[건설]

Overweight

2025.01.09

In-Depth Report

건설사 임장 후기: 조금만 더 기다려볼까?

4Q24 건설 Preview

[건설/운송]
배세호 2122-9178
Seho.bae@imfnsec.com

CONTENTS

[산업분석]

Ⅰ. Summary 4

Ⅱ. 보수적인 가이던스 예상 6

Ⅲ. 건설업 주요 지표 8

Ⅳ. PF 느리지만 개선 중 14

[기업분석]

HDC현대산업개발 (294870) 17

GS건설(006360) 24

현대건설(000720) 30

DL이앤씨(375500) 38

대우건설(047040) 44

삼성E&A(028050) 50

산업분석

Ⅰ. Summary

Ⅱ. 보수적인 가이던스 예상

Ⅲ. 건설업 주요 지표

Ⅳ. PF 느리지만 개선 중

Ⅰ. Summary

건설 업종은 2025년 주도 섹터가 될 수 있을까? 주도 섹터가 될 수 있는 시나리오는 있으나, 최소 1Q25까지의 주가 흐름은 부진할 것으로 예상된다. 커버리지 건설사들은 2025년 보수적인 가이던스를 제시할 가능성이 높고, 실적 개선도 최소 2025년 상반기까지는 제한적일 것으로 예상된다.

4Q24 커버리지 건설사들의 실적 추이는 2024년에 보여줬던 흐름과 유사할 것으로 예상된다. 주택 부문의 원가율 조정이 지속되고, 해외 현장의 보수적인 원가 점검에 따른 일부 비용 반영의 가능성도 있다. 당사 추정 4Q24 커버리지 건설사들 중 영업이익 기준 컨센서스를 상회할 것으로 기대되는 기업은 없다. 대우건설, 현대건설, GS건설의 영업이익은 컨센서스를 30~50% 수준 하회할 것으로 예상된다.

커버리지 건설사의 2025년 가이던스는 보수적일 것으로 예상된다. 건설 경기의 개선세가 뚜렷하지 않은 가운데, 원가율 조정 역시 끝나지 않은 영향이다. 분양의 관점에서 보면 2024년의 커버리지 건설사들의 분양 가이던스는 다소 공격적이었고, 건설사들 중 2024년 가이던스를 달성한 곳은 대우건설이 유일한 것으로 파악된다. 기타 건설사들은 가이던스 대비 70~90% 수준을 달성했다. 2025년 분양 물량 가이던스는 2024년 가이던스와 유사할 것으로 예상하는데, 2025년에도 서울 지역 외 주택 경기의 개선이 불확실하고, 정비사업의 경우에도 공사비 상승에 따른 사업성이 저하된 것을 감안했다.

2025년 실적 가이던스 역시 보수적일 것으로 예상된다. 아직 2021년부터 상승한 공사비의 영향이 실적에 지속적으로 부담을 주고 있다. 또한 건설사들의 미분양 물량 관련 추가적인 충당금 반영 가능성도 배제할 수 없다. 커버리지 건설사들의 실적은 2022년 이후 지속적으로 하향 조정되고 있으나, 최소 2025년 상반기까지도 실적 개선세는 크지 않을 것으로 예상된다. 2021~2022년 착공 물량들이 대부분 준공되는 2025년 하반기부터는 실적 반등을 기대할 수 있으나, 이를 가이던스에 공격적으로 반영하지는 않을 것으로 예상된다.

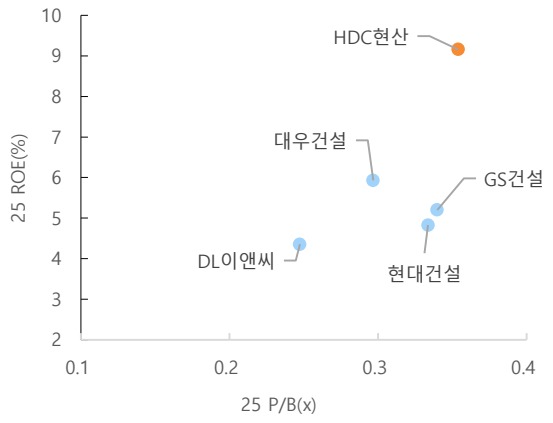
불확실한 부동산 경기와 건설사들의 실적 부진으로 건설업 전반적으로 주가 수익률이 부진하다. 다만 HDC현대산업개발의 경우 1) 2025년 EPS 성장률이 96%에 달할 것으로 보이고, 2) 대다수 주택주들의 매출이 2025년부터 감소할 것으로 예상되는 가운데, HDC현산은 2025~2027년 매년 매출 성장이 발생할 것으로 기대되고, 3) 현재 주가 기준 12M Fwd P/E도 3.7배라는 관점에서 매수가 유효하다고 판단한다.

