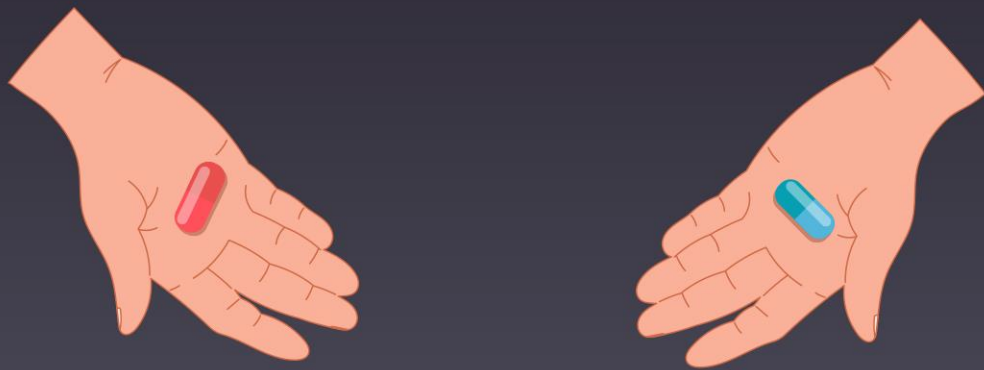




2025.03.27

Analyst 김승준 sjunkim@hanafn.com
선임연구원 하민호 minhoha@hanafn.com

RED PILL



건설 Overweight

Red pill

Summary

- ✓ 예고된 입주 공백이 만드는 전세가 상승, 뒤따를 매매가 반등
- ✓ 데이터로 보는 불편한 진실, 반복하는 사이클
- ✓ 주택주 모두를 추천, HDC현대산업개발 TOP PICK

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(03월26일)
HDC현대산업개발(294870)	BUY(신규)	33,000원	19,770원
현대건설(000720)	BUY(유지)	51,000원(상향)	34,450원
GS건설(006360)	BUY(상향)	24,000원(상향)	17,150원
DL이앤씨(375500)	BUY(유지)	50,000원(상향)	41,950원
대우건설(047040)	BUY(유지)	4,500원	3,270원

목차

1. 부동산 가격은 왜 오를까	5
1) 수요와 공급으로 가격을 본다	5
2) 주거시장에서 수요와 공급의 경제학적 논리는 통했다	7
2. 공급이 왜 부족해졌나	8
1) 공급은 구매자가 아닌 판매자의 시선으로 봐야 한다	8
2) 비용 올라 판매가격 올리면 안 팔려서 망하니, 안 짓겠다	9
3) 공사비가 내려가기를 희망하나, 과거 내려간 적이 없다	10
3. 인구가 감소하는데 가격이 오르나	12
1) 서울은 인구가 감소하는데 가격은 오른다	12
2) 16년 동안 가구 증가의 배경에는 독립하지 않은 20~34세 410만명이 있다	12
4. 지금도 주거비는 비싸지 않나	13
1) 전월세는 상대적으로 싸다	13
2) 주거비가 싼 이유는 전세 제도가 있어서다	14
3) 전월세 가격이 오르면 매매가격도 오른다	16
5. 집이 이렇게 비싼데 살 수 있나	17
1) 비싸 '보일'뿐	17
2) 서울은 서울의 형편이 있다	18
3) 사회초년생이 아파트를 사는 것은 당연하지 않다	19
6. 지방도 오를 수 있을까	21
1) 지방도 수요와 공급으로 설명 가능하다	21
2) 세대수 증감과 입주세대수의 차이가 양의 값이면, 초과수요로 간주 가능하다	22
3) 결국 입주 감소로 모두가 오를 것이지만, 지역별 순서의 차이는 있다	23
4) 지방은 광역화로 간다	25
7. 뚝뚝한 한 채인가	27
1) 다주택자의 수는 늘었지만, 전체 주택 보유자 중 다주택자 비율은 하락했다	27
2) 서울에 사는 1주택자는 뚝뚝한 한 채에 더 집중한다	28
8. 2011~2013년의 부동산과 같을 수 있을까	29
1) 앞으로 예정된 입주 감소는 과거 서브프라임 때와 매우 유사하다	29
2) 2011년보다 현재의 전세가율이 더 높다	31
3) PIR은 지금이 높지만, 금리를 생각하면 구매력은 큰 차이가 없다	32
4) 2011~2013년에 비해 현재 유동성의 증가 속도는 뒤쳐지지 않다	33
5) 과거에 비해서 집이 많아진 것은 사실이나, '살 만한' 집은 다른 얘기다	34
6) 지금은 아파트의 시대다(착공 비중 80% 상회)	38
9. 산업 결론	39
거주비가 상승하고, 매매가가 올라가고, 미분양이 해소되면 착공이 증가한다	
10. 투자 의견	40
주택주 Overweight, 주택주 모두 좋다, TOP PICK HDC현대산업개발	
기업분석	42
HDC현대산업개발(294870)	43
현대건설(000720)	46
GS건설(006360)	51
DL이앤씨(375500)	54

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 3월 26일

HDC현대산업개발(294870)

BUY | TP 33,000원 | CP 19,770원

현대건설(000720)

BUY | TP 51,000원 | CP 34,450원

GS건설(006360)

BUY | TP 24,000원 | CP 17,150원

DL이앤씨(375500)

BUY | TP 50,000원 | CP 41,950원

대우건설(047040)

BUY | TP 4,500원 | CP 3,270원

2025년 3월 27일 | 산업분석_Industry In-depth

건설

Red pill

불편한 진실: 예고된 입주 감소, 주거비 상승

주택 업황은 주거비가 상승하고, 매매가가 올라가고, 미분양이 해소되면 착공이 증가하는 흐름으로 이어진다. 공사비 상승, 미분양 증가로 착공이 저조한 상황이 2022년 하반기부터 지금까지 이어졌다. 수요는 꾸준한 가운데 향후 입주가 감소하며 주거비(전월세가격)가 상승할 것으로 봤다. 수요는 가구가 2041년까지 증가하며, 금리 인하, 유동성 증가에 따른 명목가격 상승 등을 고려했을 때 최소 꾸준할 것으로 보인다. 전월세가격이 상승하면 거주 선택 모형에 따라 상대적으로 저렴해진 매매로의 수요 전환이 나타나며, 매매가 또한 상승한다. 세대수 증감과 입주량의 차이로 시기가 다를 뿐, 수도권뿐 아니라 지방의 부동산 업황도 개선될 것으로 전망한다. 2025년에서 2028년까지의 부동산 시장은 2011년~2013년과 유사할 것으로 본다. 지금은 그 당시에 비해 가구 증감도, 구매력도 뛰어나지 않겠지만, 전세 가율이 더 높고, 금리 인하 시기이며, 유동성의 증가 속도도 큰 차이가 없고, 노후화된 주택의 비중이 더 높다. 그리고 아파트의 선호도가 더 높아져서, 비아파트를 통해 입주 물량을 빠르게 끌어 올리는 과거에 비해 쉽지 않아졌다. 입주 감소로 시작하는 가격 상승은 착공 회복으로 이어질 수 있다.

주택주를 사자

주택주를 사자(Overweight)는 의견을 제시한다. 2025~2026년 부동산 가격 상승에 따라, 2026년부터 착공이 회복될 것으로 전망한다. 이에 따라 2027년부터는 주택 매출액이 증가할 것으로 봤다. 주택 마진은 2025년에서 2026년까지 기계적으로 상승하고, 2027년부터는 공급자 우위 시장으로의 변화에 따라 마진이 더 상승할 것으로 추정했다. 2025년~2026년 마진이 기계적으로 상승하는 이유는 공사비가 올라 계약금과의 스프레드가 축소(원가를 상승)된 2021~2022년 공사 현장이 완공되고, 그 자리를 공사비가 오른 만큼 계약금을 받아 GPM 10% 이상 나오는 현장이 대신하면서 나타나는 믹스 개선이다. 2027년부터의 마진 상승은 부동산 가격 상승기에는 마진이 같이 올라가기 때문이다. 건설업은 계약을 베이스로 하는데, 계약은 수요자(시행사)와 공급자(건설사) 간 파워게임이다. 부동산 가격이 상승해서 개발하고자 하는 시행사가 더 많아지는 구간에서는 건설사의 영향력이 더 세진다. 이에 따라 계약 시 요구할 수 있는 마진 레벨이 높아지는 경향이 있다(2019~2021년).

TOP PICK: HDC현대산업개발

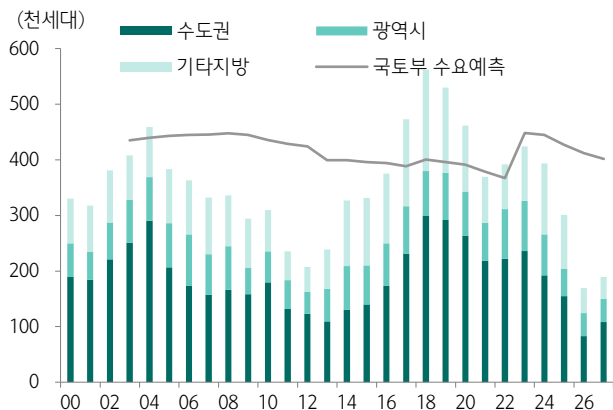
주택주 모두 좋다고 할 수 있으며, 2027년의 Target PER(4배~6배)를 2025년 추정치 기준으로 환산하여 밸류에이션을 부여했다. 이에 따라 상승여력이 가장 높은 HDC현대산업개발을 TOP PICK으로 추천하며, 상승여력 순으로 종목별 선호도를 제시한다.



Analyst 김승준 sjunkim@hanafn.com
선임연구원 허민호 minhoha@hanafn.com

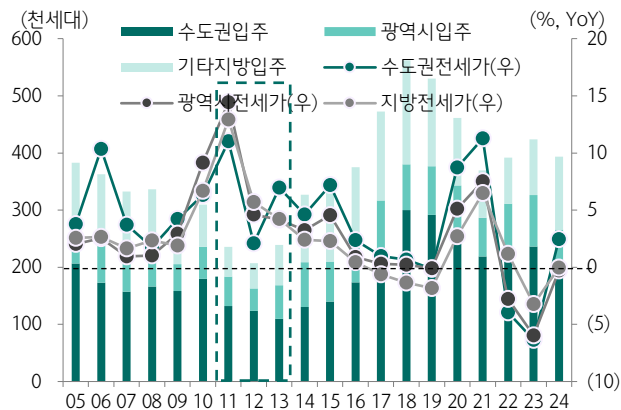
KEY CHART

아파트 입주세대수와 국토부 수요 전망의 비교



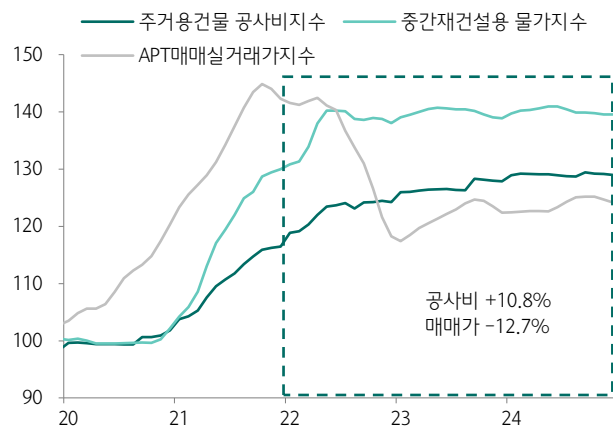
자료: 국토교통부, REPS, 하나증권

2011~2013년 입주가 부족할 때(feat. 전세대란)



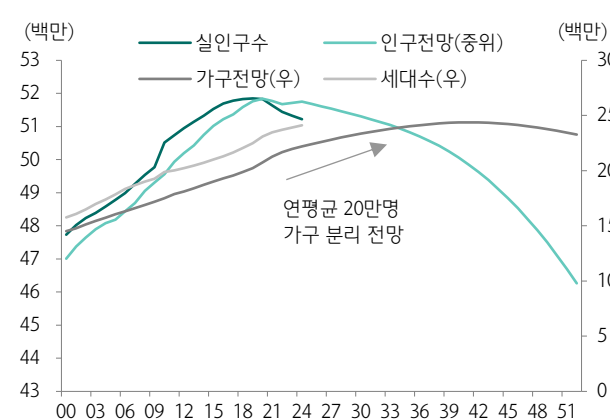
자료: REPS, KB부동산, 하나증권

공사비는 올랐는데, 시세가 떨어져 착공을 안한 22~24년



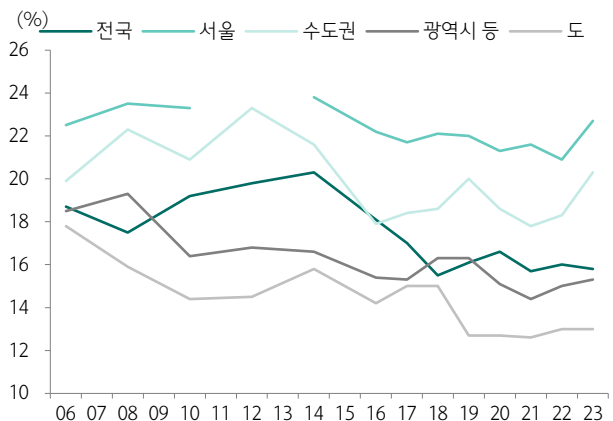
자료: 한국부동산원, 통계청, 하나증권

통계청 가구수 전망: 가구수는 2041년까지 증가



자료: 통계청, 하나증권

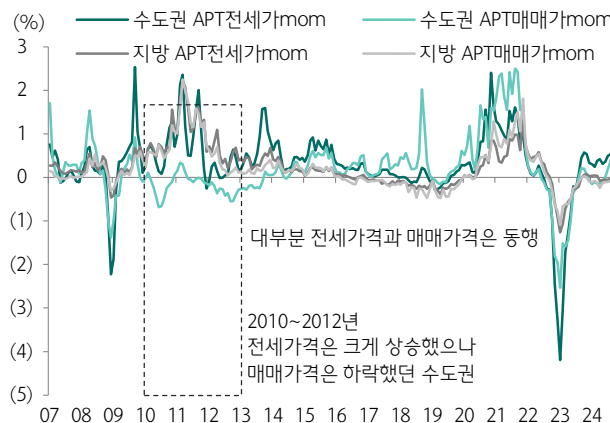
RIR: 전국 16%, 서울 22.7% 싸다 싸



주: RIR= Rent Income Ratio로 주택임대료/월 소득

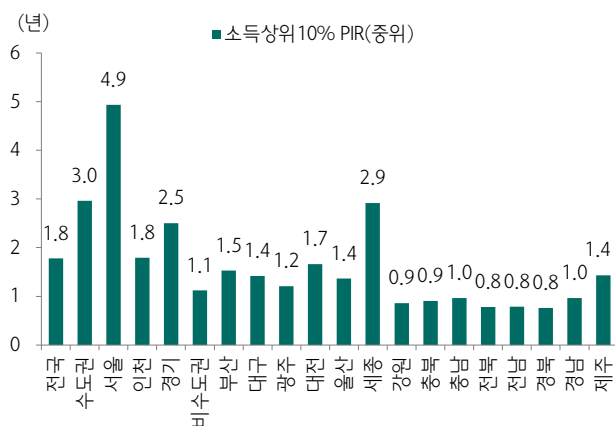
자료: 주거실태조사, 하나증권

아파트 전세가와 매매가 추이를 보면 동일하게 움직인다



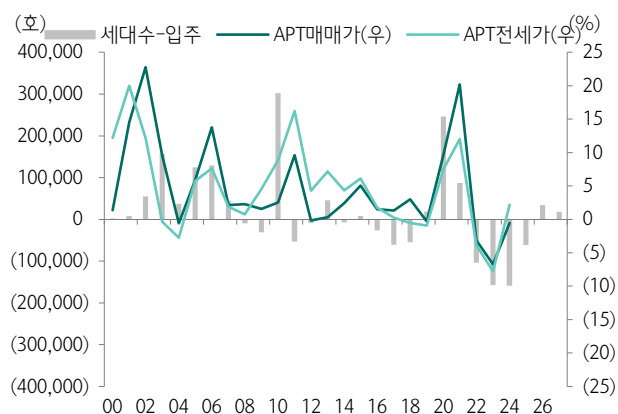
자료: KB부동산, 하나증권

소득상위 10%의 가구에게 서울은 PIR 4.9년이다



자료: 통계청, 하나증권

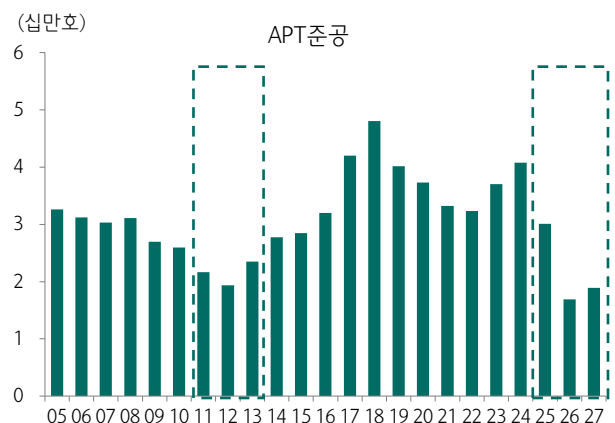
전국: 초과수요 및 초과공급이 크게 나타날 때 크게 튀었다



주: 2025~2027년 세대수 증감은 2024년 세대수 증감과 동일하게 가정

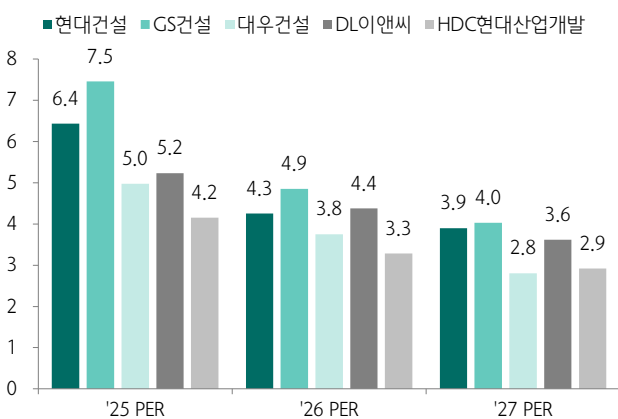
자료: KB부동산, 통계청, REPS, 하나증권

서브프라임 이후 정도밖에 없는 2025~2027년(+28년?) 입주



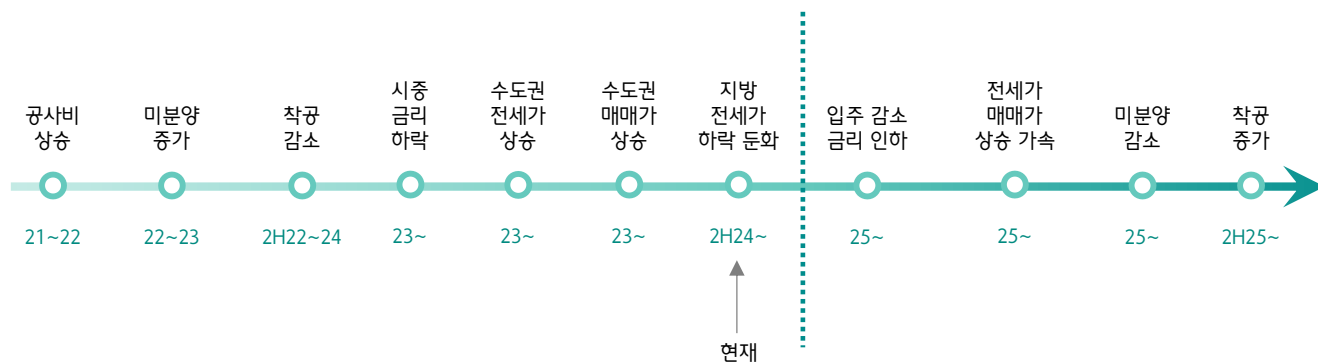
자료: 통계청, 하나증권

25~27년 PER: 매년 이익 증가로 점점 밸류가 싸진다



자료: 하나증권 추정

주택 경기 사이클



자료: 하나증권

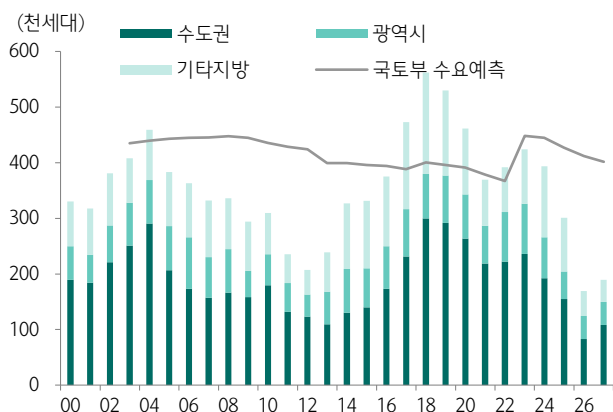
1. 부동산 가격은 왜 오를까

1) 수요와 공급으로 가격을 본다

흔히 부동산 가격이라고 하면 매매가격을 떠올리게 된다. 하지만 가격은 매매뿐 아니라 주거비용, 즉 전월세 가격을 나타내기도 한다. 여기서 살펴볼 내용은 전월세 가격이다. 경제학에서 가격은 수요와 공급(정확하게는 변화량)에 따라 움직인다고 한다. 주거시장에서의 수요는 각각의 집을 차지할 수 있는 가구, 그리고 지불 능력(자산, 소득 등)이 될 것이다. 그리고 공급은 집의 개수로 볼 수 있다. 수요의 변화량은 가구 수의 증감, 지불 능력의 변화가 되고, 공급의 변화량은 집 개수의 변화량이 된다. 각각의 변화량의 정도에 따라 가격이 위아래로 움직이는데, 변화량을 정확하게 예측하는 것은 어렵기에 가격 등락폭보다 방향성을 전망하게 된다. 수요와 공급의 변화량이 같은 의미의 방향으로 일치할 때, 가격 전망은 쉬워진다. 가격이 오를 것으로 보는 이유는 수요가 증가하고 공급이 감소하는, 같은 의미로 방향이 일치하기 때문이다(도표1). 꾸준히 약 40만호의 주택이 필요하다고 보는 상황에서 그에 미치지 못하는 공급은 거주비용이 올라가게 할 수 있는 배경이 된다.

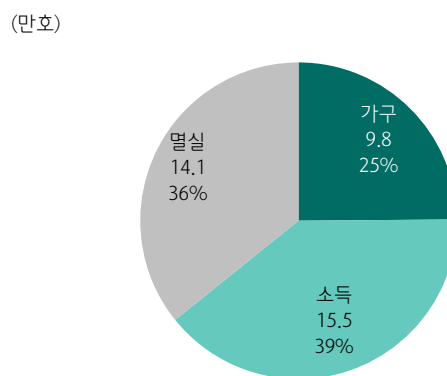
국토교통부는 10년 단위의 주거 계획을 발표(장기주거종합계획)하는데, 주된 내용 중에 수요를 예측하고 그에 맞는 공급량을 계획하는 것이 있다. 국토교통부는 연평균 추가 수요를 호로 환산했을 때 39.4만호로 전망했다. 구성을 보면 가구요인에서 9.8만호, 소득 요인에서 15.5만호, 멸실 요인에서 14.1만호가 필요하다고 봤다. 가구요인은 가구원수별 장래 가구 추계와 추정 주택 소비량을 고려하며, 소득 요인은 주택 소비 소득 탄력성과 소득상승을 전망치를 본다. 멸실 요인은 멸실주택 전망치와 주멸실주택 대체 필요율로 계산한다.

도표 1. 아파트 입주세대수와 국토부 수요 전망의 비교



자료: 국토교통부, REPS, 하나증권

도표 2. 국토부 수요 전망 연평균 39.4만호의 배경



자료: 국토교통부, 하나증권

도표 3. 제3차 장기주거종합계획('23~32년) 중 수요 전망

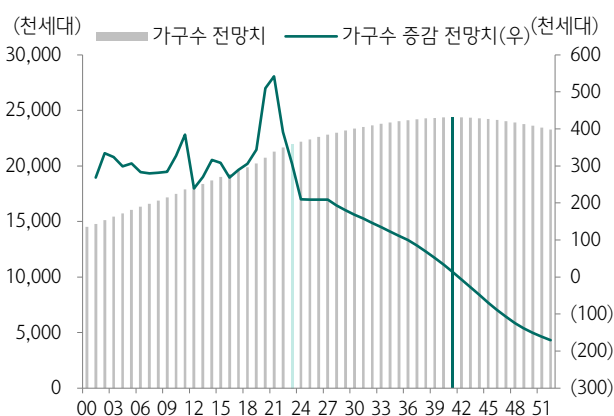
(단위: 천호)

연도	전국	수도권	충청권	호남권	대경권	동남권	강원권	제주권
2023	448.2	278.0	51.1	24.8	33.4	40.6	13.1	7.2
2024	444.5	276.0	52.7	23.6	32.7	39.4	12.9	7.0
2025	427.2	267.5	50.5	21.7	31.6	36.7	12.4	6.8
2026	412.1	259.8	49.0	20.1	30.6	34.3	11.9	6.4
2027	401.8	255.5	47.4	18.7	29.5	32.8	11.7	6.2
2028	385.7	245.4	45.8	17.8	28.5	30.8	11.4	6.0
2029	372.9	237.2	44.2	17.0	28.1	29.5	11.2	5.7
2030	359.7	228.9	42.8	15.9	27.6	27.9	11.1	5.5
2031	349.4	222.1	42.0	15.1	27.4	26.7	10.8	5.2
2032	333.2	213.8	39.6	13.7	25.9	24.8	10.4	4.9

자료: 국토교통부, 하나증권

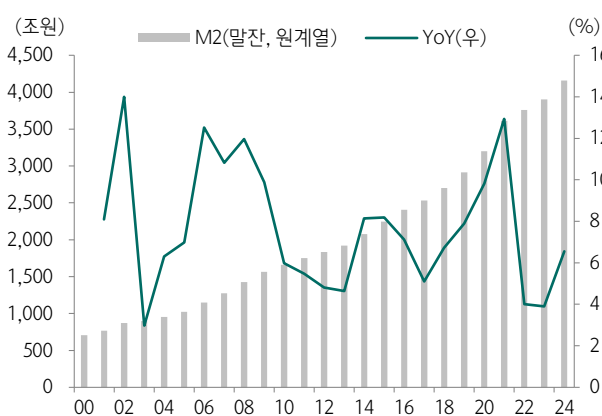
국토교통부가 연간 약 40만호정도의 주택이 필요하다고 보는 배경(가구, 소득, 멸실)을 다른 기관에서도 확인할 수 있다. 가구의 경우 통계청은 2041년까지 증가할 것으로 전망했으며, 2023년에서 2032년까지 연평균 19.9만호의 가구가 증가할 것으로 추산했다. 국토교통부는 가구요인으로 9.8만호를 제시한 것은 가구원수의 변화(결혼, 합가 등)를 고려한 것으로 보인다. 소득의 경우 큰 덩어리로 보면 유동성의 개념으로 간주할 수 있다. 통화량의 증가, 인플레이션으로 인해 명목 가격은 상승해 왔다. M2 잔액을 보면 매년 평균 7%씩 증가해 왔다. 신용팽창까지 고려하면 유동성은 더 크게 증가해 왔고, 그만큼 쓸 수 있는 돈의 액수는 커졌다고 볼 수 있다. 멸실 요인은 매년 8만호 이상의 주택이 철거되어 왔다. 여기에 노후주택의 비중이 점점 커지고 있어, 멸실 주택수는 점점 증가할 것으로 전망할 수 있다.

도표 4. 통계청 가구수 전망: 가구수는 2041년까지 증가



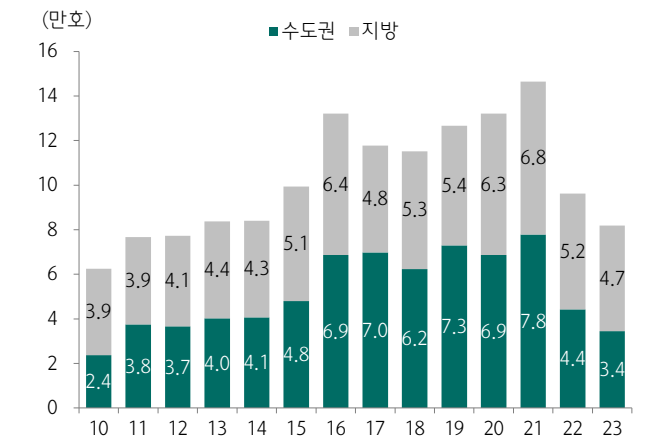
자료: 통계청, 하나증권

도표 5. 유동성(M2) 추이



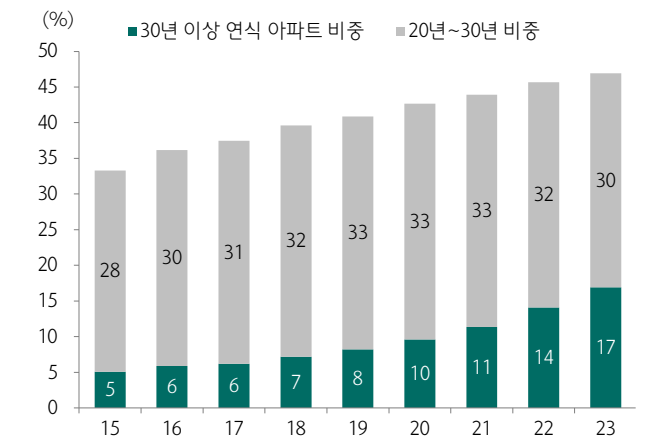
자료: 한국은행, 하나증권

도표 6. 주택 멸실 추이: 평균적으로 9~10만호



자료: 통계청, 하나증권

도표 7. 아파트 연식 추이: 20년 이상 47%

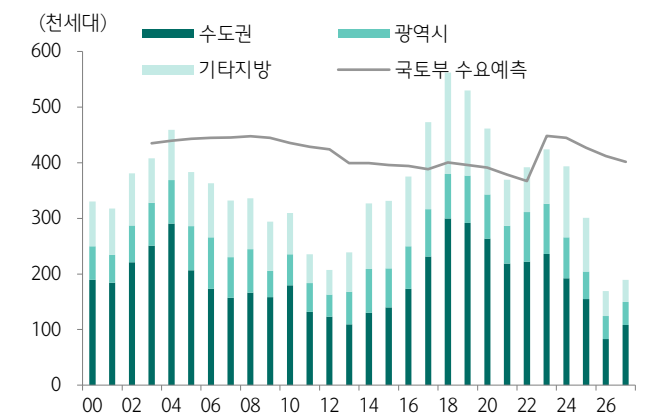


자료: 통계청, 하나증권

2) 주거시장에서 수요와 공급의 경제학적 논리는 통했다

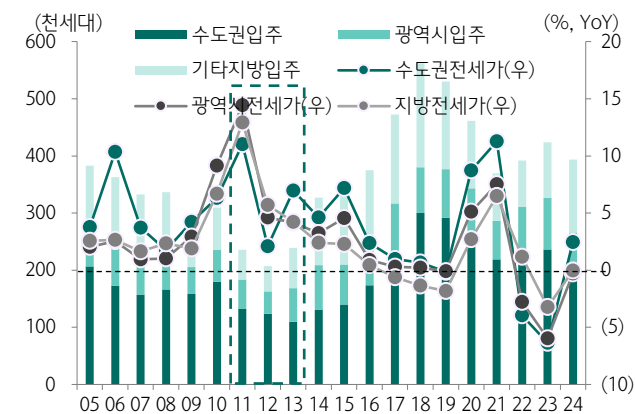
과거 20년간의 주거시장의 수요와 공급, 그리고 거주비용의 추이를 보면, 수요와 공급에 따라 가격이 움직이는 경제 논리를 확인할 수 있다. 수요가 공급보다 많았던 시기(이하 초과수요, 2005년~2016년)와 수요보다 공급이 많았던 시기(이하 초과공급, 2017년~2021년)가 있었다. 초과수요의 시기와 초과공급의 시기의 전세가격을 보면 거주비용이 수요와 공급에 따라 움직였다는 것을 알 수 있다. 특히 공급량의 저점을 찍었던 2011년에서 2013년의 전국 전세가격은 평년 대비 크게 상승했다. 거꾸로 역대 최대 공급량을 자랑했던 2018년과 2019년의 전세가격은 하락하거나 보합권에 머물렀다. 2020년과 2021년은 역사상 최저 금리와 보조금 등에 따른 통화 팽창의 시기로 수요의 영향이 매우 컸던 예외적인 경우다. 다가오는 2025년~2027년은 - 2020년~2021년과 같은 이례적인 사태가 발생하지 않는 한 - 초과수요의 시기로 간주해도 무리가 없어 보인다. 2025~2027년의 주거비는 상승할 것으로 전망하는 배경이다.

