

2025. 11. 13

금융으로
만나는 새로운 세상

IBKS 건설/부동산 In-Depth

두 번째 11월 28일

건설/부동산 조정현

02) 6915-5660

controlh@ibks.com



IBK기업은행 금융그룹

IBK투자증권

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 주가 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

1984년의 약속, 2025년의 해답.....	3
2025년 11월 28일 — 선분양이 열었던 길, 프로젝트 리츠가 있다.....	3
I. 부동산 개발의 역사.....	5
1. 1981년 택지개발촉진법 등장.....	5
2. 1984년 분양제도 정비.....	7
3. 20년 간 민간 중심 분양 사업 본격화.....	9
4. 분양 사업의 증언은 PF부실화와 함께 다가옴.....	11
5. 새로운 개발 수단, 프로젝트 리츠의 등장.....	13
II. 프로젝트 리츠를 왜 도입해야하는가?.....	14
1. 분양 수요는 장기적으로 감소할 수 밖에 없다.....	14
2. PFV 구조는 과거 대비 금융 구조 불확실성이 높아졌다.....	16
III. 프로젝트 리츠를 도입하면 무엇이 바뀌는가?.....	18
1. 프로젝트의 금융 구조는 안정화될 것이다.....	18
2. 투자자금 회수 경로는 종전 대비 다양화될 것이다.....	20
IV. 투자전략.....	21
1. 단기 시행의 종말, 장기 디벨로퍼의 시대.....	21
2. 주가 및 밸류에이션.....	24
3. 밸류에이션 Key point: 높은 자체개발 매출 비중 건설사에 주목.....	25
Appendix: 부동산 투자 방식.....	28
기업분석.....	31
HDC현대산업개발(294870)_바닥을 통과 중인 주가, 이제는 사야할 때.....	32
GS건설(006360)_계약관리 안정화.....	36
DL이앤씨(375500)_플랜트 부담에 가려진 수익성 개선.....	40
삼성물산(028260)_본업의 성장세 시작+새로운 주주환원 정책 기대.....	44
HDC(012630)_실적 성장의 동력, 에너지 그리고 개발 사업.....	48

1984년의 약속, 2025년의 해답

2025년 11월 28일 — 선분양이 열었던 길, 프로젝트 리츠가 있다

‘속도의 금융’에서
‘지속의 금융’으로

본 보고서는 대한민국 한국의 주택공급과 부동산 개발 체계가 ‘속도의 금융’에서 ‘지속의 금융’으로 이동하는 40년의 궤적을 정리하며, 주택 공급에 관한 규칙(1984.11.28) 도입부터 프로젝트 리츠(Project REITs, 2025.11.28)에 이르는 구조적 전환 과정을 설명하고자 한다.

1980년대: 주택 공급 방식
체계 완성

1981년 「택지개발촉진법」의 시행으로 공공이 토지를 조성하고 민간이 공동주택을 공급하는 체계가 구축되었고, 1984년 11월 28일 「주택공급에 관한 규칙」 개정을 통해 선분양제가 제도화되며 ‘공공택지 + 민간공급 + 선분양’이라는 한국형 주택공급 모델이 완성됐다.

2010년~: 공공택지 공급
축소와 민간 주체 개발 확대

그러나 2010년대 공공택지 공급이 급감하고 개발의 중심이 민간으로 이동하면서 균형은 흔들리기 시작했다. 시장 자율성의 확장은 곧 변동성의 확대로 이어졌다. 민간 시행사 중심의 고차입 구조는 저금리 환경에서 자금 회전을 높였지만, 2022년부터 시작된 급격한 금리 상승과 경기 둔화기에 치명적 취약점을 드러냈다.

PF 위기와 함께 시작된
분양의 종언

2021~2025년 PF(프로젝트 파이낸싱) 위기는 바로 그 한계가 드러난 결과였다. 2025년 6월 기준 PF 대출 잔액은 118.9조 원으로 2년 만에 16.7조 원 감소했지만, 연체율은 2.7%에서 4.4%까지 상승했다. PF 익스포저 186조 원 중 11.1%가 부실등급(C, D)에 해당하며, 분양 시장은 점차 종언기에 접어들었다고 전망한다.

지속가능한 개발 수단
: 프로젝트 리츠

작금의 부동산 개발 시장은 새로운 금융언어를 필요로 한다. 이 시점에서 프로젝트 리츠의 등장은 ‘속도의 금융’으로 대표되던 선분양 중심 모델에서 ‘지속의 금융’으로 전환하는 분기점이라 판단한다. 이 제도(2025.11.28)는 개발-임대-운전을 리츠로 통합해 단기회수 구조를 장기보유형 운용 구조로 전환한다.

이 변화의 방향은 두 가지에서 찾을 수 있다.

①금융 구조의 안정화

첫째, 금융 구조의 안정화다. 프로젝트 리츠는 토지 현금매입 대신 과세 이연을 통한, 현물출자를 장려해 초기 현금 유출을 줄인다. 자기자본비율이 높아지면 이자비용이 절감되며, 한국개발연구원에 따르면 자기자본비율을 3%에서 20%로 높일 경우 총사업비는 평균 7%, 주거형은 최대 11%까지 절감된다. 준공 후 담보대출은 PF보다 1~2%포인트 낮은 금리로 리파이낸싱이 가능해, 장기자본 전환이 용이하다.

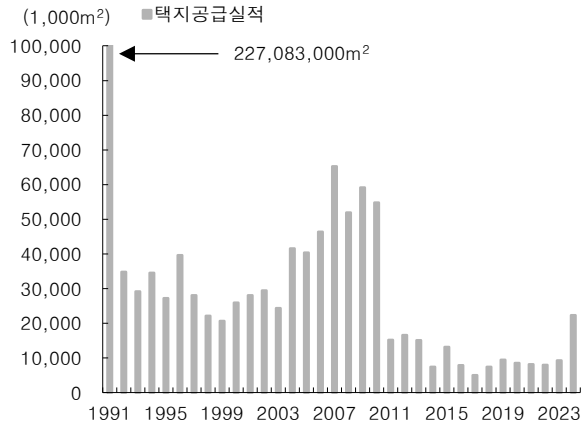
②자본 회수 경로 다변화

둘째, 자본 회수 경로의 다변화다. 기존 PFV(프로젝트 금융 투자회사) Exit는 오로지 청산과 자산매각에 의존할 수 밖에 없었다면, 프로젝트 리츠는 그 외에도 공모, 상장, 구조매각 등 다양한 구조를 선택할 수 있다. 특히 공모형 리츠로 전환 시 개인투자자는 9.9% 저율 분리과세 혜택이 주어져 장기투자 유인을 강화한다.

프로젝트 리츠,
장기보유형 자산운용의 핵심

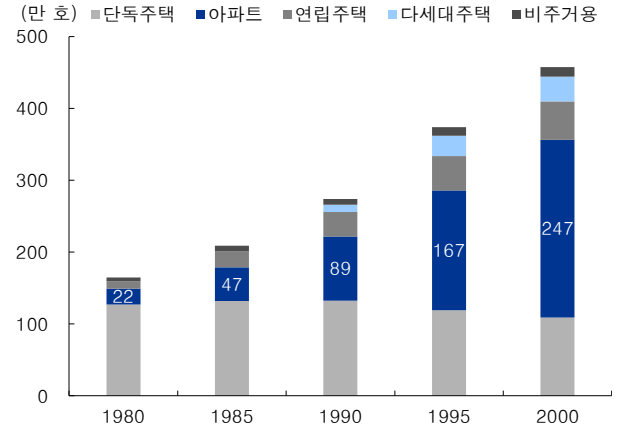
결국 프로젝트 리츠는 개발 유연성과 운영 지속성의 두 가지 장점을 결합한 하이브리드 모델로, 분양 중심의 단기금융 구조를 장기보유형 자산운용 체계로 전환시키는 핵심 제도다. 주택주 관점에서 자체 개발 사업에 중점을 둔, HDC현대산업개발에 대하여 최선호주 의견과 관심 종목으로는 GS건설을 제시한다.

그림 1. 공공택지 공급 규모



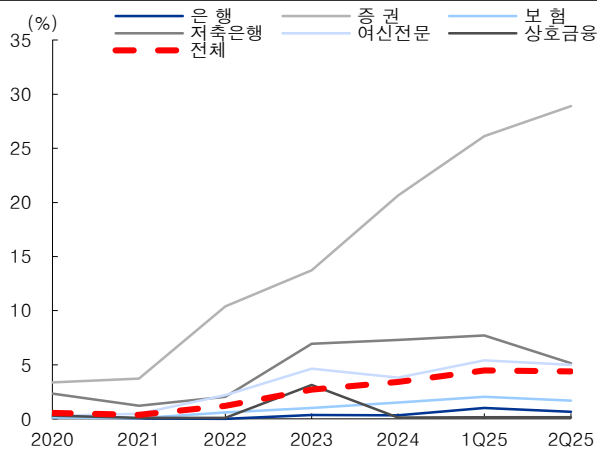
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 2. 수도권 주거용 부동산 추이(1980~2000)



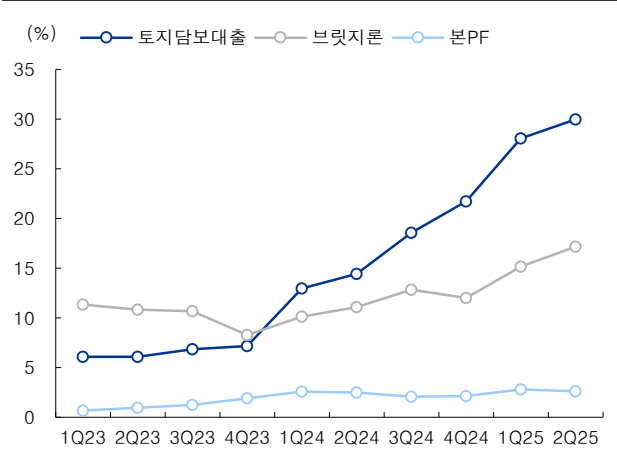
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 3. 업권별 PF 연체율 추이



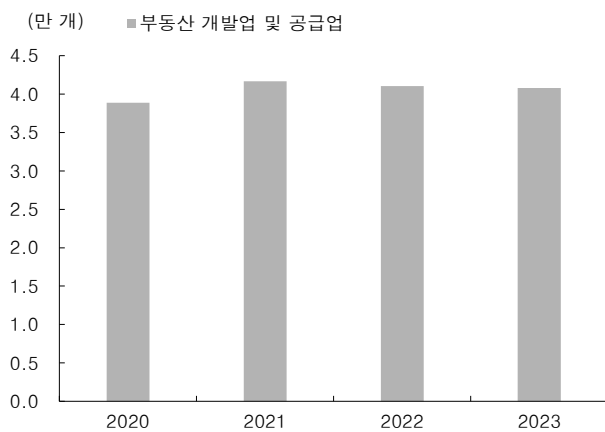
자료: 금융위원회, IBK투자증권

그림 4. 대출종류별 PF 연체율 추이



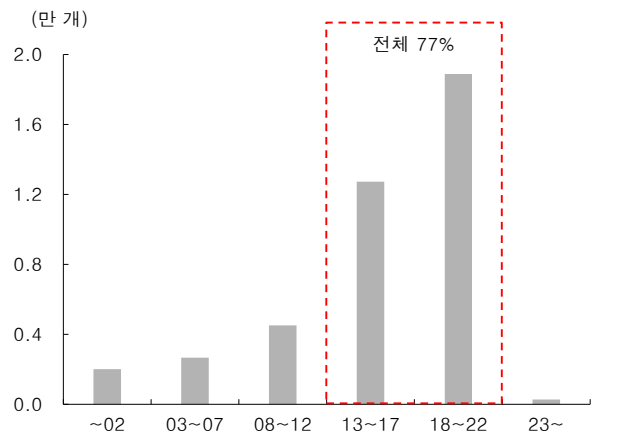
자료: 금융위원회, IBK투자증권

그림 5. 부동산 개발업 및 공급업 사업체 추이



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 6. 부동산 개발업 및 공급업 사업체 설립연도(2023 기준)



자료: 통계청, IBK투자증권

I. 부동산 개발의 역사

1. 1981년 택지개발촉진법 등장

1980년대 초반 이전에는
후분양 구조가 주류

1980년대 초반 이전의 한국 주택공급 구조는 소규모, 비체계적, 그리고 자금조달 부담이 큰 형태였다. 당시 주택공급은 단독주택과 연립주택 중심의 후분양 구조가 주류였으며, 민간 사업자는 토지를 매입해 건물을 완공한 뒤 분양대금으로 투자비를 회수했다.

환지방식 토지 매입의 한계

당시, 토지 매입 방법은 토지구획정리사업을 통해서 이루어졌으며, 「도시계획법」과 「토지구획정리사업법」에 근거한 환지방식(기존 토지 소유권을 유지하면서 토지와 공공시설을 정비 방식)이었다. 이는 토지소유자들이 조합을 결성해 토지를 재배분받는 구조로, 대규모 공동주택 부지를 확보하기에는 한계가 있었다.

환지방식의 한계를 보완한
택지개발촉진법

토지소유가 세분화되어 있었기 때문에 단독주택용 소규모 택지 개발로 이루어졌으며, 공공의 개입 여지도 거의 없었다. 이를 보완하기 위해 등장한 택지개발촉진법(이하 택촉법)은 한계를 보완하기 위해 수용 원칙 하에 공공이 일괄적으로 토지를 취득하고, 기반시설을 선조성한 뒤 주택용지를 공급하는 구조를 마련했다.

택촉법으로 공공이 지원하고
민간이 신속한 건설 추진

1980년 12월 31일 제정되어 1981년 1월 1일 시행된 택촉법은 공공이 대규모 택지를 일괄적으로 조성하고, 민간이 그 위에 표준화된 공동주택을 신속히 건설하는 ‘공공-민간 분업형’ 개발체계를 제도화했다.

신속한 인허가와
강제수용권 부여

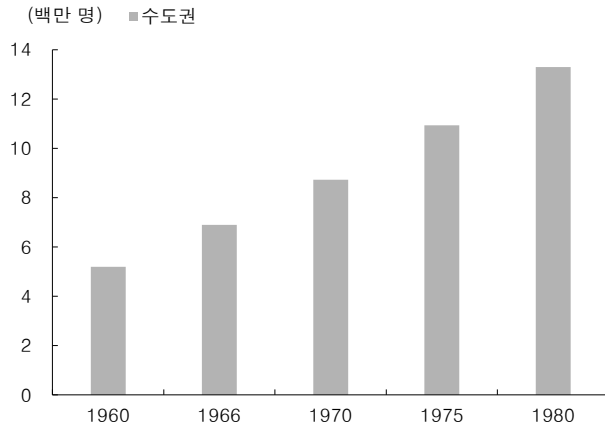
기존의 도시계획 절차로는 택지공급이 더뎠기 때문에, 정부는 이 법을 통해 신속한 인허가와 강제수용권을 부여함으로써 공공이 직접 택지를 확보하고 기반시설과 함께 개발할 수 있도록 했다.

표 1. 택지개발촉진법 흐름

시점	핵심 변화(요약)
1980	주택난 해소 위한 공공주도 택지 취득, 개발, 공급 특례 '예정지구 지정 → 개발계획 승인 → 실시계획 승인 → 사업착수' 절차 정립 인, 허가 의제, 수용권 등 특례 부여.
1993	공공시설 범위, 절차, 서식 규율 (사업 집행 세부룰 구체화)
2000~2006	절차 정비, 권한 조정 등 개정 (중앙→지방 역할 확대 흐름)
2008	승인, 권한 조정 등 (규모, 절차 합리화 취지).
2015	공공주택특별법 제도와 연계 (임대주택 의무매각 등 조항 등 포함)
2021	택지 공급가격, 경쟁조건 등 운영 규정 정비 (추첨, 경쟁, 공공임대 연계 조건 등).

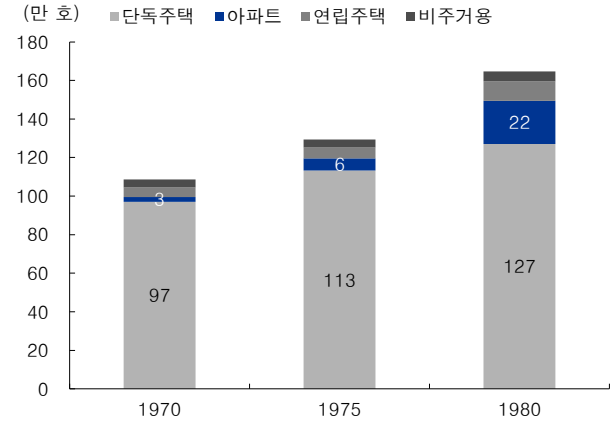
자료: 국가법령정보센터, IBK투자증권

그림 7. 수도권 인구 폭발적인 증가(1960~1980)



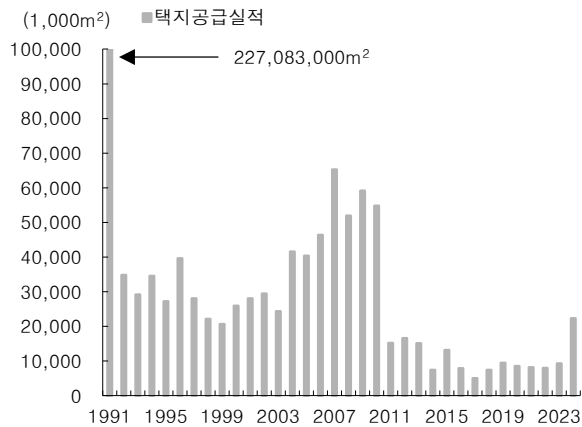
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 8. 수도권 주거용 부동산 추이(1970~1980)



주: 비아파트 중분이 64.6%, 자료: 통계청, IBK투자증권

그림 9. 공공택지 공급 규모



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 10. 우진아파트 분양 홍보물 - 후분양

우진아파트

● 국민주택자금 140만원 지원 혜택있음. (연리 8% 1년거치 14년 원리금 균등상환)

● 심야전력에 의한 전기요금수납 방식으로 저렴한 요금과 위생적이며 주부의 일손을 덜어 줌.

● 현대적인 제반문화시설 완비

● 단지내 슈퍼마켓 및 다양 한 점포신축으로 완전한 생활권이 이루어짐

● 국민주택자금 140만원 임주예정가격 270만원부터

※ 전하는 복잡하오니 현장견 본주택에 직접 문의 하십시오.

후분양

24평형, 19평형
15평형, 12평형

점포 다수
슈퍼 마켓
지하 점포

공고와 동시
선착순분양
(6월초임주예정)

현장내 견본주택에서

자료: 경향신문, IBK투자증권

2. 1984년 분양제도 정비

택촉법 제정에도 여전히
부족한 분양체계

정부는 택촉법을 통해 공공이 대규모 택지를 조성하고 기반시설을 선제적으로 구축하면서 주택공급의 물리적 기반을 마련했지만, 분양체계는 여전히 미비했다.

1960년대 후반: 체계가
부족했던 초기형 선분양
시작

1960년대 후반부터 일부 단지에서는 착공 전, 후 계약금을 미리 받아 공사비에 보태는 관행적 선분양이 시작되었다. 1969년 이촌동 한강맨션이 대표적인 사례로, 착공 시점에 분양공고를 내고 계약금과 중도금을 분할 납부받는 구조가 등장했다. 이는 법제화되지 않은 상태에서 시장의 필요에 따라 자연발생적으로 형성된 초기형 선분양이었다. 하지만 공정률 기준이나 자금관리 절차가 불분명해, 여전히 사업자마다 다른 방식으로 운영되었고 소비자 보호장치는 부족했다.

1984년: '주택공급에 관한
규칙' 개정으로 선분양제
본격 시작

이러한 구조적 한계를 해소하기 위해 1984년 11월 28일 「주택공급에 관한 규칙」이 개정되면서 금융기관의 지급보증을 기반으로 한 선분양제가 본격적으로 태동했다. 이 제도는 공정률에 따라 분양대금을 중도금 형태로 수취할 수 있게 하여, 사업자의 현금흐름 구조를 바꾸었다. 즉, 공정 진척도에 따라 자금이 유입되는 구조로 바뀌면서 사업자는 자본회수 기간을 단축할 수 있었고, 금융기관은 분양률, 공정률, 담보가치를 근거로 한 구조화 금융을 적용할 수 있었다.

선분양제 도입으로 대단지
공동주택이 표준으로
자리매김

선분양제 도입은 주택공급 패러다임을 결정적으로 변화시켰다. 기존 단독, 연립 중심의 공급에서 대단지 공동주택 중심으로 수요와 공급의 규모가 커졌고, 공공이 조성한 택지 위에 민간이 대량으로 아파트를 건설하는 구조가 정착되었다. 이는 '아파트=표준 주거 자산'이라는 인식이 사회 전반에 확산되는 계기가 되었으며, 가계의 장기 모기지 수요와 금융의 구조화 흐름이 맞물리며 대규모 아파트 분양 시장이 형성되었다.

택촉법, 신도시와 공공택지
기반 대량공급 체계를
조성하다

이후 1990년대와 2000년대를 거치며 택촉법은 여러 차례 개정을 거치면서도 한국 주택공급의 근간으로 기능했다. 이 법을 통해 수도권 외곽에 신도시(분당, 일산, 평촌, 산본, 중동 등)가 조성되었고, 공공택지 기반의 대량공급 체계가 지속되었다.

2010년대 중반~:
'공공주택특별법' 제정으로
택촉법 기능 단계적 이관

그러나 2010년대 중반 이후 「공공주택특별법」이 제정, 시행되면서 택촉법의 기능이 단계적으로 이관되었다. 이는 공공택지 개발의 법적 체계를 통합하고, 공공임대, 분양, 혼합형 개발을 포괄하는 새로운 틀을 마련하기 위한 조치였다.

2020년대: 사실상
유명무실해진 택촉법

결과적으로 2020년대에 이르러서는 택촉법의 실질적 일몰과 함께 대규모 택지공급 체계가 축소되었다. 주택 공급은 과거처럼 공공이 외곽을 확장해 공급 촉진 방식은 한계에 부딪혔기 때문이다. 대신 도심의 기존 자산을 재구조화하는 형태인, 도심 내 재개발, 재건축, 민간 정비사업으로 주택공급의 중심축이 이동했다.

그림 11. 잠실주공5단지(잠실고층아파트) 분양 홍보물 - 후분양

※ 1976. 10. 28 既公告한

蠶室高層아파트의 最終分을 分讓합니다.

1. 분 양 대 상 : 12개동 1,560세대 (단위:천원)

동	세대수	선정금	분양금	잔금	입주예정시기	비고
34~23B (동면적-전용면적)	150	1,500	2,000	2,000	1,000	—
36~25B	300	2,000	—	—	—	1,500
36~25T	120	—	—	—	—	1,670
34~23A +34~23B	600	1,500	2,000	—	1,000	1,582
34~23B	200	—	—	—	—	1,696

(예상가격이며 증감, 분할 차이 있음)

2. 분 양 방 법 : 일반공모추첨

3. 선 정 자 격 : 서울특별시내 공고일 기준 주민등록이 되어 있는자로
서 입주시 무주택임용을 입증할 수 있는 세대주.

4. 신청서구비사항 : 가. 신청서(공사소장양식) 1통
나. 주민등록본(공고일 이후 발행분) 1통
다. 신청료는 시중은행 발행 자기앞 수표로 지정은행
(한국주택은행 본점, 영등포 지점, 방포, 영등, 잠
실출장소)에 납부후 납입확인증 신청서에 첨부 제
출.