표1. 커버리지 기업의 4Q24 실적 추정치

			(십억원)	4Q23	3Q24	4Q24E	Cons (4Q24)	Cons. 대비	YoY
	시가총액(십억원)	1,159	매출액	1,149	1,089	1,138	1,203	-5.4	-1.0
	현재주가	17,590	영업이익	77	47	65	69	-5.0	-15.9
★HDC현대산업개발	12M Fwd P/E	3.7	지배순이익	55	33	48	57	-15.0	-12.7
	12M Fwd P/B	0.34	영업이익률(%)	6.7	4.4	5.7	5.7	+0.0	-1.0
	목표주가	29,000	순이익률(%)	4.8	3.0	4.2	4.7	-0.5	-0.6
	시가총액(십억원)	1,553	매출액	3,321	3,109	3,236	3,292	-1.7	-2.6
	현재주가	18,150	영업이익	-193	82	55	90	-39.3	흑전
GS건설	12M Fwd P/E	6.4	당기순이익	-321	119	37	46	-19.7	흑전
	12M Fwd P/B	0.33	영업이익률(%)	-5.8	2.6	1.7	2.7	-1.0	+7.5
	목표주가	24,000	순이익률(%)	-9.7	3.8	1.2	1.4	-0.3	+10.8
	시가총액(십억원)	2,884	매출액	8,598	8,256	8,496	8,278	+2.6	-1.2
	현재주가(원)	25,900	영업이익	145	114	58	112	-48.0	-59.6
현대건설	12M Fwd P/E	6.8	지배순이익	75	51	57	106	-45.7	-23.4
	12M Fwd P/B	0.33	영업이익률(%)	1.7	1.4	0.7	1.4	-0.7	-1.0
	목표주가	40,000	순이익률(%)	0.9	0.6	0.7	1.3	-0.6	-0.2
	시가총액(십억원)	1,252	매출액	2,333	1,919	2,134	2,215	-3.6	-8.5
	현재주가	32,350	영업이익	88	83	60	99	-39.8	-32.2
DL이앤씨	12M Fwd P/E	5.6	지배순이익	4	45	67	62	+8.3	+1,810.4
	12M Fwd P/B	0.25	영업이익률(%)	3.8	4.3	2.8	4.5	-1.7	-1.0
	목표주가	45,000	순이익률(%)	0.2	2.4	3.2	2.8	+0.3	+3.0
	시가총액(십억원)	1,340	매출액	2,778	2,548	2,656	2,539	+4.6	-4.4
	현재주가	3,225	영업이익	78	62	77	87	-11.4	-0.7
대우건설	12M Fwd P/E	5.0	지배순이익	107	38	46	48	-3.8	-56.4
	12M Fwd P/B	0.29	영업이익률(%)	2.8	2.4	2.9	3.4	-0.5	+0.1
	목표주가	4,500	순이익률(%)	3.8	1.5	1.7	1.9	-0.2	-2.1
	시가총액(십억원)	3,432	매출액	2,827	2,317	2,447	2,490	-1.7	-13.4
	현재주가	17,510	영업이익	270	204	170	187	-8.9	-37.0
삼성E&A	12M Fwd P/E	6.9	지배순이익	116	164	130	140	-6.8	+12.1
	12M Fwd P/B	0.74	영업이익률(%)	9.5	8.8	6.9	7.5	-0.5	-2.6
	목표주가	27,000	순이익률(%)	4.1	7.1	5.3	5.6	-0.3	+1.2

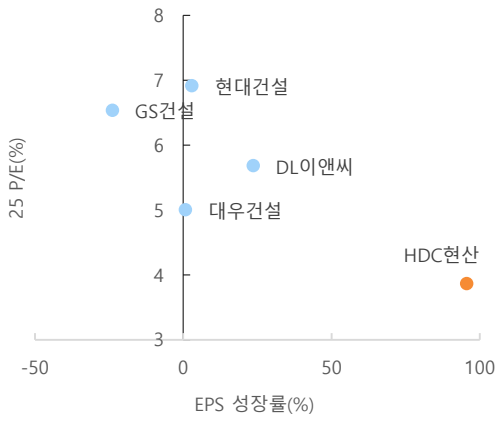
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 커버리지 주택사 P/B - ROE(2025년)



자료: 각 사, iM증권 리서치본부

그림2. 커버리지 주택주 P/E - EPS 성장률(2025년)



자료: 각 사, iM증권 리서치본부

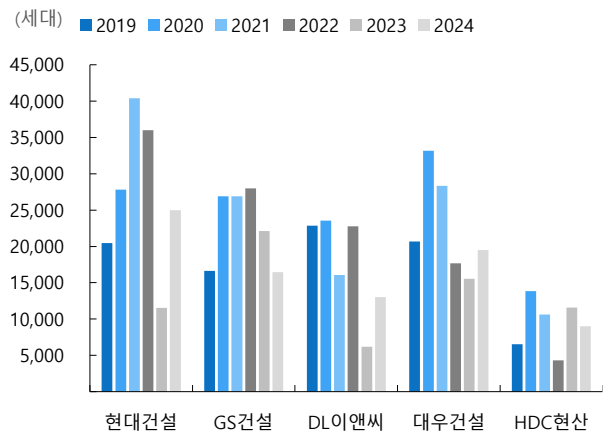
Ⅱ. 보수적인 가이던스 예상

커버리지 건설사의 2025년 가이던스는 2024년 가이던스 대비 보수적일 것으로 예상된다. 건설 경기의 개선세가 뚜렷하지 않은 가운데, 원가율 조정 역시 끝나지 않은 영향이다. 2024년 커버리지 건설사의 가이던스는 다소 공격적이었다. 우선 분양 물량의 경우 현대건설(연결) 3.1만세대, GS건설 2만세대, DL이앤씨(연결) 1.7만세대(착공 기준), 대우건설 2만세대, HDC현산 1.0만세대를 제시했다. 가이던스 대비 달성률은 현대건설 81%, GS건설 82%, DL이앤씨 76%, HDC현대산업개발 90%를 달성했고, 대우건설은 가이던스를 달성했다. 2025년 분양 물량의 경우 2024년 가이던스 대비와 유사할 것으로 예상하는데, 2025년에도 서울 지역 외 주택 경기의 개선이 불확실하고, 정비사업의 경우에도 공사비 상승에 따른 사업성이 저하된 것을 감안했다.

