

2025.04.10

금융으로
만나는 새로운 세상

IBKS 건설 Report

착공(着工)

건설/부동산 **조정현**

02) 6915-5660

controlh@ibks.com



IBK기업은행 금융그룹

IBK 투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

건설업, 수익성 회복 변곡점에 서다.....	3
1. 건설업의 반등은 진짜일까요?.....	4
1-1. 저 수익성 사업장 준공, 정상 수익 사업장 기성률 증가.....	4
1-1-1. 대형 건설사 주택/건축부문 수익성 개선 전망.....	6
1-2. 높아진 탐라인.....	8
1-3. 원가 안정화 구간 진입.....	10
2. 과도한 우려는 떨어낼 때.....	12
2-1. 미분양 우려에 대한 변론.....	12
2-2. 부실 PF는 정리중.....	14
3. 투자전략.....	17
3-1. 대형건설사 이제 사셔야합니다.....	17
3-2. 주가 수익률 및 밸류에이션.....	21
4. 기업분석(Coverage).....	23
현대건설 (000720): 높아진 탐라인, 수익성 회복으로 이익 증명 기대.....	24
HDC현대산업개발 (294870): 탐라인/수익성 2027년까지 성장 전망.....	28
DL이앤씨 (375500): 고속도로 진입 전, 과속 방지턱.....	32
GS건설 (006360): 이나마 매각 대금 재투자 로드맵 제시 필요.....	36
대우건설 (047040): 1분기 주택부문 기대치 상회 기대.....	40

건설업, 수익성 회복 변곡점에 서다

건설업 Overweight로
상향 조정

본 보고서에서는 건설업에 대한 산업 의견을 중립(Neutral) → 비중확대(Overweight) 상향 조정하며, 다음의 세 가지 근거를 통해 건설사들의 수익성이 구조적으로 개선될 수 있음을 설명하고자 한다.

1) 수익 개선의 핵심
포인트: 저 수익 현장
종료, 정상 수익 현장
매출 증가

첫째, 저수익성 프로젝트의 정리와 정상 수익 프로젝트의 매출 증가다. 2020~2022 사이 착공되었던 프로젝트는 공사비 급등 시기 이전 체결된 도급 계약의 영향으로, 수익성이 낮았다. 당시 수주금액은 인건비·자재비 급등을 반영하지 못했고, 채산성이 무너진 사업장이 많았기 때문이다. 하지만 이들 현장이 올해 상반기 중 대거 준공에 들어가며 실적에서 이탈 중이다. 반면, 공사비 증가 이후 수주한 고수익성 사업장은 기성률이 본격 반영되며 매출 구조를 정상화시키고 있다. 즉, '매출의 질'이 개선되는 구간이라는 점에서, 건설사 수익성은 빠르게 회복될 가능성이 높다고 전망한다.

2) 높아진 발주 금액:
가파른 원가 상승은
발주금액으로 전이

둘째, 도급 단가 상승으로 탑라인이 구조적으로 상향된 점이다. 대표적으로 서울시 도시정비사업의 평균 도급 공사비는 2020년 528.7만 원/3.3㎡에서 2024년 842.7만 원/3.3㎡로 59.4% 상승했다. 기간 내 고척4구역 447만 원 → 700만 원, 잠실진주 660만 원 → 811.5만 원으로 인상되며, 수주 물량이 동일하더라도 수주 금액은 크게 증가했다. 비주거 부문에서도 삼성바이오로직스 5공장(2024년 발주)은 동일한 용량 기준인 2017년 3공장 대비 공사비가 약 97.6% 증가했다. 이처럼 공사비 상승은 발주 금액 증가로 이어져 실적의 기반이 되는 탑라인을 끌어올렸으며, 원가율 정상화 시 영업이익의 레벨업이 가능해질 것으로 판단한다.

3) 건설원가 안정화 구간:
인건비, 자재비 수요
감소에 따른 가격 하락

셋째, 건설원가는 안정화 구간에 진입 중이다. 착공 현장 급감은 자재 수요 둔화로 이어졌고, 수도권 레미콘 가격은 2024년 93,700원 → 2025년 91,400원으로 2.5% 하락했다. 인건비는 2025년 상반기 건축공종 평균 노임단가 상승률은 2.3%에 그쳤고, 비계공·조적공·미장공 등 일부 직종은 전기 대비 평균 1.3% 하락했다. 지난 3년간 원가 상승을 주도했던 외주비도 정체 흐름에 들어서며, 고질적인 원가 부담에서 벗어나는 추세가 나타나고 있다.

작년 대규모 적자를 딛고
올해는 수익성 개선의
시작점

국내 대형 건설사(현대건설, GS건설, 대우건설, DL이앤씨, HDC현대산업개발)들은 전년도 합산 영업손실 -1,188억 원을 기록하며 이례적인 적자 구간을 경험했지만, 올해는 약 2.6조 원 수준의 영업이익을 기록할 것으로 예상된다. 이는 저수익성 현장의 정리가 본격화되고, 공사비 상승효과가 수익으로 연결되기 시작한 데 따른 결과다.

바스켓 매수 추천
: 현대건설,
HDC현대산업개발,
DL이앤씨

우리가 주목해야 할 포인트는 두 가지다. 첫째, 손실 가능성이 높은 저원가 현장을 얼마나 빠르게 정리할 수 있느냐, 둘째, 공사비 인상 효과를 기반으로 외형(탑라인)을 얼마나 크게 성장시킬 수 있느냐다. 우리는 건설사의 실적 턴어라운드를 결정할 두 가지 핵심 요인에 부합한 현대건설, HDC현대산업개발, DL이앤씨에 대하여 바스켓 매수 의견을 제시한다.

1. 건설업의 반등은 진짜일까요?

1-1. 저 수익성 사업장 준공, 정상 수익 사업장 기성률 증가

대형 건설사들의 부진한
시기는 마무리 국면

대형 건설사들의 부진한 시기는 마무리 국면이라 판단한다. 그렇게 생각한 이유는 1) 공사기간이 3~4년인 점을 고려하였을 때 수익성이 낮은 사업장들이 준공되고 있으며, 2) 정상적인 수익을 내는 사업장의 매출 기여도가 증가하고 있는 것으로 추정하기 때문이다. 다만, 중/소형 건설사들은 신규 착공 물량 저조로, 어려움은 지속되리라 판단한다.

올해 대형건설사 매출은
정상 수익 현장 >
저수익 현장

수익성이 낮은 현장들은 2023년 이전(2019~2022)에 착공된 현장들이라 판단한다. 통상 수주 금액은 계약 당시 미래 인플레이션 고려 후 계약을 체결하지만, 해당시기에는 예상보다 큰 폭의 자재비와 인건비 급등을 충분히 도급 금액에 반영하지 못했다고 추정되기 때문이다. 올해부터는 ▶ 저 수익성 현장들의 준공, ▶ 미분양 우려를 떨치면서 경제적 환경이 개선될 것으로 판단한다.

Case 1) 2023년 이전 착공 현장 도급 증액 미미

Case 1) 현장 원가율
100% 초과

도급공사는 GPM(매출총이익률)을 10~15% 수준으로 가정할 때, 2021년 초에 착공된 프로젝트들은 이후 발생한 공사비 급등에 직격탄을 맞았을 가능성이 높다고 판단한다. [그림 1]에서도 확인할 수 있듯, 2022년 이전에 착공한 현장들은 도급계약 체결 당시 전혀 반영되지 않았던 변수였던 공사비 인상으로 인해, 큰 손실이 발생했을 것으로 추정되기 때문이다.

Case 2) 2023년 이전 착공 현장 도급 증액 성공

Case 2) 현장 원가율
95~100%

다만, 도급 단가 증액에 성공했다 하더라도, 원가율은 100%에 가까운 수준에 불과할 것으로 추정된다. 그렇게 생각한 이유는 건설 공사비 증액 산정이 통상 생산자물가지수(PPI)나 건설공사비지수 등 공식 지표를 기준으로 하는데, 해당 지수는 실제 공사 현장에서 발생하는 비용 상승을 충분히 반영하지 못하는 경우가 많기 때문이다.

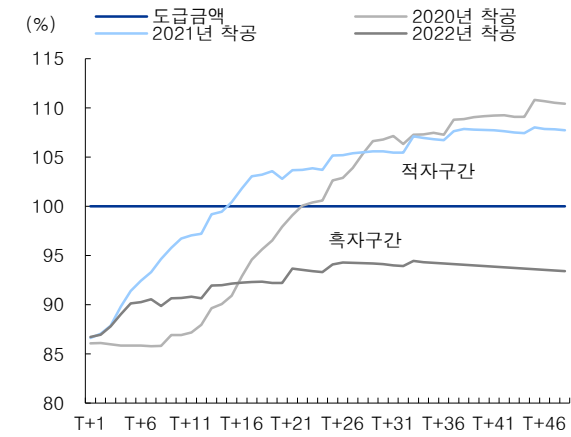
도급 증액은 지수 기반
세세한 상승 내역을
반영하기 어려움

특히, 자재 수급 불균형이나 특정 직종 인건비 급등 등은 지수에 즉시 반영되기 어렵고, 공사비 협상은 발주처와 시공사 간의 조정 방식으로 귀결된다. 이 과정에서 인상률은 실제 공사비 상승보다 낮은 수준에서 결정되는 경우가 많아, 시공사 입장에선 여전히 부담이 큰 구조다.

수익성 회복 핵심은
저수익 현장의 준공과
정상 수익 현장 매출화

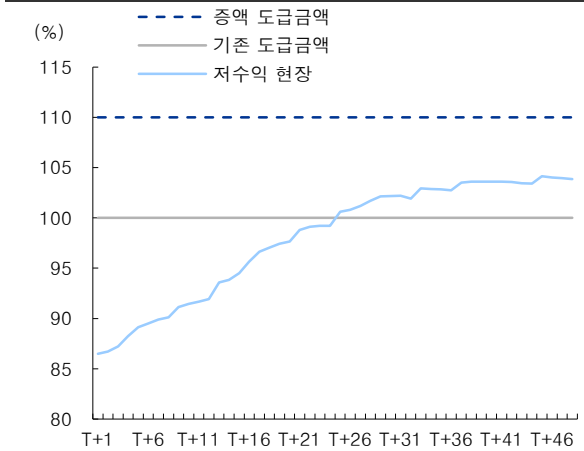
결국, 2022년 이전에 착공된 이른바 ‘악성 현장’들이 준공되고, 그 공백을 정상 수익성 구조를 가진 신규 프로젝트들이 채우는 흐름이 나타나야 실질적인 수익성 회복이 가능하다고 추정한다. 도급 증액 자체보다 중요한 건 수익성이 정상화된 사업장의 기성률 증가, 즉 매출 믹스의 개선이다. 이 효과가 본격화되면 건설사 전반의 수익성도 점진적으로 회복될 가능성이 높다고 판단한다.

그림 1. 2020~2022 착공 현장 원가율 흐름 추정



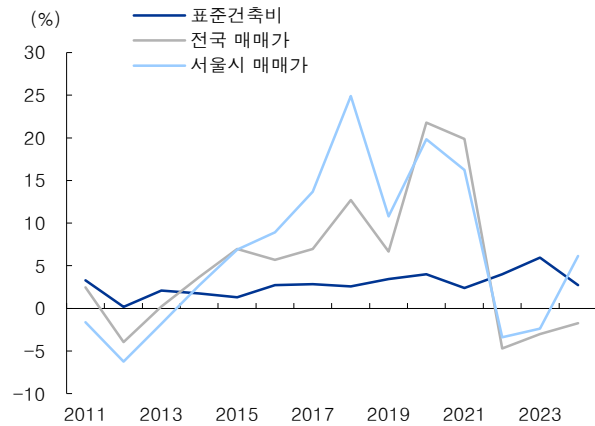
자료: 통계청, IBK투자증권 추정

그림 2. 2020~2022 착공 현장 증액 시 마진 구간 추정



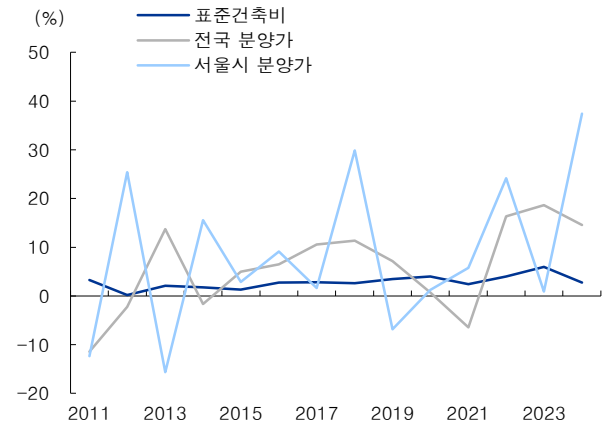
자료: 통계청, IBK투자증권 추정

그림 3. 표준건축비, 전국/서울 아파트 매매가 증감률 추이



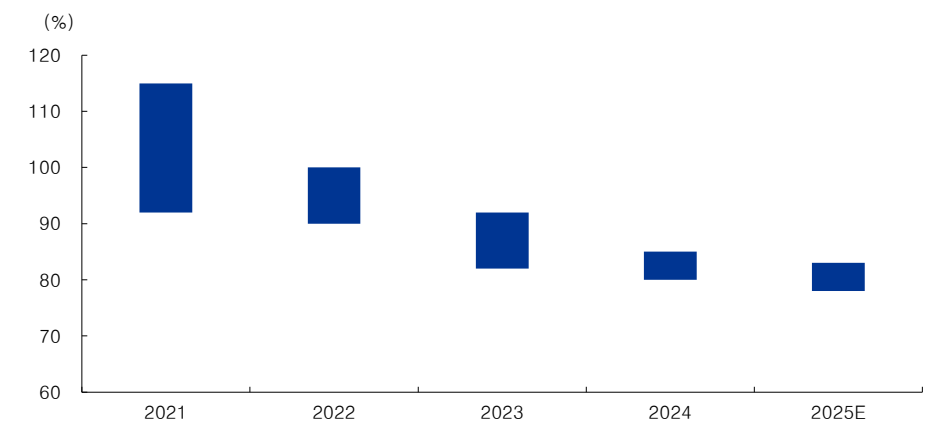
자료: 국토교통부, REPS, IBK투자증권

그림 4. 표준건축비, 전국/서울 아파트 분양가 증감률 추이



자료: 국토교통부, REPS, IBK투자증권

그림 5. 착공 시기별 원가율 추정



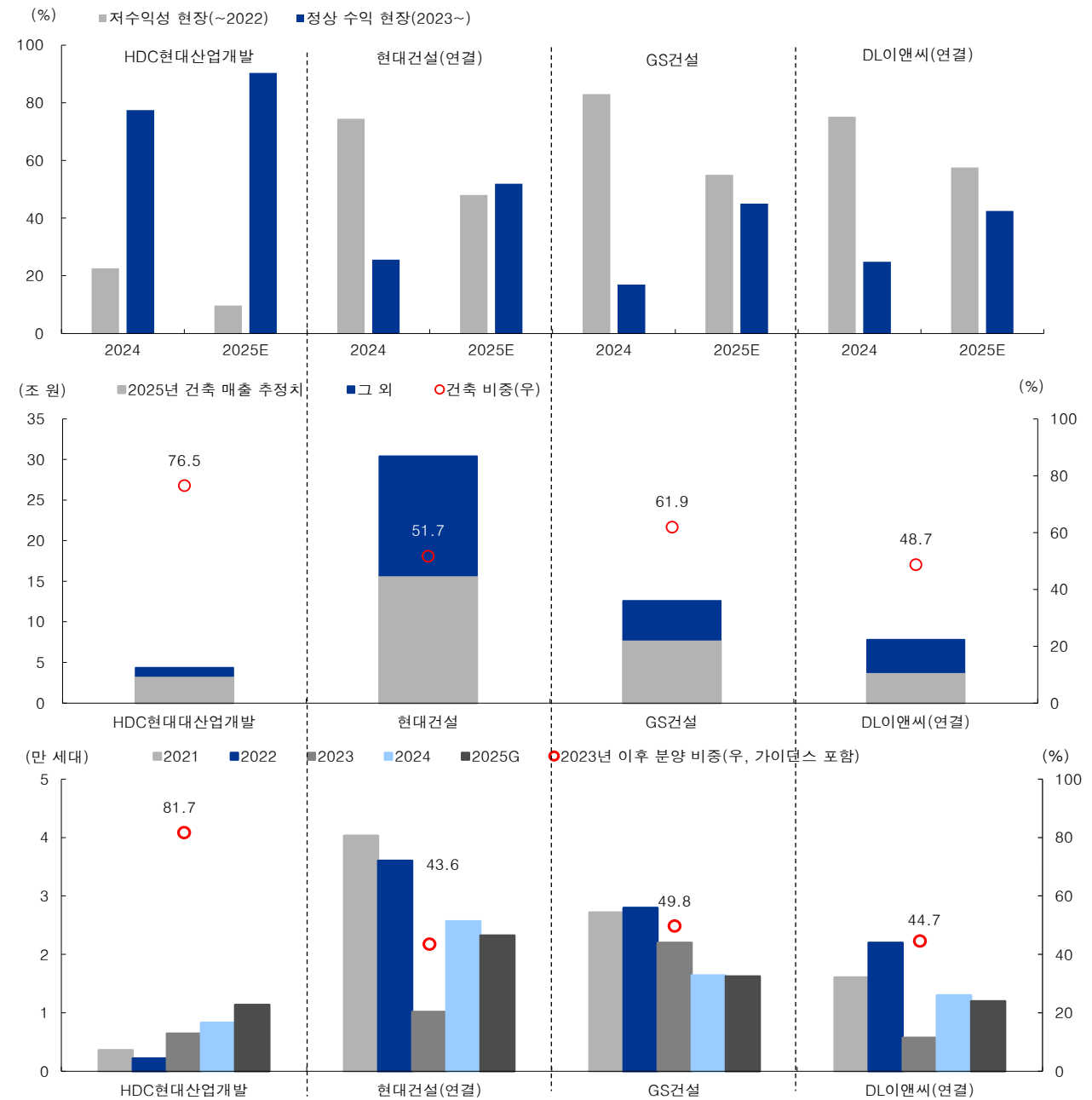
자료: 통계청, IBK투자증권 추정

1-1-1. 대형 건설사 주택/건축부문 수익성 개선 전망

건설사 수익성은
HDC현대산업개발 >
DL이앤씨 >
GS건설 >
현대건설

2025년 대형 건설사 주택부문은 HDC현대산업개발 > DL이앤씨 > 현대건설 > GS건설 순으로 수익성이 돋보일 것으로 전망한다. 그렇게 판단한 이유는 2024년과 2025년의 저수익성 매출 비중이 각각 22.5% → 9.7%, 83.0% → 55.0%, 74.4% → 48.0%, 75.1% → 57.5% 감소할 것으로 추정되기 때문이다. 다만, 타 사업부의 매출 비중을 고려했을 때, 수익성은 HDC현대산업개발 > DL이앤씨 > GS건설 > 현대건설 순으로 높을 것이라 전망한다.