도표 8. 초과수요('05~'16)와 초과공급('17~'20)추이와 격차



자료: 국토교통부, REPS, 하나증권

도표 9. 2011~2013년 입주자 부족할 때(feat. 전세대란)



자료: REPS, KB부동산, 하나증권

2. 공급이 왜 부족해졌나

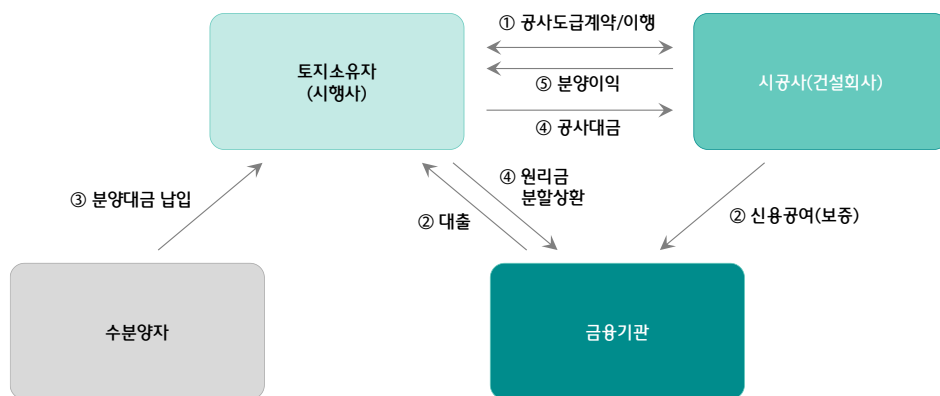
1) 공급은 구매자가 아닌 판매자의 시선으로 봐야 한다

아파트 공급은 부동산 개발사(이하 시행사)가 한다. 건설사는 시행사의 요청(도급 계약)에 따라 지어주는 역할을 할 뿐, 개발을 할지 말지는 시행사의 이해에 달려있다. 물론 구매자도 중요하다. 최종적으로는 청약을 통해 구매를 해줘야 하기 때문이다. 다만, 시행사가 돈이 되지 않는다고 판단하면 개발을 하지 않을 것이다. 결국 시행사는 돈이 되는 가격(분양가)으로 판매(분양)하고, 구매자는 해당 가격으로 매수할지 말지를 결정한다.

문제는 안 팔렸을 때 발생한다. 부동산 개발 시 시행사는 자기 돈(자기자본)으로 모든 사업을 진행하지 않는다. 개발을 위해 땅을 매입할 때 필요한 자금, 사업을 진행하는데 필요한 경비, 분양 이전까지 발생할 공사비 등을 금융기관으로부터 빌린다. 빌린 돈에 대한 원금과 이자 지급은 최종적으로 구매자의 계약금, 중도금, 잔금에서 나온다. 만약 판매가 부진하여 미분양이 발생할 경우, 빌린 돈에 대한 원금과 이자 지급이 어려워지게 된다. ‘돈맥경화’로 인한 사망(시행사 파산)선고가 내려지게 된다.

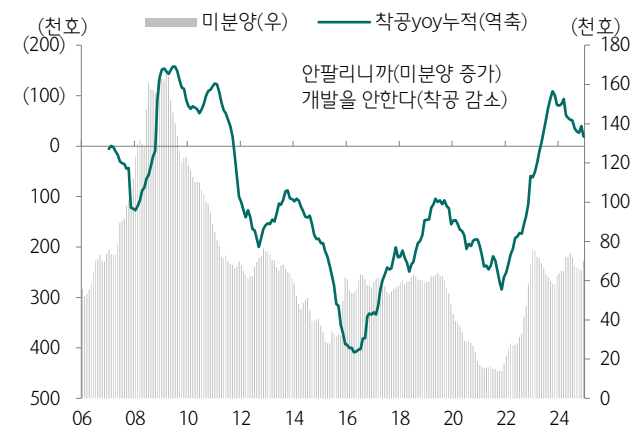
따라서 시행사는 토지매입 가격, 공사비, 사업경비, 이자 등의 비용과 자신이 가져갈 이익을 고려하여 분양가격(판매가)의 하한을 결정한다. 그리고 구매자가 비싸다고 여기지 않을, 판매가 모두 가능할 것으로 여겨지는 금액으로 분양 가격의 상한을 결정한다.

도표 10. 주거용 부동산 개발 방식



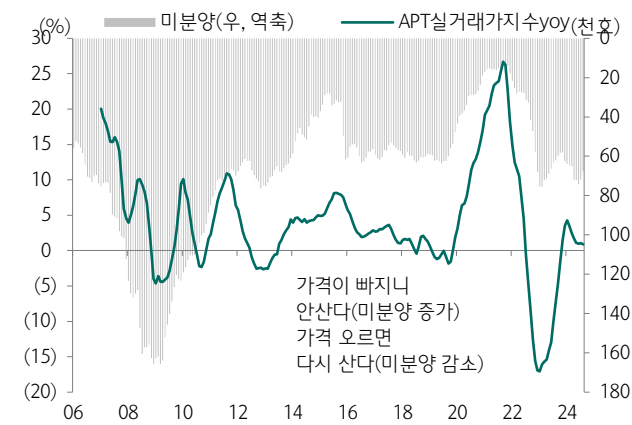
자료: 하나증권

도표 11. 안팔리니까 개발 안한다



자료: 국토교통부, 하나증권

도표 12. 매매가격이 떨어질 것 같으면 청약 안한다



자료: 국토교통부, 한국부동산원, 하나증권

2) 비용 올라 판매가격 올리면 안 팔려서 망하니, 안 짓겠다

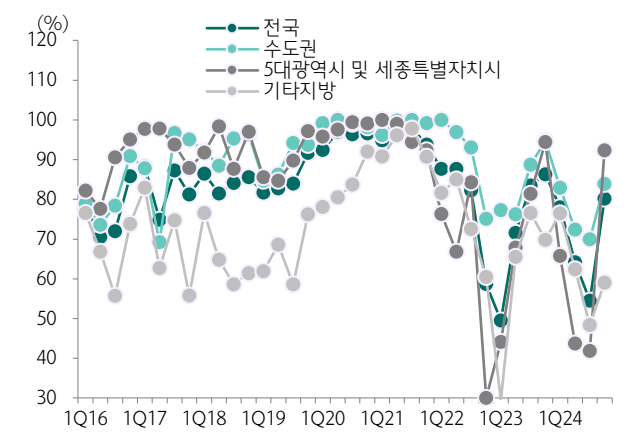
2020년 코로나와 파격적 금리 인하 이후 발생한 전세계적인 인플레이션은 건설업에도 영향을 미쳤다. 2020년말과 4년이 지난 지금을 비교했을 때, 토지비는 10.2%, 공사비는 26.7% 상승했다. 공사비는 인건비가 20.9% 증가한 영향이 컸다. 시행사가 이익을 내려면 오른 비용만큼 판매가를 올려야 했다. 이에 따라 분양가는 48.6% 상승했다. 하지만 구매자 입장에서 주변 시세가 4년 동안 3.2% 상승했는데, 48.6%가 오른 신축 분양을 계약하기엔 너무나 비싸게 느껴질 수밖에 없다. 특히 금리가 빠르게 상승하기 시작한 2022년부터는 아파트 가격이 하락하면서, 분양가격과 시세와의 괴리가 더 크게 나타났다. 비싸다고 여긴 구매자들은 안 사기 시작했고, 2022년 하반기부터 미분양이 증가했다. 이런 환경을 지켜본 시행사들은 하고 죽느니 안 하고 버틴다는 선택을 했고, 이는 2023년부터 착공 감소로 이어진다. 아파트 공사를 시작해서 완성하는 데까지 걸리는 시간이 3년에서 3년 반 정도 소요된다. 2023년부터의 착공 감소는 곧 2026년부터의 입주 감소로 연결된다.

도표 13. 20년말 대비 24년: 비용 증가에 비해 적은 매매가 상승



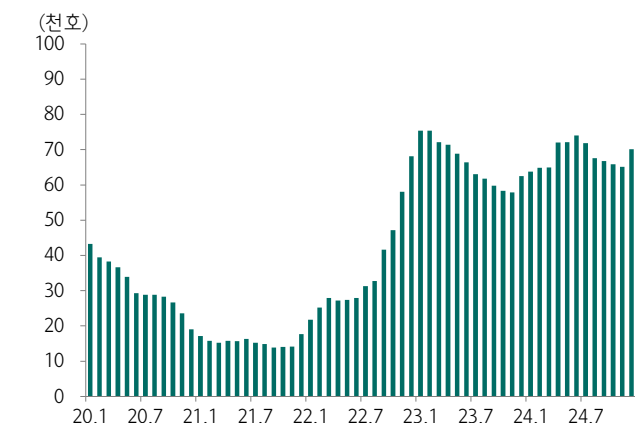
자료: 국토교통부, 한국부동산원, 통계청, 한국은행, 하나증권

도표 14. 초기분양률: 분양가 48.6% 올리니, 안사요



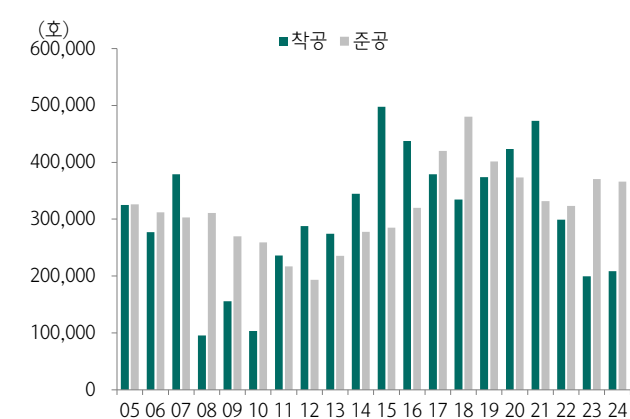
자료: 통계청, 하나증권

도표 15. 미분양: 22년 하반기부터 본격적으로 안 팔리기 시작



자료: 국토교통부, 하나증권

도표 16. 아파트 착공: 2022년 하반기부터 안 짓기 시작



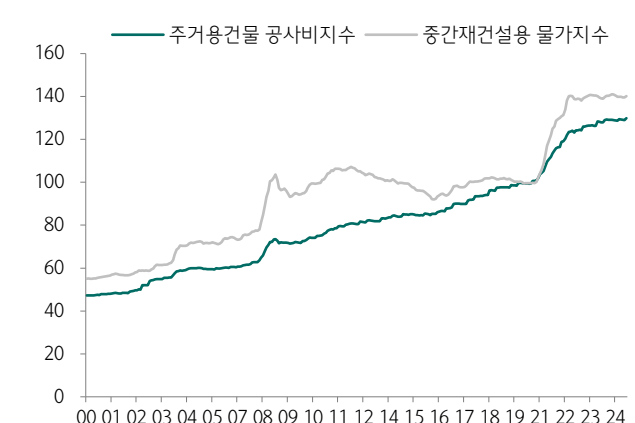
자료: 국토교통부, 하나증권

3) 공사비가 내려가기를 희망하나, 과거 내려간 적이 없다

원자재 가격이 내려가서 자재가격이 하락하면 공사비도 떨어지고, 그러면 시행사가 숨통이 트일 수 있지 않겠냐 싶겠지만, 자재가격이 떨어진 적은 있어도 공사비가 떨어진 적은 없다. 그 이유는 인건비가 떨어지지 않기 때문이다. 자재가 전체 원가에서 차지하는 비중은 30% 내외이며, 인건비가 차지하는 비중이 더 높다. 역사적으로 공사비가 떨어진 적은 없는 것은 자재가격이 다소 하락한다고 해서, 인건비의 상승을 만회하고도 남을 정도는 아니었다는 의미다.

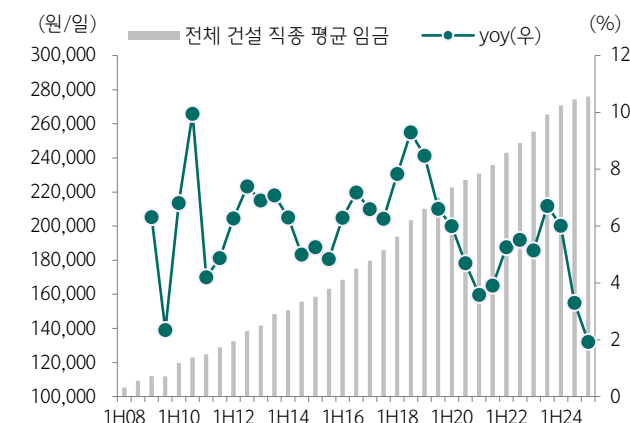
시행사가 다시 개발을 해야겠다는 생각이 들게 만드는 것은 결국 시세의 상승밖에 없다. 올린 분양가를 구매자가 살 수 있는 환경, 비싸다고 여기지 않을 환경이 조성되어야, 착공이 증가한다. 화두는 다시 돌고 돌아 매매가 상승이다. 매매가가 상승하기 전까지 시행사는 공급을 할 수 없다. 공급을 못하면 매매가는 상승한다. 이 연결고리를 벗어나려면 획기적으로 건축비가 낮아질 수 있는 신기술(건설로봇 SCV)이 나타나거나, 경제 논리를 벗어나 공급하면 된다(공공의 영역).

도표 17. 자재가격은 떨어진 적 있어도, 공사비는 떨어진 적이 없다



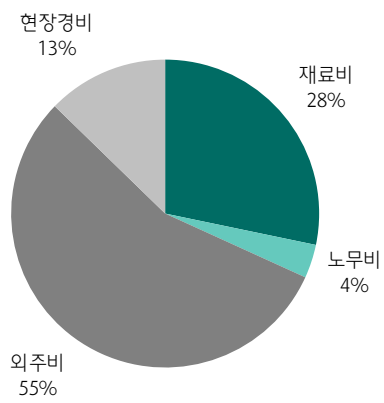
자료: 통계청, 하나증권

도표 18. 인건비가 떨어지지 않아



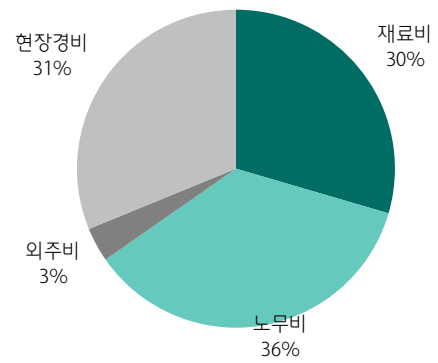
자료: 통계청, 하나증권

도표 19. 원도급사의 원가 구성: 절반 이상이 외주비



자료: 통계청, 하나증권

도표 20. 하도급사(외주사)의 원가 구성: 결국은 인건비



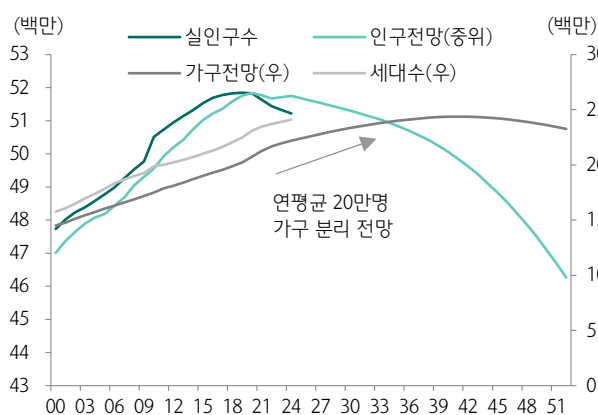
자료: 통계청, 하나증권

3. 인구가 감소하는데 가격이 오르나

1) 서울은 인구가 감소하는데 가격은 오른다

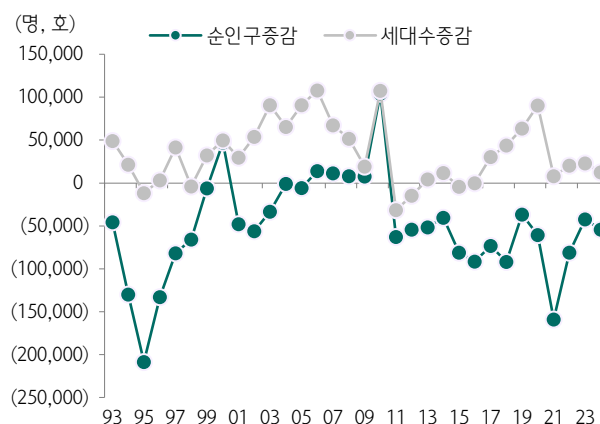
부동산 주거시장의 수요에서 중요한 것은 인구가 아니라 가구수다. 인구가 감소하는데 가격이 오르나는 질문에 서울 인구는 감소했는데 가격은 역대급으로 올랐다고 답변이 가능하다. 2006년 천만 도시가 된 이후로, 현재 930만 도시가 되었으며, 이 추세라면 앞자리가 8로 바뀔 수 있다. 서울은 특별해라고 말하기엔 세대수로 서울 주거시장의 수요 증가에 대한 설명이 가능하다. 통계청은 가구는 2041년까지 연평균 20만호가 분리할 것으로 보고 있으며, 이는 부동산 시장의 수요 중 한 축이 2041년까지는 증가하는 것으로 가정해도 된다는 의미다.

도표 21. 인구는 감소하나 가구는 증가한다



자료: 통계청, 하나증권

도표 22. 서울 인구와 세대수: 매년 인구는 감소, 세대수는 증가



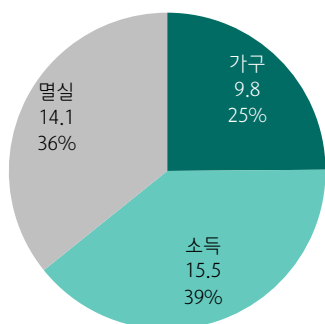
자료: 통계청, 하나증권

2) 16년 동안 가구 증가의 배경에는 독립하지 않은 20~34세 410만명이 있다

여그로를 끌기 위해 서울의 예시를 들었지만, 국토교통부에서도 주택 수요를 전망할 때, 인구가 아닌 가구수를 기반으로 전망한다. 출생률이 매우 낮아 인구 감소가 예상되는 상황에서 향후 16년 동안 가구가 증가할 수 있는 배경에는 독립하지 않은 20~34세의 청년들 410만명이 있기 때문이다. 켄거루족이 언제까지 지속될 지에 대한 논의는 차치하고, 이들의 독립, 더 나아가 장기적으로 15~19세 190만명의 독립이 가구수 증가의 배경이다.

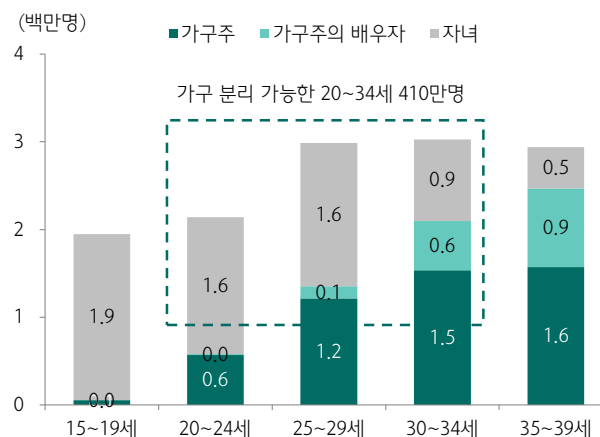
도표 23. 국토교통부 약 40만호 주택 수요 전망 구성 요소

(만호)



자료: 국토교통부, 하나증권

도표 24. 향후 16년간 가구 증가의 배경: 독립 안 한 410만명



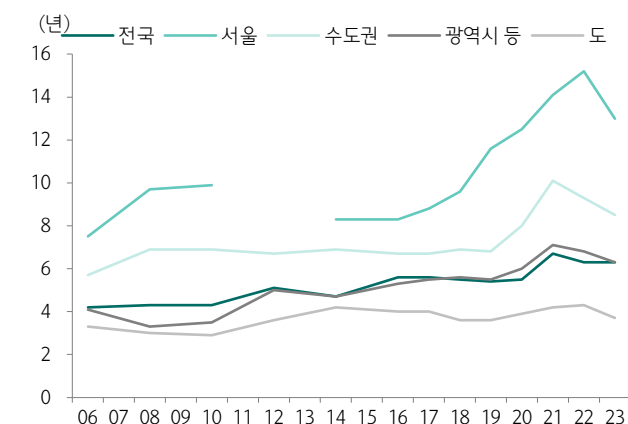
자료: 통계청, 하나증권

4. 지금도 주거비는 비싸지 않나

1) 전월세는 상대적으로 싸다

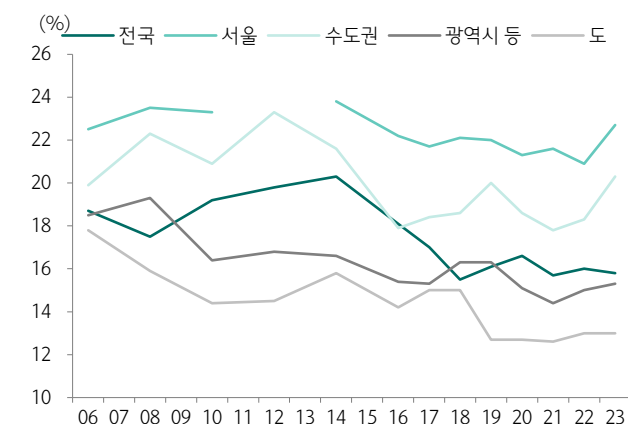
우리나라의 주거비는 과거 대비로도 해외 비교로도 싸다. 주택임대료비율(Rent to Income Ratio, 이하 RIR)을 통해 월 소득 중 얼마나 주거비로 지출하고 있는지의 정도와, 지역별 혹은 국가별 비교를 통해 얼마나 비싸고 저렴한지를 확인할 수 있다. 현재 RIR은 과거에 비해 낮은 수준이다. 그동안 전월세 가격의 상승보다 월소득의 상승이 더 높았다는 의미다. 그리고 우리나라 전국 평균 RIR은 16%로 OECD 국가 평균 대비 23% 저렴하다. 가장 주거비가 비싸다고 할 수 있는 서울의 RIR은 22.7%로 월 소득의 4분의 1 수준을 주거비로 지출하고 있다. 이는 OECD 평균 수준인 21%와 유사한 수치다. OECD 평균이 전국 기준인 것을 감안했을 때, 도시화율이 높고 인구밀도도 높으며, 일자리가 풍부한, 한 국가의 수도의 RIR이 22.7%라는 것은 저렴하다고 여길 법하다. 해외의 경우, 미국은 RIR이 30%이상 지출될 경우 과도한 주거부담으로 정의하고 있으며, 영국과 스위스는 25%, 호주는 25~30%를 기준으로 삼는다.

도표 25. PIR: 비싼 서울, 조금 비싼 수도권, 안 비싼 지방



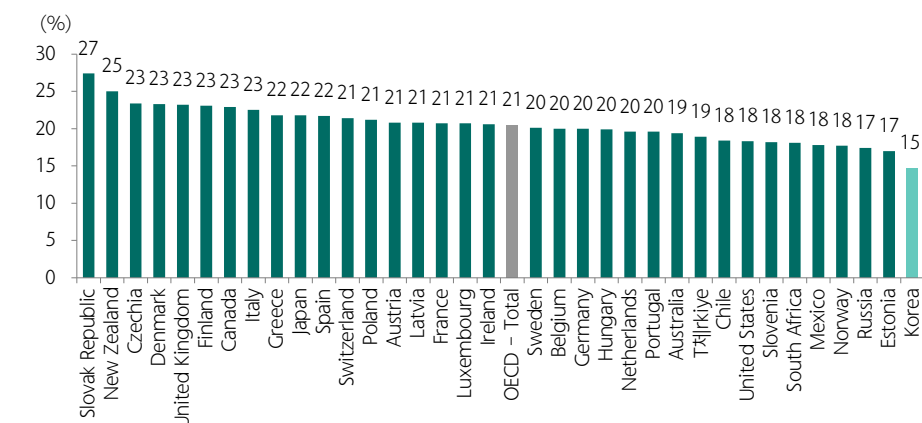
주: PIR= Price Income Ratio로 매매가/연간소득
자료: 주거실태조사, 하나증권

도표 26. RIR: 전국 16%, 서울 22.7% 싸다 싸



주: RIR= Rent Income Ratio로 주택임대료/월소득
자료: 주거실태조사, 하나증권

도표 27. OECD RIR에서 한국의 주거비는 매우 싼 편이다



자료: OECD, 하나증권

2) 주거비가 싼 이유는 전세 제도가 있어서다

우리나라의 거주비가 저렴한 데에는 전세제도를 이유로 많이 든다. 통상적인 임대는 월세를 기준으로 하는데, 월세 가격의 책정 방식은 매입가격 $\times$ 요구수익률이다. 하지만 전세제도가 있는 우리나라에서의 월세 가격의 책정 방식은 전세가격 $\times$ 전월세전환율이다. 전월세전환율은 임차인이 전세보증금을 대출로 받았을 때 내는 이자율과 비교된다. 임차인은 월세와 전세 중 상대적으로 저렴한 것을 선택하게 되는데, 전세대출 이자와 월세 사이를 비교한다. 임차인들이 인식하는 월세의 가격 수준은 매입가격 $\times$ 요구수익률이 아닌 전세금 $\times$ 전월세 전환율(=전세대출 이자율)이어서, 월세가격이 매입가격이 아닌 전세가격과 연동되었다. 전세로 인해 월세의 요구수익률이 낮게 책정되면서, 임대 가격이 저렴하게 책정된다.

그리고 수익률의 관점에서도 전세가 월세보다 유리하다. 현재 임대시장은 임대수익보다 시세차익을 통한 자본이득(Capital Gain)의 수익률이 더 높다. 왜냐하면 세금의 차이 때문이다. 월세 임대소득은 -보유주택이 기준시가 12억 미만 1채에 대해 월세를 받는 경우가 아니라면- 과세 대상이 된다. 특히 월세소득이 연간 2천만원을 상회하는 경우 종합소득세 과세 대상이다. 반면 전세는 비소형 주택(전용 40m² 이상)을 3채 이상 보유한 경우에만 간주임대료로 과세 대상이 된다. 예를 들어 1채를 보유하고 있는 가구가 1채를 추가 매입하여 임대료 월세를 냈을 경우, 해당 월세는 과세 대상이 된다. 반면 전세를 끼고 매입했을 경우에는 과세 대상이 아니다. 여기에 전세를 끼고 매수하는 것(갭투자)은 레버리지를 활용하는 것과 같아서, 월세 임대에 비해 적은 자본으로 더 높은 자본이득율을 누릴 수 있다. 따라서 부동산 임대 시장은 임대소득을 통한 수익보다는 차익실현을 통한 수익에 더 집중할 수밖에 없는 환경이다.

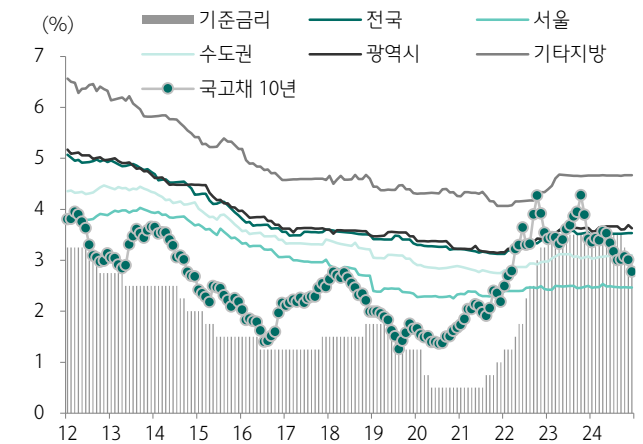
국고채 10년물 금리와 임대수익률을 비교해보면, 현재 임대수익률이 낮은 상황이라는 것을 확인할 수 있다. 임대수익률을 전세가율(전세가/매매가)에 전월세전환율(연환산월세/(전세가-보증금))을 곱하여 추산했는데, 서울의 임대수익률은 10년물 국채 금리보다도 낮다. 심지어 추산한 임대수익률이 보유세(재산세, 종부세)를 제외한 숫자라는 것을 감안하면, 실질적인 임대수익률은 더 낮은 상황이다. 임대수익률과 10년물 국채금리 간 스프레드 추이를 보더라도 현재 스프레드는 평년 대비 축소되어 있는 상황이다. 이러면 둘 중 하나다. 매입가격이 싸지거나 거주비용이 오르거나다.

도표 28. 월세는 과세대상, 전세는 3채 이상일때만 과세대상(간주임대료)



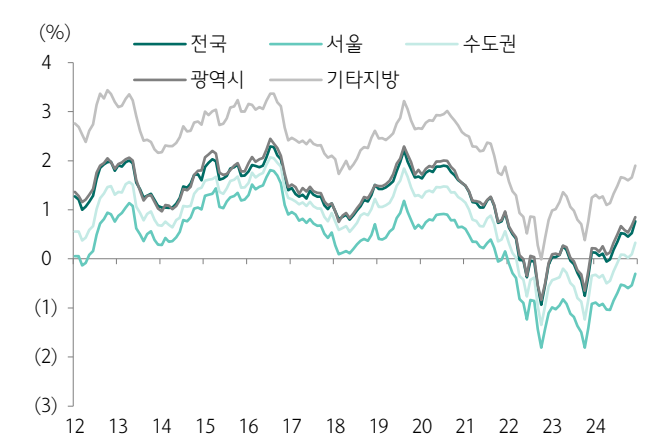
자료: 통계청

도표 29. 금리와 임대수익률: 10년 국채금리보다 낮아진 서울 월세수익률



주: 임대수익률 = 전세가율 x 전월세전환율로 계산
 자료: 한국부동산원, 한국은행, 하나증권 추정

도표 30. 과거 대비 상대적으로 낮아진 월세 수익률(스프레드 축소)

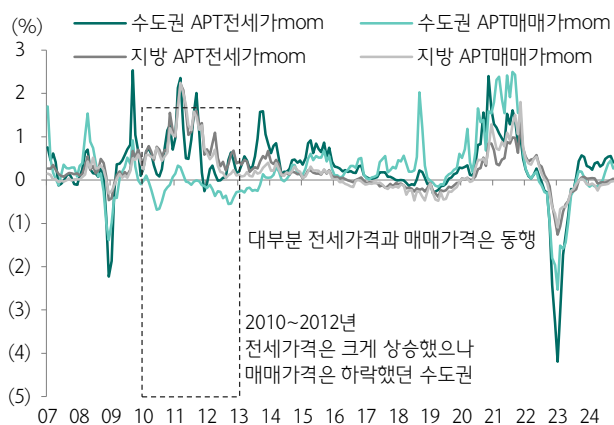


주: 스프레드 = 지역별 임대수익률 - 10년 국채금리 이자율
 자료: 한국부동산원, 한국은행, 하나증권 추정

3) 전월세 가격이 오르면 매매가격도 오른다

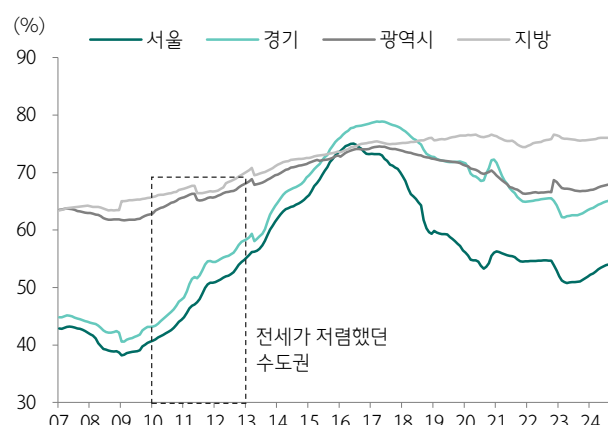
실거주비(전월세 가격)이 상승하면, 이는 매매가 상승으로 이어진다. 왜냐하면 주거 관련 의사결정 할 때, 주택 소유 비용(살 때)과 임차비용(빌릴 때) 중 ‘상대적’으로 저렴한 것을 선택하기 때문이다. 주택 매입 시에는 투입된 자기자본(내 돈)의 기회비용, 차입한 타인 자본(빌린 돈)의 금융비용, 주택의 감가상각비 및 유지보수비, 세금 등의 소유 비용이 있으며, 주택 가격 변동에 따른 자본이득 또한 고려한다(이하 사용자비용). 임차 비용은 임대인이 부담하는 비용과 일치하는 지점에서 결정된다. 시장에서 사용자비용이 임차비용보다 크다면, 임차를 선택할 것이고, 사용자비용이 임차비용보다 작다면 집을 구매하게 될 것이다. 이렇듯 임대차시장의 가격은 매매시장의 수요와 연계되어 있다. 전월세 가격이 상승하면 매매시장의 수요 증가로 이어져, 매매가 상승에 영향을 줄 수 있다. 반대로 전월세 가격이 하락하면 매매보다는 임차를 선택하는 것이 유리하기 때문에, 매매 수요 감소로 이어질 수 있다.