5. 신청기간 및 장소 : 가. 기 간 : 77. 4. 27~4. 29(3일간)
나. 장 소 : 잠실본점주목

6. 추첨 및 계약제일 : 당첨과 동시 계약제일
가. 기 간 : 1) 34~23A : 77. 5. 2. 10:00
2) 34~23B : 77. 5. 3. 10:00
3) 36~25B : 77. 5. 4. 10:00
4) 36~25T : 77. 5. 4. 10:00
나. 구비사항 : 인장 및 인감증명 1통(공수증 지참)
※ 주점시 불참으로 당첨 즉시 계약을 체결하지 않을 때는
당첨을 무효로 하고 77. 5. 6부터 선착순으로 분양
합니다.

7. 기 타 : 구체적인 변경사항은 건본주택에 게시.
※ 이 고층아파트는 잠실시범단지의 격조를 높
이기 위한 정부시책에 따라 주택공사가 특
수사업으로 건설하고 있습니다.

1977년 4월 23일

大韓住宅公社

자료: 동아일보, IBK투자증권

그림 12. 여의도 시범 아파트 분양 홍보물 - 선분양

B' TYPE UNIT PLAN
30' PY SCALE 1:100

A TYPE UNIT PLAN
40' PY SCALE 1:100

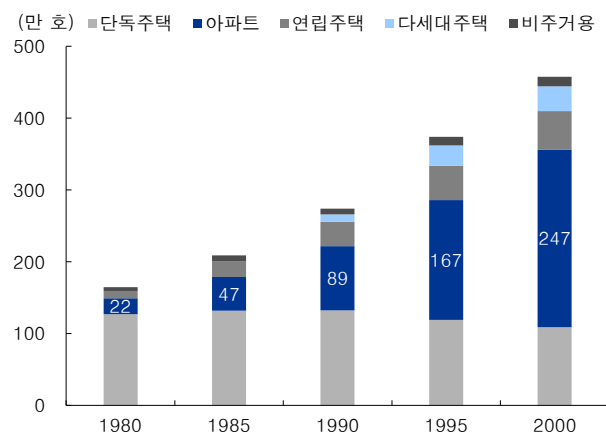
주목가격및납부구분

동	세대	1차	2차	3차	4차	5차	6차	7차	8차	9차	10차	잔금
15.2	2,126	213	213	213	213	213	213	213	213	213	213	637
18.9	2,788	279	279	279	279	279	279	279	279	279	279	833
36.2	4,218	423	423	423	423	423	423	423	423	423	423	1,267
45.8	9,712	972	972	972	972	972	972	972	972	972	972	1,768

공사기간 : 착공 1970년 9월 25일
준공 1971년 9월 25일
점수기간 : 1970년 9월 1일부터
(09:00~18:00)
점수처 : 서울특별시 아파트 건설사업소 관리과
1. 신청단
2. 단체(24~84세대) 신청자에 우선.
3. 상정 희망자는 아파트 입주자에 우선.
문의처 : 서울특별시 아파트 건설사업소
TEL: 직통 74-4508·72-7630
교환 75-6481·7081·7661

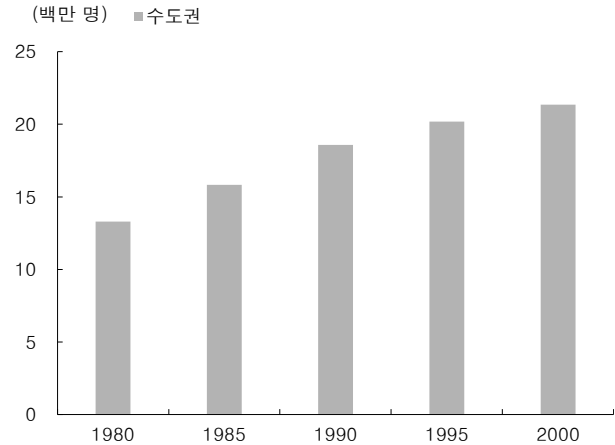
자료: 서울역사박물관, IBK투자증권

그림 13. 수도권 주거용 부동산 추이(1980~2000)



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 14. 수도권 인구 폭발적인 증가(1980~2000)



자료: 통계청, IBK투자증권

3. 20년 간 민간 중심 분양 사업 본격화

공공택지 중심 공급체계의
한계점

공공택지 중심의 공급체계는 1990~2000년대 동안 한국 주택시장의 안정적 기반이었다. 공공이 대규모 택지를 조성하고 민간이 이를 분양 및 건설하는 구조는 공급의 예측 가능성을 높이고 가격 안정을 뒷받침했다. 그러나 시간이 지나며 이 체계는 점차 한계를 드러냈다. 공공이 주도하던 택지 공급이 줄어들고, 2010년대 이후 개발의 주체가 민간으로 이동하면서 시장의 자율성이 확대된 대신 변동성도 커졌다.

민간 주도의 시장 형성으로
주택 시장의 자본시장화

민간 시행사가 주도하는 복합개발이 늘어나면서 분양가와 택지 가격이 상승했으며, 공급은 점점 대규모 자본과 금융 구조에 의존하게 되었다. 안정적이던 주택 시장은 점차 자산시장화되었고, 여기에 과잉 유동성이 유입되며 투기적 수요가 확산되었다. 과거에는 공공이 조정자 역할을 통해 공급과 가격의 균형을 유지했지만, 민간 중심으로 전환된 이후에는 자본의 흐름이 주택시장을 주도하게 된 것이다.

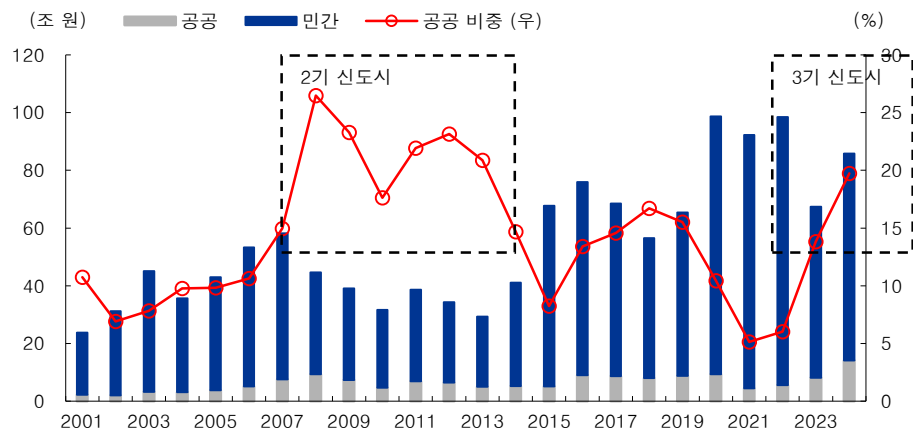
선분양제 구조로,
금리·경기 사이클에
민감해진 수요

시장 과열은 필연적이었다. 선분양제의 구조상 분양률이 자금조달의 핵심 담보가 되면서, 금리와 경기 사이클에 따라 사업이 민감하게 흔들렸다. 특히 코로나19 시기에는 초저금리와 대규모 유동성 공급이 맞물리며 주택 수요가 폭발적으로 늘어났다. 서울의 일반공급 청약 경쟁률은 2020년 4분기에 200대 1을 넘었고, 2021년에는 평균 164.1대 1로 전국 평균 (19.7대 1)의 8배를 상회했다. 이후 금리 정상화가 진행된 2024~2025년에도 서울의 평균 청약 경쟁률은 69.2대 1로 여전히 전국 평균의 7~8배 수준을 유지했다.

풍부한 유동성으로 공급
측면에서도 영향 증가

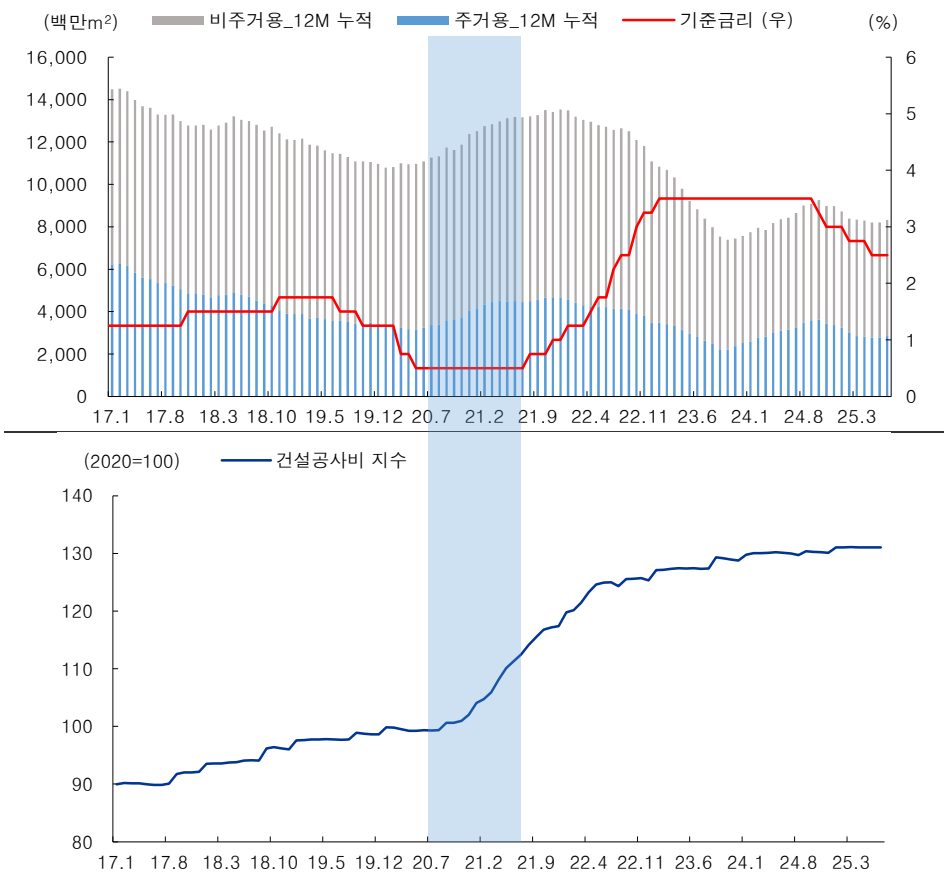
공급 측면에서도 유동성 환경의 영향을 피하지 못했다. 팬데믹 초기 충격으로 2020년 3월 인허가와 분양이 일시적으로 급감했지만, 저금리 환경 속에서 빠르게 반등하며 착공 러시가 이어졌다. 풍부한 자금이 단기간에 부동산 개발로 몰리며 인허가와 착공이 급증했고, 공급이 특정 시점에 집중되면서 로또 분양 현상과 가격 왜곡이 심화되었다. 그러나 금리 정상화와 원자재, 노무비 급등이 겹치자, 선분양 구조의 이면에 숨어 있던 PF(프로젝트 파이낸싱) 리스크가 본격적으로 드러났다.

그림 15. 주거용 주택 발주처별 발주 금액 추이



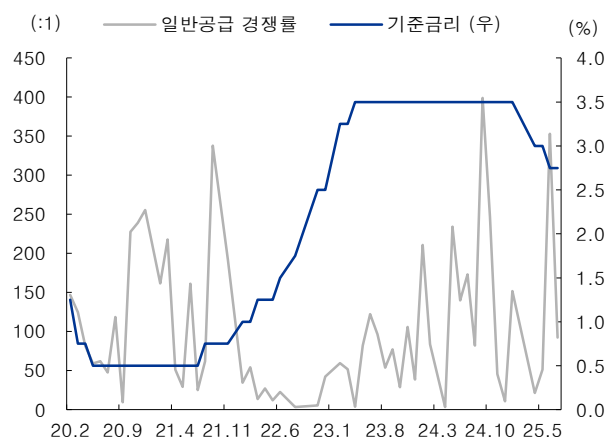
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 16. 건축 착공 12개월 누적 면적, 기준금리, 건설공사비 지수 추이



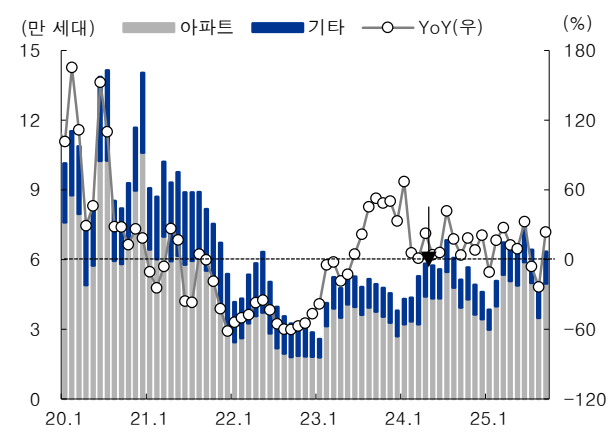
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 17. 서울 청약 경쟁률



자료: 한국부동산원, IBK투자증권

그림 18. 주거용 부동산 매매거래량 추이



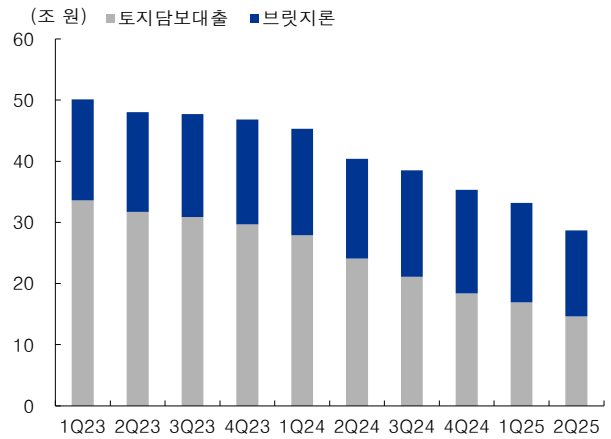
자료: 한국부동산원, IBK투자증권

4. 분양 사업의 종언은 PF부실화와 함께 다가옴

구조조정 국면에 진입한
국내 PF 시장

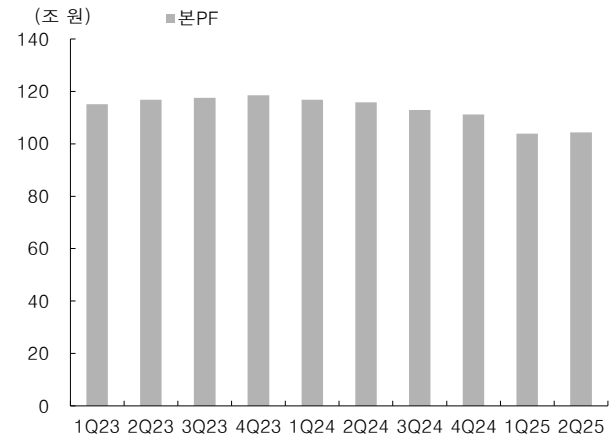
2025년 9월 금융당국이 발표한 「부동산 프로젝트 금융(PF) 상황 점검 결과」에 따르면, 국내 PF 시장은 본격적인 구조조정 국면에 진입했다. 2025년 6월 말 기준 금융권 PF 대출 잔액은 118.9조 원으로, 2023년 말 135.6조 원 대비 16.7조 원 감소했다. 부실 사업장의 정리와 신규 대출 축소가 동시에 이루어지면서 총 잔액은 줄었지만, 연체율은 오히려 상승했다. 2021년 0.37%에서 2023년 말 2.7%, 그리고 2025년 6월에는 4.4%로 치솟으며 불과 4년 만에 12배 가까이 증가했다.

그림 19. 토지담보대출+브릿지론 잔액 추이



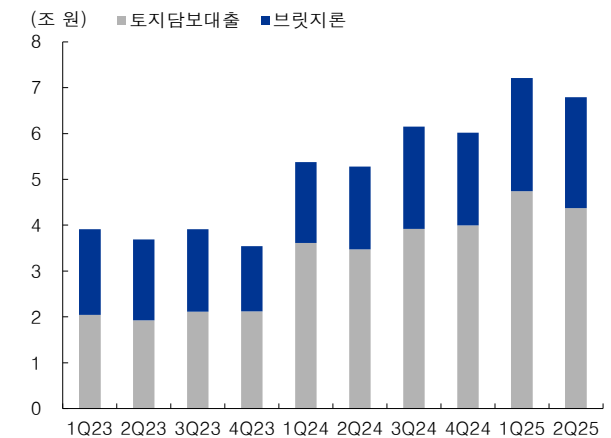
자료: 금융위원회, IBK투자증권

그림 20. 본PF 잔액 추이



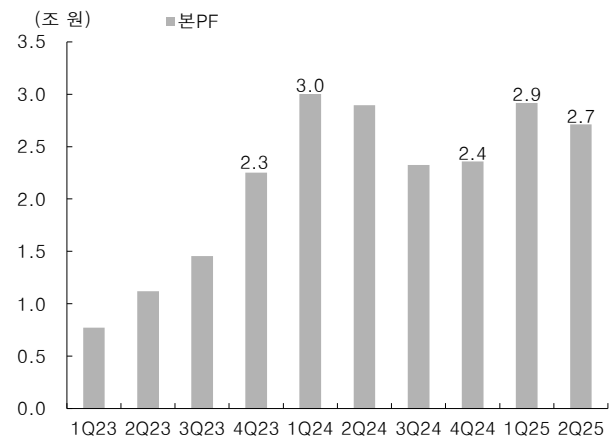
자료: 금융위원회, IBK투자증권

그림 21. 토지담보대출+브릿지론 연체 금액 추이



자료: 금융위원회, IBK투자증권

그림 22. 본PF 연체 금액 추이



자료: 금융위원회, IBK투자증권

PF 대출 규모 감소에도 부실
우려 규모는 증가

특히 비은행권의 부실 누적이 두드러진다. 저축은행, 여전사, 상호금융 등 비은행권의 토지담보대출 연체율은 30%에 육박하며, 전체 PF 익스포저(대출, 보증, 담보 포함)는 186.6조 원으로 전년 대비 30조 원 감소했음에도 불구하고, 여전히 부실우려(C, D등급) 여신이 20.8조 원(비중 11.1%) 수준에 달한다. 대형 은행권은 보수적으로 대출을 회수하고 신규 취급을 최소화하면서 위험을 차단했지만, 자금여력이 약한 중소 시행사와 비은행권 중심의 사업장에서는 연체율이 구조적으로 높아지는 추세가 이어지고 있다.

드러나는 PF 시장 한계 속
금융 완충 장치가 필요

결국 PF 시장은 규모의 축소와 부실의 집종의 이중적 구조 속에서, ‘속도의 금융’이 한계에 도달하고 있다. 분양물에 의존한 단기 회수 모델은 더 이상 유효하지 않으며, 사업 리스크를 흡수할 금융 완충 장치가 절실한 시점이다. 2025년 6월 기준 수치가 보여주듯, PF 부실화는 경기의 단기 사이클이 아니라 제도적 구조 변화의 신호다. 분양사업의 종언은 PF 부실화와 함께 도래하고 있으며, 이제 개발금융은 단기 회전형에서 장기 보유형으로, 속도의 논리에서 지속의 논리로 전환될 필요가 있다고 판단한다.

그림 23. 업권별 PF 잔액 추이

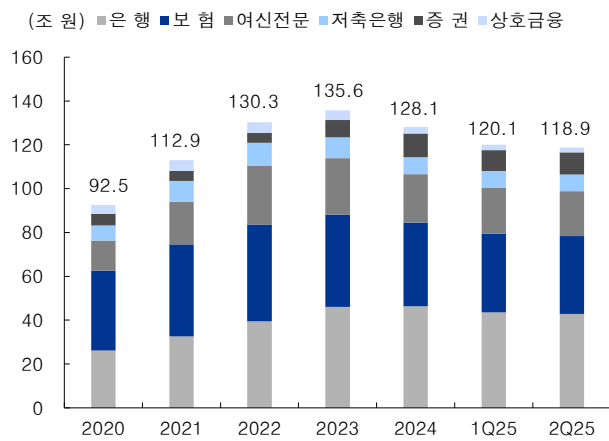


그림 24. 업권별 PF 연체율 추이

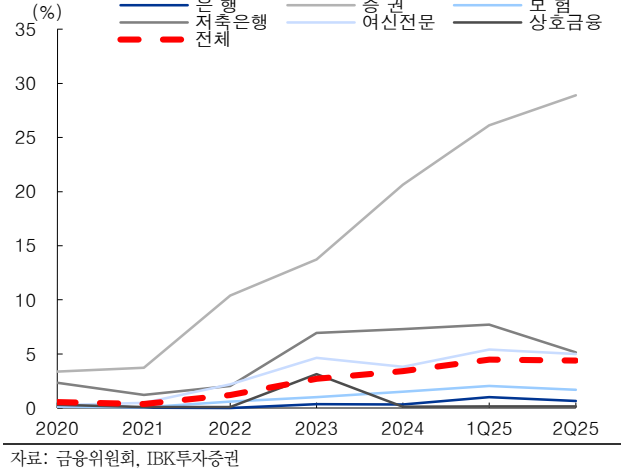
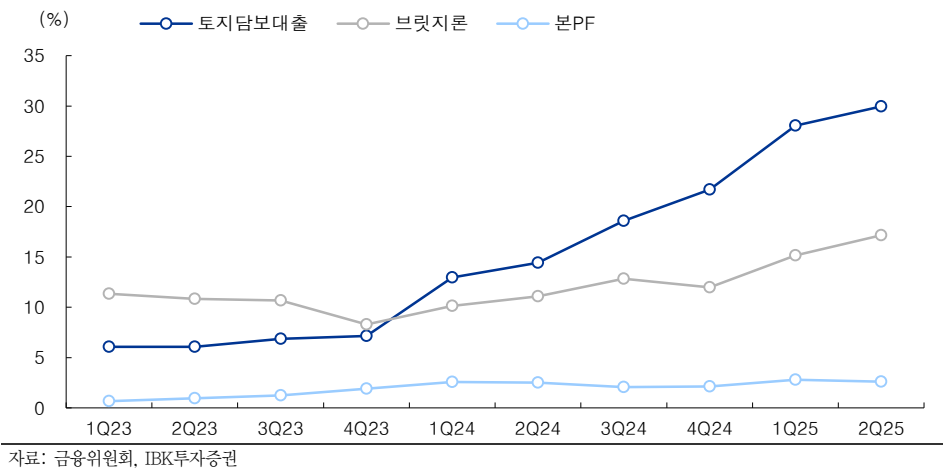


그림 25. 대출종류별 연체율 추이



5. 새로운 개발 수단, 프로젝트 리츠의 등장

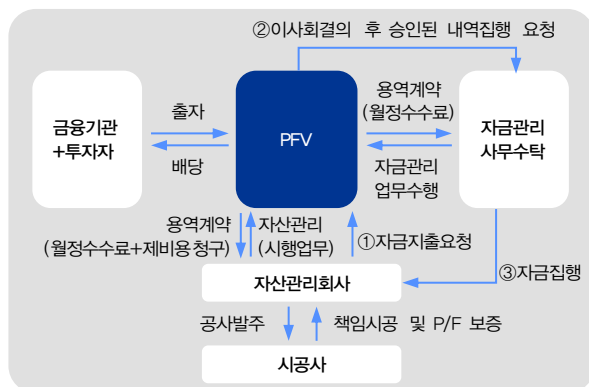
PF 부실 증가의 대안
‘프로젝트 리츠’
11/28 시행 예정

PF 부실 증가는 자금조달 구조의 안정화 필요성을 키웠고, 여기서 ‘프로젝트 리츠’가 제도화된다. 2025년 5월 1일 부동산투자회사법 개정안이 국회 본회의를 통과했고, 프로젝트 리츠 도입과 공모의무 유예 등 활성화 장치가 2025년 11월 28일 시행을 앞두고 구체화됐다.