2025년 실적 가이던스 역시 보수적일 것으로 예상된다. 아직 2021년 이후 상승한 공사비 영향이 실적에 지속적으로 부담을 주고 있다. 또한 건설사들의 미분양 물량 관련 추가적인 충당금 반영 가능성도 배제할 수 없다. 커버리지 건설사들의 실적은 2022년 이후 지속적으로 하향 조정되고 있으나, 최소 2025년 상반기까지도 실적 개선세는 크지 않을 것으로 예상된다. 2021~2022년 착공 물량들이 대부분 준공되는 2025년 하반기부터는 실적 반등을 기대할 수 있으나, 이를 가이던스에 공격적으로 반영하지는 않을 것으로 예상된다.

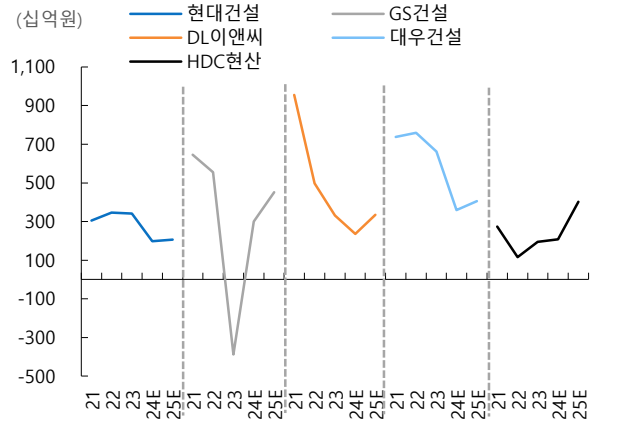
2025년 수주 가이던스 역시 보수적일 것으로 예상되는데, 특히 국내 수주가 더욱 보수적일 것으로 예상된다. 정비사업을 제외하고 주택에서는 지방 사업장들의 수주가 크게 2023년 이후 크게 둔화되었고, 지식산업센터, 물류센터들의 착공 면적도 크게 줄어들었다(건축물 착공 면적 2022년 -18% YoY, 2023년 -20% YoY, 2024년 -7% YoY).

그림3. 커버리지 주택사 분양 추이(연결 기준)