도표 31. 아파트 전세가와 매매가 추이를 보면 동일하게 움직인다



자료: KB부동산, 하나증권

도표 32. 2010~2012년 수도권은 전세가 너무 싸서, 매매 전환이 안됐다



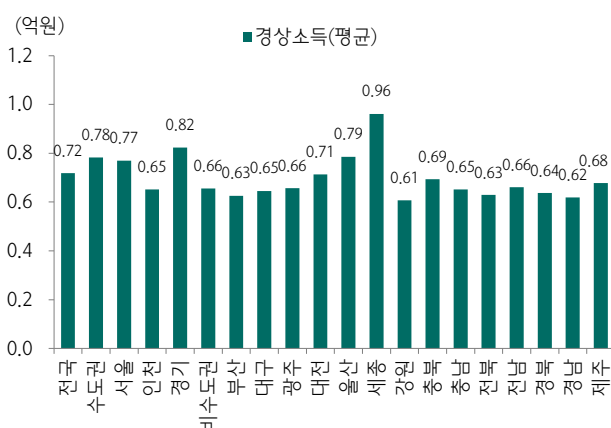
자료: KB부동산, 하나증권

5. 집이 이렇게 비싼데 살 수 있나

1) 비싸 '보일'뿐

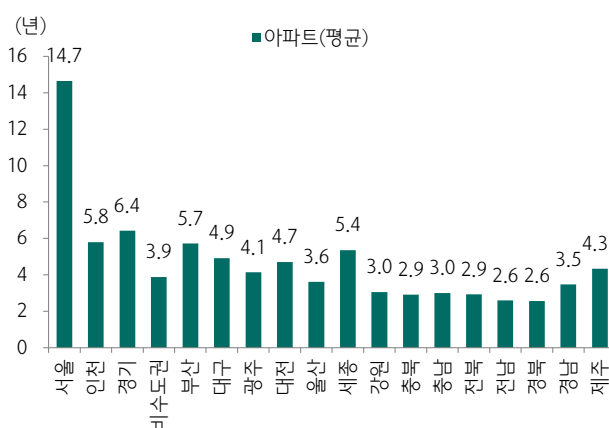
뉴스에 노출되는 아파트의 가격이 자극적으로 비싸기에, 집은 비싸다라는 인식을 갖을 수 있다. 하지만 실상 아파트 가격은 생각보다 비싸지 않다. 우리나라의 부는 축적되었으며 소득도 높아졌다. 전국 연평균 가구 소득은 7,200만원 수준이며, 지역별 편차는 존재하지만 가장 가구소득이 낮은 지역도 평균 연 6,100만원만큼 번다. 지역별 평균 아파트 가격을 기준으로 보면 짧게는 2.6년에서 평균 5년 동안의 소득으로 아파트를 살 수 있다. 이는 아직 자산이 축적되지 않은 사회초년생을 기준으로 삼은 것이고, 평균적으로 가구당 순자산은 2.4억원이다. 보유한 순자산에 앞으로 모을 돈까지 고려했을 때, 아파트는 충분히 살 만한 가격에 있다. 주거실태조사에서 집계된 생애최초 주택 마련 연수는 전국 평균 7.7년이다(수도권 8.9년, 도지역 6.5년). 소득 상위 20%에 해당하는 가구도 평균 7.8년이다. 경상 소득에서 고정 지출을 제외하고 저축한다고 가정했을 때, 약 7.7년이면 모은 돈으로 아파트를 살 수 있다.

도표 33. 가구당 제일 못 벌어도 평균 연간 6천만원의 소득이다



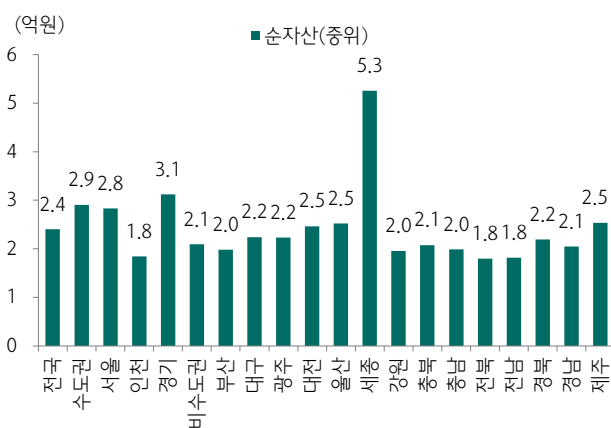
자료: 통계청, 하나증권

도표 34. 가구당 소득대비 아파트가격: 서울외 지역은 여전히 살만 하다



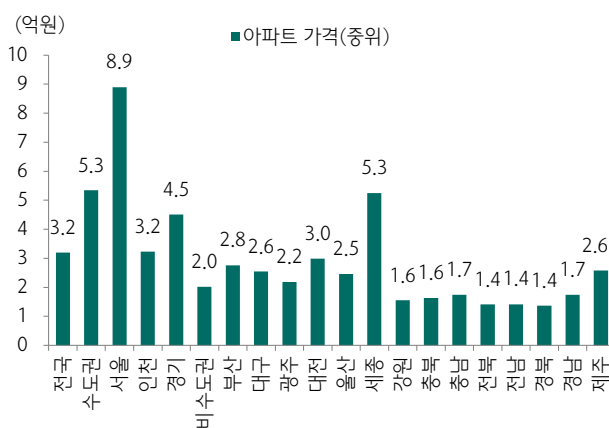
자료: 통계청, 하나증권

도표 35. 아파트를 무일푼으로 사진 않는다



자료: 통계청, 하나증권

도표 36. 순자산 규모로 생각하면 매우 살만 하다

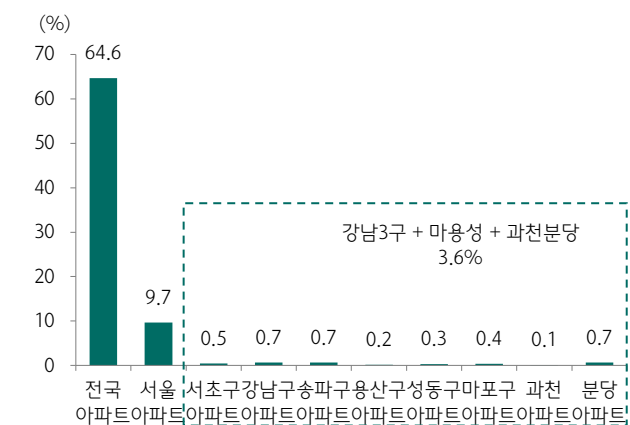


자료: 통계청, 하나증권

2) 서울은 서울의 형편이 있다

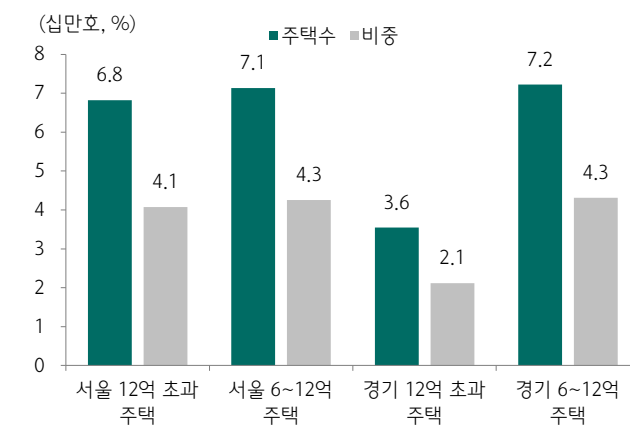
서울에 3.3m²(평)당 1억원의 아파트를 누가 사는 건가 싶겠지만, 형편에 맞는 사람이 사는 것이다. 상위 2%(강남3구 아파트)와 상위 10%(서울 아파트)의 시장을 전체로 확대 해석하는 것은 금물이다. 시장을 구분 지어서 봐야 한다. 상위 2%와 상위 10%의 시장은 상위 2%, 상위 10%의 구매자의 영역이며, 그들의 형편에 맞추어 비싼지 싼지를 판단해야 한다. 통계청에서 집계된 가구 중위소득을 보면, 상위 10%의 가구 소득은 약 1.8억원이다. 이를 기준으로 서울의 중위아파트가격을 보면 PIR이 4.9년이 나온다. 순자산을 보면 상위 10% 가구의 순자산(중위)은 9.8억원이다. 서울의 아파트 중위가격이 8.9억원으로, 상위 10%에게 서울 내 갈아타기는 쉽다. 이는 상위로 갈수록 격차는 더 벌어진다(난쟁이행렬). 평균값(순자산 13.7억원)이 중위값(순자산 9.8억원)보다 높은 것은 상위로 갈수록 금액이 커지는 속도가 빠르다는 의미다. 국세청에서 집계된 '개인' 소득 상위 10%의 통계를 보면 시각적으로 확인이 가능하다(도표44).

도표 37. 서울의 아파트는 전국 주택의 9.7%이며, 비싼 지역은 3.6%다



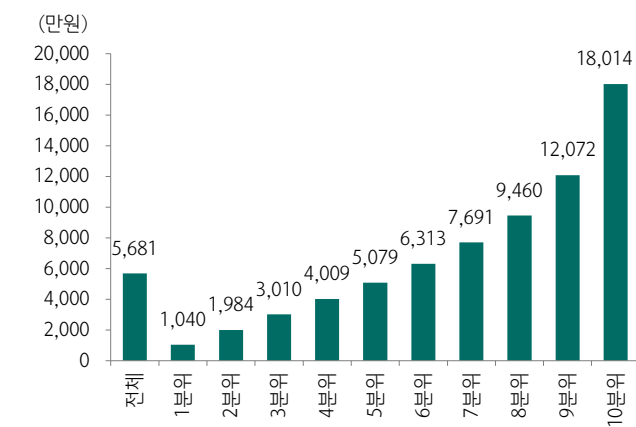
자료: 통계청, 하나증권

도표 38. 서울경기 12억이 넘는 고가 주택은 전체 주택의 6.1% 수준



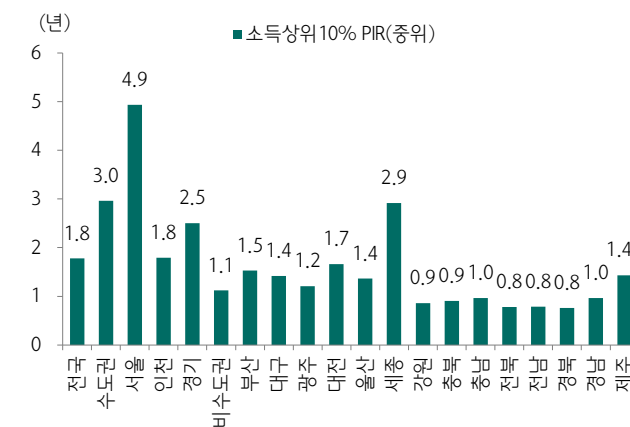
자료: 통계청, 하나증권

도표 39. 상위 10%의 가구의 중위 소득은 1.8억원



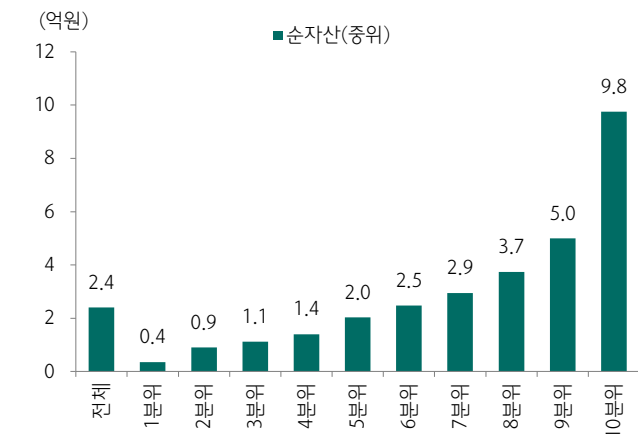
자료: 통계청, 하나증권

도표 40. 소득상위 10%의 가구에게 서울은 PIR 4.9년이다



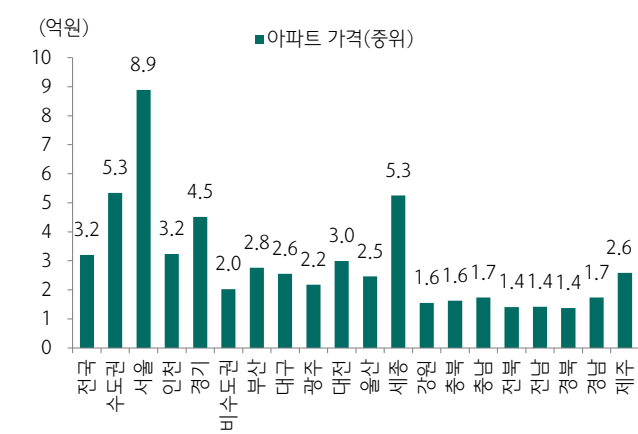
자료: 통계청, 하나증권

도표 41. 상위 10%의 가구의 중위 순자산은 9.8억원



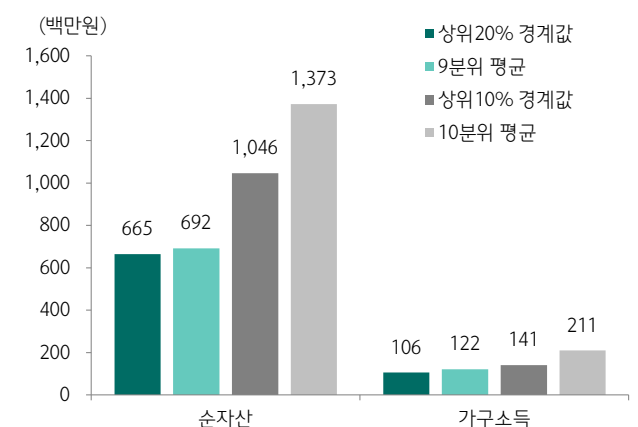
자료: 통계청, 하나증권

도표 42. 상위 10%가 서울 내 갈아타기는 쉽다



자료: 통계청, 하나증권

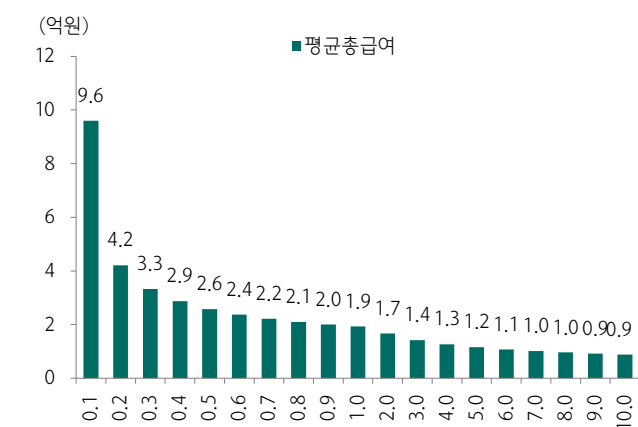
도표 43. 상위로 더 올라갈수록 격차는 더 커진다



주: 경계값은 각 분위의 가장 끝을 말한다

자료: 통계청, 하나증권

도표 44. 상위로 더 올라갈수록 격차는 더 커진다(심지어 개인별이다)



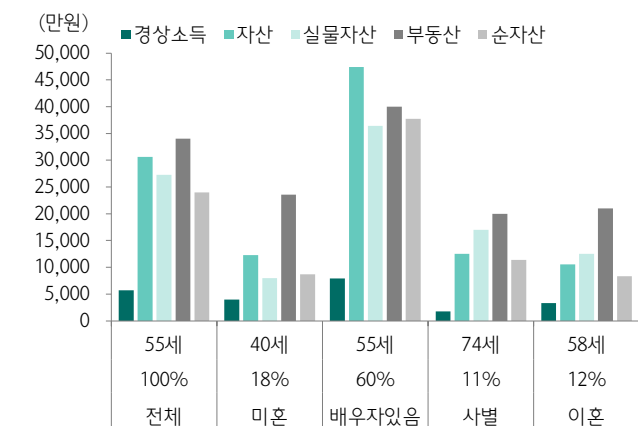
주: x축은 상위%이며, y축은 개인 평균총급여(가구당 X)

자료: 통계청, 하나증권

3) 사회초년생이 아파트를 사는 것은 당연하지 않다

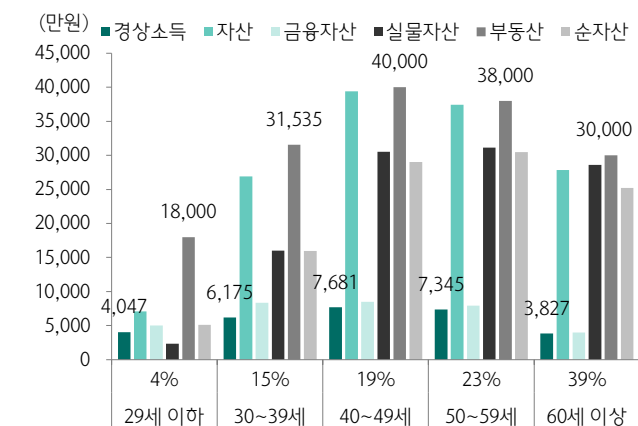
집을 본격적으로 사는 것은 20대의 사회초년생이 아닌 30대이며, 40대까지 활발하게 거래하다가 50대부터 감소한다. 미혼인 사회 초년생의 소득과 자산으로는 당장 주택을 구매하기가 어려운 현실이다. 소득이 본격적으로 상승하고, 자산이 제법 쌓이는 30~40대에 들어서야 주택 구매가 현실적으로 가능해진다. 그리고 미혼 솔로가 아파트를 구매하는 것은 어렵다. 혼인을 통해 소득과 자산을 합쳐야 주택 구매가 가능해진다. 그렇게 생애 최초로 구매하는 시기는 무주택 가구주가 된 지 평균 7.7년이다. 다만 사회초년생의 소득 증가 속도와 자산 축적 속도가 아파트 가격이 상승하는 속도보다 빠르다는 가정이 깔려있다. 이러한 가정이 깨지는 것을 경험한 20~30대(2019년~2022년)는 '영끌'이라는 방식으로 주택을 구매하는 것이다.

도표 45. 혼자보다는 둘이 편하다



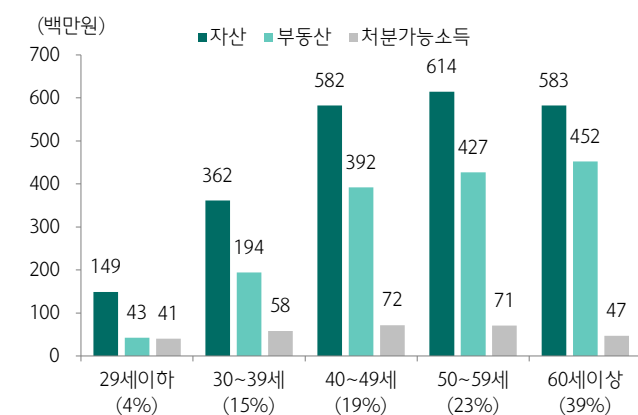
자료: 통계청, 하나증권

도표 46. 30대부터 시작이다



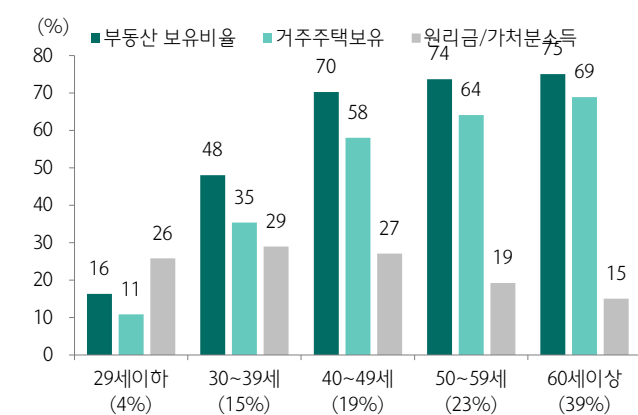
자료: 통계청, 하나증권

도표 47. 자산에서 부동산의 비중이 높다



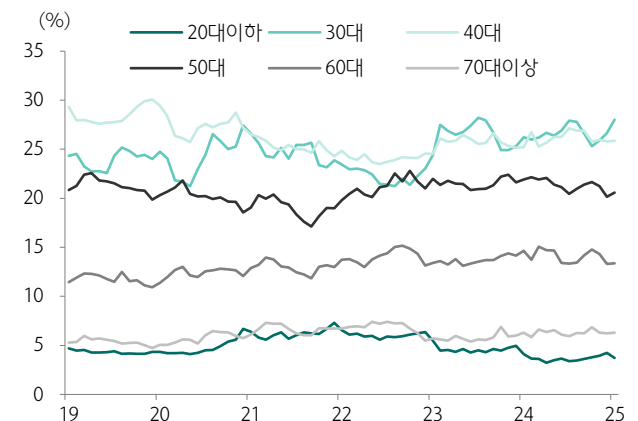
자료: 통계청, 하나증권

도표 48. 40대 이상의 부동산 보유 가구 비율은 70%다



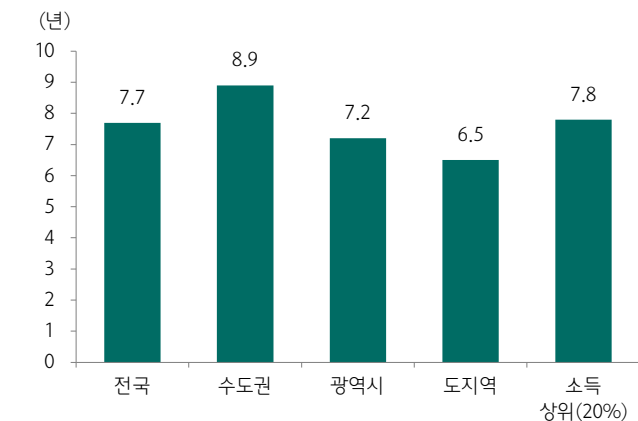
자료: 통계청, 하나증권

도표 49. 전국 매매거래: 30대와 40대가 가장 활발하며 50대까지 거래



자료: 통계청, 하나증권

도표 50. 평균 생애최초 주택마련 소요 연수: 7.7년



자료: 통계청, 하나증권

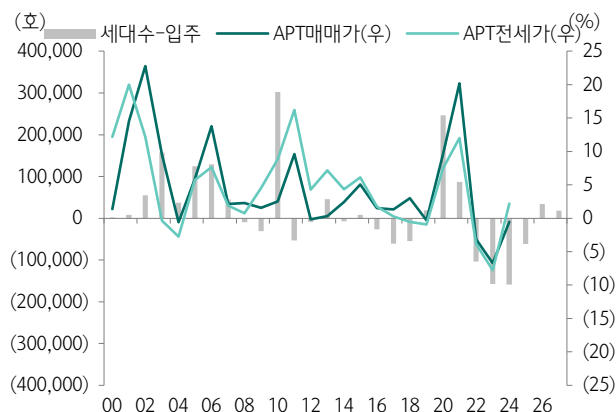
6. 지방도 오를 수 있을까

1) 지방도 수요와 공급으로 설명 가능하다

지방의 가격도 각 지역의 수요와 공급으로 설명 가능하다. 지방도 경제학적 논리가 적용되며, 초과수요 시장에서는 전세가격과 매매가격이 상승했으며, 초과공급시장에서는 하락하거나 보합의 모습을 보였다. 다만, 도표 49~54번의 그래프에서 수요를 세대수 증감에만, 공급을 입주에만 국한시켰기에 완벽한 설명이 되지 못한다. 수요에는 가구수 증감뿐 아니라 소득 요인 및 멸실 요인(+노후화)을 고려해야하기 때문이다. 세대수 증감과 입주세대수로만 고려했음에도 초과수요, 초과공급에 따라 가격이 움직이는 것을 확인할 수 있다.

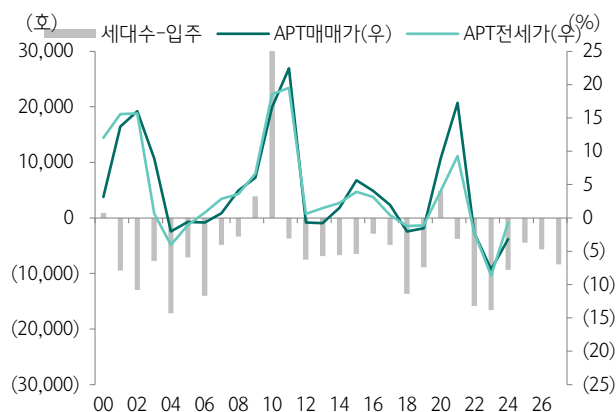
추가로, 지역별로 수요와 공급을 볼 때는 지역간 연계 가능성도 고려해야 한다. 예를 들어 서울의 가격을 전망하기 위해서는 서울만의 수요와 공급을 보기보다는, 이사 및 이동이 활발한 인천과 경기의 수요 및 공급을 같이 고려해야 할 필요가 있다. 특히 서울과 광역시의 경우 도심이 노후화되고 주변에 신도시가 개발되면서 그러한 현상이 심해졌다.

도표 51. 전국: 초과수요 및 초과공급이 크게 나타날 때 크게 튀었다



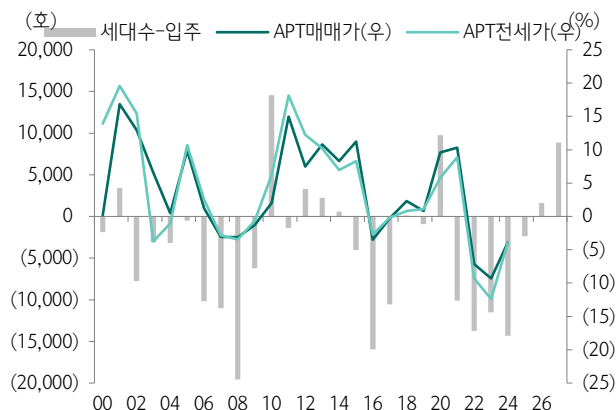
주: 2025~2027년 세대수 증감은 2024년 세대수 증감과 동일하게 가정
자료: KB부동산, 통계청, REPS, 하나증권

도표 52. 부산: 전반적으로 매년 초과공급시장



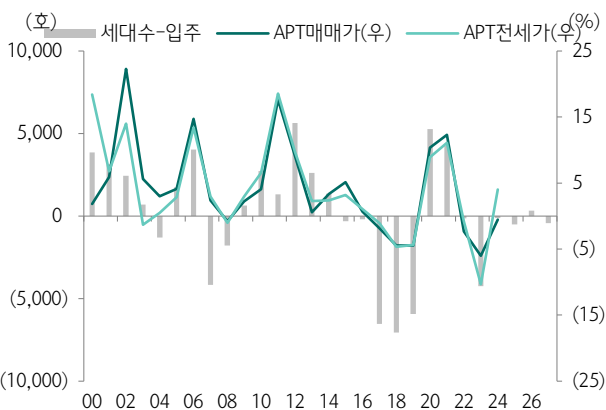
주: 2025~2027년 세대수 증감은 2024년 세대수 증감과 동일하게 가정
자료: KB부동산, 통계청, REPS, 하나증권

도표 53. 대구: 수요와 공급에 따라 가격 드라이빙이 확실



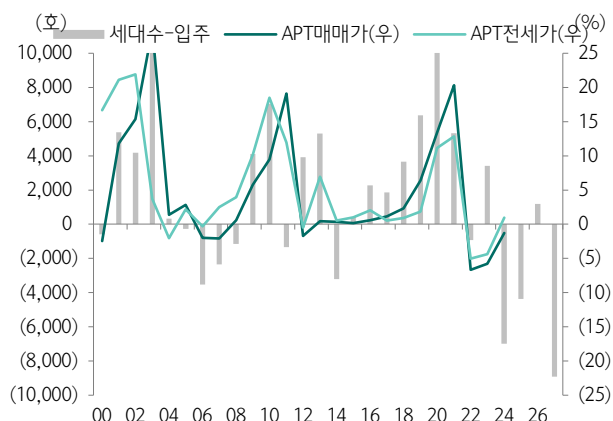
주: 2025~2027년 세대수 증감은 2024년 세대수 증감과 동일하게 가정
자료: KB부동산, 통계청, REPS, 하나증권

도표 54. 울산: 대구와 같이 수요-공급 논리로 움직인다



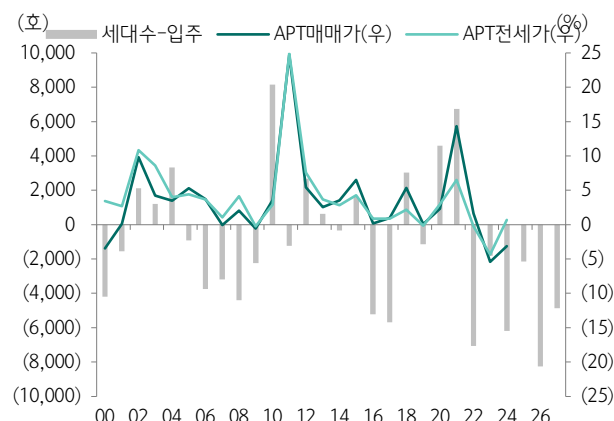
주: 2025~2027년 세대수 증감은 2024년 세대수 증감과 동일하게 가정
자료: KB부동산, 통계청, REPS, 하나증권

도표 55. 대전: 초과수요 시장이 매우 두드러지게 나타났던 지역



주: 2025~2027년 세대수 증감은 2024년 세대수 증감과 동일하게 가정
자료: KB부동산, 통계청, REPS, 하나증권

도표 56. 광주: 부산과 유사하나, 초과공급에서는 보합



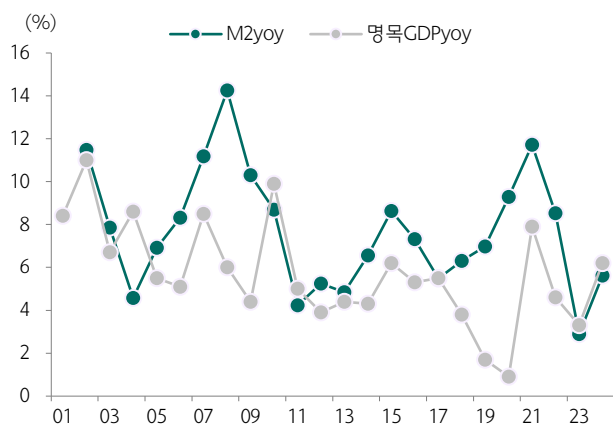
주: 2025~2027년 세대수 증감은 2024년 세대수 증감과 동일하게 가정
자료: KB부동산, 통계청, REPS, 하나증권

2) 세대수 증감과 입주세대수의 차이가 양의 값이면, 초과수요로 간주 가능하다

부동산 시장의 수요 요인에서 소득과 멸실 요인은 양의 값(+)의 형태로 나타난다. 국민 소득은 통화량 증가에 따른 명목 가격 증가와 GDP 성장에 따른 소득 증가가 나타나기 때문이다. 멸실 요인의 경우 주택의 노후화는 시간이 지날수록 계속되고 있고, 이에 따른 재개발, 재건축 수요에 따라 꾸준하게 혹은 증가하는 흐름을 전망하기 때문이다.

