115	818	2,553	2,559	1,316	2,669	2,669	2,669	7,046	10,674	11,478	12,061
주택건축	793	313	1,740	1,666	1,046	1,354	1,354	1,354	4,512	5,415	5,956	6,254
토목	285	309	684	282	166	585	585	585	1,561	2,341	2,458	2,589
플랜트	37	196	129	610	103	730	730	730	973	2,918	3,064	3,218
DL 건설	796	329	360	950	211	626	626	626	2,435	2,506	2,756	2,894
수주잔고	30,837	29,955	29,231	30,178	29,386	30,674	31,872	35,121	30,178	35,121	39,954	44,305
매출액(연결)	1,891	2,070	1,919	2,439	1,808	2,006	2,097	2,325	8,318	8,237	9,401	10,604
DL 이앤씨	1,296	1,400	1,351	1,816	1,347	1,531	1,595	1,758	5,862	6,230	7,097	8,140
주택건축	673	715	638	905	574	686	665	779	2,932	2,703	3,415	3,878
토목	199	223	227	270	193	238	261	301	918	992	1,458	1,740
플랜트	418	461	485	642	578	607	669	678	2,006	2,532	2,225	2,522
DL 건설	597	672	570	630	467	476	503	567	2,469	2,012	2,304	2,464
매출총이익(연결)	181	167	210	287	191	246	267	311	846	1,015	1,192	1,378
DL 이앤씨	139	137	165	234	140	209	226	264	675	839	987	1,134
주택건축	47	50	49	127	53	82	86	109	274	331	455	531
토목	20	20	24	9	20	24	26	33	73	103	146	177
플랜트	71	67	91	98	67	103	114	122	327	406	386	426
DL 건설	41	29	45	51	51	37	40	47	166	176	205	244
GPM(연결)	9.6%	8.1%	10.9%	11.8%	10.6%	12.3%	12.7%	13.4%	10.2%	12.3%	12.7%	13.0%
DL 이앤씨	10.7%	9.8%	12.2%	12.9%	10.4%	13.7%	14.2%	15.0%	11.5%	13.5%	13.9%	13.9%
주택건축	7.0%	7.0%	7.7%	14.1%	9.3%	12.0%	13.0%	14.0%	9.3%	12.2%	13.3%	13.7%
토목	10.1%	8.8%	10.4%	3.4%	10.2%	10.0%	10.0%	11.0%	7.9%	10.3%	10.0%	10.2%
플랜트	16.9%	14.6%	18.8%	15.3%	11.6%	17.0%	17.0%	18.0%	16.3%	16.0%	17.4%	16.9%
DL 건설	6.8%	4.3%	7.8%	8.1%	11.0%	7.8%	8.0%	8.3%	6.7%	8.7%	8.9%	9.9%
판매관리비	120	135	127	193	112	126	130	153	575	522	548	651
판매관리비율(%)	6.4%	6.5%	6.6%	7.9%	6.2%	6.3%	6.2%	6.6%	6.9%	6.3%	5.8%	6.1%
영업이익	61	33	83	94	81	120	137	158	271	496	644	727
영업이익률(%)	3.2%	1.6%	4.3%	3.9%	4.5%	6.0%	6.5%	6.8%	3.3%	6.0%	6.9%	6.9%
세전이익	44	56	57	197	109	125	141	160	354	536	671	751
당기순이익	26	41	45	117	94	95	107	120	229	416	539	617
지배주주순이익	26	41	45	117	94	95	107	120	229	416	539	617
순이익률(%)	1.4%	2.0%	2.4%	4.8%	5.2%	4.7%	5.1%	5.2%	2.8%	5.1%	5.7%	5.8%

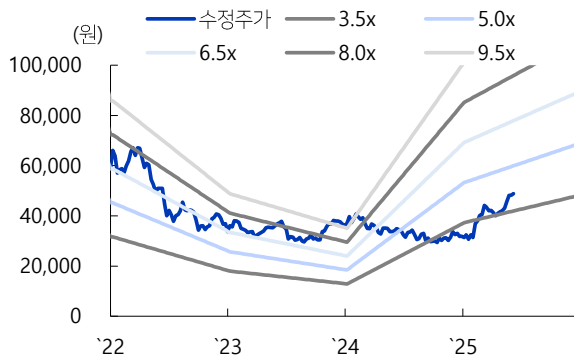
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 145] DL 이앤씨 적정주가 산정표

항목	적용값	비고
BPS (원)	134,140	2026E 조정 BPS 지배자본 기준
Target PBR (배)	0.49	과거 4 개년 중상단 P/B
적정주가 산출 (원)	65,582	BPS*PBR
적정주가 (원)	66,000	100 의자리 반올림
현재 종가 (원)	50,500	2025-06-11 기준
상승 여력	30.7%	

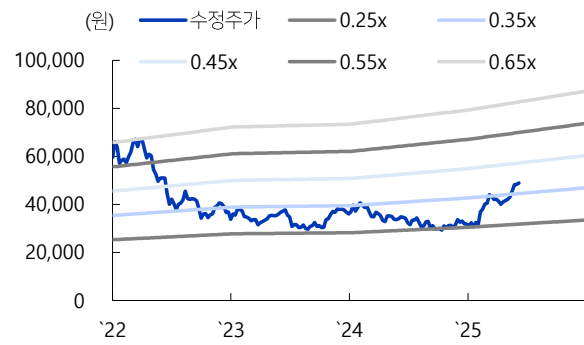
자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 146] DL 이앤씨 PER Band



자료: DL이앤씨, 교보증권 리서치센터

[도표 147] DL 이앤씨 PBR Band



자료: DL이앤씨, 교보증권 리서치센터

[DL이앤씨 375500]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	7,991	8,318	8,237	9,401	10,604
매출원가	7,209	7,473	7,221	8,209	9,225
매출총이익	782	846	1,015	1,192	1,378
매출총이익률 (%)	9.8	10.2	12.3	12.7	13.0
판매비와관리비	451	575	520	548	651
영업이익	331	271	496	644	727
영업이익률 (%)	4.1	3.3	6.0	6.9	6.9
EBITDA	418	356	515	651	731
EBITDA Margin (%)	5.2	4.3	6.3	6.9	6.9
영업외손익	-51	83	40	27	24
관계기업손익	24	-8	-8	-8	-8
금융수익	146	203	194	222	278
금융비용	-63	-66	-81	-98	-114
기타	-157	-45	-65	-90	-132
법인세비용차감전순이익	280	354	536	671	751
법인세비용	78	125	119	132	134
계속사업순이익	202	229	416	539	617
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	202	229	416	539	617
당기순이익률 (%)	2.5	2.8	5.1	5.7	5.8
비지배지분순이익	14	0	0	0	0
지배지분순이익	188	229	416	539	617
지배순이익률 (%)	2.4	2.8	5.1	5.7	5.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-9	-111	-110	-110	-110
포괄순이익	194	118	306	429	507
비지배지분포괄이익	13	0	0	0	0
지배지분포괄이익	181	118	306	429	507

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	231	188	761	483	503
당기순이익	202	229	416	539	617
비현금항목의 가감	434	411	409	398	358
감가상각비	78	76	14	2	0
외환손익	-4	-123	-6	-6	-6
자본법평가손익	-25	8	8	8	8
기타	385	450	393	393	355
자산부채의 증감	-364	-375	-48	-436	-491
기타현금흐름	-41	-77	-17	-18	19
투자활동 현금흐름	201	-167	-121	-121	-122
투자자산	-119	-24	-71	-71	-71
유형자산	-12	-10	0	0	0
기타	333	-134	-50	-51	-52
재무활동 현금흐름	-189	-192	255	249	249
단기차입금	-71	15	15	15	15
사채	10	230	230	230	230
장기차입금	136	90	90	90	90
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-44	-22	-23	-21	-21
기타	-220	-505	-57	-66	-66
현금의 증감	252	-140	1,814	741	1,492
기초 현금	1,752	2,004	1,864	3,678	4,419
기말 현금	2,004	1,864	3,678	4,419	5,910
NOPLAT	239	175	385	517	597
FCF	-49	-125	357	89	110

자료: DL 이앤씨, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	5,783	6,006	6,477	7,594	9,485
현금및현금성자산	2,004	1,864	3,678	4,419	5,910
매출채권 및 기타채권	1,332	1,649	1,247	1,496	1,730
재고자산	938	921	956	1,076	1,215
기타유동자산	1,509	1,571	596	603	629
비유동자산	3,561	3,707	3,716	3,739	3,767
유형자산	128	36	22	20	19
관계기업투자금	485	559	630	700	771
기타금융자산	886	874	874	874	874
기타비유동자산	2,063	2,238	2,190	2,145	2,102
자산총계	9,344	9,712	10,193	11,333	13,252
유동부채	3,749	3,855	3,622	3,821	4,015
매입채무 및 기타채무	1,555	1,821	1,575	1,767	1,953
차입금	145	160	175	190	206
유동성채무	375	70	79	79	79
기타유동부채	1,673	1,803	1,793	1,785	1,778
비유동부채	827	1,012	1,332	1,754	2,883
차입금	418	428	518	607	697
사채	209	419	649	879	1,109
기타비유동부채	199	165	165	268	1,077
부채총계	4,575	4,867	4,954	5,576	6,899
지배지분	4,769	4,846	5,239	5,757	6,353
자본금	215	229	229	229	229
자본잉여금	3,847	3,831	3,831	3,831	3,831
이익잉여금	990	1,076	1,470	1,988	2,584
기타자본변동	-105	-16	-16	-16	-16
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,769	4,846	5,239	5,757	6,353
총차입금	1,215	1,120	1,448	1,773	2,102

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	4,799	5,873	10,762	13,925	15,939
PER	7.5	5.5	4.1	3.2	2.8
BPS	111,110	112,902	122,068	134,140	148,027
PBR	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
EBITDAPS	9,749	8,294	12,000	15,174	17,028
EV/EBITDA	0.9	0.8	-1.4	-1.8	-3.2
SPS	206,521	215,295	212,871	242,961	274,038
PSR	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
CFPS	-1,141	-2,913	8,319	2,070	2,563
DPS	500	540	540	540	540

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	6.6	4.1	-1.0	14.1	12.8
영업이익 증가율	-33.5	-18.1	82.9	30.0	12.8
순이익 증가율	-53.2	13.4	81.7	29.4	14.5
수익성					
ROIC	-51.6	-36.8	-58.1	-73.4	-112.9
ROA	2.1	2.4	4.2	5.0	5.0
ROE	4.1	4.8	8.3	9.8	10.2
안정성					
부채비율	95.9	100.4	94.6	96.8	108.6
순차입금비율	13.0	11.5	14.2	15.6	15.9
이자보상배율	6.8	5.0	7.0	7.4	7.0

HDC현대산업개발 294870

서울원을 시작으로 주택 자체사업 효과 지속

June 12, 2025

BUY

신규

투자의견 BUY, 적정주가 31,000원으로 커버리지 개시

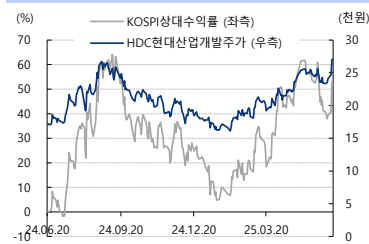
TP 31,000 원

신규

Company Data

현재가(06/11)	27,100 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	27,100 원
52 주 최저가(보통주)	16,100 원
KOSPI (06/11)	2,907.04p
KOSDAQ (06/11)	786.29p
자본금	3,295 억원
시가총액	17,861 억원
발행주식수(보통주)	6,591 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	31.9 만주
평균거래대금(60 일)	79 억원
외국인지분(보통주)	13.32%
주요주주	
HDC 외 6 인	43.01%
국민연금공단	13.65%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.3	45.7	59.7
상대주가	-3.1	22.4	48.6

2025년 매출액 4.2조원 (YoY -3%), 영업이익 3,120억원 (YoY +69%) 예상. 서울원 자체 사업의 매출인식으로 매출 성장과 수익성 개선효과는 분기마다 확대될 것 기대. 2021~2022년 저마진 사업장이 준공되어가며 서울원과 함께 믹스 개선은 큰 폭으로 상승할 것 기대. 일반건축에서의 리스크는 해소되었고 대형 프로젝트들로 안정적인 매출 성장세 기대. 2026E BPS와 과거4개년 상단 P/B 0.55배 적용

자체주택 매출 비중 확대되며 수익성 개선

자체사업 부문의 서울원 아이파크 사업장의 높은 마진으로 믹스개선 효과 뚜렷할 것으로 판단. 2028년 준공까지 총 매출액은 약 2.9조원으로 사업장의 매출이익률을 30% 이상으로 믹스개선에는 충분. 성공적인 자체사업 모델 효과는 청주 가경 사업장에도 이어질 것 기대. 외주주택 도급사업은 둔촌 주공 등 대형 사업장의 준공효과 후 매출과 이익 축소 있으나, 연내에 있을 대형 현장들과 도시정비 사업으로 매출과 이익 확대 지속 기대

일반건축 지식산업센터에 대한 훼손은 모두 해소되었고 중장기 프로젝트 북정역세권, 청라 의료복합타운, 잠실MICE로 2026년부터 매출 증가세 기대

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	4,190.8	4,256.2	4,155.2	4,484.5	4,797.3
YoY(%)	27.1	1.6	-2.4	7.9	7.0
영업이익(십억원)	195.3	184.6	312.0	434.8	519.5
OP 마진(%)	4.7	4.3	7.5	9.7	10.8
순이익(십억원)	172.9	155.7	258.7	368.5	446.5
EPS(원)	2,626	2,363	3,925	5,592	6,775
YoY(%)	243.6	-10.0	66.1	42.5	21.2
PER(배)	5.6	7.6	6.5	4.6	3.8
PCR(배)	2.3	3.2	4.8	4.6	4.7
PBR(배)	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	8.2	9.2	6.1	4.7	3.5
ROE(%)	5.9	5.1	8.0	10.6	11.6



[건설] 이상호

3771- 9000,
20250023@provest.com

회사 소개

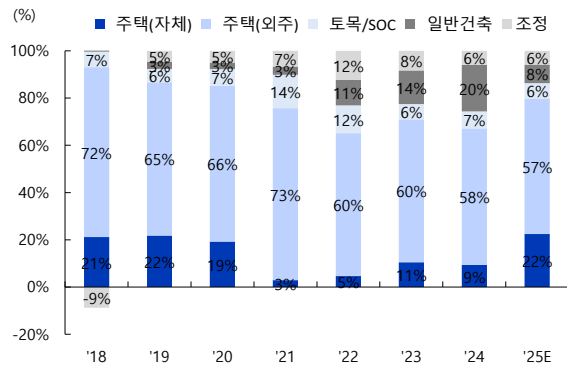
HDC현대산업개발은 1976년 설립된 종합건설사이다. HDC그룹의 주력 계열사로 그룹 내 건설 및 부동산 개발 부문을 담당하고 있다. 주요 사업 부문은 주택(자체,외주), 토목/SOC, 일반건축 사업을 영위하고 있다. 도시개발 사업 프로젝트를 다양하게 수주하며 노하우를 쌓았고 2018년 디벨로퍼 전문가를 영입하며 개발사업을 강화했다. 국내 건설사 중 유일하게 별도로 개발 정비사업 전담 팀을 구성했다. 2024년 기준 시공능력평가순위 10위 업체이다.

국내 주택 시장에서는 아파트 브랜드 ‘아이파크(IPARK)’를 소유하고 있다. 2001년 삼성동 아이파크를 시작으로 브랜드 인지도를 높여왔다. 이후 고급 주거 프리미엄 전략과 더불어 디벨로퍼 역량을 합친 포트폴리오를 만들어내고 있다. 대표사례로 광운대역세권 개발 사업으로 2024년 11월 서울원 아이파크를 분양하며 좋은 성과를 만들었다. 미래복합 도시 개요의 컨셉으로 상업과 주거, 복합지역을 아우른다.

2024년 연간 기준으로 건축주택 부문은 매출액의 67%를 차지한다. 일반건축 부문은 20%, 토목/SOC 7% 수준이다. 2025년 1분기 HDC현대산업개발의 연결 매출은 9,057억원으로 전년 동기 대비 5% 감소했다. 부문별로는 주택(자체) 2,272억원(YoY +206%), 주택(외주) 5,040억원(YoY -1%), 토목/SOC 615억원(YoY -19%), 기타 413억원(YoY +46%)을 기록했다.

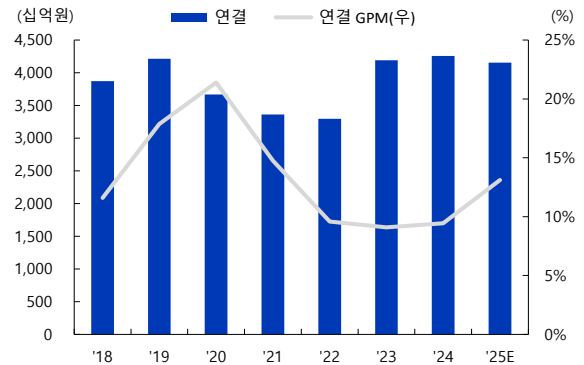
HDC현대산업개발은 각 사업부문에서 안정적인 실적 흐름을 이어가고 있다. 주택부문은 아이파크 브랜드의 높은 선호도를 바탕으로 도시정비사업 중심의 신규수주를 확대하고 있다. 그리고 자체사업 서울원 아이파크를 기반으로 차세대 대규모 개발사업 수주를 계획하고 있다. 개발기획부터 분양, 시공 그리고 운영까지 아우르는 통합 역량을 바탕으로 도시개발 및 복합개발사업의 강점으로 높은 이익을 주는 사업에 집중하고 있다. 이러한 전략은 실적 개선과 함께 밸류에이션 리레이팅 요인으로 작용 할 것으로 판단한다.