자료: 각 사, iM증권 리서치본부
주: DL이앤씨는 착공 기준

그림4. 커버리지 주택주 영업이익 추이 및 전망

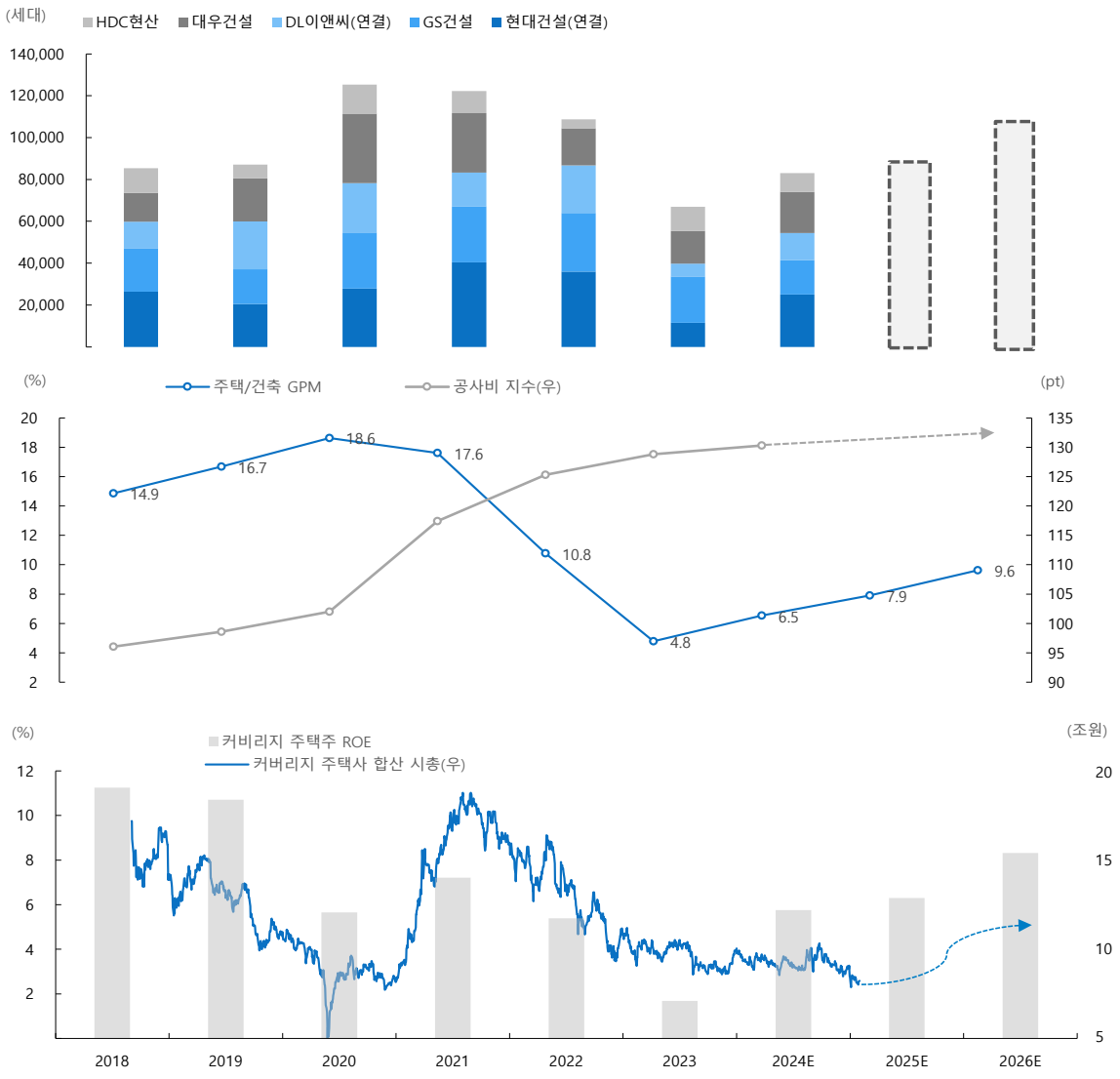


자료: 각 사, iM증권 리서치본부

2022년 이후 주택주의 주가는 금리 상승기에 접어들며 전반적인 건설 경기 악화, 지방 사업장 중심으로 PF 부실 이슈, 그리고 공사비 상승에 따른 마진의 심각한 훼손까지 맞물리며 크게 부진했다.

커버리지 주택주를 한정하여 PF 부실 및 유동성 문제는 매우 제한적일 것으로 예상하여, 주택주들의 주가 상승은 분양 물량 회복과 마진 회복에 달려있다고 판단한다. 주택 마진의 경우 2021~2022년 착공 물량들의 준공이 다다른 2025년 하반기부터는 유의미한 반등이 예상되지만, 2025년 분양 물량은 2024년과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상된다. 낙관적 시나리오를 가정하면 2026년에는 최근 3년(2023~2025년)의 주택 공급이 크게 제한된 영향으로 다시 착공 물량 반등이 발생할 수 있다.

그림1. 커버리지 주택주 합산 분양 물량/주택 부문 마진/ROE 추이



자료: Dart, Quantiwise, iM증권

Ⅲ. 건설업 주요 지표

[매매 가격]
아파트 매매가격은 서울을 중심으로 2024년 4월 이후 가파르게 상승하다가 7월 이후 상승세가 둔화되었다. 가격이 가파르게 상승한 것에 대한 피로감, 그리고 정부의 대출 규제 강화에 따른 부동산 심리 지수가 악화된 영향으로 보인다.

지방의 경우 2022년 이후 아직 아파트 가격이 지속적으로 하락하고 있다, 특히 대구광역시는 2021년 12월말 이후 150주 연속 하락하고 있다. 지방의 부동산 심리지수 역시 하락세가 더욱 우세하다.

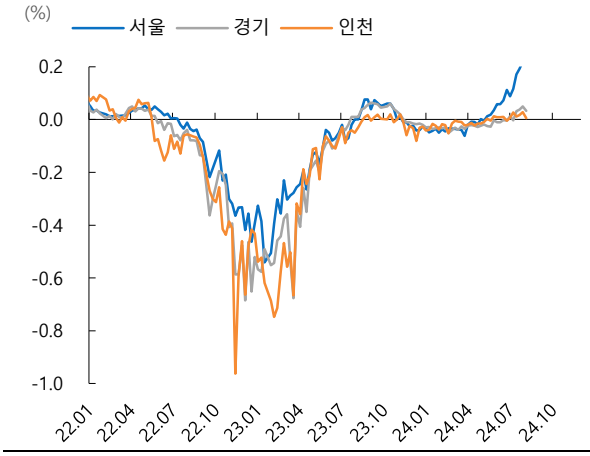
[분양&입주]
2024년 전국의 아파트 분양은 25만호를 달성하였다. 2023년 21만호 대비 4만호(+18%) 증가했으나, 과거(2018~2022년) 경상적인 수준 30~35만호에 비해서는 크게 부진하다. 지역별로 수도권 14.6만호(서울 3.1만호), 지방 10.6만호를 기록했다.

2024년 전국 아파트 입주는 36만호(-1% YoY)를 기록했다. 2020~2021년 분양했던 물량들의 영향으로 입주는 증가했다. 2025년, 2026년 전국의 아파트 입주는 각각 26.5만호, 15.8만호가 예정되어 있으며, 서울의 경우 3.6만호, 0.9만호가 예정되어 있어 공급 부족 이슈가 지속적으로 대두될 것으로 보인다.

[매매 거래량]
2024년 전국의 아파트 매매 거래량은 11월 누적 45.8만호를 기록했다. 이는 전년 38.5만호 대비 19% 증가한 것이다. 전년대비 매매거래량 증가 폭이 컸는데, 서울 아파트 매매 거래량이 크게 증가(+2만호 YoY)한 영향이다. 2024년 4월 매매가가 크게 상승하며 거래량도 같이 증가했다. 아파트 매매가격의 상승세가 둔화된 7월 이후 매매거래량 역시 같이 둔화된 상황이다. 최근의 매수 심리가 감소했고, 스트레스 DSR 2단계 시행 및 주담대 금리의 하락 폭이 제한되고 있는 상황으로 2025년 연초의 매매거래량은 전년과 비슷한 수준이 예상된다.