프로젝트 리츠, 팬데믹 이후
높아진 시장 리스크를
흡수할 그릇

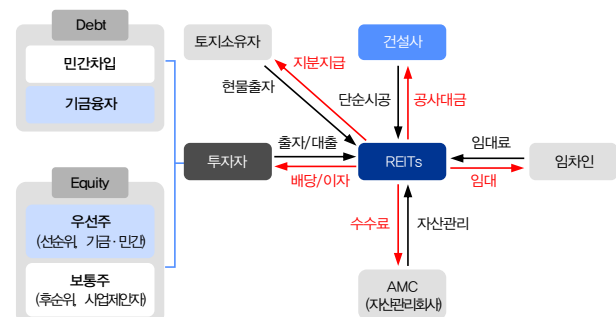
프로젝트 리츠는 개발부터 임대, 운영까지 단일 리츠에 담아 선분양, PF 중심의 단기 회수 논리에서 장기 보유형 자본과 접속시키는 구조다. 즉, 토지, 개발권을 리츠로 수용하고 스폰서, AMC, 수탁, 시공, 운영을 계약으로 분리해 거버넌스를 투명화하며, 선, 후순위 지분과 채권을 혼합해 위험을 분할한다. 팬데믹시기 수요 폭증과 이후 금리 정상화, 원가상승이 만든 만기불일치, 분양 변동성, 장기화된 도심 복합사업의 리스크를 제도권 장기자본으로 흡수하는 ‘그릇’으로 설계된 셈이다.

그림 26. PFV구조



자료: IBK투자증권

그림 27. 프로젝트 리츠 구조



자료: IBK투자증권

II. 프로젝트 리츠를 왜 도입해야하는가?

금융기법이 아닌 현재
시장 구조에 맞춘 새로운
사업 플랫폼

프로젝트 리츠는 단순히 또 하나의 금융기법이 아니라, 한국의 개발 구조가 마주한 인구, 수요, 금융 패러다임 변화에 대응하기 위한 새로운 사업 플랫폼으로 이해해야 한다. 앞서 살펴본 것처럼, 선분양제는 공급의 연속성을 유지하는 데 핵심적 역할을 했지만, 생산가능인구가 줄고 분양시장 변동성이 커지는 환경에서는 더 이상 기존의 ‘선분양-단기 회수’ 구조로는 리스크를 흡수하기 어렵다.

프로젝트 리츠:
한국 부동산 개발사업의
중심축 중 하나로 성장 전망

이에 따라, 우리가 프로젝트 리츠를 한국 개발사업의 중심축 중 하나로 전망하는 이유는 두 가지다. 첫째, 생산가능인구의 감소로 인한 절대적 분양 수요의 축소, 둘째, 미분양 우려 확대에 따른 프로젝트 안정 시점의 지연 때문이다. 과거에는 착공 전 분양률만으로 사업성 평가와 자금조달이 가능했지만, 앞으로는 분양 속도가 느려지고 회수 기간이 길어지기 때문에 장기자본 중심의 구조 전환이 불가피하다. 이 흐름의 제도적 해법 중 하나가 바로 2025년 11월 28일 시행 예정인 ‘프로젝트 리츠 제도’다.

1. 분양 수요는 장기적으로 감소할 수 밖에 없다

연간 분양 물량은
고점을 지난 것으로 판단

먼저, 분양 수요는 이미 정점을 지났을 가능성이 높다. 한국의 주택 분양 시장은 2015~2019년 사이 생산가능인구(15~64세)가 정점을 찍으며 활황을 맞았지만, 2019년을 기점으로 감소세로 전환했다. 통계청 자료에 따르면 2023년 기준 65세 이상 고령인구 비중은 전체의 18.4%로, 2025년에는 20.3%에 달할 전망이다. 생산가능인구가 줄면 주거 이전 수요(이사, 분양, 신규 취득)가 감소할 수밖에 없고, 분양 중심의 공급 구조는 점차 효력을 잃게 된다.

주요 수요 주체
3~4인 가구 →
1~2인 가구

또한, 1인 가구의 급증 역시 분양 수요를 약화시키는 요인이다. 가구당 평균 인원은 1980년 4.5명에서 2024년 2.3명 수준으로 절반 가까이 줄었으며, 오피스텔과 소형 주택의 비중이 빠르게 늘고 있다. 1인 가구는 대형 평형 아파트보다 도심 접근성과 관리비 부담이 적은 중소형 주택을 선호하기 때문에, 대단지 아파트 중심의 분양 물량은 장기적으로 감소할 가능성이 높다.

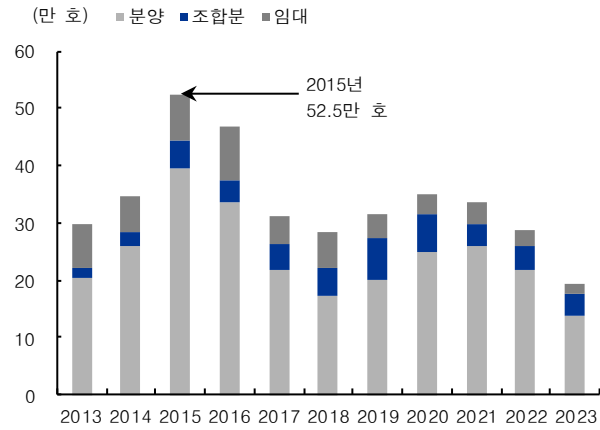
1인 가구 증가
⇒ 실질 구매력 감소

소득 측면에서도 변화가 나타난다. 2011년 이후 2인 이상 가구와 1인 가구의 소득 격차는 꾸준히 벌어졌고, 2025년에는 그 차이가 약 4~5천만 원에 달할 것으로 추정된다. 가구당 실질 구매력이 둔화되면, 분양시장 규모는 자연스럽게 축소될 수밖에 없다. 이제 주택시장은 ‘얼마나 많이 짓느냐’보다 ‘어떻게 오래 운영하느냐’의 시대로 이동하고 있다.

단순 분양형 개발 ⇒ 운영형
사업모델 전환 필요성 확대

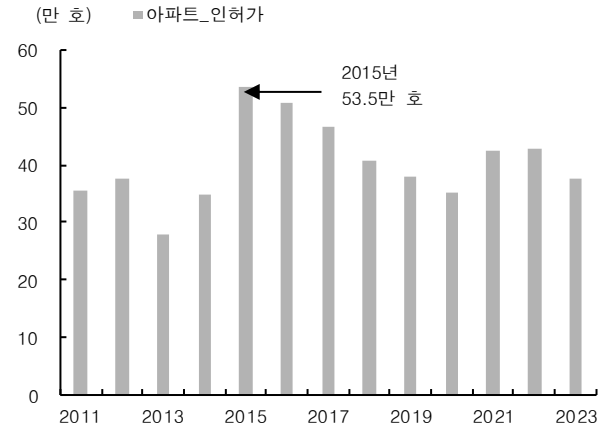
이러한 흐름에서 건설사들이 단순한 분양형 개발에서 벗어나 운영형 사업모델로 전환할 필요성이 커지고 있다. 고령화 사회 진입과 가구 구조 변화는 임대, 운영 중심의 자산관리형 사업모델을 필요로 한다. 예를 들어, 시니어 하우징, 리츠 기반 임대주택, 복합생활형 주거시설 등은 장기보유를 전제로 한 안정적인 수익 구조를 갖는다. 이는 분양이 아닌 운영을 통해 질적 성장(P▲)과 규모의 경제(C▼)를 동시에 달성할 수 있는 전략이다.

그림 28. 공동주택 분양 물량 추이



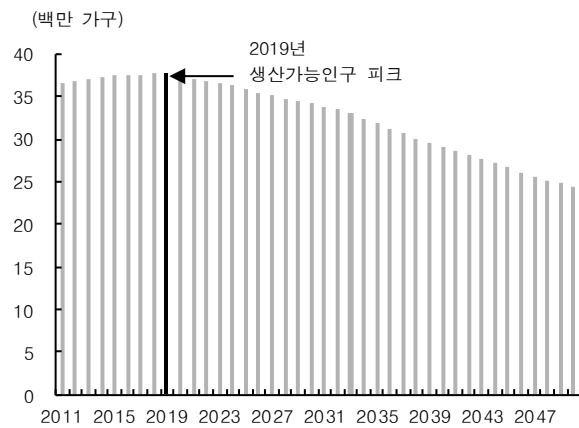
자료: 국토교통부, IBK투자증권

그림 29. 아파트 인허가 추이



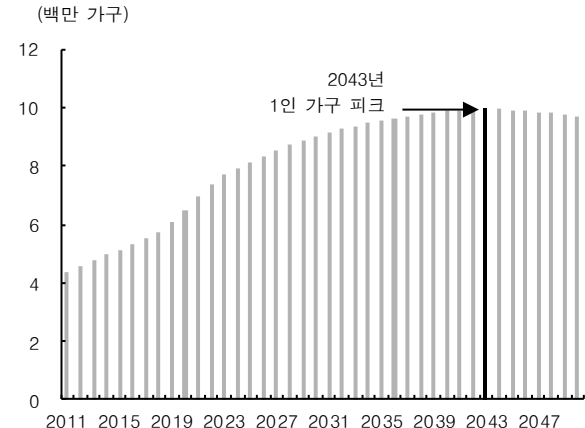
자료: 국토교통부, IBK투자증권

그림 30. 생산가능인구 추이



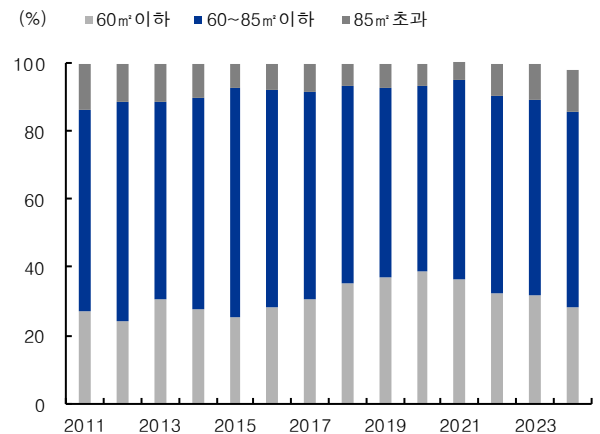
자료: IBK투자증권

그림 31. 1인 가구 추이



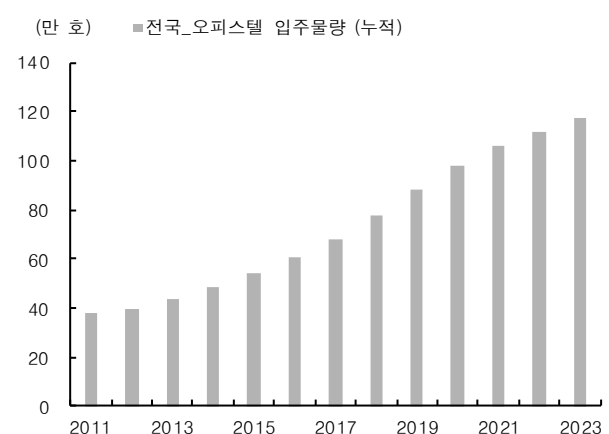
자료: IBK투자증권

그림 32. 아파트 분양면적별 비중 추이



자료: REPS, IBK투자증권

그림 33. 오피스텔 입주 물량 추이 (누적)



자료: REPS, IBK투자증권

2. PFV 구조는 과거 대비 금융 구조 불확실성이 높아졌다

대형 프로젝트 착공 시
미분양 가능성 증가

둘째로, PF(프로젝트 파이낸싱)에 기반한 고레버리지 구조는 이러한 변화에 취약하다. 선분양 구조에서는 초기 분양률이 낮게 형성되면 금융비용이 급격히 불어나고, 이자비용 부담이 PF 부실로 직결된다. 금리 상승과 자금조달 경색이 겹친 지금의 환경에서, 과거처럼 분양률로 사업성을 증명하는 방식은 이미 한계에 도달했다.

리스크 축소와 안정성
확보를 위한 혼합형 모델
채택

이를 타계하기 위해서는 분양+운영 혼합형 모델을 채택하면 미분양 리스크를 줄이면서도 금융 안정성을 확보할 수 있다. 특히 Equity(자기자본) 비중을 높이면, 초기 분양률이 낮더라도 임대수익으로 공사비 일부를 상쇄할 수 있다. 또한 임대 보증금을 통해 상대적으로 낮은 비용으로 자금을 조달하면, 공사비 금융비용을 줄이고 PF 구조의 부담을 완화할 수 있다.

혼합형 모델 확산 中

공공이 주도한 ‘뉴스테이(기업형 임대주택)’나 ‘공공지원 민간임대주택’은 이미 이러한 구조를 입증한 전례다. 뉴스테이는 민간 시행사가 리츠를 통해 장기 임대주택을 공급하고, 임대료 수입으로 투자자에게 배당을 지급하는 모델이었다. 즉, 분양이 아닌 운영을 통해 안정적인 금융 회전 구조를 만든 사례다. 민간에서도 같은 방식이 확산되고 있다.

서초동 롯데칠성 부지
복합개발: ‘토지 출자형
리츠 구조’ 활용

최근 롯데그룹의 서초동 롯데칠성 부지 복합개발 사업은 그 대표적인 예다. 이 사업은 약 4.3만㎡ 부지에 호텔, 오피스, 주거시설이 결합된 복합타워를 조성하는 프로젝트로, 롯데칠성 부지를 프로젝트 리츠에 현물출자하고 롯데물산이 시행, 롯데AMC가 자산관리(AMC) 비히클 역할을 맡는다. 그룹이 약 20%의 스폰서 지분을 보유하고, 나머지를 기관투자자와 금융회사가 참여하는 구조로 설계되어 있다. 이는 현금 매입 대신 세제이연을 활용한 ‘출자형 리츠 구조’로, 초기 현금유출을 줄이고 장기운용 기반을 확보한 프로젝트 리츠의 전형적 형태다.

초기 현금 유출 감소와 장기
운용 분위기 조성

사업 방식은 토지 현물출자 + 프로젝트 리츠 설립 + 기관투자자 지분참여 형태가 될 것으로 판단한다. 롯데칠성 부지를 리츠에 현물출자하고, 그룹이 약 20% 내외의 스폰서 지분을 보유한 뒤 나머지를 금융회사 및 기관투자자가 인수하는 구조다. 이는 토지 현금매입 대신 세제이연을 활용한 출자형 모델로, 개발기 현금유출을 줄이고 장기 운용 기반을 마련하는 프로젝트 리츠의 전형적 형태다.

자금회수 분산으로 PF
차입금 상환 유연 조정

이처럼 임대주택 또는 복합개발형 리츠 모델은 분양률에 의존하지 않고 자금회수를 분산시키는 안정장치 역할을 한다. 리츠를 활용하면 선분양 구조의 단기 회수 부담을 완화하고, 임대보증금, 임대료, 운영수익을 기반으로 PF 차입금 상환을 유연하게 조정할 수 있다.

그림 34. 분양 프로젝트 수익구조 (준공과 함께 수익 전환)

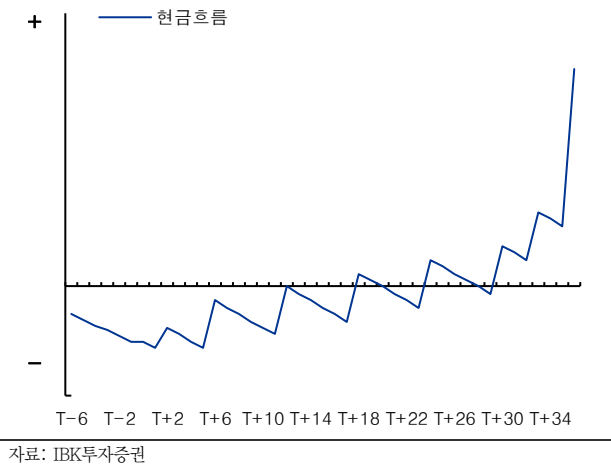


그림 35. 운영수익 프로젝트 구조 (준공 후, BEP까지 시간 필요)

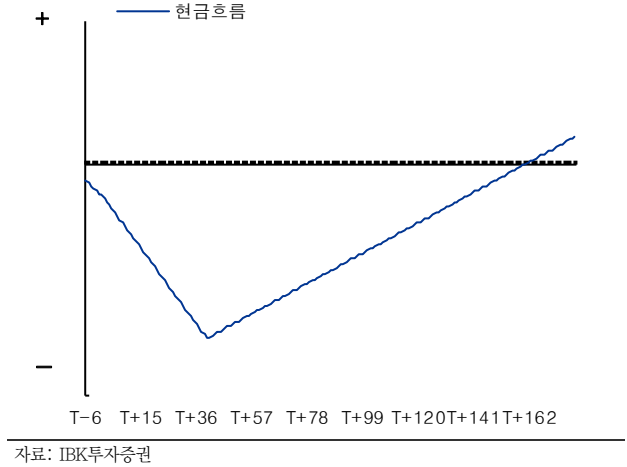
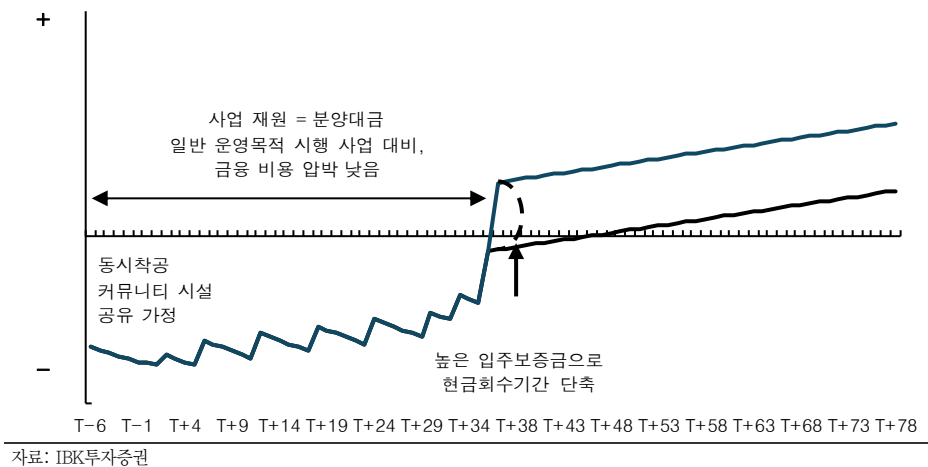


그림 36. 운영사업은 분양사업과 함께 개발될 가능성이 높음



III. 프로젝트 리츠를 도입하면 무엇이 바뀌는가?

개발-운영-회수 연결

프로젝트 리츠는 단순히 새로운 금융수단이 아니라, 한국의 부동산 개발 방식을 근본적으로 바꿀 제도적 전환점이다. 기존 PFV가 ‘개발 단계에서의 단기 자금조달’을 중심으로 했다면, 프로젝트 리츠는 개발-운영-회수(Exit)까지 전 단계를 하나의 구조 안에서 연결한다. 다시 말해, 개발사업을 단기 청산형 구조에서 장기 보유, 운영형으로 바꾸는 제도적 기반이 마련된 셈이다.

1. 프로젝트의 금융 구조는 안정화될 것이다

착공 전 현금 유출 감소로 개발 단계 안정화

첫째, 개발 단계의 안정화다. 기존 PFV 방식에서는 토지 매입비가 사업비의 절반 이상을 차지해, 착공 전에 대규모 현금이 필요했다. 이 때문에 대부분의 사업이 고(高)LTV, 즉 차입 의존도가 높은 구조로 시작됐다. 국내 PFV의 자기자본비율은 평균적으로 3~5% 수준에 불과하며, 나머지는 PF 대출에 의존한다. 이렇게 얇은 자기자본 구조에서는 금융기관이 리스크 프리미엄을 높게 책정하게 되고, 결과적으로 PF 금리가 높아져 총사업비의 5~10%가 이자비용으로 소모되는 것이 일반적이다.

토지주의 사업 참여를 확대할 현물출자 과세이연

프로젝트 리츠는 이 구조를 제도적으로 바꾼다. 가장 핵심적인 변화는 토지주의 현물출자(지분참여)다. 기존 PFV에서는 토지주가 사업에 지분으로 참여하려 해도, 토지를 현금으로 매각한 것으로 간주되어 양도소득세를 선납해야 했다. 이 세금 부담이 즉시 발생하기 때문에, 토지주는 실질적으로 참여할 유인이 거의 없었다. 하지만 프로젝트 리츠에서는 「소득세법」과 「법인세법」의 특례를 통해, 토지나 건물을 리츠에 현물로 출자할 때 양도소득세 납부를 ‘리츠 지분 처분 시점’으로 미루는 과세이연 제도가 적용된다. 즉, 토지주는 세금을 당장 내지 않고 지분 형태로 사업에 참여할 수 있게 되는 것이다.

개발기 LTV가 기존 대비 10~20%p 감소 가능

이 구조가 도입되면 사업 초기에 필요한 현금이 크게 줄어든다. 토지비를 현금으로 지불하지 않기 때문에 차입 규모도 감소하고, 개발기 LTV가 기존 PFV 대비 10~20% 포인트 낮아질 수 있다. 자기자본이 두꺼워지면 금융기관 입장에서는 리스크가 줄어들기 때문에 PF 금리 스프레드도 자연스럽게 좁혀진다. 한국개발연구원(KDI) 분석에 따르면, 자기자본비율을 3%에서 20%로 높일 경우 총사업비가 평균 7% 이상 감소하며, 주거형 프로젝트는 최대 11%까지 절감 효과가 나타난다. 즉, 자기자본이 늘면 이자비용이 줄고, 이자비용이 줄면 총사업비 전체가 낮아지는 선순환이 만들어지는 셈이다.

리츠 담보대출로 PF 대비 금리 1~2%p 인하

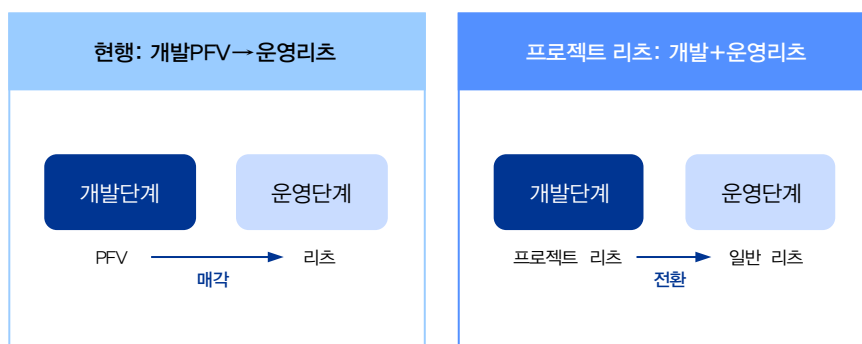
이자 구조 측면에서도 프로젝트 리츠는 PFV와 뚜렷하게 다르다. PFV는 사업 전체가 단기 분양성과에 의존하기 때문에, 금융기관은 리스크를 감안해 연 6~9% 수준의 고금리 대출을 적용한다. 반면 리츠는 자산을 보유한 법인 형태이기 때문에, 준공 이후 LTV 50~60% 수준의 장기 담보대출(3~7년 만기)로 전환할 수 있다. 일반적으로 리츠 담보대출의 가산금리는 PF보다 1~2%포인트 낮게 형성되며, 준공 후 임대수익이 발생하면 추가 리파이낸싱도 가능하다. 이렇게 되면 평균 자본조달비용(WACC)이 점진적으로 낮아지고, 사업의 장기 안정성이 확보된다.