[도표 148] HDC 현대산업개발 사업부문별 매출 비중



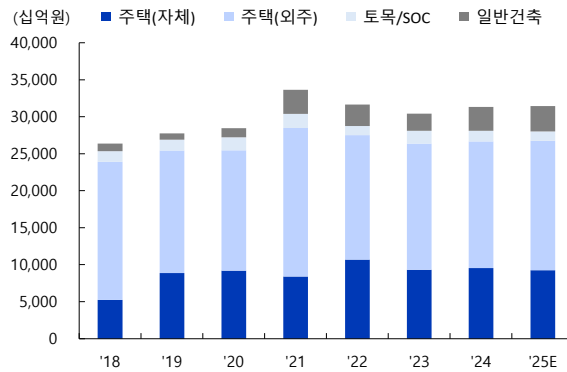
자료: HDC현대산업개발, 교보증권 리서치센터

[도표 149] HDC 현대산업개발 연결 매출액과 매출이익률 추이 및 전망



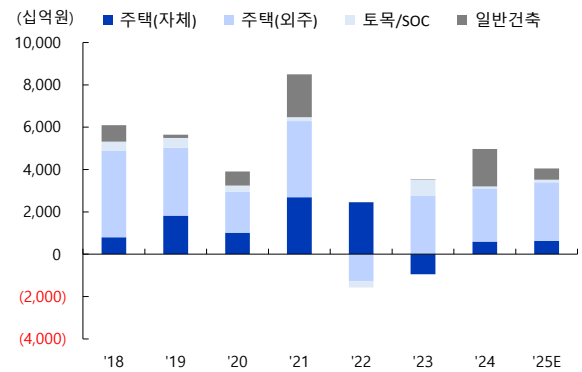
자료: HDC현대산업개발, 교보증권 리서치센터

[도표 150] HDC 현대산업개발 부문별 수주잔고 추이 및 전망



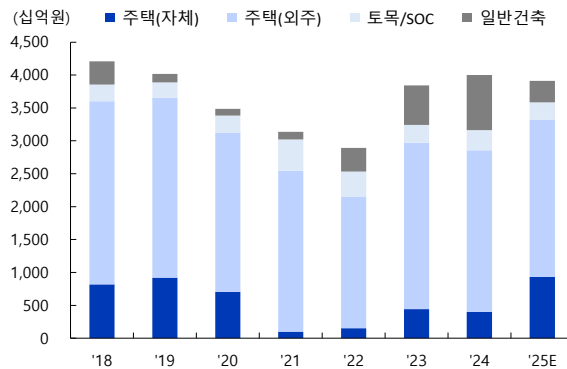
자료: HDC현대산업개발, 교보증권 리서치센터

[도표 151] HDC 현대산업개발 부문별 신규수주 추이 및 전망



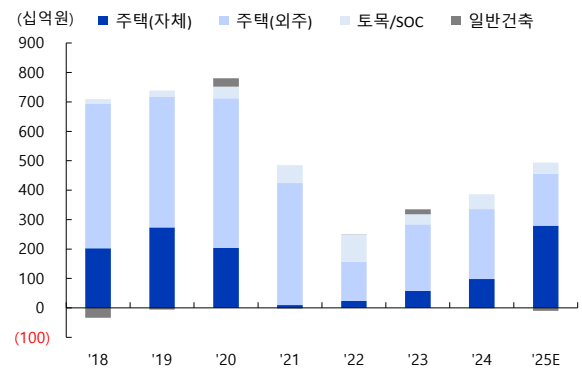
자료: HDC현대산업개발, 교보증권 리서치센터

[도표 152] HDC 현대산업개발 사업부문별 매출액 추이 및 전망



자료: HDC현대산업개발, 교보증권 리서치센터

[도표 153] HDC 현대산업개발 사업부문별 매출총이익 추이 및 전망



자료: HDC현대산업개발, 교보증권 리서치센터

투자포인트: 자체주택 매출 비중 확대되며 수익성 개선

HDC현대산업개발의 주택건축 부문은 자체사업과 함께 도시정비사업 기반의 하이엔드 수주 역량으로 매출과 이익의 성장세를 만들 것을 예상한다. 전국 분양 물량은 2022년 33.7만 호에서 2023년 20.6만 호로 감소했다. 2025년에도 22만 호 수준으로 낮은 흐름이 이어지고 있다. 그러나 서울 분양 물량은 과거 수준으로 유지 중이다. 2022년 27,356호, 2023년 23,224호, 2024년 29,488호 그리고 2025년에는 27,672호로 과거 수준으로 유지 중이다.

HDC현대산업개발은 도시정비사업을 중심으로 브랜드 ‘아이파크(IPARK)’의 높은 선호도를 바탕으로 수주 경쟁력을 강화해왔다. 이로 인해 HDC현대산업개발 분양물량은 다른 대형 건설사와 다른 움직임을 보인다. 분양물량으로는 2022년 5,178호에서 2023년 11,377호로 축소되었다. 하지만 2024년은 9,106호 수준으로 다시 축소되었다. 하지만 2024년 자체사업 서울원이 분양되었고 일반도급사업(10%내외) 대비 높은 30%대의 매출총이익을 달성한 것으로 추정한다. 서울원 물량은 2024년 4분기부터 인식되었고 올해 본격적으로 매출인식이 되며 매출과 이익의 개선은 2028년 준공까지 지속될 것으로 예상한다.

일반건축 부문은 대형 중장기 프로젝트를 중심으로 매출 확대가 기대한다. 북정역세권 공사규모 1조 3,597억원, 청라 의료복합타운 6,920억원, 잠실MICE 5,086억원 등의 사업장들은 2026년 착공할 것을 예상한다. 2030년까지 안정적인 매출과 이익을 창출 할 것을 예상한다. 그리고 지식산업센터에 대한 훼손은 모두 해소되었고 추가적인 훼손은 제한적일 것으로 예상한다.

[도표 154] HDC 현대산업개발 주요 파이프라인

단위: 십억원	사업지	매출액	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	공사기간
자체주택 (4.2조원)	서울원 아이파크	2,890.1								2024년11월~2028년7월
	청주 가경 7, 8단지	830.3								2026년 착공 예정
	천안아이파크(부성3)	497.1								2025년 착공 예정
외주주택 (4.9조원)	천안아이파크(성성5,부성4~6,부대1)	1,327.7								2024~2026년 착공 예정
	시티오씨엘(2,6~9단지)	2,102.5								2024~2027년 착공 예정
	파주메디컬클러스터	1,001.9								2025~2026년 착공 예정
	용산철도병원부지개발	294.4								2026년 착공 예정
	공릉역세권개발	140.8								2026년 착공 예정
일반건축 (2.6조원)	북정 역세권	1,359.7								2026년 착공 예정
	청라의료복합타운 조성	692.0								2026년 착공 예정
	잠실 MICE	508.6								2026년 착공 예정

자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 155] HDC 현대산업개발 부문별 실적 추이 및 전망(연결)

(단위: 십억원,%)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
신규수주(별도)	1,721	(26)	1,303	1,978	1,089	1,013	1,013	1,013	4,975	4,052	4,266	4,490
주택(자체)	230	13	309	45	0	157	157	157	598	628	659	692
주택(외주)	85	(48)	851	1,630	1,052	693	693	693	2,518	2,770	2,909	3,054
토목/SOC	143	8	19	(82)	36	31	31	31	88	123	129	136
일반건축	1,263	0	124	384	0	133	133	133	1,771	531	569	608
수주잔고(별도)	31,235	30,137	30,405	31,314	31,566	31,564	31,488	31,261	31,314	31,261	31,095	30,845
매출액(연결)	955	1,087	1,089	1,125	906	1,027	1,103	1,120	4,256	4,155	4,484	4,797
(별도)												
주택(자체)	74	53	88	186	227	215	232	258	401	931	1,142	1,247
주택(외주)	509	670	610	667	504	619	640	624	2,456	2,387	2,472	2,668
토목/SOC	76	83	73	76	62	68	73	64	308	267	248	226
일반건축	223	216	252	145	51	64	97	115	836	327	377	406
매출총이익(연결)	82	113	98	109	107	134	144	159	402	545	671	774
(별도)												
주택(자체)	22	9	13	54	68	63	68	80	98	280	364	407
주택(외주)	45	80	68	45	34	45	48	50	238	176	186	241
토목/SOC	13	18	12	7	9	10	10	8	50	37	35	31
일반건축	(4)	3	(3)	2	(17)	1	3	3	(2)	(10)	16	19
GPM(연결)	8.6%	10.4%	9.0%	9.7%	11.8%	13.1%	13.1%	14.2%	9.4%	13.1%	15.0%	16.1%
(별도)												
주택(자체)	29.3%	17.0%	14.7%	29.1%	30.0%	29.5%	29.5%	31.0%	24.4%	30.0%	31.9%	32.6%
주택(외주)	8.9%	12.0%	11.1%	6.7%	6.7%	7.2%	7.5%	8.0%	9.7%	7.4%	7.5%	9.0%
토목/SOC	17.3%	21.6%	16.4%	9.4%	13.9%	15.3%	13.8%	13.1%	16.3%	14.0%	13.9%	13.8%
일반건축	-1.9%	1.6%	-1.0%	1.1%	-34.1%	1.0%	3.0%	3.0%	-0.2%	-3.2%	4.3%	4.7%
판매관리비(연결)	41	59	50	67	53	57	61	62	217	232	236	255
판매관리비율(%)	4.3%	5.4%	4.6%	6.0%	5.9%	5.5%	5.5%	5.5%	5.1%	5.6%	5.3%	5.3%
영업이익(연결)	42	54	48	42	54	77	83	97	185	312	435	519
영업이익률(%)	4.4%	5.0%	4.4%	3.7%	6.0%	7.5%	7.6%	8.7%	4.3%	7.5%	9.7%	10.8%
세전이익(연결)	44	64	48	44	58	76	77	86	200	296	404	483
당기순이익(연결)	30	47	33	45	46	65	68	79	156	259	369	448
지배주주순이익(연결)	30	47	33	45	46	65	68	79	156	259	369	448
순이익률(%)	3.2%	4.4%	3.0%	4.0%	5.1%	6.4%	6.2%	7.0%	3.7%	6.2%	8.2%	9.3%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 156] HDC 현대산업개발 적정주가 산정표

항목	적용값	비고
BPS (원)	55,413	2026E 조정 BPS 지배자본 기준
Target PBR (배)	0.55	과거 4 개년 상단 P/B
적정주가 산출 (원)	30,505	BPS*PBR
적정주가 (원)	31,000	100 의자리 반올림
현재 종가 (원)	27,100	2025-06-11 기준
상승 여력	14.4%	

자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 157] HDC 현대산업개발 PER Band



자료: HDC현대산업개발, 교보증권 리서치센터

[도표 158] HDC 현대산업개발 PBR Band



자료: HDC현대산업개발, 교보증권 리서치센터

[HDC현대산업개발 145020]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,191	4,256	4,155	4,484	4,797
매출원가	3,810	3,854	3,610	3,814	4,023
매출총이익	381	402	545	671	774
매출총이익률 (%)	9.1	9.4	13.1	15.0	16.1
판매비와관리비	185	217	232	236	255
영업이익	195	185	312	435	519
영업이익률 (%)	4.7	4.3	7.5	9.7	10.8
EBITDA	255	243	358	472	549
EBITDA Margin (%)	6.1	5.7	8.6	10.5	11.5
영업외손익	42	16	-17	-31	-36
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	97	85	168	243	333
금융비용	-47	-64	-39	-36	-43
기타	-9	-6	-146	-239	-326
법인세비용차감전순손익	237	200	295	403	483
법인세비용	64	45	37	35	35
계속사업순손익	173	156	258	368	448
중단사업순손익	0	0	1	0	-2
당기순이익	173	156	259	369	447
당기순이익률 (%)	4.1	3.7	6.2	8.2	9.3
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	173	156	259	369	447
지배순이익률 (%)	4.1	3.7	6.2	8.2	9.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-6	-7	-7	-7	-7
포괄순이익	167	149	252	362	440
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	167	149	252	362	440

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	640	314	660	192	505
당기순이익	173	156	259	369	447
비현금항목의 가감	253	215	90	0	-90
감가상각비	57	55	44	36	29
외환손익	-1	-2	8	8	8
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	198	162	38	-43	-126
자산부채의 증감	222	13	213	-356	-113
기타현금흐름	-8	-69	99	179	262
투자활동 현금흐름	-143	-98	-68	-70	-71
투자자산	-14	-8	-5	-5	-5
유형자산	-65	-34	0	0	0
기타	-64	-56	-63	-65	-66
재무활동 현금흐름	-504	47	1,460	1,768	1,768
단기차입금	-367	123	1,867	1,867	1,867
사채	0	-70	-70	-70	-70
장기차입금	468	465	-50	50	50
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-40	-45	-45	-45	-45
기타	-565	-426	-243	-34	-34
현금의 증감	-6	266	2,021	1,787	2,120
기초 현금	564	558	825	2,846	4,633
기말 현금	558	825	2,846	4,633	6,753
NOPLAT	142	144	273	397	482
FCF	359	180	531	78	398

자료: HDC 현대산업개발, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	4,987	5,380	6,961	9,079	11,324
현금및현금성자산	558	825	2,846	4,633	6,753
매출채권 및 기타채권	1,935	1,749	1,489	1,583	1,612
재고자산	1,507	1,854	1,584	1,854	1,907
기타유동자산	987	953	1,042	1,009	1,053
비유동자산	2,029	2,081	2,050	2,028	2,015
유형자산	484	485	441	405	377
관계기업투자금	71	77	82	87	93
기타금융자산	524	739	739	739	739
기타비유동자산	950	780	788	796	806
자산총계	7,016	7,462	9,011	11,107	13,339
유동부채	3,148	3,510	4,975	6,775	8,632
매입채무 및 기타채무	1,117	1,320	1,130	1,066	1,058
차입금	1,137	1,340	3,207	5,074	6,941
유동성채무	462	429	220	220	220
기타유동부채	431	421	418	415	413
비유동부채	861	837	708	680	653
차입금	246	332	282	332	382
사채	249	200	130	60	-10
기타비유동부채	365	305	296	288	281
부채총계	4,008	4,347	5,683	7,455	9,285
지배지분	3,008	3,115	3,328	3,652	4,054
자본금	330	330	330	330	330
자본잉여금	1,603	1,606	1,606	1,606	1,606
이익잉여금	1,097	1,199	1,413	1,737	2,139
기타자본변동	-21	-21	-21	-21	-21
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,008	3,115	3,328	3,652	4,054
총차입금	2,161	2,356	3,885	5,724	7,564

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	2,626	2,843	4,256	5,591	6,762
PER	5.6	6.3	4.7	3.6	3.0
BPS	45,640	47,801	51,375	56,285	62,365
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
EBITDAPS	3,870	3,527	5,380	7,120	8,309
EV/EBITDA	8.3	6.5	4.4	3.3	2.2
SPS	63,586	64,579	63,046	68,042	72,788
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
CFPS	5,450	15,300	11,619	11,321	16,022
DPS	700	700	700	700	700

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	27.1	1.6	-2.4	7.9	7.0
영업이익 증가율	67.8	-5.5	69.0	39.3	19.5
순이익 증가율	244.3	-9.9	66.1	42.5	21.2
수익성					
ROIC	5.4	5.0	10.2	14.8	16.7
ROA	2.4	2.2	3.1	3.7	3.7
ROE	5.9	5.1	8.0	10.6	11.6
안정성					
부채비율	133.3	139.6	170.7	204.1	229.0
순차입금비율	30.8	31.6	43.1	51.5	56.7
이자보상배율	4.3	3.3	10.1	15.5	14.8

GS건설 006360

도시정비사업과 도급증액으로 실적 개선

June 12, 2025

BUY

신규

투자의견 BUY, 적정주가 30,000원으로 커버리지 개시

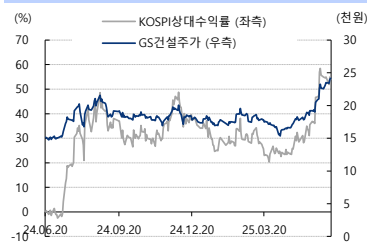
TP 30,000 원

신규

Company Data

현재가(06/11)	24,150 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	24,150 원
52 주 최저가(보통주)	14,470 원
KOSPI (06/11)	2,907.04p
KOSDAQ (06/11)	786.29p
자본금	4,279 억원
시가총액	20,668 억원
발행주식수(보통주)	8,558 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	81.0 만주
평균거래대금(60 일)	177 억원
외국인지분(보통주)	22.23%
주요주주	
하창수 외 16 인	23.64%
국민연금공단	10.36%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	35.0	32.7	65.0
상대주가	19.7	11.5	53.5



[건설] 이상호

3771- 9000,

20250023@iprovest.com

2025년 매출액 12.3조원 (YoY -4%), 영업이익 3,600억원 (YoY +26%) 예상. 당사는 주택분양 기준 2021~2024년 지속적으로 분양세대수는 감소하며 외형의 축소는 불가피. 저마진 사업장 물량이 비교적 많지만 선별수주와 도급증액 효과로 수익성 유지 기대. 플랜트는 안정적인 마진 확보 가능하나 신사업에서의 비용 반영 리스크 상존. 이에 2026E BPS와 과거4개년 평균 P/B 0.51배 적용

자이의 브랜드 파워로 도시정비 신규수주에 집중

건축주택은 선별수주로 매출 이익 지속하며 GPM 연간 8.5% 수준 유지할 것. 올해 상반기 입주 22,000세대, 하반기 9,000세대로 도급증액으로 마진의 일회성 이익도 기대 가능. 메이플자이, 철산더헤리티지 2분기 중 준공 예정

신사업 Pre-Fab사업으로 모듈러 시장 선제준비 하며 단우드(Danwood)와 엘리먼츠(Elements)를 통해 사업 진행중. 단우드를 중심으로 모듈러 시장 집중. GS이니마는 매각 최종단계 협상 중이며 100% 지분 매각 예정.