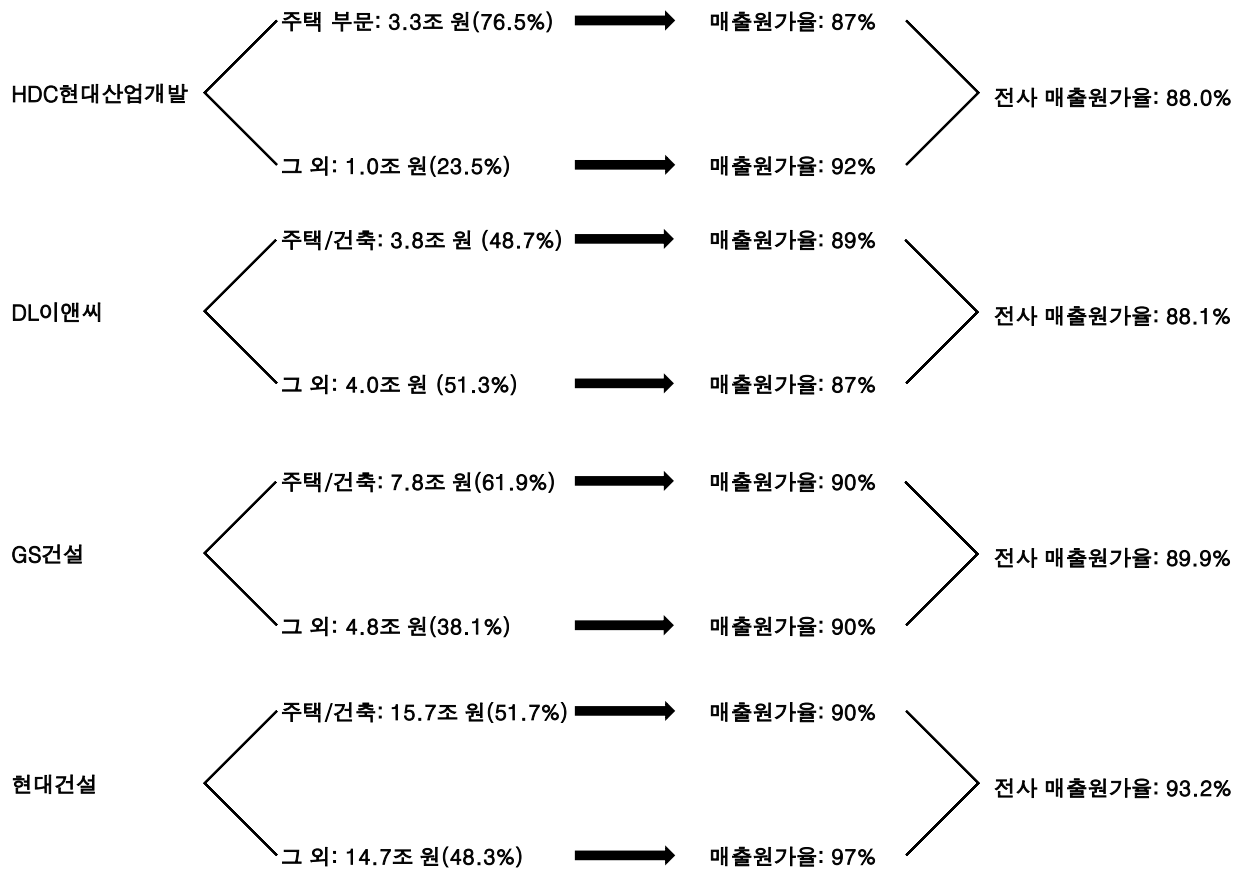
그림 6. 주택 착공 시기별 매출 비중 및 분양 시기별 물량 추이



주: 2025년 추정치는 가이드스 기반
자료: 각 사, IBK투자증권 추정

그림 7. 2025년 가이드스 기준에 따른 착공 시기별 원가율 추정치 평균 적용

*주택/건축부문은 단순 도급 형태로 가정



주1: 당사 추정치와는 차이 존재

주2: HDC현대산업개발은 자체개발부문 효과 제외

자료: 각 사, IBK투자증권 추정

1-2. 높아진 탐라인

원가의 급격한 상승은
시공사 수익성에 큰 타격

2021년부터 시작된 공사비 급등은 시공사 입장에서 원가 부담으로 작용했다. 2023년 이전 체결된 도급계약은 자재비와 인건비가 급격히 오르기 전이었기 때문에, 원가 상승을 제대로 반영하지 못했을 가능성이 크다.

~2022년 착공 현장은
수익성 악화

이로 인해 2020~2022년 착공된 현장들은 수익성이 낮았을 것으로 추정되며, 공사비 증액이 이뤄지지 않은 경우 대부분의 프로젝트는 적자로 전환됐을 것으로 판단한다. 이는 도급사업 구조 내 고정된 계약 금액이 원가 급등을 따라가지 못하면서 발생한 구조적인 한계였다.

공사비 급등은 향후 도급
단가 상승으로 이어짐

하지만 상황이 반전되고 있다. 저수익성 현장들이 준공을 맞이하고 있는 현재 시점에서, 공사비 상승이 오히려 수주 금액 증가라는 실적 개선의 동력으로 작용할 수 있기 때문이다. 공사비가 상승했다는 건 발주처 입장에서도 동일한 현장을 발주할 경우 더 많은 사업비를 부담해야 한다는 뜻이고, 이는 도급 단가(P)의 상승으로 연결된다.

2020~2024
도시정비사업 평균 공사비
+59.4%

수주 단가 상승의 대표적인 사례는 도시정비사업에서 확인된다. 서울시 기준 정비사업 평균 공사비는 2020년 528.7만 원/3.3㎡에서 2024년 842.7만 원/3.3㎡로 59.4% 상승했다. 고척 4구역 재개발은 447만 원에서 700만 원으로, 잠실 진주 재건축은 660만 원에서 811.5만 원으로 인상됐다.

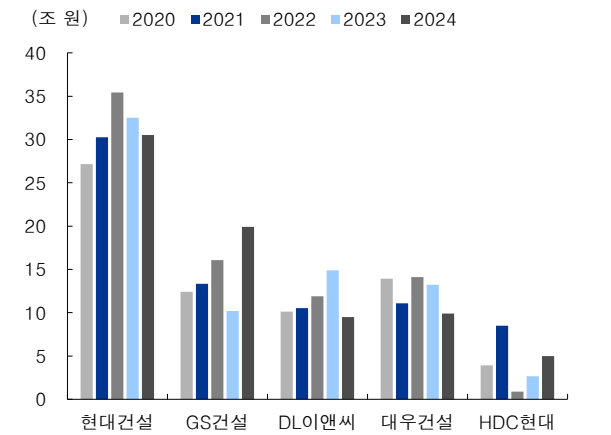
2017 vs 2024
삼성바이오로직스 공사비
+97.6%

이 같은 흐름은 비단 주거용 정비사업에만 국한되지 않는다. 비주거 건축시장에서도 유사한 현상이 확인되고 있다. 대표적으로 삼성바이오로직스의 공장 건설 사례가 있다. 2017년 발주된 3공장은 18만L 기준 약 8,500억 원 수준이었지만, 같은 18만L 기준으로 2024년에 발주된 5공장은 1.68조 원(유틸리티 제외 기준)으로 무려 97.6% 증가했다. 이는 대형 비주거 건축 시장에서도 단가(P)의 구조적 상승이 나타나고 있음을 보여주는 사례다.

착공 현장이 줄어도,
단가 상승으로 높아진
탐라인 방어

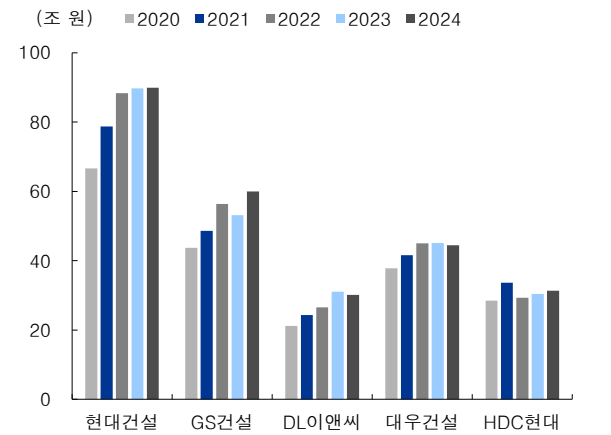
한편, 2023~2024년 기간 동안 전체 착공 면적은 2019~2022년 평균 대비 35.4% 감소했다. 그럼에도 불구하고 같은 기간 동안 공사비는 약 30% 상승했기 때문에, 대형 건설사들은 수주 프로젝트가 줄더라도, 대형 건설사들은 높아진 탐라인을 유지할 수 있을 것으로 전망한다.

그림 8. 주요 건설사 신규 수주 추이



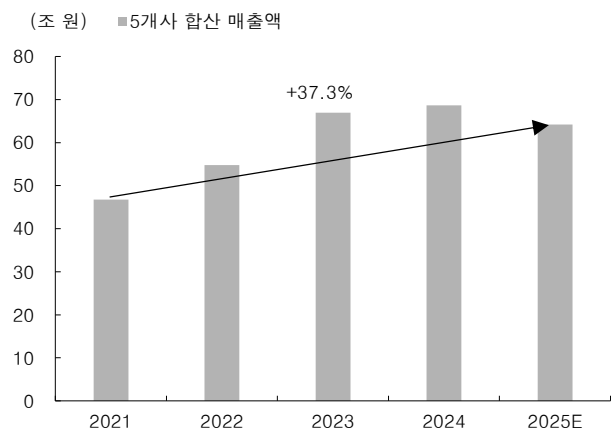
자료: 각 사, IBK투자증권

그림 9. 주요 건설사 수주 잔고 추이



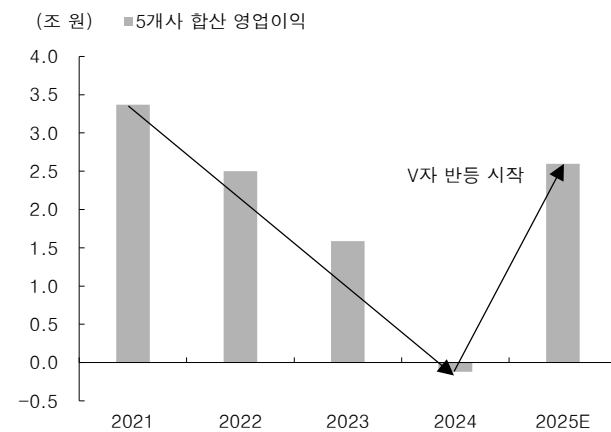
자료: 각 사, IBK투자증권

그림 10. 주요 건설사 매출 추이



주: 주요 건설사는 현대건설, GS건설, DL이앤씨, 대우건설, HDC현대산업개발
 자료: 각 사, IBK투자증권

그림 11. 주요 건설사 영업이익 추이



주: 주요 건설사는 현대건설, GS건설, DL이앤씨, 대우건설, HDC현대산업개발
 자료: 각 사, IBK투자증권

1-3. 원가 안정화 구간 진입

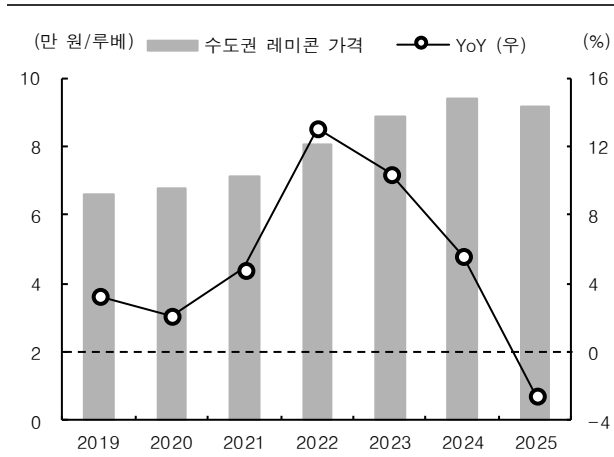
원가는 안정화 추세 진입	공사 원가는 안정화 국면에 접어들고 있다고 판단한다. 가장 큰 이유는 착공 현장의 급감이 건설 자재 전반에 대한 수요 둔화로 이어졌고, 철근·시멘트 등 원자재 가격뿐 아니라 외주비에도 하락 압력이 가해지고 있을 가능성이 높기 때문이다. 원가에서 큰 비중을 차지하는 외주비의 변동이 전체 원가 구조에 직접적인 영향을 미치는 만큼, 해당 부분의 안정화 여부가 건설사의 실적 회복과 직결될 것으로 추정한다.
원가 상승의 주요 원인은 인건비	지난 4년간 원가 상승의 주된 요인은 자재비보다 인건비였던 것으로 추정한다. 인건비는 공사원가 내 노무비와 외주비를 통해 반영되며, 특히 외주비의 약 30%가 인건비로 구성된다. 이러한 구조를 고려하면, 단순한 자재 가격보다 인건비 흐름이 원가 결정에 더 큰 영향을 미쳤다고 해석할 수 있다. 실제 2020~2022년 사이 노무비 비중은 1군 건설사 기준 3.69%에서 4.29%로, 외주비는 60.00%에서 61.51%로 상승했다.
자재비(외주비)	반면, 같은 기간 재료비 비중은 오히려 감소했다. 자재 가격이 31% 상승했음에도 불구하고, 1군 건설사의 재료비 비중은 24.14%에서 22.71%로 줄어들었다. 동 기간 최저 임금 상승률은 6.6% 수준이었지만, 인건비 관련 항목 비중이 확대된 것을 보면 실제 건설 원가 상승은 인건비 단가에 의해 더 강하게 영향을 받았던 것으로 추정한다.
코로나 기간 외주비 중심 오버슈팅	이는 2020~2022년 사이 착공 현장 급증, 코로나19 이후의 인력 이탈 등 구조적인 수급 문제가 복합적으로 작용했다고 판단한다. 특히 숙련공 중심의 외주 인력 시장에서 공급이 빠르게 줄어들면서 외주 단가 상승을 자극했고, 이는 곧 외주비 비중 상승으로 이어졌기 때문이다. 결국, 건설 원가 상승의 본질은 자재가 아닌 인력 수급 문제에서 출발했다고 볼 수 있다.
외주비 안정화	하지만 2024년부터는 변화가 나타나고 있다. 기존에 착공된 현장들이 점차 마무리되고 신규 착공은 줄어들면서, 시장 내 인력 수급 압력이 완화되고 가격도 안정세에 접어들고 있다. 예를 들어, 2025년 상반기 건축 공종 평균 노임단가는 26만 원으로 전년 대비 2.3% 증가에 그쳤고, 비계공·조적공·미장공 등 일부 직종에서는 1.3% 하락하며 둔화 흐름이 관측된다. 이는 공급 여건 개선으로 인한 인건비 부담 완화의 신호로 해석된다.
자재비 하락 시작	레미콘과 시멘트 등 주요 자재 가격 역시 안정화 흐름에 기여하고 있다. 2025년 수도권 기준 레미콘 가격은 91,400원으로, 2024년 대비 2.5% 하락했다. 이 역시 착공 현장 감소에 따라 수요가 줄었고, 인력 수급의 안정화와 맞물려 자재 수급 구조가 정상화된 결과로 추정한다. 지난 몇 년간 건설 원가를 끌어올렸던 주요 요인들이 점차 해소되고 있으며, 현재 건설 원가는 안정화 흐름에 진입한 것으로 판단한다.

표 1. 완성공사원가 비중 추이(1군 건설사)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
재료비	27.23	25.64	21.48	24.14	24.76	22.71
노무비	4.17	4.10	4.82	3.69	3.95	4.29
외주비	55.92	57.65	62.05	60.00	61.31	61.51
현장경비	12.67	12.61	11.64	12.17	9.98	11.48
(기계경비)	1.22	1.17	1.48	1.29	.00	0.86
공사원가계	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

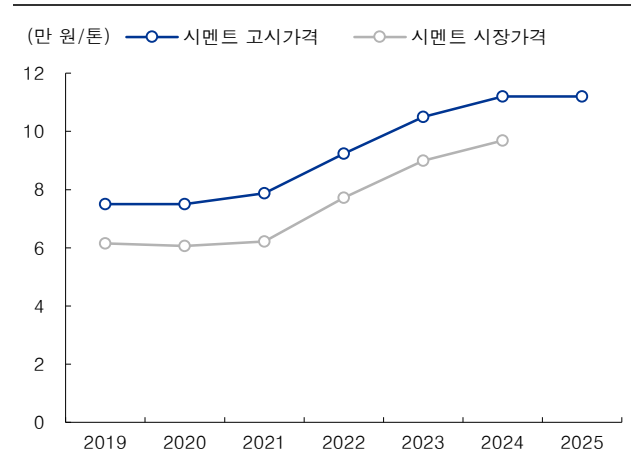
주: 현장경비 내 기계경비 포함
자료: 대한건설협회, IBK투자증권

그림 12. 수도권 레미콘 가격 추이



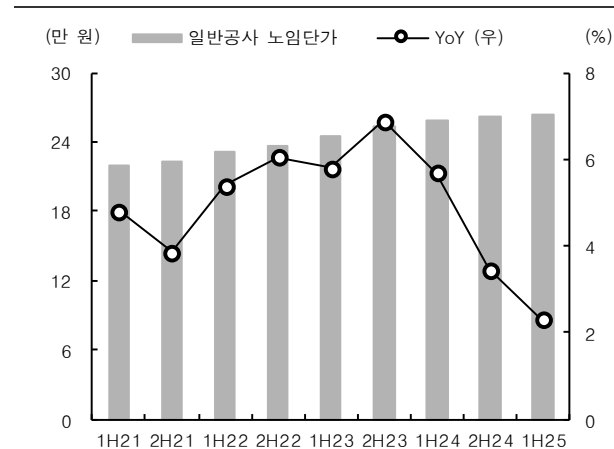
자료: 한국레미콘공업협회, IBK투자증권

그림 13. 시멘트 고시/시장 가격 추이



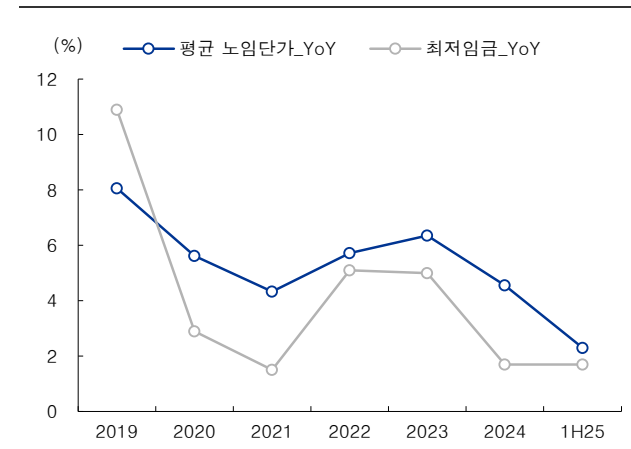
주: 시멘트 시장 가격은 한일시멘트, 현대한일시멘트, 아세아시멘트, 한라시멘트, 삼표시멘트, 성신양회, 쌍용C&E 평균 가격
자료: 각 사, 언론보도, IBK투자증권

그림 14. 일반공사 직종 반기별 평균 노임단가 추이



자료: 대한건축협회, IBK투자증권

그림 15. 일반공사 연간 평균 노임단가 및 최저임금 상승률 추이



자료: 대한건축협회, IBK투자증권

2. 과도한 우려는 떨어낼 때

2-1. 미분양 우려에 대한 변론

건설사들의 사업모델은
도급사업

대형 건설사들의 미분양 리스크에 대한 우려는 과도하다고 판단된다. 시장에서는 분양률이 100%에 도달하지 못하면 건설사에게 손실이 발생한다고 해석하지만, 이는 도급 중심의 건설사 비즈니스 구조를 제대로 반영하지 못한 시각이다. **건설사는 주택 개발을 직접 수행하는 주체가 아니며, 수주 기반의 도급사업을 영위하기 때문에 단순 미분양 수치만으로 실질 리스크를 판단하기는 어렵다.**

공사비 회수 분양률
도달이 중요

건설사 입장에서 중요한 건 수익성이나 완판 여부가 아니라 공사비 회수가 가능한 수준의 분양률 도달 여부다. 건설사는 대부분의 사업에서 시행을 맡지 않고 시공만 수행하기 때문에, 일정 수준의 분양률만 확보되면 자신들의 공사비는 회수 가능하다. 즉, 분양률이 100%에 도달하지 않더라도 손실은 제한적이며, 일정 수준 이상만 넘기면 건설사는 이미 계약상 책임을 다한 셈이다.

PF 지급 보증한 경우
리스크 완전 소화를
위해선 분양률이 높아야함

물론 건설사가 PF(프로젝트 파이낸싱)에 대한 지급보증을 제공한 경우에는 사정이 달라진다. 이 경우에는 미분양에 따른 금융 리스크가 시공사로 전이될 수 있기 때문이다. 다만, 착공 이후 실행되는 본PF가 전체 사업 규모의 약 60~70% 수준이라는 점을 감안하면, **시공사가 안정적으로 프로젝트를 Exit하기 위해 필요한 분양률은 60~80% 수준으로 추정된다.**

초기 분양률이 낮아도
점진적 개선이 중요

최근 분양시장에서는 초기 분양률(분양 후 3~6개월 기준)이 이 기준에 소폭 못 미치고 있지만, 절대적인 기준에서 크게 벗어난 수준은 아니다. 또한, 대단지 공동주택 개발 사업은 착공에서 준공까지 약 4년이 소요되며, 이 기간 동안 분양이 계속 진행된다는 점을 고려할 필요가 있다. 초기 분양률이 낮더라도 이후 시간이 지나면서 분양률은 점진적으로 개선될 여지가 충분하다.