표 2. PFV vs Project REIT 비교 예시

구분	PFV	Project REIT	비고
총사업비	10,000	10,000	동일
자기자본	500	3,000	현물출자 포함
차입금	9,500	7,000	26% 감소
PF금리(연)	8.0%	6.0%	스프레드 2%p 축소 PFV는 Trench A, B, C 기표 Project REITs는 Trench A, B 기표
공기(년)	3	3	동일
총이자비용	$9,500 \times 0.08 \times 3 = 2,280$	$7,000 \times 0.06 \times 3 = 1,260$	1,020억 절감
총사업비(이자포함)	12,280	11,260	8.3% 절감
분양수익	14,000	14,000	
세전이익	1,720	2,740	+59% 개선

자료: IBK투자증권 추정

그림 37. 프로젝트 리츠 구조



자료: 국토교통부, IBK투자증권

2. 투자자금 회수 경로는 종전 대비 다양화될 것이다

폭 넓어진 유동화 경로

두 번째는 자금 회수 구조의 다양화다. 기존 PFV는 사업이 끝나면 자산 매각이나 청산으로만 회수가 가능했지만, 프로젝트 리츠는 준공 후에도 공모, 상장, 구주매각 등 다양한 유동화 경로를 선택할 수 있다.

중도 유동성 확보와 자본 회수 시점 선정 용이

예를 들어, 준공 이후 리츠를 상장하면 일반 투자자와 기관이 쉽게 접근할 수 있고, 초기 투자자나 스폰서는 주식을 매각해 현금화할 수 있다. 회수 옵션이 다층화되면 개발자 입장에서는 자본 회수 시점을 조정할 수 있고, 투자자는 중간 단계에서도 유동성을 확보할 수 있다.

공모 리츠의 분리과세로 직접 투자 대비 낮은 세율

또한 세제 측면은 소액 투자 유인도 명확하다. 조세특례제한법 제87조의7에 따라, 공모 상장된 리츠의 개인 투자자는 3년 이상 보유 시 9.9% 저율 분리과세(국세 9%+지방세 0.9%) 혜택을 받을 수 있다(투자금 5,000만 원 한도). 이는 부동산 직접 투자보다 세율이 낮고, 안정적인 배당을 기대할 수 있는 구조다.

개발자와 투자자의 동고동락

결국 프로젝트 리츠는 PFV의 개발 유연성, 리츠의 운영 지속성, REF(부동산 펀드)의 운용 다변성을 결합한 하이브리드 모델이다. 개발자에게는 자본조달과 회수(Exit)의 선택지를 넓혀주고, 투자자에게는 세제 혜택과 예측 가능한 배당을 제공한다. 동시에 시장 전체에는 투명성과 유동성을 높이는 긍정적 효과를 만들 것으로 기대한다.

표 3. PFV와 프로젝트리츠 Exit 경로

구분	PFV	프로젝트 리츠	설명/비고
준공 후 회수 옵션	자산 일괄매각, 청산	공모, 상장(PO), 구주매각(블록) 자산 부분매각	유동화 수단 다층화
투자자 접근성	제한적(기관 위주)	개인, 기관 모두(상장 시)	공모, 상장 시 대중 접근
자산 유동성	낮음	높음(거래소 유통)	상장 리츠 거래 기반
법인세 과세구조	배당가능이익의 90% 이상 배당 시 과세소득 공제 *2028년 일몰 예정	배당가능이익의 90% 이상 배당 시 법인세 면제	
투자자 과세구조	배당소득에 대해 일반 배당소득세율 15.4% (14% + 지방세 1.4%) 적용	배당소득 기본세율 15.4% 단, 상장리츠 + 5천만원 한도 + 3년 이상 보유 시 9.9% 분리과세 *2026년 일몰 예정(연장 논의 중)	특례 한도 제외 시, 일반 과세 구간과 동일
특징	디벨로퍼 중심 구조, 개발 초기단계 세제 중립 확보 목적.	투자자 중심 구조, 장기보유 유도 및 소액투자자 세제 혜택.	

자료: IBK투자증권

IV. 투자전략

1. 단기 시행의 종말, 장기 디벨로퍼의 시대

현금을 확보한 소수의
시행사 중심 시장 개편 전망

프로젝트 리츠 제도 도입은 시행사 산업의 구조적 재편을 불러올 가능성이 크다고 판단한다. 프로젝트 리츠는 PFV보다 자기자본비율이 높고, 장기 운용 전제가 필요한 구조이기 때문에, 대규모 자금력과 새개발 파이프라인을 갖춘 소수의 시행사 중심으로 시장이 재편될 것이다.

소규모 시행사 이탈과 PF
연체율 증가

2023년 기준 국세청 사업자 통계에 따르면 부동산 개발 및 공급업 등록 기업 수는 4,1만여 개로, 고점이었던 2021년 4,2만여 개 대비 2.1% 감소했다. 이는 금리 급등과 PF 조달 난으로 소규모 시행사들이 시장에서 이탈한 결과로 해석된다. 특히 2023년 말 기준 금융권 PF 연체율은 2.7%, 2025년 2분기에는 4.4%까지 상승하면서, 중소 시행사 중심의 프로젝트 파인낸싱이 사실상 막힌 상황이다.

장기형 구조인 프로젝트
리츠 제도에서 단기 모델은
감소할 것

이 환경에서 프로젝트 리츠 제도는 개발-운영-상장을 통합한 장기형 구조로 전환되기 때문에, 단기 회전형 시행사 모델은 설 자리가 줄어들 수밖에 없다. 리츠 구조를 활용 하려면, 시행사는 개발자본금, 운영자본금, AMC(자산관리회사) 수수료 지급 능력을 동시에 갖춰야 한다.

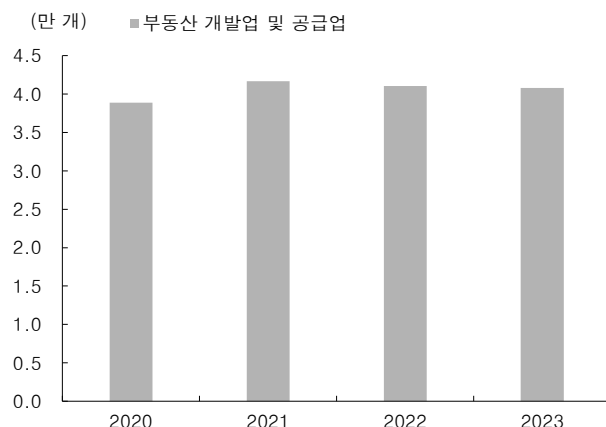
자금뿐만 아니라 관리
면에서도 어려움 존재

즉, 중소 시행사가 자체적으로 리츠를 설립하거나 스폰서로 참여하기는 쉽지 않다. 물론 토지주가 현물출자로 참여하면 일부 자본 부담은 줄어들지만, 여전히 리츠 운용 구조상 지속적인 공시, 회계, 배당 관리 체계가 요구된다. 그러므로 단발성 개발을 반복해온 중소 시행사보다는 지속 가능한 개발 파이프라인을 가진 그룹사 및 대형 시행사가 유리한 구조다.

결국 개발산업의 양극화
가속으로

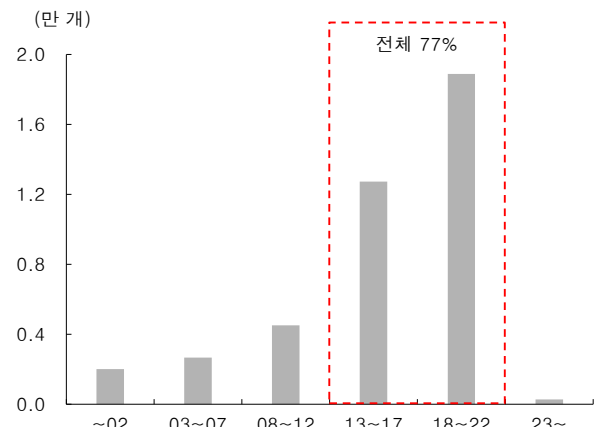
결국 프로젝트 리츠의 도입은 자본, 정보, 운영역량을 갖춘 대형 시행사로의 시장 집중, 개발산업의 양극화를 가속화할 가능성이 높다고 판단한다. 단기 PF 구조에 의존하던 중소 시행사들은 사업 지속성을 확보하기 어렵고, 대형 시행사형 기업 (디벨로퍼)이 리츠 기반 개발의 주체로 부상할 것으로 전망한다.

그림 38. 부동산 개발업 및 공급업 사업체 추이



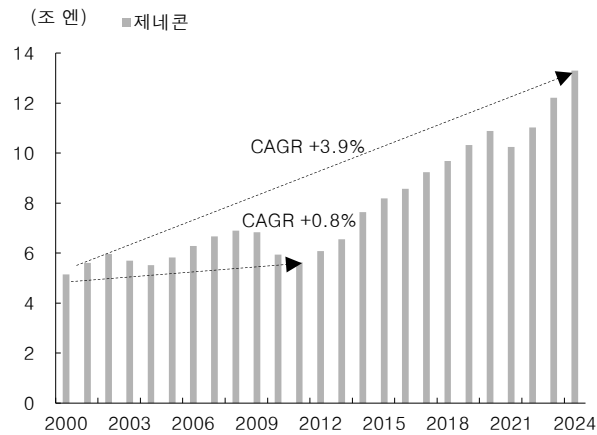
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 39. 부동산 개발업 및 공급업 사업체 설립연도(2023 기준)



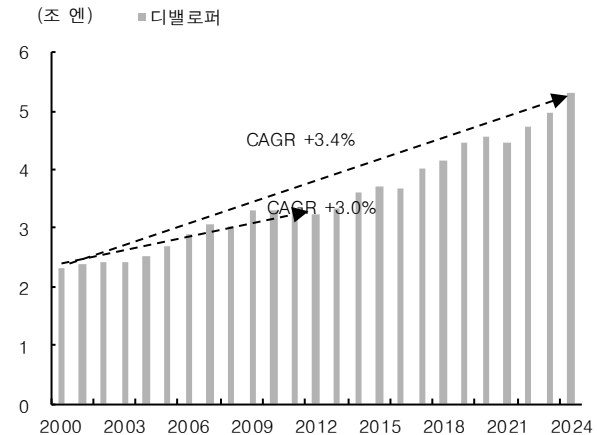
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 40. 일본 4대 제네콘 매출 추이



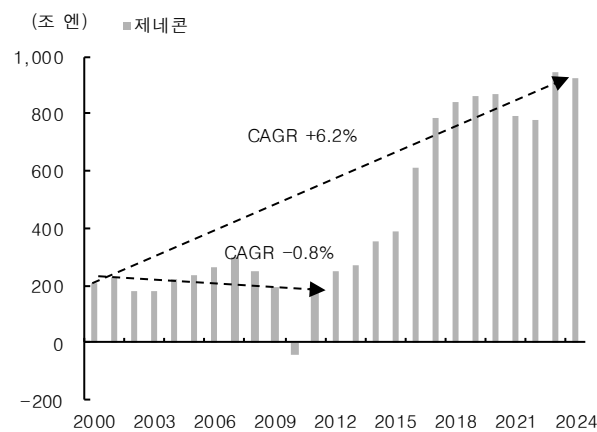
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 41. 일본 4대 디벨로퍼 매출 추이



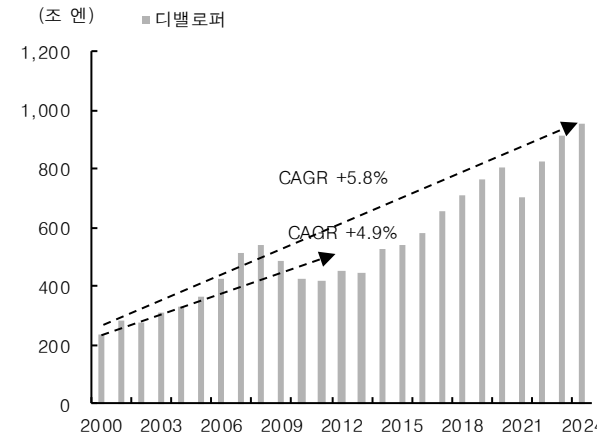
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 42. 일본 4대 제네콘 영업이익 추이



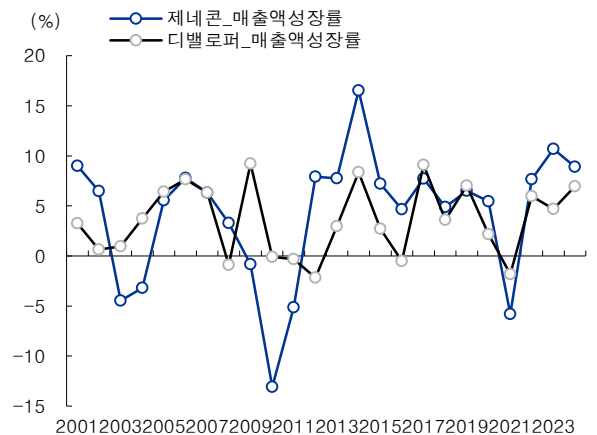
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 43. 일본 4대 디벨로퍼 영업이익 추이



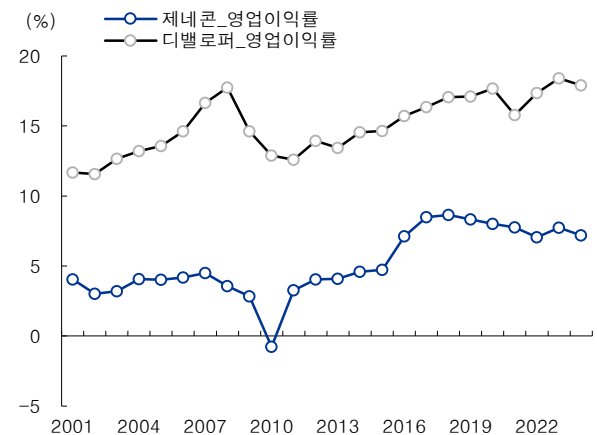
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 44. 일본 4대 제네콘/디벨로퍼 매출액 성장률 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 45. 일본 4대 제네콘/디벨로퍼 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 46. 25개년(2000~2024) 제네콘/디벨로퍼 매출액 성장률 영업이익률 추이

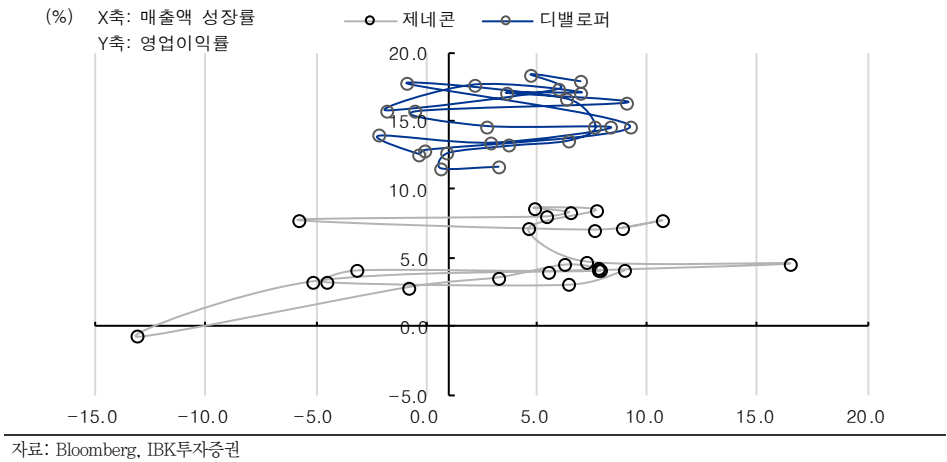


그림 47. 일본 4대 제네콘 주가 수익률 추이



그림 48. 일본 4대 디벨로퍼 주가 수익률 추이

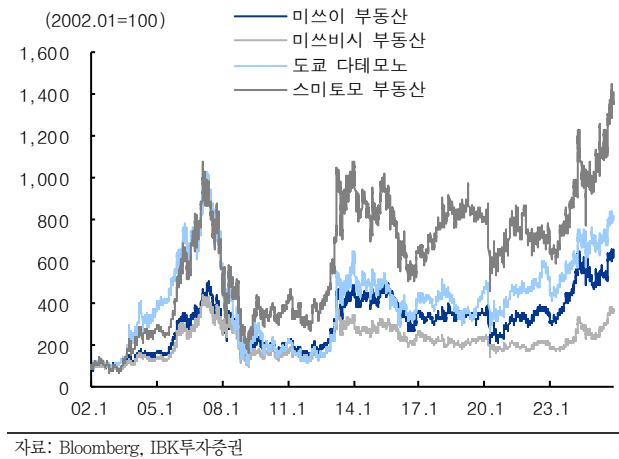


그림 49. 일본 금융 주가 수익률/기준금리 추이

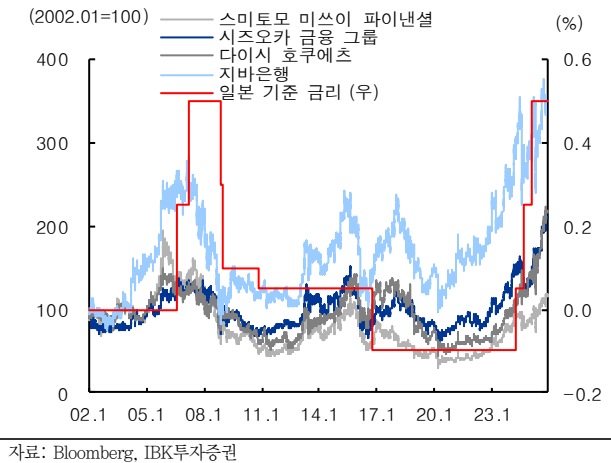


그림 50. 일본 디벨로퍼 주가 수익률/기준금리 추이



2. 주가 및 밸류에이션

건설업 지수 YTD +43.6%

건설업 지수는 11월 12일 기준 YTD +43.6%로 KOSPI 수익률 +73.0% 대비 29.4%p 하회한 성과를 기록하였다. 주가는 ▶ 고 원가 현장 준공에 따른 손실, ▶ 해외 수주 지연에 따른 기대감 감소 등 영향으로 판단한다. 반면, 높은 주가 수익률을 기록했던 기업들은 ▶ 원전 수주 기대감 증가, ▶ 국내 중심 매출구조 등이 이유였던 것으로 판단한다.

현대건설 YTD +143.6%
삼성물산 YTD +101.7%

종목별로는 11월 12일 기준 현대건설은 해외 원전 수주 기대감에 연초 대비 +143.6%를 기록하였다. 다음으로 주가 수익률이 가장 높았던 종목은 삼성물산으로 관계사 수주 회복 기대감, 자회사 삼성바이오로직스 실적 호조, 원전 사업 모델링 등으로 연초대비 +101.7%를 기록하였다. 반면, HDC현대산업개발은 커버리지 종목 중 가장 저조한 수익률(+7.9%)을 기록하였는데, 더딘 외주주택 마진 회복과 국내 매출 비중 중심이 주요 원인이었던 것으로 판단한다.

그림 51. 주요 건설사 연초 이후 주가 추이

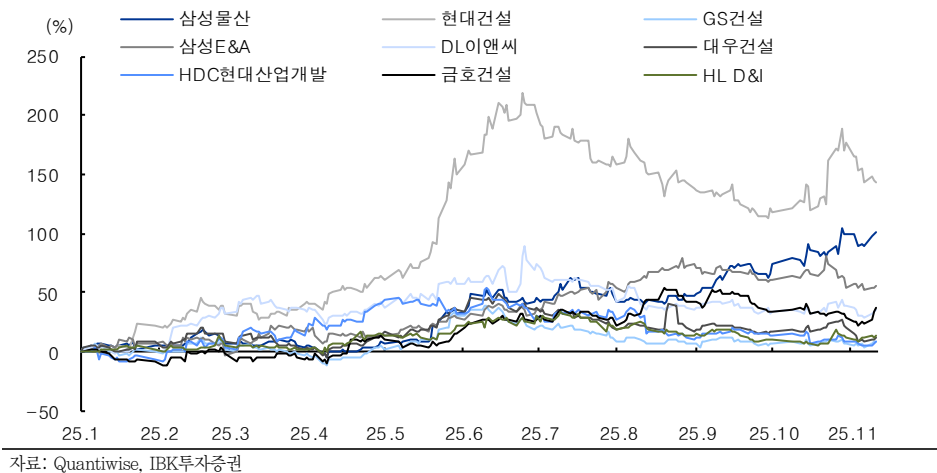


그림 52. 국내 건설사 연초대비 수익률(高)

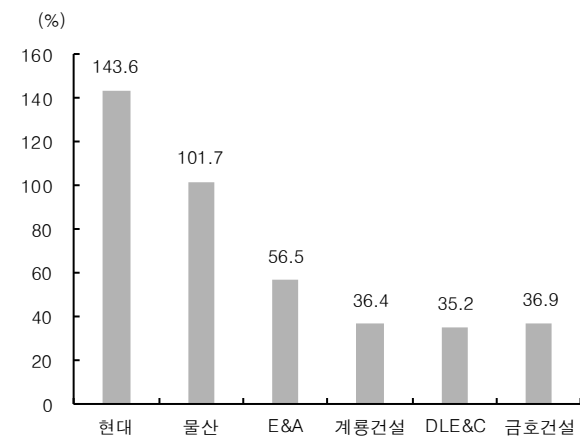
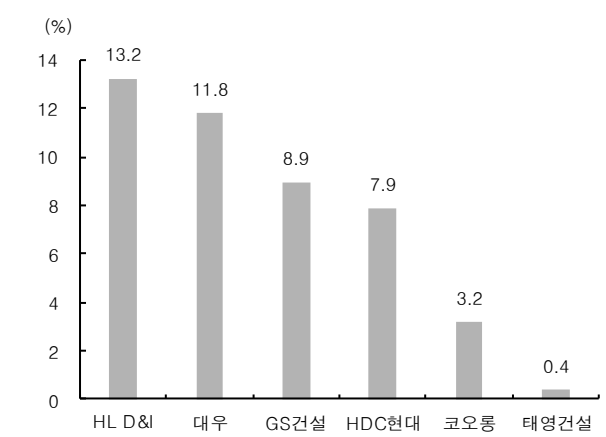


그림 53. 국내 건설사 연초대비 수익률(低)



3. 벨류에이션 Key point: 자체개발 매출 비중이 높은 건설사에 주목

건전성 기준이 높아지며
산업 개편

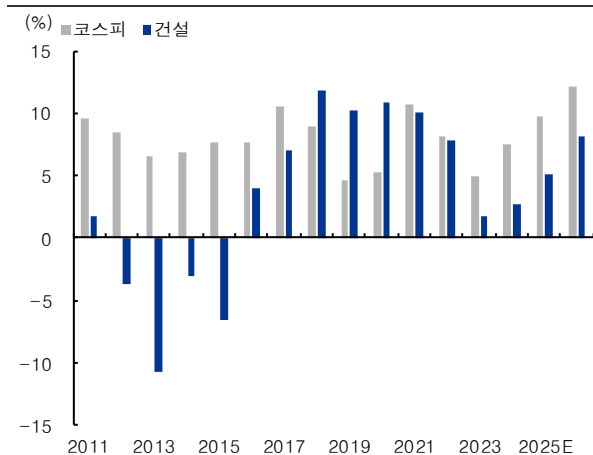
국내 건설/부동산 산업은 분명히 새로운 국면에 들어섰다. 3년 이상 이어진 고금리 기조는 시장 전반에 과도하게 쌓여 있던 유동성을 빠르게 흡수하며, 자금 구조가 취약한 시행사와 중소 건설사를 걸러내는 건전성 선별 국면을 촉발했다. 이번 조정은 2008년 글로벌 금융위기 당시의 ‘급격한 붕괴’보다는, 기준 자체가 높아지는 구조적 재편의 과정에 가깝다. PF 차입에 의존하던 사업 모델은 한계에 봉착했고, 자기자본비율, 현금흐름, 운영역량을 갖춘 기업 중심으로 산업 구도가 재편될 가능성이 높다.