플랜트는 중장기적으로 사우디 파딜리, 동북아 LNG, 웰시아오로라에서 안정적인 매출과 경성마진 10% 수준을 기대. 중장기적으로 신재생 관련 사업 풍력과 태양광 사업도 지속 전개해 나갈 계획

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	13,436.7	12,863.8	12,290.1	13,018.6	14,066.0
YoY(%)	9.2	-4.3	-4.5	5.9	8.0
영업이익(십억원)	-387.9	286.0	359.8	474.8	538.9
OP 마진(%)	-2.9	2.2	2.9	3.6	3.8
순이익(십억원)	-419.5	263.9	280.1	375.9	443.4
EPS(원)	-5,631	2,869	3,045	4,086	4,821
YoY(%)	적전	흑전	6.1	34.2	18.0
PER(배)	-2.7	6.0	5.9	4.4	3.7
PCR(배)	2.1	1.7	1.8	1.7	1.7
PBR(배)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	-21.9	11.0	6.9	5.2	4.0
ROE(%)	-10.5	5.6	5.8	7.3	8.0

회사 소개

GS건설은 1969년 설립된 국내 대표 건설사이다. GS그룹 핵심 계열사로 그룹 내 건설 부문을 담당하고 있다. 2005년 GS그룹의 출범과 함께 LG건설에서 분리되어 GS건설로 사명을 바꾸었다. 주요 사업 부문은 건축/주택, 신사업, 플랜트, 인프라 사업을 영위하고 있다. 2024년 기준 시공능력평가 순위 6위 업체이다.

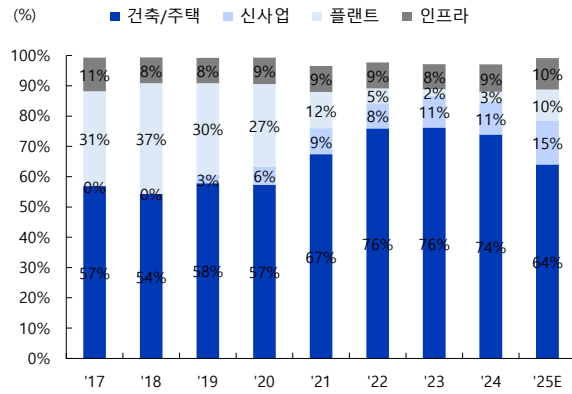
국내 주택 시장에서는 아파트 브랜드 '자이(Xi)'를 소유하고 있다. 프리미엄 주거브랜드는 별도로 출시하고 있지 않고 단일 브랜드 전략으로 고급 주택 시장 또한 선도하고 있다. 2002년 9월 LG건설은 7년간 유지 한 'LG빌리지'에 이어 '자이(Xi)'를 런칭했다. 자이 브랜드가 처음 적용된 단지는 영등포구 여의도동의 한성아파트 재건축 사업이며 2005년 분양하며 '여의도자이' 단지를 만들었다.

플랜트 부문은 석유화학, 가스처리, 수처리 등 다양한 분야에서 플랜트를 시공하고 있다. 설계(Engineering), 조달(Procurement), 시공(Construction)을 일괄 수행하는 EPC 턴키 방식으로 프로젝트를 주도하고 있다. 전세계적으로 인정받는 시공능력이 있고 특히 중동 지역에서의 대형 프로젝트 수행 경험을 통해 기술력과 신뢰도를 인정받고 있다.

2024년 연간 기준으로 건축주택 부문은 매출액의 74%를 차지한다. 신사업 부문은 11%, 인프라 부문은 9%, 플랜트 3% 수준이다. 2025년 1분기 GS건설의 연결 매출은 3조 630억원으로 전년 동기 대비 0.3% 감소했다. 부문별로는 건축/주택 2조 96억원(YoY -16%), 신사업 3,945억원(YoY +37.5%), 플랜트 2,836억원(YoY 425%), 인프라 3,455억원(YoY 31%)를 기록했다. 플랜트는 그린 사업부의 통합되어 1Q25부터 합산 계산되었다.

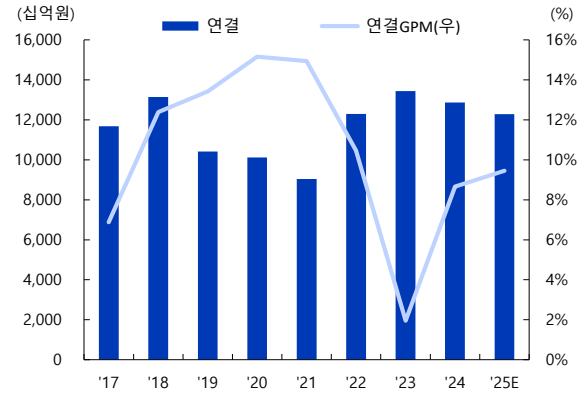
GS건설은 각 사업부문에서 안정적인 실적 흐름을 이어가고 있다. 주택부문은 자이 브랜드의 높은 선호도를 바탕으로 도시정비사업 중심의 신규수주를 확대하고 있다. 플랜트 부문은 중동의 석유화학 플랜트를 포함해 아시아와 기타 신흥국에서 신규수주를 지속하고 있다. 신사업 부문은 Pre-Fab 회사 영국의 엘리먼츠(Elements)와 모듈러 업체 단우드(Danwood)로 모듈러 사업을 진행하고 있다. 그리고 중장기적으로 신재생 관련 풍력과 태양광 사업도 진행하고 있다.

[도표 159] GS건설 사업부문별 매출 비중



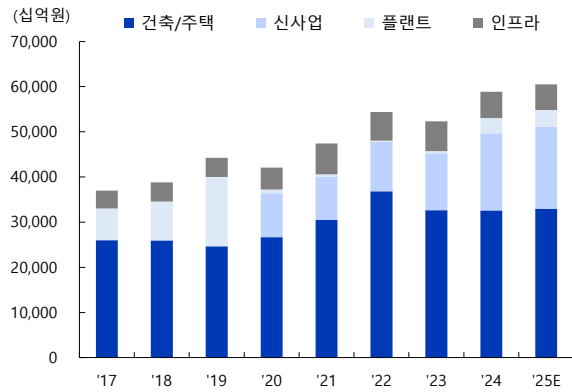
자료: GS건설, 교보증권 리서치센터

[도표 160] GS건설 연결 매출액과 매출이익률 추이 및 전망



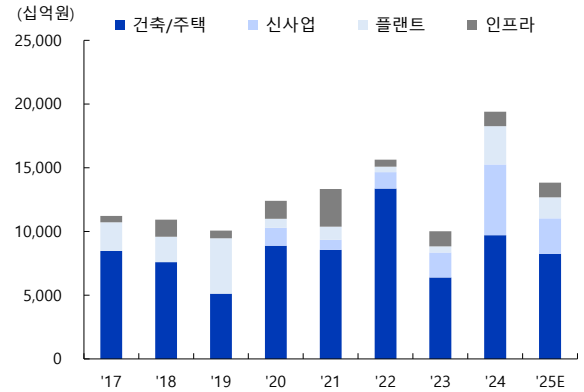
자료: GS건설, 교보증권 리서치센터

[도표 161] GS건설 부문별 수주잔고 추이 및 전망



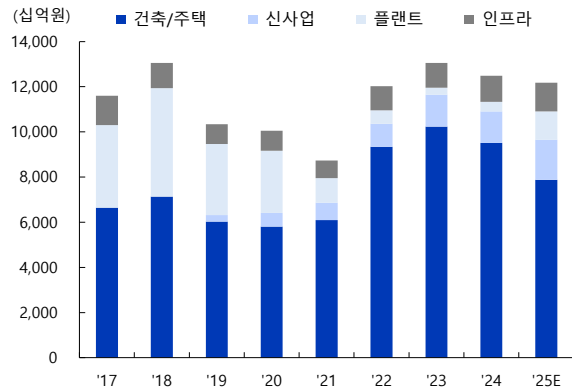
자료: GS건설, 교보증권 리서치센터

[도표 162] GS건설 부문별 신규수주 추이 및 전망



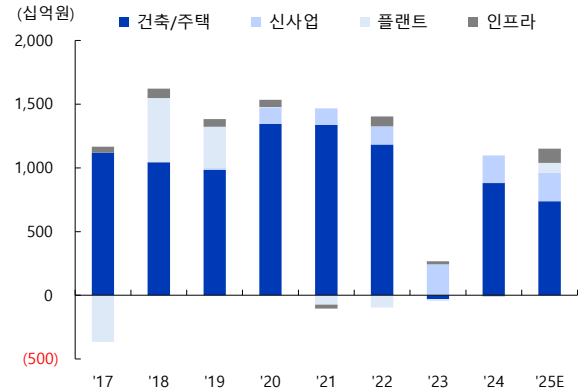
자료: GS건설, 교보증권 리서치센터

[도표 163] GS건설 사업부문별 매출액 추이 및 전망



자료: GS건설, 교보증권 리서치센터

[도표 164] GS건설 사업부문별 매출총이익 추이 및 전망



자료: GS건설, 교보증권 리서치센터

투자포인트: 자이의 브랜드 파워로 도시정비 신규수주에 집중

GS건설의 주택건축 부문은 도시정비사업 기반의 하이엔드 수주 역량으로 매출과 이익의 성장세를 만들 것을 예상한다. 전국 분양 물량은 2022년 33.7만 호에서 2023년 20.6만 호로 감소했다. 2025년에도 22만 호 수준으로 낮은 흐름이 이어지고 있다. 그러나 서울 분양 물량은 과거 수준으로 유지 중이다. 2022년 27,356호, 2023년 23,224호, 2024년 29,488호 그리고 2025년에는 27,672호로 과거 수준으로 유지 중이다. GS건설은 도시정비사업을 중심으로 프리미엄 브랜드 '자이(Xi)'의 높은 선호도를 바탕으로 수주 경쟁력을 강화해왔다. 이로 인해 GS건설 분양물량은 전국대비 감소폭은 적으며 매출 감소는 제한 적일 것으로 판단한다.

분양물량으로는 2022년 27,323호에서 2023년 17,305호로 축소되었다. 하지만 2024년은 20,262호 수준으로 다시 회복했다. 또한 2021년부터 2022년까지 착공된 저마진 사업장의 비중은 2023년 100%에서 2024년 90%, 2025년 66% 그리고 2026년 37%까지 축소 될것으로 예상하며 수익성 개선이 될 것으로 예상한다. 그리고 도급증액이 지속해서 추가 될 것으로 예상한다. 상반기 입주 22,000세대, 하반기 9,000세대가 예정되어 있으며 도급 증액으로 인한 마진의 일회성 이익도 기대 가능하다. 상반기 중에는 장위자이 레디언트, 메이플자이, 철산더헤리티지 사업장의 도급증액을 기대한다.

플랜트 부문은 대형 해외 프로젝트를 중심으로 수주 확대가 기대한다. GS건설은 중동과 신흥국을 중심으로 발전소, 화공, 비료, 암모니아 등 다양한 분야의 대형 프로젝트 수주를 추진중이다. 주요 파이프라인으로는 UAE Northeast P5 EPCM 20억불, 튀르키예 SAF 10억은 하반기 중으로 수주 결과가 나올 것이고, 2026년에는 타지즈 블루 암모니아 20억 불 규모도 2026년 기대 가능하다. 신사업 부문에서 모듈러 사업은 선제적인 손실 반영이 진행 됐으나 추가 발생 가능성도 존재한다. 하지만 GS이니마의 매각은 진행 중이며 매각을 통한 재무 구조 개선을 기대 할 수 있다.

[도표 165] GS건설 연도별 분양물량과 입주물량

단위: 세 대 수

GS건설	입주물량	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
분양물량		959	4,385	26,105	21,344	27,900	15,490	14,628	2,412
2020			4,385	21,378	822				
2021		959		3,390	15,089	1,431			
2022				1,337	3,216	17,115	5,655		
2023					1,297	6,047	8,291	1,670	
2024					920	3,307	1,544	12,958	1,533
2025									879

자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 166] GS 건설 부문별 실적 추이 및 전망(연결)

(단위: 십억원,%)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
신규수주	3,302	5,045	4,615	6,949	4,655	3,458	3,458	3,458	19,911	13,834	14,581	15,369
건축/주택	1,476	1,992	2,922	3,325	3,897	2,064	2,064	2,064	9,715	8,257	8,670	9,104
신사업	185	2,899	1,171	1,291	622	693	693	693	5,546	2,773	2,967	3,175
플랜트	1,615	121	(11)	1,288	24	414	414	414	3,014	1,657	1,740	1,827
인프라	25	28	302	769	113	287	287	287	1,124	1,146	1,203	1,264
수주잔고	54,430	56,178	57,765	60,484	63,536	63,829	64,254	62,027	60,484	62,027	63,590	64,893
매출액	3,071	3,297	3,109	3,387	3,063	3,166	3,033	3,029	12,864	12,290	13,019	14,066
건축/주택	2,387	2,533	2,237	2,355	2,010	2,066	1,893	1,903	9,511	7,872	8,152	9,024
신사업	287	350	361	393	395	452	477	459	1,392	1,782	1,986	2,082
플랜트	54	61	102	209	284	308	325	336	426	1,252	1,501	1,584
인프라	263	259	313	319	346	314	312	305	1,154	1,277	1,274	1,271
매출총이익	275	274	257	308	291	294	292	285	1,114	1,162	1,287	1,417
건축/주택	210	279	163	228	191	196	180	171	880	738	773	864
신사업	48	58	38	73	37	59	64	62	217	223	272	280
플랜트	7	(28)	9	13	7	18	24	28	2	77	129	157
인프라	6	(33)	33	(14)	51	19	22	21	(7)	113	105	106
GPM	9.0%	8.3%	8.3%	9.1%	9.5%	9.3%	9.6%	9.4%	8.7%	9.5%	9.9%	10.1%
건축/주택	8.8%	11.0%	7.3%	9.7%	9.5%	9.5%	9.5%	9.0%	9.3%	9.4%	9.5%	9.6%
신사업	16.6%	16.6%	10.5%	18.6%	9.4%	13.1%	13.5%	13.5%	15.6%	12.5%	13.7%	13.4%
플랜트	12.5%	-45.5%	8.7%	6.4%	2.4%	6.0%	7.5%	8.2%	0.4%	6.2%	8.6%	9.9%
인프라	2.4%	-12.6%	10.5%	-4.4%	14.8%	6.0%	7.0%	7.0%	-0.7%	8.9%	8.3%	8.4%
판매관리비	205	181	175	268	221	203	191	188	828	802	812	878
판매비율(%)	6.7%	5.5%	5.6%	7.9%	7.2%	6.4%	6.3%	6.2%	6.4%	6.5%	6.2%	6.2%
영업이익	71	93	82	40	70	91	101	97	286	360	475	539
영업이익률(%)	2.3%	2.8%	2.6%	1.2%	2.3%	2.9%	3.3%	3.2%	2.2%	2.9%	3.6%	3.8%
세전이익	179	56	181	26	80	97	126	136	442	440	571	640
당기순이익	139	35	121	(31)	68	51	74	86	264	280	376	443
지배주주순이익	135	27	119	(35)	65	49	74	87	246	275	371	438
순이익률(%)	4.4%	0.8%	3.8%	-1.0%	2.1%	1.5%	2.5%	2.9%	1.9%	2.2%	2.8%	3.1%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 167] GS 건설 적정주가 산정표

항목	적용값	비고
BPS (원)	58,114	2026E 조정 BPS 지배자본 기준
Target PBR (배)	0.51	과거 4 개년 평균 P/B
적정주가 산출 (원)	29,849	BPS*PBR
적정주가 (원)	30,000	100 의자리 반올림
현재 종가 (원)	24,150	2025-06-11 기준
상승 여력	24.2%	