미분양=손실 공식을
깨야할 때

따라서 현재의 미분양이 건설사 손실로 바로 연결될 가능성은 낮다. 손실이 현실화되려면 완판 실패가 장기화되고, 공사비 회수 자체가 어려운 수준까지 악화되어야 하지만, 현재 시장은 그런 상황과는 거리가 있다. 결론적으로, **대형 건설사들의 미분양 우려는 제한적이라 판단한다.**

그림 16. 분기별 초기 분양률(분양 후 3~6개월 경과) 추이

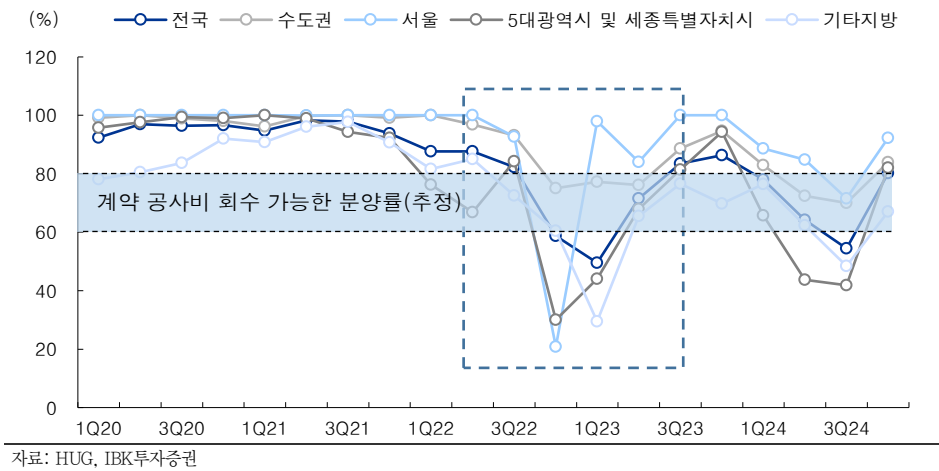


그림 17. 주요 건설사 분양 물량 대비 미분양 비율

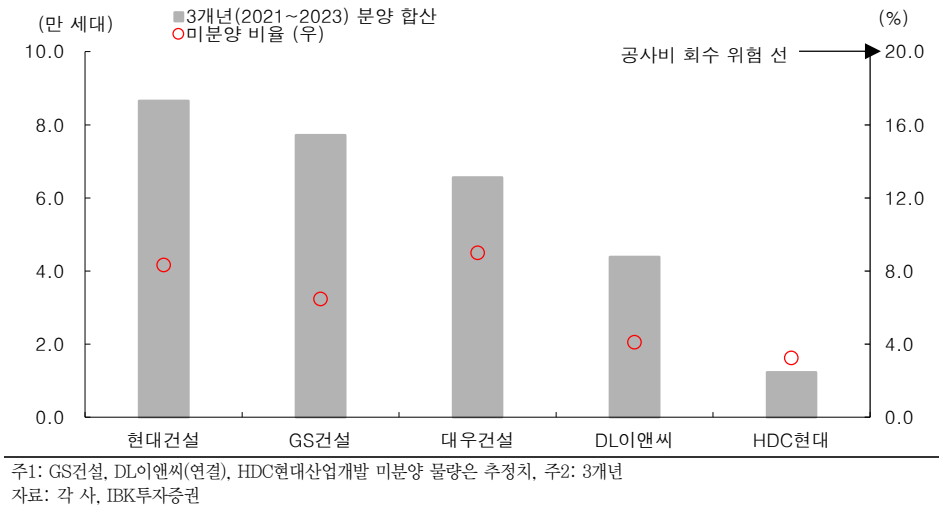


그림 18. 미분양 물량 추이

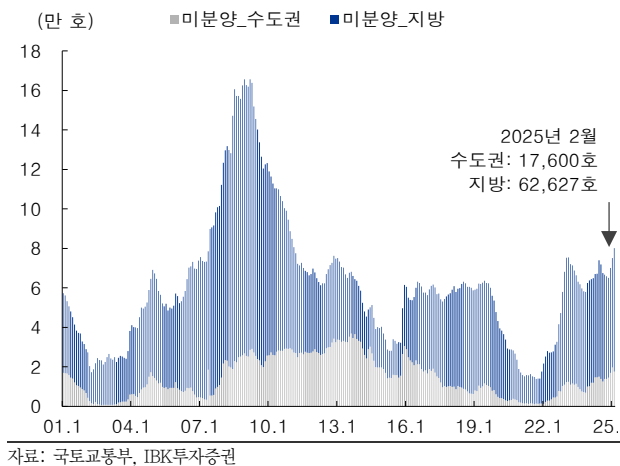
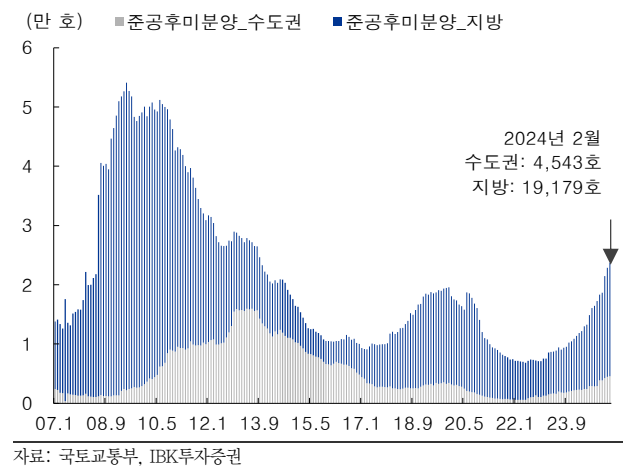


그림 19. 준공 후 미분양 추이



2-2. 부실 PF는 정리중

4Q24 브릿지론+토담대:
35조 원

금융위원회는 3월 19일 부동산 PF 상황 점검회의를 개최하였다. 4Q24 금융권 PF대출 잔액은 128.1조 원(YoY -5.3%, QoQ -1.9%)을 기록하였으며, 세부 항목으로는 **브릿지론 16.9조 원**(YoY -1.2%, QoQ -2.9%) 본 PF 111.2조 원(YoY -6.2%, QoQ -1.5%)을 기록하였다. 4Q24 **토지담보대출 잔액은 18.4조 원**(YoY -38.0%, QoQ -12.8%)을 기록하며, 저축은행(6.2조 원, YoY -50.4%, QoQ -17.3%)을 중심으로 전년 동기 대비 크게 감소하였다.

4Q24 브릿지론+토담대
연체율: 17.1%

금융권 PF 대출 연체율은 3.42%(YoY +0.72%pt, QoQ -0.08%pt)를 기록하였고, 세부항목별로는 브릿지론 11.99%(YoY+3.70%pt, QoQ -0.85%pt) 본PF 2.12%(YoY +0.22%pt, QoQ.+0.06%pt)를 기록하였다. 토지담보대출 연체율은 21.71%(YoY+14.56%pt, QoQ +3.14%pt)를 기록하였고, 저축은행(33.11%, YoY +23.2%, QoQ +5.28%pt)을 중심으로 전년 동기 대비 크게 증가하였다.

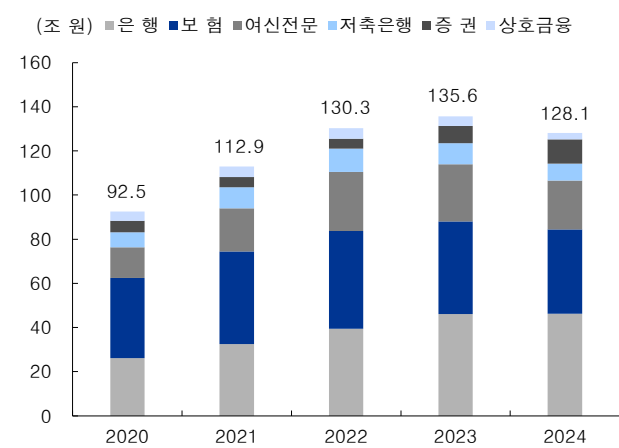
커버리지 비율: 68.1%
⇒ 주요 금융기관 총당금
설정 중

2024년 12월 말 기준 전체 PF 익스포저는 202.3조원으로 전분기보다 8.1조원 감소했다. 이는 신규 PF 취급(17.1조 원)보다 준공 정산, 정리 및 재구조화에 따른 익스포저 감소 폭이 더 컸기 때문이다. **유의(C)·부실우려(D) 여신은 19.2조원으로 전분기(22.9조원) 대비 3.7조원 줄었고, 전체 익스포저 대비 비중도 10.9%에서 9.5%로 하락했다.** 부실자산 축소로 인해 PF 고정여신비율도 10.33%로 개선됐으며, 커버리지비율(총당금/유의·부실우려 여신)은 68.1%로 상승하며 선제적인 정리 작업이 진행되었다.

PF사업장 재구조화 지속

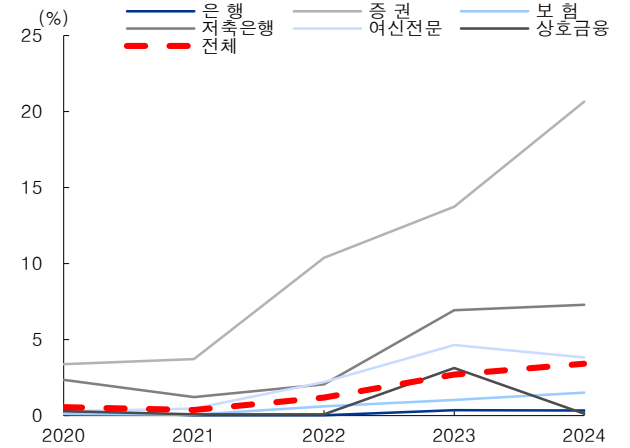
2024년 하반기 동안 PF 사업장은 유의·부실우려 사업장 20.9조원 중 6.5조원이 정리 또는 재구조화됐다. 경공매·수의계약·상각 등을 통해 4.5조원 정리됐고, 2.0조원은 신규자금 유입 및 자금구조 개편 등으로 재구조화를 완료되었다. 정리된 6.5조원 중 3.7조원은 주거 사업장 여신으로 약 4.7만 호의 주택공급을 기대하고 있으며, 잔여 사업장 정리 시 추가로 약 9.2만 호의 공급도 기대된다

그림 20. 주요 금융기관 PF 대출 규모



자료: 금융위원회, IBK투자증권

그림 21. 주요 금융기관 PF 연체율 추이



자료: 금융위원회, IBK투자증권

그림 22. 토지담보대출+브릿지론 잔액 추이

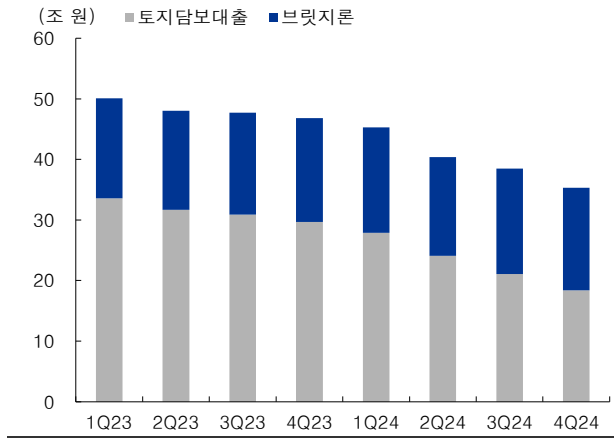


그림 23. 본PF 잔액 추이

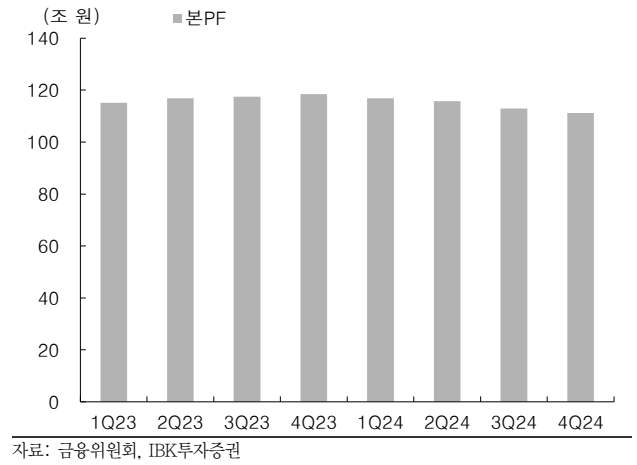


그림 24. 토지담보대출+브릿지론 연체 규모 추이

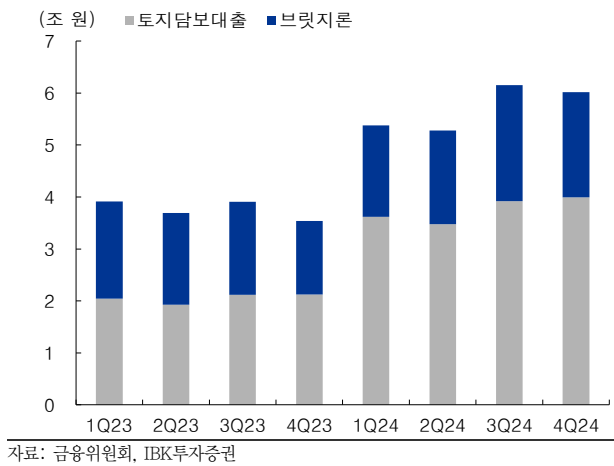


그림 25. 본PF 연체 규모 추이

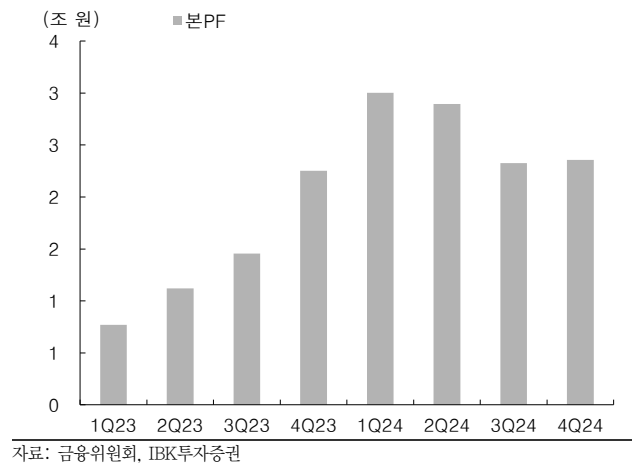
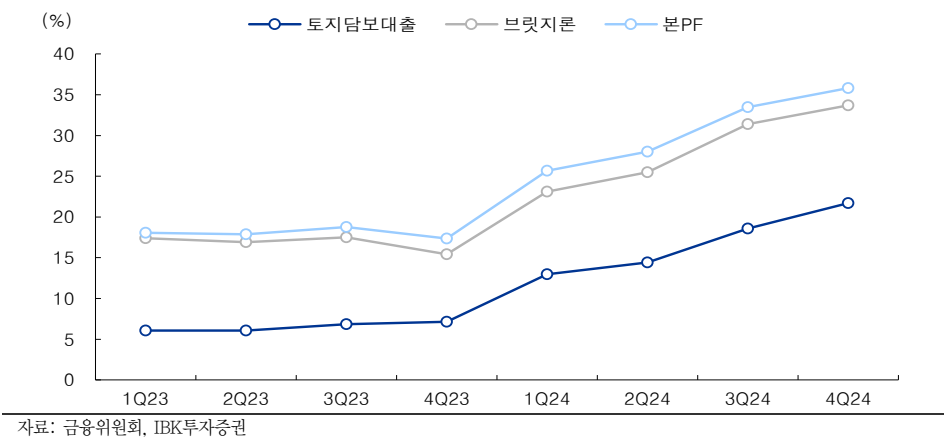


그림 26. 부동산 PF 및 토지담보대출 연체율 추이



부실 PF 정리 국면

결론적으로, 부실 PF 사업은 점진적으로 정리 국면에 접어들고 있다고 판단한다. 다만, 올해 1~2분기 분양 성과에 따라 부실 규모는 추가로 확대될 여지가 존재한다. 정부는 현재 부실 PF 규모를 19.2조 원 공식적으로 발표했지만, 생각보다 높지 않았던 부실규모를 고려하였을 때 추가 Equity 투자와 밀어내기 착공이 부실규모를 낮출 수 가능성이 크기 때문이다.

밀어내기 착공에 주목

추가 Equity 투자의 경우, 이자 비용 부담을 줄여 구조를 안정화하는 효과가 있어 단기적으로는 우려가 크지 않다. 반면, 밀어내기 착공은 분양 성과에 따라 향후 리스크로 전이될 수 있다. 2024년 12월 착공 물량은 이례적으로 한 달에 집중되는 흐름을 보였는데, 이는 미착공 상태로 분류될 경우 부실 프로젝트로 지정될 수 있다는 우려에 따라 시행사들이 착공 요건을 맞추려는 움직임이 있었던 것으로 해석된다.

밀어내기 착공 이유:
부실지정 피하기 위함

이러한 밀어내기 착공은 PF 구조상 본PF 실행 조건 중 하나인 ‘착공 개시’ 요건 충족을 위한 대응으로 풀이된다. 착공 여부는 프로젝트 진행 여부를 판단하는 핵심 지표이기 때문에 단기적으로는 리스크 완화 효과가 있지만, 실질적인 분양이 따라주지 않으면 향후 부실 리스크는 오히려 커질 수 있다. 즉, 형식적인 착공이 수익성과 연결되지 못할 경우, PF 구조 자체가 흔들릴 수 있는 여지가 있다.

올해 1~2분기 분양성과
중요

결국 올해 1~2분기의 분양 성과가 본PF 구조의 건전성을 좌우할 가능성이 높다. 착공 통계를 통해 부실을 유보할 수는 있어도, 실제 분양률이 부진하다면 자금 회수에 문제가 발생할 수밖에 없다. 이 때문에 상반기 분양 결과는 PF 시장의 실질 건전성을 가늠할 수 있는 바로미터 역할을 할 전망이다.

종합적으로 보면, 부실 PF 문제는 일정 부분 정리되고 있는 것은 맞지만, 여전히 불완전한 상태다. 최근 착공 물량 급증이 구조적 회복의 신호라기보다는 리스크 회피 성격이 강한 만큼, 통계 해석에 신중할 필요가 있다. 실질적인 분양 성과를 지속적으로 점검하면서 PF 리스크의 진짜 방향성을 가늠해야 할 시점이다.

그림 27. 주거용 건축 착공 세대 추이

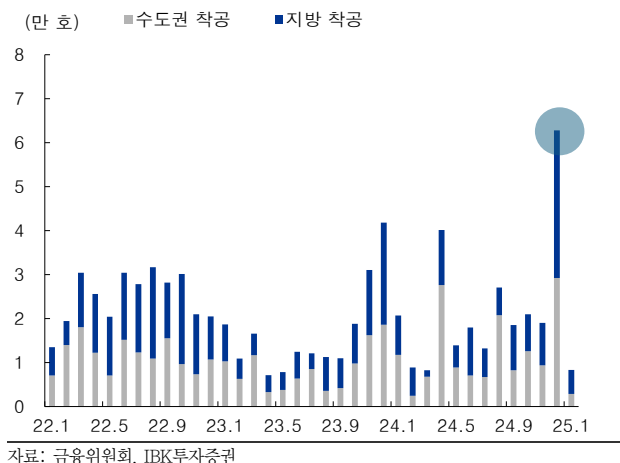
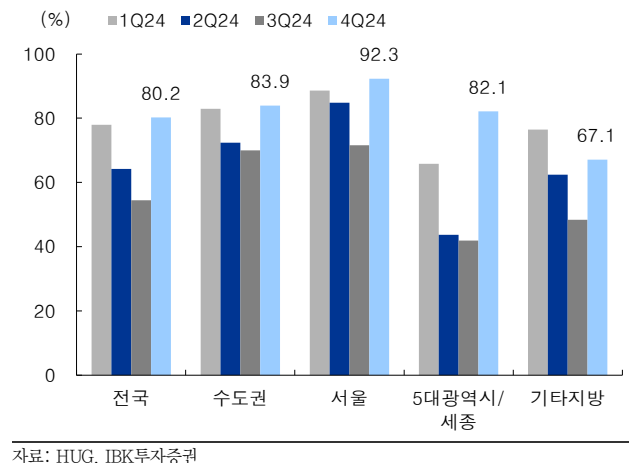


그림 28. 초기 분양률 추이



3. 투자전략

3-1. 대형건설사 이제 사셔야 합니다

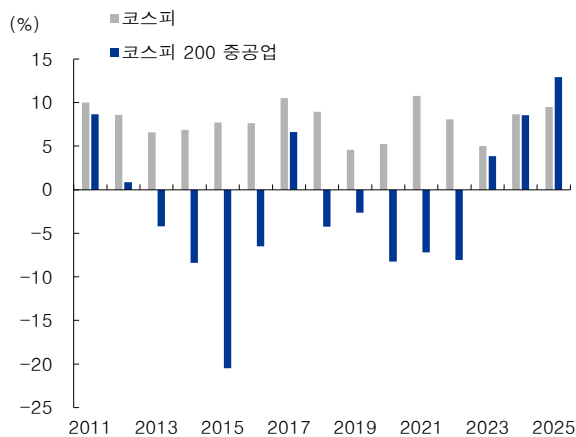
~2024년까지 국/내외
사업 수익성 붕괴

건설사들의 밸류에이션은 크게 국내와 해외, 두 개의 축으로 구성된다고 판단한다. 그렇게 생각한 이유는 수주 기반의 사업이 국내: 주택사업, 해외: 플랜트 및 인프라 사업을 기반으로 각각 실적이 형성되며, 이 두 축이 균형을 이뤄야 기업가치도 안정적으로 유지되기 때문이다. 하지만 2022년 이후 건설 밸류에이션이 크게 훼손된 배경에는 공사비 급등이라는 공통 요인이 있었고, 이는 수익성 악화로 이어지며 국내외 사업 모두에서 기대감이 동시에 붕괴됐다는 점에서 기인한다.

2025년부터 국내 사업
수익성 회복 기대

현재는 하나의 축인 국내가 회복 국면에 진입하고 있다는 점에서 밸류에이션 재평가의 필요성을 제기한다. 특히 공사비 인상기를 거치며 외형이 크게 성장한 기업들에 주목할 필요가 있다. 단가 인상 효과가 매출로 반영되기 시작한 상황에서, 이제는 원가율이 안정세로 전환되면서 이익 구조까지 회복되고 있기 때문이다. 이익의 질이 개선되기 시작한 현시점에서 외형과 수익성을 동시에 평가할 필요가 있다.