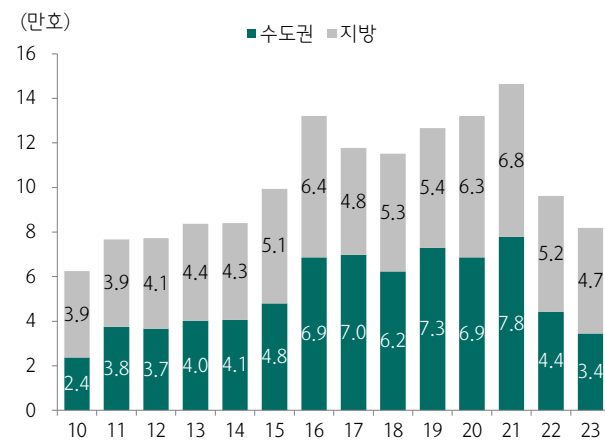
따라서 세대수의 증감과 입주세대수와의 차이가 양의 값(+)을 갖는다면, 시장이 초과수요 상황으로 간주 가능하다. 가격이 상승하는 방향으로 전망해도 무리가 없다. 권역별 세대수 증감과 입주의 차이를 추산했을 때, 양의 값을 갖는 지역이 있다. 2026년부터 수도권, 대구 경북, 충청권은 양의 값을 갖는 지역으로, 지역내 가격이 상승할 여지가 있다.

도표 57. 유동성과 명목GDP의 증가율: 항상 증가



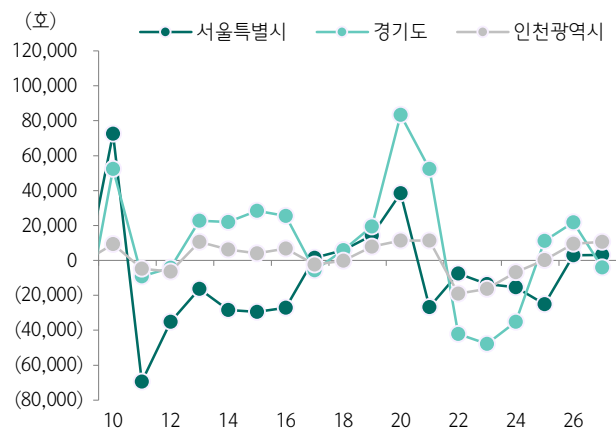
자료: 한국은행, 하나증권

도표 58. 멸실 주택: 2010~2021년까지 증가



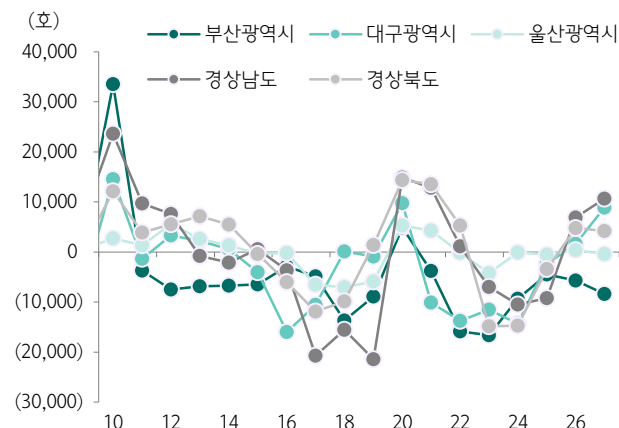
자료: 통계청, 하나증권

도표 59. 수도권 세대수-APT입주수: 26년부터 양의 값



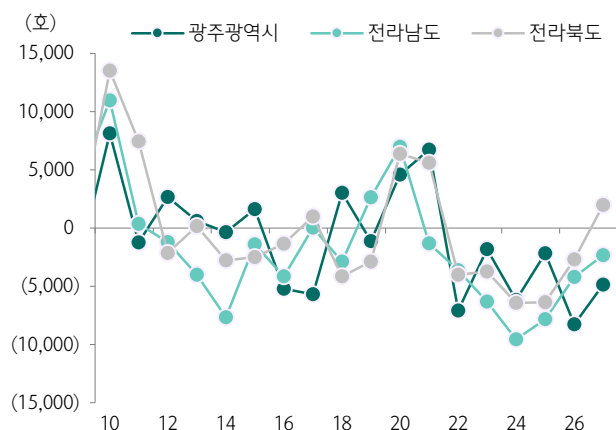
주: 2025~2027년 세대수 증감은 2024년 세대수 증감과 동일하게 가정
자료: 통계청, REPS, 하나증권

도표 60. 경상 세대수-APT입주수: 26년부터 대구경북 양의 값



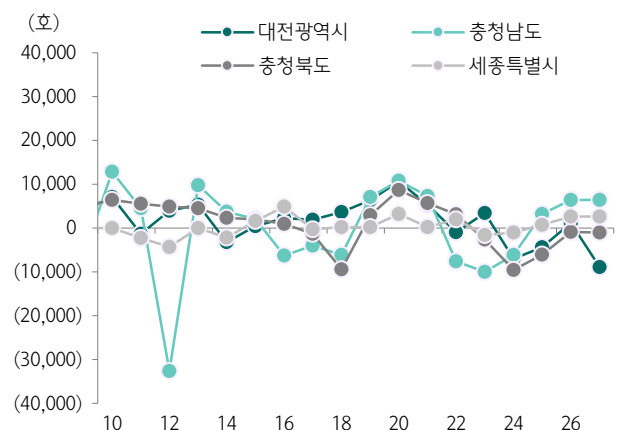
주: 2025~2027년 세대수 증감은 2024년 세대수 증감과 동일하게 가정
자료: 통계청, REPS, 하나증권

도표 61. 전라 세대수-APT입주수: 27년까지 음의 값



주: 2025~2027년 세대수 증감은 2024년 세대수 증감과 동일하게 가정
자료: 통계청, REPS, 하나증권

도표 62. 충청 세대수-APT입주수: 26년 양의 값(대전 유의)

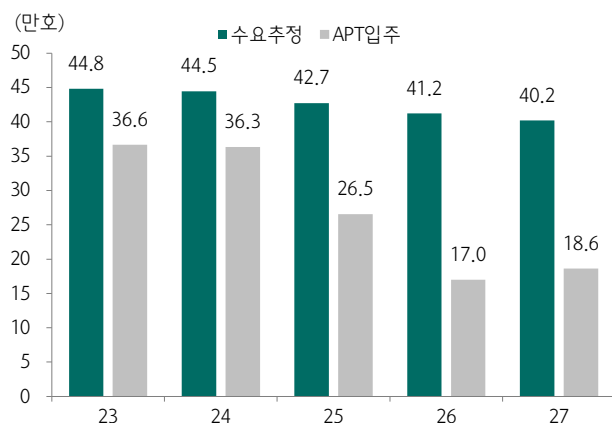


주: 2025~2027년 세대수 증감은 2024년 세대수 증감과 동일하게 가정
자료: 통계청, REPS, 하나증권

3) 결국 입주 감소로 모두가 오를 것이지만, 지역별 순서의 차이는 있다

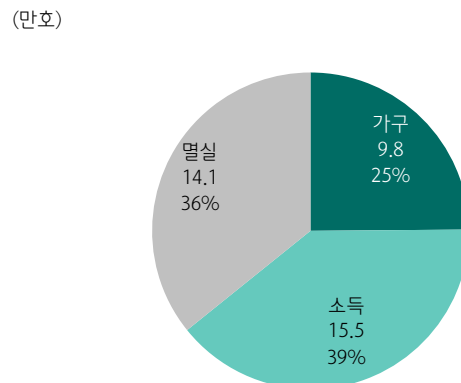
앞에서는 세대수와 아파트 입주세대로만 봤다면, 이번에는 소득 요인과 멸실 요인까지 고려한 국토교통부가 추정한 수요로 지역별 수급을 확인해볼 수 있다. 전국적으로 2023년부터 추정 수요 대비 APT 입주세대수는 적었다. 다만, 그 간극이 크게 벌어지기 시작하는 시기는 2025년부터다. 전국적으로 아파트의 입주세대수가 감소하기 시작하기 때문이다. 이러한 현상은 수도권, 충청권, 대경권, 강원권에서 두드러지게 나타난다. 위에서 봤던 그래프와 크게 다르지 않다. 모든 지역이 시간이 지날 수록(2027년까지는) 입주 감소에 따라 초과 수요 시장으로 전환된다. 누가 먼저 초과수요로 전환되어 가격이 오르느냐의 차이, 전국적으로 중장기 상승을 그려볼 수 있다. 초과수요의 정도와 전환 시기를 고려하여, 가격 상승의 순서는 수도권, 충청권, 대경권, 동남권, 강원권, 호남권 순이 될 것으로 전망한다.

도표 63. 전국: 26년은 추정 수요 대비 절반 수준의 아파트 입주 예정



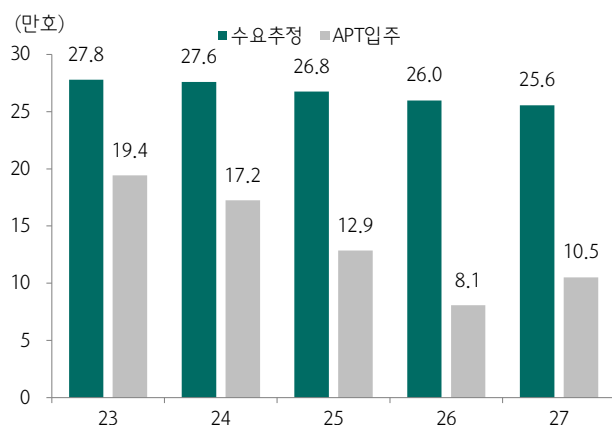
자료: 국토교통부, REPS, 하나증권

도표 64. 국토교통부가 추정한 연 평균 39.4만호 수요의 구성 요소



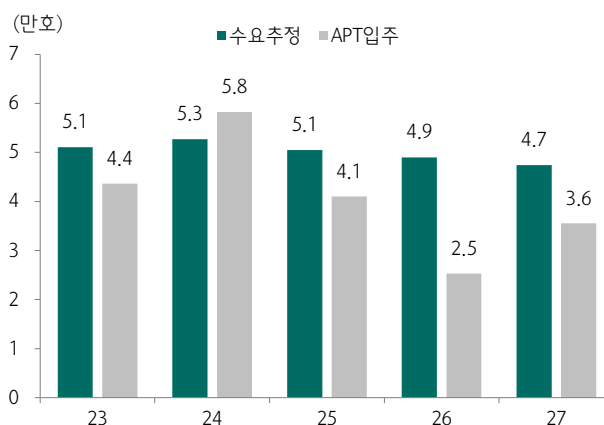
자료: 국토교통부, 하나증권

도표 65. 수도권: 2025년부터 절반수준에도 못 미친다



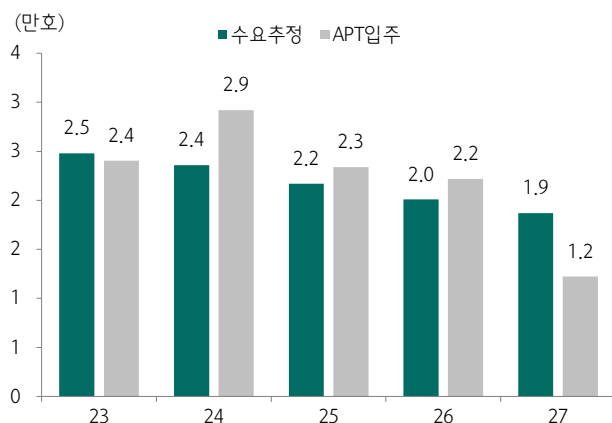
자료: 국토교통부, REPS, 하나증권

도표 66. 충청권: 2026년에 크게 부족



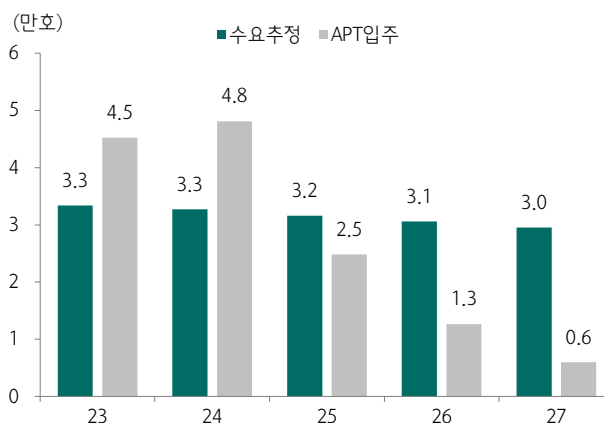
자료: 국토교통부, REPS, 하나증권

도표 67. 호남권: 2027년부터 수요 대비 APT 입주 부족



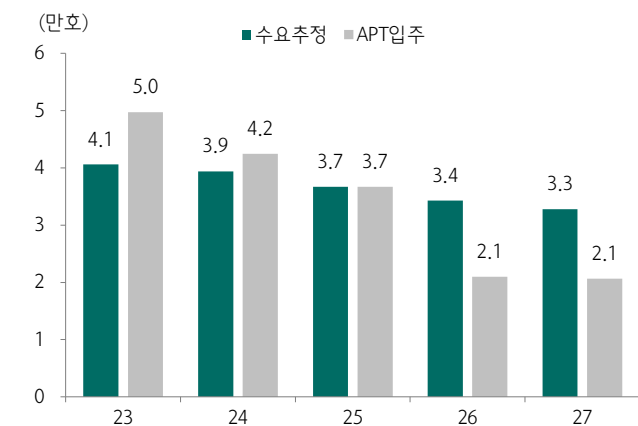
자료: 국토교통부, REPS, 하나증권

도표 68. 대경권: 2026년부터 크게 부족



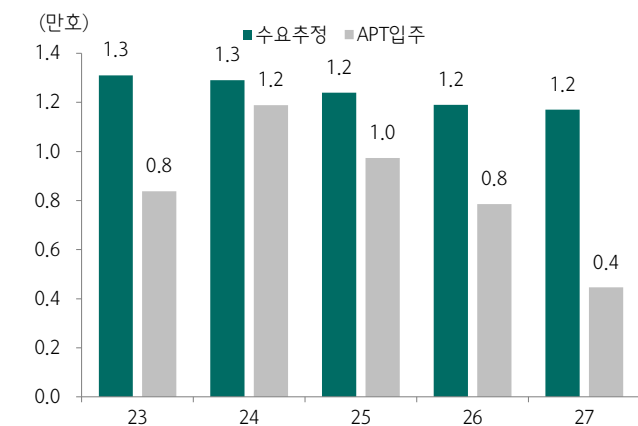
자료: 국토교통부, REPS, 하나증권

도표 69. 동남권: 2026년부터 부족



자료: 국토교통부, REPS, 하나증권

도표 70. 강원권: 2026년부터 점점 더 부족

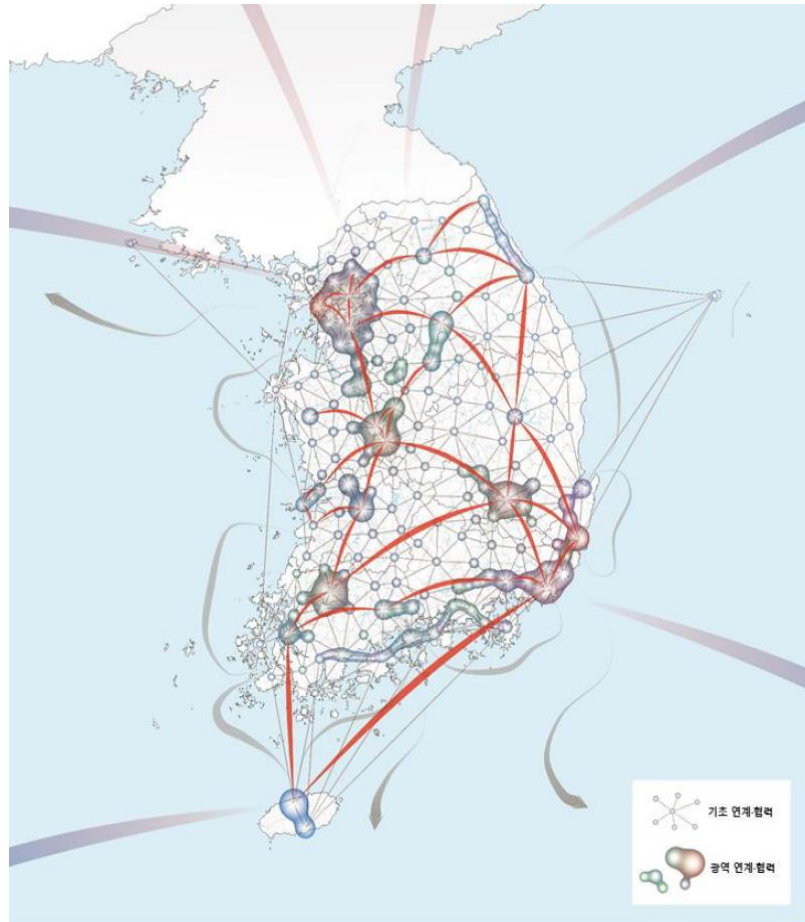


자료: 국토교통부, REPS, 하나증권

4) 지방은 광역화로 간다

인구가 정점을 찍고 내려오고, 특히 인구 감소에 따른 지방 소멸에 대한 우려로 지방 부동산에 대한 전망을 부정적으로 보는 경향이 있다. 수도권에 대한 집중으로 수도권과 비수도권 격차가 점점 벌어지고 있다고 느끼기 때문이다. 정부도 당연히 국토균형발전에 대한 고민을 하고 비전을 제시한다. ‘국토종합계획’이라고 하는 20년 장기 계획을 통해 어떤 방향으로 개발을 할 것인가를 보여준다. 현재 5차 국토종합계획으로 2020년부터 2040년까지의 방향성을 제시했다. 그 중 지방에 대한 핵심 내용은 광역화다. 지방 대도시권은 인근 지역과 경제, 사회, 문화 등을 연계하여 중추거점 기능을 강화하고, 주변 지역간 광역, 순환형 인프라를 구축한다. CTX(대전-세종-충북간 광역급행철도), 부울경 광역철도, 광주~나주 광역철도 등의 광역철도 사업 등이 거론되는 것도, 이러한 큰 그림이 밑바탕되어 있다. 중소도시권은 혁신도시, 새만금, 행복도시 등 균형발전 거점으로 조성하고 연계형 도시권을 육성한다. 인구가 감소하여 지역이 낙후될수록 인프라가 집중되어 있는 지역으로 인구를 이동시키는 것이 지방 소멸에 대한 중장기적인 방안으로 해석된다.

도표 71. 장기 인구 감소에 대한 정부의 대응 방안은 광역화



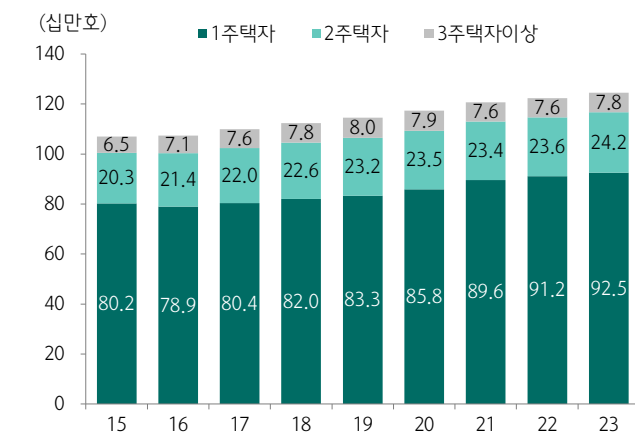
자료: 국토교통부

7. 뚝뚝한 한 채인가

1) 다주택자의 수는 늘었지만, 전체 주택 보유자 중 다주택자 비율은 하락했다

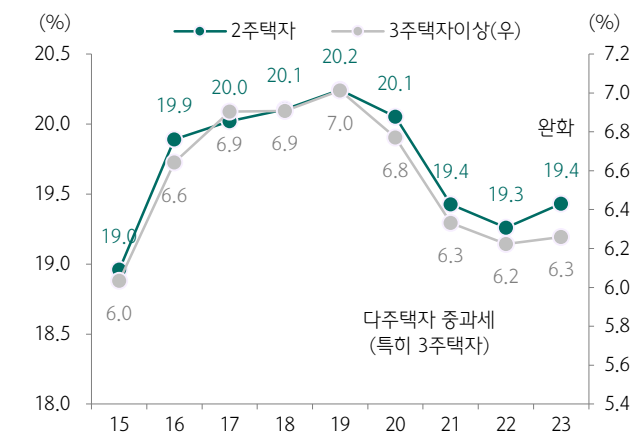
다주택자의 수는 늘었지만, 전체 주택 보유자 중 다주택자 비율은 하락했다. 2023년 기준 전국 2,207만가구 중 주택을 보유하고 있는 가구는 1,245만호다. 그 중 1주택만 보유한 가구는 925만호로 주택 보유가구 중 74.3%를 차지한다. 2주택 이상(이하 다주택)을 보유한 가구가 320만호로 25.7%를 차지한다. 다주택 가구는 2021년을 제외하고는 매년 꾸준히 늘어났다. 반면 전체 주택보유자 중 다주택 가구는 2020년부터 하락하기 시작했는데, 이는 다주택자 종과세(취득세, 종부세, 양도소득세)와 대출 규제 등의 영향 때문으로 해석한다. 자산 상위 10%와 그 다음 차상위 10% 가구의 평균 주택보유수를 보면 2019년을 기점으로 크게 감소하는 것으로 확인된다. 뚝뚝한 한 채로 수요가 이동했음을 알 수 있다.

도표 72. 주택 보유: 다주택자의 절대량은 늘었지만



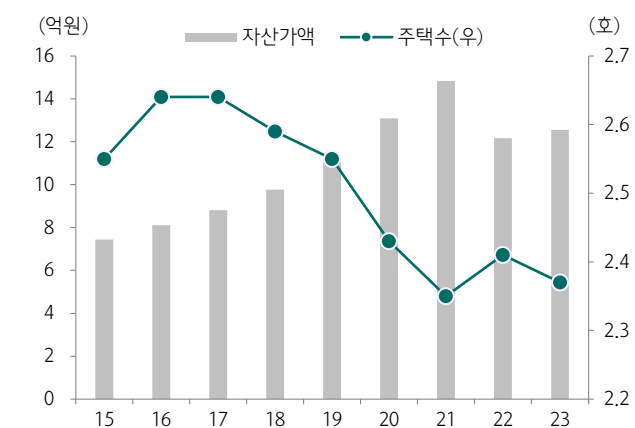
자료: 통계청, 하나증권

도표 73. 주택보유자 비중: 2020년부터 다주택자 비중은 하락



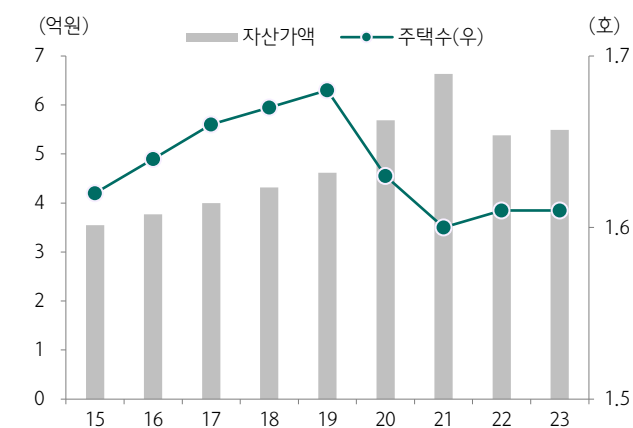
자료: 통계청, 하나증권

도표 74. 자산 상위 10%: 평균 2.4호 보유, 2018년부터 감소



자료: 통계청, 하나증권

도표 75. 자산 차상위 10%: 평균 1.6호 보유, 2020년부터 감소

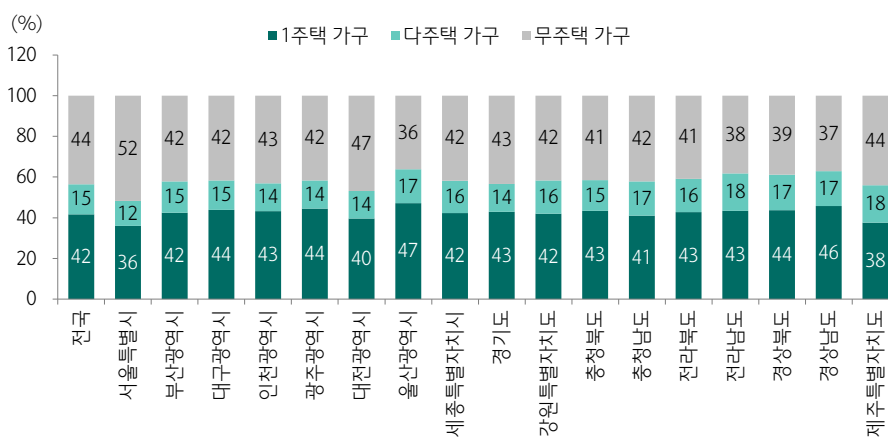


자료: 통계청, 하나증권

2) 서울에 사는 1주택자는 뽕뽕한 한 채에 더 집중한다

뽕뽕한 한 채가 늘어나도 있다는 의미는 고가 주택 구매 수요가 늘어난다 것이다. 과거 2주택 이상을 보유하고 있던 가구가 1주택으로 줄인다고 가정하면, 2주택 이상으로 분산되어 있던 자산을 한 개 주택으로 몰 수 있다. 예를 들면, 5억원 3채를 보유하고 있던 가구는 15억원 1채로 바꿀 수 있다는 의미다. 뽕뽕한 한 채로 회자되는 서울 지역을 보면, 타 지역에 비해 가구 소재지별 다주택자의 가구 비중이 유난히 낮다. 서울에 거주하는 경우 2채 이상 보유하기 보다, 거주할 1채에 자산이 집중된다는 의미다. 서울의 고가 아파트가 타지역, 혹은 서울 내 중저가 아파트에 비해 가격 상승속도가 빨랐던 이유를 부의 격차 심화도 있겠지만 뽕뽕한 한 채로의 집중에서도 찾을 수 있다.

도표 76. 소재지별 가구의 주택 보유 비중: 서울에 거주하는 다주택자는 타 지역에 비해 상대적으로 적다



자료: 통계청, 하나증권

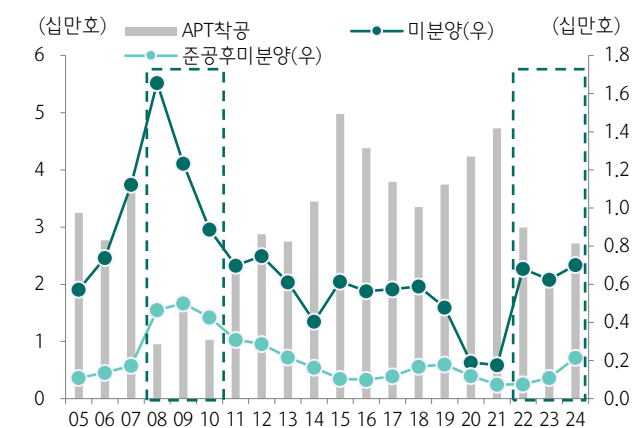
8. 2011~2013년의 부동산과 같을 수 있을까

1) 앞으로 예정된 입주 감소는 과거 서브프라임 때와 매우 유사하다

2025년부터 예정된 입주 감소는 과거 서브프라임 시기 이후 입주가 크게 감소했었던 2011~2013년과 매우 유사하다(사실 이 때 말고는 비교군이 없다). 2008년~2010년 서브프라임 시기에 착공이 크게 감소했던 것이 2011~2013년 입주 물량 부족으로 이어졌었다. 그 당시에도 지금과 같이 공사비는 올라서 분양가를 높였는데, 시세는 그만큼 오르지 못했던(혹은 하락했던) 것이 분양 판매 부진(미분양 증가)으로 이어졌다. 판매가 안되면서 아무도 개발을 하려고 하지 않았던 것이 2008년에서 2010년까지 3년 동안의 착공 부진이라는 결과물로 남았다. 그 3년 뒤인 2011년부터 입주가 감소하기 시작하면서 '전세 대란'이라고 불릴 정도로 전세가격의 상승이 매우 크게 나타났다.

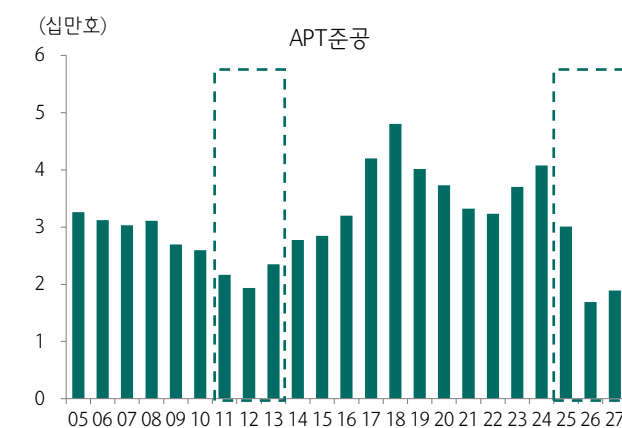
2022년부터 시작된 착공 부진은 과거 2008년~2010년에 나타났던 배경과 같다. 공사비는 상승하여 분양가를 인상했으나, 시세는 하락하면서 분양 물량이 안팔렸다. 판매가 안되는 분양 환경을 두고 착공을 줄이기 시작한 것이 올해까지 이어지고 있다. 이는 3년 뒤인 2025년부터 입주가 감소하는 것으로 나타나기 시작하며, 2028년까지 입주 부족이 이어질 예정이다. 2011~2013년에 겪었듯이, 시장 내 초과수요는 가격을 위로 끌어올리게 된다. 그 때와 마찬가지로 전세 혹은 월세 가격이 상승 압박을 크게 받을 수 있다.

도표 77. 2008~2010년 서브프라임과 유사한 2022~2024년(+25년?)