자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 168] GS 건설 PER Band



자료: GS건설, 교보증권 리서치센터

[도표 169] GS 건설 PBR Band



자료: GS건설, 교보증권 리서치센터

[GS건설 006360]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	13,437	12,864	12,290	13,019	14,066
매출원가	13,174	11,750	11,128	11,732	12,649
매출총이익	262	1,114	1,162	1,287	1,417
매출총이익률 (%)	2.0	8.7	9.5	9.9	10.1
판매비와관리비	650	828	802	812	878
영업이익	-388	286	360	475	539
영업이익률 (%)	-2.9	2.2	2.9	3.6	3.8
EBITDA	-195	495	540	631	675
EBITDA Margin (%)	-1.4	3.8	4.4	4.8	4.8
영업외손익	-130	156	75	93	100
관계기업손익	40	-7	-7	-7	-7
금융수익	256	396	406	427	454
금융비용	-463	-617	-388	-382	-377
기타	37	384	64	56	30
법인세비용차감전순이익	-517	442	434	568	639
법인세비용	-98	178	189	194	196
계속사업순이익	-420	264	245	374	443
중단사업순이익	0	0	49	16	16
당기순이익	-420	264	293	390	459
당기순이익률 (%)	-3.1	2.1	2.4	3.0	3.3
비지배지분순이익	62	18	20	27	32
지배지분순이익	-482	246	273	363	427
지배순이익률 (%)	-3.6	1.9	2.2	2.8	3.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	83	-64	-64	-64	-64
포괄순이익	-336	200	229	326	395
비지배지분포괄이익	70	21	24	34	41
지배지분포괄이익	-406	179	206	292	354

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	470	268	337	664	653
당기순이익	-420	264	293	390	459
비현금항목의 가감	1,103	608	396	351	300
감가상각비	167	181	155	133	113
외환손익	-16	-181	-72	-72	-72
자본법평가손익	-40	7	7	7	7
기타	991	601	307	284	252
자산부채의 증감	27	-367	-122	132	73
기타현금흐름	-241	-237	-231	-210	-179
투자활동 현금흐름	-763	-549	48	-11	-54
투자자산	-17	88	60	60	60
유형자산	-476	-416	0	0	0
기타	-270	-221	-12	-71	-113
재무활동 현금흐름	496	77	-1,417	-17	-17
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-135	-32	-25	-25	-25
기타	632	109	-1,391	9	9
현금의 증감	221	-162	564	563	716
기초 현금	2,024	2,245	2,083	2,647	3,210
기말 현금	2,245	2,083	2,647	3,210	3,926
NOPLAT	-314	171	203	312	373
FCF	-570	-404	261	601	583

자료: GS 건설, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,482	8,667	7,796	8,354	9,050
현금및현금성자산	2,245	2,083	2,647	3,210	3,926
매출채권 및 기타채권	3,101	2,841	2,702	2,850	2,861
재고자산	1,339	1,280	1,429	1,412	1,484
기타유동자산	2,797	2,463	1,019	883	779
비유동자산	8,225	9,137	8,942	8,783	8,659
유형자산	2,256	2,639	2,484	2,351	2,238
관계기업투자금	215	284	224	164	104
기타금융자산	2,288	2,749	2,749	2,749	2,749
기타비유동자산	3,466	3,466	3,486	3,519	3,568
자산총계	17,707	17,803	16,738	17,137	17,709
유동부채	8,796	9,032	7,632	7,580	7,610
매입채무 및 기타채무	2,842	2,809	2,886	2,908	3,008
차입금	1,286	1,131	1,131	1,131	1,131
유동성채무	1,051	1,997	497	397	297
기타유동부채	3,617	3,096	3,118	3,145	3,176
비유동부채	4,026	3,684	3,734	3,796	3,875
차입금	2,467	2,152	2,152	2,152	2,152
사채	443	352	352	352	352
기타비유동부채	1,115	1,181	1,231	1,293	1,372
부채총계	12,822	12,716	11,366	11,376	11,485
지배지분	4,314	4,414	4,662	4,999	5,400
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	942	924	924	924	924
이익잉여금	3,046	3,266	3,514	3,851	4,253
기타자본변동	-37	-98	-98	-98	-98
비지배지분	571	673	711	762	823
자본총계	4,885	5,087	5,372	5,761	6,224
총차입금	5,662	6,081	4,621	4,565	4,512

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	-5,631	2,869	3,190	4,239	4,988
PER	-2.7	6.0	5.6	4.2	3.6
BPS	50,413	51,578	54,470	58,412	63,102
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	-2,273	5,780	6,307	7,376	7,887
EV/EBITDA	-21.9	11.0	6.8	5.2	4.0
SPS	157,005	150,311	143,607	152,119	164,358
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	-6,658	-4,719	3,051	7,022	6,810
DPS	0	300	300	300	300

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	9.2	-4.3	-4.5	5.9	8.0
영업이익 증가율	적 전	흑 전	25.8	32.0	13.5
순이익 증가율	적 전	흑 전	11.2	32.9	17.7
수익성					
ROIC	-18.2	7.8	8.3	13.7	17.1
ROA	-2.8	1.4	1.6	2.1	2.4
ROE	-10.5	5.6	6.0	7.5	8.2
안정성					
부채비율	262.5	250.0	211.6	197.5	184.5
순차입금비율	32.0	34.2	27.6	26.6	25.5
이자보상배율	-1.3	0.9	1.5	2.1	2.4

대우건설 047040

주택은 회복 중, 해외 신규수주 기대

June 12, 2025

BUY

신규

투자의견 BUY, 적정주가 5,300원으로 커버리지 개시

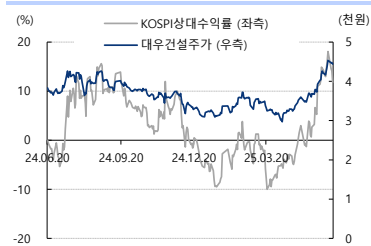
TP 5,300 원

신규

Company Data

현재가(06/11)	4,440 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	4,535 원
52 주 최저가(보통주)	2,970 원
KOSPI (06/11)	2,907.04p
KOSDAQ (06/11)	786.29p
자본금	20,781 억원
시가총액	18,454 억원
발행주식수(보통주)	41,562 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	230.1 만주
평균거래대금(60 일)	96 억원
외국인지분(보통주)	11.06%
주요주주	
중흥토건 외 2 인	50.75%
국민연금공단	5.72%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	27.8	29.6	22.5
상대주가	13.3	8.9	14.0



[건설] 이상호

3771- 9000,

20250023@iprovest.com

주택은 회복중이며 원전으로 모멘텀 확보

주택건축 줄어든 착공 물량으로 매출은 감소가 불가피 하지만 저마진의 사업장은 하반기부터 준공되며 마진은 개선 속도 가속화 기대. 1Q25 기준 일회성 준공정산이익 제외시 GPM은 8.7% 수준으로 회복했고 2분기에도 입주물량의 정산이익 발생 기대가능.

팀코리아 체코 투코바니 2기 원전 최종 수주 계약 체결. 체코 법원의 가처분소송이 무효되면서 혼란을 매듭짓고 원전 계약이 성사됐다. 약 26조원 규모의 수주계약이며 대우건설은 시공을 맡으며 시공금액은 4~5조원 수준이다. 향후 체코 테멜린 3,4호기 원전 추가도 검토중으로 동사의 원전 모멘텀에도 긍정적

나이지리아 사업장은 플랜트 부문의 90% 이상의 매출 비중을 차지하는 고마진 사업장. 1Q25 기준 플랜트부문은 GPM 22.6%를 달성했으며 나이지리아 LNG 프로젝트로 높은 마진은 지속될 것. 해외의 대규모 수주 파이프라인이 있어 전체적인 외형 회복 기대. 투르크메니스탄 미네랄 비료공장 10조원(2Q25), 이라크 알포Alfaw항 해군기지 18조(3Q25), 이라크 공군기지/나이지리아 인도라마/쿠웨이트 원유가스 등은 올해 중으로 수주 기대.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	11,647.8	10,503.6	8,177.3	9,350.6	10,464.5
YoY(%)	11.8	-9.8	-22.1	14.3	11.9
영업이익(십억원)	662.5	403.1	477.9	563.2	629.0
OP 마진(%)	5.7	3.8	5.8	6.0	6.0
순이익(십억원)	521.5	242.8	267.1	377.9	447.3
EPS(원)	1,231	563	620	876	1,037
YoY(%)	1.5	-54.3	10.0	41.5	18.4
PER(배)	3.4	5.5	5.6	4.0	3.4
PCR(배)	1.7	1.9	2.2	1.9	1.8
PBR(배)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	3.4	6.1	3.6	1.7	0.0
ROE(%)	13.2	5.6	5.8	7.7	8.4

회사 소개

대우건설은 1973년 설립된 국내 대표 건설사이다. 한때 대우그룹 핵심 계열사로 그룹 내 건설 부문을 담당하고 있었으나 2000년 워크아웃 이후 여러 인수 단계를 거쳤다. 그리고 2021년 중흥그룹 계열사로 편입되었다. 주요 사업 부문은 주택건축, 토목, 플랜트 사업을 영위하고 있다. 플랜트 부문은 대형 프로젝트 수행 경험을 바탕으로 글로벌 EPC 시장에서 경쟁력을 확보하고 있다. 2024년 기준 시공능력평가순위는 3위 업체이다

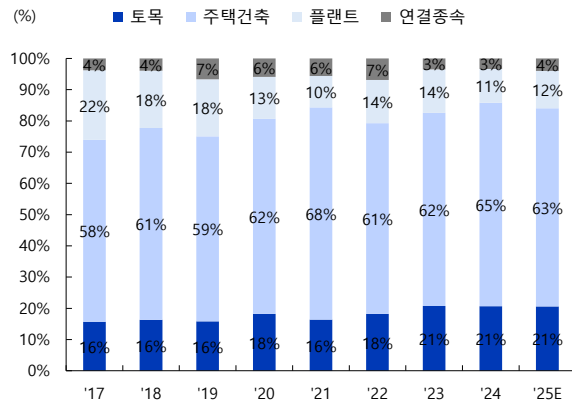
국내 주택 시장에서는 아파트 브랜드 ‘푸르지오(PRUGIO)’를 소유하고 있다. 2014년 5월 프리미엄 주거 브랜드 ‘푸르지오 써밋(PRUGIO SUMMIT)’을 출시하며 고급 주택 시장을 선도하고 있다. 푸르지오 써밋 브랜드가 처음 적용된 단지는 용산구 한강로2가 지역의 재개발 사업이며 2014년 분양하며 ‘용산 푸르지오 써밋’ 단지를 만들었다.

플랜트 부문은 석유화학, 가스처리, 발전, 담수, 원자력, 신재생에너지, 원전 등 다양한 분야에서 플랜트를 시공하고 있다. 설계(Engineering), 조달(Procurement), 시공(Construction)을 일괄 수행하는 EPC 턴키 방식으로 프로젝트를 주도하고 있다. 전 세계적으로 인정받는 시공능력이 있고 특히 중동 지역에서의 대형 프로젝트 수행 경험을 통해 기술력과 신뢰도를 인정받고 있다.

2024년 연간 기준으로 건축주택 부문은 매출액의 65%를 차지한다. 토목 부문은 21%, 플랜트 부문은 11% 수준이다. 2025년 1분기 대우건설의 연결 매출은 2조 767억원으로 전년 동기 대비 17% 감소했다. 부문별로는 주택건축 1조 3,816억원(YoY -14%), 토목 4,150억원(YoY -24%), 플랜트 2,270억원(YoY -17%)을 기록했다.

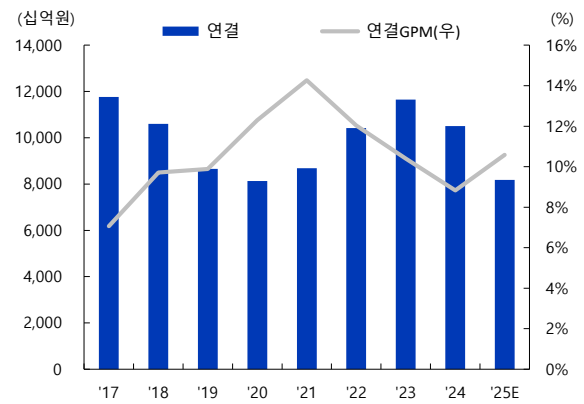
대우건설은 각 사업부문에서 안정적인 실적 흐름을 이어가고 있다. 주택부문은 푸르지오 브랜드의 높은 선호도를 바탕으로 도시정비사업 중심의 신규수주를 확대하고 있다. 플랜트 부문은 중동의 석유화학 플랜트를 포함해 아시아와 기타 신흥국과 아프리카에서 신규수주를 지속하고 있다. 특히 전 세계의 전력 공급 부족 이슈에 대응하기 위해 중장기 계획으로 신재생에너지와 원자력 사업에 집중하고 있다. 이러한 전략은 실적 개선과 함께 밸류에이션 리레이팅 요인으로 작용 할 것으로 판단한다.

[도표 170] 대우건설 사업부문별 매출 비중



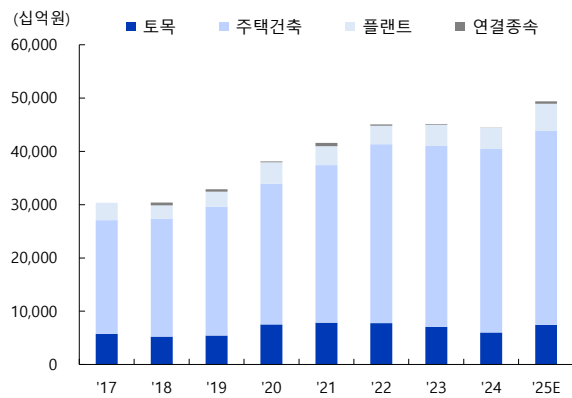
자료: 대우건설, 교보증권 리서치센터

[도표 171] 대우건설 연결 매출액과 매출이익률 추이 및 전망



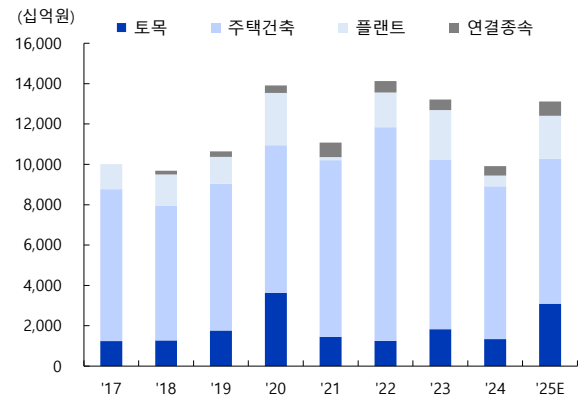
자료: 대우건설, 교보증권 리서치센터

[도표 172] 대우건설 부문별 수주잔고 추이 및 전망



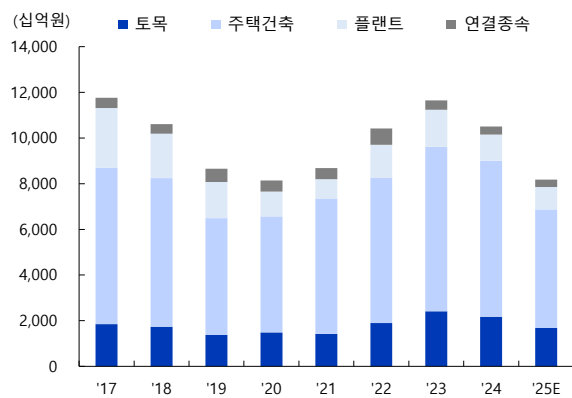
자료: 대우건설, 교보증권 리서치센터

[도표 173] 대우건설 부문별 신규수주 추이 및 전망



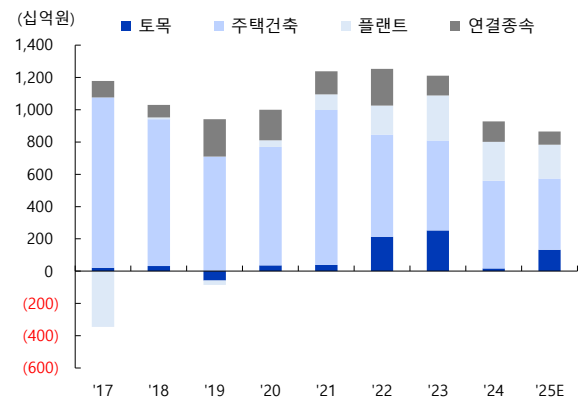
자료: 대우건설, 교보증권 리서치센터

[도표 174] 대우건설 사업부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 대우건설, 교보증권 리서치센터

[도표 175] 대우건설 사업부문별 매출총이익 추이 및 전망



자료: 대우건설, 교보증권 리서치센터

투자포인트: 주택은 회복중이며 원전으로 모멘텀 확보

대우건설의 주택건축 부문은 도시정비사업 기반의 하이엔드 수주 역량으로 매출과 이익의 성장세를 만들 것을 예상한다. 전국 분양 물량은 2022년 33.7만 호에서 2023년 20.6만 호로 감소했다. 2025년에도 22만 호 수준으로 낮은 흐름이 이어지고 있다. 그러나 서울 분양 물량은 과거 수준으로 유지 중이다. 2022년 27,356호, 2023년 23,224호, 2024년 29,488호 그리고 2025년에는 27,672호로 과거 수준으로 유지 중이다. 대우건설은 도시정비사업을 중심으로 프리미엄 브랜드 ‘푸르지오 써밋’의 높은 선호도를 바탕으로 수주 경쟁력을 강화해왔다. 이로 인해 대우건설 분양물량은 전국 대비 감소폭은 적으며 매출 감소는 제한 적일 것으로 판단한다.