그림 29. 코스피/코스피 200 중공업 ROE 추이



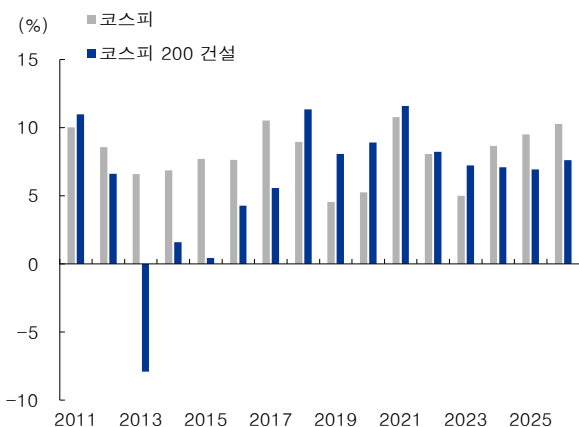
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 30. 코스피 200 중공업 지수 추이(조선)



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 31. 코스피/코스피 200 건설 ROE 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 32. 코스피 200 건설 지수 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

탐라인 성장에 주목

건설사의 주력 비즈니스가 도급사업인 만큼, 탐라인이 올라간 상황에서는 그 수준을 얼마나 오래 유지하느냐가 영업이익의 방향성과 절대 규모를 결정짓는 핵심 요소가 된다. 지금은 정상 수익 현장 수주가 기성 단계로 전환되며 본격적인 실적으로 반영되고 있는 시기다.

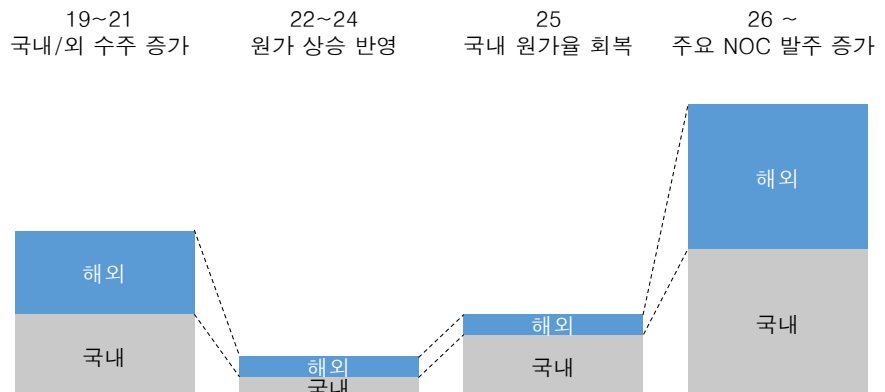
수익성 회복 시작

동시에, 원가율도 안정화 흐름에 들어섰다. 과거에는 외형이 커져도 공사비 부담에 이익이 따라오지 못하는 구조였지만, 지금은 수익성이 동반 회복되는 구간에 진입했다. 결국 영업이익의 절대 레벨 자체가 과거보다 한 단계 높아질 수 있고, 이는 실적 기반 밸류에이션의 재정의할 가능하게 만든다. 단순히 과거 수준 회복이 아니라, 구조적 레벨업 구간에 있다는 의미다.

중장기 구조적 성장
출발점이라 판단

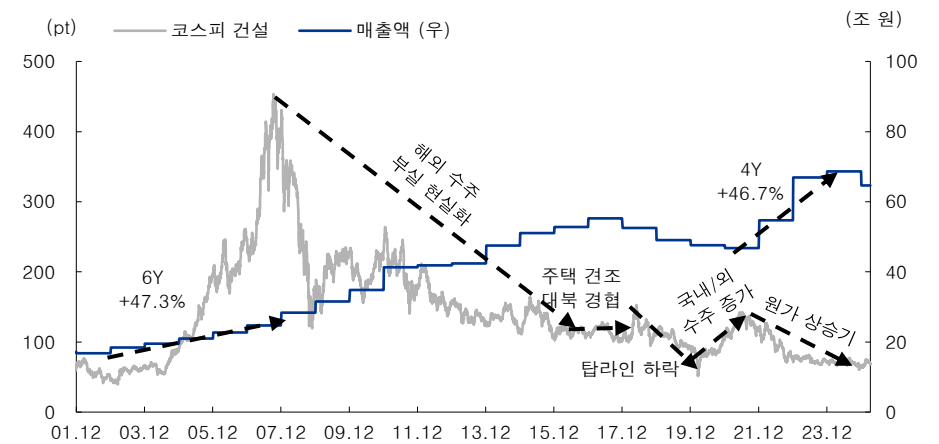
따라서 지금은 건설사 밸류에이션을 단기 리레이팅 관점이 아니라, 중장기 **구조적 성장의 출발점으로 인식할 시점**이다. 탐라인의 질과 유지 가능성, 그리고 원가율 정상화를 바탕으로 한 실적 개선 흐름이 이어진다면, 시장의 눈높이도 이에 맞춰 재조정될 가능성이 크다고 판단한다.

그림 33. 건설주 밸류에이션 논리



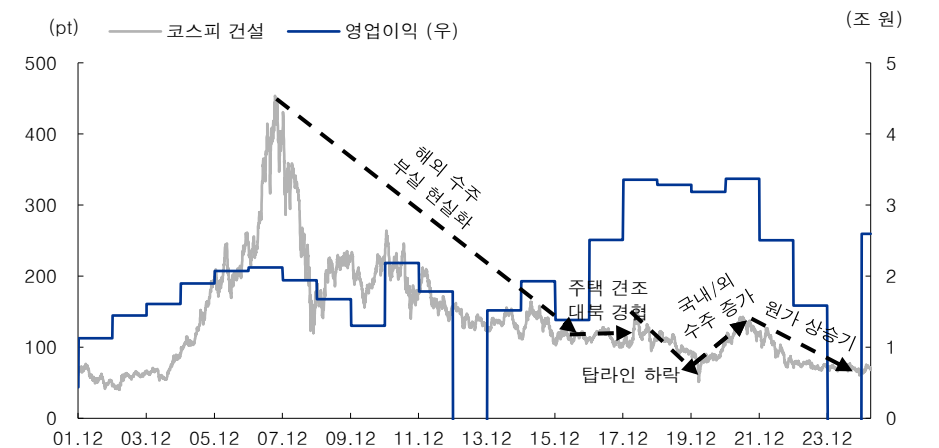
자료: IBK투자증권

그림 34. 코스피 건설 지수와 주요 대형 건설사 타라인 합산 추이



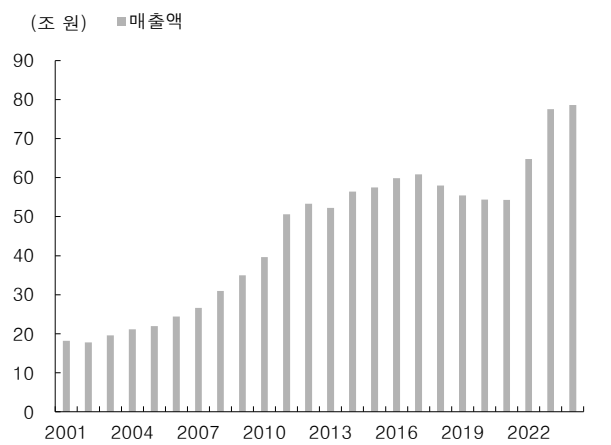
주: 대형건설사: 현대건설, GS건설, DL이앤씨, 대우건설, HDC현산
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 35. 코스피 건설 지수와 주요 대형 건설사 영업이익의 합산 추이



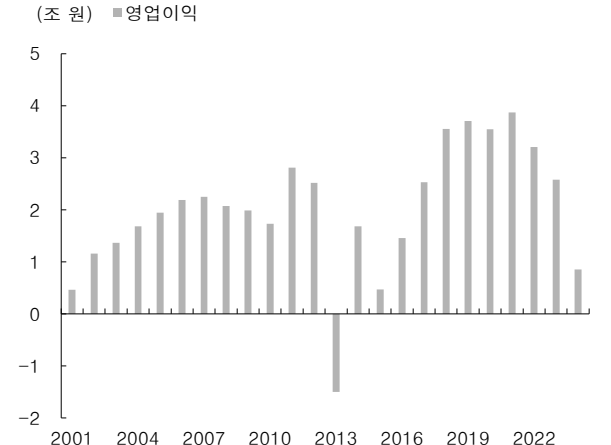
주: 2001~2006 HDC 영업이익, 2001~2002 DL영업이익, 대형건설사: 현대건설, GS건설, DL이앤씨, 대우건설, HDC현산
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 36. 주요 대형 건설사 매출액 합산 추이



주: 현대건설, GS건설, 삼성E&A, DL이앤씨, 대우건설, HDC현산 합산
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 37. 주요 대형 건설사 영업이익의 합산 추이



주: 현대건설, GS건설, 삼성E&A, DL이앤씨, 대우건설, HDC현산 합산
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 38. 삼성E&A/GS건설/대우건설 합산 매출액 추이

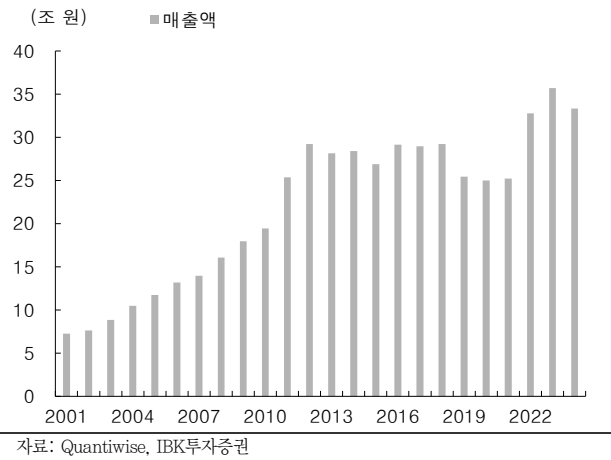


그림 39. 삼성E&A/GS건설/대우건설 영업이익 매출액 추이

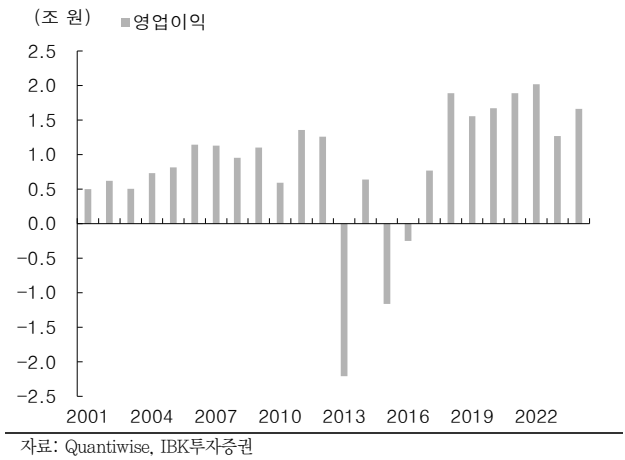


그림 40. 주요 대형 건설사 합산 매출액 추이

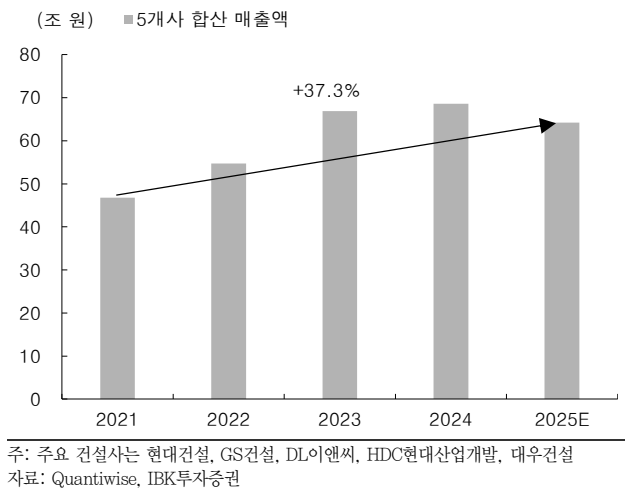
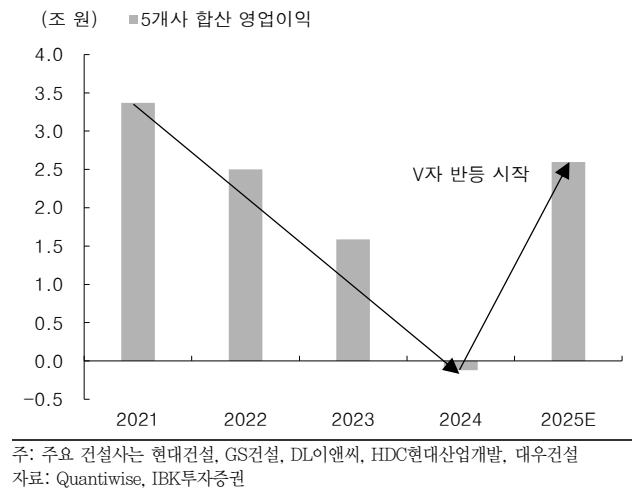


그림 41. 주요 대형 건설사 합산 영업이익 추이

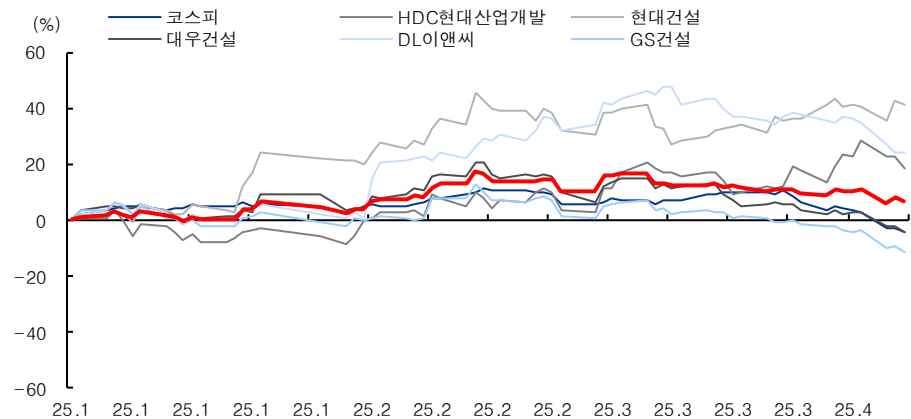


3-2. 주가 수익률 및 밸류에이션

건설업 지수는 4월 9일 기준 YTD +6.7%로 KOSPI 수익률 -4.4% 대비 +11.1%p 뛰어난 성과를 기록하였다. 건설업 주가는 ▶ 수익성 회복 기대, ▶ PF 부실 국면 마무리에 따라 코스피 대비 상회한 것으로 판단한다.

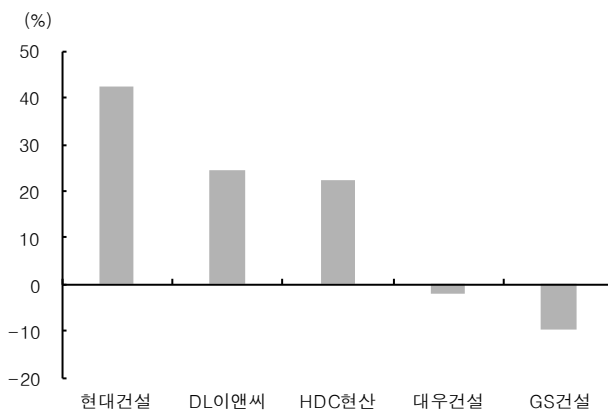
종목별로는 4월 9일 기준 현대건설이 수익성 회복과 주주환원 확대 힘입어 연초 대비 +40.9%를 기록하였다. 다음으로 주가 수익률이 가장 높았던 종목은 DL이앤씨로 연간 마진 회복 기대감으로 연초대비 +23.8%를 기록하였다. 반면, GS건설은 커버리지 종목 중 가장 저조한 수익률을 기록하였는데, 모듈러 사업(엘리먼트) 적자와 이니마 매각지연으로 -11.6%를 기록하였다.

그림 42. 주요 건설사 연초 이후 주가 추이



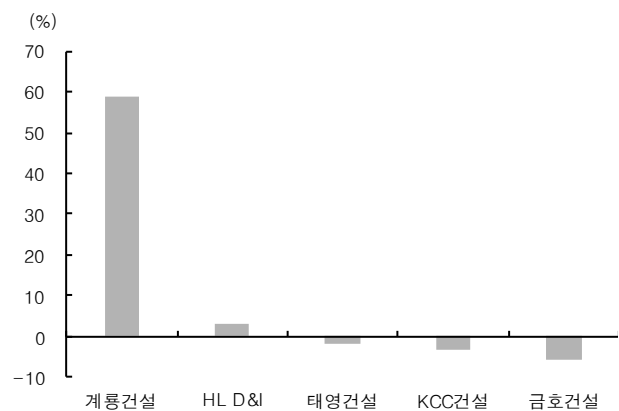
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 43. 국내 대형건설사 수익률



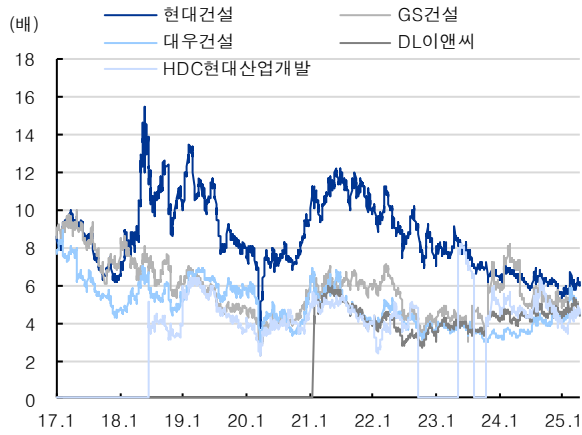
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 44. 국내 중소형건설사 수익률



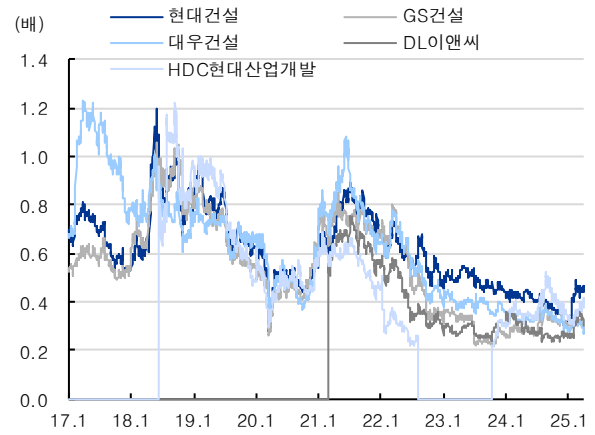
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 45. 주요 대형 건설사 12M Fwd. P/E



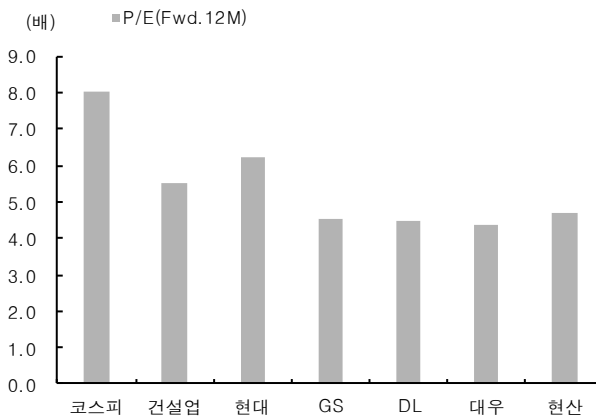
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 46. 주요 대형 건설사 12M Fwd. P/B



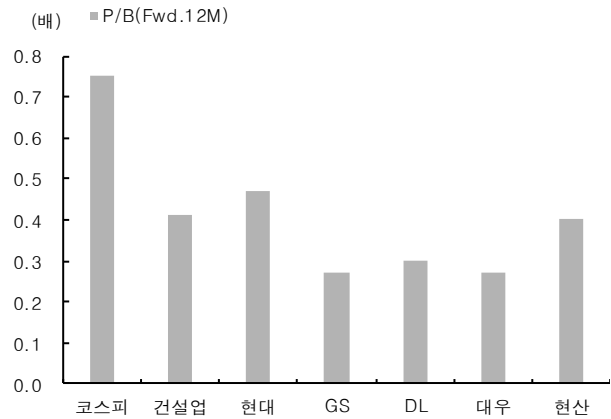
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 47. KOSPI와 국내 대형건설사 12M Fwd. P/E



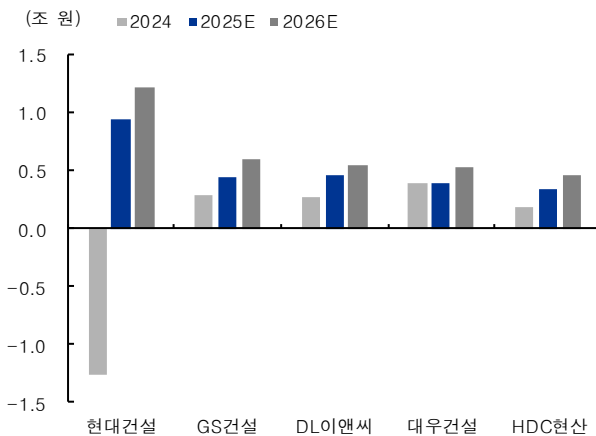
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 48. KOSPI와 국내 대형건설사 12M Fwd. P/B