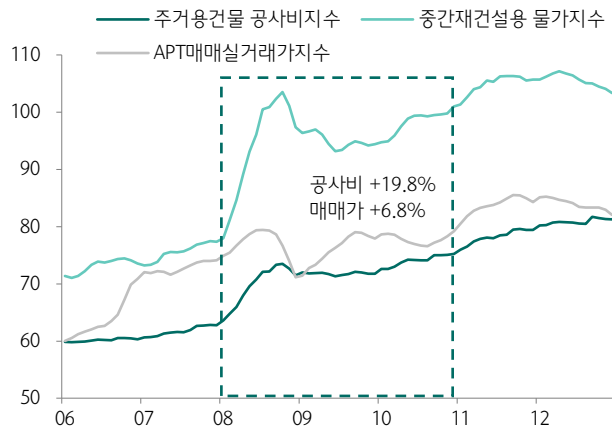
자료: 통계청, 하나증권

도표 78. 서브프라임 이후 정도밖에 없는 2025~2027년(+28년?) 입주



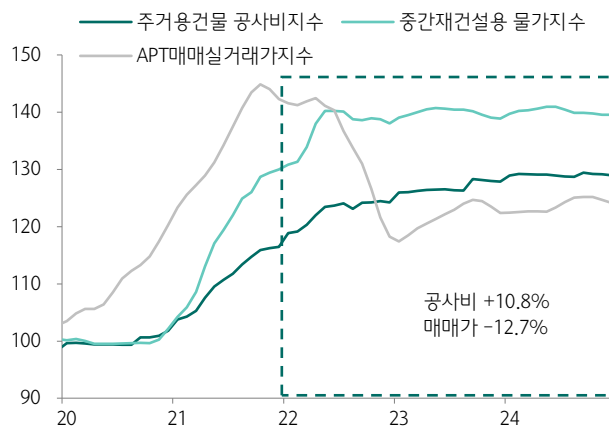
자료: 통계청, 하나증권

도표 79. 공사비는 올랐는데, 시세가 안올라 착공을 안한 08~10년



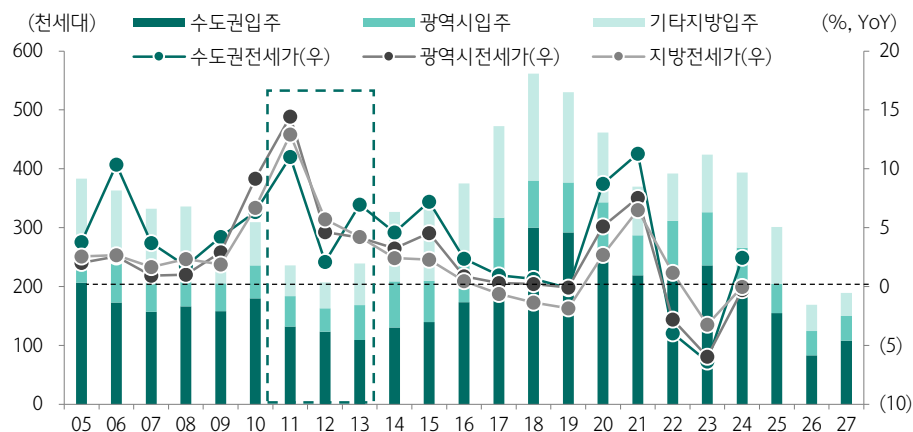
자료: 한국부동산원, 통계청, 하나증권

도표 80. 공사비는 올랐는데, 시세가 떨어져 착공을 안한 22~24년



자료: 한국부동산원, 통계청, 하나증권

도표 81. 2011년~2013년 입주가 부족했던 시기에 전세가격은 매우 크게 상승했다

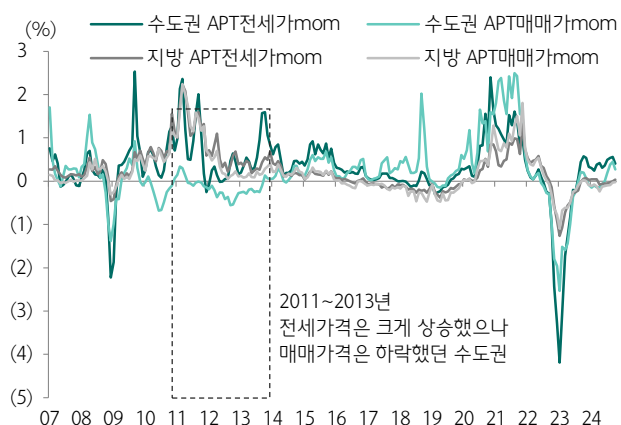


자료: KB부동산, 통계청, 하나증권

2) 2011년보다 현재의 전세가율이 더 높다

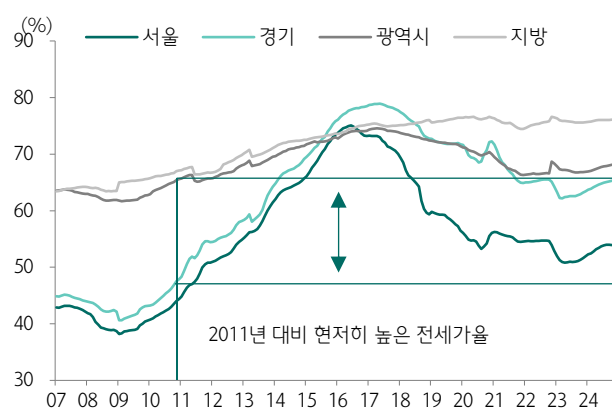
전월세 가격의 상승은 아파트 가격 상승으로 이어져야 한다. 하지만 우리의 기억 속 2011~2013년 수도권 아파트 가격은 하락했었다. 당시 천당 밑에 분당, 버블세븐이라던 수도권 아파트 가격이 하락했던 시기다. 주거 관련 의사결정을 고려할 때 전세가율이 상승하면 상대적으로 저렴한 매매가격의 수요 전환이 나타난다고 앞에서 본 바 있었다. 지방은 전세가율 상승만큼 매매가격 상승으로 이어졌으나, 수도권은 그렇지 않았다. 그 이유는 그 당시 수도권의 전세가율이 매매가격에 비해 너무나 저렴했기 때문이다. 2011년 서울의 전세가율은 44.8%, 경기도는 48.3%였다. 전세가율이 매매가격의 절반도 안되었다는 얘기다. 입주 감소에 따른 초과수요로 주거비(전세가율)가 수도권도 상승했으나, 상승한 전세가율이 여전히 매매가격에 비해 너무나 저렴했다는 의미다. 때문에 여전히 상대적으로 저렴한 임차를 선택하게 되며, 매매로의 수요전환이 나타나지 않았다. 하지만 현재의 전세가율은 서울 54.0%, 경기 65.8% 수준으로 높다. 특히 현재 경기의 전세가율은 과거 지방의 전세가율 수준까지 올라와 있다. 2011년~2013년 지방의 상승과 같이, 이번 전월세 가격의 상승은 매매로의 수요 전환, 매매가격의 상승으로 이어질 수 있다.

도표 82. 2011년~2013년 우리의 기억 속에 수도권 매매가 하락만 있다



자료: KB부동산, 하나증권

도표 83. 수도권은 전세가 너무 저렴해서, 매매로 옮길 이유가 없었다



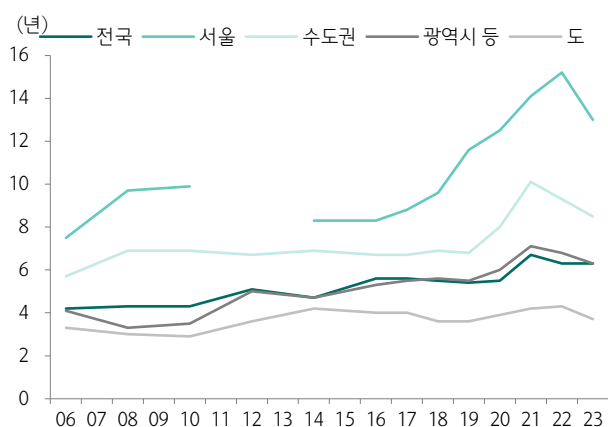
자료: KB부동산, 하나증권

3) PIR은 지금이 높지만, 금리를 생각하면 구매력은 큰 차이가 없다

그 때의 비해서 지금의 아파트 가격이 훨씬 비싼데, 주거비가 오른다고 살수 있겠나 하는 생각이 들 수 있다. 2020년 코로나 이후 부동산 매매가격이 크게 상승하면서, 과거에 비해 소득 대비 가격은 높아졌다. 서울의 PIR은 12년으로 매우 높은 수치이며, 수도권과 광역시도 마찬가지다. 그래서 2011년~2013년의 소득 대비 아파트 가격과 비교하면 매매수요로의 전환이 나타날 수 있을지 의문을 가질 수 있다.

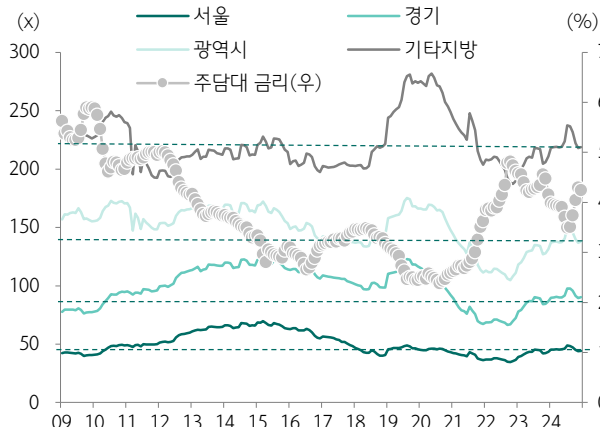
하지만 담보대출 금리를 생각한다면 얘기는 달라진다. 실제 집을 구매할 때 주택담보대출을 일으켜서 구매하므로, 원리금의 정도가 구매력에 영향을 미친다. 2011~2013년의 주택담보대출 금리가 5%에 육박했다. 지금의 금리 기준으로 주택 구매력을 본다면 2011년 시기와 큰 차이가 없다. 그리고 앞에서 살펴봤듯이, 집을 구매할 때 자기자본 여력도 고려해야 한다. 소득이 오르는 속도보다 아파트 가격이 더 빠르게 상승했지만, 자산 가치의 상승 속도와 축적의 정도를 고려했을 때 충분히 구매 여력이 있다고 판단한다.

도표 84. PIR: 2011년~2013년에 비해 현재 PIR은 높다



자료: 통계청, 하나증권

도표 85. 금리를 고려한다면, 지금과 구매력은 큰 차이가 없다

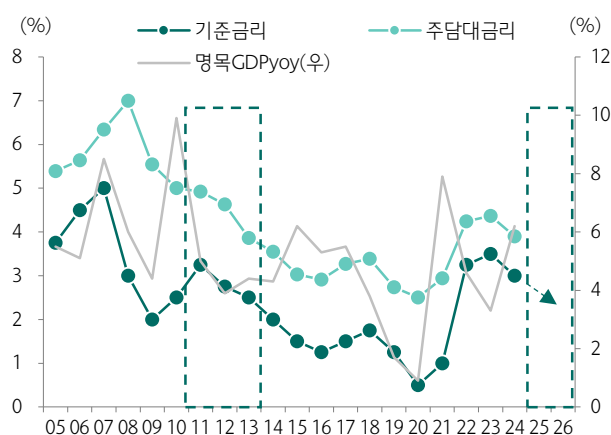


주: HSI = (중위가구소득/대출상환가능소득) x 100으로 100보다 크면 중간소득을 가진 가구가 중간가격의 주택을 무리없이 구입 가능하다는 의미. 커질수록 구매력 증가 의미
자료: KB부동산, 하나증권

4) 2011~2013년에 비해 현재 유동성의 증가 속도는 뒤쳐지지 않다

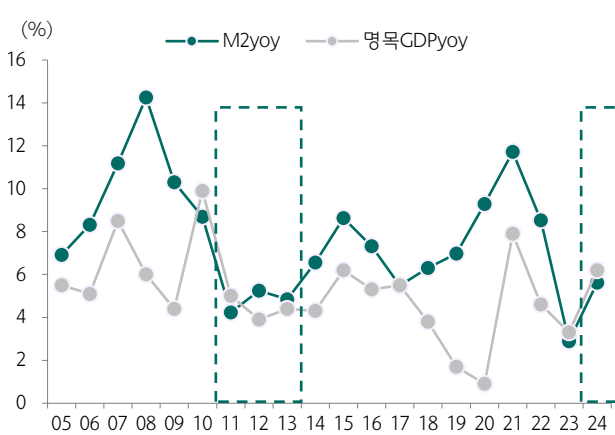
2011년은 금리를 인상했고, 2012년부터 인하가 시작됐던 반면, 2024년부터 금리 인하가 시작되어 인하가 계속될 것으로 보고 있는 시기다. 따라서 2011~2013년에 비해 유동성 증가 속도가 적어도 크게 차이 나지 않을 것으로 보인다. 즉, 2011~2013년 부동산 시장 내 수요에 영향을 줬던 유동성과 지금과 앞으로 나타날 부동산 시장의 수요에 영향을 미칠 유동성은 크게 차이가 없다. 저성장이라는 배경이 가격에 영향을 줄 것이라는 것보다 입주 부족으로 나타나는 초과수요의 힘이 더 크다는 것을 의미한다.

도표 86. 2011년은 금리인상기, 2025년은 금리인하기



자료: 한국은행, 하나증권

도표 87. 2011년~2013년과 지금 유동성의 증가 속도에 큰 차이 없다

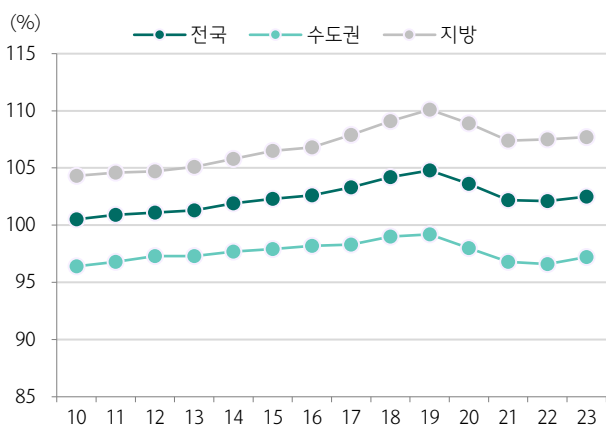


자료: 한국은행, 하나증권

5) 과거에 비해서 집이 많아진 것은 사실이나, ‘살 만한’ 집은 다른 얘기다

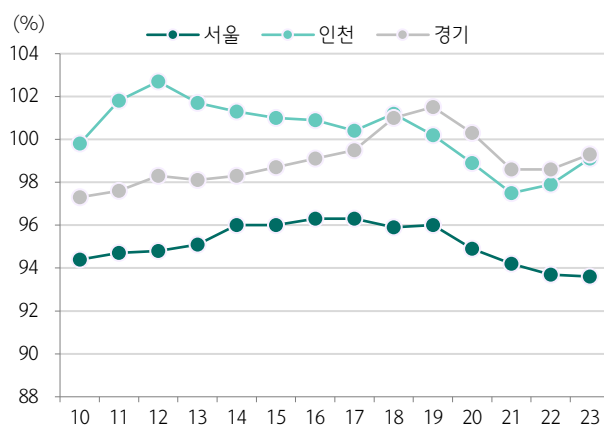
매년 주택보급률이 상승하고, 전국 100% 상회하고 2019년까지 105%에 도달하면서 집이 충분하다는 인식이 있을 수 있다. 하지만 여전히 수도권은 주택보급률이 100%를 하회하고, 특히 서울은 94% 수준이다. 지방은 대부분 100%를 상회하나, 광역시보다는 기타지방에서의 주택보급률이 높다. 지방광역시 중에서 대전은 주택보급률이 100%를 하회한다.

도표 88. 주택보급률: 전국 100% 상회, 수도권 100% 하회



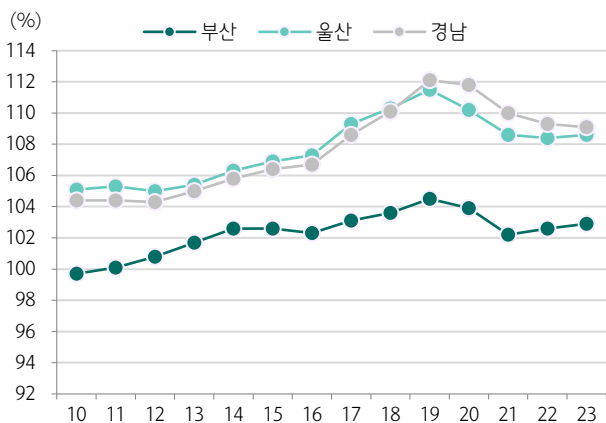
자료: 통계청, 하나증권

도표 89. 서울, 경기, 인천 모두 주택보급률 100% 미달



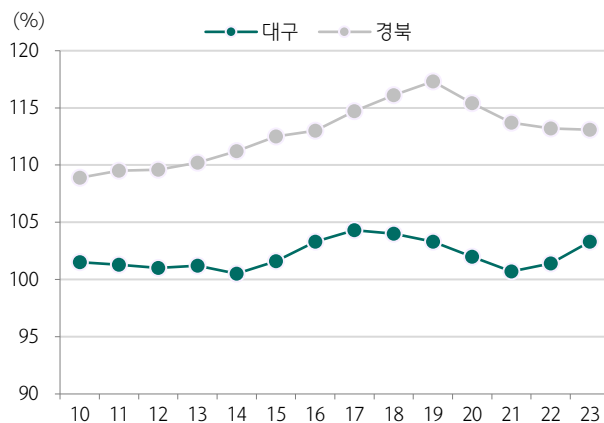
자료: 통계청, 하나증권

도표 90. 부울경은 주택보급률 모두 100%를 상회



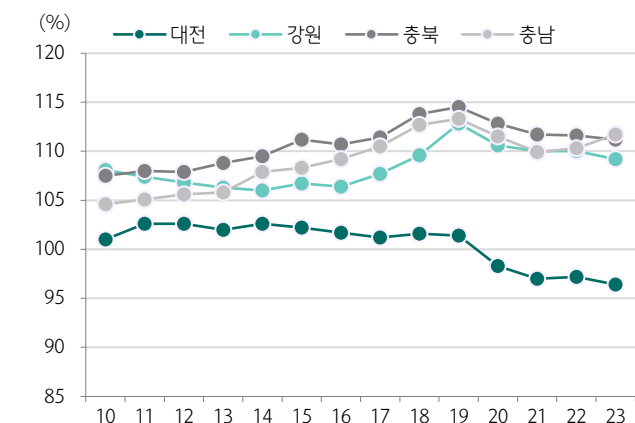
자료: 통계청, 하나증권

도표 91. 대경권은 주택보급률 100%를 상회, 경북은 110%를 상회



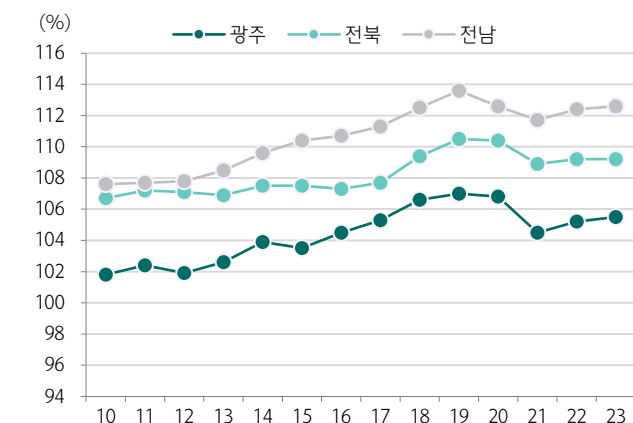
자료: 통계청, 하나증권

도표 92. 충청권은 주택보급률 110% 상회, 대전은 100% 하회



자료: 통계청, 하나증권

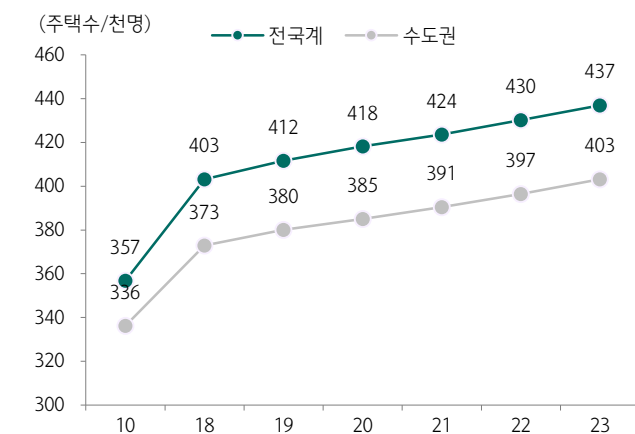
도표 93. 전라권은 주택보급률 100% 상회



자료: 통계청, 하나증권

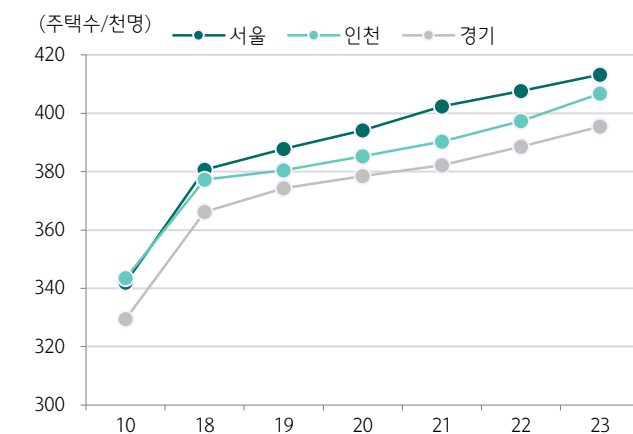
주택보급률은 주택수를 가구수로 나눈 것으로, 가구수의 증가와 노후주택에 대한 새집 수요를 감안하기 어렵다. 국제적으로 통용되는 주택 재고 수준을 판단하는 지표는 천인당 주택수다. 우리나라의 전국 천인당 주택수는 437호이며, 수도권은 403호다. 외국과 비교해보면 OECD 평균이 462호이며, 프랑스 590호, 독일 509호, 일본 494호, 미국 425호다. 주택보급률은 100%를 넘어가지만, 천인당 주택수는 OECD 평균에 비해 부족한 수치다. 특히 수도권과 광역시의 천인당 주택수는 여전히 부족하다.

도표 94. 천인당 주택수: 전국 437호, 수도권 403호



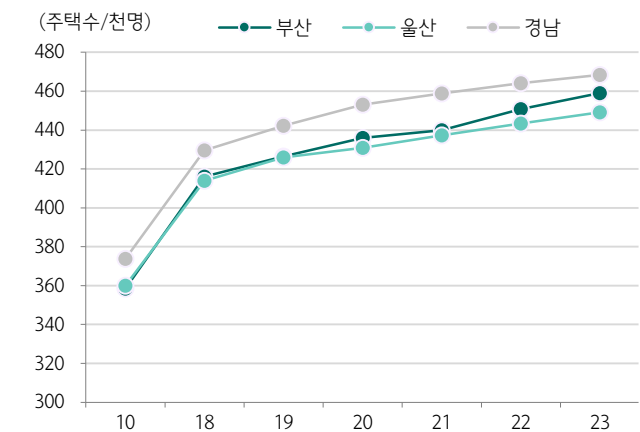
자료: 통계청, 하나증권

도표 95. 수도권: 서울보다 인천과 경기의 천인당 주택수가 더 적다



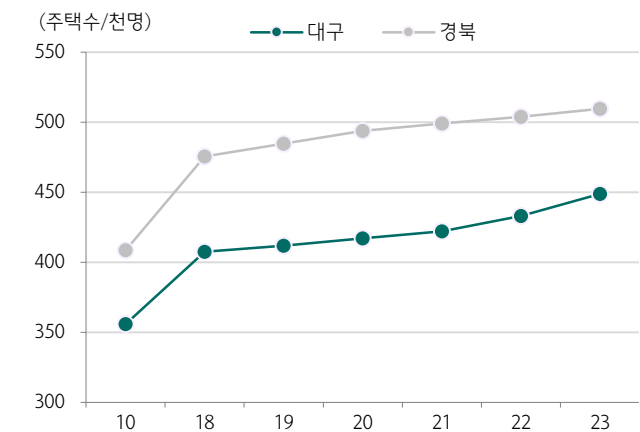
자료: 통계청, 하나증권

도표 96. 부울경은 주택보급률과 다르게 울산이 부산보다 적다



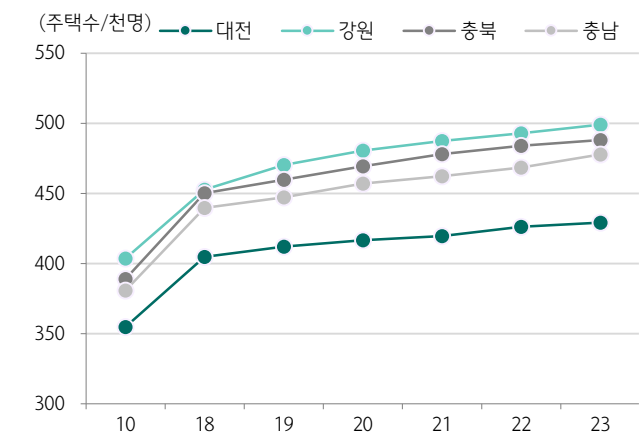
자료: 통계청, 하나증권

도표 97. 대경권은 천인당주택수가 450호 이상이다



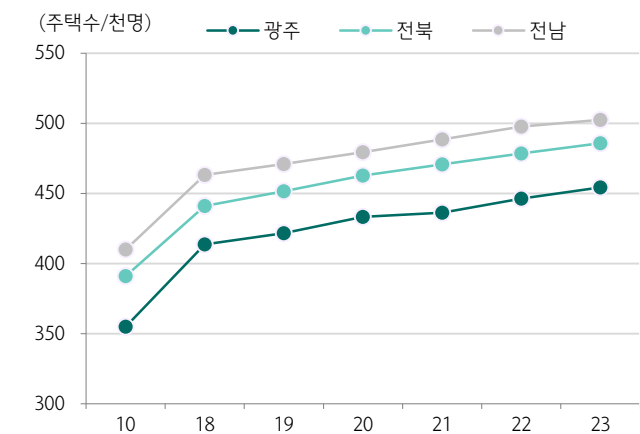
자료: 통계청, 하나증권

도표 98. 충청권에서 대전의 천인당 주택수가 부족하다



자료: 통계청, 하나증권

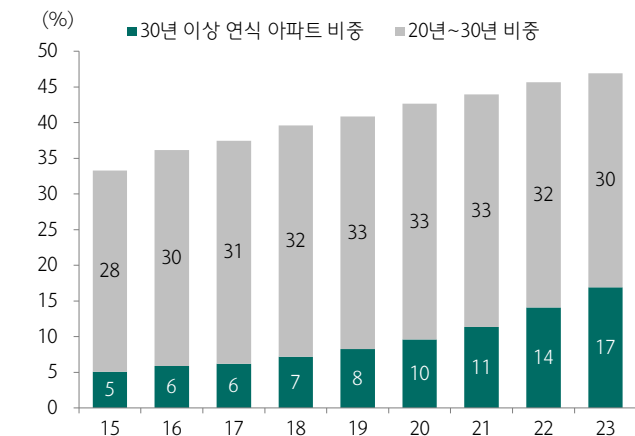
도표 99. 전라권은 450호 이상이다



자료: 통계청, 하나증권

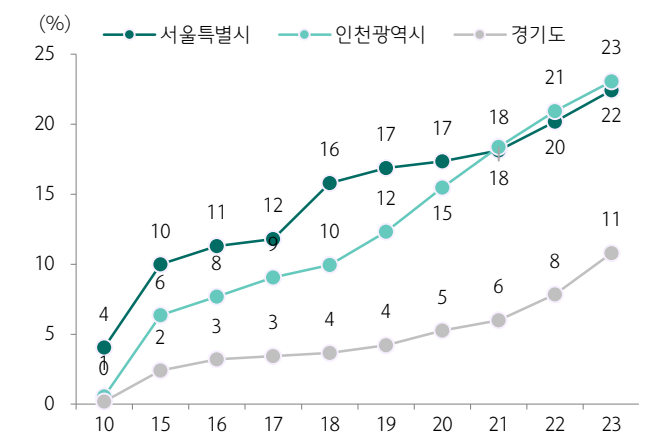
인당 주택수, 가구당 주택수에 고려되지 않는 요소는 노후화다. 특히 고도성장을 기록해온 우리나라는 10년~20년 단위로 주거환경의 질이 크게 차이난다. 그 중 특히 아파트의 노후화가 심각하다. 전국 아파트 1,263만채 중 절반 이상이 지어진 지 20년 된 아파트다. 그리고 30년 이상 된 아파트는 전체 아파트의 17%다. 20년 이상 된 아파트는 2005년 이전에 지어진 아파트이며, 30년 이상이면 1995년 이전에 지어진 아파트다. 1995년에 지어진 아파트들은 지하 주차장과 엘리베이터가 연결되어 있지 않고, 주차 공간이 부족한 경우도 대다수다. 신축 단지와 비교했을 때도, 단지의 공원화도 되어있지 않고, 단지 내 커뮤니티 시설도 없다. 20년 이상 된 아파트 또한 신축에 비해 노후화뿐 아니라 평면 구성(공간효율성), 단지 구성 등에서 상대적으로 열위에 있다. 소득이 늘어난 만큼 더 좋은 주거환경에서 살고 싶다는 욕구가 있다고 가정할 시, 여전히 '살고 싶은' 주택의 수는 부족하다.

도표 100. 전국에 노후화 아파트 비중이 늘어나고 있다(절반 가까이)



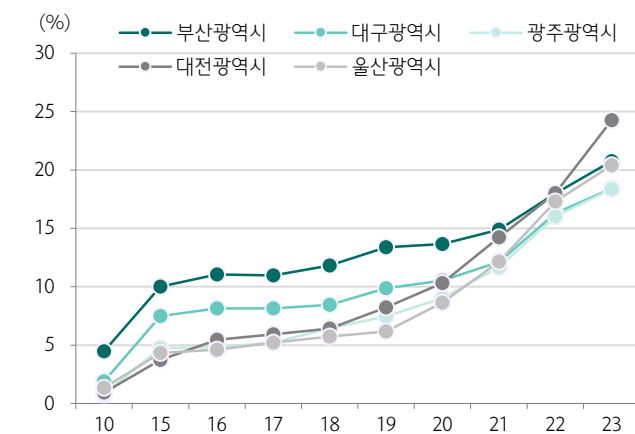
자료: 통계청, 하나증권

도표 101. 30년 이상 연식 APT 비중: 서울/인천 20% 상회



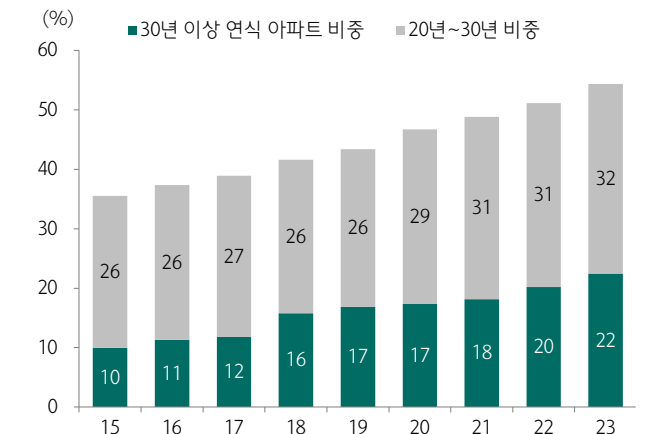
자료: 통계청, 하나증권

도표 102. 30년 이상 연식 APT 비중: 광역시 대부분 20% 이상



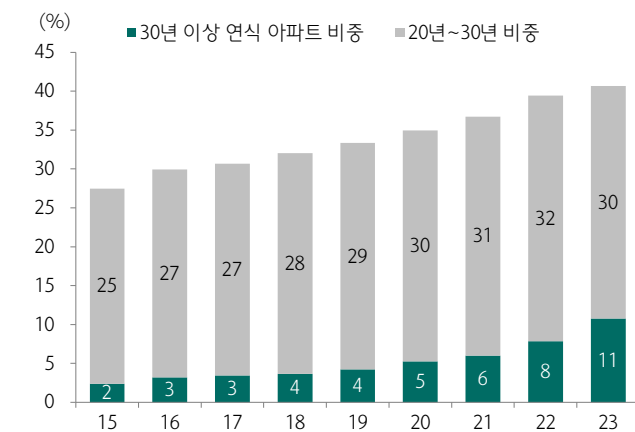
자료: 통계청, 하나증권

도표 103. 서울의 아파트 절반 이상이 20년 이상 된 아파트



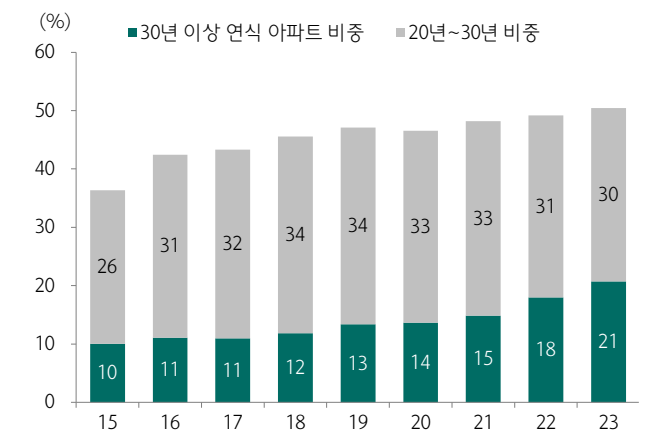
자료: 통계청, 하나증권

도표 104. 경기는 1기신도시가 곧 30년으로 도래, 크게 올라갈 예정



자료: 통계청, 하나증권

도표 105. 부산도 서울과 비슷한 아파트 연식 구조

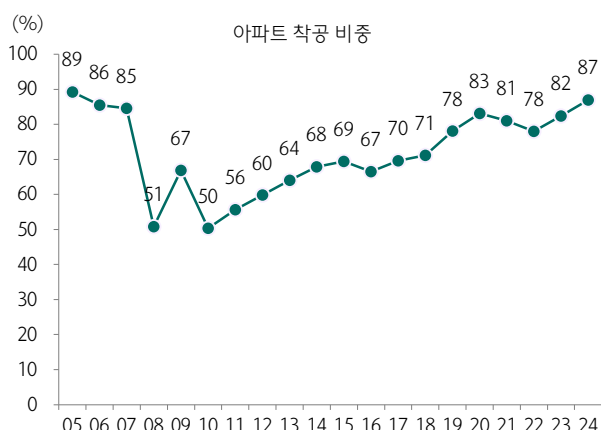


자료: 통계청, 하나증권

6) 지금은 아파트의 시대다(착공 비중 80% 상회)

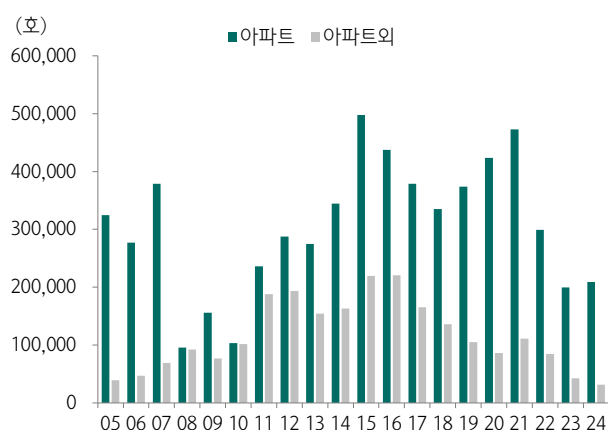
2011년과 현재 또 하나의 다른 점은 공급 리드타임의 차이다. 2011년에 비해 현재 아파트의 착공 비중이 월등히 높다. 아파트는 공사를 시작해서 완성하는 데까지 약 3년에서 3년 반 정도가 소요되는 반면, 비아파트(다가구주택, 오피스텔 등)는 그보다 적은 1년에서 1년 반 정도가 걸린다. 2011년에는 전체 착공에서 아파트가 차지하는 비중이 56% 수준이었다. 나머진 거의 절반 정도가 비아파트였으며, 비아파트 착공을 늘리는 것으로 입주를 빠르게 해소할 수 있었다. 하지만 현재 착공하는 주택 중 아파트의 비중이 87%로, 아파트에 대한 선호가 과거에 비해 크게 올라왔다. 비아파트에 대한 수요가 상대적으로 적기에, 여전히 상품성이 좋은 아파트를 위주로 지을 수밖에 없었다. 그 결과 과거와 같이 빠르게 지을 수 있는 비아파트 중심의 공급이 어려워졌으며, 이는 입주 물량을 빠르게 올릴 수 있는 방법에 제한이 걸렸다.