분양물량으로는 2022년 15,002호에서 2023년 13,470호로 축소되었다. 하지만 2024년은 18,585호 수준으로 다시 회복했다. 또한 2021년부터 2022년까지 착공된 저마진 사업장의 비중은 2023년 95%에서 2024년 80%, 2025년 60% 그리고 2026년 17%까지 축소 될것으로 예상하며 수익성 개선이 될 것으로 예상한다.

플랜트 부문은 대형 해외 프로젝트를 중심으로 수주 확대가 기대한다. 대우건설은 중동과 신흥국을 중심으로 토목, 원유가스, 원전 등 다양한 분야의 대형 프로젝트 수주를 추진중이다. 주요 파이프라인으로는 이라크 Alfaw항 해군기지 13억 불, 이라크 공군기지 7억 불, 투르크메니스탄 미네랄 비료공장 7억 불, 나이지리아 인도라마, 쿠웨이트 원유가스 설비 등이 있다. 이는 올해 중으로 수주 결과가 나오며 수주 모멘텀으로 작용 될 것을 기대한다. 그리고 약 25조원 규모의 체코 원전도 최종 계약 체결에 성공하며 해외 원전 시장에 대한 긍정적 모멘텀이 될 것으로 예상한다.

[도표 176] 대우건설 연도별 분양물량과 입주물량

단위: 세 대 수

대우건설	입주물량	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
분양물량		679	6,898	25,811	22,514	10,547	7,614	10,363	9,196
2020		679	5,153	19,982	1,012				
2021			1,745	4,445	9,550				
2022					7,352	6,318	1,332		
2023				1,384	3,960	1,721	3,846	2,559	
2024					640	2,508	1,896	7,804	5,737
2025							540		3,459

자료: REPS114, 교보증권 리서치센터

[도표 177] 대우건설 부문별 실적 추이 및 전망(연결)

(단위: 십억원,%)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
신규수주	2,489	1,911	2,971	2,541	2,824	3,279	3,279	3,279	9,913	13,115	13,211	14,046
토목	140	655	298	250	217	772	772	772	1,343	3,089	3,181	3,499
주택건축	2,095	1,146	2,456	1,870	2,419	1,797	1,797	1,797	7,566	7,188	7,547	7,925
플랜트	234	56	195	48	160	533	533	533	533	2,132	1,706	1,791
연결종속	21	55	22	373	28	177	177	177	471	706	777	831
수주잔고	45,657	44,989	44,778	44,440	45,013	46,355	47,588	49,377	44,440	49,377	53,238	56,819
매출액	2,487	2,822	2,548	2,647	2,077	1,937	2,046	2,118	10,504	8,177	9,351	10,464
토목	548	541	516	566	415	397	423	448	2,170	1,683	1,866	2,366
주택건축	1,598	1,878	1,643	1,723	1,382	1,275	1,258	1,277	6,842	5,192	5,679	6,069
플랜트	272	296	289	281	227	232	250	267	1,139	976	1,280	1,457
연결종속	70	107	99	78	53	32	114	126	353	326	525	573
매출총이익	215	276	169	268	251	180	207	227	927	865	1,009	1,129
토목	60	18	(12)	(49)	36	30	32	35	16	133	146	184
주택건축	105	135	87	217	150	96	94	102	544	442	464	497
플랜트	48	66	48	80	51	46	53	59	242	209	267	303
연결종속	2	57	47	20	14	8	29	32	126	82	132	144
GPM	8.6%	9.8%	6.6%	10.1%	12.1%	9.3%	10.1%	10.7%	8.8%	10.6%	10.8%	10.8%
토목	10.9%	3.3%	-2.4%	-8.6%	8.7%	7.5%	7.5%	7.8%	0.7%	7.9%	7.8%	7.8%
주택건축	6.6%	7.2%	5.3%	12.6%	10.8%	7.5%	7.5%	8.0%	7.9%	8.5%	8.2%	8.2%
플랜트	17.7%	22.3%	16.4%	28.4%	22.6%	20.0%	21.0%	22.0%	21.2%	21.4%	20.9%	20.8%
연결종속	3.3%	53.1%	47.6%	25.8%	25.6%	25.0%	25.0%	25.0%	35.7%	25.1%	25.1%	25.1%
판매관리비	100	171	107	147	99	85	97	106	524	387	445	500
판매관리비율(%)	4.0%	6.1%	4.2%	5.5%	4.8%	4.4%	4.7%	5.0%	5.0%	4.7%	4.8%	4.8%
영업이익	115	105	62	121	151	95	110	122	403	478	563	629
영업이익률(%)	4.6%	3.7%	2.4%	4.6%	7.3%	4.9%	5.4%	5.7%	3.8%	5.8%	6.0%	6.0%
세전이익	136	135	59	28	89	101	119	131	358	342	440	523
당기순이익	91	97	40	15	60	68	80	88	243	217	295	351
지배주주순이익	88	95	38	13	60	68	80	88	234	229	295	351
순이익률(%)	3.6%	3.4%	1.5%	0.5%	2.9%	3.5%	3.9%	4.1%	2.2%	2.8%	3.2%	3.3%

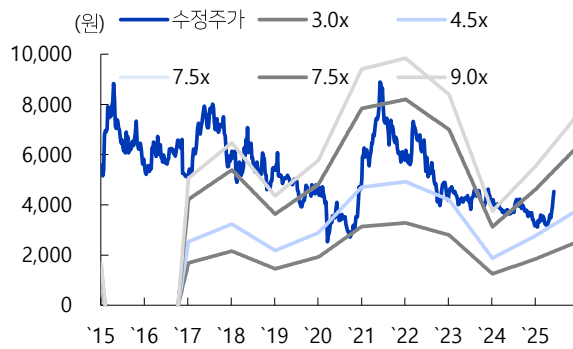
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 178] 대우건설 적정주가 산정표

항목	적용값	비고
BPS (원)	11,821	2026E 조정 BPS 지배자본 기준
Target PBR (배)	0.45	과거 4 개년 하단 P/B
적정주가 산출 (원)	5,283	BPS*PBR
적정주가 (원)	5,300	10 의자리 반올림
현재 종가 (원)	4,440	2025-06-11 기준
상승 여력	19.4%	

자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 179] 대우건설 PER Band



자료: 대우건설, 교보증권 리서치센터

[도표 180] 대우건설 PBR Band



자료: 대우건설, 교보증권 리서치센터

[대우건설 047040]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	11,648	10,504	8,177	9,351	10,464
매출원가	10,436	9,576	7,312	8,342	9,336
매출총이익	1,212	928	865	1,009	1,129
매출총이익률 (%)	10.4	8.8	10.6	10.8	10.8
판매비와관리비	549	524	387	445	500
영업이익	663	403	478	563	629
영업이익률 (%)	5.7	3.8	5.8	6.0	6.0
EBITDA	790	526	560	619	668
EBITDA Margin (%)	6.8	5.0	6.9	6.6	6.4
영업외손익	82	-45	-86	-56	-25
관계기업손익	-9	0	0	0	0
금융수익	136	104	169	179	206
금융비용	-150	-160	-179	-159	-155
기타	105	12	-76	-76	-76
법인세비용차감전순이익	745	358	392	507	604
법인세비용	223	116	126	164	195
계속사업순이익	521	243	266	343	409
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	521	243	267	378	447
당기순이익률 (%)	4.5	2.3	3.3	4.0	4.3
비지배지분순이익	10	9	10	14	16
지배지분순이익	512	234	257	364	431
지배순이익률 (%)	4.4	2.2	3.1	3.9	4.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-186	-4	-1	-1	-1
포괄순이익	336	239	266	377	446
비지배지분포괄이익	4	6	7	10	12
지배지분포괄이익	331	233	259	366	434

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-833	-1,284	332	318	509
당기순이익	521	243	267	378	447
비현금항목의 가감	525	461	418	399	382
감가상각비	119	114	76	50	33
외환손익	-124	-132	-6	-6	-6
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	530	479	349	356	355
자산부채의 증감	-1,801	-1,873	-217	-316	-177
기타현금흐름	-78	-115	-136	-144	-144
투자활동 현금흐름	26	104	193	151	101
투자자산	-6	173	173	173	173
유형자산	-70	-38	0	0	0
기타	102	-31	21	-21	-72
재무활동 현금흐름	168	1,170	411	-550	-146
단기차입금	39	56	56	56	56
사채	-29	-7	-7	-7	-7
장기차입금	200	1,195	-121	-121	-121
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-43	-74	484	-477	-74
현금의 증감	-441	180	1,616	234	662
기초 현금	1,423	982	1,162	2,778	3,012
기말 현금	982	1,162	2,778	3,012	3,674
NOPLAT	464	273	324	381	426
FCF	-1,280	-1,515	189	122	288

자료: 대우건설, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	8,021	9,589	10,838	10,858	11,330
현금및현금성자산	982	1,162	2,778	3,012	3,674
매출채권 및 기타채권	3,703	4,683	4,253	3,962	3,610
재고자산	1,684	1,945	1,799	1,683	1,570
기타유동자산	1,652	1,799	2,008	2,202	2,476
비유동자산	3,222	3,070	2,768	2,499	2,253
유형자산	384	380	305	255	221
관계기업투자금	122	124	-49	-221	-394
기타금융자산	981	885	885	885	885
기타비유동자산	1,736	1,681	1,628	1,581	1,540
자산총계	11,243	12,658	13,606	13,358	13,583
유동부채	5,033	4,544	5,358	4,864	4,771
매입채무 및 기타채무	2,944	2,664	2,869	2,725	2,577
차입금	603	659	714	770	826
유동성채무	763	542	1,100	697	697
기타유동부채	724	678	674	672	672
비유동부채	2,148	3,780	3,654	3,532	3,414
차입금	706	2,164	2,043	1,922	1,801
사채	248	306	299	291	284
기타비유동부채	1,193	1,310	1,312	1,318	1,329
부채총계	7,181	8,324	9,012	8,396	8,186
지배지분	4,046	4,291	4,549	4,913	5,344
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	550	562	562	562	562
이익잉여금	1,963	2,183	2,441	2,805	3,236
기타자본변동	-99	-99	-99	-99	-99
비지배지분	16	43	46	49	53
자본총계	4,062	4,334	4,594	4,962	5,398
총차입금	2,665	3,971	4,412	3,894	3,781

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	1,231	563	620	876	1,037
PER	3.4	5.5	5.6	4.0	3.4
BPS	9,735	10,325	10,944	11,821	12,858
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	1,900	1,265	1,348	1,490	1,606
EV/EBITDA	3.4	6.1	3.6	1.7	0.0
SPS	28,025	25,272	19,675	22,498	25,178
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1
CFPS	-3,080	-3,645	455	293	693
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	11.8	-9.8	-22.1	14.3	11.9
영업이익 증가율	-12.8	-39.2	18.5	17.8	11.7
순이익 증가율	2.7	-53.4	10.0	41.5	18.4
수익성					
ROIC	18.1	6.9	7.5	10.3	12.8
ROA	4.6	2.0	2.0	2.7	3.2
ROE	13.2	5.6	5.8	7.7	8.4
안정성					
부채비율	176.8	192.1	196.2	169.2	151.7
순차입금비율	23.7	31.4	32.4	29.2	27.8
이자보상배율	4.4	2.5	2.7	3.5	4.1

삼성E&A 028050

부족한 비화공은 화공으로

June 12, 2025

BUY

신규

투자의견 BUY, 적정주가 28,000원으로 커버리지 개시

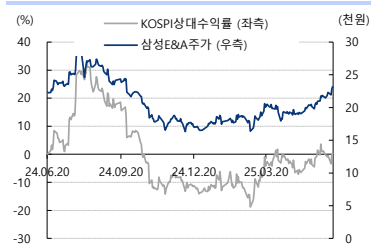
TP 28,000 원

신규

Company Data

현재가(06/11)	23,200 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	28,550 원
52 주 최저가(보통주)	16,310 원
KOSPI (06/11)	2,907.04p
KOSDAQ (06/11)	786.29p
자본금	9,800 억원
시가총액	45,472 억원
발행주식수(보통주)	19,600 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	89.3 만주
평균거래대금(60 일)	192 억원
외국인지분(보통주)	44.68%
주요주주	
삼성 SDI 외 7 인	20.53%
국민연금공단	7.30%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.1	32.6	4.0
상대주가	3.8	11.5	-3.2



[건설] 이상호

3771- 9000,
20250023@iprovest.com

Feed To EPC와 에너지트랜지션으로 미래 준비

플랜트 사업의 강자로 대형 프로젝트 신규수주 기대 가능. 검증된 레퍼런스를 기반으로 Feed to EPC 연계를 확대하며 수익성 확대할 수 있을 것. 화공 부문은 대형 프로젝트 수주 할 것으로 제시한 2025년 신규수주 충분히 달성 가능 전망. UAE 타지즈 메탄올 프로젝트 (18억불)를 신규수주 했고, 추후 연내로 사우디 San-6(30억불), 카타르 에너지 Ngl-5(30억불) 등 20억불의 포트폴리오가 있어 가이던스 달성 기대. 파이프라인은 정부주도의 대형 프로젝트들로 가시성이 높아 매크로환경 영향에 제한적일 것.

비화공 부문에서 삼성바이오로직스 송도 6공장, 삼성전자 미국 공장의 신규수주 기대. 글로벌 매크로 환경이 혼잡한 가운데 발주가 딜레이 되고 있는 시점이지만 해소가 되면 발주 하며 신규수주 인식 기대

에너지트랜지션 대응으로 중장기 신사업 준비중. 그린수소에 집중하며 수전해 전문기업 벨 에 자본투자하며 시너지 기대. 라이선스사와 EPC사 간의 협력 방식을 에너지시장에도 도입하며 대응해갈 것 기대

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	10,624.9	9,966.6	9,344.2	10,465.5	11,178.4
YoY(%)	5.7	-6.2	-6.2	12.0	6.8
영업이익(십억원)	993.1	971.6	691.7	825.0	909.7
OP 마진(%)	9.3	9.7	7.4	7.9	8.1
순이익(십억원)	695.6	638.7	540.6	653.7	734.9
EPS(원)	3,846	3,862	3,269	3,953	4,444
YoY(%)	13.4	0.4	-15.4	20.9	12.4
PER(배)	7.5	4.3	6.1	5.1	4.5
PCR(배)	4.5	2.7	3.3	3.0	2.8
PBR(배)	1.6	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	3.9	-0.1	0.3	-1.1	-1.9
ROE(%)	24.4	19.6	14.3	15.3	15.1

회사 소개

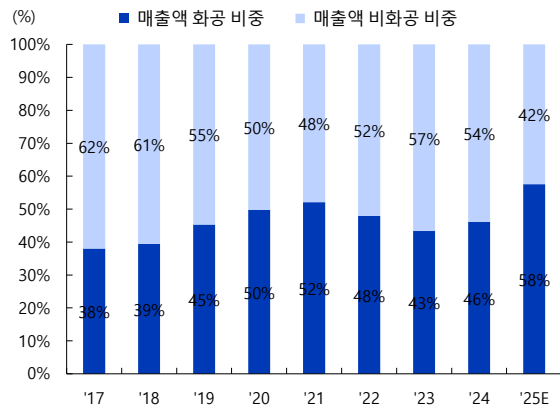
삼성E&A은 1970년 국내 최초 엔지니어링 전문 기업 코리아엔지니어링으로 시작 했다. 1978년 삼성 그룹에 인수되며 1991년 삼성엔지니어링으로 사명이 변경되고 2024년 3월 삼성 E&A로 출범 했다. 대형 건설사 중에서는 EPC 사업에 집중한 회사이다.

화공 부문은 오일 및 가스 프로세싱, 정유, 석유화학, 에너지 전환, 바이어 등 다양한 공종의 설계/조달/시공을 수행한다. 설계(Engineering), 조달(Procurement), 시공(Construction)을 일괄 수행하는 EPC 턴키 방식으로 프로젝트를 주도하고 있다. 특히 중동 지역에서의 대형 프로젝트 수행 경험을 통해 기술력과 신뢰도를 인정받고 있으며 에너지 전환 시대에 발맞춰 수소 및 탄소중립 분야의 선제적 기술 확보와 사업 개발에 주력하고 있다. 비화공 부문은 관계사의 공사를 위주로 수행하고 있다. 반도체 경기 사이클과 따라 투자가 집행됨에 따라 실적이 변동될 수 있지만 바이오 계열사도 있어 안정적으로 수주를 이어 갈 수 있다.

2024년 연간 기준으로 화공 부문은 매출액의 46%를 차지하고 비화공 부문은 54% 수준이다. 2025년 1분기 삼성E&A의 총매출은 2조 980억원으로 전년 동기 대비 12% 감소했다. 부문별로는 화공 1조 1,230억원(YoY +19.3%), 비화공 1,261억원(YoY -29%)를 기록했다.