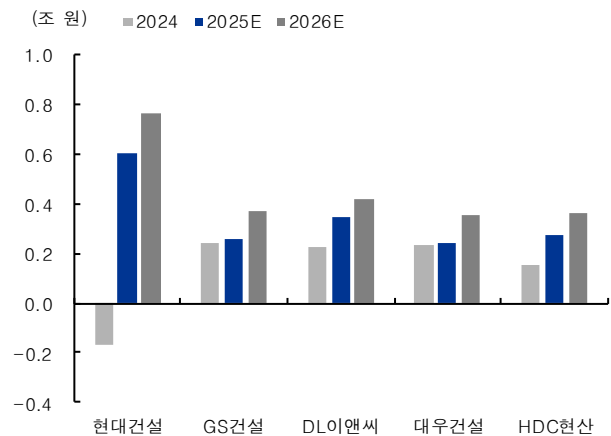
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 49. 국내 주요 5개사 영업이익 추이 및 예상



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 50. 국내 주요 5개사 지배주주순이익 추이 및 예상



자료: Quantwise, IBK투자증권



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
현대건설 (000720)	매수(유지)	50,000원
HDC현대산업개발 (294870)	매수(유지)	28,500원
DL이앤씨 (375500)	매수(유지)	53,000원
GS건설 (006360)	매수(유지)	24,000원
대우건설 (047040)	매수(유지)	4,800원

매수 (유지)

목표주가 50,000원
현재가 (4/9) 35,850원

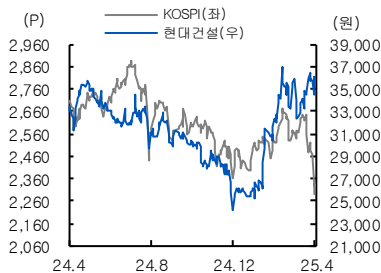
KOSPI (4/9)	2,293.70pt
시가총액	4,041십억원
발행주식수	112,410천주
액면가	5,000원
52주 최고가	37,000원
최저가	24,100원
60일 일평균거래대금	34십억원
외국인 지분율	20.6%
배당수익률 (2025F)	2.3%

주주구성	
현대자동차 외 5 인	34.92%
국민연금공단	9.07%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	12%	33%	28%
절대기준	1%	18%	9%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	50,000	37,000	▲
EPS(25)	5,833	6,333	▼
EPS(26)	7,755	6,819	▲

현대건설 상대주가 (%)



현대건설 (000720)

높아진 탑라인, 수익성 회복으로 이익 증명 기대

1분기 예상치 상회 기대

현대건설의 1Q25 영업실적은 매출액 7.2조 원(YoY -15.5%), 영업이익 1,969억 원(YoY -21.5%)을 기록할 것으로 추정한다. 영업이익은 컨센서스 1,797억 원 대비 9.6% 상회할 것으로 판단한다. 시장 기대치를 상회할 것으로 추정한 이유는 현대엔지니어링 안전 사고 비용 반영이 2분기로 이연되었고, 해외 부문 손실이 이번 분기에는 발생하지 않을 것으로 판단하기 때문이다.

구조적인 성장을 보여줄 현대(現代)

동사는 2021년부터 2024년 사이 경쟁사 대비 월등한 탑라인 성장을 보였다. 동 기간 동안 매출은 80.8% 증가하여 30조 원 대에 도달했다. 타 경쟁사들이 10조에서 15조 원 사이의 매출을 유지했는 것에 비하면 괄목할만한 성과다. 도급사업에서 높은 매출 성장은 영업이익의 큰 폭 성장으로 직결될 가능성이 크기 때문에 주목할 만하다고 판단한다.

더불어, 동사는 올해 주택부문에서 저수익성 매출 비중이 48.0%로 전년 대비 26.4%pt 감소할 것으로 추정한다. 저수익성 현장 매출 감소는 회사의 마진 개선 가능성을 시사하며, 하반기에 진입할수록 정상 수익 현장 매출 확대로 수익성은 개선될 것으로 판단한다.

또한, 동사는 일시적 마진 개선에서 그치는 것이 아니라, 2030년 매출 40조 원, OPM 8% (별도 매출 25조 원, OPM 8%) 목표를 제시하였다. 동사의 중장기 전략이 전세계 에너지 믹스 변화와 동행하는 만큼, 전망치는 신뢰가능한 수준이라 판단한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 50,000원으로 상향

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	29,651	32,670	30,179	30,225	31,563
영업이익	785	-1,263	1,009	1,241	1,296
세전이익	940	-986	1,036	1,389	1,552
지배주주순이익	536	-169	656	872	974
EPS(원)	4,767	-1,500	5,833	7,755	8,664
증가율(%)	31.1	-131.5	-488.7	33.0	11.7
영업이익률(%)	2.6	-3.9	3.3	4.1	4.1
순이익률(%)	2.2	-2.3	2.5	3.3	3.5
ROE(%)	6.8	-2.1	7.9	9.7	9.9
PER	7.3	-16.9	6.2	4.7	4.2
PBR	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	4.2	-2.4	2.6	2.1	1.5

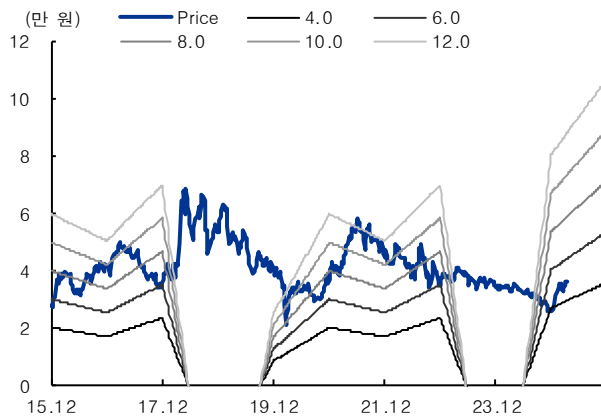
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 2. 현대건설 목표주가 산출

항목	내용	비고
Target EPS (원)	6,313	12Fwd, EPS
Target PER (배)	8.0	2017~2019 수익성 증가 국면 PER 적용
적정주가 (원)	50,506	
목표주가 (원)	50,000	
전일종가 (원)	35,850	
상승여력 (%)	39.5%	
투자의견	매수	

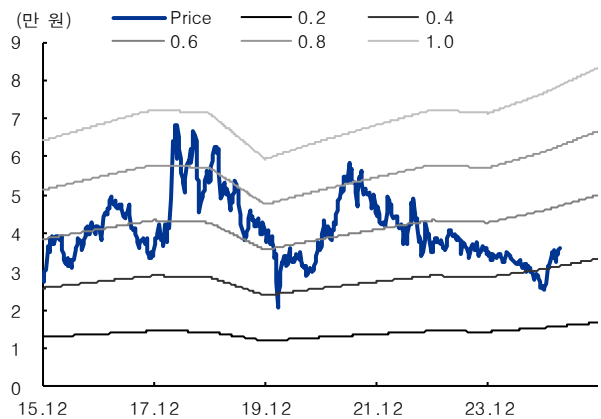
자료: IBK투자증권

그림 51. 현대건설 PER 밴드 차트



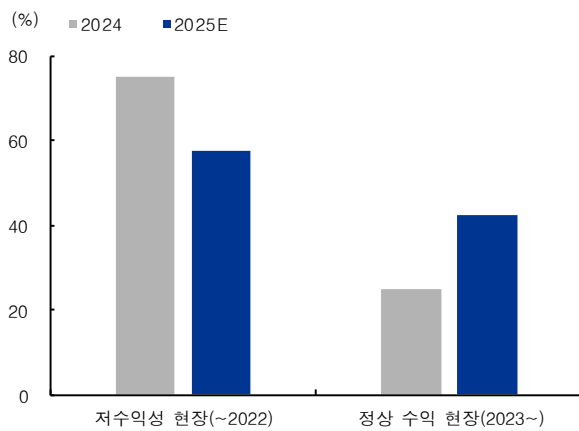
자료: Fnguide, IBK투자증권

그림 52. 현대건설 PBR 밴드 차트



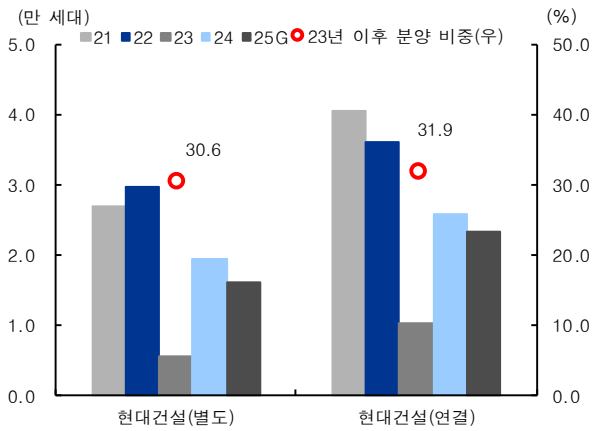
자료: Fnguide, IBK투자증권

그림 53. 24/25E 주택 부문 저수익/정상수익 현장 매출 비중



자료: 현대건설, IBK투자증권 추정

그림 54. 연도별 분양 물량 추이



자료: 현대건설, IBK투자증권

표 3. 현대건설 실적 컨센서스 비교(연결)

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25E	4Q24	1Q24	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	7,218	7,247	8,545	-0.4	-15.5	7,531	-4.2
영업이익	197	-1,776	251	흑전	-21.5	180	9.6
지배주주순이익	131	-525	155	흑전	-15.9	126	3.8
OPM	2.7	-24.5	2.9	-1.4	0.5	2.4	0.3

자료: Quantwise, IBK투자증권

표 4. 현대건설 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	8,545	8,621	8,257	7,247	7,218	7,681	7,415	7,865	32,670	30,179	30,225
YoY (%)	41.7	20.4	5.1	-15.7	-15.5	-10.9	-10.2	8.5	10.2	-7.6	0.2
현대건설	4,168	4,321	4,130	4,135	3,804	4,186	4,175	4,709	27,689	27,828	27,463
토목	434	370	555	444	399	406	413	597	1,803	1,815	1,839
건축/주택	2,790	2,935	2,601	2,610	2,416	2,742	2,738	3,058	10,935	10,954	10,637
플랜트	922	981	937	1,040	969	1,008	995	1,025	3,880	3,996	4,239
현대엔지니어링	4,096	4,063	3,788	2,815	3,096	3,183	2,933	2,892	14,760	12,104	12,199
매출원가	8,012	8,279	7,909	8,688	6,810	7,233	6,935	7,208	32,887	28,186	27,987
매출원가율 (%)	93.8	96.0	95.8	119.9	94.4	94.2	93.5	91.7	100.7	93.4	92.6
현대건설	93.1	96.6	96.8	104.1	94.7	94.5	93.8	93.0	97.8	94.0	92.7
현대엔지니어링	95.2	96.2	95.9	146.0	95.4	95.2	94.5	94.7	105.4	94.9	93.6
판관비	282	195	234	335	211	246	231	296	1,046	984	997
판관비율 (%)	3.3	2.3	2.8	4.6	2.9	3.2	3.1	3.8	3.2	3.3	3.3
영업이익	251	147	114	-1,776	197	202	249	361	-1,263	1,009	1,241
YoY (%)	44.6	-34.1	-53.4	적전	-21.5	37.3	118.2	흑전	적전	흑전	22.9
영업이익률 (%)	2.9	1.7	1.4	-24.5	2.7	2.6	3.4	4.6	-3.9	3.3	4.1
영업외손익	52	101	-29	155	27	52	31	-84	278	26	148
세전이익	303	248	85	-1,621	224	254	281	277	-986	1,036	1,389
순이익	208	146	40	-1,161	150	242	196	166	-766	754	1,002
YoY (%)	38.4	-31.2	-78.1	적전	-27.9	65.4	388.1	흑전	적전	흑전	33.0
순이익률 (%)	2.4	1.7	0.5	-16.0	2.1	3.1	2.6	2.1	-2.3	2.5	3.3
지배기업순이익	155	150	50	-525	131	210	170	144	-169	656	872

자료: 현대건설, IBK투자증권

현대건설 (000720)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	29,651	32,670	30,179	30,225	31,563
증가율(%)	39.6	10.2	-7.6	0.2	4.4
매출원가	27,949	32,887	28,186	27,987	29,226
매출총이익	1,703	-217	1,993	2,238	2,337
매출총이익률 (%)	5.7	-0.7	6.6	7.4	7.4
판관비	917	1,046	984	997	1,041
판관비율(%)	3.1	3.2	3.3	3.3	3.3
영업이익	785	-1,263	1,009	1,241	1,296
증가율(%)	36.6	-260.9	-179.9	22.9	4.4
영업이익률(%)	2.6	-3.9	3.3	4.1	4.1
순금융손익	153	188	162	187	256
이자손익	115	116	250	305	314
기타	38	72	-88	-118	-58
기타영업외손익	6	84	-131	-38	0
중속/관계기업손익	-5	6	-4	-1	0
세전이익	940	-986	1,036	1,389	1,552
법인세	285	-219	282	387	433
법인세율	30.3	22.2	27.2	27.9	27.9
계속사업이익	654	-766	754	1,002	1,119
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	654	-766	754	1,002	1,119
증가율(%)	38.9	-217.1	-198.4	33.0	11.7
당기순이익률 (%)	2.2	-2.3	2.5	3.3	3.5
지배주주당기순이익	536	-169	656	872	974
기타포괄이익	-28	76	0	0	0
총포괄이익	626	-690	754	1,002	1,119
EBITDA	982	-1,042	1,122	1,337	1,377
증가율(%)	29.7	-206.2	-207.7	19.1	3.0
EBITDA마진율(%)	3.3	-3.2	3.7	4.4	4.4

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	4,767	-1,500	5,833	7,755	8,664
BPS	72,383	71,394	76,626	83,588	91,460
DPS	600	600	800	800	800
밸류에이션(배)					
PER	7.3	-16.9	6.2	4.7	4.2
PBR	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	4.2	-2.4	2.6	2.1	1.5
성장성지표(%)					
매출증가율	39.6	10.2	-7.6	0.2	4.4
EPS증가율	31.1	-131.5	-488.7	33.0	11.7
수익성지표(%)					
배당수익률	1.7	2.4	2.3	2.3	2.3
ROE	6.8	-2.1	7.9	9.7	9.9
ROA	2.9	-3.0	2.7	3.3	3.4
ROIC	14.2	-15.3	16.9	21.6	23.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	126.8	179.3	179.5	187.3	178.3
순차입금 비율(%)	-20.9	-21.1	-28.2	-28.0	-32.6
이자보상배율(배)	12.3	-12.6	11.5	13.5	13.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8,229.6	9,432.7	6,288.1	5,608.2	5,339.6
재고자산회전율	35.5	41.0	37.3	33.2	31.7
총자산회전율	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	18,613	21,101	23,370	26,412	28,184
현금및현금성자산	4,206	5,130	6,055	6,369	7,255
유가증권	376	266	289	334	349
매출채권	2	5	5	6	6
재고자산	816	777	843	976	1,019
비유동자산	5,101	5,905	5,578	5,967	6,044
유형자산	1,205	1,289	1,180	1,088	1,010
무형자산	724	751	747	743	740
투자자산	1,217	1,390	1,460	1,600	1,646
자산총계	23,714	27,005	28,948	32,379	34,229
유동부채	10,357	14,664	15,826	18,155	18,913
매입채무및기타채무	3,959	4,039	4,383	5,074	5,299
단기차입금	249	745	808	936	977
유동성장기부채	354	1,045	1,045	1,045	1,045
비유동부채	2,902	2,672	2,766	2,955	3,017
사채	1,207	928	928	928	928
장기차입금	564	598	598	598	598
부채총계	13,259	17,336	18,592	21,111	21,930
지배주주지분	8,137	8,025	8,614	9,396	10,281
자본금	562	562	562	562	562
자본잉여금	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095
자본조정등	-6	-6	-6	-6	-6
기타포괄이익누계액	65	244	244	244	244
이익잉여금	6,420	6,130	6,718	7,501	8,386
비지배주주지분	2,319	1,644	1,742	1,872	2,018
자본총계	10,456	9,669	10,356	11,268	12,299
비이자부채	10,862	13,979	15,171	17,563	18,341
총차입금	2,397	3,357	3,421	3,548	3,589
순차입금	-2,185	-2,039	-2,923	-3,156	-4,015

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-715	-119	1,357	1,848	1,413
당기순이익	654	-766	754	1,002	1,119
비현금성 비용 및 수익	557	258	29	-111	-233
유형자산감가상각비	187	211	109	92	78
무형자산상각비	10	10	4	4	4
운전자본변동	-1,816	588	325	652	212
매출채권등의 감소	-1,378	-1,933	0	-1	0
재고자산의 감소	54	43	-66	-133	-43
매입채무등의 증가	1,344	107	345	691	225
기타 영업현금흐름	-110	-199	249	305	315
투자활동 현금흐름	563	212	-1,056	-3,064	-977
유형자산의 증가(CAPEX)	-222	-179	0	0	0
유형자산의 감소	38	6	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-13	-15	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-38	201	357	-200	-46
기타	798	199	-1,413	-2,864	-931
재무활동 현금흐름	366	734	624	1,530	450
차입금의 증가(감소)	431	505	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-65	229	624	1,530	450
기타 및 조정	18	98	0	0	0
현금의 증가	232	925	925	314	886
기초현금	3,974	4,206	5,130	6,055	6,369
기말현금	4,206	5,130	6,055	6,369	7,255

매수 (유지)

목표주가 28,500원
현재가 (4/9) 20,850원

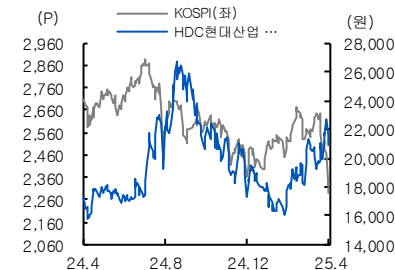
KOSPI (4/9)	2,293.70pt
시가총액	1,374십억원
발행주식수	65,907천주
액면가	5,000원
52주 최고가	26,700원
최저가	15,800원
60일 일평균거래대금	7십억원
외국인 지분율	11.8%
배당수익률 (2025F)	4.3%

주주구성	
HDC 외 6 인	43.01%
국민연금공단	13.48%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	13%	10%	43%
절대기준	1%	-3%	21%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	28,500	24,000	▲
EPS(25)	3,532	4,505	▼
EPS(26)	5,614	6,413	▼

HDC현대산업개발 상대주가 (%)



HDC현대산업개발 (294870)

타라인/수익성 2027년까지 성장 전망

시선은 자체사업

HDC현대산업개발의 1Q25 영업실적은 매출액 1.0조 원(YoY +5.2%), 영업이익 505억 원(YoY +21.5%)을 기록할 것으로 추정한다. 영업이익은 컨센서스 596억 원 대비 15.2% 하회할 것으로 판단한다. 수익성이 부진할 것으로 추정한 이유는 작년 1분기부터 지속되어온 일반 건축부문의 저수익 현장 영향으로, 부문 원가율이 99.0%를 기록할 것으로 추정되기 때문이다.

한편, 동사의 중요한 투자포인트인 서울원 아이파크(광운대 역세권 재개발 사업)은 금액기준 계약률 90%를 돌파하였다. 해당 프로젝트는 2.75조 원(+옵션공사 포함)의 진행 매출을 28년 상반기까지 기성률에 따라서 기록할 것으로 추정되며, 올해는 3,500억 원의 매출이 발생할 것으로 판단한다. GPM은 40%로 추정되는 만큼, 매출 기여도가 높아질수록 자체 사업부문 마진은 상승할 것으로 전망한다.