장기 저성장 추세에도
점차 질적 성장 기대

향후 국내 건설업은 과거와 같은 외형 확장보다는 질적 성장과 구조 안정화를 지향할 것으로 판단한다. 장기 저성장 국면 속에서도, 일본 디벨로퍼들이 보여준 바와 같이 ‘시공 중심 산업’에서 ‘운용 중심 산업’으로의 진화가 가속될 전망이다. 단기 분양·공사 중심의 회전형 모델은 점차 줄고, 리츠, 운용, 관리 기반의 장기 수익형 구조가 산업의 주류로 자리 잡을 것이다.

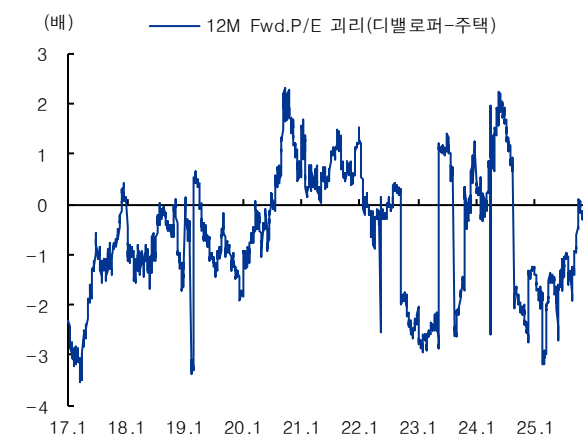
이에 따라 대형 종합건설사들은 단순 시공을 넘어 개발·운용·금융이 결합된 복합형 디벨로퍼 모델로 전환하며, 안정적 수익 기반을 강화할 것으로 기대한다. 우리는 이러한 변화를 산업의 체질 개선으로 평가하며, 건설업종에 대한 투자의견을 ‘비중확대(Overweight)’로 제시한다. 이 가운데 HDC현대산업개발은 자산운용형 개발 역량과 리츠 연계 구조를 동시에 보유한 기업으로, 프로젝트 리츠 시대의 최선호주로 제시한다. 관심종목으로는 GS건설을 제시한다.

그림 54. 국내 코스피/건설업 ROE비교



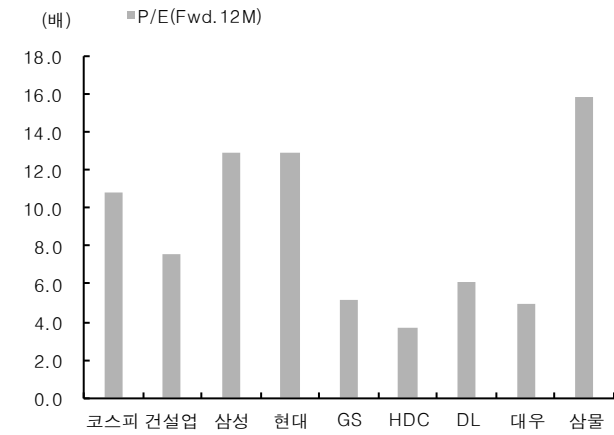
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 55. 디벨로퍼 대비 주택 벨류에이션



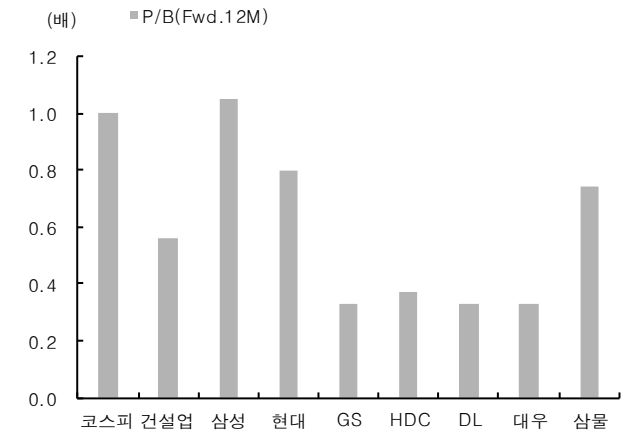
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 56. KOSPI와 국내 대형건설사 12M Fwd. P/E



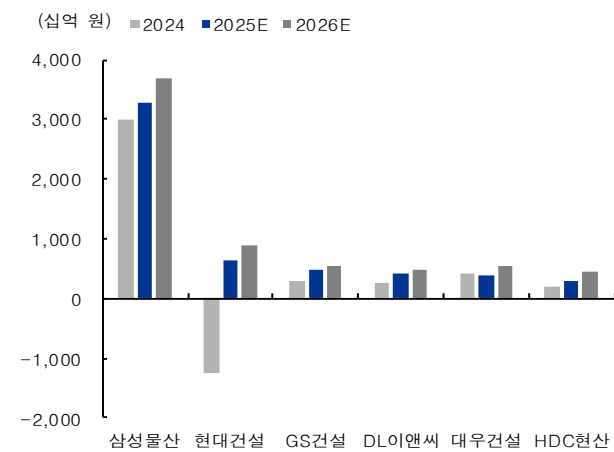
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 57. KOSPI와 국내 대형건설사 12M Fwd. P/B



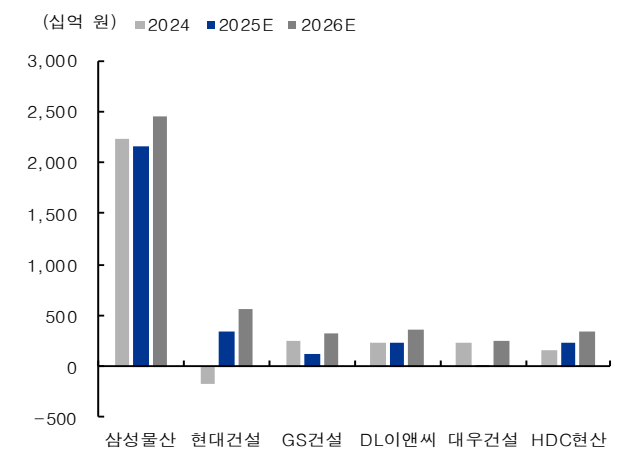
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 58. 국내 주요 5개사 영업이익 추이 및 예상



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 59. 국내 주요 5개사 지배주주순이익 추이 및 예상



자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 4. 커버리지 기업 컨센서스 전망

(단위: 십억 원)

		6개 기업 합산	삼성물산	현대건설	GS건설	DL이앤씨	대우건설	HDC현대
매출액	2024	110,715.6	42,103.2	32,670.3	12,863.8	8,318.4	10,503.6	4,256.2
	2025E	103,882.1	40,375.0	30,627.0	12,582.9	7,575.1	8,517.9	4,204.2
	2026E	107,342.9	43,857.7	30,100.9	12,508.8	7,346.3	9,032.5	4,496.8
매출총이익	2024	10,180.2	7,107.6	-216.9	1,114.2	845.8	927.6	402.0
	2025E	12,938.6	7,527.6	1,766.9	1,288.6	912.9	903.4	539.3
	2026E	14,118.3	8,160.4	1,953.0	1,329.6	959.1	1,015.1	701.1
영업이익	2024	2,864.6	2,983.4	-1,263.4	286.0	270.9	403.1	184.6
	2025E	5,504.8	3,282.1	628.6	493.6	402.0	392.6	306.0
	2026E	6,580.5	3,678.5	880.5	552.8	484.7	525.0	459.0
지배주주 순이익	2024	2,926.2	2,230.3	-168.7	245.6	229.2	234.1	155.7
	2025E	3,076.0	2,151.1	333.9	129.3	228.0	7.1	226.7
	2026E	4,310.9	2,460.9	565.8	322.1	366.0	252.2	344.0
GPM(%)	2024	9.2	16.9	-0.7	8.7	10.2	8.8	9.4
	2025E	12.5	18.6	5.8	10.2	12.1	10.6	12.8
	2026E	13.2	18.6	6.5	10.6	13.1	11.2	15.6
OPM(%)	2024	2.6	7.1	-3.9	2.2	3.3	3.8	4.3
	2025E	5.3	8.1	2.1	3.9	5.3	4.6	7.3
	2026E	6.1	8.4	2.9	4.4	6.6	5.8	10.2
NPM(%)	2024	2.6	5.3	-0.5	1.9	2.8	2.2	3.7
	2025E	3.0	5.3	1.1	1.0	3.0	0.1	5.4
	2026E	4.0	5.6	1.9	2.6	5.0	2.8	7.7

자료: Quantiwise, IBK투자증권

Appendix: 부동산 투자 방식

주요 투자 수단은 3가지
: PFV, 리츠, REF

국내 부동산 투자 시장에서는 그간 PFV(Project Financing Vehicle), 일반 리츠(REITs), 부동산펀드(REF)가 활용되어 왔다. 이들 구조는 모두 투자자 자금을 모아 개발이나 운영에 투입하고, 사업 종료 후 수익을 배분한다는 공통점을 지닌다. 그러나 실제 운영 방식과 제도는 각기 달라, 프로젝트 단계에서의 활용도나 투자자 친화성 측면에서는 뚜렷한 차이를 보여왔다

프로젝트 리츠
(Project REITs):
개발-임대-운영을 리츠에서
수행하는 하이브리드형 구조

이러한 기존 구조들의 한계를 보완하기 위해 등장한 것이 바로 프로젝트 리츠(Project REITs)다. 프로젝트 리츠는 PFV와 리츠의 장점을 결합한 하이브리드 구조로, 개발-임대-운영을 하나의 리츠 안에서 수행할 수 있다. PFV처럼 개발 초기 자금조달과 지분투자가 가능하면서도, 준공 후에는 리츠로서 임대 및 운영을 지속할 수 있어 청산이 필요 없는 순환형 구조를 갖춘다. 또한 토지 현물출자를 통해 초기 현금 유출을 줄이고, 자기자본비율을 높여 금융 리스크를 완화한다. 준공 후에는 리츠 담보대출을 통해 PFV보다 낮은 금리로 리파이낸싱이 가능하며, 공모, 상장, 구주매각 등 다양한 Exit 구조를 선택할 수 있다. 이로써 개발자는 회수의 유연성을, 투자자는 배당소득 분리과세(9.9%)를 포함한 세제 혜택을 동시에 확보할 수 있다.

PFV: 특정 사업을 위한
특수목적회사로 사업
완료 후 청산

PFV는 특정 개발사업만을 위해 만들어지는 특수목적회사다. 설립 절차가 간단하고 차입 비율에 제한이 없어 초기 사업자금 마련에는 용이하다는 장점이 있다. 그러나 사업이 완료되면 반드시 청산해야 하고, 준공 후 임대업을 영위할 수 없다는 한계가 뚜렷하다. 결국 투자자 회수 방식은 자산 매각과 청산에 국한되며, 세제 혜택은 배당가능이익의 90% 이상 배당시 소득공제 혜택이 부여된다. 다만, 국토부는 향후 PFV 보다 프로젝트 리츠로 전환을 도모하고 있어, 앞으로도 계속 연장이 될지는 미지수다.

리츠: 준공된 자산 매입 후
운영을 통해 장기 현금흐름
창출

일반 리츠는 금융당국 인가/등록을 거치는 대신, 준공된 자산을 매입 후 임대, 운영을 통해 장기 현금흐름을 창출한다. 공모 리츠는 배당 9.9% 분리과세와 일부 보유세 특례로 개인, 기관 자금을 흡수할 수 있고, 감가상각 초과배당으로 분배 유연성도 높다. 다만 본질이 운영형에 가깝기 때문에 개발 단계에서의 리스크 테이킹은 제한적이고, 프로젝트 착공 이전의 유연성은 PFV보다 약하다.

REF: 리츠와 유사하나
폐쇄형 비중이 높음

REF는 운용사 규약에 따라 공모, 사모로 설정 가능한 펀드 구조다. 임대, 운영 자산을 보유하며 분배금을 지급하는 점에서 리츠와 유사하나, 폐쇄형 비중이 높아 유동성이 낮고 상장 플랫폼이 아니어서 공모 유통의 폭이 좁다. 세제 특례가 순차적으로 축소되며 투자자 저변 확대에 제약이 생겼고, 회수 역시 자산 매각 의존도가 높다. 결과적으로 프로젝트의 자본순환 속도는 시장 상황에 민감하다.

표 5. 부동산 개발 및 투자 경로 차이

분류	프로젝트 리츠	PFV	리츠	REF
설립방식	개발단계 설립신고 → 운영단계 영업인가/등록 (이원 규율)	상법상 주식회사 + PFV 요건 충족(조특법)	1. 영업인가(회사형) .2 등록(신탁형)	사모: 설정 후 보고 공모: 사전 등록
최소 자본금	자기관리 5억 / 위탁, CR 3억 → 인가 후 자본 확충 (통상 50억+)	50억 원	자기관리 5억 / 위탁, CR 3억 → 인가 후 자본 확충 (통상 50억+)	-
주식 분산 의무	개발단계 면제 → 운영/공모 단계부터 1인 50% 한도 등 적용	해당 없음	1인 50% 한도 + 공모의무(통상 30% 이상)	사모 100인 이하 등 공모는 공모규율
보고/공시	사업투자보고서(간소 공시) + 수시공시	일반 법인 공시(전자공시 등) / 리츠 전용 보고 없음	투자보고서(분기, 결산기) + 수시공시(리츠정보시스템)	운용보고, 금융위/금감원 공시
세제(핵심)	1. 토지 현물 출자시 지분 처분 시점까지 과세 이연 2. 상장 시 공모리츠 세제 혜택 (개인 9.9% 분리과세) 적용 가능	지급배당 소득공제(배당≥90%) 일몰 2028.12.31(연장 추진) 보유세, 분리과세 특례 없음	공모리츠: 개인 배당 9.9% 분리과세	공모/사모, 투자자 유형별 과세; 사모 보유세 분리과세 특례 축소
차입비율	자기자본 2배 (특별결의 10배까지)	법정 한도 없음(약정/정관 제한)	자기자본 2배 (특별결의 10배까지)	순자산의 200% 이내 차입
준공 후	영업인가/등록 후 임대, 운영 가능	특정사업 종료 전 일시 임대 가능; 최종 청산, 매각 전제	임대, 운영 가능	임대, 운영 가능 (펀드 구조에 따름)
투자자 회수 방식	지분 매각(세어딜), 공모/상장(구주, 신주), 자산 매각	자산 매각, 청산 배당	지분 매각, 증자, 자산 매각, 흡수 합병	자산 매각 수익 분배(폐쇄형) 환매형도 존재
배당	감가상각 초과배당 가능 요건 충족 시 세제 혜택	배당가능이익 범위 내 (지급배당 공제 요건 충족 시 법인세 효과 경감)	감가상각 초과배당 가능	분배금(이익, 환원금)

자료: IBK투자증권



“편집상 공백입니다”



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
HDC현대산업개발 (294870)	매수(유지)	31,000원
GS건설 (006360)	매수(유지)	26,000원
DL이앤씨 (375500)	매수(유지)	58,000원
삼성물산 (028260)	매수(유지)	300,000원
HDC (012630)	Not Rated	—

매수 (유지)

목표주가 (하향) 31,000원
현재가 (11/12) 19,040원

KOSPI (11/12) 4,150.39pt
시가총액 1,255십억원
발행주식수 65,907천주
액면가 5,000원
52주 최고가 27,100원
최저가 16,100원
60일 일평균거래대금 5십억원
외국인 지분율 18.2%
배당수익률 (2025F) 4.7%

주주구성
HDC 외 6 인 43.01%
국민연금공단 9.95%

	1M	6M	12M
주가상승률			
상대기준	-19%	-52%	-41%
절대기준	-6%	-24%	-1%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	31,000	34,000	▼
EPS(25)	3,223	3,711	▼
EPS(26)	5,547	5,302	▲

HDC현대산업개발 상대주가 (%)



HDC현대산업개발 (294870)

바닥을 통과 중인 주가, 이제는 사야 할 때

기대치 하회했으나 이익 개선세는 지속

HDC현대산업개발의 2025년 3분기 실적은 매출액 1.1조 원(YoY -3.3%), 영업이익 730억 원(YoY +53.8%)을 기록했다. 영업이익은 컨센서스(864억 원)를 15.5% 하회했다.

주요 자체사업 현장의 기성률이 예상보다 느리게 진행되면서 수익성이 기대에 미치지 못했다. 다만, 4분기에는 고수익 현장의 매출 비중이 확대되며, 자체부문 GPM이 다시 30%대 수준으로 회복될 것으로 기대한다. 외주부문은 지난해 둔촌주공 준공으로 인한 높은 기저효과와 준공 정산 지연 영향으로 이익률이 일시적으로 낮아졌으나, 4분기 중 도급증액이 확정될 경우 일부 환입 효과가 발생할 가능성도 있다.

분양, 입주, 유동성 안정적

연간 분양계획 1.2만 세대 중 남은 핵심 사업은 파주 메디컬 클러스터 (3,250세대, 11월 분양 예정)와 시티오씨엘 8단지(530세대)다. 천안 IPC 2단지는 9월 기준 계약률이 55%를 상회해 향후 진행 매출로 대부분 반영될 전망이다, 3~6단지는 2026년 상반기 착공 예정이다.

입주는 연간 1.3만 세대 계획 중 3분기까지 6,092세대를 완료했으며, 평균 분양률 99%로 안정적으로 진행되고 있다. 11월에 입주가 집중되면서 일시적으로 공사미수금이 늘었으나, 이후 수금이 본격화되면 유동성은 빠르게 개선될 것으로 예상한다. 동사는 연말까지 예금 1조 원 확보 및 차입금 6천억 원 상환을 목표로 하고 있어, 순차입금 규모는 전년과 유사한 수준을 유지할 것으로 보인다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 31,000원으로 하향

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,191	4,256	4,190	4,498	5,034
영업이익	195	185	290	466	509
세전이익	237	200	281	504	539
지배주주순이익	173	156	212	366	391
EPS(원)	2,626	2,363	3,223	5,547	5,926
증가율(%)	243.6	-10.0	36.4	72.1	6.8
영업이익률(%)	4.7	4.3	6.9	10.4	10.1
순이익률(%)	4.1	3.7	5.1	8.1	7.8
ROE(%)	5.9	5.1	6.7	10.7	10.5
PER	5.6	7.6	5.9	3.4	3.2
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	9.5	10.4	5.9	3.8	3.6

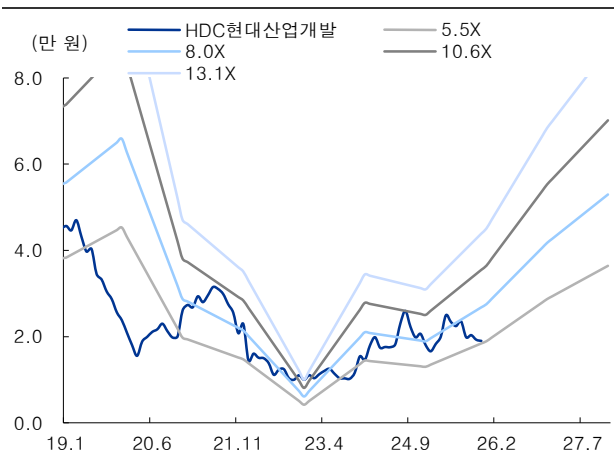
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 6. HDC현대산업개발 목표주가 산출

항목	내용	비고
Target EPS (원)	5,160	12Fwd, EPS
Target PER (배)	6.0	2017~2019 수익성 증가 국면 PER 할인
적정주가 (원)	30,959	
목표주가 (원)	31,000	
전일종가 (원)	19,040	
상승여력 (%)	62.8	
투자의견	매수	

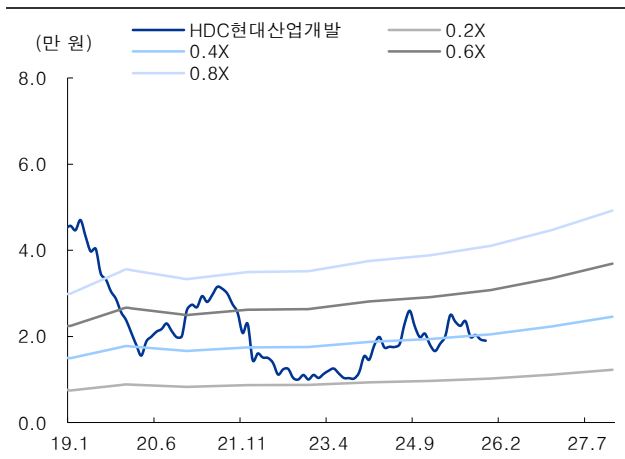
자료: IBK투자증권

그림 60. HDC현대산업개발 PER 밴드 차트



자료: Fnguide, IBK투자증권

그림 61. HDC현대산업개발 PBR 밴드 차트



자료: Fnguide, IBK투자증권

표 7. HDC현대산업개발 컨센서스 비교(연결)

(단위: 십억 원, %, %p)

	3Q25P	2Q25	3Q24	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	1,053	1,163	1,089	-9.5	-3.3	1,069	-1.5
영업이익	73	80	47	-9.1	53.8	86	-15.5
지배주주순이익	40	53	33	-24.4	21.9	72	-44.3
OPM	6.9	6.9	4.4	-1.4	0.5	8.1	-1.2

자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 8. HDC현대산업개발 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

(십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	955	1,087	1,089	1,125	906	1,163	1,053	1,068	4,256	4,190	4,498
YoY (%)	-11.1	16.4	5.4	-2.1	-5.2	7.0	-3.3	-5.1	1.6	-1.6	7.3
자재공사	109	53	88	186	227	212	315	256	401	1,011	1,233
외주주택	475	670	610	667	504	722	611	640	2,456	2,478	2,477
토목	76	83	73	76	62	77	65	68	308	272	271
건축	223	216	252	145	51	84	10	48	836	194	269
해외	44	25	66	51	62	68	52	55	256	236	247
매출원가율 (%)	91.4	89.6	91.0	90.3	88.2	87.3	87.7	86.6	90.6	87.4	84.9
자재공사	78.1	83.0	85.3	71.0	67.9	61.6	71.5	69.4	75.7	68.1	65.8
외주주택	90.9	88.0	88.9	93.4	93.3	91.3	95.1	92.0	90.3	92.8	90.9
토목	82.7	78.4	83.6	90.7	86.1	89.7	104.1	91.0	83.7	92.7	90.8
건축	101.9	98.4	101.0	98.8	134.1	107.4	89.3	95.0	100.2	110.4	95.0
해외	86.7	92.1	88.3	389.2	168.6	95.5	100.0	96.9	96.7	126.3	98.3
영업이익	42	54	47	42	54	80	73	83	185	290	466
YoY (%)	-17.0	838.4	-23.4	-46.1	29.8	49.1	53.8	98.8	-5.5	57.2	60.5
영업이익률 (%)	4.4	4.9	4.4	3.7	6.0	6.9	6.9	7.8	4.3	6.9	10.4
지배주주 순이익	30	47	41	45	54	53	40	66	156	212	366