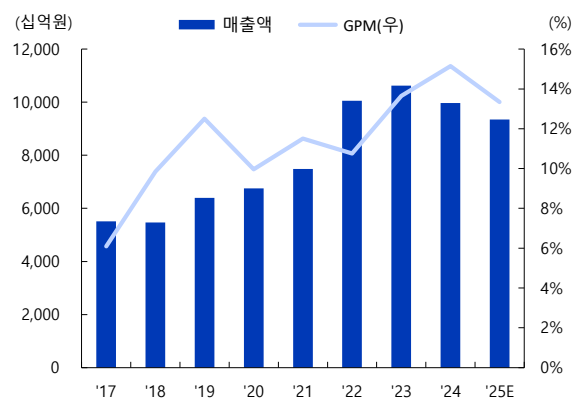
삼성E&A은 각 사업부문에서 안정적인 실적 흐름을 이어가고 있다. 화공부문은 중동의 석유화학 플랜트를 포함해 아시아와 기타 신흥국 그리고 미국에서에서 신규수주를 지속하고 있다. 그리고 탄소중립에 따른 글로벌 에너지 전환으로 동사는 에너지트랜지션 전략으로 대응 하고 있다. 수전해 전문기업 넬에 지분투자하며 중장기적인 시너지를 기대한다.

[도표 181] 삼성 E&A 사업부문별 매출 비중



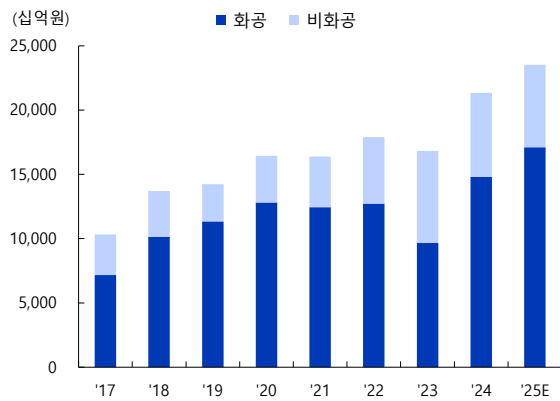
자료: 삼성E&A, 교보증권 리서치센터

[도표 182] 삼성 E&A 연결 매출액과 매출이익률 추이 및 전망



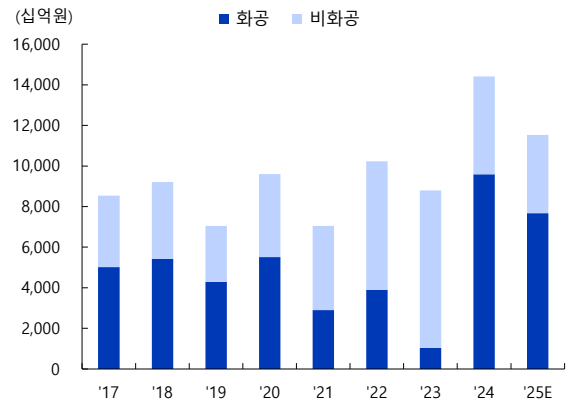
자료: 삼성E&A, 교보증권 리서치센터

[도표 183] 삼성 E&A 부문별 수주잔고 추이 및 전망



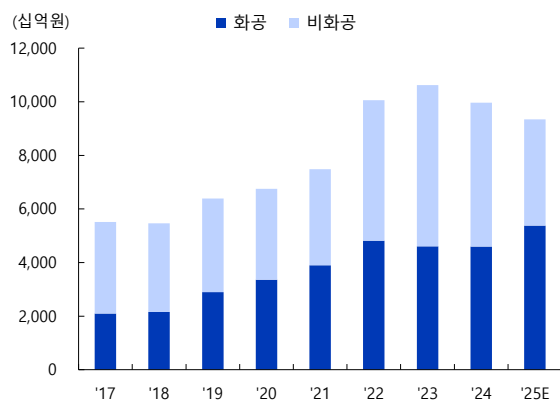
자료: 삼성E&A, 교보증권 리서치센터

[도표 184] 삼성 E&A 부문별 신규수주 추이 및 전망



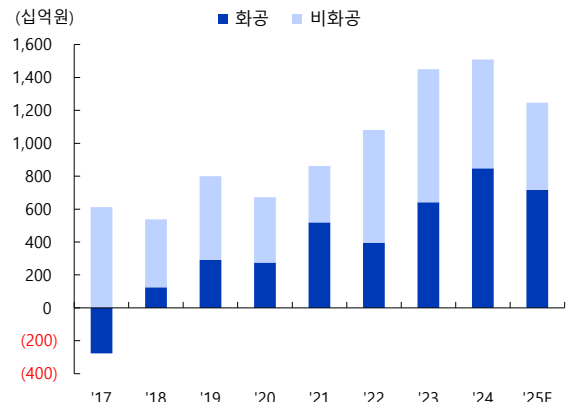
자료: 삼성E&A, 교보증권 리서치센터

[도표 185] 삼성 E&A 사업부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 삼성E&A, 교보증권 리서치센터

[도표 186] 삼성 E&A 사업부문별 매출총이익 추이 및 전망



자료: 삼성E&A, 교보증권 리서치센터

투자포인트: Feed To EPC와 에너지트랜지션으로 미래 준비

삼성E&A의 화공부문은 검증된 레퍼런스를 기반으로 설계부터 조달 시공까지 수행하여 안정적인 마진의 확대를 기대한다. 주요 고객으로는 사우디가 있고 동사의 기술력과 신뢰를 바탕으로 수주를 진행해왔다. 특히 사우디는 타 발주자 대비 까다롭고 높은 기술력을 요하고 있지만 동사는 지속해서 대규모 프로젝트를 수주했다.

FEED는 기존의 EPC 뿐만 아니라 설계 단계에서부터 진입하며 프로젝트의 위험을 감소시키고 기간을 단축시킬 수 있다. 그리고 FEED가 차지하는 사업비는 10% 이하로 적은 편이지만 보다 더 안정적인 수익을 만들어 낼 수 있다는 이점 또한 있다. 삼성E&A는 이러한 기술 경쟁력으로 수주를 진행하고 있다. 주요 파이프라인으로는 카타르 NGL-5 30억 불, UAE Adnoc SHAH 가스 20억 불, UAE 타지즈 설트 25억 등이 있다. 이는 올해 하반기 중으로 나와 긍정적인 수주 모멘텀을 기대한다. 그리고 신규 에너지로도 메탄올, 암모니아 공종도 수주에 성공하며 중장기적인 변화에도 대응을 해가고 있다.

비화공 부문은 관계사 물량의 투자가 감소될 수 있다. 하지만 바이오 관계사의 6공장은 연내로 착공 되어 슬로우했던 매출 물량은 다시 상승할 수 있을 것으로 예상한다. 반도체의 업황의 부진으로 투자감소 우려는 있지만 다시 미국 투자가 재개 된다면 빠르게 착공할 수 있을 것으로 예상된다.

중장기적으로 글로벌 탄소중립에 맞추어 동사는 에너지트랜지션으로 대응하고 있다. 특히 수소에 집중하기 위해 수전해 전문기업 넬의 지분 9.1%를 인수했다. 라이선스를 선제적으로 취득하기 위한 전략으로 보여지며 라이선스사와 EPC사 간의 협력 방식을 만들며 수소 플랜트를 준비하고 있다.

[도표 187] 삼성 E&A 부문 별 수주 파이프라인

비화공

국가	프로젝트 명	예상 수주시기	수주규모(억 불)	수주규모(억원)
국내	삼성바이오로직스 6공장	2H25		
미국	미국 텍사스 테일러2공장	2H25		

화공

국가	프로젝트 명	예상 수주시기	수주규모(억 불)	수주규모(억원)
사우디	SAN-6 블루 암모니아	1H25	30	42,000
미국	블루 암모니아	1H25	10	14,000
말레이시아	Shell OGP-2	1H25	15	21,000
카타르	NGL-5	2H25	30	42,000
쿠웨이트	KOC 가스	2H25	20	28,000
UAE	Adnoc SHAH 가스	2H25	20	28,000
UAE	Taziz 설트	2H25	25	35,000
사우디	자푸라 phase-4	2H25	20	28,000
사우디	알루자인 PDH/PP	2H25	20	28,000

자료: 삼성E&A, 교보증권 리서치센터

[도표 188] 삼성 E&A 부문별 실적 추이 및 전망(연결)									(단위: 십억원,%)			
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
신규수주	2,489	1,911	2,971	2,541	2,417	2,883	2,883	2,883	14,415	11,532	12,224	13,446
화공	69	7,747	214	1,568	2,269	1,919	1,919	1,919	9,597	7,678	8,138	8,952
비화공	1,345	1,756	379	1,338	148	964	964	964	4,818	3,854	4,086	4,494
수주잔고	15,985	24,142	21,858	21,326	21,355	21,815	22,209	23,514	21,326	23,514	25,272	27,540
화공	9,023	16,826	15,271	14,815	15,543	16,028	16,483	17,046	14,815	2,750	4,368	6,253
비화공	6,962	7,316	6,588	6,511	5,812	5,787	5,726	5,712	6,511	7,000	7,141	7,523
매출액	2,385	2,686	2,317	2,579	2,098	2,423	2,489	2,334	9,967	9,344	10,465	11,178
화공	942	1,230	1,109	1,317	1,123	1,435	1,464	1,357	4,598	5,379	6,520	7,067
비화공	1,443	1,456	1,208	1,261	975	988	1,025	977	5,369	3,965	3,945	4,111
매출총이익	337	396	334	442	294	322	313	317	1,509	1,247	1,386	1,501
화공	149	240	214	246	138	194	190	195	849	717	881	977
비화공	188	157	120	196	156	128	123	122	661	530	505	524
GPM	14.1%	14.8%	14.4%	17.2%	14.0%	13.3%	12.6%	13.6%	15.1%	13.3%	13.2%	13.4%
화공	15.8%	19.5%	19.3%	18.7%	12.3%	13.5%	13.0%	14.4%	18.5%	13.3%	13.5%	13.8%
비화공	13.0%	10.8%	9.9%	15.6%	16.0%	13.0%	12.0%	12.5%	12.3%	13.4%	12.8%	12.7%
판매관리비	128	134	130	146	137	158	137	124	538	555	561	591
판관비율(%)	5.3%	5.0%	5.6%	5.7%	6.5%	6.5%	5.5%	5.3%	5.4%	5.9%	5.4%	5.3%
영업이익	209	263	204	296	157	165	176	193	972	692	825	910
영업이익율(%)	8.8%	9.8%	8.8%	11.5%	7.5%	6.8%	7.1%	8.3%	9.7%	7.4%	7.9%	8.1%
세전이익	219	293	220	171	205	193	189	206	904	793	907	988
당기순이익	164	205	158	111	145	125	127	144	639	541	654	735
지배주주순이익	162	315	164	116	166	149	140	161	757	617	743	834
순이익률(%)	6.8%	11.7%	7.1%	4.5%	7.9%	6.2%	5.6%	6.9%	7.6%	6.6%	7.1%	7.5%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 189] 삼성 E&A 적정주가 산정표

항목	적용값	비고
BPS (원)	24,200	2025E 조정 BPS 지배자본 기준
Target PBR (배)	1.16	과거 4 개년 평균 P/B
적정주가 산출 (원)	28,184	BPS*PBR
적정주가 (원)	28,000	100 의자리 반올림
현재 종가 (원)	23,200	2025-06-11 기준
상승 여력	20.7%	

자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 190] 삼성 E&A PER Band



자료: 삼성E&A, 교보증권 리서치센터

[도표 191] 삼성 E&A PBR Band



자료: 삼성E&A, 교보증권 리서치센터

[삼성E&A 028050]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	10,625	9,967	9,344	10,465	11,178
매출원가	9,174	8,457	8,098	9,079	9,678
매출총이익	1,451	1,509	1,247	1,386	1,501
매출총이익률 (%)	13.7	15.1	13.3	13.2	13.4
판매비와관리비	458	538	555	561	591
영업이익	993	972	692	825	910
영업이익률 (%)	9.3	9.7	7.4	7.9	8.1
EBITDA	1,058	1,041	749	873	950
EBITDA Margin (%)	10.0	10.4	8.0	8.3	8.5
영업외손익	-60	-68	-147	-124	-105
관계기업손익	0	7	18	18	18
금융수익	151	279	160	181	197
금융비용	-214	-116	-105	-102	-100
기타	2	-237	-220	-220	-220
법인세비용차감전순이익	933	904	793	907	988
법인세비용	237	265	233	266	290
계속사업순이익	696	639	560	641	698
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	696	639	541	654	735
당기순이익률 (%)	6.5	6.4	5.8	6.2	6.6
비지배지분순이익	-58	-118	-100	-121	-136
지배지분순이익	754	757	641	775	871
지배순이익률 (%)	7.1	7.6	6.9	7.4	7.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	26	-41	-42	-42	-42
포괄순이익	721	598	498	612	693
비지배지분포괄이익	-59	-161	-134	-165	-187
지배지분포괄이익	780	759	633	776	879

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-460	1,636	1,729	1,317	1,506
당기순이익	696	639	541	654	735
비현금항목의 가감	520	449	551	551	549
감가상각비	44	43	37	32	28
외환손익	125	-126	42	42	42
지분법평가손익	0	-7	-18	-18	-18
기타	351	538	489	495	497
자산부채의 증감	-1,551	730	816	300	416
기타현금흐름	-125	-182	-178	-188	-194
투자활동 현금흐름	16	-50	8	0	-8
투자자산	-13	-19	-3	-3	-3
유형자산	-28	-43	0	0	0
기타	58	12	11	2	-5
재무활동 현금흐름	-123	-30	-159	-159	-159
단기차입금	-112	-19	-19	-19	-19
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-129	-129	-129
기타	-11	-10	-10	-10	-10
현금의 증감	-497	1,681	400	1,138	854
기초 현금	1,412	915	2,596	2,996	4,134
기말 현금	915	2,596	2,996	4,134	4,987
NOPLAT	741	687	489	583	643
FCF	-773	1,443	1,362	931	1,099

자료: 삼성 E&A, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	5,965	7,942	7,108	8,239	8,905
현금및현금성자산	915	2,596	2,996	4,134	4,987
매출채권 및 기타채권	2,351	3,809	3,161	3,200	3,085
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	2,699	1,537	950	906	832
비유동자산	1,836	2,071	2,051	2,042	2,042
유형자산	430	443	406	374	346
관계기업투자금	177	223	244	264	284
기타금융자산	86	97	97	97	97
기타비유동자산	1,143	1,308	1,304	1,306	1,313
자산총계	7,801	10,013	9,159	10,281	10,946
유동부채	4,217	5,871	4,541	5,062	5,037
매입채무 및 기타채무	3,340	4,636	3,316	3,847	3,830
차입금	119	104	85	65	46
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	758	1,132	1,140	1,150	1,161
비유동부채	286	246	252	258	266
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	286	246	252	258	266
부채총계	4,503	6,118	4,792	5,320	5,303
지배지분	3,473	4,232	4,743	5,389	6,130
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	-22	-22	-22	-22	-22
이익잉여금	2,430	3,187	3,699	4,344	5,086
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	-175	-336	-377	-428	-487
자본총계	3,298	3,896	4,366	4,961	5,643
총차입금	134	121	106	92	79

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	3,846	3,862	3,269	3,953	4,444
PER	7.5	4.3	6.1	5.1	4.5
BPS	17,721	21,591	24,200	27,493	31,276
PBR	1.6	0.8	0.8	0.7	0.6
EBITDAPS	5,400	5,311	3,820	4,454	4,847
EV/EBITDA	3.9	-0.1	0.3	-1.1	-1.9
SPS	54,209	50,850	47,674	53,395	57,033
PSR	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
CFPS	-3,941	7,364	6,949	4,749	5,608
DPS	0	660	660	660	660

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	5.7	-6.2	-6.2	12.0	6.8
영업이익 증가율	41.3	-2.2	-28.8	19.3	10.3
순이익 증가율	16.8	-8.2	-15.4	20.9	12.4
수익성					
ROIC	-74.5	-82.9	-79.3	-111.9	-74.4
ROA	9.6	8.5	6.7	8.0	8.2
ROE	24.4	19.6	14.3	15.3	15.1
안정성					
부채비율	136.5	157.0	109.7	107.3	94.0
순차입금비율	1.7	1.2	1.2	0.9	0.7
이자보상배율	43.4	68.9	58.8	87.5	128.2

HL D&I 014790

주택에서 사업성 확보해가며 성장

June 12, 2025

BUY

신규

투자의견 BUY, 적정주가 3,200원으로 커버리지 개시

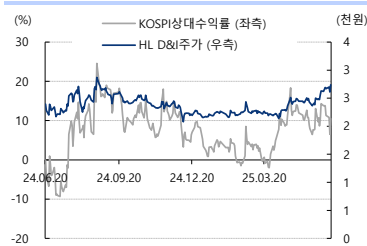
TP 3,200 원

신규

Company Data

현재가(06/11)	2,740 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	2,870 원
52 주 최저가(보통주)	2,080 원
KOSPI (06/11)	2,907.04p
KOSDAQ (06/11)	786.29p
자본금	2,452 억원
시가총액	1,037 억원
발행주식수(보통주)	3,786 만주
발행주식수(우선주)	901 만주
평균거래량(60 일)	6.9 만주
평균거래대금(60 일)	2 억원
외국인지분(보통주)	2.06%
주요주주	
에이치엘홀딩스 외 9 인	46.36%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.2	22.9	26.6
상대주가	0.4	3.2	17.8



[건설] 이상호

3771- 9000,
20250023@iprovest.com

2025년 매출액 1.6조원 (YoY +2%), 영업이익 4,650억(YoY -20%) 예상. 동사는 주택착공 기준 2021~2024년 평균 약 3500세대를 유지중이며 2025년에도 3,096세대 착공 예정으로 매출 지속성장 기대. 자체사업과 시행이익공유를 통한 수익성 또한 확보될 것 기대. 서울을 제외한 지방에도 사업장을 소유하고 있으나 현재 지방지역에도 회복되는 초기분양율로 미분양 리스크 완화될 것이라는 점은 긍정적. 2025E BPS와 과거4개년 하단 P/B 0.3배 적용

자체사업과 시행이익공유로 수익성 확보

개발/건축 부문에서 주택관련 사업은 아파트의 자체사업과 시행이익공유로 주택의 수익성을 확보 중. 지방의 초기분양률은 4Q24에 이어 1Q25에도 수익권확보 가능 수준으로 회복되었고 향후 동사의 분양에도 부정적 영향은 제한적일 것으로 판단. 중장기적으로 자체사업의 비중 확대하며 수익성 확대 기대

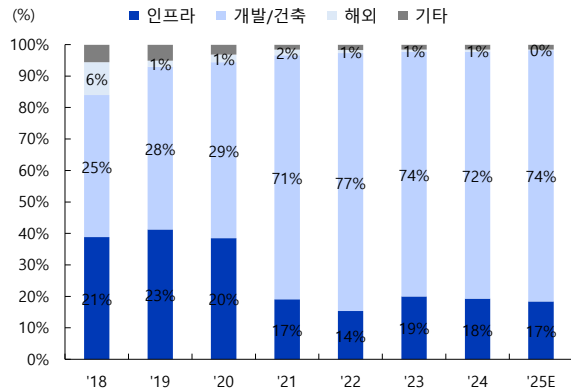
인프라 관련 사업도 신규수주도 확대중으로 2024년 신규수주는 2021~2023년 대비 2.6배 수준하며 2025년 매출 확대에 기여할 것.