도표 106. 전체 착공 중 아파트가 2011년 56%에서 2024년 87%



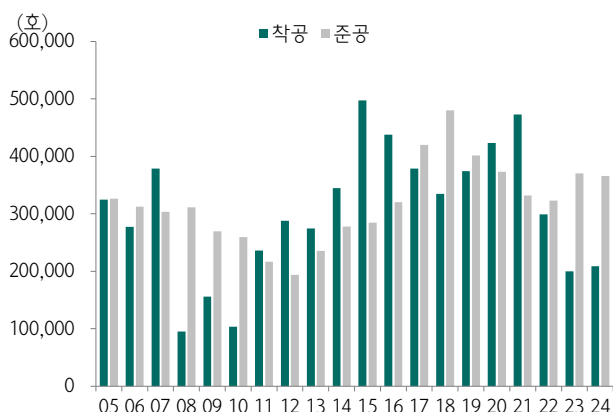
자료: 국토교통부, 하나증권

도표 107. 아파트가 사실상 전체 착공의 흐름을 주도



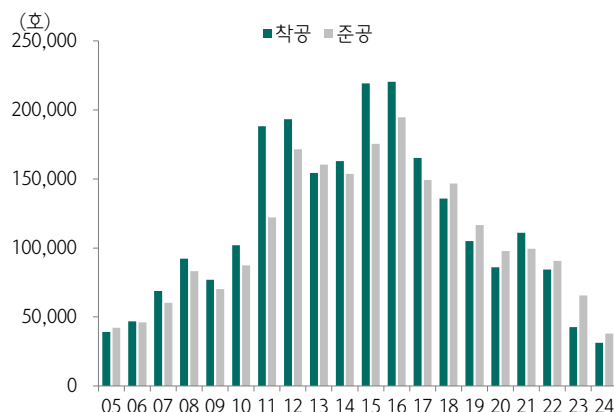
자료: 국토교통부, 하나증권

도표 108. 아파트: 착공과 준공, 그 사이 3년의 시간(공사기간)



자료: 국토교통부, 하나증권

도표 109. 비아파트: 착공과 동행하는 준공(1년내로 짓는 비아파트)



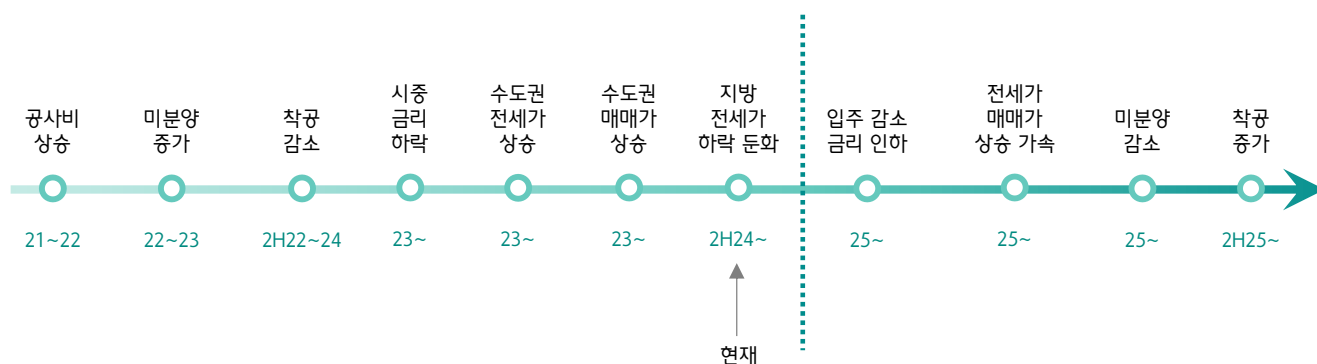
자료: 국토교통부, 하나증권

9. 산업 결론

거주비가 상승하고, 매매가가 올라가고, 미분양이 해소되면 착공이 증가한다

주택 업황은 주거비가 상승하고, 매매가가 올라가고, 미분양이 해소되면 착공이 증가하는 흐름으로 이어진다. 공사비 상승, 미분양 증가로 착공이 저조한 상황이 2022년 하반기부터 지금까지 이어졌다. 수요는 꾸준한 가운데 향후 입주가 감소하며 주거비(전월세가격)가 상승할 것으로 봤다. 수요는 가구가 2041년까지 증가하며, 금리 인하, 유동성 증가에 따른 명목가격 상승 등을 고려했을 때 최소 꾸준할 것으로 보인다. 주거비는 비싸지 않기에 올라갈 여력이 있다. 전월세가격이 상승하면 거주 선택 모형에 따라 상대적으로 저렴해진 매매로의 수요 전환이 나타나며, 매매가 또한 상승한다. 충분히 살 수 있는 구매력을 갖추고 있어 매매로의 전환이 크게 어렵지 않다. 세대수 증감과 입주량의 차이로 시기가 다를 뿐, 수도권 뿐 아니라 지방의 부동산 업황도 개선될 것으로 전망한다. 다만, 돌돌한 한 채로의 구매 경향성은 고가 주택부터 상승하게 한다. 2025년에서 2028년까지의 부동산 시장은 2011년~2013년과 유사할 것으로 본다. 공사비 상승에 따른 착공 감소, 이로 인한 입주 부족이 동일하게 나타났던 시기다. 2011~2013년에 주거비 상승에 따른 매매가격 상승이 나타났다. 지금은 그 당시에 비해 가구 증감도, 구매력도 뛰어나지 않겠지만, 전세가율이 더 높고, 금리 인하 시기이며, 유동성의 증가 속도도 큰 차이가 없고, 노후화된 주택의 비중이 더 높다. 그리고 아파트의 선호도가 더 높아져서, 비아파트를 통해 입주 물량을 빠르게 끌어 올리기는 과거에 비해 쉽지 않아졌다. 2025년에서 2028년까지의 입주 추정 물량은 큰 변동이 없을 것으로 본다. 따라서 입주 감소로 시작하는 가격 상승은 착공 회복으로 이어질 수 있다.

도표 110. 주택 경기 사이클



자료: 하나증권

10. 투자 의견

주택주 Overweight, 주택주 모두 좋다, TOP PICK HDC현대산업개발

주택주를 사자(Overweight)는 의견을 제시한다. 2025년~2026년 부동산 가격 상승에 따라, 2026년부터 착공이 회복될 것으로 전망한다. 이에 따라 2027년부터는 주택 매출액이 증가할 것으로 봤다. 주택 마진은 2025년에서 2026년은 기계적으로 상승하고, 2027년부터는 공급자 우위 시장으로의 변화에 따라 마진이 더 상승할 것으로 추정했다. 2025년~2026년 마진이 기계적으로 상승하는 이유는 공사비가 올라 계약금과의 스프레드가 축소(원가율 상승)된 2021년~2022년 공사 현장이 완공되고, 그 자리를 공사비가 오른 만큼 계약금을 받아 GPM 10% 이상 나오는 현장이 대신하면서 발생하는 믹스 개선이다. 2027년부터의 마진 상승은 부동산 가격 상승기에는 마진이 같이 올라가기 때문이다. 건설업은 계약을 베이스로 하는데, 계약은 수요자(시행사)와 공급자(건설사) 간 파워게임이다. 부동산 가격이 상승해서 개발하고자 하는 시행사가 더 많아지는 구간에서는 건설사의 영향력이 더 세진다. 이에 따라 계약 시 요구할 수 있는 마진 레벨이 높아지는 경향이 있다(2019년~2021년).

따라서 주택주 모두 2025년부터 2027년까지 매년 순이익이 증가하는 구간으로 볼 수 있다 (2025년~2026년은 마진 상승, 2027년은 매출액 증가, 마진 상승). 따라서 주택주 모두 좋다고 할 수 있으며, 2027년의 Target PER(4배~6배)를 2025년 추정치 기준으로 환산하여 밸류에이션을 부여했다. 이에 따라 상승여력이 가장 높은 HDC현대산업개발을 TOP PICK으로 추천하며, 상승여력 순으로 종목별 선호도를 제시한다. 2027년 기준으로 대우건설을 경쟁사 대비 밸류에이션을 낮게 준 것은 배당이 없다는 점과 접근할 수 있는 정보에 한계가 있다는 점을 고려했다. 현대건설은 주택 이외의 포트폴리오(원전 등)가 있다는 점과 시총이 가장 크다는 점, 거래가 용이하다는 점에 밸류에이션에 프리미엄을 줬다.

연초부터의 건설주의 주가 상승은 2025년 추정치의 상승(현대건설, DL이앤씨)과 과도한 저밸류의 회복(HDC현대산업개발)으로 정리할 수 있다. 아직 주택주 전반적인 밸류에이션 상향 콜로 주택주의 주가가 상승한 것이 아니다. 전월세 가격 상승, 매매 가격 상승이라는 업황의 회복 시그널이 확인될 시, 업종 밸류에이션 상향에 따른 전반적인 주택주 주가 상승을 기대할 수 있다. 결국 투자포인트는 '부동산 가격은 오를 것이며 건설사의 이익은 매년 좋아질 것으로, 지금의 주택주 주가는 싸다'이다.

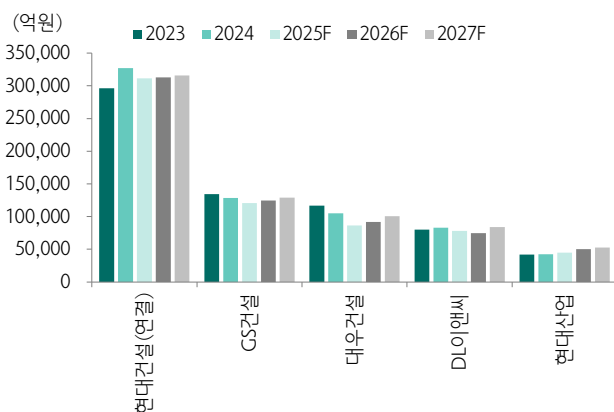
도표 111. 주택주 종목별 투자의견 및 목표주가(+Target PER Valuation)

(단위: 원, %, 배)

TOP PICK	기업명	투자의견	목표주가	현재주가	상승여력	Target PER
O	HDC 현대산업개발	BUY(신규)	33,000(신규)	19,770	66.9	7.0
	현대건설	BUY	51,000(상향)	34,450	48.0	10.0
	GS 건설	BUY(상향)	24,000(상향)	17,150	39.9	9.0
	DL 이앤씨	BUY	50,000(상향)	41,950	19.2	7.0
	대우건설	BUY	4,500	3,270	37.6	7.5

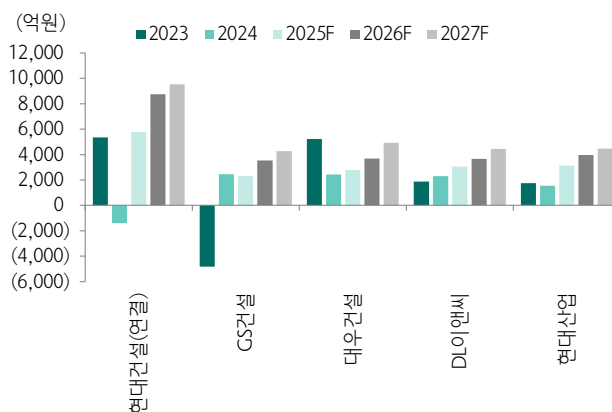
자료: 하나증권

도표 112. 커버리지 주택주 매출액 전망



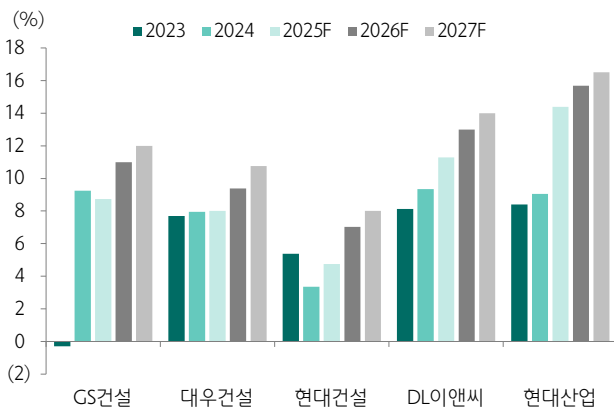
자료: 하나증권 추정

도표 113. 커버리지 주택주 지배주주순이익 전망



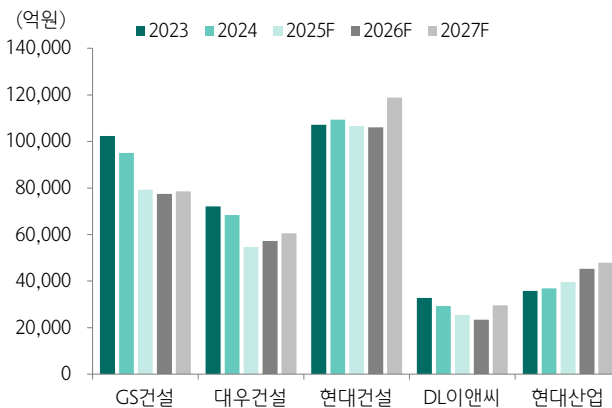
자료: 하나증권 추정

도표 114. 주택건축 GPM 추이: 상승 전망



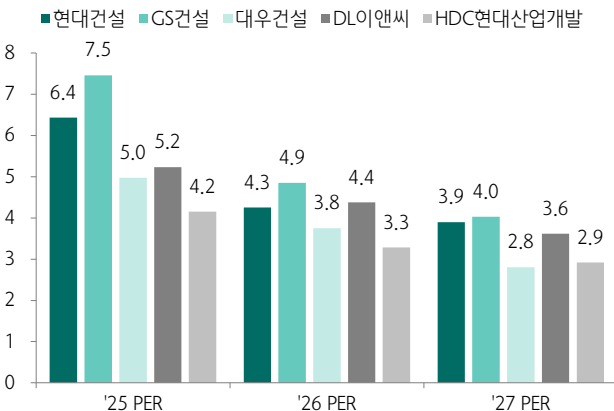
자료: 하나증권 추정

도표 115. 주택매출액 추이: 2025년~2026년 저점으로 2027년 증가



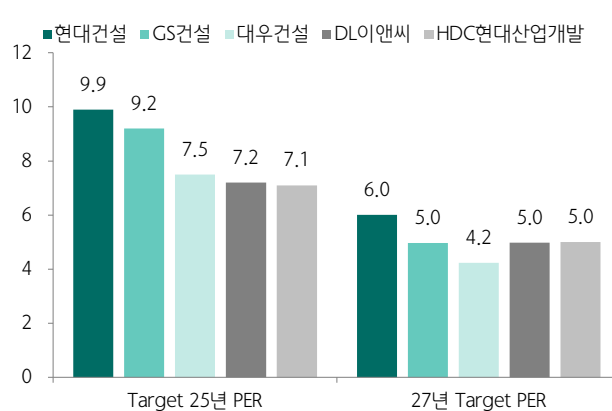
자료: 하나증권 추정

도표 116. 추정치 기준 PER 비교



자료: 하나증권 추정

도표 117. 2027년 Target PER 기준으로 2025년 PER 밸류 부여



자료: 하나증권 추정

기업분석

HDC현대산업개발(294870)	43
현대건설(000720)	46
GS건설(006360)	51
DL이앤씨(375500)	54

2025년 3월 27일 | 기업분석_Initiate

BUY (신규)

목표주가(12M) 33,000원
현재주가(3.26) 19,770원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,643.94
52주 최고/최저(원)	26,700/15,800
시가총액(십억원)	1,303.0
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	65,907.3
60일 평균 거래량(천주)	359.6
60일 평균 거래대금(십억원)	6.6
외국인지분율(%)	12.60
주요주주 지분율(%)	
HDC 외 6 인	43.01
국민연금공단	12.59

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	4,376.1	4,786.6
영업이익(십억원)	330.7	450.5
순이익(십억원)	269.2	364.0
EPS(원)	4,086	5,522
BPS(원)	51,816	56,658

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,190.8	4,256.2	4,462.3	5,011.6
영업이익	195.3	184.6	420.3	532.2
세전이익	237.0	200.3	403.1	511.3
순이익	173.1	155.7	314.0	396.8
EPS	2,626	2,363	4,764	6,021
증감율	243.72	(10.02)	101.61	26.39
PER	5.56	7.64	4.13	3.27
PBR	0.32	0.38	0.38	0.35
EV/EBITDA	8.29	9.25	5.32	3.68
ROE	5.86	5.09	9.66	11.18
BPS	45,955	47,572	51,654	56,701
DPS	700	700	1,000	1,200



Analyst 김승준 sjunkim@hanafn.com
선임연구원 하민호 minhoha@hanafn.com

HDC현대산업개발(294870)

TOP PICK이고, 상승여력 70% 봅니다

투자의견 Buy, 목표주가 33,000원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy, 목표주가 33,000원으로 커버리지 개시한다. 목표주가는 2025년 EPS 추정치에 Target PER 7.0배를 적용했다. 이는 2027년 EPS 추정치 기준 5.0배 수준이다. 2026년 26.4%, 2027년 12.4% 순이익이 증가할 것을 감안했을 때, Target PER 7배는 무리가 없다는 판단이다. 배당으로는 2024년 사업연도부터 2026년 사업연도까지 별도 당기순이익의 20% 이상 현금배당하기로 공시했다. 2024년 사업연도 주당 배당금은 700원(449억원)으로 28.8% 수준이다. 2025~2026년 추정하는 순이익은 각각 3,140억원, 3,968억원으로 2025년 배당으로 최소 628억원, 2026년으로 최소 793억원을 기대할 수 있다.

이익 증가의 배경: 서울원 아이파크, 천안 아이파크 시티, 파주메디컬 클러스터

2025~2027년의 주된 매출액 및 이익 증가의 배경은 서울원 아이파크다. 서울원 아이파크 분양으로 매출액 2.9조원을 4년에 걸쳐 기대할 수 있다. 이익은 약 1.2조원(GPM 40%)으로 추정한다. 택지비 약 6,000억원, 공사비 약 1.1조원으로 추정했다. 이로 인한 올해 영업이익을 4,200억원으로 추정한다. 추가적으로 2025년 분양 예정인 천안 부대1, 부성3, 부성5 3개 지구에서 약 1조원의 도급 매출액을 기대할 수 있으며, 2026년에는 파주 메디컬 클러스터 착공으로 1조원의 공사비 매출액 추가로 기대할 수 있다. 여기에 컨소시엄을 함께 구성한 북정역세권 개발(10%)과 잠실MICE(HDC그룹 20%)등이 2026년 착공 예정으로, 관련하여 도급 수주 가능성도 존재한다. 최근에는 HDC자산운용이 남산스퀘어를 약 5,800억원에 인수 하면서, 추가 증축을 통한 밸류업을 HDC현대산업개발이 담당할 것으로 보인다.

리스크: 잠재된 영업정지의 우려

잠재 리스크는 영업정지 우려다. 현재 광주 화정동과 광주 학동, 2건에 대해 행정제재 우려가 있다. 광주 학동 건은 2022년 3월에 영업정지 8개월 제재를 받았으나, 취소소송을 제기해 집행정지 상태이며, 형사재판 2심 판결(원심 유지, 벌금 2,000만원)까지 난 상황이다. 광주 화정동은 영업정지 제재는 올해 상반기 중에 나올 것으로 예상되며, 이후 취소소송을 제기할 것으로 보인다. 형사 1심은 25년 1월에 선고됐으며, 벌금 5억원, 임직원은 집행유예 및 징역 최대 4년(4명)을 선고받았다. 구조검토 없이 공법을 변경하여 사고가 발생한 점, 관리감독이 부실했다는 점이 인정됐다.

도표 118. 연결 기준 실적 추정

(단위: 억원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	9,554	10,872	10,886	11,250	9,967	10,453	11,089	13,113	42,562	44,623	50,116	52,545
YoY	-10.8	16.0	5.4	-2.1	4.3	-3.9	1.9	16.6	1.6	4.8	12.3	4.8
1. 자체주택	742	528	876	1,862	1,755	1,560	2,270	4,350	4,008	9,935	10,710	11,580
YoY	-74.3	-11.3	139.3	228.4	136.5	195.5	159.1	133.6	-9.2	147.9	7.8	8.1
2. 외주주택	5,094	6,697	6,099	6,668	5,482	6,358	6,345	6,332	24,558	24,516	29,429	31,584
YoY	3.6	13.0	-13.5	-10.1	7.6	-5.1	4.0	-5.0	-3.0	-0.2	20.0	7.3
3. 토목	760	827	733	759	777	762	748	734	3,079	3,021	2,815	2,650
YoY	53.7	20.9	6.9	-12.9	2.1	-7.1	1.8	-3.0	12.1	-1.7	-6.2	-5.3
4. 일반건축	2,234	2,162	2,517	1,447	1,453	1,273	1,226	1,197	8,360	5,150	5,162	4,731
YoY	73.2	56.9	62.1	-23.0	-31.5	-37.0	-46.1	-15.5	35.6	-34.6	0.2	-7.5
매출총이익	824	1,129	977	1,090	1,182	1,321	1,538	2,157	4,020	6,199	7,582	8,364
YoY	-3.7	77.8	-6.9	-14.0	43.5	17.0	57.5	97.9	5.6	54.2	22.3	10.3
매출총이익률	8.6	10.4	9.0	9.7	11.9	12.6	13.9	16.4	9.4	13.9	15.1	15.9
1. 자체주택	217	90	128	542	491	546	681	1,305	978	3,023	3,749	4,053
매출총이익률	29.3	17.0	14.6	29.1	28.0	35.0	30.0	30.0	24.4	30.4	35.0	35.0
2. 외주주택	453	808	670	450	548	636	634	633	2,382	2,452	2,943	3,474
매출총이익률	8.9	12.1	11.0	6.7	10.0	10.0	10.0	10.0	9.7	10.0	10.0	11.0
3. 토목	131	180	120	70	93	91	90	88	502	363	338	318
매출총이익률	17.3	21.7	16.4	9.3	12.0	12.0	12.0	12.0	16.3	12.0	12.0	12.0
4. 일반건축	-42	34	-26	18	15	13	98	96	-17	221	413	379
매출총이익률	-1.9	1.6	-1.0	1.2	1.0	1.0	8.0	8.0	-0.2	4.3	8.0	8.0
판관비	408	591	502	673	498	523	477	498	2,174	1,996	2,260	2,375
영업이익	416	538	475	417	684	798	1,061	1,659	1,846	4,203	5,322	5,989
YoY	-15.4	715.2	-23.4	-46.2	64.4	48.4	123.5	297.8	-5.5	127.7	26.6	12.5
영업이익률	4.4	4.9	4.4	3.7	6.9	7.6	9.6	12.6	4.3	9.4	10.6	11.4
영업외손익	37	95	1	24	10	10	10	10	157	40	40	40
법인세비용	148	159	149	-10	180	210	279	434	446	1,103	1,394	1,568
지배주주순이익	305	474	327	451	514	598	793	1,235	1,557	3,140	3,968	4,461
YoY	-33.3	319.5	-46.1	-20.2	68.4	26.2	142.5	173.8	-10.6	101.6	26.4	12.4
신규수주	17,132	-768	12,899	19,835	9,000	8,100	8,500	9,000	49,098	34,600	34,600	34,600
1. 자체주택	2,304	134	3,356	472	1,500	1,500	1,500	1,500	6,266	6,000	6,000	6,000
2. 외주주택	731	-360	8,508	16,375	6,000	6,000	6,000	6,000	25,254	24,000	24,000	24,000
3. 토목	1,458	-552	45	-861	500	500	500	500	90	2,000	2,000	2,000
4. 일반건축	12,639	10	990	3,849	1,000	100	500	1,000	17,488	2,600	2,600	2,600
수주잔고	312,353	301,372	304,045	313,144	312,177	309,823	307,235	303,121	313,144	303,121	287,605	269,660
1. 자체주택	94,712	94,318	96,798	95,408	95,153	95,093	94,323	91,473	95,408	91,473	86,763	81,183
2. 외주주택	166,255	159,198	161,607	171,314	171,832	171,474	171,130	170,798	171,314	170,798	165,369	157,785
3. 토목	17,822	16,443	15,755	14,135	13,858	13,595	13,348	13,114	14,135	13,114	12,299	11,649
4. 일반건축	33,564	31,412	29,885	32,287	31,834	30,661	29,934	29,737	32,287	29,737	27,175	25,043

자료: 하나증권 추정

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,190.8	4,256.2	4,462.3	5,011.6	5,254.5
매출원가	3,810.1	3,854.2	3,842.4	4,253.4	4,418.2
매출총이익	380.7	402.0	619.9	758.2	836.3
판매비	185.4	217.4	199.6	226.0	237.5
영업이익	195.3	184.6	420.3	532.2	598.9
금융손익	50.4	21.0	21.1	16.2	31.6
중속/관계기업손익	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(9.2)	(5.6)	(38.3)	(37.1)	(53.7)
세전이익	237.0	200.3	403.1	511.3	576.8
법인세	64.1	44.6	110.3	139.4	156.8
계속사업이익	172.9	155.7	314.0	396.8	446.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	172.9	155.7	314.0	396.8	446.1
비배주주지분 순이익	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	173.1	155.7	314.0	396.8	446.1
지배주주지분포괄이익	166.9	148.8	314.0	396.8	446.1
NOPAT	142.5	143.5	305.3	387.1	436.1
EBITDA	255.1	242.7	469.6	572.5	631.8
성장성(%)					
매출액증가율	27.06	1.56	4.84	12.31	4.85
NOPAT증가율	195.03	0.70	112.75	26.79	12.66
EBITDA증가율	56.98	(4.86)	93.49	21.91	10.36
영업이익증가율	67.78	(5.48)	127.68	26.62	12.53
(지배주주)순이익증가율	243.45	(10.05)	101.67	26.37	12.42
EPS증가율	243.72	(10.02)	101.61	26.39	12.42
수익성(%)					
매출총이익률	9.08	9.45	13.89	15.13	15.92
EBITDA이익률	6.09	5.70	10.52	11.42	12.02
영업이익률	4.66	4.34	9.42	10.62	11.40
계속사업이익률	4.13	3.66	7.04	7.92	8.49

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,626	2,363	4,764	6,021	6,769
BPS	45,955	47,572	51,654	56,701	62,302
CFPS	6,467	5,620	6,865	8,501	9,168
EBITDAPS	3,870	3,683	7,125	8,686	9,586
SPS	63,586	64,579	67,705	76,040	79,726
DPS	700	700	1,000	1,200	1,400
주가지표(배)					
PER	5.56	7.64	4.13	3.27	2.90
PBR	0.32	0.38	0.38	0.35	0.32
PCFR	2.26	3.21	2.86	2.31	2.14
EV/EBITDA	8.29	9.25	5.32	3.68	2.83
PSR	0.23	0.28	0.29	0.26	0.25
재무비율(%)					
ROE	5.86	5.09	9.66	11.18	11.44
ROA	2.41	2.15	4.05	4.83	5.20
ROIC	4.04	3.83	8.01	9.68	10.92
부채비율	133.25	139.58	138.09	125.32	115.42
순부채비율	38.32	33.93	35.59	21.77	12.01
이자보상배율(배)	4.30	3.33	6.56	8.29	9.32

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	4,987.3	5,380.4	5,908.7	6,271.6	6,711.3
금융자산	1,036.5	1,323.2	1,179.7	1,574.7	1,893.8
현금성자산	558.2	824.5	598.6	997.5	1,301.8
매출채권	10.1	8.5	10.0	9.9	10.1
재고자산	1,507.4	1,854.3	2,161.3	2,146.7	2,201.8
기타유동자산	2,433.3	2,194.4	2,557.7	2,540.3	2,605.6
비유동자산	2,029.0	2,081.5	2,147.5	2,101.7	2,089.5
투자자산	594.8	816.0	931.3	925.8	946.5
금융자산	523.6	739.4	842.1	837.2	855.6
유형자산	484.1	485.1	438.1	399.7	368.4
무형자산	11.4	11.8	9.5	7.6	6.1
기타비유동자산	938.7	768.6	768.6	768.6	768.5
자산총계	7,016.3	7,461.9	8,056.2	8,373.3	8,800.9
유동부채	3,147.6	3,510.0	3,794.0	3,780.4	3,831.4
금융부채	1,627.0	1,792.5	1,796.5	1,796.3	1,797.0
매입채무	236.0	219.8	256.2	254.5	261.0
기타유동부채	1,284.6	1,497.7	1,741.3	1,729.6	1,773.4
비유동부채	860.7	837.3	878.6	876.7	884.1
금융부채	562.2	587.4	587.4	587.4	587.4
기타비유동부채	298.5	249.9	291.2	289.3	296.7
부채총계	4,008.3	4,347.3	4,672.6	4,657.1	4,715.5
지배주주지분	3,008.0	3,114.6	3,383.6	3,716.3	4,085.4
자본금	329.5	329.5	329.5	329.5	329.5
자본잉여금	1,603.1	1,605.8	1,605.8	1,605.8	1,605.8
자본조정	(20.7)	(20.7)	(20.7)	(20.7)	(20.7)
기타포괄이익누계액	(1.2)	0.7	0.7	0.7	0.7
이익잉여금	1,097.3	1,199.2	1,468.3	1,800.9	2,170.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,008.0	3,114.6	3,383.6	3,716.3	4,085.4
순금융부채	1,152.7	1,056.7	1,204.2	809.1	490.6

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	640.2	314.4	(22.2)	455.5	409.9
당기순이익	172.9	155.7	314.0	396.8	446.1
조정	245.4	145.9	49.3	40.3	33.0
감가상각비	59.8	58.1	49.3	40.3	32.9
외환거래손익	(1.3)	(2.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.5)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
기타	187.4	90.3	0.0	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	221.9	12.8	(385.5)	18.4	(69.2)
투자활동 현금흐름	(143.1)	(97.8)	(197.8)	9.4	(35.5)
투자자산감소(증가)	26.7	(220.9)	(115.3)	5.5	(20.7)
자본증가(감소)	(65.0)	(34.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(104.8)	157.5	(82.5)	3.9	(14.8)
재무활동 현금흐름	(479.1)	148.5	(41.0)	(64.4)	(76.3)
금융부채증가(감소)	(426.0)	190.7	4.0	(0.2)	0.7
자본증가(감소)	(1.6)	2.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(12.0)	0.0	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(39.5)	(44.9)	(44.9)	(64.2)	(77.0)
현금의 증감	18.0	365.0	(224.5)	398.9	304.4
Unlevered CFO	426.2	370.4	452.4	560.3	604.2
Free Cash Flow	575.2	280.0	(22.2)	455.5	409.9

2025년 3월 27일 | 기업분석_Update

BUY (유지)

목표주가(12M) 51,000원(상향)
현재주가(3.26) 34,450원

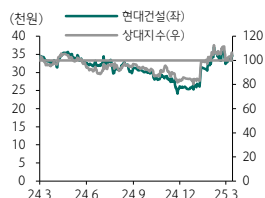
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,643.94
52주 최고/최저(원)	37,000/24,100
시가총액(십억원)	3,836.2
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	111,355.8
60일 평균 거래량(천주)	972.3
60일 평균 거래대금(십억원)	31.1
외국인지분율(%)	20.85
주요주주 지분율(%)	
현대자동차 외 5인	34.92
국민연금공단	6.87

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	30,512.4	30,269.7
영업이익(십억원)	962.1	1,198.0
순이익(십억원)	753.1	947.9
EPS(원)	5,316	6,649
BPS(원)	74,329	80,452

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	29,651.4	32,670.3	31,160.8	31,311.4
영업이익	785.4	(1,263.4)	1,011.1	1,334.2
세전이익	939.5	(985.7)	1,063.1	1,469.0
순이익	535.9	(168.7)	577.2	873.2
EPS	4,767	(1,500)	5,135	7,768
증감율	31.07	적전	흑전	51.28
PER	7.32	(16.93)	6.79	4.49
PBR	0.48	0.36	0.46	0.42
EV/EBITDA	3.64	(2.18)	2.35	1.30
ROE	6.77	(2.09)	6.97	9.77
BPS	72,383	71,394	75,928	83,096
DPS	600	600	600	900



Analyst 김승준 sjunkim@hanafn.com
선임연구원 하민호 minhoha@hanafn.com

현대건설(000720)

눈 앞에 과속방지턱만 넘기면, 밟을 수 있다

투자의견 Buy 유지, 목표주가 51,000원으로 상향

현대건설 투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가는 기존 40,000원에서 51,000원으로 27.5% 상향한다. 목표주가는 2025년 EPS 추정치에 Target PER 10배를 적용했다. 목표주가 상향의 배경은 주택주 전반적인 밸류에이션 상향이다. 타겟 밸류 10배의 기준은 2027년 추정치로 환산시 6배로 맞췄다. 경쟁사 5배보다 프리미엄을 준 것은 주택 이외 포트폴리오(해외, 원전)가 있다는 점과 시총이 크고 거래가 용이하다는 점, 타사 대비 월등한 매출액의 규모 등을 고려했다.