자료: HDC현대산업개발, IBK투자증권

HDC현대산업개발 (294870)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,191	4,256	4,190	4,498	5,034
증가율(%)	27.1	1.6	-1.6	7.3	11.9
매출원가	3,810	3,854	3,663	3,818	4,289
매출총이익	381	402	527	679	745
매출총이익률 (%)	9.1	9.4	12.6	15.1	14.8
판매비	185	217	237	214	236
판매비율(%)	4.4	5.1	5.7	4.8	4.7
영업이익	195	185	290	466	509
증가율(%)	67.8	-5.5	57.2	60.5	9.3
영업이익률(%)	4.7	4.3	6.9	10.4	10.1
순금융손익	50	21	20	50	43
이자손익	49	26	21	44	48
기타	1	-5	-1	6	-5
기타영업외손익	-9	-6	-26	-14	-15
중속/관계기업손익	0	0	-3	2	2
세전이익	237	200	281	504	539
법인세	64	45	69	139	148
법인세율	27.0	22.5	24.6	27.6	27.5
계속사업이익	173	156	212	366	391
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	173	156	212	366	391
증가율(%)	244.3	-9.9	36.4	72.1	6.8
당기순이익률 (%)	4.1	3.7	5.1	8.1	7.8
지배주주당기순이익	173	156	212	366	391
기타포괄이익	-6	-7	-1	0	0
총포괄이익	167	149	212	366	391
EBITDA	255	243	335	502	540
증가율(%)	57.0	-4.8	38.2	49.7	7.5
EBITDA마진율(%)	6.1	5.7	8.0	11.2	10.7

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,626	2,363	3,223	5,547	5,926
BPS	45,640	47,257	49,637	54,313	59,079
DPS	700	700	900	1,200	1,300
밸류에이션(배)					
PER	5.6	7.6	5.9	3.4	3.2
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	9.5	10.4	5.9	3.8	3.6
성장성지표(%)					
매출증가율	27.1	1.6	-1.6	7.3	11.9
EPS증가율	243.6	-10.0	36.4	72.1	6.8
수익성지표(%)					
배당수익률	4.8	3.9	4.7	6.3	6.8
ROE	5.9	5.1	6.7	10.7	10.5
ROA	2.4	2.2	2.8	4.6	4.5
ROIC	6.7	5.4	7.5	12.5	12.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	133.3	139.6	135.6	133.2	133.4
순차입금 비율(%)	48.3	43.1	21.8	18.7	18.4
이자보상배율(배)	4.3	3.3	4.2	6.3	6.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	741.8	455.9	411.6	362.3	365.1
재고자산회전율	2.7	2.5	2.6	3.2	3.2
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	5,923	6,520	7,191
현금및현금성자산	558	825	1,811	1,992	2,124
유가증권	150	190	83	91	102
매출채권	10	9	12	13	15
재고자산	1,507	1,854	1,329	1,463	1,637
비유동자산	2,029	2,081	1,785	1,827	1,898
유형자산	484	485	765	731	702
무형자산	11	12	10	9	7
투자자산	595	816	673	717	774
자산총계	7,016	7,462	7,709	8,347	9,089
유동부채	3,148	3,510	3,449	3,757	4,155
매입채무및기타채무	236	220	236	259	290
단기차입금	1,137	1,340	1,431	1,575	1,763
유동성장기부채	462	429	415	415	415
비유동부채	861	837	988	1,011	1,040
사채	249	200	320	320	320
장기차입금	246	332	386	386	386
부채총계	4,008	4,347	4,437	4,767	5,195
지배주주지분	3,008	3,115	3,271	3,580	3,894
자본금	330	330	330	330	330
자본잉여금	1,603	1,606	1,606	1,606	1,606
자본조정등	-21	-21	-31	-31	-31
기타포괄이익누계액	-1	1	-1	-1	-1
이익잉여금	1,097	1,199	1,368	1,676	1,990
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,008	3,115	3,271	3,580	3,894
비이자부채	1847	1991	1829	2014	2255
총차입금	2,161	2,356	2,608	2,753	2,940
순차입금	1,453	1,342	714	670	715

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	640	314	-20	317	322
당기순이익	173	156	212	366	391
비현금성 비용 및 수익	253	215	139	-2	1
유형자산감가상각비	57	55	43	34	29
무형자산상각비	3	3	2	2	1
운전자본변동	222	13	-326	-90	-117
매출채권등의 감소	-290	-139	-269	-1	-2
재고자산의 감소	78	-211	181	-134	-174
매입채무등의 증가	45	-18	14	24	31
기타 영업현금흐름	-8	-70	-45	43	47
투자활동 현금흐름	-143	-98	897	-321	-416
유형자산의 증가(CAPEX)	-65	-34	-31	0	0
유형자산의 감소	0	0	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-3	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	-16	-49	581	-44	-57
기타	-61	-12	347	-277	-359
재무활동 현금흐름	-504	47	82	184	226
차입금의 증가(감소)	468	465	200	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-972	-418	-118	184	226
기타 및 조정	1	3	28	0	0
현금의 증가	-6	266	987	180	132
기초현금	564	558	825	1,811	1,992
기말현금	558	825	1,811	1,992	2,124

매수 (유지)

목표주가 (유지) 26,000원
현재가 (11/12) 18,900원

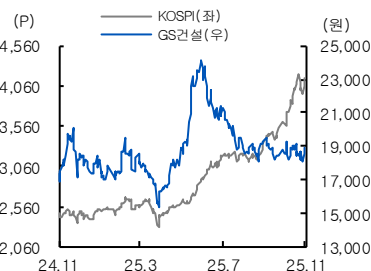
KOSPI (11/12)	4,150.39pt
시가총액	1,617십억원
발행주식수	85,581천주
액면가	5,000원
52주 최고가	24,150원
최저가	15,340원
60일 일평균거래대금	8십억원
외국인 지분율	24.7%
배당수익률 (2025F)	1.3%

주주구성	
허창수 외 16 인	23.64%
국민연금공단	7.55%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-13%	-37%	-35%
절대기준	1%	0%	9%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	26,000	26,000	-
EPS(25)	1,439	1,476	▼
EPS(26)	3,988	4,799	▼

GS건설 상대주가 (%)



GS건설 (006360)

계약관리 안정화

건축주택, 신사업이 이끈 깜짝 실적

GS건설의 3Q25 영업실적은 매출 3.2조 원(YoY +3.2%), 영업이익 1,485억 원 (YoY +81.5%)으로, 시장 기대치 1,040억 원을 42.8% 상회했다. 실적 호조의 중심에는 건축주택과 신사업 부문이 있었다. 건축주택은 일부 현장에서 준공 정산 이익이 반영되었고, 신사업은 자회사 단우드(목조 모듈러)와 GPC(PC)의 안정적인 실적, 그리고 베트남 뚜띠엠 개발의 잔금 납입 가속 효과가 겹치며 매출과 수익성이 동반 개선됐다.

플랜트 부문은 2분기에 사우디 안부 소규모 프로젝트의 원가 악화로 일시적 부진을 겪었으나, 3분기에는 해당 요인 소멸로 정상화됐다. 향후에는 파드힐리 프로젝트의 매출 인식이 본격화되면서 안정적인 실적 흐름이 예상된다. 다만, 신규 수주는 4분기 대기 물량이 일부 존재하나 내년으로 이연될 가능성도 있다.

판관비 구조적 상향 가능성에 대한 우려

한편 매출과 비용 측면에서는 아쉬움이 남는다. 주택 부문은 상반기 대형 프로젝트 준공으로 착공 현장이 감소한 상태라 4분기와 내년 매출의 큰 폭 성장은 어려워 보인다. 신사업의 개발 매출 또한 인도 기준으로 인식되기 때문에 4분기에는 역기저로 인한 매출 감소가 불가피하다.

또한 판관비 절대금액의 구조적 상승 가능성도 주목된다. 3분기 판관비율은 7.5%로 상승했는데, 이는 분양 촉진 광고비와 수주 활동 강화에 따른 요인으로 볼 수 있다. 다만 도시정비사업 입찰이 지속되는 상황을 고려하면 향후 경장비용 수준이 높게 유지될 가능성도 존재한다.

투자의견 매수 및 목표주가 26,000원 유지

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	13,437	12,864	12,683	12,288	14,143
영업이익	-388	286	493	455	738
세전이익	-517	442	200	551	657
지배주주순이익	-482	246	123	341	407
EPS(원)	-5,631	2,869	1,439	3,988	4,754
증가율(%)	-242.1	-151.0	-49.9	177.2	19.2
영업이익률(%)	-2.9	2.2	3.9	3.7	5.2
순이익률(%)	-3.1	2.1	1.0	3.2	3.3
ROE(%)	-10.5	5.6	2.7	7.2	8.0
PER	-2.7	6.0	13.1	4.7	4.0
PBR	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	-23.9	11.3	7.2	7.9	5.7

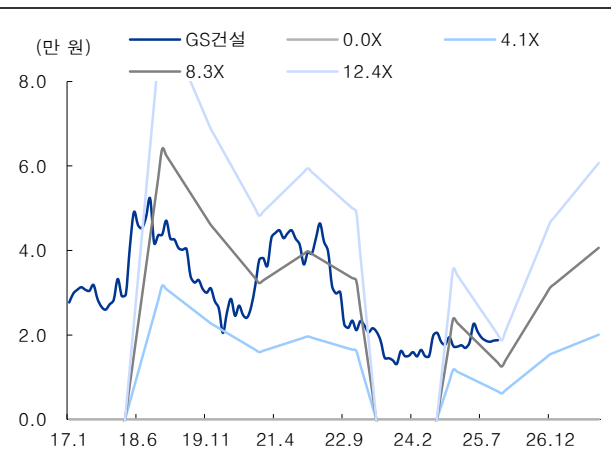
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 9. GS건설 목표주가 산출

항목	내용	비고
Target EPS (원)	4,405	12M Fwd. EPS
Target PER (배)	6.0	17~19년 수익성 회복 시기 PER 할인
적정주가 (원)	26,427	
목표주가 (원)	26,000	
전일종가 (원)	18,900	
상승여력 (%)	37.6	
투자의견	매수	

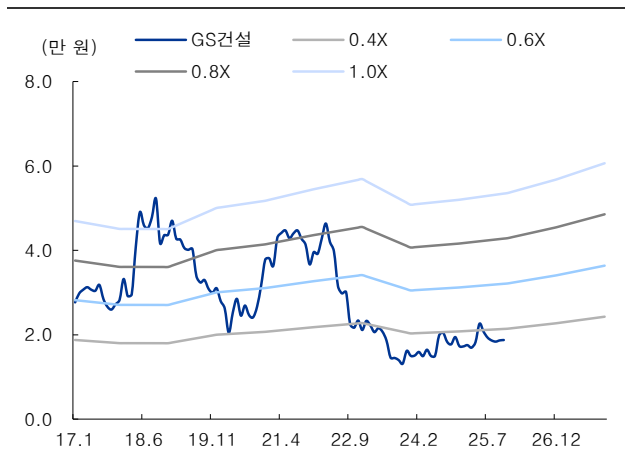
자료: IBK투자증권

그림 62. GS건설 PER 밴드 차트



자료: GS건설, IBK투자증권

그림 63. GS건설 PBR 밴드 차트



자료: GS건설, IBK투자증권

표 10. GS건설 컨센서스 비교(연결)

(단위: 십억 원, %, %p)

	3Q25P	2Q25	3Q24	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	3,208	3,196	3,109	0.4	3.2	2,963	8.3
영업이익	148	162	82	-8.4	81.5	104	42.8
지배주주순이익	90	-63	119	-243.4	-24.2	85	6.2
OPM	4.6	5.1	2.6	-1.4	0.5	3.5	1.1

자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 11. GS건설 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	3,071	3,297	3,109	3,386	3,063	3,196	3,208	3,216	12,864	12,683	12,288
YoY (%)	-12.6	-5.7	0.1	2.0	-0.3	-3.1	3.2	-5.0	-4.3	-1.4	-3.1
건축/주택	2,387	2,533	2,237	2,355	2,010	2,148	1,845	1,917	9,511	7,921	7,909
신사업	287	350	361	393	395	371	619	500	1,392	1,884	1,506
플랜트	100	130	175	310	284	341	340	398	702	1,362	1,379
인프라	263	259	313	319	346	311	381	378	1,154	1,416	1,354
매출원가	2,795	3,023	2,853	3,079	2,772	2,897	2,820	2,877	11,750	11,366	11,022
YoY (%)	-11.7	-19.3	1.0	-10.5	-0.8	-4.2	-1.2	-6.5	-10.8	-3.3	-3.0
매출원가율 (%)	91.0	91.7	91.7	90.9	90.5	90.7	87.9	89.5	91.3	89.6	89.7
건축/주택	91.2	89.0	92.7	90.3	90.5	83.1	88.2	89.5	90.7	87.7	89.0
신사업	83.4	83.4	89.5	81.4	90.6	111.4	81.0	86.0	84.4	90.3	87.0
플랜트	138.5	200.2	125.3	117.9	97.6	98.9	90.8	90.0	97.8	94.0	93.7
인프라	97.6	112.6	89.5	104.4	85.2	107.2	93.8	93.3	100.7	94.5	92.2
판관비	205	181	175	268	221	137	240	227	828	824	811
판관비율(%)	6.7	5.5	5.6	7.9	7.2	4.3	7.5	7.1	6.4	6.5	6.6
영업이익	71	93	82	40	70	162	148	112	286	493	455
YoY (%)	-55.6	흑전	36.0	흑전	-0.2	73.5	81.5	179.3	흑전	72.3	-7.7
영업이익률(%)	2.3	2.8	2.6	1.2	2.3	5.1	4.6	3.5	2.2	3.9	3.7
순이익	139	35	121	-31	14	-87	122	78	264	127	397
YoY (%)	-14.7	흑전	939.8	적지	-90.1	적전	1.1	흑전	흑전	-51.8	211.9
순이익률(%)	4.5	1.1	3.9	-0.9	0.4	-2.7	3.8	2.4	2.1	1.0	3.2
지배주주 순이익	135	27	119	-35	28	-63	90	67	246	123	341

자료: GS건설, IBK투자증권

GS건설 (006360)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	13,437	12,864	12,683	12,288	14,143
증가율(%)	9.2	-4.3	-1.4	-3.1	15.1
매출원가	13,174	11,750	11,366	11,022	12,528
매출총이익	262	1,114	1,318	1,266	1,615
매출총이익률 (%)	1.9	8.7	10.4	10.3	11.4
판매비	650	828	824	811	877
판매비율(%)	4.8	6.4	6.5	6.6	6.2
영업이익	-388	286	493	455	738
증가율(%)	-169.9	-173.7	72.5	-7.7	62.2
영업이익률(%)	-2.9	2.2	3.9	3.7	5.2
순금융손익	-207	-221	-237	-115	-81
이자손익	-108	-142	-114	-84	-81
기타	-99	-79	-123	-31	0
기타영업외손익	37	384	-65	211	0
중속/관계기업손익	40	-7	9	0	0
세전이익	-517	442	200	551	657
법인세	-98	178	73	154	184
법인세율	19.0	40.3	36.5	27.9	28.0
계속사업이익	-420	264	127	397	473
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-420	264	127	397	473
증가율(%)	-195.1	-162.9	-51.8	211.9	19.2
당기순이익률 (%)	-3.1	2.1	1.0	3.2	3.3
지배주주당기순이익	-482	246	123	341	407
기타포괄이익	83	-64	81	0	0
총포괄이익	-336	200	209	397	473
EBITDA	-195	495	695	619	881
증가율(%)	-125.3	-354.3	40.6	-10.9	42.3
EBITDA마진율(%)	-1.5	3.8	5.5	5.0	6.2

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-5,631	2,869	1,439	3,988	4,754
BPS	50,413	51,578	53,749	57,489	61,747
DPS	0	300	250	500	650
밸류에이션(배)					
PER	-2.7	6.0	13.1	4.7	4.0
PBR	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	-23.9	11.3	7.2	7.9	5.7
성장성지표(%)					
매출증가율	9.2	-4.3	-1.4	-3.1	15.1
EPS증가율	-242.1	-151.0	-49.9	177.2	19.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	1.7	1.3	2.6	3.4
ROE	-10.5	5.6	2.7	7.2	8.0
ROA	-2.4	1.5	0.7	2.1	2.3
ROIC	-13.6	7.9	3.5	11.4	14.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	262.5	250.0	244.5	239.5	243.0
순차입금 비율(%)	57.4	67.0	50.8	43.7	41.7
이자보상배율(배)	-1.3	0.9	1.6	1.8	2.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	173.3	318.2	513.3	280.9	289.1
재고자산회전율	9.5	9.8	10.6	10.6	10.9
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	10,018	10,842	11,973
현금및현금성자산	2,245	2,083	3,368	3,637	3,680
유가증권	554	477	0	0	0
매출채권	73	7	42	45	52
재고자산	1,339	1,280	1,114	1,208	1,390
비유동자산	8,225	9,137	8,302	8,488	9,030
유형자산	2,256	2,639	2,460	2,323	2,206
무형자산	961	1,064	1,107	1,080	1,054
투자자산	2,503	3,032	3,082	3,293	3,707
자산총계	17,707	17,803	18,320	19,330	21,002
유동부채	8,796	9,032	7,566	8,121	9,206
매입채무및기타채무	1,606	1,638	1,479	1,603	1,845
단기차입금	1,286	1,131	657	712	820
유동성장기부채	1,051	1,997	933	933	933
비유동부채	4,026	3,684	5,436	5,516	5,672
사채	443	352	464	464	464
장기차입금	2,467	2,152	3,687	3,687	3,687
부채총계	12,822	12,716	13,002	13,637	14,878
지배주주지분	4,314	4,414	4,600	4,920	5,284
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	942	924	924	924	924
자본조정등	-37	-98	-98	-98	-98
기타포괄이익누계액	-65	-106	-18	-18	-18
이익잉여금	3,046	3,266	3,364	3,684	4,049
비지배주주지분	571	673	718	773	840
자본총계	4,885	5,087	5,318	5,693	6,124
비이자부채	7220	6745	6930	7510	8644
총차입금	5,602	5,971	6,072	6,127	6,234
순차입금	2,803	3,410	2,703	2,490	2,555

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	470	268	433	447	744
당기순이익	-420	264	127	397	473
비현금성 비용 및 수익	1,103	608	559	68	224
유형자산감가상각비	167	181	173	137	117
무형자산상각비	26	28	29	27	26
운전자본변동	27	-367	-101	65	128
매출채권등의 감소	-288	303	-388	-4	-7
재고자산의 감소	314	189	99	-93	-182
매입채무등의 증가	-96	-93	-30	124	242
기타 영업현금흐름	-240	-237	-152	-83	-81
투자활동 현금흐름	-763	-549	513	-791	-1,549
유형자산의 증가(CAPEX)	-476	-416	-114	0	0
유형자산의 감소	1	48	17	0	0
무형자산의 감소(증가)	-28	-109	-32	0	0
투자자산의 감소(증가)	-63	90	628	-212	-414
기타	-197	-162	14	-579	-1135
재무활동 현금흐름	496	77	360	613	848
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	496	77	360	613	848
기타 및 조정	18	42	-21	0	0
현금의 증가	221	-162	1,285	269	43
기초현금	2,024	2,245	2,083	3,368	3,637
기말현금	2,245	2,083	3,368	3,637	3,680

매수 (유지)

목표주가 (유지) 58,000원
현재가 (11/12) 41,500원

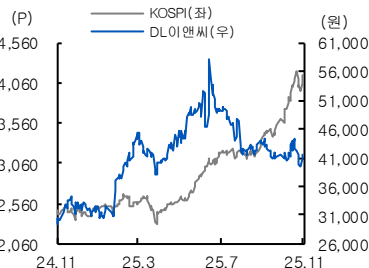
KOSPI (11/12) 4,150.39pt
시가총액 1,718십억원
발행주식수 42,919천주
액면가 5,000원
52주 최고가 58,200원
최저가 29,350원
60일 일평균거래대금 10십억원
외국인 지분율 31.3%
배당수익률 (2025F) 1.5%

주주구성
DL 외 7 인 24.82%
국민연금공단 9.13%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-13%	-43%	-18%
절대기준	0%	-9%	37%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	58,000	58,000	-
EPS(25)	6,716	6,216	▲
EPS(26)	9,628	9,298	▲

DL이앤씨 상대주가 (%)



DL이앤씨 (375500)

플랜트 부담에 가려진 수익성 개선

수익성은 회복됐지만, 외형 성장 모멘텀은 둔화

DL이앤씨의 3분기 실적은 매출 1.9조 원(YoY -0.6%), 영업이익 1,168억 원(YoY +40.1%)으로, 시장 기대치(1,106억 원)에 부합했다. 수익성 개선이 확인됐다는 점은 긍정적이지만, 연말 가이드نس 하향 조정과 플랜트, 토목 부문의 원가 상승이 주요 부담 요인으로 지적됐다.

3Q25 연결 기준 원가율은 86.5%로 전년 동기 대비 2.6%p 개선됐다. 주택 부문은 양질의 현장 비중 확대로 82.6%까지 하락했으나, 토목 부문은 공기 연장 및 물가 상승 영향으로 109.5%까지 악화됐다. 다만, 발주처와의 정산이 완료되면 약 92% 수준으로 회복될 것이라는 가이드نس를 제시했다.

플랜트 부문 원가율은 85.9%로 유지되고 있으나, 4분기부터는 국내 샤힌 프로젝트의 원가 상승이 반영되며 내년 2분기 준공 시점까지 수익성을 제약할 가능성이 있다. 동사는 플랜트 원가율이 2%p 상승할 수 있다고 언급했으며, 해당 리스크는 국내 현장에 국한된 것으로 파악된다.

가이드نس는 기존 수주 13.2조 원, 매출 7.8조 원, 영업이익 5,200억 원에서 각각 9.7조 원, 7.5조 원, 3,800억 원으로 하향 조정됐다. 주요 사유로는 ▶ 수주 부진으로 인한 약 4천억 원의 매출 결손, ▶ DL건설 대손비용 반영, ▶ 플랜트, 토목 원가 리스크의 보수적 반영이 꼽힌다.

결국 문제의 본질은 단순한 수주 이연이 아니라 플랜트 매출 감소로 인해 외형 성장의 모멘텀이 약화된 데 있다. 주택 부문은 안정적 성장세를 이어가겠지만, 플랜트 부문 매출 축소로 인해 밸류에이션 개선폭이 제한적인 점이 아쉬운 부분이다.