부채비율은 4Q24 별도기준 223.1%에서 1Q25 238.3%로 소폭 상승했으나 준공물량으로 잔금회수하며 하락 기대. 분양 예정인 곳은 이천아미, 울산태화강(1638억) (2Q25), 마포합정(1089억)(3Q25), 그리고 성남복정, 수원당수(4Q25)가 있다.

Forecast earnings & Valuation

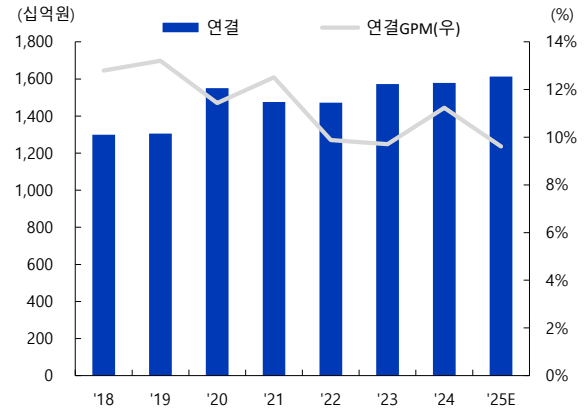
12 결산(십억원)	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	1,572.0	1,578.8	1,613.0	1,831.8	2,187.8
YoY(%)	6.8	0.4	2.2	13.6	19.4
영업이익(십억원)	50.7	57.9	46.5	54.7	71.0
OP 마진(%)	3.2	3.7	2.9	3.0	3.2
순이익(십억원)	30.7	21.4	25.8	35.0	51.4
EPS(원)	810	565	680	925	1,359
YoY(%)	22.2	-30.2	20.4	35.9	46.9
PER(배)	2.5	3.9	3.6	2.6	1.8
PCR(배)	0.9	0.7	1.2	1.2	0.8
PBR(배)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	10.5	9.5	5.8	3.1	0.6
ROE(%)	7.0	4.6	5.3	6.8	9.2

[도표 192] HL D&I 사업부문별 매출 비중



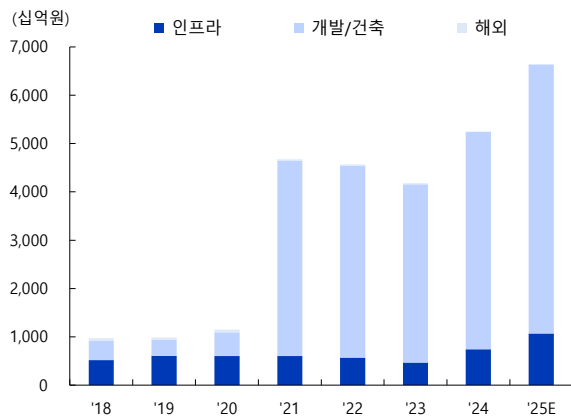
자료: HL D&I, 교보증권 리서치센터

[도표 193] HL D&I 연결 매출액과 매출이익률 추이 및 전망



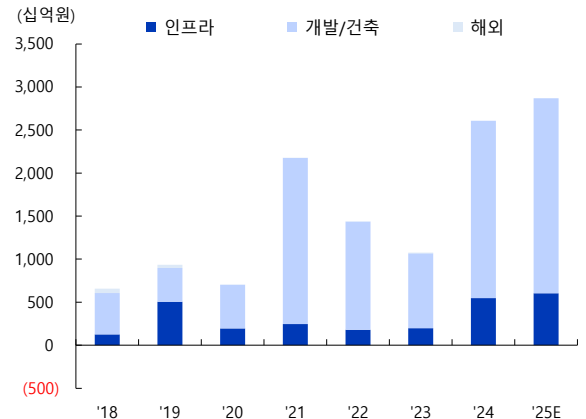
자료: HL D&I, 교보증권 리서치센터

[도표 194] HL D&I 부문별 수주잔고 추이 및 전망



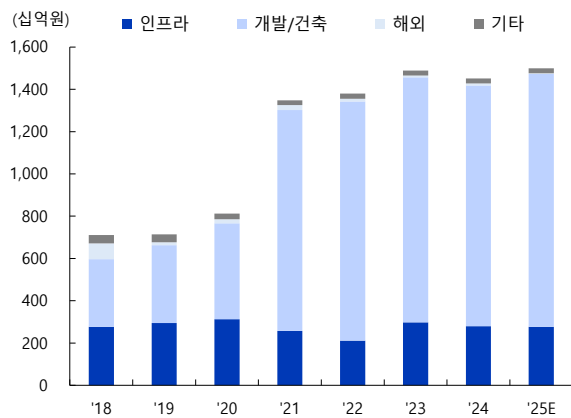
자료: HL D&I, 교보증권 리서치센터

[도표 195] HL D&I 부문별 신규수주 추이 및 전망



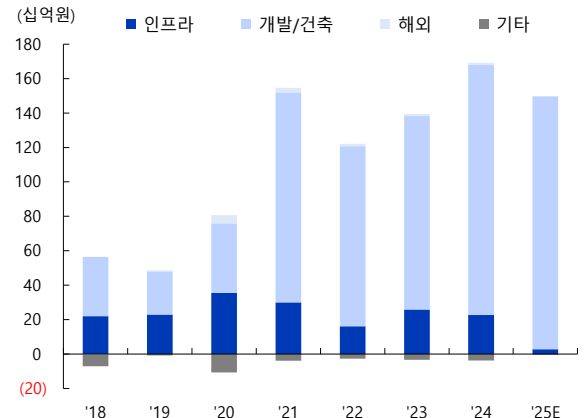
자료: HL D&I, 교보증권 리서치센터

[도표 196] HL D&I 사업부문별 매출액 추이 및 전망



자료: HL D&I, 교보증권 리서치센터

[도표 197] HL D&I 사업부문별 매출총이익 추이 및 전망



자료: HL D&I, 교보증권 리서치센터

[도표 198] HL D&I 부문별 실적 추이 및 전망(연결)

(단위: 십억원,%)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	399	393	353	434	325	397	429	462	1,579	1,613	1,832	2,188
인프라	57	82	59	82	43	68	79	86	280	276	342	410
개발/건축	307	261	258	313	254	290	313	340	1,138	1,197	1,336	1,612
해외	0.9	5.5	1.4	2.3	0.0	1.4	1.0	0.9	10.1	3.3	2.5	1.6
기타	6	6	5	7	6	6	6	6	23	24	26	28
매출총이익	40	47	36	53	35	38	39	43	177	155	178	216
인프라	3	7	4	9	(4)	3	2	1	23	3	11	14
개발/건축	37	37	30	42	34	35	37	42	145	147	167	201
해외	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
기타	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	0	0	0	(4)	(0)	1	1
GPM(%)	10.1%	12.0%	10.3%	12.3%	10.7%	9.5%	9.1%	9.4%	11.2%	9.6%	9.7%	9.9%
인프라	4.6%	9.1%	6.3%	10.8%	-8.1%	3.9%	2.7%	1.7%	8.1%	1.0%	3.2%	3.5%
개발/건축	4.6%	9.1%	6.3%	10.8%	-8.1%	3.9%	2.7%	1.7%	8.1%	1.0%	3.2%	3.5%
해외	11.1%	10.6%	14.3%	13.0%	100.0%	5.0%	5.0%	5.0%	11.7%	5.1%	5.7%	6.1%
기타	-4.6%	-20.9%	-28.5%	-13.8%	-12.5%	1.0%	2.0%	2.0%	-16.3%	-1.7%	2.5%	2.6%
판매관리비	22	36	23	38	21	28	30	30	120	109	124	145
판매관리비율(%)	5.5%	9.2%	6.5%	8.8%	6.4%	7.0%	7.0%	6.5%	7.6%	6.7%	6.7%	6.6%
영업이익	18	11	13	15	14	10	9	13	58	46	55	71
영업이익률(%)	4.6%	2.8%	3.7%	3.5%	4.4%	2.5%	2.1%	2.9%	3.7%	2.9%	3.0%	3.2%
세전이익	15	7	11	(2)	12	7	9	10	1	0	0	0
당기순이익	12	6	5	(1)	8	4	6	8	31	38	46	62
지배주주순이익	12	6	5	(1)	8	4	6	8	21	26	35	51
순이익률(%)	3.0%	1.4%	1.5%	-0.3%	2.3%	1.1%	1.4%	1.7%	1.4%	1.6%	1.9%	2.4%

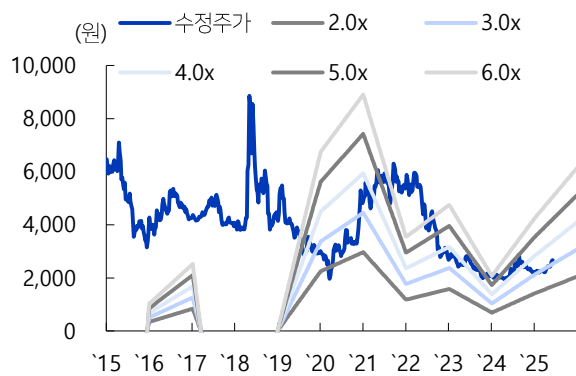
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 199] HL D&I 적정주가 산정표

항목	적용값	비고
BPS (원)	10,678	2025E 조정 BPS 지배자본 기준
Target PBR (배)	0.30	과거 4 개년 하단 P/B
적정주가 산출 (원)	3,242	BPS*PBR
적정주가 (원)	3,200	10 의자리 반올림
현재 종가 (원)	2,740	2025-06-11 기준
상승 여력	16.8%	

자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 200] HL D&I PER Band



자료: HL D&I, 교보증권 리서치센터

[도표 201] HL D&I PBR Band



자료: HL D&I, 교보증권 리서치센터

[HL D&I 014790]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,572	1,579	1,613	1,832	2,188
매출원가	1,419	1,401	1,458	1,654	1,971
매출총이익	153	177	155	178	216
매출총이익률 (%)	9.7	11.2	9.6	9.7	9.9
판매비와관리비	102	120	109	124	145
영업이익	51	58	46	55	71
영업이익률 (%)	3.2	3.7	2.9	3.0	3.2
EBITDA	68	77	64	71	85
EBITDA Margin (%)	4.3	4.9	4.0	3.9	3.9
영업외손익	-17	-27	-5	13	-12
관계기업손익	13	8	8	8	8
금융수익	11	10	58	76	50
금융비용	-45	-65	-76	-75	-75
기타	5	19	5	5	5
법인세비용차감전순이익	34	31	42	68	59
법인세비용	3	9	12	20	18
계속사업순이익	31	21	29	48	41
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	31	21	26	35	51
당기순이익률 (%)	2.0	1.4	1.6	1.9	2.4
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	31	21	26	35	51
지배순이익률 (%)	2.0	1.4	1.6	1.9	2.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	29	19	24	33	49
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	29	19	24	33	49

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	31	-2	57	20	46
당기순이익	31	21	26	35	51
비현금항목의 가감	60	93	51	39	60
감가상각비	17	19	17	16	14
외환손익	0	0	0	0	0
자본법평가손익	-8	-2	-8	-8	-8
기타	51	75	42	31	54
자산부채의 증감	-80	-113	-15	-60	-49
기타현금흐름	20	-3	-4	6	-16
투자활동 현금흐름	58	36	-12	-12	-12
투자자산	51	107	6	6	6
유형자산	-2	0	0	0	0
기타	9	-71	-18	-18	-18
재무활동 현금흐름	-67	-39	-40	-60	-60
단기차입금	89	101	6	-14	-14
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	52	84	18	18	18
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-208	-224	-64	-64	-64
현금의 증감	22	-4	382	141	159
기초 현금	63	85	81	463	604
기말 현금	85	81	463	604	763
NOPLAT	46	41	33	38	50
FCF	-19	-53	35	-6	15

자료: HL D&I, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	872	917	1,041	1,201	1,429
현금및현금성자산	85	81	463	604	763
매출채권 및 기타채권	523	593	446	455	502
재고자산	171	74	81	92	109
기타유동자산	94	168	51	50	55
비유동자산	852	786	758	732	708
유형자산	380	381	363	348	334
관계기업투자금	51	50	44	39	33
기타금융자산	188	99	99	99	99
기타비유동자산	234	256	252	247	243
자산총계	1,724	1,703	1,799	1,933	2,137
유동부채	834	965	1,017	1,096	1,227
매입채무 및 기타채무	344	366	420	522	675
차입금	62	138	144	131	117
유동성채무	172	261	249	237	225
비유동부채	256	200	203	206	210
차입금	434	264	282	302	323
사채	284	85	103	121	139
기타비유동부채	52	75	75	75	75
부채총계	99	104	104	106	109
부채총계	1,269	1,228	1,299	1,397	1,550
지배지분	456	475	500	535	587
자본금	245	245	245	245	245
자본잉여금	150	150	150	150	150
이익잉여금	61	79	105	140	191
기타자본변동	-2	-2	-2	-2	-2
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	456	475	500	535	587
총차입금	723	733	742	732	722

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	810	565	680	925	1,359
PER	2.5	3.9	3.6	2.6	1.8
BPS	9,721	10,129	10,678	11,425	12,523
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EBITDAPS	1,458	1,653	1,367	1,506	1,821
EV/EBITDA	10.5	9.5	5.8	3.1	0.6
SPS	41,522	41,703	42,605	48,386	57,789
PSR	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
CFPS	-396	-1,128	741	-126	313
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	6.8	0.4	2.2	13.6	19.4
영업이익 증가율	-3.7	14.3	-19.7	17.7	29.8
순이익 증가율	22.2	-30.2	20.4	35.9	46.9
수익성					
ROIC	6.6	5.3	4.9	8.4	14.0
ROA	1.8	1.2	1.5	1.9	2.5
ROE	7.0	4.6	5.3	6.8	9.2
안정성					
부채비율	278.5	258.7	259.5	260.9	264.1
순차입금비율	41.9	43.1	41.3	37.9	33.8
이자보상배율	1.2	1.5	0.9	1.1	1.5

금호건설 002990

하방에서부터 점진적 상승

June 12, 2025

BUY

신규

투자의견 BUY, 적정주가 4,000원으로 커버리지 개시

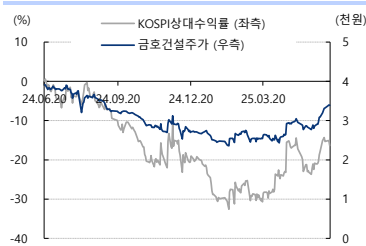
TP 4,000 원

신규

Company Data

현재가(06/11)	3,390 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	3,980 원
52 주 최저가(보통주)	2,360 원
KOSPI (06/11)	2,907.04p
KOSDAQ (06/11)	786.29p
자본금	1,862 억원
시가총액	1,290 억원
발행주식수(보통주)	3,700 만주
발행주식수(우선주)	29 만주
평균거래량(60 일)	11.4 만주
평균거래대금(60 일)	4 억원
외국인지분(보통주)	1.20%
주요주주	
금호고속 외 3 인	44.18%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	22.4	24.6	-12.2
상대주가	8.5	4.7	-18.3