가장 빠른 이익 개선

올해 주택부문 매출은 3.4조 원으로 추정되며, 전체 매출의 77.4%를 차지할 전망이다. 주택부문의 저 수익 현장 매출 비중은 9.7%로 추정되며, 전년대비 12.8%pt 감소한 수치다. 대형 건설사 중에서 23년도(정상 수익 현장) 이후 분양 물량 비중이 71.7%(경쟁사 38.0%)인 점을 고려하였을 때, 원가율 개선은 가장 가파를 것이라 판단한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 28,500원으로 상향

당사는 동사에 대한 투자의견을 매수로 유지하고, 목표주가는 28,500원으로 상향한다. 동사의 이익 성장성은 올해부터 가시화될 것으로 판단한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,191	4,256	4,451	4,813	5,277
영업이익	195	185	314	471	540
세전이익	237	200	321	510	584
지배주주순이익	173	156	233	370	423
EPS(원)	2,626	2,363	3,532	5,614	6,420
증가율(%)	243.6	-10.0	49.5	59.0	14.4
영업이익률(%)	4.7	4.3	7.1	9.8	10.2
순이익률(%)	4.1	3.7	5.2	7.7	8.0
ROE(%)	5.9	5.1	7.3	10.7	11.2
PER	5.6	7.6	6.1	3.8	3.4
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.5	10.4	5.6	4.2	3.7

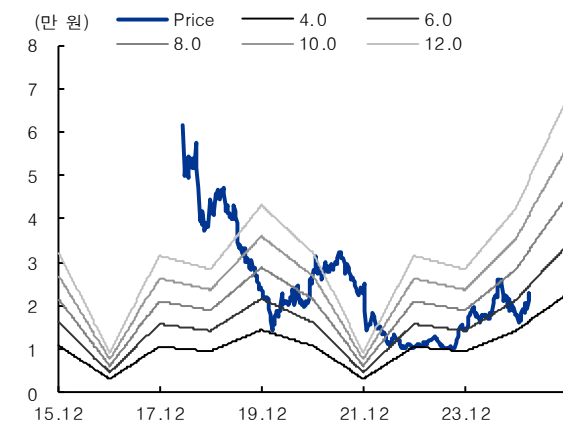
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 5. HDC현대산업개발 목표주가 산출

항목	내용	비고
Target EPS (원)	4,052	12Fwd. EPS
Target PER (배)	7.0	2017~2019 수익성 증가 국면 PER 적용
적정주가 (원)	28,365	
목표주가 (원)	28,500	
전일종가 (원)	20,850	
상승여력 (%)	36.7	
투자의견	매수	

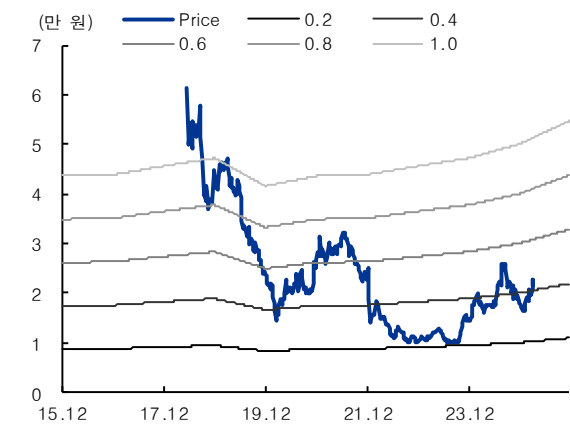
자료: IBK투자증권

그림 55. HDC현대산업개발 PER 밴드차트



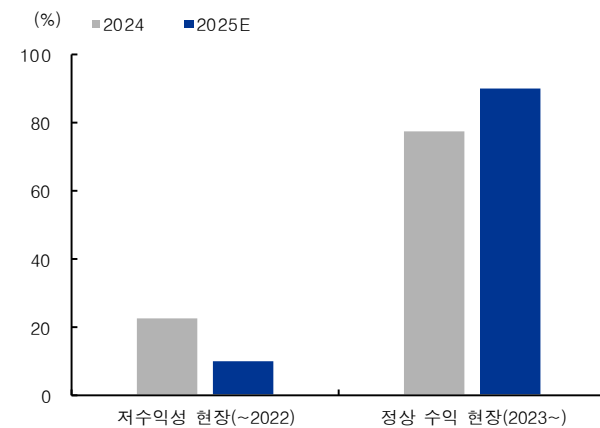
자료: Fnguide, IBK투자증권

그림 56. HDC현대산업개발 PBR 밴드차트



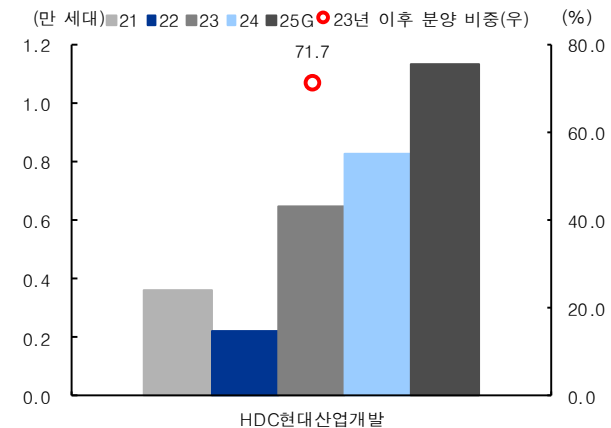
자료: Fnguide, IBK투자증권

그림 57. 24/25E 주택 부문 저수익/정상수익 현장 매출 비중



자료: HDC현대산업개발, IBK투자증권 추정

그림 58. 연도별 분양 물량 추이



자료: HDC현대산업개발, IBK투자증권

표 6. HDC현대산업개발 실적 컨센서스 비교(연결)

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25E	4Q24	1Q24	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	1,005	1,125	955	-10.7	5.2	1,004	0.1
영업이익	51	42	42	21.1	21.5	60	-15.2
지배주주순이익	31	45	30	-31.2	1.9	48	-35.6
OPM	5.0	3.7	4.4	-1.4	0.5	5.9	-0.9

자료: Quantwise, IBK투자증권

표 7. HDC현대산업개발 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	955	1,087	1,089	1,125	1,005	1,135	1,226	1,086	4,256	4,451	4,813
YoY (%)	-11.1	16.4	5.4	-2.1	5.2	4.4	12.6	-3.5	1.6	4.6	8.1
자체공사	109	53	88	186	155	301	377	248	401	1,081	1,185
외주주택	475	670	610	667	579	578	601	603	2,456	2,361	2,501
토목	76	83	73	76	73	71	72	80	308	295	391
건축	223	216	252	145	126	119	111	104	836	460	488
해외	44	25	66	51	72	66	64	50	256	253	248
매출원가율 (%)	91.4	89.6	91.0	90.3	90.9	88.4	88.1	86.7	90.7	88.4	86.1
자체공사	78.1	83.0	85.3	71.0	78.9	80.3	79.9	72.8	75.7	78.2	74.0
외주주택	90.9	88.0	88.9	93.4	91.9	90.2	90.7	89.7	90.3	90.6	89.6
토목	82.7	78.4	83.6	90.7	88.9	88.9	88.9	88.9	83.7	88.9	87.4
건축	101.9	98.4	101.0	98.8	99.0	95.2	97.3	95.7	100.2	96.8	94.4
해외	86.7	92.1	88.3	389.2	95.3	96.0	89.1	89.6	96.7	94.2	82.4
영업이익	42	54	47	42	51	78	102	83	185	314	471
YoY (%)	-17.0	838.4	-23.4	-46.1	21.5	44.5	115.5	99.0	-5.5	69.9	50.1
영업이익률(%)	4.4	4.9	4.4	3.7	5.0	6.9	8.3	7.7	4.3	7.0	9.8
지배주주 순이익	30	47	41	45	31	61	80	61	156	233	370

자료: HDC현대산업개발, IBK투자증권

HDC현대산업개발 (294870)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,191	4,256	4,451	4,813	5,277
증가율(%)	27.1	1.6	4.6	8.1	9.6
매출원가	3,810	3,854	3,936	4,146	4,526
매출총이익	381	402	515	667	751
매출총이익률 (%)	9.1	9.4	11.6	13.9	14.2
판매비	185	217	201	196	211
판매비율(%)	4.4	5.1	4.5	4.1	4.0
영업이익	195	185	314	471	540
증가율(%)	67.8	-5.5	69.9	50.1	14.6
영업이익률(%)	4.7	4.3	7.1	9.8	10.2
순금융손익	50	21	15	40	44
이자손익	49	26	27	40	44
기타	1	-5	-12	0	0
기타영업외손익	-9	-6	-8	0	0
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	237	200	321	510	584
법인세	64	45	88	140	160
법인세율	27.0	22.5	27.4	27.5	27.4
계속사업이익	173	156	233	370	423
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	173	156	233	370	423
증가율(%)	244.3	-9.9	49.5	59.0	14.4
당기순이익률 (%)	4.1	3.7	5.2	7.7	8.0
지배주주당기순이익	173	156	233	370	423
기타포괄이익	-6	-7	0	0	0
총포괄이익	167	149	233	370	423
EBITDA	255	243	357	507	570
증가율(%)	57.0	-4.8	47.2	42.0	12.4
EBITDA마진율(%)	6.1	5.7	8.0	10.5	10.8

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,626	2,363	3,532	5,614	6,420
BPS	45,640	47,257	50,107	54,845	60,096
DPS	700	700	900	1,200	1,300
밸류에이션(배)					
PER	5.6	7.6	6.1	3.8	3.4
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.5	10.4	5.6	4.2	3.7
성장성지표(%)					
매출증가율	27.1	1.6	4.6	8.1	9.6
EPS증가율	243.6	-10.0	49.5	59.0	14.4
수익성지표(%)					
배당수익률	4.8	3.9	4.3	5.7	6.2
ROE	5.9	5.1	7.3	10.7	11.2
ROA	2.4	2.2	3.1	4.7	4.9
ROIC	6.7	5.4	8.5	13.1	13.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	133.3	139.6	128.1	129.7	127.3
순차입금 비율(%)	48.3	43.1	17.9	19.5	17.3
이자보상배율(배)	4.3	3.3	5.0	7.2	7.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	741.8	455.9	530.4	545.2	534.8
재고자산회전율	2.7	2.5	2.4	2.5	2.5
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	4,987	5,380	5,931	6,600	7,226
현금및현금성자산	558	825	1,534	1,579	1,721
유가증권	150	190	183	209	229
매출채권	10	9	8	9	10
재고자산	1,507	1,854	1,789	2,044	2,241
비유동자산	2,029	2,081	1,603	1,702	1,776
유형자산	484	485	444	409	379
무형자산	11	12	10	8	7
투자자산	595	816	794	879	945
자산총계	7,016	7,462	7,533	8,302	9,002
유동부채	3,148	3,510	3,402	3,825	4,152
매입채무및기타채무	236	220	212	242	266
단기차입금	1,137	1,340	1,293	1,477	1,619
유동성장기부채	462	429	429	429	429
비유동부채	861	837	829	863	889
사채	249	200	200	200	200
장기차입금	246	332	332	332	332
부채총계	4,008	4,347	4,231	4,687	5,042
지배주주지분	3,008	3,115	3,302	3,615	3,961
자본금	330	330	330	330	330
자본잉여금	1,603	1,606	1,606	1,606	1,606
자본조정등	-21	-21	-21	-21	-21
기타포괄이익누계액	-1	1	1	1	1
이익잉여금	1,097	1,199	1,387	1,699	2,045
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,008	3,115	3,302	3,615	3,961
비이자부채	1847	1991	1922	2194	2407
총차입금	2,161	2,356	2,309	2,493	2,635
순차입금	1,453	1,342	592	704	685

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	640	314	346	211	302
당기순이익	173	156	233	370	423
비현금성 비용 및 수익	253	215	36	-3	-13
유형자산감가상각비	57	55	42	35	29
무형자산상각비	3	3	2	2	1
운전자본변동	222	13	50	-196	-152
매출채권등의 감소	-290	-139	0	-1	-1
재고자산의 감소	78	-211	65	-254	-197
매입채무등의 증가	45	-18	-8	30	23
기타 영업현금흐름	-8	-70	27	40	44
투자활동 현금흐름	-143	-98	518	-463	-359
유형자산의 증가(CAPEX)	-65	-34	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-3	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-16	-49	422	-85	-66
기타	-61	-12	96	-378	-293
재무활동 현금흐름	-504	47	-155	297	199
차입금의 증가(감소)	468	465	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-972	-418	-155	297	199
기타 및 조정	1	3	0	1	0
현금의 증가	-6	266	709	46	142
기초현금	564	558	825	1,534	1,579
기말현금	558	825	1,534	1,579	1,721

매수 (유지)

목표주가 53,000원
현재가 (4/9) 38,000원

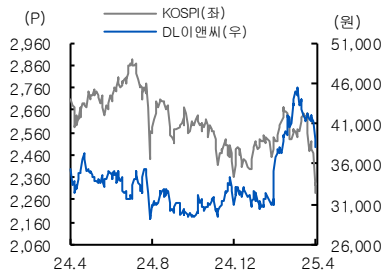
KOSPI (4/9)	2,293.70pt
시가총액	1,553십억원
발행주식수	42,919천주
액면가	5,000원
52주 최고가	45,400원
최저가	29,050원
60일 일평균거래대금	8십억원
외국인 지분율	33.6%
배당수익률 (2025F)	1.4%

주주구성	
DL 외 7 인	24.82%
국민연금공단	11.61%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-4%	45%	27%
절대기준	-14%	28%	8%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	53,000	45,000	▲
EPS(25)	7,548	5,935	▲
EPS(26)	8,835	7,727	▲

DL이앤씨 상대주가 (%)



DL이앤씨 (375500)

고속도로 진입 전, 과속 방지턱

고속도로 진입 전, 과속방지턱

2025년 1분기 DL이앤씨의 영업실적은 매출액 1.8조 원(YoY -5.5%), 영업이익 746억원(YoY +22.4%)을 기록할 것으로 추정한다. 영업이익은 컨센서스 895억 원 대비 16.6% 하회할 것으로 판단한다. 수익성이 부진할 것으로 추정한 이유는 2023년 이전에 착공된 주택 현장들의 준공 영향으로 전분기 대비 7.0%포인트 상승한 92.9%를 기록할 것으로 전망되기 때문이다.

반면, 착공 물량은 크게 증가한 것으로 추정한다. DL이앤씨와 자회사 DL건설은 각각 3,800세대, 2,600세대를 착공하며, 연간 계획의 48.1%, 64.8%를 달성했을 것으로 판단한다. 원가가 안정화되고 있는 상황에서 착공 물량의 증가는 향후 동사의 이익률 향상에 기여할 것으로 전망한다.

예정된 원가율 개선

올해 주택건축부문 연결 매출은 3.8조 원으로 추정되며, 이는 전체 매출의 49.6%를 차지할 것으로 전망한다. 저수익 현장들의 매출 비중은 전년대비 17.6%포인트 감소한 57.5%를 기록할 것으로 추정한다.

다만, 작년 4분기 실적 발표회에서 언급된 바와 같이, 1분기에는 원가율이 100%를 초과하는 2개 현장이 준공될 예정이어서 올해 가장 부진한 실적이 예상된다. 그러나 2분기 이후에는 전사 실적 개선이 기대되고 있으며, 연간 목표에 접근하는 중요한 전환점이 될 것으로 판단한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 53,000원으로 상향

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,991	8,318	7,703	7,867	7,522
영업이익	331	271	460	514	543
세전이익	280	354	438	512	539
지배주주순이익	188	229	324	379	399
EPS(원)	4,377	5,348	7,548	8,835	9,292
증가율(%)	-54.5	22.2	41.1	17.0	5.2
영업이익률(%)	4.1	3.3	6.0	6.5	7.2
순이익률(%)	2.5	2.8	4.2	4.8	5.3
ROE(%)	4.1	4.8	6.5	7.1	7.0
PER	8.2	6.0	5.1	4.3	4.1
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	1.2	1.0	-1.3	-3.3	-4.0

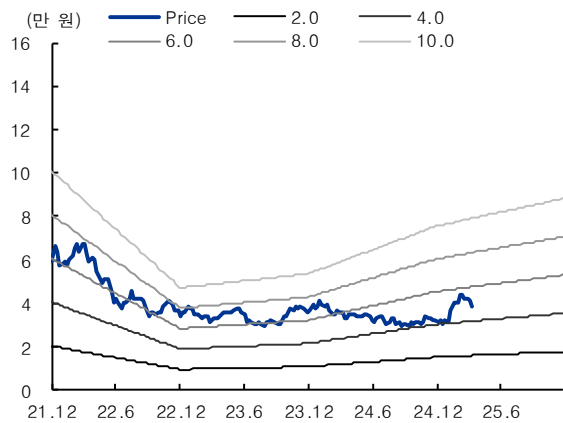
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 8. DL이앤씨 목표주가 산출

항목	내용	비고
Target EPS (원)	7,632	12Fwd. EPS
Target PER (배)	7.0	2017~2019 수익성 증가 국면 PER 적용
적정주가 (원)	53,354	
목표주가 (원)	53,000	
전일종가 (원)	38,000	
상승여력 (%)	39.5	
투자의견	매수	

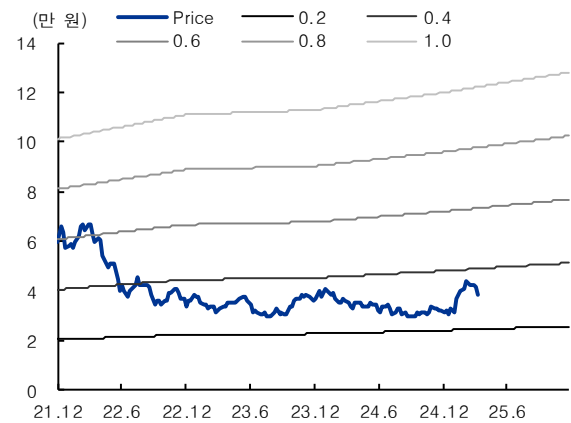
자료: IBK투자증권

그림 59. DL이앤씨 PER 밴드차트



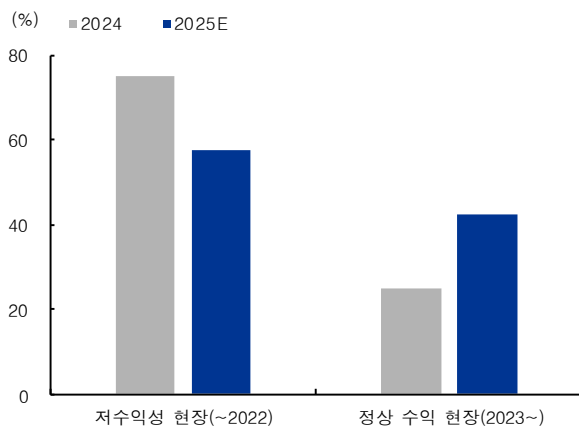
자료: Fnguide, IBK투자증권

그림 60. DL이앤씨 PBR 밴드차트



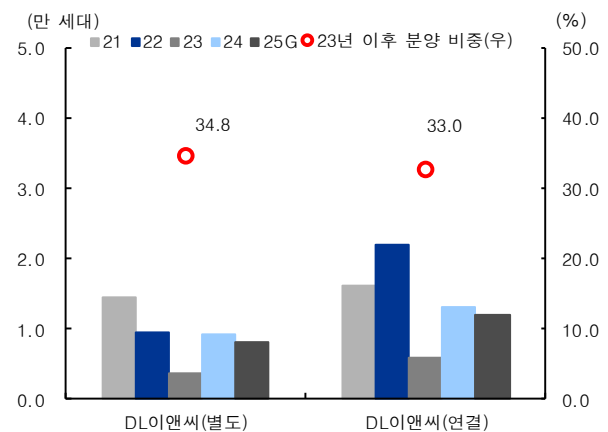
자료: Fnguide, IBK투자증권

그림 61. 24/25E 주택 부문 저수익/정상수익 현장 매출 비중



자료: DL이앤씨, IBK투자증권 추정

그림 62. 연도별 분양 물량 추이



자료: DL이앤씨, IBK투자증권

표 9. DL이앤씨 컨센서스 비교(연결)

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25E	4Q24	1Q24	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	1,787	2,439	1,891	-26.7	-5.5	1,885	-5.2
영업이익	75	94	61	-20.8	22.4	89	-16.7
지배주주순이익	76	117	26	-35.0	193.5	66	15.8
OPM	4.2	3.9	3.2	-1.4	0.5	4.7	-0.6

자료: Quantilwise, IBK투자증권

표 10. DL이앤씨 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	1,891	2,070	1,919	2,439	1,787	1,903	1,902	2,110	8,318	7,703	7,867
YoY (%)	2.2	5.1	4.4	4.5	-5.5	-8.1	-0.9	-13.5	4.1	-7.4	2.1
E&C(별도+해외)	1,292	1,400	1,351	1,820	1,378	1,481	1,506	1,685	5,862	6,050	6,016
주택	673	715	638	905	573	647	598	676	2,932	2,493	2,504
토목	199	223	227	270	206	231	228	237	918	902	964
플랜트	418	461	485	646	598	603	680	765	2,010	2,646	2,539
DL건설	597	672	570	630	414	427	401	430	2,469	1,673	1,851
매출원가	1,710	1,903	1,709	2,151	1,602	1,690	1,669	1,834	7,473	6,794	6,892
YoY (%)	3.2	6.9	2.9	1.9	-6.3	-11.2	-2.3	-14.8	3.7	-9.1	1.4
매출원가율 (%)	90.4	91.9	89.1	88.2	89.6	88.8	87.7	86.9	89.8	88.2	87.6
E&C(별도+해외)	89.6	90.1	87.8	87.1	88.5	87.7	86.9	86.0	88.2	87.2	86.4
주택	93.0	93.0	92.3	85.9	92.9	88.7	87.5	86.2	90.7	88.7	87.5
토목	89.9	91.2	89.6	96.6	92.1	91.9	92.3	87.9	92.1	91.0	91.3
플랜트	84.0	85.4	81.2	84.7	83.1	85.1	84.5	85.5	83.7	84.6	83.5
DL건설	93.1	95.6	92.2	91.8	92.2	91.3	89.8	89.6	93.3	90.7	91.6
판관비	121	135	127	193	111	109	104	125	575	449	462
YoY (%)	17.4	13.0	31.5	45.4	-7.7	-19.4	-17.8	-35.1	27.3	-21.9	2.9
판관비율(%)	6.4	6.5	6.6	7.9	6.2	5.7	5.5	5.9	6.9	5.8	5.9
영업이익	61	33	83	94	75	105	130	151	271	460	514
YoY (%)	-32.5	-54.7	3.7	6.7	22.4	222.6	55.6	59.9	-18.1	69.7	11.7
영업이익률(%)	3.2	1.6	4.3	3.9	4.2	5.5	6.8	7.1	3.3	6.0	6.5
순이익	26	41	45	117	76	97	88	63	229	324	379
YoY (%)	-72.3	14.5	-32.5	1,915.6	193.5	137.8	93.8	-46.0	13.4	41.3	17.0
순이익률(%)	1.4	2.0	2.4	4.8	4.3	5.1	4.6	3.0	2.8	4.2	4.8
지배주주 순이익	26	41	45	117	76	97	88	63	229	324	379