투자의견 매수 및 목표주가 58,000원 유지

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,991	8,318	7,566	6,959	7,502
영업이익	331	271	419	516	600
세전이익	280	354	402	607	633
지배주주순이익	188	229	288	413	431
EPS(원)	4,377	5,348	6,716	9,628	10,032
증가율(%)	-54.5	22.2	25.6	43.3	4.2
영업이익률(%)	4.1	3.3	5.5	7.4	8.0
순이익률(%)	2.5	2.8	4.0	6.5	6.2
ROE(%)	4.1	4.8	5.7	7.6	7.4
PER	8.2	6.0	6.2	4.3	4.1
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	1.2	1.0	-0.5	1.3	0.9

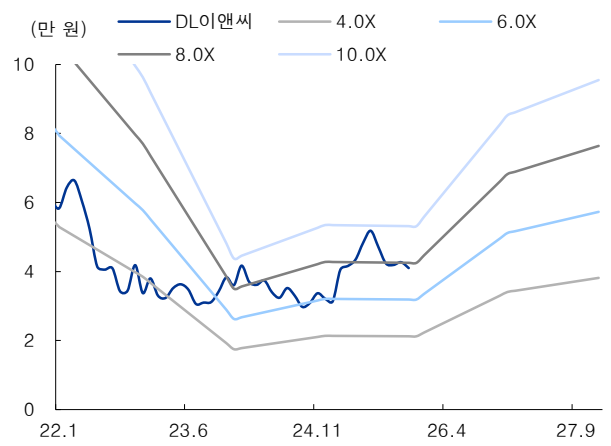
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 12. DL이앤씨 목표주가 산출

항목	내용	비고
Target EPS (원)	8,249	12Fwd, EPS
Target PER (배)	7.0	2017~2019 수익성 증가 국면 PER 할인
적정주가 (원)	57,742	
목표주가 (원)	58,000	
전일종가 (원)	41,500	
상승여력 (%)	39.8	
투자의견	매수	

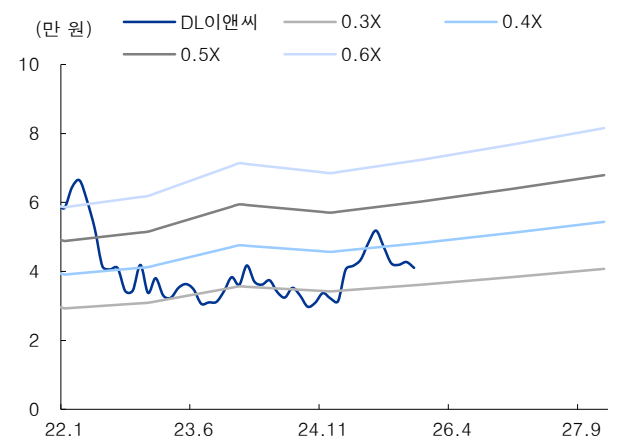
자료: IBK투자증권

그림 64. DL이앤씨 PER 밴드 차트



자료: Fnguide, IBK투자증권

그림 65. DL이앤씨 PBR 밴드 차트



자료: Fnguide, IBK투자증권

표 13. DL이앤씨 컨센서스 비교(연결)

(단위: 십억 원, %, %p)

	3Q25P	2Q25	3Q24	QoQ	YoY	컨센서스	차이
매출액	1,907	1,991	1,919	-4.2	-0.6	1,830	4.2
영업이익	117	126	83	-7.5	40.1	111	5.6
지배주주순이익	126	8	45	1423.8	179.0	98	29.4
OPM	6.1	6.3	4.3	-1.4	0.5	6.0	0.1

자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 14. DL이앤씨 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	1,891	2,070	1,919	2,439	1,808	1,991	1,907	1,859	8,318	7,566	6,959
YoY (%)	2.2	5.1	4.4	4.5	-4.4	-3.8	-0.6	-23.8	4.1	-9.0	-8.0
E&C(별도+해외)	1,292	1,400	1,351	1,820	1,347	1,557	1,536	1,552	5,862	5,991	5,310
주택	673	715	638	905	574	659	686	670	2,932	2,589	2,705
토목	199	223	227	270	193	190	152	167	918	701	899
플랜트	418	461	485	646	578	707	699	709	2,010	2,693	1,698
DL건설	597	672	570	630	467	438	369	322	2,469	1,594	1,649
매출원가	1,710	1,903	1,709	2,151	1,615	1,738	1,650	1,628	7,473	6,632	5,978
YoY (%)	3.2	6.9	2.9	1.9	-5.5	-8.7	-3.4	-24.3	3.7	-11.3	-9.9
매출원가율 (%)	90.4	91.9	89.1	88.2	89.3	87.3	86.5	87.6	89.8	87.7	85.9
E&C(별도+해외)	89.6	90.1	87.8	87.1	89.5	86.6	86.9	86.3	88.2	87.3	85.8
주택	93.0	93.0	92.3	85.9	90.7	87.2	82.6	83.8	90.7	85.9	83.7
토목	89.9	91.2	89.6	96.6	89.8	91.2	109.5	86.6	92.1	93.7	92.1
플랜트	84.0	85.4	81.2	84.7	88.4	84.8	85.9	89.1	83.7	87.0	86.0
DL건설	93.1	95.6	92.2	91.8	89.0	89.8	86.1	86.1	93.3	88.0	86.2
판관비	121	135	127	193	112	128	140	135	575	515	465
YoY (%)	17.4	13.0	31.5	45.4	-6.6	-5.5	10.4	-29.9	27.3	-10.4	-9.6
판관비율(%)	6.4	6.5	6.6	7.9	6.2	6.4	7.3	7.3	6.9	6.8	6.7
영업이익	61	33	83	94	81	126	117	95	271	419	516
YoY (%)	-32.5	-54.7	3.7	6.7	33.0	287.5	40.1	1.4	-18.1	54.8	23.0
영업이익률(%)	3.2	1.6	4.3	3.9	4.5	6.3	6.1	5.1	3.3	5.5	7.4
순이익	26	41	45	117	30	8	126	76	229	301	449
YoY (%)	-72.3	14.5	-32.5	1,915.6	16.0	-79.6	178.5	-34.9	13.4	31.3	49.3
순이익률(%)	1.4	2.0	2.4	4.8	1.7	0.4	6.6	4.1	2.8	4.0	6.5
지배주주 순이익	26	41	45	117	30	8	126	69	229	288	413

자료: DL이앤씨, IBK투자증권

DL이앤씨 (375500)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,991	8,318	7,566	6,959	7,502
증가율(%)	6.6	4.1	-9.0	-8.0	7.8
매출원가	7,209	7,473	6,632	5,978	6,442
매출총이익	782	846	934	981	1,059
매출총이익률 (%)	9.8	10.2	12.3	14.1	14.1
판매비	451	575	515	465	459
판매비율(%)	5.6	6.9	6.8	6.7	6.1
영업이익	331	271	419	516	600
증가율(%)	-33.5	-18.1	54.8	23.0	16.4
영업이익률(%)	4.1	3.3	5.5	7.4	8.0
순금융손익	82	136	28	128	85
이자손익	67	52	76	128	85
기타	15	84	-48	0	0
기타영업외손익	-157	-45	-64	-43	-53
중속/관계기업손익	24	-8	18	6	0
세전이익	280	354	402	607	633
법인세	78	125	101	158	165
법인세율	27.9	35.3	25.1	26.0	26.1
계속사업이익	202	229	301	449	468
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	202	229	301	449	468
증가율(%)	-53.2	13.4	31.3	49.3	4.2
당기순이익률 (%)	2.5	2.8	4.0	6.5	6.2
지배주주당기순이익	188	229	288	413	431
기타포괄이익	-9	-111	117	0	0
총포괄이익	194	118	418	449	468
EBITDA	418	356	467	529	608
증가율(%)	-28.3	-15.0	31.2	13.5	14.8
EBITDA마진율(%)	5.2	4.3	6.2	7.6	8.1

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	4,377	5,348	6,716	9,628	10,032
BPS	111,110	112,902	121,811	130,906	140,315
DPS	500	540	600	700	800
밸류에이션(배)					
PER	8.2	6.0	6.2	4.3	4.1
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	1.2	1.0	-0.5	1.3	0.9
성장성지표(%)					
매출증가율	6.6	4.1	-9.0	-8.0	7.8
EPS증가율	-54.5	22.2	25.6	43.3	4.2
수익성지표(%)					
배당수익률	1.4	1.7	1.5	1.7	2.0
ROE	4.1	4.8	5.7	7.6	7.4
ROA	2.2	2.4	3.1	4.1	3.7
ROIC	64.4	70.7	106.6	123.6	107.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	95.9	100.4	86.3	113.4	112.3
순차입금 비율(%)	-21.0	-20.0	-37.3	-19.3	-20.5
이자보상배율(배)	6.8	5.0	9.6	13.0	13.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.1	8.8	7.2	5.2	4.5
재고자산회전율	8.9	8.9	8.6	6.5	5.6
총자산회전율	0.9	0.9	0.8	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,783	6,006	6,675	7,823	8,432
현금및현금성자산	2,004	1,864	2,818	1,926	2,075
유가증권	205	207	241	368	397
매출채권	851	1,041	1,060	1,621	1,747
재고자산	938	921	845	1,291	1,392
비유동자산	3,561	3,707	3,091	4,273	4,534
유형자산	128	36	26	16	12
무형자산	33	29	21	17	14
투자자산	1,370	1,433	1,436	1,781	1,858
자산총계	9,344	9,712	9,766	12,096	12,966
유동부채	3,749	3,855	3,708	5,537	5,949
매입채무및기타채무	1,061	1,054	747	1,143	1,232
단기차입금	145	160	177	271	292
유동성장기부채	375	70	250	250	250
비유동부채	827	1,012	818	892	909
사채	209	419	294	294	294
장기차입금	418	428	300	300	300
부채총계	4,575	4,867	4,525	6,428	6,858
지배주주지분	4,769	4,846	5,228	5,618	6,022
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	-157	-157	-157
이익잉여금	990	1,076	1,341	1,732	2,136
비지배주주지분	0	0	13	49	87
자본총계	4,769	4,846	5,241	5,667	6,109
비이자부채	3368	3766	3420	5229	5638
총차입금	1,207	1,101	1,105	1,199	1,220
순차입금	-1,001	-970	-1,954	-1,095	-1,252

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	231	188	286	-65	401
당기순이익	202	229	301	449	468
비현금성 비용 및 수익	434	411	140	-78	-25
유형자산감가상각비	78	76	42	10	4
무형자산상각비	10	9	6	4	3
운전자본변동	-364	-375	-128	-565	-127
매출채권등의 감소	-253	-281	-203	-561	-126
재고자산의 감소	-51	18	77	-447	-101
매입채무등의 증가	76	-28	-222	395	89
기타 영업현금흐름	-41	-77	-27	129	85
투자활동 현금흐름	201	-167	819	-2,186	-493
유형자산의 증가(CAPEX)	-12	-10	-2	0	0
유형자산의 감소	1	5	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-4	-2	2	0	0
투자자산의 감소(증가)	-105	-73	572	-345	-78
기타	321	-87	246	-1841	-415
재무활동 현금흐름	-189	-192	-196	1,359	241
차입금의 증가(감소)	136	90	-62	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-325	-282	-134	1359	241
기타 및 조정	9	31	45	0	0
현금의 증가	252	-140	954	-892	149
기초현금	1,752	2,004	1,864	2,818	1,926
기말현금	2,004	1,864	2,818	1,926	2,075

매수 (유지)

목표주가 (상향) 300,000원
현재가 (11/12) 228,500원

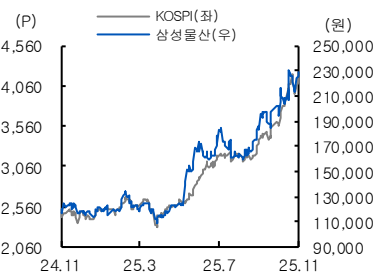
KOSPI (11/12) 4,150.39pt
시가총액 39,056십억원
발행주식수 171,444천주
액면가 100원
52주 최고가 231,000원
최저가 108,300원
60일 일평균거래대금 69십억원
외국인 지분율 28.8%
배당수익률 (2025F) 1.2%

주주구성
이재용 외 14 인 36.40%
케이씨씨 10.01%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-2%	15%	14%
절대기준	13%	82%	90%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	300,000	180,000	▲
EPS(25)	13,354	13,523	▼
EPS(26)	15,281	15,485	▼

삼성물산 상대주가 (%)



삼성물산 (028260)

본업 성장세 시작 + 새로운 주주환원 정책 기대

실적 성장세를 기반으로 한 주주환원 확대 기대

삼성물산의 3Q25 영업실적은 매출액 10.2조 원(YoY -1.5%), 영업이익 9,934억 원(YoY +34.9%)을 기록했다.

건설 부문 매출은 3.1조 원(YoY -31.1%), 영업이익은 1,106억 원(YoY -53.0%)으로 기록했다. 하이테크 중심의 프로젝트 일정 조정으로 단기적인 매출 공백이 있었지만, 4분기에는 평택 P4 마감공사와 테일러 설비공사 본격화로 회복세가 기대된다. 상사 부문은 매출 3.9조 원(YoY +14.6%), 영업이익 756억 원(YoY +2.7%)을 기록했다. 비료 신시장 확대로 화학 매출이 늘었으나, 철강 트레이딩의 유럽향 고마진 매출이 줄며 수익성이 다소 낮아졌다.

바이오 부문은 매출 1.7조 원(YoY +39.8%), 영업이익 7,288억 원(YoY +117.5%)으로 전사 성장세를 주도했다. 4공장 풀캐파와 원료의약품 판매 확대, 시밀러 제품 마일스톤 유입이 맞물리며 실적이 큰 폭으로 증가했다. 특히 CDMO 부문은 누적 수주액이 이미 전년도 수준에 근접했고, 일본 Top 10 제약사 중 4개사를 신규 고객으로 확보하면서 글로벌 신뢰 기반을 강화했다.

사업 측면에서는 원전 부문이 새로운 핵심 성장 축으로 부상했다. 동사는 10월 GVH와 전략적 파트너십을 체결하며, 글로벌 SMR(소형모듈원전) 시장 진입을 본격화했다. 대표적으로 스웨덴 링할스 프로젝트에서는 최종 후보 2개사 중 하나로 선정되어 GVH와 설계 용역을 수행 중이다. 또한 루마니아 SMR 사업의 FEED가 11월 종료 예정으로, 발주처인 루마니아 전력청은 해당 결과를 바탕으로 2026년 내 FID를 확정하고 착공에 돌입할 계획이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 300,000원으로 상향

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	41,896	42,103	40,327	43,986	45,444
영업이익	2,870	2,983	3,295	3,769	3,823
세전이익	3,549	3,722	4,118	4,769	4,925
지배주주순이익	2,218	2,230	2,299	2,620	2,687
EPS(원)	11,824	12,280	13,354	15,281	15,673
증가율(%)	9.0	3.9	8.7	14.4	2.6
영업이익률(%)	6.9	7.1	8.2	8.6	8.4
순이익률(%)	6.5	6.6	7.7	8.2	8.2
ROE(%)	7.3	6.8	6.9	7.1	6.9
PER	11.0	9.3	17.1	15.0	14.6
PBR	0.7	0.7	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	8.0	6.6	9.7	8.4	7.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

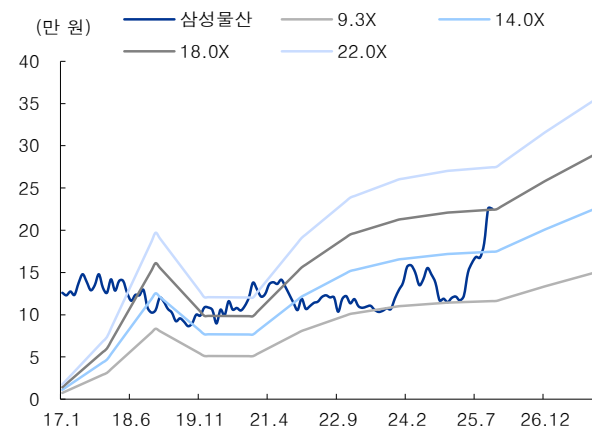
표 15. 삼성물산 목표주가 산출

(단위: 십억 원)

항목	내용	금액
영업가치(A)	삼바제외, EV/EBITDA 4배 적용	7,235
투자자산가치(B)		78,160
- 삼성전자	5.0%, 시장가 적용	30,577
- 삼성바이오로직스	43.1%, 시장가 적용	37,421
- 삼성생명	19.3%, 시장가 적용	6,460
- 삼성에스디에스	17.1%, 시장가 적용	2,317
- 삼성E&A	7.0%, 시장가 적용	361
- 삼성중공업	0.11%, 시장가 적용	25
- 비상장 회사 가치 및 기타	상장사는 시장가, 비상장사는 장부가 적용	1,000
자사주	잔여 보통주 자사주: 7,808,963 주	-
기업가치(C=A+B)		85,395
순현금(D)		3,685
NAV(E=C-D)		89,080
주식수(백만 주, F)	소각계획 반영, 자사주 제외	162
주당 NAV(E/F)		549,142
할인율		55%
적정주가 (원)		302,028
목표주가 (원)		300,000
전일종가 (원)		228,500
상승여력 (%)		31.3
투자의견		매수

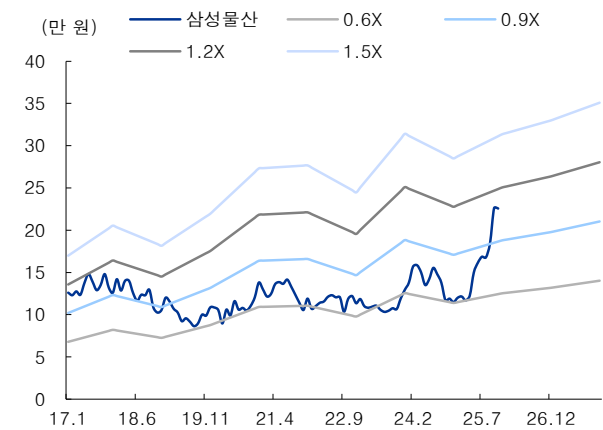
자료: 삼성물산, IBK투자증권

그림 66. 삼성물산 PER 밴드 차트



자료: 삼성물산, IBK투자증권

그림 67. 삼성물산 PBR 밴드 차트



자료: 삼성물산, IBK투자증권

표 16. 삼성물산 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	10,796	11,005	10,310	9,993	9,737	10,022	10,151	10,417	42,103	40,327	43,986
YoY (%)	5.4	4.0	-6.0	-1.1	-9.8	-8.9	-1.5	4.2	0.5	-4.2	9.1
건설	5,584	4,915	4,482	3,674	3,620	3,395	3,090	3,443	18,655	13,548	15,282
상사	2,906	3,399	3,186	3,506	3,436	3,776	3,885	3,850	12,997	14,947	15,636
패션	517	513	433	541	504	510	445	558	2,004	2,017	2,044
레저	126	246	209	201	108	223	205	198	782	734	750
식음	716	775	813	814	771	828	866	871	3,118	3,336	3,460
바이오	947	1,157	1,187	1,256	1,298	1,290	1,660	1,497	4,547	5,745	6,815
영업이익	712	900	736	635	724	753	994	824	2,983	3,295	3,769
YoY (%)	11.2	16.6	-11.3	1.2	1.7	-16.4	35.0	29.8	3.9	10.4	14.4
건설	337	283	236	145	159	118	111	127	1,001	515	657
상사	85	72	71	72	63	80	76	77	300	296	317
패션	54	52	21	43	34	33	12	46	170	125	128
레저	-11	20	29	20	-31	9	20	18	58	16	29
식음	32	46	47	32	19	45	53	26	157	143	156
바이오	215	427	332	324	480	468	722	530	1,298	2,200	2,484
▼수익성											
OPM(%)	6.6	8.2	7.1	6.4	7.4	7.5	9.8	7.9	7.1	8.2	8.6
건설	6.0	5.8	5.3	3.9	4.4	3.5	3.6	3.7	5.4	3.8	4.3
상사	2.9	2.1	2.2	2.1	1.8	2.1	2.0	2.0	2.3	2.0	2.0
패션	10.4	10.1	4.8	8.0	6.7	6.5	2.7	8.2	8.5	6.2	6.2
레저	-8.7	8.1	13.9	10.0	-28.7	4.0	9.8	9.2	7.4	2.2	3.8
식음	4.5	5.9	5.8	3.9	2.5	5.4	6.1	2.9	5.0	4.3	4.5
바이오	22.7	36.9	28.0	25.8	37.0	36.3	43.5	35.4	28.5	38.3	36.4

자료: 삼성물산, IBK투자증권

삼성물산 (028260)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	41,896	42,103	40,327	43,986	45,444
증가율(%)	-2.9	0.5	-4.2	9.1	3.3
매출원가	35,329	34,996	32,699	35,445	37,869
매출총이익	6,567	7,108	7,628	8,541	7,576
매출총이익률 (%)	15.7	16.9	18.9	19.4	16.7
판매비	3,697	4,124	4,333	4,772	3,753
판매비율(%)	8.8	9.8	10.7	10.8	8.3
영업이익	2,870	2,983	3,295	3,769	3,823
증가율(%)	13.5	3.9	10.4	14.4	1.4
영업이익률(%)	6.9	7.1	8.2	8.6	8.4
순금융손익	35	76	73	262	404
이자손익	-5	1	90	234	376
기타	40	75	-17	28	28
기타영업외손익	562	606	682	650	625
중속/관계기업손익	83	56	68	88	74
세전이익	3,549	3,722	4,118	4,769	4,925
법인세	830	950	1,024	1,166	1,205
법인세율	23.4	25.5	24.9	24.4	24.5
계속사업이익	2,719	2,772	3,094	3,603	3,721
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,719	2,772	3,094	3,603	3,721
증가율(%)	6.8	1.9	11.6	16.4	3.3
당기순이익률 (%)	6.5	6.6	7.7	8.2	8.2
지배주주당기순이익	2,218	2,230	2,299	2,620	2,687
기타포괄이익	5,653	-5,003	2,773	0	0
총포괄이익	8,372	-2,231	5,868	3,603	3,721
EBITDA	3,691	3,916	4,382	4,664	4,591
증가율(%)	17.0	6.1	11.9	6.4	-1.6
EBITDA마진율(%)	8.8	9.3	10.9	10.6	10.1

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	11,824	12,280	13,354	15,281	15,673
BPS	182,877	173,324	208,448	221,153	234,155
DPS	2,550	2,600	2,700	2,800	3,000
밸류에이션(배)					
PER	11.0	9.3	17.1	15.0	14.6
PBR	0.7	0.7	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	8.0	6.6	9.7	8.4	7.8
성장성지표(%)					
매출증가율	-2.9	0.5	-4.2	9.1	3.3
EPS증가율	9.0	3.9	8.7	14.4	2.6
수익성지표(%)					
배당수익률	2.0	2.3	1.2	1.3	1.4
ROE	7.3	6.8	6.9	7.1	6.9
ROA	4.3	4.3	4.8	5.1	4.9
ROIC	18.9	17.2	18.1	21.4	23.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	65.7	66.4	57.3	59.5	57.2
순차입금 비율(%)	-0.7	-1.8	-8.5	-17.6	-24.8
이자보상배율(배)	11.3	13.3	26.9	34.2	33.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.2	8.6	8.8	10.3	9.9
재고자산회전율	9.8	8.8	7.6	7.6	7.3
총자산회전율	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	18,978	20,181	21,990	28,416	33,132
현금및현금성자산	3,120	3,622	6,113	10,504	14,632
유가증권	2,058	1,398	1,458	1,647	1,702
매출채권	4,597	5,203	3,994	4,511	4,661
재고자산	4,470	5,126	5,421	6,123	6,326
비유동자산	47,149	41,809	45,231	44,777	44,136
유형자산	6,964	8,650	8,453	7,558	6,789
무형자산	6,431	6,187	6,051	6,051	6,051
투자자산	30,424	23,417	27,362	27,367	27,369
자산총계	66,127	61,990	67,220	73,193	77,268
유동부채	14,759	14,747	13,015	14,671	15,150
매입채무및기타채무	2,708	2,438	2,580	2,914	3,010
단기차입금	1,377	822	1,145	1,293	1,336
유동성장기부채	1,441	1,276	231	231	231
비유동부채	11,471	9,985	11,485	12,640	12,975
사채	674	1,616	1,617	1,617	1,617
장기차입금	933	126	476	476	476
부채총계	26,230	24,732	24,500	27,311	28,124
지배주주지분	34,238	31,069	35,737	37,915	40,145
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	10,696	10,695	10,696	10,696	10,696
자본조정등	-2,378	-1,887	-1,221	-1,221	-1,221
기타포괄이익누계액	13,240	8,228	11,019	11,019	11,019
이익잉여금	12,662	14,014	15,226	17,404	19,633
비지배주주지분	5,659	6,190	6,983	7,966	9,000
자본총계	39,897	37,259	42,720	45,881	49,144
비이자부채	21,342	20,398	20,561	23,223	23,993
총차입금	4,888	4,334	3,939	4,088	4,131
순차입금	-289	-686	-3,632	-8,063	-12,203

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,799	3,307	3,727	2,924	3,548
당기순이익	2,719	2,772	3,094	3,603	3,721
비현금성 비용 및 수익	1,232	1,370	910	-77	-306
유형자산감가상각비	821	933	1,087	895	768
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-1,063	-727	-178	-836	-242
매출채권등의 감소	111	-966	1,114	-517	-150
재고자산의 감소	-206	-655	-296	-702	-203
매입채무등의 증가	369	-285	149	334	97
기타 영업현금흐름	-89	-108	-99	234	375
투자활동 현금흐름	-2,105	-1,759	-1,141	-1,254	-362
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,229	-1,628	-907	0	0
유형자산의 감소	24	42	38	0	0
무형자산의 감소(증가)	-187	-164	-70	0	0
투자자산의 감소(증가)	-214	-27	182	-5	-1
기타	-499	18	-384	-1249	-361
재무활동 현금흐름	-1,818	-1,298	41	2,721	942
차입금의 증가(감소)	1,006	142	359	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-2824	-1440	-318	2721	942
기타 및 조정	43	253	-136	0	0
현금의 증가	-1,081	503	2,491	4,391	4,128
기초현금	4,200	3,120	3,622	6,113	10,504
기말현금	3,120	3,622	6,113	10,504	14,632

Not rated

목표주가 -
현재가 (11/12) 17,540원

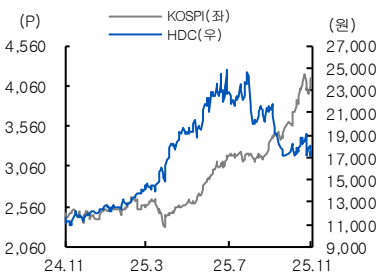
KOSPI (11/12)	4,150.39pt
시가총액	1,048십억원
발행주식수	59,742천주
액면가	5,000원
52주 최고가	24,800원
최저가	10,910원
60일 일평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	20.3%
배당수익률(2024.12)	2.9%

주주구성	
정몽규 외 9 인	41.96%
브이아이피자산운용	7.64%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-12%	-42%	-9%
절대기준	1%	-8%	51%

	현재	직전	변동
투자의견	Not Rated	-	-
목표주가	-	59,000	-
EPS(23)	1,892	1,892	-
EPS(24)	2,450	2,450	-

HDC 상대주가 (%)



HDC (012630)

실적 성장의 동력, 에너지 그리고 개발 사업

기대 부합 속 두 자릿수 성장

HDC의 2025년 3분기 실적은 매출 1.8조 원(YoY +16.1%), 영업이익 1,962억 원(YoY +111.2%)으로, 시장 기대치(1,895억 원)에 부합했다. 수익성 개선의 주된 요인은 LNG 발전소 통영에코파워의 안정적 가동과 자회사 HDC현대산업개발의 이익 회복에 있다.