투자포인트: 이익의 개선, 꾸준한 수주, 개발 사업의 시작

2025~2027년까지 이익 증가의 배경은 이익의 개선, 꾸준한 수주, 개발 사업의 시작이 있다. 모든 주택주가 그러하듯이 현대건설도 원가가 높은 현장(2021~22년 착공)이 2025~2026년에 걸쳐 종료됨에 따라 기계적으로 마진이 개선될 것으로 보인다. 여기에 올해 불가리아 원전 수주가 예정되어 있으며, 주택의 경우 도시정비 등 꾸준하게 수주를 기록하고 있다. 여기에 올해 가양동C부지, 힐튼부지, 용산크라운호텔 부지 등의 개발(착공)이 예정되어 있으며 내년에는 복정역세권, 르메르디앙 부지, 이마트 부지등의 개발이 기다리고 있다. 이러한 배경으로 연초에 올해 영업이익 가이던스를 1.2조원(현대건설 별도 4,400억원, 현대ENG 6,600억원, 기타 1,000억원)으로 제시한 바 있다.

리스크: 현대엔지니어링의 사고

잠재 리스크는 연초부터 발생한 현대엔지니어링의 사고로 인한 비용 발생 여부와 현대건설의 C가양부지의 지식산업센터 개발 흥행 여부다. 2월 현대엔지니어링의 교량 붕괴사고로 1분기 실적에 비용 발생에 대한 우려가 생겼다. 금액에 대해서는 아직 확인할 수 없지만, 최소 재시공 비용에서 사고 책임 여하에 따라 고속도로에 대한 지체상금까지 고려할 수 있다. 이에 따라 1분기 실적에 대한 추정이 매우 어려워진 만큼 주가 변동성이 확대됐다. 여기에 추가로 발생한 사고로 현대엔지니어링은 현장 점검을 위해 진행 중인 모든 현장을 멈춘 바가 있어, 관련한 매출액 감소와 이익 감소의 정도를 파악하기도 어려워졌다. 1분기 실적발표까지는 이러한 불확실성을 품고있지만, 확인이 되고 주가에 반영된 이후로는 오히려 투자하기가 편해질 수 있다.

도표 119. 연결 기준 실적 추정

(단위: 억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	85,450	86,210	82,570	72,714	78,421	79,063	75,777	78,347	326,944	311,608	313,114	316,041
YoY	41.7%	20.3%	5.1%	-15.4%	-8.2%	-8.3%	-8.2%	7.7%	10.3%	-4.7%	0.5%	0.9%
1. 현대건설	41,682	43,211	41,301	41,346	40,085	42,847	42,573	44,662	167,540	170,167	178,247	191,664
YoY	21.6%	14.0%	2.5%	-8.7%	-3.8%	-0.8%	3.1%	8.0%	6.2%	1.6%	4.7%	7.5%
2. 현대 ENG	40,960	40,640	37,890	28,114	36,336	34,716	31,705	32,185	147,604	134,941	128,868	118,376
YoY	64.2%	26.1%	10.1%	-28.1%	-11.3%	-14.6%	-16.3%	14.5%	13.0%	-8.6%	-4.5%	-8.1%
매출총이익	5,333	3,422	3,483	-14,168	4,190	5,250	5,234	5,745	-1,930	20,419	23,814	25,056
YoY	40.4%	-13.9%	-32.5%	적전	-21.4%	53.4%	50.3%	흑전	적전	흑전	16.6%	5.2%
매출총이익률	6.2%	4.0%	4.2%	-19.5%	5.3%	6.6%	6.9%	7.3%	-0.6%	6.6%	7.6%	7.9%
1. 현대건설	2,895	1,477	1,328	-1,974	1,936	2,346	2,398	2,548	3,726	9,229	12,304	14,386
YoY	35.7%	-9.8%	-53.6%	적전	-33.1%	58.9%	80.6%	흑전	-56.2%	147.7%	33.3%	16.9%
매출총이익률	6.9%	3.4%	3.2%	-4.8%	4.8%	5.5%	5.6%	5.7%	2.2%	5.4%	6.9%	7.5%
2. 현대 ENG	1,955	1,535	1,567	-13,017	1,453	2,604	2,536	2,897	-7,960	9,490	10,309	9,470
YoY	54.9%	-8.1%	7.2%	적전	-25.7%	69.6%	61.9%	흑전	적전	흑전	8.6%	-8.1%
매출총이익률	4.8%	3.8%	4.1%	-46.3%	4.0%	7.5%	8.0%	9.0%	-5.4%	7.0%	8.0%	8.0%
영업이익	2,509	1,473	1,143	-17,334	1,204	2,749	2,879	3,279	-12,209	10,111	13,342	14,543
YoY	44.6%	-34.1%	-53.1%	적전	-52.0%	86.7%	151.9%	흑전	적전	흑전	32.0%	9.0%
영업이익률	2.9%	1.7%	1.4%	-23.8%	1.5%	3.5%	3.8%	4.2%	-3.7%	3.2%	4.3%	4.6%
당기순이익	2,084	1,461	401	-11,310	885	2,021	2,116	2,410	-7,364	7,432	10,273	11,198
YoY	38.5%	-31.2%	-77.9%	적전	-57.5%	38.3%	427.7%	흑전	적전	흑전	38.2%	9.0%
지배주주순이익	1,554	1,505	505	-4,952	797	1,536	1,608	1,831	-1,388	5,772	8,732	9,519
YoY	18.8%	-8.7%	-71.3%	적전	-48.7%	2.1%	218.5%	흑전	적전	흑전	51.3%	9.0%
수주	95,180	71,470	55,930	82,701	63,500	123,000	65,500	100,500	305,281	352,500	304,500	304,500
YoY	60.3%	-51.7%	13.2%	21.2%	-33.3%	72.1%	17.1%	21.5%	-6.0%	15.5%	-13.6%	0.0%
1. 국내	40,640	64,270	50,760	58,582	51,500	55,000	40,500	45,500	214,252	192,500	191,500	191,500
QoQ, YoY	-38.2%	58.1%	-21.0%	15.4%	-12.1%	6.8%	-26.4%	12.3%	9.2%	-10.2%	-0.5%	0.0%
2. 해외	54,540	7,190	5,180	24,119	12,000	68,000	25,000	55,000	91,029	160,000	113,000	113,000
QoQ, YoY	2153%	-86.8%	-28.0%	365.6%	-50.2%	466.7%	-63.2%	120.0%	-29.3%	75.8%	-29.4%	0.0%
수주잔고	912,520	901,230	865,910	899,316	877,628	923,065	914,288	937,941	899,316	937,941	935,327	929,786
QoQ, YoY	1.4%	-1.2%	-3.9%	3.9%	-2.4%	5.2%	-1.0%	2.6%	-0.1%	4.3%	-0.3%	-0.6%
1. 국내	666,320	677,770	680,730	691,826	654,182	661,410	656,141	652,969	691,826	652,969	655,420	648,721
QoQ, YoY	-1.1%	1.7%	0.4%	1.6%	-5.4%	1.1%	-0.8%	-0.5%	2.7%	-5.6%	0.4%	-1.0%
2. 해외	246,190	223,460	185,170	207,490	223,446	261,655	258,146	284,972	207,490	284,972	279,907	281,065
QoQ, YoY	8.7%	-9.2%	-17.1%	12.1%	7.7%	17.1%	-1.3%	10.4%	-8.4%	37.3%	-1.8%	0.4%

자료: 하나증권 추정

도표 120. 현대건설 별도 기준 실적 추정

(단위: 억원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	41,682	43,211	41,301	41,346	40,085	42,847	42,573	44,662	167,540	170,167	178,247	191,664
YoY	21.6%	14.0%	2.5%	-8.7%	-3.8%	-0.8%	3.1%	8.0%	6.2%	1.6%	4.7%	7.5%
1. 건설/주택	27,900	29,345	26,008	26,098	25,862	27,694	26,770	26,336	109,351	106,661	106,141	118,866
YoY	20.3%	7.2%	-3.0%	-12.5%	-7.3%	-5.6%	2.9%	0.9%	2.0%	-2.5%	-0.5%	12.0%
2. 인프라/환경	4,340	3,703	5,547	4,443	4,537	4,677	4,693	5,142	18,033	19,049	20,858	21,890
YoY	11.0%	-5.5%	2.5%	-3.5%	4.5%	26.3%	-15.4%	15.7%	1.1%	5.6%	9.5%	4.9%
3. 플랜트/전력	9,442	10,163	9,746	10,805	9,686	10,475	11,110	13,185	40,156	44,456	51,248	50,908
YoY	31.5%	53.6%	20.6%	-0.6%	2.6%	3.1%	14.0%	22.0%	22.7%	10.7%	15.3%	-0.7%
매출총이익	2,895	1,477	1,328	-1,974	1,936	2,346	2,398	2,548	3,726	9,229	12,304	14,386
YoY	35.7%	-9.8%	-53.6%	적전	-33.1%	58.9%	80.6%	흑전	-56.2%	147.7%	33.3%	16.9%
매출총이익률	3.4%	1.7%	1.6%	-2.7%	2.5%	3.0%	3.2%	3.3%	2.2%	5.4%	6.9%	7.5%
1. 건설/주택	1,897	67	789	918	1,034	1,385	1,338	1,317	3,671	5,074	7,466	9,509
YoY	33.8%	-96.6%	-45.7%	1.5%	-45.5%	1,958%	69.7%	43.4%	-36.4%	38.2%	47.1%	27.4%
매출총이익률	6.8%	0.2%	3.0%	3.5%	4.0%	5.0%	5.0%	5.0%	3.4%	4.8%	7.0%	8.0%
2. 인프라/환경	229	344	605	386	272	281	282	309	1,564	1,143	1,252	1,313
YoY	-34.5%	흑전	-19.0%	36.9%	19.0%	흑전	-53.5%	-20.1%	104.2%	-26.9%	9.5%	4.9%
매출총이익률	5.3%	9.3%	10.9%	8.7%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	8.7%	6.0%	6.0%	6.0%
3. 플랜트/전력	771	1,066	-66	-3,518	630	681	778	923	-1,747	3,011	3,587	3,564
YoY	110.2%	314.2%	적전	적전	-18.3%	-36.1%	흑전	흑전	적전	흑전	19.1%	-0.7%
매출총이익률	8.2%	10.5%	-0.7%	-32.6%	6.5%	6.5%	7.0%	7.0%	-4.3%	6.8%	7.0%	7.0%
영업이익	1,012	809	102	-3,645	614	1,061	1,121	1,208	-1,722	4,003	6,601	8,253
YoY	8.8%	-22.1%	-90.6%	적전	-39.4%	31.1%	998.6%	흑전	적전	흑전	64.9%	25.0%
영업이익률	2.4%	1.9%	0.2%	-8.8%	1.5%	2.5%	2.6%	2.7%	-1.0%	2.4%	3.7%	4.3%
수주	37,390	52,840	44,200	47,673	40,500	100,000	35,500	50,500	182,103	226,500	196,500	196,500
YoY	16.8%	-21.7%	-18.8%	-1.5%	8.3%	89.3%	-19.7%	5.9%	-10.0%	24.4%	-13.2%	0.0%
1. 건설/주택	20,800	38,450	43,700	28,198	30,000	20,000	25,000	25,000	131,148	100,000	120,000	120,000
YoY	-33.5%	40.3%	700.4%	-8.5%	44.2%	-48.0%	-42.8%	-11.3%	38.1%	-23.8%	20.0%	0.0%
2. 인프라/환경	1,150	12,880	420	7,783	5,500	15,000	5,500	5,500	22,233	31,500	26,500	26,500
YoY	101.8%	65.6%	-97.4%	1,175%	378.3%	16.5%	1,209%	-29.3%	-11.1%	41.7%	-15.9%	0.0%
3. 플랜트/전력	15,440	1,510	80	11,692	5,000	65,000	5,000	20,000	28,722	95,000	50,000	50,000
YoY	8,982%	-95.3%	-99.8%	-31.1%	-67.6%	4,204%	6,150%	71.1%	-65.1%	230.8%	-47.4%	0.0%
1. 국내	15,674	50,327	40,522	30,975	36,500	40,000	25,500	30,500	137,498	132,500	131,500	131,500
YoY	-50.8%	95.5%	93.0%	-35.6%	132.9%	-20.5%	-37.1%	-1.5%	8.5%	-3.6%	-0.8%	0.0%
2. 해외	22,224	2,523	3,974	16,894	4,000	60,000	10,000	20,000	45,615	94,000	65,000	65,000
YoY	4,763%	-96.6%	114.5%	2,038%	-82.0%	2,278%	151.6%	18.4%	-40.5%	106.1%	-30.9%	0.0%
수주잔고	584,800	596,470	588,440	609,050	609,465	666,618	659,546	665,383	609,050	665,383	683,636	688,472
QoQ, YoY	-5.2%	2.0%	-1.3%	3.5%	0.1%	9.4%	-1.1%	0.9%	3.5%	3.6%	9.4%	0.3%
1. 건설/주택	373,160	380,800	394,440	397,226	401,364	393,670	391,901	390,565	397,226	390,565	404,424	405,559
QoQ, YoY	-2.2%	2.0%	3.6%	0.7%	1.0%	-1.9%	-0.4%	-0.3%	4.1%	-1.7%	3.5%	0.3%
2. 인프라/환경	80,630	89,990	81,710	90,744	91,707	102,030	102,836	103,195	90,744	103,195	108,836	113,446
QoQ, YoY	-2.7%	11.6%	-9.2%	11.1%	1.1%	11.3%	0.8%	0.3%	9.5%	13.7%	5.5%	4.2%
3. 플랜트/전력	131,010	125,680	112,290	121,080	116,394	170,918	164,808	171,624	121,080	171,624	170,376	169,468
QoQ, YoY	-13.9%	-4.1%	-10.7%	7.8%	-3.9%	46.8%	-3.6%	4.1%	-20.5%	41.7%	-0.7%	-0.5%
1. 국내	432,707	451,481	461,936	464,611	474,025	483,368	479,123	477,590	464,611	477,590	484,192	480,311
YoY	-2.8%	4.3%	2.3%	0.6%	2.0%	2.0%	-0.9%	-0.3%	4.4%	2.8%	1.4%	-0.8%
2. 해외	152,087	144,986	126,454	144,439	135,439	183,250	180,422	187,793	144,439	187,793	199,445	208,161
YoY	8.8%	-4.7%	-12.8%	14.2%	-6.2%	35.3%	-1.5%	4.1%	3.3%	30.0%	6.2%	4.4%

자료: 하나증권 추정

도표 121. 현대ENG 연결 기준 실적 추정

(단위: 억원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	40,960	40,640	37,890	28,114	36,336	34,716	31,705	32,185	147,604	134,941	128,868	118,376
YoY	64.2%	26.1%	10.1%	-28.1%	-11.3%	-14.6%	-16.3%	14.5%	13.0%	-8.6%	-4.5%	-8.1%
1. 국내	16,781	20,424	17,038	18,662	16,334	17,115	16,024	16,640	72,905	66,113	64,150	62,818
YoY	30.5%	32.4%	10.9%	2.7%	-2.7%	-16.2%	-6.0%	-10.8%	17.9%	-9.3%	-3.0%	-2.1%
2. 해외	24,182	20,211	20,857	9,498	20,002	17,601	15,681	15,545	74,748	68,829	64,717	55,558
YoY	99.9%	20.3%	9.6%	-54.6%	-17.3%	-12.9%	-24.8%	63.7%	8.6%	-7.9%	-6.0%	-14.2%
매출총이익	1,955	1,535	1,567	-13,017	1,453	2,604	2,536	2,897	-7,960	9,490	10,309	9,470
YoY	54.9%	-8.1%	7.2%	적전	-25.7%	69.6%	61.9%	흑전	적전	흑전	8.6%	-8.1%
매출총이익률	4.8%	3.8%	4.1%	-46.3%	4.0%	7.5%	8.0%	9.0%	-5.4%	7.0%	8.0%	8.0%
영업이익	1,078	328	534	-14,341	291	1,389	1,458	1,770	-12,401	4,908	5,541	5,090
YoY	136.9%	-44.3%	-6.6%	적전	-73.0%	323.4%	173.1%	흑전	적전	흑전	12.9%	-8.1%
영업이익률	2.6%	0.8%	1.4%	-51.0%	0.8%	4.0%	4.6%	5.5%	-8.4%	3.6%	4.3%	4.3%
수주	56,760	16,910	10,870	35,480	23,000	23,000	30,000	50,000	120,020	126,000	108,000	108,000
YoY	114.4%	-78.7%	-270.1%	89.9%	-59.5%	36.0%	176.0%	40.9%	1.6%	5.0%	-14.3%	0.0%
1. 국내	24,629	12,310	9,740	28,415	15,000	15,000	15,000	15,000	75,094	60,000	60,000	60,000
YoY	11.6%	2.3%	-36.1%	66.0%	-39.1%	21.9%	54.0%	-47.2%	13.0%	-20.1%	0.0%	0.0%
2. 해외	32,127	4,608	1,128	7,063	8,000	8,000	15,000	35,000	44,926	66,000	48,000	48,000
YoY	628.0%	-87.1%	-88.8%	353.3%	-75.1%	73.6%	1,229%	395.5%	-13.1%	46.9%	-27.3%	0.0%
수주잔고	324,890	301,180	274,170	281,499	268,163	256,447	254,742	272,558	281,499	272,558	251,690	241,314
QoQ, YoY	16.1%	-7.3%	-9.0%	2.7%	-4.7%	-4.4%	-0.7%	7.0%	0.6%	-3.2%	-7.7%	-4.1%
1. 국내	209,133	195,086	171,727	181,491	180,157	178,042	177,018	175,379	181,491	175,379	171,228	168,410
QoQ, YoY	-7.2%	-6.7%	-12.0%	5.7%	-0.7%	-1.2%	-0.6%	-0.9%	-19.5%	-3.4%	-2.4%	-1.6%
2. 해외	115,757	106,094	102,443	100,008	88,006	78,405	77,724	97,179	100,008	97,179	80,462	72,904
QoQ, YoY	34.2%	-8.3%	-3.4%	-2.4%	-12.0%	-10.9%	-0.9%	25.0%	16.0%	-2.8%	-17.2%	-9.4%

자료: 하나증권 추정

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	29,651.4	32,670.3	31,160.8	31,311.4	31,604.1
매출원가	27,948.5	32,887.2	29,118.9	28,930.1	29,098.4
매출총이익	1,702.9	(216.9)	2,041.9	2,381.3	2,505.7
판매비	917.4	1,046.5	1,030.7	1,047.2	1,051.3
영업이익	785.4	(1,263.4)	1,011.1	1,334.2	1,454.3
금융손익	153.4	188.1	151.5	201.8	256.5
중속/관계기업손익	(5.3)	5.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	6.0	84.0	(99.5)	(66.9)	(109.5)
세전이익	939.5	(985.7)	1,063.1	1,469.0	1,601.3
법인세	285.3	(219.5)	318.5	440.3	479.9
계속사업이익	654.3	(766.2)	743.2	1,027.3	1,119.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	654.3	(766.2)	743.2	1,027.3	1,119.8
비배주주지분 순이익	118.4	(597.6)	166.0	154.1	168.0
지배주주순이익	535.9	(168.7)	577.2	873.2	951.9
지배주주지분포괄이익	518.2	(43.7)	281.0	388.5	423.5
NOPAT	547.0	(982.1)	708.2	934.3	1,018.4
EBITDA	981.5	(1,041.9)	1,204.0	1,478.4	1,562.4
성장성(%)					
매출액증가율	39.61	10.18	(4.62)	0.48	0.93
NOPAT증가율	52.33	적전	흑전	31.93	9.00
EBITDA증가율	29.73	적전	흑전	22.79	5.68
영업이익증가율	36.62	적전	흑전	31.96	9.00
(지배주주)순이익증가율	31.06	적전	흑전	51.28	9.01
EPS증가율	31.07	적전	흑전	51.28	9.01
수익성(%)					
매출총이익률	5.74	(0.66)	6.55	7.61	7.93
EBITDA이익률	3.31	(3.19)	3.86	4.72	4.94
영업이익률	2.65	(3.87)	3.24	4.26	4.60
계속사업이익률	2.21	(2.35)	2.39	3.28	3.54

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	4,767	(1,500)	5,135	7,768	8,468
BPS	72,383	71,394	75,928	83,096	90,663
CFPS	10,772	(4,522)	9,830	12,560	12,928
EBITDAPS	8,732	(9,269)	10,711	13,152	13,899
SPS	263,778	290,634	277,205	278,546	281,149
DPS	600	600	600	900	900
주가지표(배)					
PER	7.32	(16.93)	6.79	4.49	4.12
PBR	0.48	0.36	0.46	0.42	0.38
PCFR	3.24	(5.62)	3.55	2.77	2.70
EV/EBITDA	3.64	(2.18)	2.35	1.30	0.63
PSR	0.13	0.09	0.13	0.13	0.12
재무비율(%)					
ROE	6.77	(2.09)	6.97	9.77	9.75
ROA	2.40	(0.67)	2.07	2.97	3.11
ROIC	5.72	(9.01)	6.61	8.63	9.43
부채비율	126.81	179.29	178.38	165.07	152.84
순부채비율	(25.72)	(23.24)	(28.14)	(35.19)	(41.16)
이자보상배율(배)	12.26	(12.57)	11.70	15.43	16.82

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	18,613.4	21,100.7	23,007.1	24,303.2	25,592.3
금융자산	5,232.2	5,891.2	6,567.6	7,636.0	8,732.6
현금성자산	4,205.7	5,130.4	5,746.0	6,803.1	7,890.2
매출채권	2.3	4.6	5.0	5.0	5.1
재고자산	815.6	776.5	839.5	851.2	861.0
기타유동자산	12,563.3	14,428.4	15,595.0	15,811.0	15,993.6
비유동자산	5,101.1	5,904.7	5,792.0	5,662.6	5,567.1
투자자산	1,217.1	1,390.1	1,470.3	1,485.1	1,497.7
금융자산	1,130.5	1,222.1	1,288.6	1,300.9	1,311.3
유형자산	1,204.5	1,289.2	1,106.3	971.4	871.9
무형자산	724.4	750.7	740.7	731.4	722.8
기타비유동자산	1,955.1	2,474.7	2,474.7	2,474.7	2,474.7
자산총계	23,714.5	27,005.4	28,799.1	29,965.8	31,159.4
유동부채	10,356.6	14,663.8	15,703.9	15,896.4	16,059.2
금융부채	644.5	1,932.3	1,943.9	1,946.1	1,947.9
매입채무	3,959.0	4,038.7	4,366.2	4,426.9	4,478.1
기타유동부채	5,753.1	8,692.8	9,393.8	9,523.4	9,633.2
비유동부채	2,902.3	2,672.2	2,750.1	2,764.5	2,776.7
금융부채	1,899.0	1,712.1	1,712.1	1,712.1	1,712.1
기타비유동부채	1,003.3	960.1	1,038.0	1,052.4	1,064.6
부채총계	13,259.0	17,336.0	18,454.0	18,660.9	18,835.8
지배주주지분	8,136.6	8,025.4	8,535.1	9,340.8	10,191.5
자본금	562.1	562.1	562.1	562.1	562.1
자본잉여금	1,095.3	1,095.3	1,095.3	1,095.3	1,095.3
자본조정	(5.7)	(5.7)	(5.7)	(5.7)	(5.7)
기타포괄이익누계액	64.8	243.5	243.5	243.5	243.5
이익잉여금	6,420.2	6,130.2	6,639.9	7,445.7	8,296.3
비지배주주지분	2,318.9	1,644.0	1,810.0	1,964.1	2,132.0
자본총계	10,455.5	9,669.4	10,345.1	11,304.9	12,323.5
순금융부채	(2,688.7)	(2,246.8)	(2,911.6)	(3,977.9)	(5,072.7)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	(714.7)	(118.8)	485.3	1,088.1	1,157.4
당기순이익	654.3	(766.2)	743.2	1,027.3	1,119.8
조정	447.3	59.4	192.9	144.2	108.1
감가상각비	196.1	221.5	192.9	144.2	108.1
외환거래손익	(86.4)	(148.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	5.3	(242.4)	0.0	0.0	0.0
기타	332.3	228.8	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(1,816.3)	588.0	(450.8)	(83.4)	(70.5)
투자활동 현금흐름	562.6	211.7	(141.0)	(26.1)	(22.1)
투자자산감소(증가)	2,562.1	2,133.8	(80.2)	(14.8)	(12.5)
자본증가(감소)	(222.1)	(178.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(1,777.4)	(1,743.2)	(60.8)	(11.3)	(9.6)
재무활동 현금흐름	479.1	1,033.4	(55.9)	(65.4)	(99.4)
금융부채증가(감소)	546.6	1,100.9	11.6	2.1	1.8
자본증가(감소)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당지급	(67.5)	(67.5)	(67.5)	(67.5)	(101.2)
현금의 증감	327.0	1,126.3	747.1	1,057.2	1,087.1
Unlevered CFO	1,210.9	(508.3)	1,105.0	1,411.9	1,453.2
Free Cash Flow	(936.9)	(297.7)	485.3	1,088.1	1,157.4

2025년 3월 27일 | 기업분석_Update

BUY (상향)

목표주가(12M) 24,000원(상향)
현재주가(3.26) 17,150원

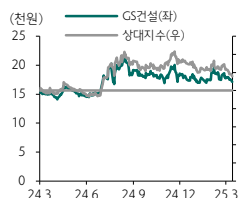
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,643.94
52주 최고/최저(원)	21,550/14,080
시가총액(십억원)	1,467.7
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	85,581.5
60일 평균 거래량(천주)	358.6
60일 평균 거래대금(십억원)	6.4
외국인지분율(%)	24.98
주요주주 지분율(%)	
하장수 외 16 인	23.64
국민연금공단	8.47

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	12,614.3	13,002.9
영업이익(십억원)	442.9	595.6
순이익(십억원)	282.6	400.1
EPS(원)	3,082	4,398
BPS(원)	55,903	60,042

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	13,436.7	12,863.8	12,065.1	12,453.7
영업이익	(387.9)	286.0	400.9	584.3
세전이익	(517.5)	441.5	343.9	527.0
순이익	(481.9)	245.6	230.5	354.4
EPS	(5,631)	2,869	2,693	4,141
증감율	적전	흑전	(6.13)	53.77
PER	(2.67)	6.05	6.38	4.15
PBR	0.30	0.33	0.32	0.30
EV/EBITDA	(22.43)	11.23	8.25	6.08
ROE	(10.54)	5.63	5.10	7.44
BPS	50,839	52,003	54,399	57,746
DPS	0	300	800	800



Analyst 김승준 sjunkim@hanafn.com
선임연구원 하민호 minhoha@hanafn.com

GS건설(006360)

업황 턴어라운드가 절실

투자의견 Buy로 상향, 목표주가 24,000원으로 상향

투자의견 기존 Neutral에서 Buy로 상향하며, 목표주가는 기존 19,000원에서 24,000원으로 26.3% 상향한다. 목표주가는 2025년 EPS 추정치에 9.0배를 적용했다. 타겟 멀티플은 2027년 Target PER 5.0배를 기준으로 부여했다.

투자포인트: 주택의 개선

GS건설 실적 중에서 주택건축이 차지하는 비중은 60% 이상이다. 그 다음으로 차지하는 부문이 신사업(20%)이며 토목과 플랜트가 각각 10%를 차지한다. 전사의 실적 방향은 주택이 끌어가는 셈이다. 대다수의 주택주가 그러하듯이, 주택 매출액은 분양 감소에 따라 2026년까지 감소할 것으로 전망한다. 또한, 대부분의 주택주가 그러하듯이, 주택 마진은 기계적으로 개선될 예정이다. 원가율이 높은 2021~2022년 착공 현장이 2025~2026년 완공으로 실적에서 빠져나가면서 믹스가 개선되기 때문이다. 여기에 전망한대로 2026년부터 부동산 업황이 턴어라운드가 나타나면, 2027년부터는 매출액과 이익 모두 증가하는 구간으로 기대해볼 수 있다.

리스크: 이니마 매각 이후의 비전

자회사인 수처리 기업 GS이니마 매각이 진행 중이다. GS이니마는 2024년 매출액 5,736억원, 순이익 558억원을 기록했다. 이외 신사업인 폴란드 단우드는 매출액 3,989억원, 순이익 207억원이며, 영국 엘리멘트는 매출액 942억원, 순손실 446억원을 기록했다. 베트남(베트남 GS인더스트리 원멤버LLC)에서는 매출액 1,352억원, 순손실 449억원을 기록했다. 신사업 내에서 GS이니마가 차지하는 이익 비중이 매우 높다. 매각 이후 신사업에 대한 명확한 그림을 그리기 어려운 만큼, 주택에 대한 비전이 아닌 신사업에 대한 비전을 제시할 시 투자 방향성에 대해 다소 흔들릴 수 있다.