자료: DL이앤씨, IBK투자증권

DL이앤씨 (375500)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,991	8,318	7,703	7,867	7,522
증가율(%)	6.6	4.1	-7.4	2.1	-4.4
매출원가	7,209	7,473	6,794	6,892	6,537
매출총이익	782	846	909	976	985
매출총이익률 (%)	9.8	10.2	11.8	12.4	13.1
판매비	451	575	449	462	441
판매비율(%)	5.6	6.9	5.8	5.9	5.9
영업이익	331	271	460	514	543
증가율(%)	-33.5	-18.1	69.7	11.7	5.8
영업이익률(%)	4.1	3.3	6.0	6.5	7.2
순금융손익	82	136	111	70	99
이자손익	67	52	51	70	99
기타	15	84	60	0	0
기타영업외손익	-157	-45	-144	-80	-107
중속/관계기업손익	24	-8	11	9	4
세전이익	280	354	438	512	539
법인세	78	125	114	133	140
법인세율	27.9	35.3	26.0	26.0	26.0
계속사업이익	202	229	324	379	399
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	202	229	324	379	399
증가율(%)	-53.2	13.4	41.3	17.0	5.2
당기순이익률 (%)	2.5	2.8	4.2	4.8	5.3
지배주주당기순이익	188	229	324	379	399
기타포괄이익	-9	-111	0	0	0
총포괄이익	194	118	324	379	399
EBITDA	418	356	482	526	550
증가율(%)	-28.3	-15.0	35.5	9.1	4.7
EBITDA마진율(%)	5.2	4.3	6.3	6.7	7.3

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	4,377	5,348	7,548	8,835	9,292
BPS	111,110	112,902	119,914	128,212	136,879
DPS	500	540	600	700	800
밸류에이션(배)					
PER	8.2	6.0	5.1	4.3	4.1
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	1.2	1.0	-1.3	-3.3	-4.0
성장성지표(%)					
매출증가율	6.6	4.1	-7.4	2.1	-4.4
EPS증가율	-54.5	22.2	41.1	17.0	5.2
수익성지표(%)					
배당수익률	1.4	1.7	1.4	1.7	1.9
ROE	4.1	4.8	6.5	7.1	7.0
ROA	2.2	2.4	3.4	4.2	4.5
ROIC	64.4	70.7	136.2	212.9	292.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	95.9	100.4	84.3	57.4	52.1
순차입금 비율(%)	-21.0	-20.0	-42.8	-60.3	-64.0
이자보상배율(배)	6.8	5.0	7.3	8.4	9.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.1	8.8	7.9	10.6	13.1
재고자산회전율	8.9	8.9	9.0	11.9	14.8
총자산회전율	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,783	6,006	6,671	6,561	6,900
현금및현금성자산	2,004	1,864	3,106	4,233	4,674
유가증권	205	207	179	117	112
매출채권	851	1,041	901	588	562
재고자산	938	921	797	520	498
비유동자산	3,561	3,707	2,813	2,101	2,036
유형자산	128	36	20	13	10
무형자산	33	29	23	18	14
투자자산	1,370	1,433	1,341	1,137	1,120
자산총계	9,344	9,712	9,484	8,661	8,936
유동부채	3,749	3,855	3,344	2,208	2,114
매입채무및기타채무	1,061	1,054	912	595	569
단기차입금	145	160	138	90	86
유동성장기부채	375	70	70	70	70
비유동부채	827	1,012	993	951	947
사채	209	419	419	419	419
장기차입금	418	428	428	428	428
부채총계	4,575	4,867	4,337	3,159	3,061
지배주주지분	4,769	4,846	5,147	5,503	5,875
자본금	215	229	229	229	229
자본잉여금	3,847	3,831	3,831	3,831	3,831
자본조정등	-105	-16	-16	-16	-16
기타포괄이익누계액	-178	-274	-274	-274	-274
이익잉여금	990	1,076	1,377	1,733	2,105
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,769	4,846	5,147	5,503	5,875
비이자부채	3368	3766	3257	2127	2033
총차입금	1,207	1,101	1,080	1,032	1,028
순차입금	-1,001	-970	-2,205	-3,318	-3,758

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	231	188	530	709	529
당기순이익	202	229	324	379	399
비현금성 비용 및 수익	434	411	44	13	12
유형자산감가상각비	78	76	16	7	3
무형자산상각비	10	9	6	5	4
운전자본변동	-364	-375	111	247	20
매출채권등의 감소	-253	-281	140	313	26
재고자산의 감소	-51	18	124	277	23
매입채무등의 증가	76	-28	-142	-316	-26
기타 영업현금흐름	-41	-77	51	70	98
투자활동 현금흐름	201	-167	1,172	1,321	109
유형자산의 증가(CAPEX)	-12	-10	0	0	0
유형자산의 감소	1	5	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-4	-2	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-105	-73	650	204	17
기타	321	-87	522	1117	92
재무활동 현금흐름	-189	-192	-459	-903	-197
차입금의 증가(감소)	136	90	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-325	-282	-459	-903	-197
기타 및 조정	9	31	-1	0	1
현금의 증가	252	-140	1,242	1,127	442
기초현금	1,752	2,004	1,864	3,106	4,233
기말현금	2,004	1,864	3,106	4,233	4,674

매수 (유지)

목표주가 24,000원
현재가 (4/9) 15,340원

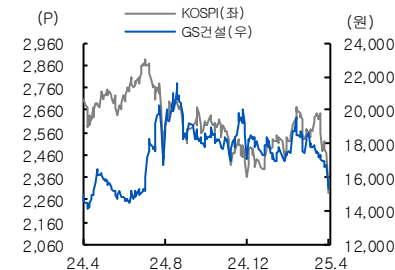
KOSPI (4/9)	2,293.70pt
시가총액	1,313십억원
발행주식수	85,581천주
액면가	5,000원
52주 최고가	21,550원
최저가	14,080원
60일 일평균거래대금	7십억원
외국인 지분율	24.6%
배당수익률 (2025F)	2.6%

주주구성	
허창수 외 16 인	23.64%
국민연금공단	8.47%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-7%	-7%	21%
절대기준	-17%	-18%	3%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	24,000	24,000	-
EPS(25)	3,016	3,017	▼
EPS(26)	4,575	4,719	▼

GS건설 상대주가 (%)



GS건설 (006360)

이나마 매각 대금 재투자 로드맵 제시 필요

특이점 없는 1분기

GS건설의 1Q25 영업실적은 매출액 2,9조 원(YoY -2.9%), 영업이익 721억 원(YoY +2.3%)을 기록할 것으로 추정한다. 영업이익은 컨센서스 906억 원 대비 20.4% 하회할 것으로 판단한다. 수익성이 부진할 것으로 판단한 이유는 상반기에 저수익 현장 입주(23,000세대)가 예정되어 있고, 상반기에 집중될 것으로 예상되었던 베트남 뚜띠엠 인도 매출이 연간으로 분산될 것으로 추정되기 때문이다.

분양 물량은 865세대에 그치며 연간 가이던스 16,541세대 대비 크게 하회하였으나, 2Q25에 분양 물량(8,000세대)이 집중되어 있었던 상황을 고려한다면 우려할 상황은 아니라고 판단한다.

주택/건축부문 수익성 개선 기대

동사의 올해 주택/건축부문 매출은 7.8조 원으로 전망되며, 이는 전체 매출의 64.9%를 차지할 것으로 추정한다. 이는 타사 평균인 59.0%보다 높은 비중으로, 주택건축부문의 원가개선 정도가 올해 경영 성과의 중요한 척도가 될 것으로 판단한다.

2025년 주택/건축 부문 저수익성 매출 비중은 55.0%로 전년 대비 28.0% 포인트 감소할 것으로 예상되면서, 원가율의 개선이 하반기에 본격적으로 나타날 것으로 전망한다.

투자의견 매수 및 목표주가 24,000원 유지

당사는 동사에 대한 투자의견을 매수, 목표주가를 24,000원으로 유지한다. 올해 실적 개선이 기대되지만, 이나매 이후에 연결 매출 감소가 예상되는 만큼 명확한 신사업 비전이 필요한 상황이다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	13,437	12,864	12,122	12,178	13,706
영업이익	-388	286	463	616	822
세전이익	-517	442	417	632	690
지배주주순이익	-482	246	258	392	427
EPS(원)	-5,631	2,869	3,016	4,575	4,990
증가율(%)	-242.1	-151.0	5.1	51.7	9.1
영업이익률(%)	-2.9	2.2	3.8	5.1	6.0
순이익률(%)	-3.1	2.1	2.5	3.7	3.6
ROE(%)	-10.5	5.6	5.7	8.1	8.2
PER	-2.7	6.0	5.2	3.4	3.1
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	-23.9	11.3	6.0	5.3	4.2

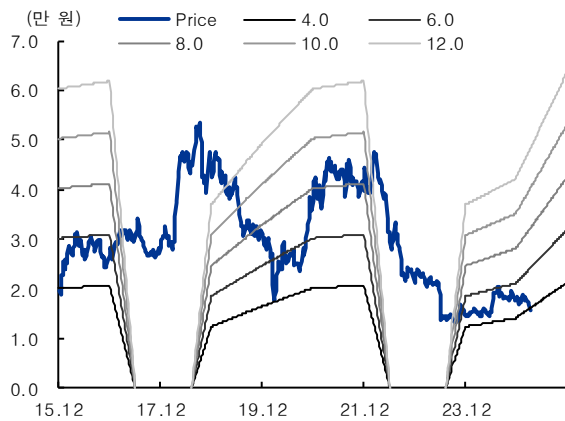
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 11. GS건설 목표주가 산출

항목	내용	비고
Target BPS (원)	53,328	12 Fwd. BPS
Target PBR (배)	0.45	12 Fwd. ROE 6.3%, COE 5.0%, 영구성장률 1% 가정의 할인
적정주가 (원)	23,997	
목표주가 (원)	24,000	
전일종가 (원)	15,340	
상승여력 (%)	56.5	
투자의견	매수	

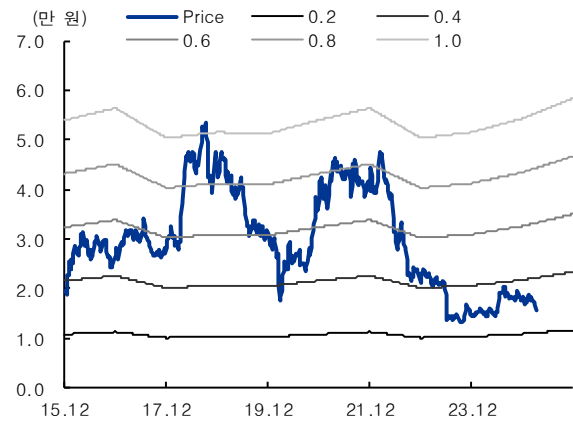
자료: IBK투자증권 추정

그림 63. GS건설 PER 밴드 차트



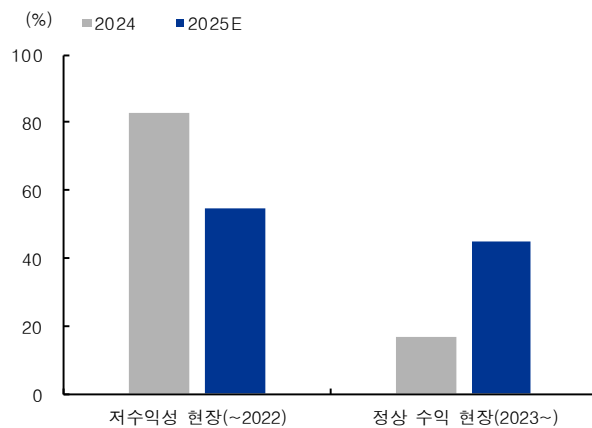
자료: Fnguide, IBK투자증권

그림 64. GS건설 PBR 밴드 차트



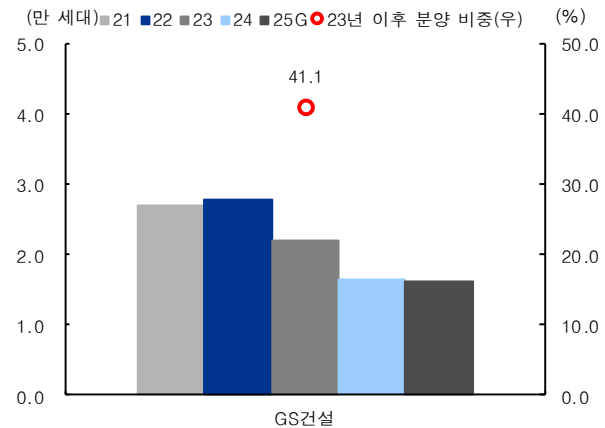
자료: Fnguide, IBK투자증권

그림 65. 24/25E 주택 부문 저수익/정상수익 현장 매출 비중



자료: GS건설, IBK투자증권 추정

그림 66. 연도별 분양 물량 추이



자료: GS건설, IBK투자증권

표 12. GS건설 컨센서스 비교(연결)

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25E	4Q24	1Q24	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	2,983	3,386	3,071	-11.9	-2.9	3,155	-5.4
영업이익	72	40	71	흑자전환	2.3	91	-20.4
지배주주순이익	104	-35	135	흑자전환	-23.1	54	93.2
OPM	2.4	1.2	2.3	-1.4	0.5	2.9	-0.5

자료: Quantwise, IBK투자증권

표 13. GS건설 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	3,071	3,297	3,109	3,386	2,983	3,092	2,954	3,093	12,864	12,122	12,178
YoY (%)	-12.6	-5.7	0.1	2.0	-2.9	-6.2	-5.0	-8.7	-4.3	-5.8	0.5
건축/주택	2,387	2,533	2,237	2,355	2,085	2,043	1,870	1,831	9,511	7,829	7,673
신사업	287	350	361	393	290	365	405	445	1,392	1,506	1,516
플랜트	54	61	102	209	234	289	314	396	426	1,233	1,434
인프라	263	259	313	319	291	307	282	276	1,154	1,156	1,193
ECO	48	69	73	86	58	64	57	69	276	248	213
매출원가	2,795	3,023	2,853	3,079	2,732	2,793	2,647	2,772	11,750	10,943	10,819
YoY (%)	-11.7	-19.3	-1.0	-8.9	-2.3	-7.6	-7.2	-10.0	-10.8	-6.9	-1.1
매출원가율 (%)	91.0	91.7	91.7	90.9	91.6	90.3	89.6	89.6	91.3	90.3	88.8
건축/주택	91.2	89.0	92.7	90.3	91.5	90.2	89.3	89.2	90.7	90.1	88.0
신사업	83.4	83.4	89.5	81.4	86.0	85.1	84.5	85.1	84.4	85.1	83.6
플랜트	87.5	145.5	91.3	88.5	91.2	90.8	90.9	90.8	97.1	90.9	90.9
인프라	97.6	112.6	89.5	104.4	97.3	95.8	96.4	94.0	100.7	95.9	96.9
ECO	106.5	102.8	81.6	106.1	96.0	95.3	95.0	95.0	98.9	95.3	93.5
판관비	205	181	175	268	179	170	168	198	828	715	743
판관비율(%)	6.7	5.5	5.6	7.9	6.0	5.5	5.7	6.4	6.4	5.9	6.1
영업이익	71	93	82	40.2	72.1	129	139	123	286	463	616
YoY (%)	-55.6	흑전	36.0	흑전	2.3	38.6	69.5	206.0	흑전	61.9	33.0
영업이익률(%)	2.3	2.8	2.6	1.2	2.4	4.2	4.7	4.0	2.2	3.8	5.1
순이익	139	35	121	-31	121	57	119	3	264	300	455
YoY (%)	-14.8	흑전	930.4	적지	-13.4	63.0	-1.3	흑전	흑전	13.7	51.7
순이익률(%)	4.5	1.1	3.9	-0.9	4.0	1.9	4.0	0.1	2.1	2.5	3.7
지배주주 순이익	135	27	119	-35	104	49	103	2	245	258	392

자료: GS건설, IBK투자증권

GS건설 (006360)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	13,437	12,864	12,122	12,178	13,706
증가율(%)	9.2	-4.3	-5.8	0.5	12.5
매출원가	13,174	11,750	10,943	10,819	11,939
매출총이익	262	1,114	1,178	1,359	1,768
매출총이익률 (%)	1.9	8.7	9.7	11.2	12.9
판매비	650	828	715	743	946
판매비율(%)	4.8	6.4	5.9	6.1	6.9
영업이익	-388	286	463	616	822
증가율(%)	-169.9	-173.7	62.0	33.0	33.4
영업이익률(%)	-2.9	2.2	3.8	5.1	6.0
순금융손익	-207	-221	-256	-130	-132
이자손익	-108	-142	-103	-112	-132
기타	-99	-79	-153	-18	0
기타영업외손익	37	384	212	146	0
중속/관계기업손익	40	-7	-2	0	0
세전이익	-517	442	417	632	690
법인세	-98	178	117	177	193
법인세율	19.0	40.3	28.1	28.0	28.0
계속사업이익	-420	264	300	455	497
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-420	264	300	455	497
증가율(%)	-195.1	-162.9	13.7	51.7	9.1
당기순이익률 (%)	-3.1	2.1	2.5	3.7	3.6
지배주주당기순이익	-482	246	258	392	427
기타포괄이익	83	-64	0	0	0
총포괄이익	-336	200	300	455	497
EBITDA	-195	495	655	782	965
증가율(%)	-125.3	-354.3	32.5	19.3	23.4
EBITDA마진율(%)	-1.5	3.8	5.4	6.4	7.0

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-5,631	2,869	3,016	4,575	4,990
BPS	50,413	51,578	54,296	58,425	62,820
DPS	0	300	450	600	700
밸류에이션(배)					
PER	-2.7	6.0	5.2	3.4	3.1
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	-23.9	11.3	6.0	5.3	4.2
성장성지표(%)					
매출증가율	9.2	-4.3	-5.8	0.5	12.5
EPS증가율	-242.1	-151.0	5.1	51.7	9.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	1.7	2.6	3.5	4.0
ROE	-10.5	5.6	5.7	8.1	8.2
ROA	-2.4	1.5	1.7	2.5	2.5
ROIC	-13.6	7.9	8.3	13.3	15.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	262.5	250.0	224.4	234.9	235.7
순차입금 비율(%)	57.4	67.0	35.2	34.5	30.5
이자보상배율(배)	-1.3	0.9	1.5	2.0	2.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	173.3	318.2	1,704.0	1,619.6	1,563.8
재고자산회전율	9.5	9.8	9.9	9.4	9.1
총자산회전율	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,482	8,667	9,562	10,872	11,978
현금및현금성자산	2,245	2,083	3,549	3,570	3,759
유가증권	554	477	436	529	596
매출채권	73	7	7	8	9
재고자산	1,339	1,280	1,169	1,420	1,598
비유동자산	8,225	9,137	7,834	8,483	8,919
유형자산	2,256	2,639	2,475	2,336	2,218
무형자산	961	1,064	1,036	1,010	985
투자자산	2,503	3,032	2,815	3,306	3,655
자산총계	17,707	17,803	17,395	19,354	20,896
유동부채	8,796	9,032	8,422	9,800	10,779
매입채무및기타채무	1,606	1,638	1,496	1,817	2,045
단기차입금	1,286	1,131	1,033	1,254	1,411
유동성장기부채	1,051	1,997	1,997	1,997	1,997
비유동부채	4,026	3,684	3,611	3,776	3,893
사채	443	352	352	352	352
장기차입금	2,467	2,152	2,152	2,152	2,152
부채총계	12,822	12,716	12,034	13,576	14,672
지배주주지분	4,314	4,414	4,647	5,000	5,376
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	942	924	924	924	924
자본조정등	-37	-98	-98	-98	-98
기타포괄이익누계액	-65	-106	-106	-106	-106
이익잉여금	3,046	3,266	3,499	3,852	4,229
비지배주주지분	571	673	715	779	848
자본총계	4,885	5,087	5,362	5,779	6,225
비이자부채	7220	6745	6161	7482	8421
총차입금	5,602	5,971	5,873	6,094	6,251
순차입금	2,803	3,410	1,888	1,995	1,896

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	470	268	368	646	748
당기순이익	-420	264	300	455	497
비현금성 비용 및 수익	1,103	608	238	149	275
유형자산감가상각비	167	181	164	139	118
무형자산상각비	26	28	28	26	25
운전자본변동	27	-367	-68	153	109
매출채권등의 감소	-288	303	1	-1	-1
재고자산의 감소	314	189	111	-251	-178
매입채무등의 증가	-96	-93	-142	321	228
기타 영업현금흐름	-240	-237	-102	-111	-133
투자활동 현금흐름	-763	-549	1,552	-1,810	-1,287
유형자산의 증가(CAPEX)	-476	-416	0	0	0
유형자산의 감소	1	48	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-28	-109	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-63	90	968	-491	-349
기타	-197	-162	584	-1319	-938
재무활동 현금흐름	496	77	-454	1,185	728
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	496	77	-454	1,185	728
기타 및 조정	18	42	0	0	0
현금의 증가	221	-162	1,466	21	189
기초현금	2,024	2,245	2,083	3,549	3,570
기말현금	2,245	2,083	3,549	3,570	3,759

매수 (유지)

목표주가 4,800원
현재가 (4/9) 2,970원

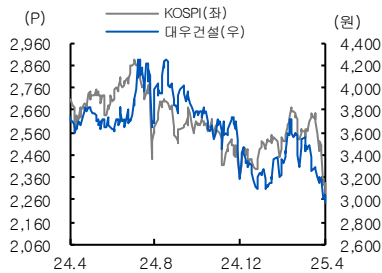
KOSPI (4/9)	2,293.70pt
시가총액	1,234십억원
발행주식수	415,623천주
액면가	5,000원
52주 최고가	4,260원
최저가	2,970원
60일 일평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	11.4%
배당수익률 (2025F)	0.0%

주주구성	
중흥토건 외 2 인	50.75%
국민연금공단	5.72%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-6%	-11%	-6%
절대기준	-16%	-22%	-20%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	4,800	4,800	-
EPS(25)	531	427	▲
EPS(26)	845	860	▼

대우건설 상대주가 (%)



대우건설 (047040)

1분기 주택부문 기대치 상회 기대

준공정산이익 발생 기대

대우건설의 1Q25 영업실적은 매출액 2.3조 원(YoY -5.5%), 영업이익 967억 원(YoY -15.8%)를 기록할 것으로 추정한다. 영업이익은 컨센서스 830억 원 대비 16.5% 상회할 것으로 판단한다. 영업이익이 시장 기대치를 상회할 것으로 추정한 이유는 지난해 4분기 대형 현장의 준공 효과가 올해 1분기까지 지속되며 주택 부문의 원가율이 91.8%(YoY -1.6%pt)를 기록할 것으로 추정되기 때문이다.