에너지 부문은 계절적 요인으로 분기별 변동이 크다. 3분기는 기록적인 폭염으로 실적이 호조였으나, 10월에는 일시 조정이 있었고 12~1월에는 다시 개선세가 예상된다. 올해는 발전 정지일수 증가로 손익이 다소 제약받았지만, 내년에는 정상화되며 연간 영업이익이 올해보다 한 단계 높아질 전망이다.

부동산 및 운영사업 부문에서는 두 가지 변화가 뚜렷하다. 첫째, 아이파크몰의 수익성이 개선되면서 누적 결손금이 빠르게 줄고 있으며, 배당 가능한 시점이 가까워지고 있다. 둘째, 임대주택·시니어 레지던스 등 주거형 운영자산은 과거 일률적 접근 대신 지역별 시장성과 제도 변화(분양가상한제, 장기임대 후 분양전환 등)를 반영해 포트폴리오 재편을 검토 중이다.

리파이낸싱 통한 이자비용 절감 가시화

재무 구조 측면에서는 그룹 전체적으로 부채 리파이낸싱을 통해, 이자비용을 줄이고 있다. 특히 통영에코파워는 올해 10월 510억 원, 내년 3월 780억 원 규모의 사채 만기가 도래하며, 이를 저금리로 재조달함으로써 연간 최소 10억 원 수준의 이자비용 절감이 가능할 것으로 추정된다.

투자의견 및 목표주가 미제시

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	3,952	4,780	5,045	5,908	6,200
영업이익	545	369	159	313	345
세전이익	289	386	134	345	347
지배주주순이익	104	113	-5	113	146
EPS(원)	1,734	1,898	-86	1,892	2,450
증가율(%)	-59.6	9.5	-104.5	-2,312.0	29.4
영업이익률(%)	13.8	7.7	3.2	5.3	5.6
순이익률(%)	4.8	4.8	0.7	3.6	4.2
ROE(%)	4.7	4.9	-0.2	4.6	5.7
PER	6.4	5.5	-64.2	3.6	4.9
PBR	0.3	0.3	0.1	0.2	0.3
EV/EBITDA	5.5	7.6	21.4	12.5	12.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 17. HDC 실적 테이블

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	2022	2023	2024
매출액	1,371	1,540	1,569	1,720	1,566	1,819	1,822	5,045	5,908	6,200
YoY (%)	-8.0	12.5	7.5	8.2	14.2	18.1	16.1	5.6	17.1	4.9
지주	39	10	11	12	38	12		34	67	72
건설	1,038	1,199	1,199	1,251	1,011	1,289		3,722	4,563	4,687
유화	246	261	245	252	258	263		1,057	1,021	1,004
발전				212	208	204				212
유통	26	28	29	32	28	27		88	103	114
약기	7	9	6	0	9	3		48	32	22
기타	122	126	186	79	136	145		555	503	513
조정	-108	-92	-107	-118	-123	-125		-460	-381	-425
영업이익	76	84	93	92	155	166	196	159	313	345
YoY (%)	0.2	141.3	-7.3	-9.9	104.8	97.6	111.2	-57.0	97.2	10.3
지주	34	2	7	6	34	3		30	46	49
건설	44	60	52	42	55	86		107	189	199
유화	11	6	6	8	11	13		17	29	31
발전				55	53	69				55
유통	11	13	13	13	12	14		40	48	51
약기	-1	2	-2	-3	1	-3		-14	-11	-3
기타	0	1	15	-9	4	4		17	13	7
조정	-24	-1	2	-20	-15	-19		-39	-1	-43
영업이익률 (%)	5.5	5.5	5.9	5.3	9.9	9.1	11.5	3.1	5.3	5.6
지주	2.5	0.1	0.4	0.3	2.1	0.2		89.2	68.4	67.9
건설	3.2	3.9	3.3	2.5	3.5	4.7		2.9	4.1	4.2
유화	0.8	0.4	0.4	0.4	0.7	0.7		1.6	2.9	3.1
발전				3.2	3.4	3.8				25.7
유통	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7		45.0	46.4	44.4
약기	-0.1	0.1	-0.1	-0.2	0.0	-0.1		-28.2	-34.6	-14.6
기타	0.0	0.1	0.9	-0.5	0.3	0.2		3.1	2.5	1.3
조정	-1.8	-0.1	0.2	-1.1	-1.0	-1.1		8.5	0.2	10.1
지배주주 순이익	24	32	43	47	70	61	73	-5	113	146

자료: HDC, IBK투자증권

HDC (012630)

포괄손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	3,952	4,780	5,045	5,908	6,200
증가율(%)	144.4	20.9	5.6	17.1	4.9
매출원가	3,083	3,961	4,500	5,233	5,450
매출총이익	869	819	545	675	750
매출총이익률 (%)	22.0	17.1	10.8	11.4	12.1
판매비	325	450	386	362	405
판매비율(%)	8.2	9.4	7.7	6.1	6.5
영업이익	545	369	159	313	345
증가율(%)	325.1	-32.3	-57.0	97.2	10.3
영업이익률(%)	13.8	7.7	3.2	5.3	5.6
순금융손익	-21	4	8	4	-22
이자손익	-16	0	10	4	-30
기타	-5	4	-2	0	8
기타영업외손익	-233	30	-31	26	36
중속/관계기업손익	-1	-17	-2	3	-11
세전이익	289	386	134	345	347
법인세	98	155	97	132	87
법인세율	33.9	40.2	72.4	38.3	25.1
계속사업이익	191	230	37	213	260
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	191	230	37	213	260
증가율(%)	-30.4	20.3	-83.9	476.2	22.2
당기순이익률 (%)	4.8	4.8	0.7	3.6	4.2
지배주주당기순이익	104	113	-5	113	146
기타포괄이익	-23	30	33	-25	-20
총포괄이익	168	260	70	188	240
EBITDA	637	506	261	437	472
증가율(%)	253.3	-20.5	-48.5	67.5	8.1
EBITDA마진율(%)	16.1	10.6	5.2	7.4	7.6

투자지표

(12월 결산)	2020	2021	2022	2023	2024
주당지표(원)					
EPS	1,734	1,898	-86	1,892	2,450
BPS	37,479	39,966	40,463	42,485	44,204
DPS	250	250	250	300	350
밸류에이션(배)					
PER	6.4	5.5	-64.2	3.6	4.9
PBR	0.3	0.3	0.1	0.2	0.3
EV/EBITDA	5.5	7.6	21.4	12.5	12.8
성장성지표(%)					
매출증가율	144.4	20.9	5.6	17.1	4.9
EPS증가율	-59.6	9.5	-104.5	-2,312.0	29.4
수익성지표(%)					
배당수익률	2.3	2.4	4.6	4.4	2.9
ROE	4.7	4.9	-0.2	4.6	5.7
ROA	2.8	2.3	0.3	1.8	2.2
ROIC	9.0	6.6	0.8	3.8	4.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	121.3	121.7	139.9	134.4	143.2
순차입금 비율(%)	16.6	17.2	58.5	54.3	56.0
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	19.6	20.7	18.1	21.9	20.1
재고자산회전율	6.7	4.0	2.8	2.7	2.6
총자산회전율	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	5,830	6,452	6,762	6,591	7,159
현금및현금성자산	813	669	793	756	1,094
유가증권	1,541	1,560	221	330	349
매출채권	178	284	272	267	352
재고자산	934	1,471	2,164	2,178	2,525
비유동자산	3,787	4,200	4,830	4,930	5,239
유형자산	1,420	1,542	1,917	2,230	2,563
무형자산	119	71	70	54	53
투자자산	749	562	576	552	577
자산총계	9,617	10,651	11,592	11,521	12,398
유동부채	3,328	3,920	4,357	4,180	4,830
매입채무및기타채무	250	327	353	403	380
단기차입금	1,079	1,176	1,870	1,214	1,429
유동성장기부채	524	630	443	748	986
비유동부채	1,944	1,926	2,403	2,427	2,470
사채	588	618	689	578	292
장기차입금	555	291	500	935	1,325
부채총계	5,272	5,847	6,760	6,606	7,300
지배주주지분	2,239	2,388	2,417	2,538	2,641
자본금	299	299	299	299	299
자본잉여금	645	645	645	645	645
자본조정등	-2,161	-2,137	-2,112	-2,077	-2,088
기타포괄이익누계액	-28	11	29	22	15
이익잉여금	3,485	3,570	3,558	3,650	3,771
비지배주주지분	2,106	2,417	2,416	2,377	2,458
자본총계	4,345	4,805	4,833	4,915	5,099
비이자부채	2196	2792	2918	2851	3003
총차입금	3,076	3,055	3,842	3,755	4,297
순차입금	723	826	2,829	2,669	2,855

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	-474	-9	-1,414	244	509
당기순이익	0	0	0	0	0
비현금성 비용 및 수익	417	299	333	317	357
유형자산감가상각비	83	84	93	115	118
무형자산상각비	9	54	9	9	10
운전자본변동	-993	-526	-1,727	-281	-36
매출채권등의 감소	0	0	0	0	0
재고자산의 감소	32	-277	-286	-7	-211
매입채무등의 증가	-46	33	41	56	-32
기타 영업현금흐름	102	218	-20	208	188
투자활동 현금흐름	365	-184	799	-466	-476
유형자산의 증가(CAPEX)	66	323	449	345	322
유형자산의 감소	1	2	1	0	1
무형자산의 감소(증가)	-3	-3	-5	-7	-14
투자자산의 감소(증가)	-104	52	1,244	-137	-128
기타	405	-558	-890	-667	-657
재무활동 현금흐름	788	46	739	192	297
차입금의 증가(감소)	538	139	909	941	941
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	250	-93	-170	-749	-644
기타 및 조정	-6	3	0	-7	8
현금의 증가	673	-144	124	-37	338
기초현금	139	813	669	793	756
기말현금	813	669	793	756	1,094

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	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

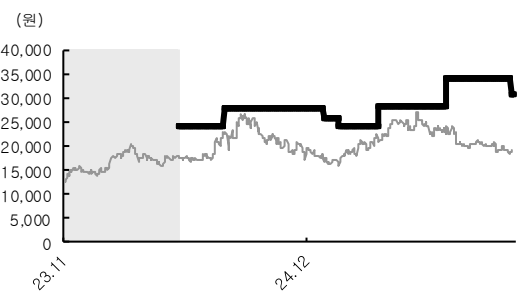
종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

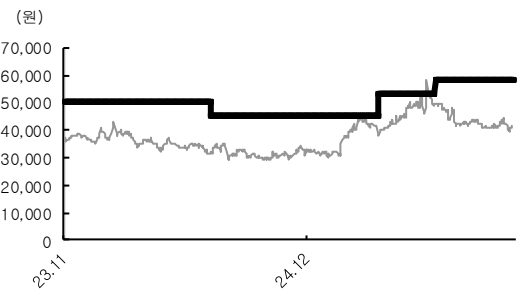
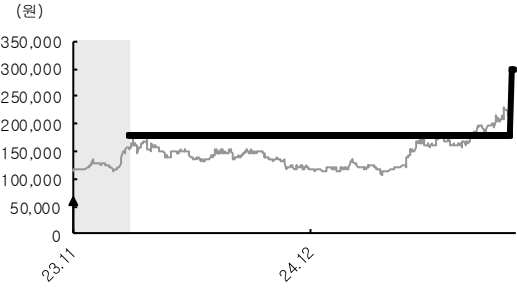
투자등급 통계 (2024.10.01~2025.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	129	90.8
Trading Buy (중립)	11	7.7
중립	2	1.4
매도	0	0

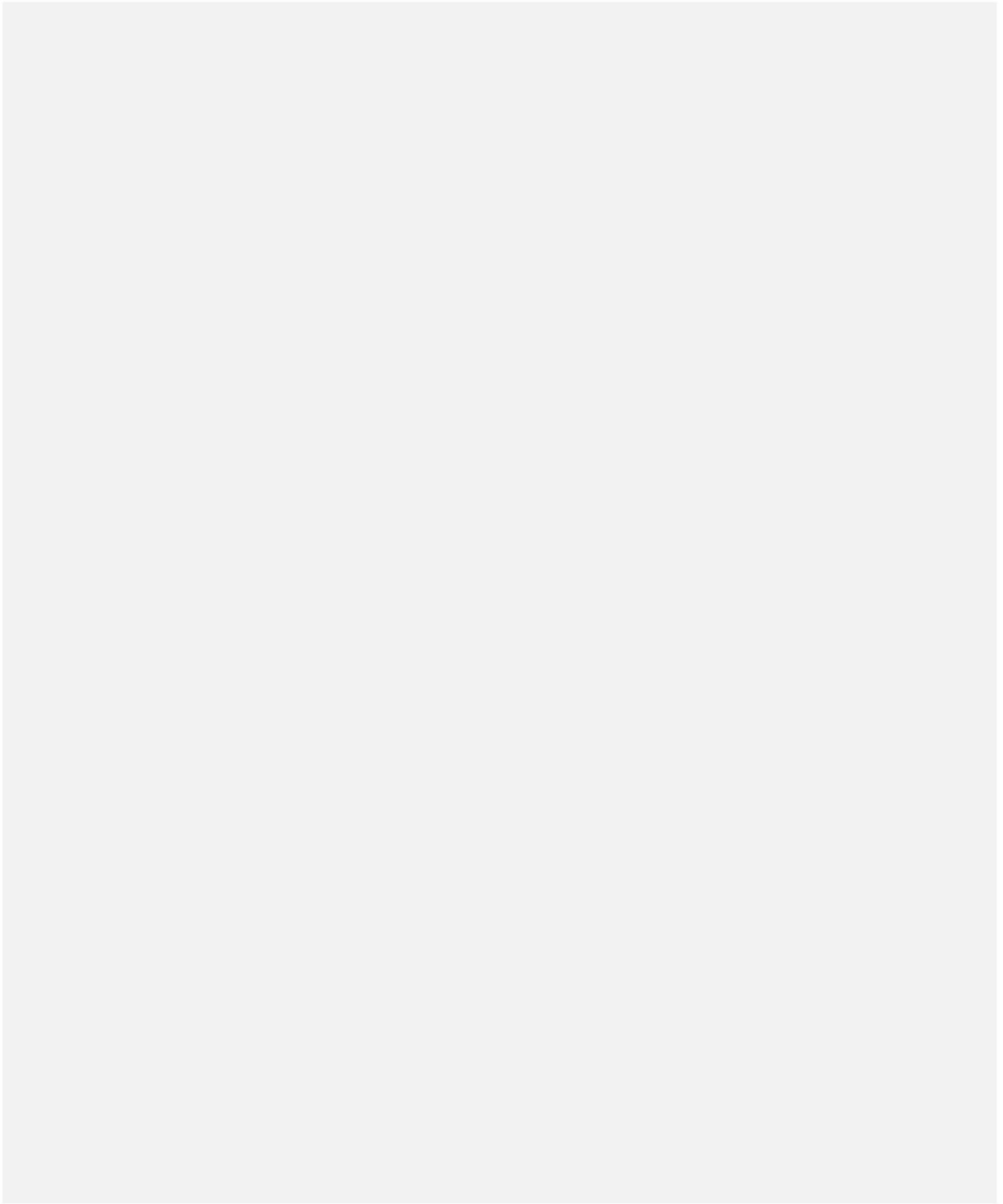
최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

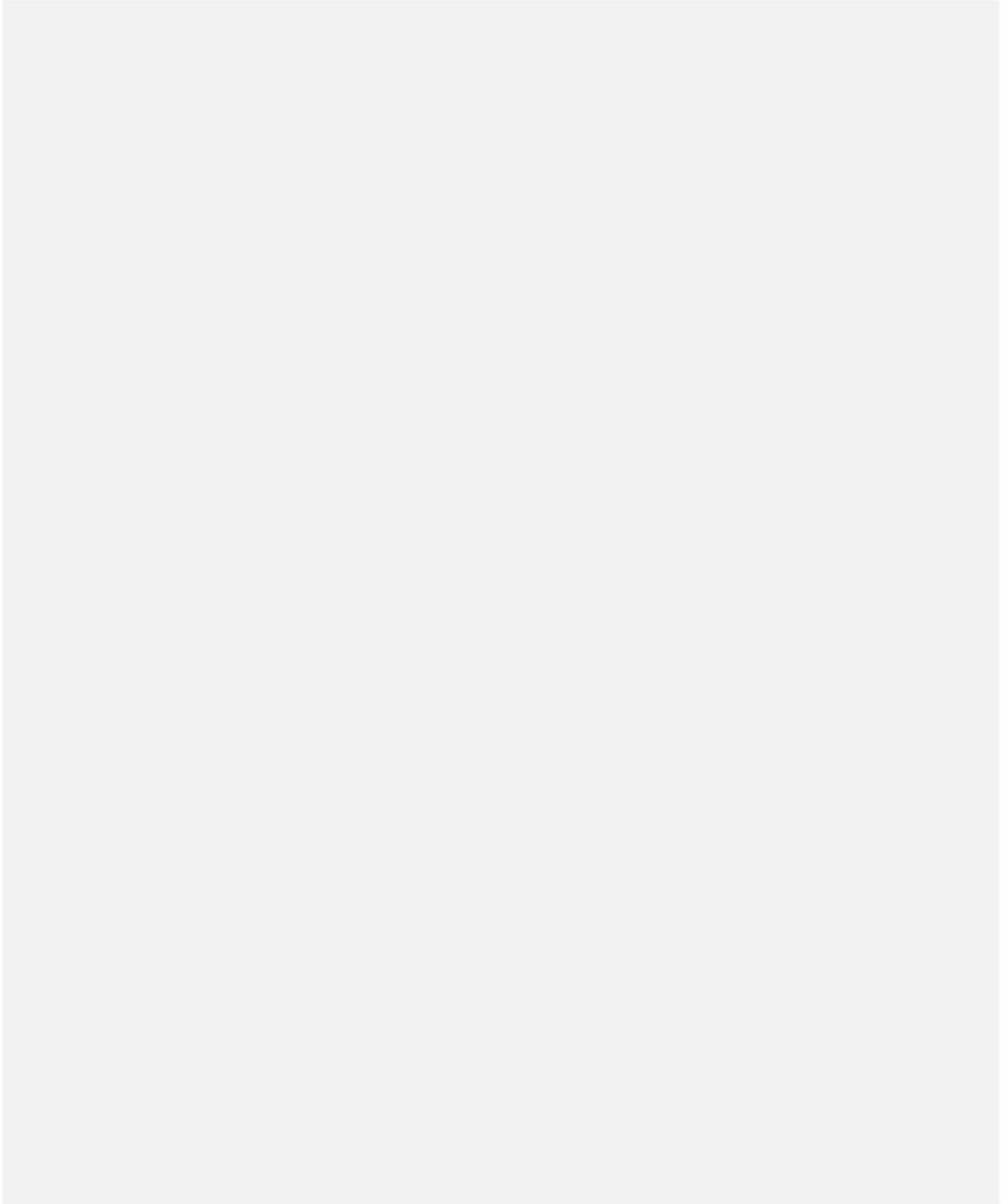
HDC현대산업개발	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.05.16	매수	24,000	-24.14	-5.00
	2024.07.30	매수	28,000	-23.78	-4.64
	2025.01.09	매수	26,000	-35.52	-33.12
	2025.02.03	매수	24,000	-18.00	-5.63
	2025.04.09	매수	28,500	-15.86	-4.91
	2025.07.28	매수	34,000	-39.45	-29.12
	2025.11.11	매수	31,000		
GS건설	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.11.13	Trading Buy	16,500	-6.63	16.42
	2024.07.29	매수	24,000	-24.23	-10.21
	2025.04.30	매수	26,000	-23.73	-7.12
	2025.11.11	매수	26,000		

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	-11.87	9.81
	2025.07.10	매수	58,000	-24.81	-13.97
	2025.11.11	매수	58,000		
삼성물산	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.01.05	매수	165,000	-32.83	-18.79
	2024.01.05	1년경과	165,000	-21.76	-5.15
	2024.02.13	담당자변경		-	-
	2024.02.13	매수	180,000	-22.79	-5.11
	2025.02.13	1년경과	180,000	-12.24	28.33
	2025.11.11	매수	300,000		

Note



Note





IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6815-5464	ckjins@ibks.com
권순호	연구원	Quant	6915-5667	snowkonn@ibks.com

기간산업분석부

이동욱	연구위원	에너지	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터/레저	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com

혁신기업분석부

이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이	6915-5473	kmg@ibks.com

“국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200