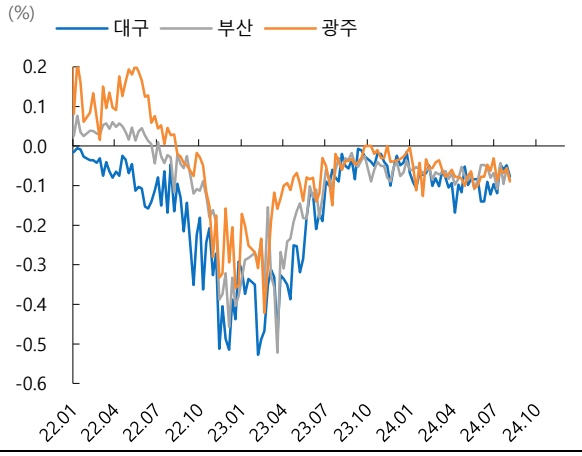
[미분양]
11월 기준 전국의 미분양은 6.5만호로 연초 대비 +2,657세대 늘어났으나, 2024년 6월 7.5만호 대비로는 7천호 이상 줄어든 상황이다. 경기, 대구, 경북 순서로 미분양이 많으며, 일부 지방의 경우 할인 분양 등 적극적인 마케팅으로 미분양을 줄이고 있다. 2025년 역시 분양 물량이 제한적일 것으로 보여, 미분양은 현재 수준을 유지할 것으로 예상된다. 하지만 악성 미분양인 준공 후 미분양은 현재 1.9만호로 연초 대비 +7,787세대 늘어났으며 2021, 2022년 분양 물량의 입주가 본격적으로 시작되며 준공 후 미분양은 2025년 중 지속적으로 늘어날 것으로 예상된다.

그림2. 아파트 매매 가격 주간 변동률(수도권)



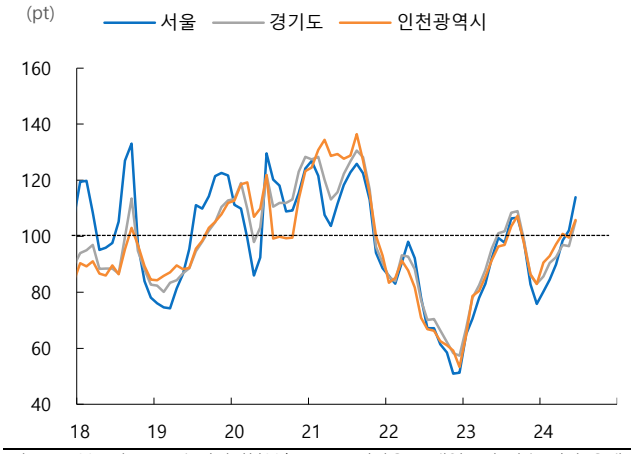
자료: KB부동산, iM증권 리서치본부

그림3. 아파트 매매 가격 주간 변동률(지방광역시), 여전히 부진



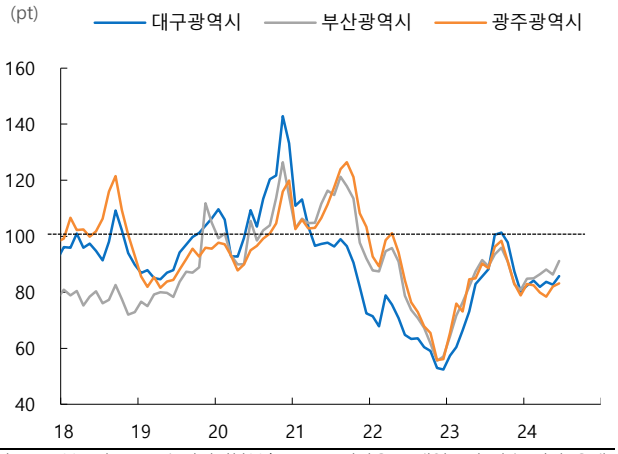
자료: KB부동산, iM증권 리서치본부

그림4. KB부동산 매매가격 전망지수(수도권)



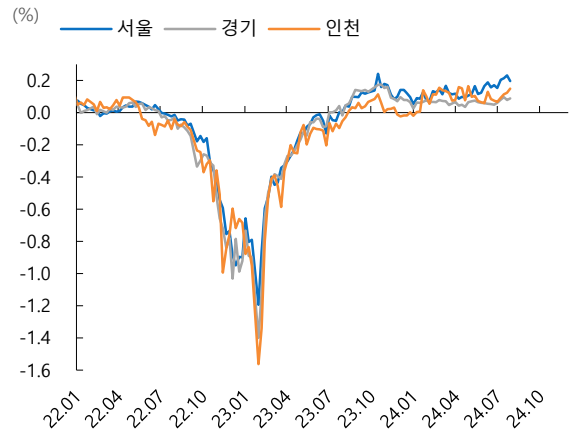
자료: KB부동산, iM증권 리서치본부/주: 100 이상은 중개업소의 상승 전망 우세

그림5. KB부동산 매매가격 전망지수(지방광역시)



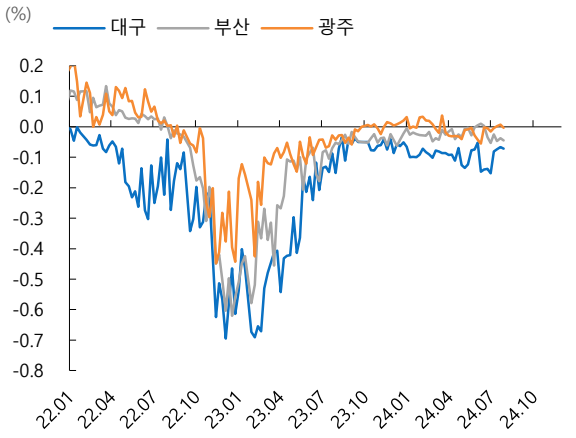
자료: KB부동산, iM증권 리서치본부/주: 100 이상은 중개업소의 상승 전망 우세

그림6. 아파트 전세 가격 주간 변동률(수도권)