도표 122. 연결 기준 실적 추정

(단위: 억원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	30,710	32,972	31,092	33,865	30,182	29,881	29,066	31,523	128,639	120,651	124,537	128,836
YoY	-12.6%	-5.7%	0.1%	1.9%	-1.7%	-9.4%	-6.5%	-6.9%	-4.3%	-6.2%	3.2%	3.5%
1. 인프라	2,630	2,591	3,129	3,186	2,328	2,869	2,825	3,084	11,536	11,105	11,760	11,537
YoY	-4.0%	-16.4%	5.7%	42.2%	-11.5%	10.7%	-9.7%	-3.2%	4.5%	-3.7%	5.9%	-1.9%
2. 플랜트	540	605	1,024	2,092	2,143	2,301	2,947	3,337	4,261	10,727	13,876	16,120
YoY	-32.5%	-23.4%	40.3%	203.2%	296.9%	280.3%	187.8%	59.5%	41.6%	151.8%	29.3%	16.2%
3. 신사업	2,870	3,503	3,610	3,933	4,657	4,353	4,693	5,113	13,916	18,816	20,698	21,768
YoY	-13.7%	-5.7%	-1.1%	-6.7%	-12.6%	-20.4%	-17.7%	-16.0%	-1.6%	35.2%	10.0%	5.2%
4. 건축주택	23,870	25,327	22,368	23,548	20,854	20,158	18,401	19,789	95,113	79,202	77,403	78,612
YoY	-13.7%	-5.7%	-1.1%	-6.7%	-12.6%	-20.4%	-17.7%	-16.0%	-7.1%	-16.7%	-2.3%	1.6%
매출총이익	2,750	2,770	2,581	3,082	2,763	2,734	2,679	3,101	11,182	11,277	13,035	14,247
YoY	-20.5%	흑전	14.7%	흑전	0.5%	-1.3%	3.8%	0.6%	326.8%	0.8%	15.6%	9.3%
매출총이익률	9.0%	8.4%	8.3%	9.1%	9.2%	9.1%	9.2%	9.8%	8.7%	9.3%	10.5%	11.1%
1. 인프라	63	-326	329	-140	163	201	198	216	-75	777	823	808
매출총이익률	2.4%	-12.6%	10.5%	-4.4%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	-0.7%	7.0%	7.0%	7.0%
2. 플랜트	68	-275	89	241	171	184	236	267	122	858	1,110	1,290
매출총이익률	12.5%	-45.5%	8.7%	11.5%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	2.9%	8.0%	8.0%	8.0%
3. 신사업	476	581	379	732	838	609	563	614	2,169	2,624	2,484	2,612
매출총이익률	16.6%	16.6%	10.5%	18.6%	18.0%	14.0%	12.0%	12.0%	15.6%	13.9%	12.0%	12.0%
4. 건축주택	2,101	2,786	1,633	2,284	1,564	1,713	1,656	1,979	8,804	6,913	8,514	9,433
매출총이익률	8.8%	11.0%	7.3%	9.7%	7.5%	8.5%	9.0%	10.0%	9.3%	8.7%	11.0%	12.0%
영업이익	710	930	817	405	801	1,001	935	1,273	2,862	4,009	5,843	6,915
YoY	-55.3%	흑전	36.2%	흑전	12.8%	7.6%	14.4%	214.3%	흑전	40.1%	45.7%	18.3%
영업이익률	2.3%	2.8%	2.6%	1.2%	2.7%	3.3%	3.2%	4.0%	2.2%	3.3%	4.7%	5.4%
지배주주순이익	1,338	271	1,186	-339	440	575	530	759	2,457	2,305	3,544	4,269
YoY	-2.8%	흑전	38,259%	적전	-67.1%	111.9%	-55.3%	흑전	흑전	-6.2%	53.8%	20.4%
수주	33,020	50,445	46,143	69,492	30,500	38,000	41,000	34,000	199,100	143,500	115,500	115,500
YoY	57.3%	40.4%	129.8%	179.6%	-7.6%	-24.7%	-11.1%	-51.1%	95.5%	-27.9%	-19.5%	0.0%
1. 인프라	250	330	3,023	7,642	1,500	2,000	8,000	5,000	11,245	16,500	10,500	10,500
2. 플랜트	16,150	1,217	0	12,765	1,000	5,000	5,000	1,000	30,132	12,000	12,000	12,000
3. 건축주택	14,760	19,913	29,221	33,247	20,000	23,000	20,000	20,000	97,141	83,000	83,000	83,000
수주잔고	545,700	577,020	567,284	599,532	599,850	607,969	619,903	622,381	599,532	622,381	613,344	600,008
QoQ, YoY	0.7%	5.7%	-1.7%	5.7%	0.1%	1.4%	2.0%	0.4%	10.6%	3.8%	-1.5%	-2.2%
1. 인프라	63,440	58,470	58,891	58,198	57,370	56,502	61,676	63,593	58,198	63,593	62,333	61,296
2. 플랜트	21,430	23,010	21,049	33,366	32,223	34,922	36,975	34,639	33,366	34,639	32,763	28,643
3. 건축주택	312,770	313,510	315,537	320,830	319,976	322,818	324,417	324,628	320,830	324,628	330,224	334,613
4. 신사업	129,830	164,420	156,902	170,824	174,167	177,814	181,121	184,008	170,824	184,008	173,310	161,542

자료: 하나증권 추정

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	13,436.7	12,863.8	12,065.1	12,453.7	12,883.6
매출원가	13,174.5	11,749.6	10,937.5	11,150.1	11,458.9
매출총이익	262.2	1,114.2	1,127.6	1,303.6	1,424.7
판매비	650.1	828.2	726.7	719.3	733.2
영업이익	(387.9)	286.0	400.9	584.3	691.5
금융손익	(206.5)	(221.1)	(118.9)	(93.3)	(65.7)
중속/관계기업손익	39.9	(7.2)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	37.0	383.9	61.9	36.0	8.6
세전이익	(517.5)	441.5	343.9	527.0	634.4
법인세	(98.0)	177.6	92.1	141.6	170.5
계속사업이익	(419.5)	263.9	248.9	382.7	461.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(419.5)	263.9	248.9	382.7	461.0
비배주주지분 순이익	62.4	18.4	18.4	28.3	34.1
지배주주순이익	(481.9)	245.6	230.5	354.4	426.9
지배주주지분포괄이익	(406.1)	179.1	338.9	521.2	627.7
NOPAT	(314.5)	170.9	293.6	427.3	505.6
EBITDA	(194.5)	494.7	604.1	757.3	839.1
성장성(%)					
매출액증가율	9.25	(4.26)	(6.21)	3.22	3.45
NOPAT증가율	적전	흑전	71.80	45.54	18.32
EBITDA증가율	적전	흑전	22.11	25.36	10.80
영업이익증가율	적전	흑전	40.17	45.75	18.35
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	(6.15)	53.75	20.46
EPS증가율	적전	흑전	(6.13)	53.77	20.45
수익성(%)					
매출총이익률	1.95	8.66	9.35	10.47	11.06
EBITDA이익률	(1.45)	3.85	5.01	6.08	6.51
영업이익률	(2.89)	2.22	3.32	4.69	5.37
계속사업이익률	(3.12)	2.05	2.06	3.07	3.58

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(5,631)	2,869	2,693	4,141	4,988
BPS	50,839	52,003	54,399	57,746	61,941
CFPS	7,983	10,194	7,747	9,238	9,871
EBITDAPS	(2,273)	5,780	7,059	8,849	9,805
SPS	157,005	150,311	140,978	145,518	150,542
DPS	0	300	800	800	1,200
주가지표(배)					
PER	(2.67)	6.05	6.38	4.15	3.44
PBR	0.30	0.33	0.32	0.30	0.28
PCFR	1.88	1.70	2.22	1.86	1.74
EV/EBITDA	(22.43)	11.23	8.25	6.08	4.98
PSR	0.10	0.12	0.12	0.12	0.11
재무비율(%)					
ROE	(10.54)	5.63	5.10	7.44	8.39
ROA	(2.78)	1.38	1.30	1.99	2.31
ROIC	(5.17)	2.61	4.48	6.81	8.15
부채비율	262.47	249.97	230.84	222.39	211.97
순부채비율	51.32	66.79	53.19	42.97	32.50
이자보상배율(배)	(1.27)	0.91	1.25	1.83	2.16

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,482.0	8,666.5	8,828.8	9,462.0	10,145.5
금융자산	3,266.0	2,813.6	3,377.7	3,789.9	4,256.2
현금성자산	2,244.9	2,083.0	2,697.6	3,082.0	3,521.1
매출채권	73.4	7.4	6.9	7.2	7.5
재고자산	1,338.7	1,280.0	1,191.5	1,240.2	1,288.0
기타유동자산	4,803.9	4,565.5	4,252.7	4,424.7	4,593.8
비유동자산	8,225.3	9,136.7	8,740.5	8,673.7	8,630.4
투자자산	2,503.0	3,032.3	2,839.2	2,945.4	3,049.7
금융자산	2,288.4	2,748.6	2,575.1	2,670.5	2,764.3
유형자산	2,256.2	2,638.6	2,463.3	2,316.5	2,193.7
무형자산	961.0	1,064.3	1,036.5	1,010.2	985.4
기타비유동자산	2,505.1	2,401.5	2,401.5	2,401.6	2,401.6
자산총계	17,707.3	17,803.3	17,569.2	18,135.7	18,776.0
유동부채	8,796.2	9,031.9	8,625.0	8,848.8	9,068.7
금융부채	2,449.0	3,257.8	3,248.8	3,253.8	3,258.6
매입채무	1,606.3	1,638.1	1,524.8	1,587.1	1,648.3
기타유동부채	4,740.9	4,136.0	3,851.4	4,007.9	4,161.8
비유동부채	4,025.9	3,684.3	3,633.7	3,661.5	3,688.8
금융부채	3,324.1	2,953.5	2,953.5	2,953.5	2,953.5
기타비유동부채	701.8	730.8	680.2	708.0	735.3
부채총계	12,822.1	12,716.2	12,258.7	12,510.3	12,757.5
지배주주지분	4,314.5	4,414.1	4,619.0	4,905.6	5,264.5
자본금	427.9	427.9	427.9	427.9	427.9
자본잉여금	942.0	924.0	924.0	924.0	924.0
자본조정	(36.8)	(98.3)	(98.3)	(98.3)	(98.3)
기타포괄이익누계액	(65.0)	(106.0)	(106.0)	(106.0)	(106.0)
이익잉여금	3,046.4	3,266.5	3,471.5	3,758.0	4,116.9
비지배주주지분	570.7	673.0	691.5	719.8	753.9
자본총계	4,885.2	5,087.1	5,310.5	5,625.4	6,018.4
순금융부채	2,507.1	3,397.8	2,824.6	2,417.4	1,955.9

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	469.8	267.8	518.2	519.3	572.8
당기순이익	(419.5)	263.9	248.9	382.7	461.0
조정	861.8	371.3	203.1	173.0	147.6
감가상각비	193.4	208.7	203.2	173.0	147.6
외환거래손익	(15.7)	(180.8)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(39.9)	(123.3)	0.0	0.0	0.0
기타	724.0	466.7	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	27.5	(367.4)	66.2	(36.4)	(35.8)
투자활동 현금흐름	(763.1)	(548.9)	243.6	(134.0)	(131.7)
투자자산감소(증가)	186.1	122.7	193.1	(106.2)	(104.4)
자본증가(감소)	(476.1)	(416.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(473.1)	(255.4)	50.5	(27.8)	(27.3)
재무활동 현금흐름	703.9	358.8	(34.5)	(62.9)	(63.0)
금융부채증가(감소)	815.0	438.3	(9.0)	5.0	4.9
자본증가(감소)	(0.7)	(18.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.0)	(61.5)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(110.4)	0.0	(25.5)	(67.9)	(67.9)
현금의 증감	410.7	77.7	668.1	384.4	439.1
Unlevered CFO	683.2	872.4	663.0	790.6	844.8
Free Cash Flow	(6.3)	(148.4)	518.2	519.3	572.8

2025년 3월 27일 | 기업분석_Update

BUY (유지)

목표주가(12M) 50,000원(상향)

현재주가(3.26) 41,950원

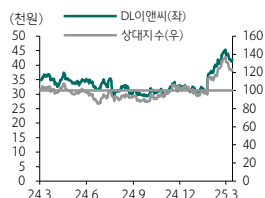
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,643.94
52주 최고/최저(원)	45,400/29,050
시가총액(십억원)	1,623.2
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	38,693.6
60일 평균 거래량(천주)	205.6
60일 평균 거래대금(십억원)	7.8
외국인지분율(%)	33.60
주요주주 지분율(%)	
DL 외 7 인	24.82
국민연금공단	11.18

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	7,858.0	8,184.9
영업이익(십억원)	469.5	547.3
순이익(십억원)	351.3	422.8
EPS(원)	8,086	9,718
BPS(원)	123,679	132,900

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	7,991.1	8,318.4	7,825.9	7,465.4
영업이익	330.7	270.9	441.0	469.6
세전이익	279.8	353.9	422.1	506.0
순이익	187.9	229.2	306.7	366.9
EPS	4,377	5,348	7,147	8,549
증감율	(54.53)	22.18	33.64	19.62
PER	8.24	6.01	5.76	4.82
PBR	0.32	0.28	0.34	0.32
EV/EBITDA	1.10	0.96	0.27	(0.48)
ROE	4.12	4.77	6.15	6.93
BPS	113,560	113,286	119,897	127,650
DPS	500	540	800	950



Analyst 김승준 sjunkim@hanafn.com
선임연구원 하민호 minhoha@hanafn.com

DL이앤씨(375500)

2Q25 실적이 변곡점

투자의견 Buy 유지, 목표주가 50,000원으로 상향

DL이앤씨 투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가는 기존 43,000원에서 50,000원으로 16.3% 상향한다. 목표주가는 2025년 EPS 추정치에 Target PER 7.0배를 적용했다. 타겟 밸류는 2027년 PER 5배를 2025년 추정치 기준으로 환산한 수치다.

투자포인트: 안정적인 재무상태, 주택마진의 개선

DL이앤씨의 이익의 30%가 플랜트이며, 주택 30%, DL건설 20%, 토목 10%다. 플랜트와 주택이 차지하는 비중이 대등해질 정도로, 주택의 이익은 감소한 반면 플랜트의 이익이 증가해왔다. 2025년~2027년의 흐름은 플랜트보다도 주택의 이익 증가다. 주택 마진의 개선이 전사 이익 증가에 기여할 전망이다. 이는 모든 주택주가 해당되는 동일한 이유다. 원가율이 높은 2021년~2022년 착공 현장이 종료됨에 따라 마진이 기계적으로 개선된다. 여기에 2026년부터 부동산 업황 개선에 따라 착공이 증가한다면, 2027년부터는 매출액과 이익 증가가 동반될 수 있다.

리스크: 경쟁사 대비 높은 주택마진 추정치

DL이앤씨의 2025년 주택GPM 추정치는 11.3%, 2026년 13.2%다. 이는 타주택사 대비 높다(2025년 기준 GS건설 8.7%, 대우건설 8.0%, 현대건설 4.8%). DL이앤씨는 2025년 영업이익 가이던스를 5,200억원으로 제시했는데, 그 배경에는 주택GPM이 14~16%가 가능하다는 것이 있었다. 다소 보수적으로 추정하여 연간 추정치를 GPM 11.3%로 했지만, 이마저도 타사 대비 높은 수치다. 관건은 2분기 GPM이다. 회사의 보수적인 운영의 결과로 주택 마진이 빠르게, 높게 회복될 수 있을지 여부를 확인하고, 추가 매수 결정에 대해 고민해도 늦지 않다.

도표 123. 연결 기준 실적 추정

(단위: 억원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	18,905	20,703	19,188	24,388	19,063	20,342	18,805	20,049	83,184	78,259	74,654	84,164
YoY	2.2%	5.1%	4.4%	4.4%	0.8%	-1.7%	-2.0%	-17.8%	4.1%	-5.9%	-4.6%	12.7%
1. 건설	12,918	13,998	13,508	18,157	13,249	14,914	14,601	16,160	58,581	58,924	60,510	67,887
YoY	-3.6%	1.7%	8.1%	11.1%	2.6%	6.5%	8.1%	-11.0%	4.6%	0.6%	2.7%	12.2%
1-1. 주택	6,733	7,15	6,381	9,049	6,035	6,511	5,995	6,851	29,316	25,391	23,418	29,602
YoY	-13.2%	-17.3%	-15.3%	3.1%	-10.4%	-9.0%	-6.1%	-24.3%	-10.4%	-13.4%	-7.8%	26.4%
1-2. 토목	1,993	2,229	2,266	2,695	2,489	2,450	2,494	2,774	9,183	10,207	11,986	13,221
YoY	-3.3%	-1.1%	0.9%	3.5%	24.9%	9.9%	10.1%	2.9%	0.2%	11.2%	17.4%	10.3%
1-3. 플랜트	4,182	4,606	4,853	6,419	4,725	5,952	6,113	6,535	20,060	23,325	25,106	25,064
YoY	17.7%	62.9%	79.9%	29.5%	13.0%	29.2%	26.0%	1.8%	42.9%	16.3%	7.6%	-0.2%
2. DL 건설	5,974	6,719	5,695	6,304	5,814	5,428	4,204	3,889	24,692	19,335	14,144	16,277
YoY	15.9%	11.9%	-3.9%	-13.1%	-2.7%	-19.2%	-26.2%	-38.3%	1.5%	-21.7%	-26.8%	15.1%
매출총이익	1,810	1,674	2,100	2,874	2,056	2,401	2,278	2,473	8,458	9,209	9,299	10,831
YoY	-6.2%	-12.5%	18.8%	29.5%	13.6%	43.4%	8.5%	-14.0%	8.0%	8.9%	1.0%	16.5%
매출총이익률	9.6%	8.1%	10.9%	11.8%	10.8%	11.8%	12.1%	12.3%	10.2%	11.8%	12.5%	12.9%
1. 건설	1,387	1,373	1,648	2,342	1,501	1,887	1,886	2,114	6,751	7,387	8,009	9,226
매출총이익률	10.7%	9.8%	12.2%	12.9%	11.3%	12.7%	12.9%	13.1%	11.5%	12.5%	13.2%	13.6%
1-1. 주택	469	503	492	1,276	543	749	719	856	2,740	2,868	3,044	4,144
매출총이익률	7.0%	7.0%	7.7%	14.1%	9.0%	11.5%	12.0%	12.5%	9.3%	11.3%	13.0%	14.0%
1-2. 토목	202	197	236	92	249	245	249	277	727	1,021	1,199	1,322
매출총이익률	10.1%	8.8%	10.4%	3.4%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	7.9%	10.0%	10.0%	10.0%
1-3. 플랜트	707	671	912	982	709	893	917	980	3,272	3,499	3,766	3,760
매출총이익률	16.9%	14.6%	18.8%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	16.3%	15.0%	15.0%	15.0%
2. DL 건설	409	290	445	512	555	515	392	359	1,656	1,822	1,290	1,605
매출총이익률	6.8%	4.3%	7.8%	8.1%	9.6%	9.5%	9.3%	9.2%	6.7%	9.4%	9.1%	9.9%
영업이익	609	326	833	941	834	1,199	1,124	1,253	2,709	4,410	4,696	5,760
YoY	-32.5%	-54.6%	3.6%	6.0%	36.9%	267.8%	35.0%	33.1%	-18.2%	62.8%	6.5%	22.7%
영업이익률	3.2%	1.6%	4.3%	3.9%	4.4%	5.9%	6.0%	6.2%	3.3%	5.6%	6.3%	6.8%
지배주주순이익	260	406	453	1,173	672	719	702	974	2,292	3,067	3,669	4,435
YoY	-71.1%	35.7%	-29.8%	3170.1%	158.7%	77.2%	54.9%	-17.0%	22.0%	33.8%	19.6%	20.9%
건설 수주	19,109	11,472	29,134	35,090	36,500	23,000	33,500	32,500	94,805	125,500	125,000	125,000
YoY	-41.7%	-48.7%	-43.1%	-17.5%	91.0%	100.5%	15.0%	-7.4%	-36.3%	32.4%	-0.4%	0.0%
1-1. 주택	7,929	3,134	17,399	16,662	10,000	15,000	15,000	15,000	45,124	55,000	55,000	55,000
1-2. 토목	2,852	3,090	6,839	2,825	2,000	3,000	6,000	6,000	15,606	17,000	17,000	17,000
1-3. 플랜트	373	1,958	1,293	6,104	17,000	2,000	5,000	5,000	9,728	29,000	25,000	25,000
2. DL 건설	7,955	3,290	3,603	9,499	7,500	3,000	7,500	6,500	24,348	24,500	28,000	28,000
건설 수주잔고	308,553	301,209	292,312	301,781	319,218	321,877	336,572	349,023	301,781	349,023	399,369	440,205
QoQ, YoY	-0.2%	-2.4%	-3.0%	3.2%	5.8%	0.8%	4.6%	3.7%	-2.4%	15.7%	14.4%	10.2%
1-1. 주택	157,057	156,850	155,612	158,818	162,783	171,272	180,277	188,427	158,818	188,427	220,009	245,407
1-2. 토목	27,609	28,531	31,575	31,112	30,623	31,173	34,679	37,905	31,112	37,905	42,919	46,698
1-3. 플랜트	52,289	50,669	45,211	47,249	59,524	55,572	54,459	52,924	47,249	52,924	52,817	52,754
2. DL 건설	71,598	65,159	59,914	64,603	66,288	63,860	67,156	69,767	64,603	69,767	83,623	95,347

자료: 하나증권 추정

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,991.1	8,318.4	7,825.9	7,465.4	8,416.4
매출원가	7,209.0	7,472.7	6,905.0	6,535.5	7,333.2
매출총이익	782.1	845.7	920.9	929.9	1,083.2
판매비	451.5	574.8	479.8	460.3	507.1
영업이익	330.7	270.9	441.0	469.6	576.0
금융손익	82.3	136.1	35.4	53.0	62.6
종속/관계기업손익	24.2	(8.0)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(157.5)	(45.1)	(54.3)	(16.7)	(26.7)
세전이익	279.8	353.9	422.1	506.0	611.9
법인세	77.6	124.7	119.3	142.7	172.5
계속사업이익	202.2	229.2	306.7	366.9	443.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	202.2	229.2	306.7	366.9	443.5
비배주주지분 순이익	14.3	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	187.9	229.2	306.7	366.9	443.5
지배주주지분포괄이익	180.9	118.4	306.7	366.9	443.5
NOPAT	239.0	175.5	316.4	337.2	413.6
EBITDA	418.4	355.5	473.0	478.7	580.6
성장성(%)					
매출액증가율	6.59	4.10	(5.92)	(4.61)	12.74
NOPAT증가율	(33.65)	(26.57)	80.28	6.57	22.66
EBITDA증가율	(28.25)	(15.03)	33.05	1.21	21.29
영업이익증가율	(33.46)	(18.08)	62.79	6.49	22.66
(지배주주)순이익증가율	(54.53)	21.98	33.81	19.63	20.88
EPS증가율	(54.53)	22.18	33.64	19.62	20.88
수익성(%)					
매출총이익률	9.79	10.17	11.77	12.46	12.87
EBITDA이익률	5.24	4.27	6.04	6.41	6.90
영업이익률	4.14	3.26	5.64	6.29	6.84
계속사업이익률	2.53	2.76	3.92	4.91	5.27

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	4,377	5,348	7,147	8,549	10,334
BPS	113,560	113,286	119,897	127,650	137,039
CFPS	14,820	14,928	9,845	10,851	13,002
EBITDAPS	9,749	8,294	11,020	11,154	13,528
SPS	186,187	194,069	182,339	173,940	196,097
DPS	500	540	800	950	1,200
주가지표(배)					
PER	8.24	6.01	5.76	4.82	3.99
PBR	0.32	0.28	0.34	0.32	0.30
PCFR	2.43	2.15	4.18	3.80	3.17
EV/EBITDA	1.10	0.96	0.27	(0.48)	(0.86)
PSR	0.19	0.17	0.23	0.24	0.21
재무비율(%)					
ROE	4.12	4.77	6.15	6.93	7.83
ROA	2.05	2.41	3.22	3.87	4.43
ROIC	10.11	8.26	17.54	20.27	24.61
부채비율	95.94	100.43	82.24	76.44	77.11
순부채비율	(21.49)	(20.25)	(30.34)	(35.07)	(37.24)
이자보상배율(배)	6.79	5.01	6.82	7.28	8.88

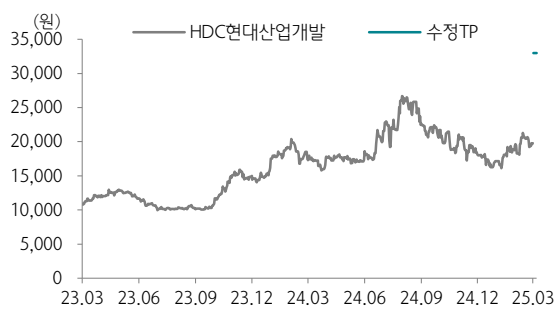
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,782.7	6,005.5	5,893.5	6,206.9	6,843.6
금융자산	2,314.4	2,164.1	2,727.9	3,086.3	3,361.0
현금성자산	2,004.1	1,864.4	2,481.3	2,843.2	3,089.5
매출채권	851.2	1,040.9	855.7	843.4	942.5
재고자산	938.1	921.3	757.3	746.4	834.2
기타유동자산	1,679.0	1,879.2	1,552.6	1,530.8	1,705.9
비유동자산	3,561.3	3,706.9	3,454.3	3,430.4	3,544.0
투자자산	1,370.3	1,433.2	1,212.5	1,197.8	1,316.0
금융자산	885.6	874.0	752.8	744.7	809.6
유형자산	128.4	36.0	11.5	7.9	7.3
무형자산	32.9	28.9	21.5	16.0	11.9
기타비유동자산	2,029.7	2,208.8	2,208.8	2,208.7	2,208.8
자산총계	9,344.1	9,712.4	9,347.8	9,637.3	10,387.5
유동부채	3,748.6	3,854.5	3,228.0	3,186.3	3,521.8
금융부채	594.4	293.2	282.0	281.3	287.3
매입채무	1,060.6	1,053.8	866.3	853.8	954.2
기타유동부채	2,093.6	2,507.5	2,079.7	2,051.2	2,280.3
비유동부채	826.7	1,012.2	990.3	988.9	1,000.6
금융부채	695.1	889.6	889.6	889.6	889.6
기타비유동부채	131.6	122.6	100.7	99.3	111.0
부채총계	4,575.3	4,866.7	4,218.4	4,175.1	4,522.4
지배주주지분	4,768.8	4,845.7	5,129.4	5,462.2	5,865.1
자본금	214.6	229.3	229.3	229.3	229.3
자본잉여금	3,847.2	3,830.9	3,830.9	3,830.9	3,830.9
자본조정	(105.1)	(16.5)	(16.5)	(16.5)	(16.5)
기타포괄이익누계액	(178.4)	(274.1)	(274.1)	(274.1)	(274.1)
이익잉여금	990.5	1,076.2	1,359.9	1,692.6	2,095.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	4,768.8	4,845.7	5,129.4	5,462.2	5,865.1
순금융부채	(1,024.8)	(981.4)	(1,556.3)	(1,915.5)	(2,184.2)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	231.3	187.9	379.6	378.8	426.2
당기순이익	202.2	229.2	306.7	366.9	443.5
조정	392.7	334.1	32.0	9.2	4.6
감가상각비	87.7	84.6	31.9	9.1	4.6
외환거래손익	(4.2)	(122.9)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(24.6)	8.0	0.0	0.0	0.0
기타	333.8	364.4	0.1	0.1	0.0
영업활동 자산부채변동	(363.6)	(375.4)	40.9	2.7	(21.9)
투자활동 현금흐름	201.3	(167.1)	273.8	18.3	(146.7)
투자자산감소(증가)	(127.3)	(49.0)	220.7	14.7	(118.2)
자본증가(감소)	(12.1)	(9.5)	0.0	0.0	0.0
기타	340.7	(108.6)	53.1	3.6	(28.5)
재무활동 현금흐름	277.0	(40.0)	(34.2)	(34.9)	(34.5)
금융부채증가(감소)	38.8	(106.8)	(11.2)	(0.7)	6.0
자본증가(감소)	353.4	(1.7)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(72.9)	88.7	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(42.3)	(20.2)	(23.0)	(34.2)	(40.5)
현금의 증감	709.7	(19.2)	2,350.9	362.0	246.3
Unlevered CFO	636.0	639.9	422.5	465.7	558.0
Free Cash Flow	219.2	178.4	379.6	378.8	426.2

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

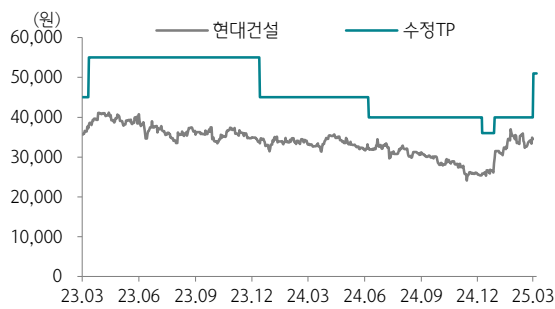
HDC현대산업개발



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.3.27	BUY	33,000		
24.2.7	Not Rated	-	-	-

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

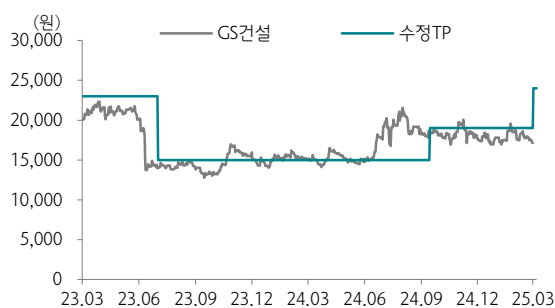
현대건설



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.3.27	BUY	51,000		
25.1.23	BUY	40,000	-15.68%	-7.50%
25.1.3	BUY	36,000	-26.82%	-20.97%
24.7.3	BUY	40,000	-25.71%	-13.88%
24.1.8	BUY	45,000	-25.39%	-20.67%
23.4.6	BUY	55,000	-32.66%	-25.18%
23.1.4	BUY	45,000	-17.69%	-13.11%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

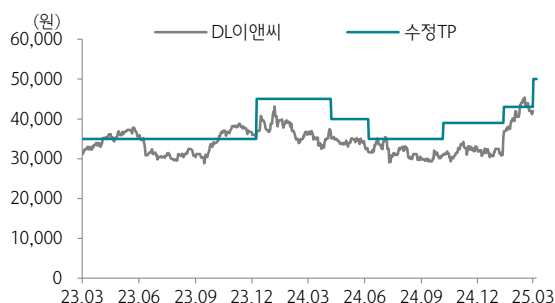
GS건설



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.3.27	BUY	24,000		
24.10.10	Neutral	19,000	-4.79%	5.53%
24.7.27	1년 경과		-	-
23.7.27	Neutral	15,000	-0.02%	28.07%
23.1.4	Neutral	23,000	-9.50%	5.65%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

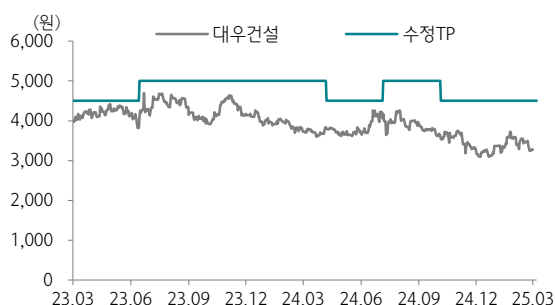
DL이앤씨



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.3.27	BUY	50,000		
25.2.7	BUY	43,000	-3.90%	5.58%
24.11.1	BUY	39,000	-18.41%	-9.87%
24.9.30	BUY	35,000	-13.26%	-8.29%
24.7.3	Neutral	35,000	-8.76%	1.29%
24.5.3	Neutral	40,000	-14.65%	-11.38%
24.2.2	Neutral	45,000	-19.41%	-11.44%
24.1.3	BUY	45,000	-13.66%	-4.22%
23.2.6	Neutral	35,000	-3.33%	-17.57%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대우건설



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.10.31	BUY	4,500		
24.7.31	BUY	5,000	-22.26%	-14.80%
24.5.2	BUY	4,500	-15.27%	-5.33%
23.7.10	BUY	5,000	-17.05%	-6.10%
23.1.4	Neutral	4,500	-4.48%	6.33%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김승준)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 3월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김승준)는 2025년 3월 27일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.15%	6.39%	0.46%	100%

* 기준일: 2025년 03월 24일