[건설] 이상호

3771- 9000,
20250023@provest.com

민참사업의 수익확보로부터 시작

주택 사업부는 LH와의 민간참여사업은 자체사업의 성격이 있어 수익 확보 가능. 현재 진행중인 고양장항, 청주테크노 등은 GPM 10% 중반으로는 나오는 상황. 매출비중은 35%로 50%까지 확대 계획이며 수익성 확대기여 기대. 3기 신도시의 발주가 시장 되면 고양창릉, 남양주, 하남교산, 인천 등 기반 공사 끝나고 본격적인 주택 발주 나올것으로 신규수주 확대 기대

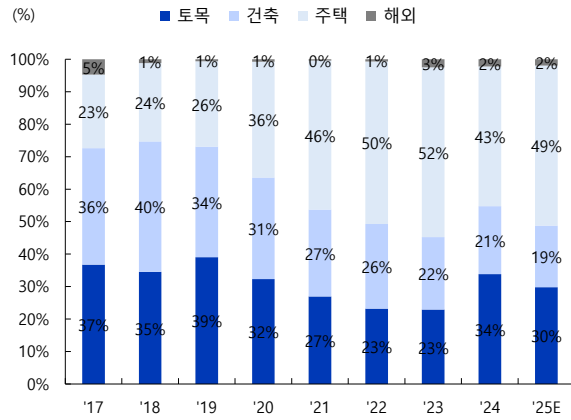
주택 사업부의 2025년 분양계획은 전년(3,700세대)보다 높은 4352세대로 (1분기 994세대, 2분기 1,306세대, 3분기 2,042세대)로 하반기로 갈수록 매출 확대에 긍정적. 1Q25기준 시장의 초기분양률은 회복되어 동사의 수도권과 광역시 지역의 분양의 문제는 제한적일 것으로 판단하며 대형사와 재건축재개발 위주의 사업자에 집중하고 있어 안정성과 수익성은 확보될 것으로 기대

부채비율은 아시아나 주가 하락으로 지분에 대한 평가손실 반영영향. 과거 원자재 가격 상승분은 2024년에 모두 손실 처리 완료하여 주택, 토목, 건축 전부분의 리스크 관리는 선제적으로 반영되었다고 판단하며 점진적 개선을 기대

Forecast earnings & Valuation

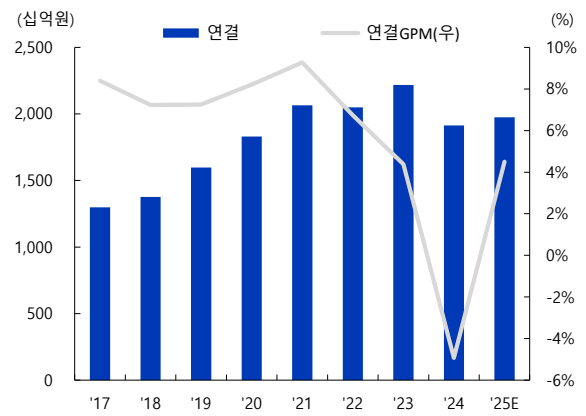
12 결산(십억원)	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	2,217.6	1,914.2	1,975.3	2,071.9	2,220.5
YoY(%)	8.3	-13.7	3.2	4.9	7.2
영업이익(십억원)	21.8	-181.8	18.4	18.8	18.2
OP 마진(%)	1.0	-9.5	0.9	0.9	0.8
순이익(십억원)	0.7	-228.5	8.4	12.7	12.0
EPS(원)	30	-6,108	226	339	321
YoY(%)	-94.7	적전	흑전	50.3	-5.4
PER(배)	173.1	-0.4	12.8	8.5	9.0
PCR(배)	3.4	-2.9	0.4	0.4	0.4
PBR(배)	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	8.7	-1.0	5.1	4.3	2.8
ROE(%)	0.2	-64.5	3.6	5.1	4.6

[도표 202] 금호건설 사업부문별 매출 비중



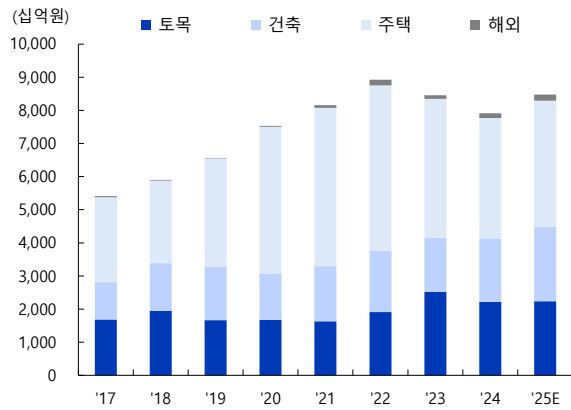
자료: 금호건설, 교보증권 리서치센터

[도표 203] 금호건설 연결 매출액과 매출이익률 추이 및 전망



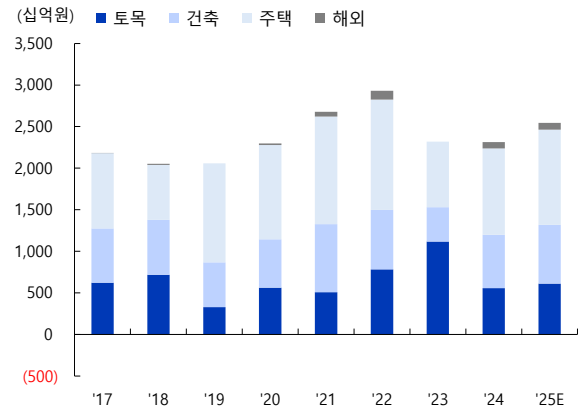
자료: 금호건설, 교보증권 리서치센터

[도표 204] 금호건설 부문별 수주잔고 추이 및 전망



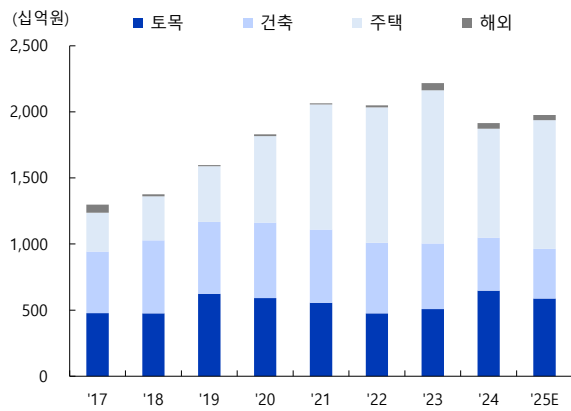
자료: 금호건설, 교보증권 리서치센터

[도표 205] 금호건설 부문별 신규수주 추이 및 전망



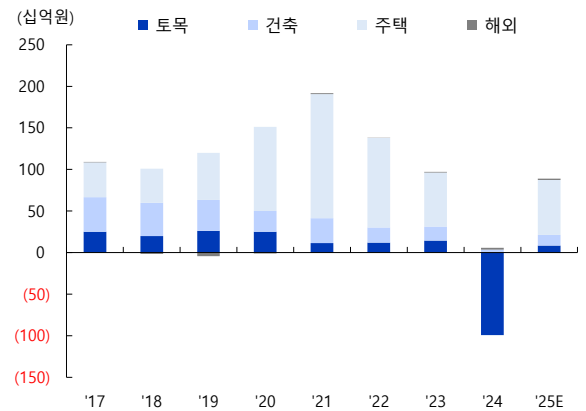
자료: 금호건설, 교보증권 리서치센터

[도표 206] 금호건설 사업부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 금호건설, 교보증권 리서치센터

[도표 207] 금호건설 사업부문별 매출총이익 추이 및 전망



자료: 금호건설, 교보증권 리서치센터

[도표 208] 금호건설 부문별 실적 추이 및 전망(연결)									(단위: 십억원,%)			
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	495	511	387	522	468	453	503	551	1,914	1,975	2,072	2,221
토목	148	173	124	203	187	123	128	151	647	589	658	733
건축	93	97	95	117	75	111	91	98	401	375	378	421
주택	243	229	158	193	198	207	274	294	823	972	996	1,006
해외	11	12	11	9	9	12	10	8	42	39	39	61
매출총이익	19	(14)	(127)	28	20	20	25	24	(94)	89	97	102
토목	4	5	(107)	(0)	(0)	3	4	2	(99)	8	12	14
건축	3	2	(13)	12	1	4	3	5	3	13	14	16
주택	12	(20)	(9)	16	19	12	17	18	(1)	66	69	69
해외	0	(0)	2	0	0	1	1	0	2	2	2	3
GPM	3.8%	-2.7%	-32.9%	5.4%	4.2%	4.4%	4.9%	4.4%	-4.9%	4.5%	4.7%	4.6%
토목	2.6%	2.7%	-87.0%	-0.1%	-0.2%	2.5%	3.0%	1.3%	-15.3%	1.4%	1.9%	1.9%
건축	2.6%	2.7%	-87.0%	-0.1%	-0.2%	2.5%	3.0%	1.3%	-15.3%	1.4%	1.9%	1.9%
주택	2.7%	1.9%	-13.5%	10.3%	1.6%	3.4%	3.5%	4.7%	0.9%	3.4%	3.7%	3.8%
해외	0.9%	-0.9%	21.9%	0.0%	0.0%	5.3%	6.8%	3.0%	5.4%	4.0%	4.3%	4.3%
판매관리비	17	18	30	23	14	17	19	20	87	70	78	84
판매관리비율(%)	3.5%	3.5%	7.8%	4.3%	3.0%	3.7%	3.8%	3.7%	4.6%	3.6%	3.8%	3.8%
영업이익	2	(31)	(157)	6	6	3	6	4	(182)	18	19	18
영업이익률(%)	0.3%	-6.1%	-40.7%	1.1%	1.2%	0.7%	1.1%	0.7%	-9.5%	0.9%	0.9%	0.8%
세전이익	(2)	(38)	(258)	22	1	2	4	3	(276)	10	15	14
당기순이익	(2)	(38)	(190)	1	1	1	3	3	(229)	8	13	12
지배주주순이익	(1)	(37)	(189)	2	1	2	4	4	(226)	11	16	15
순이익률(%)	-0.3%	-7.3%	-48.9%	0.5%	0.2%	0.4%	0.9%	0.7%	-11.8%	0.5%	0.8%	0.7%

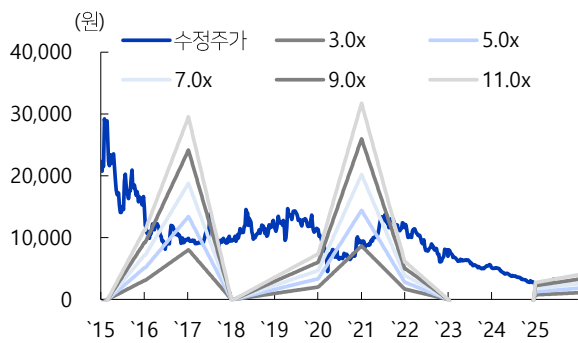
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 209] 금호건설 적정주가 산정표

항목	적용값	비고
BPS (원)	6,382	2025E 조정 BPS 지배자본 기준
Target PBR (배)	0.59	과거 4 개년 평균 P/B
적정주가 산출 (원)	3,747	BPS*PBR
적정주가 (원)	4,000	100 의자리 반올림
현재 종가 (원)	3,390	2025-06-11 기준
상승 여력	18.0%	

자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

[도표 210] 금호건설 PER Band



자료: 금호건설, 교보증권 리서치센터

[도표 211] 금호건설 PBR Band



자료: 금호건설, 교보증권 리서치센터

[금호건설 002990]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,218	1,914	1,975	2,072	2,221
매출원가	2,121	2,009	1,886	1,975	2,119
매출총이익	97	-94	89	97	102
매출총이익률 (%)	4.4	-4.9	4.5	4.7	4.6
판매비와관리비	75	87	70	78	84
영업이익	22	-182	18	19	18
영업이익률 (%)	1.0	-9.5	0.9	0.9	0.8
EBITDA	31	-172	23	21	20
EBITDA Margin (%)	1.4	-9.0	1.2	1.0	0.9
영업외손익	-23	-94	-2	3	13
관계기업손익	-7	1	1	1	1
금융수익	8	6	7	7	8
금융비용	-16	-23	-21	-23	-24
기타	-8	-78	11	17	28
법인세비용차감전순이익	-2	-276	16	22	32
법인세비용	-2	-47	3	4	5
계속사업순이익	1	-229	13	18	26
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1	-229	8	13	12
당기순이익률 (%)	0.0	-11.9	0.4	0.6	0.5
비지배지분순이익	0	-3	0	0	0
지배지분순이익	1	-226	8	13	12
지배순이익률 (%)	0.0	-11.8	0.4	0.6	0.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-56	-16	-2	-2	-2
포괄순이익	-55	-244	7	11	10
비지배지분포괄이익	0	-3	0	0	0
지배지분포괄이익	-55	-241	6	11	10

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-155	80	141	224	239
당기순이익	1	-229	8	13	12
비현금항목의 가감	55	192	243	243	244
감가상각비	8	9	4	2	1
외환손익	1	7	0	0	0
자본법평가손익	0	0	-1	-1	-1
기타	45	176	240	242	244
자산부채의 증감	-210	117	-93	-12	5
기타현금흐름	0	0	-17	-19	-21
투자활동 현금흐름	0	15	28	18	16
투자자산	0	-2	0	0	0
유형자산	-1	0	0	0	0
기타	1	17	28	18	16
재무활동 현금흐름	30	-48	-52	5	-5
단기차입금	24	0	0	0	0
사채	4	0	0	0	0
장기차입금	42	-29	5	20	8
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-18	0	0	0	0
기타	-22	-19	-58	-15	-13
현금의 증감	-125	40	37	51	50
기초 현금	289	164	204	241	292
기말 현금	164	204	241	292	343
NOPLAT	-10	-151	15	16	15
FCF	-211	-24	-73	7	22

자료: 금호건설, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,145	976	913	994	1,084
현금및현금성자산	164	204	241	292	343
매출채권 및 기타채권	572	492	420	433	456
재고자산	235	145	150	157	168
기타유동자산	174	135	102	112	117
비유동자산	547	577	571	567	565
유형자산	9	8	4	3	2
관계기업투자금	10	11	11	11	11
기타금융자산	390	363	363	363	363
기타비유동자산	138	194	192	190	189
자산총계	1,692	1,553	1,484	1,561	1,649
유동부채	925	1,083	1,000	1,046	1,115
매입채무 및 기타채무	730	734	690	731	793
차입금	65	96	96	96	96
유동성채무	65	100	62	66	72
기타유동부채	64	152	152	153	153
비유동부채	298	245	249	269	276
차입금	162	81	86	106	114
사채	10	0	0	0	0
기타비유동부채	126	164	163	163	163
부채총계	1,223	1,327	1,250	1,315	1,392
지배지분	471	229	238	251	262
자본금	186	186	186	186	186
자본잉여금	52	52	52	52	52
이익잉여금	308	82	90	102	114
기타자본변동	-10	-10	-10	-10	-10
비지배지분	-1	-4	-4	-4	-5
자본총계	470	225	234	246	258
총차입금	319	292	258	280	293

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	30	-6,108	226	339	321
PER	173.1	-0.4	12.8	8.5	9.0
BPS	12,635	6,159	6,382	6,718	7,036
PBR	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
EBITDAPS	841	-4,621	624	576	530
EV/EBITDA	8.7	-1.0	5.1	4.3	2.8
SPS	60,011	51,800	53,404	56,001	60,020
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
CFPS	-5,676	-645	-1,960	175	579
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	8.3	-13.7	3.2	4.9	7.2
영업이익 증가율	-61.0	적전	흑전	2.3	-3.5
순이익 증가율	-96.4	적전	흑전	50.3	-5.4
수익성					
ROIC	-22.3	-1,252.3	-11.6	-9.6	-8.4
ROA	0.1	-13.9	0.5	0.8	0.7
ROE	0.2	-64.5	3.6	5.1	4.6
안정성					
부채비율	260.2	588.8	534.4	534.2	539.7
순차입금비율	18.8	18.8	17.4	18.0	17.8
이자보상배율	1.3	-8.6	1.0	0.9	0.8

현대건설 최근 2년간 목표주가 변동추이



DL 이앤씨 최근 2년간 목표주가 변동추이



HDC 현대산업개발 최근 2년간 목표주가 변동추이



대우건설 최근 2년간 목표주가 변동추이



GS건설 최근 2년간 목표주가 변동추이



삼성 E&A 최근 2년간 목표주가 변동추이



HL D&I 최근 2년간 목표주가 변동추이



금호건설 최근 2년간 목표주가 변동추이



현대건설 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025.06.11	매수	92,000							

자료: 교보증권 리서치센터

DL 이앤시 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025.06.11	매수	66,000							

자료: 교보증권 리서치센터

HDC 현대산업개발 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025.06.11	매수	31,000							

자료: 교보증권 리서치센터

대우건설 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025.06.11	매수	5,300							

자료: 교보증권 리서치센터

GS 건설 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025.06.11	매수	30,000							

자료: 교보증권 리서치센터

삼성 E&A 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025.06.11	매수	28,000							

자료: 교보증권 리서치센터

HLL D&I 최근 2 년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025.06.11	매수	3,200							

자료: 교보증권 리서치센터

금호건설 최근 2 년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025.06.11	매수	4,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2025.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.5%	2.8%	0.7%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하