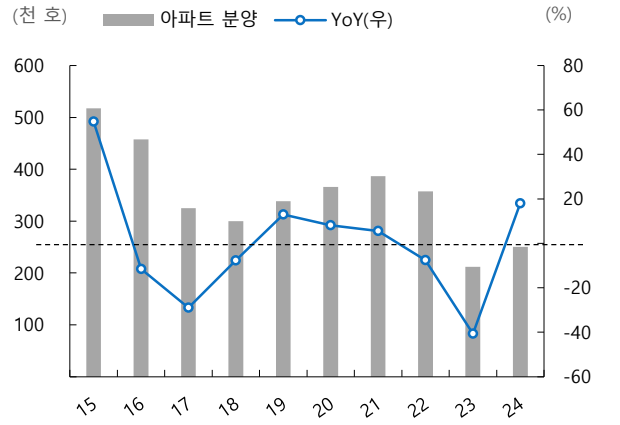
자료: KB부동산, iM증권 리서치본부

그림7. 아파트 전세 가격 주간 변동률(지방광역시)



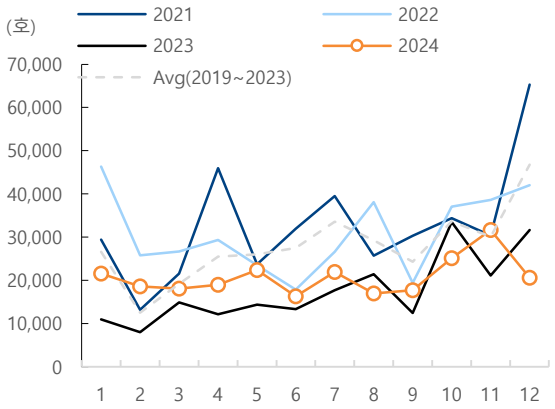
자료: KB부동산, iM증권 리서치본부

그림8. 전국 아파트 분양 물량 추이 및 전망(연간)



자료: 부동산114, iM증권 리서치본부

그림9. 전국 아파트 분양 물량 추이(월별)



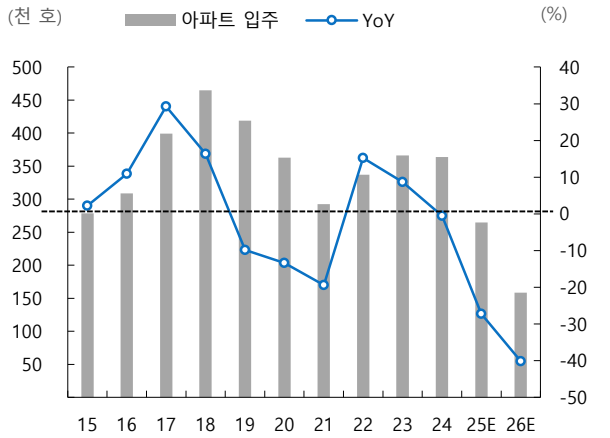
자료: 부동산114, iM증권 리서치본부

표2. 연간 지역별 분양 물량

(세대)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
전국	299,688	338,621	366,097	386,625	357,123	212,078	250,096
서울특별시	24,963	28,710	42,911	10,274	26,531	24,529	30,961
경기도	111,193	108,463	124,915	126,002	113,809	85,939	89,889
부산광역시	23,246	22,704	20,836	7,768	17,745	20,973	13,236
대구광역시	24,775	29,149	31,275	26,828	14,734	941	5,095
인천광역시	19,542	38,295	33,662	42,793	30,430	14,793	25,674
광주광역시	8,573	15,952	6,593	3,373	4,489	9,716	12,529
대전광역시	6,980	8,964	7,627	9,820	15,175	4,459	16,508
울산광역시	1,351	2,894	8,650	4,731	6,410	3,226	9,336
강원도	9,737	11,258	5,604	15,362	10,209	9,172	5,921
경상남도	10,655	13,257	14,686	30,296	21,657	6,815	3,947
경상북도	10,464	4,019	12,611	27,811	16,035	4,490	2,759
전라남도	11,640	11,838	10,962	8,582	14,667	4,999	5,542
전라북도	8,828	10,521	6,463	15,526	11,361	4,648	5,304
충청남도	10,756	16,221	23,542	35,491	25,262	6,694	13,433
충청북도	10,765	8,802	12,435	16,041	22,849	9,509	6,959
제주도	775	1,498	969	933	1,793	1,024	2,190
세종특별시	5,445	6,076	2,356	4,994	3,967	151	813

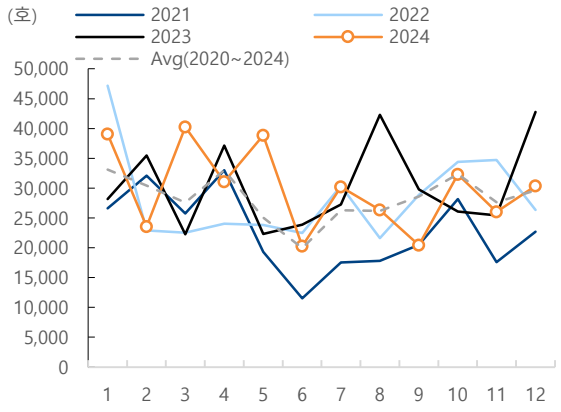
자료: 부동산114, iM증권

그림10. 전국 아파트 입주 물량 추이 및 전망(연간)



자료: 부동산114, iM증권 리서치본부

그림11. 전국 아파트 입주 물량 추이(월별)