1Q25 분양 물량은 845세대에 그치며 연간 가이던스 16,442세대 대비 크게 하회하였다. 다만, 2Q25에 분양 물량이 집중될 예정이므로, 연간 가이던스는 무난히 달성할 것으로 판단한다.

초기 분양율은 저조하였으나 회복중

동사의 주택건축 매출 가이던스는 5.3조 원으로, 전년도 매출 6.8조 원 대비 크게 감소할 것으로 제시하였다. 이는 과거 자체사업 현장의 초기 분양률이 부진으로, 진행 매출 계상분이 감소했기 때문이라고 추정한다. 다만, 지방 초기분양률 회복과 미분양 세대 수 감소 추세(3Q24 6,994세대 → 4Q24 5,907세대)에 따라, 26~27년의 주택/건축 부문 매출 상승을 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 4,800원 유지

당사는 동사에 대한 투자의견을 매수, 목표주가를 4,800원 유지한다. 당사는 올해부터 수익성 회복을 본격적으로 기대하고 있으나, 탑라인 유지가 중요한 과제로 남아 있다. 이에 따라, 당사는 주요 수주 파이프 라인인 이라크 알포 해군기지(1.8조 원/2Q25), 리비아 재건 프로젝트(0.9조 원/2Q25), 체코 원전(3Q25) 등의 수주로 증명할 필요가 있다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	11,648	10,504	8,480	9,522	10,474
영업이익	663	403	301	551	606
세전이익	745	358	314	484	633
지배주주순이익	512	234	221	351	459
EPS(원)	1,231	563	531	845	1,104
증가율(%)	1.5	-54.3	-5.8	59.2	30.7
영업이익률(%)	5.7	3.8	3.5	5.8	5.8
순이익률(%)	4.5	2.3	2.8	3.8	4.5
ROE(%)	13.2	5.6	5.0	7.5	9.0
PER	3.4	5.5	5.7	3.6	2.7
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	3.4	6.3	3.9	-0.9	-1.2

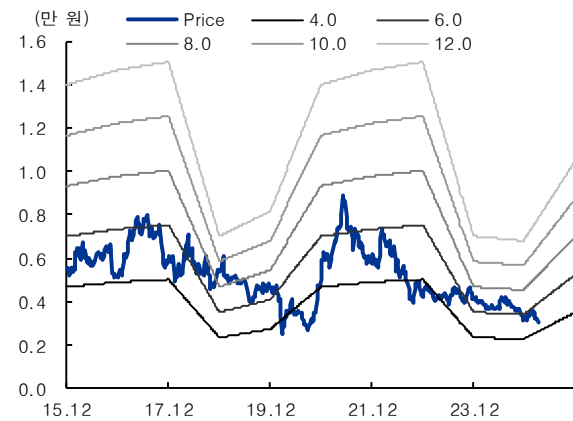
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 14. 대우건설 목표주가 산출

항목	내용	비고
Target BPS (원)	10,977	12M Fwd. BPS
Target PBR (배)	0.44	12M Fwd. 예상 ROE 5.0%, COE 4.8%, 영구성장률 1% 가정의 할인
적정주가 (원)	4,830	
목표주가 (원)	4,800	
전일종가 (원)	2,970	
상승여력 (%)	61.6%	
투자의견	매수	

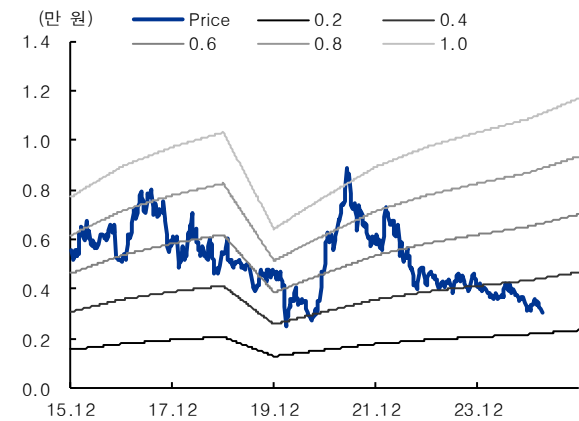
자료: IBK투자증권

그림 67. 대우건설 PER 밴드차트



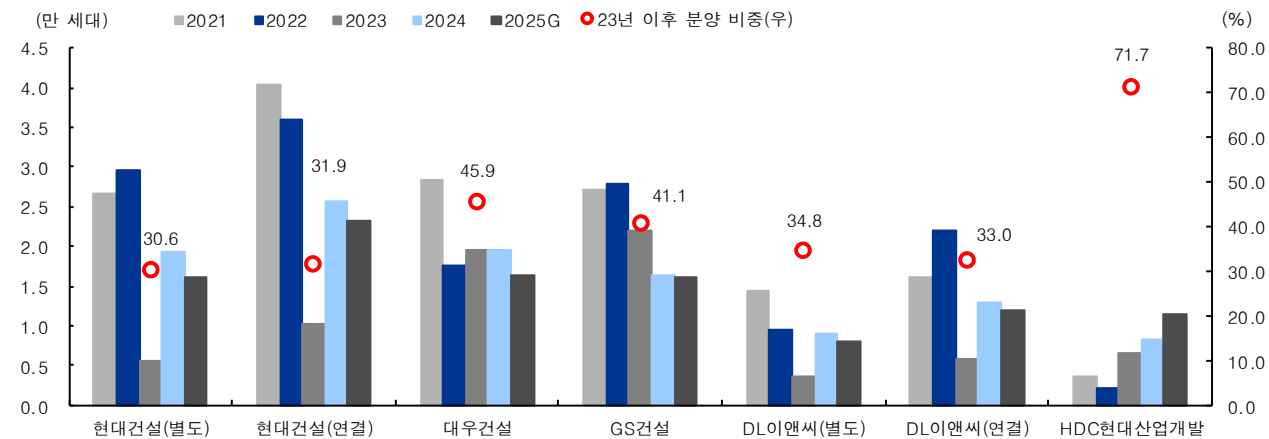
자료: Fnguide, IBK투자증권

그림 68. 대우건설 PBR 밴드차트



자료: Fnguide, IBK투자증권

그림 69. 주요 건설사 분양 물량 추이



자료: 각 사, IBK투자증권

표 15. 대우건설 실적 컨센서스 비교(연결)

(단위: 십억 원, %, %p)

	1Q25E	4Q24	1Q24	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	2,350	2,647	2,487	-11.2	-5.5	2,170	8.3
영업이익	97	121	115	-20.3	-15.8	83	16.5
지배주주순이익	52	13	88	300.6	-41.2	45	15.0
OPM	4.1	4.6	4.6	-1.4	0.5	3.8	0.3

자료: Quantilwise, IBK투자증권

표 16. 대우건설 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	2,487	2,821	2,548	2,647	2,350	2,174	1,966	1,990	10,504	8,480	9,522
YoY (%)	-4.6	-13.8	-14.8	-4.7	-5.5	-22.9	-22.8	-24.8	-9.8	-19.3	12.3
매출액(별도)	2,418	2,715	2,449	2,570	2,265	2,089	1,881	1,905	10,151	8,140	9,072
토목	548	541	516	566	439	432	425	437	2,170	1,732	1,971
주택건축	1,598	1,878	1,643	1,723	1,549	1,391	1,199	1,197	6,842	5,337	5,807
플랜트	272	296	289	281	276	266	257	270	1,139	1,070	1,293
연결 및 기타	70	107	99	78	85	85	85	85	353	340	450
매출원가	2,272	2,546	2,379	2,379	2,143	1,985	1,787	1,764	9,576	7,678	8,457
YoY (%)	-2.1	-13.4	-11.7	-4.2	-5.7	-22.0	-24.9	-25.9	-8.2	-19.8	10.1
매출원가율 (%)	91.4	90.2	93.4	89.9	91.2	91.3	90.9	88.6	91.2	90.6	88.8
토목	89.1	96.7	102.4	108.6	98.0	97.5	97.3	96.8	99.3	97.4	93.1
주택건축	93.4	92.8	94.7	87.4	91.8	92.3	91.5	91.1	92.1	91.7	89.5
플랜트	82.3	77.7	83.6	71.6	81.7	80.9	82.3	78.8	78.8	80.9	86.7
연결 및 기타	96.7	46.9	52.4	74.2	76.0	76.0	76.0	44.0	64.3	68.0	67.3
판관비	100	171	107	147	110	125	126	139	524	500	514
판관비율(%)	4.0	6.1	4.2	5.5	4.7	5.8	6.4	7.0	5.0	5.9	5.4
영업이익	115	105	62	121	97	64	53	87	403	301	551
YoY (%)	-35.0	-51.9	-67.2	55.6	-15.8	-38.8	-14.4	-28.4	-39.2	-25.3	83.0
영업이익률(%)	4.6	3.7	2.4	4.6	4.1	3.0	2.7	4.4	3.8	3.5	5.8
순이익	91	97	40	15	52	56	33	94	453	235	363
YoY (%)	-7.0	-52.7	-63.3	-86.7	-43.1	-42.3	-17.8	550.5	86.4	-48.1	54.4
순이익률(%)	3.7	3.4	1.6	0.5	2.2	2.6	1.7	4.7	4.3	2.8	3.8
지배주주 순이익	88	95	38	13	52	55	33	89	234	221	351

자료: 대우건설, IBK투자증권

대우건설 (047040)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	11,648	10,504	8,480	9,522	10,474
증가율(%)	11.8	-9.8	-19.3	12.3	10.0
매출원가	10,436	9,576	7,678	8,457	9,303
매출총이익	1,212	928	801	1,065	1,171
매출총이익률 (%)	10.4	8.8	9.4	11.2	11.2
판매비	549	524	500	514	566
판매비율(%)	4.7	5.0	5.9	5.4	5.4
영업이익	663	403	301	551	606
증가율(%)	-12.8	-39.2	-25.3	83.0	10.0
영업이익률(%)	5.7	3.8	3.5	5.8	5.8
순금융손익	-14	-57	-83	-68	27
이자손익	-14	-57	-58	-68	27
기타	0	0	-25	0	0
기타영업외손익	105	12	57	2	0
중속/관계기업손익	-9	0	38	0	0
세전이익	745	358	314	484	633
법인세	223	116	78	121	158
법인세율	29.9	32.4	24.8	25.0	25.0
계속사업이익	521	243	235	363	475
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	521	243	235	363	475
증가율(%)	2.7	-53.4	-3.1	54.4	30.7
당기순이익률 (%)	4.5	2.3	2.8	3.8	4.5
지배주주당기순이익	512	234	221	351	459
기타포괄이익	-186	-4	0	0	0
총포괄이익	336	239	235	363	475
EBITDA	790	526	361	597	642
증가율(%)	-9.7	-33.4	-31.3	65.5	7.5
EBITDA마진율(%)	6.8	5.0	4.3	6.3	6.1

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,231	563	531	845	1,104
BPS	9,735	10,325	10,855	11,700	12,804
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	3.4	5.5	5.7	3.6	2.7
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	3.4	6.3	3.9	-0.9	-1.2
성장성지표(%)					
매출증가율	11.8	-9.8	-19.3	12.3	10.0
EPS증가율	1.5	-54.3	-5.8	59.2	30.7
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	13.2	5.6	5.0	7.5	9.0
ROA	4.7	2.0	1.9	3.3	4.4
ROIC	21.6	6.3	5.8	12.6	20.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	176.8	192.1	154.7	112.7	107.1
순차입금 비율(%)	23.1	45.8	2.2	-37.5	-39.3
이자보상배율(배)	4.4	2.5	1.7	2.7	3.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.7	4.5	3.5	5.7	7.9
재고자산회전율	6.5	5.8	5.0	8.1	11.3
총자산회전율	1.0	0.9	0.7	0.9	1.0

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,021	9,589	9,409	8,887	9,541
현금및현금성자산	982	1,162	3,076	5,058	5,329
유가증권	684	770	579	350	385
매출채권	1,856	2,777	2,087	1,262	1,388
재고자산	1,684	1,945	1,462	884	972
비유동자산	3,222	3,070	2,227	1,606	1,657
유형자산	384	380	327	287	256
무형자산	66	63	56	50	44
투자자산	1,103	1,009	856	672	700
자산총계	11,243	12,658	11,636	10,494	11,198
유동부채	5,033	4,544	3,550	2,361	2,543
매입채무및기타채무	323	250	188	114	125
단기차입금	603	659	495	299	329
유동성장기부채	763	542	542	542	542
비유동부채	2,148	3,780	3,516	3,200	3,249
사채	248	306	306	306	306
장기차입금	706	2,164	2,164	2,164	2,164
부채총계	7,181	8,324	7,067	5,561	5,791
지배주주지분	4,046	4,291	4,512	4,863	5,322
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	550	562	562	562	562
자본조정등	-99	-99	-99	-99	-99
기타포괄이익누계액	-446	-433	-433	-433	-433
이익잉여금	1,963	2,183	2,404	2,755	3,214
비지배주주지분	16	43	58	70	86
자본총계	4,062	4,334	4,569	4,933	5,407
비이자부채	4578	4405	3312	2002	2202
총차입금	2,603	3,919	3,755	3,559	3,589
순차입금	937	1,987	100	-1,849	-2,125

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-833	-1,284	1,146	1,511	343
당기순이익	521	243	235	363	475
비현금성 비용 및 수익	525	461	47	113	9
유형자산감가상각비	119	114	53	40	31
무형자산상각비	9	8	7	6	6
운전자본변동	-1,801	-1,873	921	1,103	-169
매출채권등의 감소	-810	-998	690	826	-126
재고자산의 감소	340	-119	483	578	-88
매입채무등의 증가	-17	-74	-62	-74	11
기타 영업현금흐름	-78	-115	-57	-68	28
투자활동 현금흐름	26	104	1,672	1,635	-250
유형자산의 증가(CAPEX)	-70	-38	0	0	0
유형자산의 감소	3	2	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-4	-6	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-38	172	456	183	-28
기타	135	-26	1216	1452	-222
재무활동 현금흐름	168	1,170	-903	-1,164	178
차입금의 증가(감소)	200	1,195	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-32	-25	-903	-1164	178
기타 및 조정	198	190	0	0	0
현금의 증가	-441	180	1,915	1,982	271
기초현금	1,423	982	1,162	3,076	5,058
기말현금	982	1,162	3,076	5,058	5,329

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당 사항 없음

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

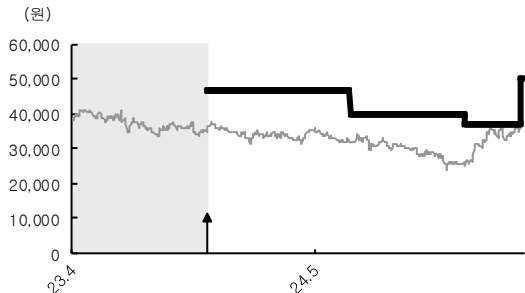
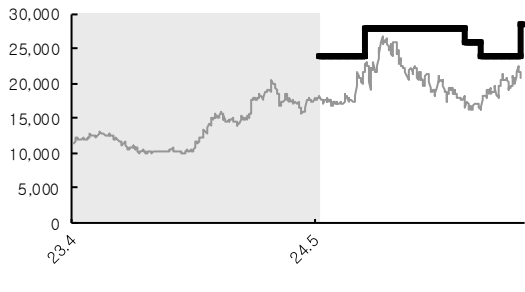
종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중 확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중 축소 ~ -10%	

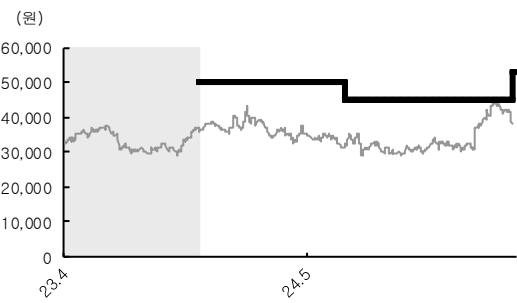
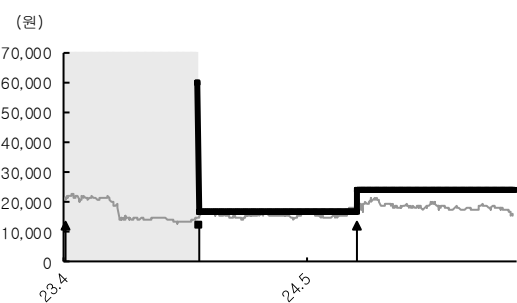
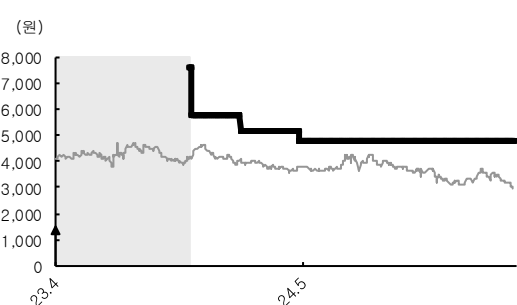
투자등급 통계 (2024.04.01~2025.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	127	90.7
Trading Buy (중립)	8	5.7
중립	5	3.6
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

현대건설	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.11.13	매수	47,000	-27.54	-20.53
	2024.07.05	매수	40,000	-26.02	-13.88
	2025.01.08	매수	37,000	-11.62	0.00
	2025.04.09	매수	50,000		
HDC현대산업개발	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.05.16	매수	24,000	-24.14	-5.00
	2024.07.30	매수	28,000	-23.78	-4.64
	2025.01.09	매수	26,000	-35.52	-33.12
	2025.02.03	매수	24,000	-18.00	-5.63
	2025.04.09	매수	28,500		

DL이앤씨	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.11.13	매수	50,000	-27.58	-13.80
	2024.07.09	매수	45,000	-24.75	0.89
	2025.04.09	매수	53,000		
GS건설	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.11.13	Trading Buy	16,500	-6.63	16.42
	2024.07.29	매수	24,000	-23.67	-10.21
	2025.04.09	매수	24,000		
대우건설	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.11.13	매수	5,800	-26.47	-20.00
	2024.01.30	매수	5,200	-26.51	-22.02
	2024.05.02	매수	4,800	-24.15	-11.25
	2025.04.09	매수	4,800		