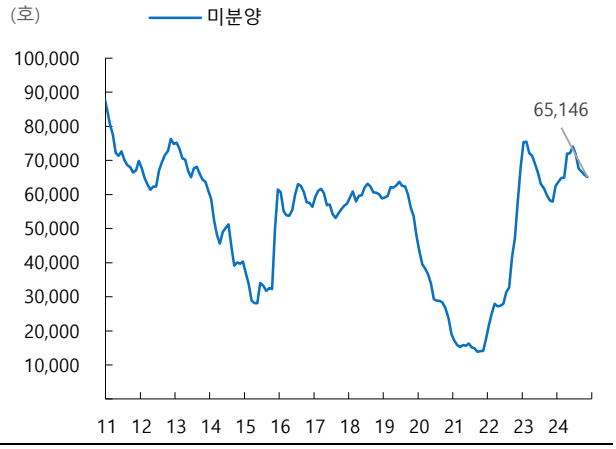
자료: KB부동산, iM증권 리서치본부

표3. 연간 지역별 입주 물량

(세대)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
전국	418,996	362,800	292,330	336,857	366,040	363,921	264,620	158,391
서울특별시	49,241	49,819	34,585	27,993	36,309	27,740	35,915	8,526
경기도	143,222	123,752	113,117	113,668	112,939	116,941	69,571	53,897
부산광역시	26,296	27,672	18,010	27,077	25,351	15,144	9,110	11,335
대구광역시	10,916	15,605	17,360	20,728	34,784	24,300	11,384	8,171
인천광역시	17,609	17,977	19,287	43,079	44,567	29,740	22,638	13,106
광주광역시	14,511	12,493	5,389	13,716	4,898	8,083	5,538	10,908
대전광역시	4,003	6,766	6,306	9,939	3,423	14,639	11,699	6,303
울산광역시	12,831	2,940	1,492	3,628	8,786	4,805	5,716	2,976
강원도	18,694	11,412	11,046	6,580	8,378	11,715	10,226	7,855
경상남도	46,503	18,922	8,539	9,851	15,569	22,507	21,053	5,129
경상북도	18,788	12,794	8,210	4,747	10,452	23,322	12,477	3,986
전라남도	9,687	13,506	11,267	8,233	10,054	10,534	8,623	4,015
전라북도	12,846	14,083	6,733	10,846	9,087	9,848	9,773	6,090
충청남도	8,588	13,072	11,502	24,810	26,377	22,818	13,920	9,662
충청북도	11,961	14,845	9,312	8,037	10,727	17,367	13,824	6,228
제주도	1,879	1,487	1,007	132	1,247	802	1,313	204
세종특별시	11,421	5,655	9,168	3,793	3,092	3,616	1,840	

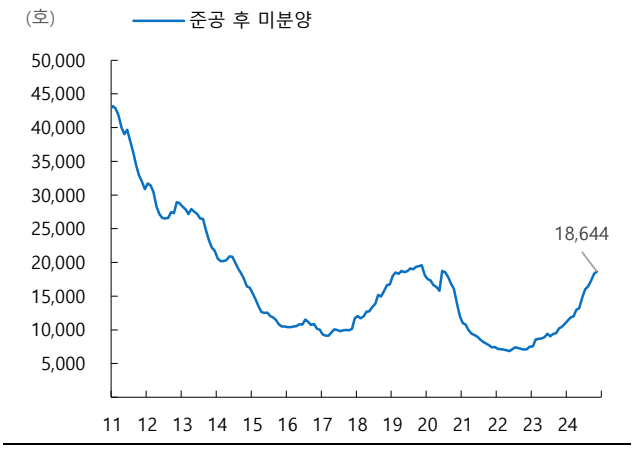
자료: 부동산114, iM증권

그림12. 전국 미분양 추이(2024년 11월 기준)



자료: 부동산114, iM증권 리서치본부

그림13. 전국 준공 후 미분양 추이(2024년 11월 기준)



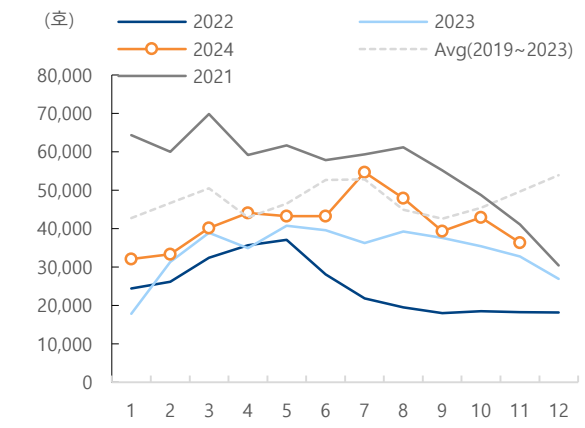
자료: KB부동산, iM증권 리서치본부

표4. 연간 지역별 미분양 물량

(세대)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.11
전국	58,838	47,797	19,005	17,710	68,107	62,489	65,146
서울특별시	27	151	49	54	953	958	931
경기도	4,968	5,085	1,616	1,030	7,588	5,803	10,521
부산광역시	4,153	2,115	973	949	2,640	2,997	4,900
대구광역시	362	1,790	280	1,977	13,445	10,245	8,175
인천광역시	1,324	966	466	425	2,494	3,270	3,042
광주광역시	58	148	31	27	291	596	1,242
대전광역시	1,183	724	638	460	3,239	894	1,580
울산광역시	997	1,269	468	397	3,570	2,941	2,711
강원도	5,736	5,945	3,115	1,648	2,648	4,001	4,342
경상남도	14,147	12,269	3,617	1,879	4,600	3,682	5,213
경상북도	8,995	6,122	2,154	4,386	7,674	8,862	7,093
전라남도	1,663	1,857	1,059	2,163	3,029	3,618	3,631
전라북도	1,607	1,043	661	133	2,520	3,075	2,821
충청남도	7,763	5,569	2,510	1,012	8,509	5,484	3,646
충청북도	4,560	1,672	273	304	3,225	3,442	2,391
제주도	1,295	1,072	1,095	836	1,676	2,499	2,851
세종특별시	0	0	0	30	6	122	56

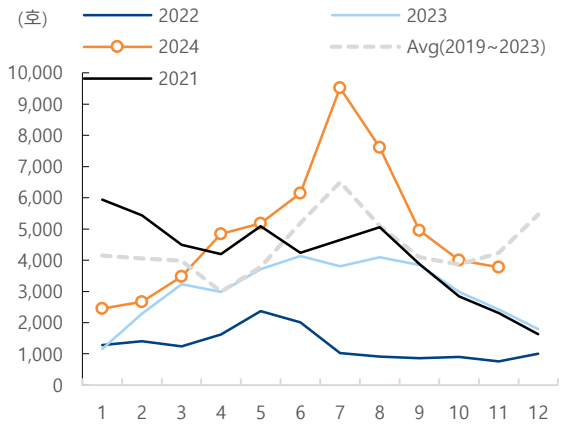
자료: 부동산114, iM증권

그림14. 전국 아파트 매매거래량



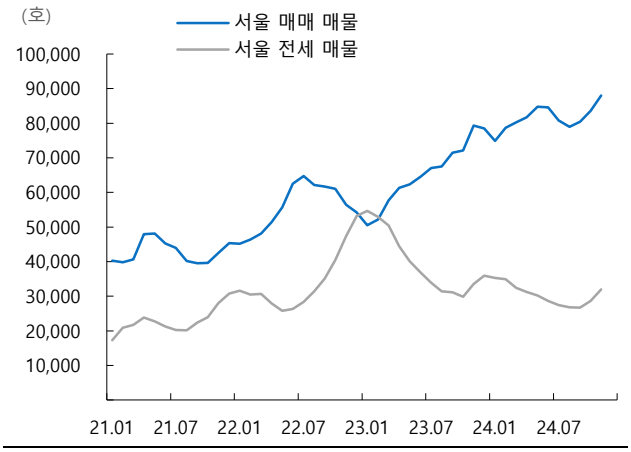
자료: 국토교통부, iM증권 리서치본부

그림15. 서울 아파트 매매거래량



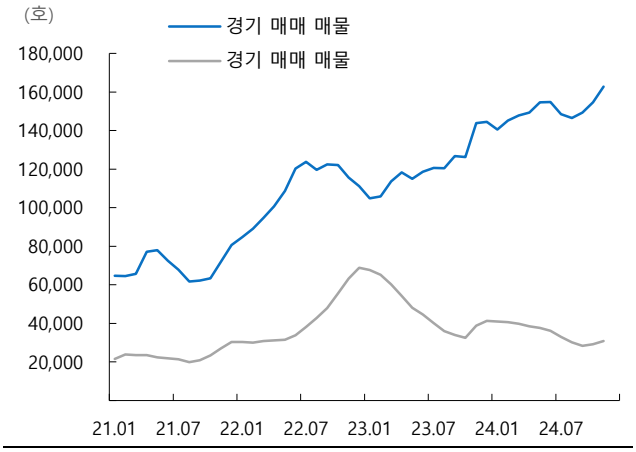
자료: 국토교통부, iM증권 리서치본부

그림16. 서울 아파트 매매/전세 매물 추이



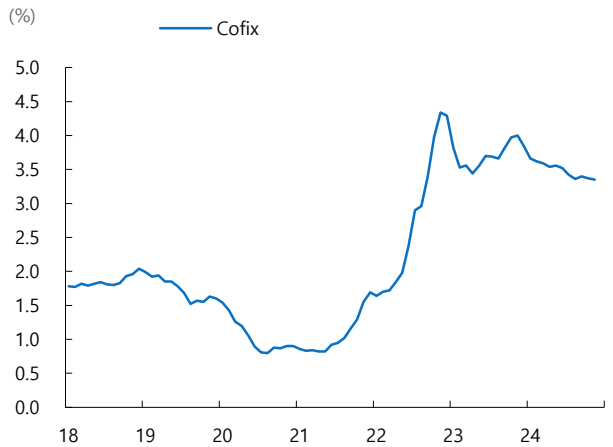
자료: 아실, iM증권 리서치본부

그림17. 경기 아파트 매매/전세 매물 추이



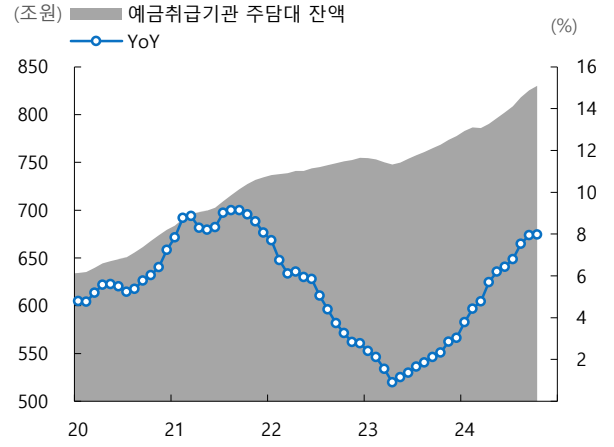
자료: 아실, iM증권 리서치본부

그림18. Cofix 추이



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림19. 예금취급기관 주담대 잔액 추이(~2024년 11월)



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

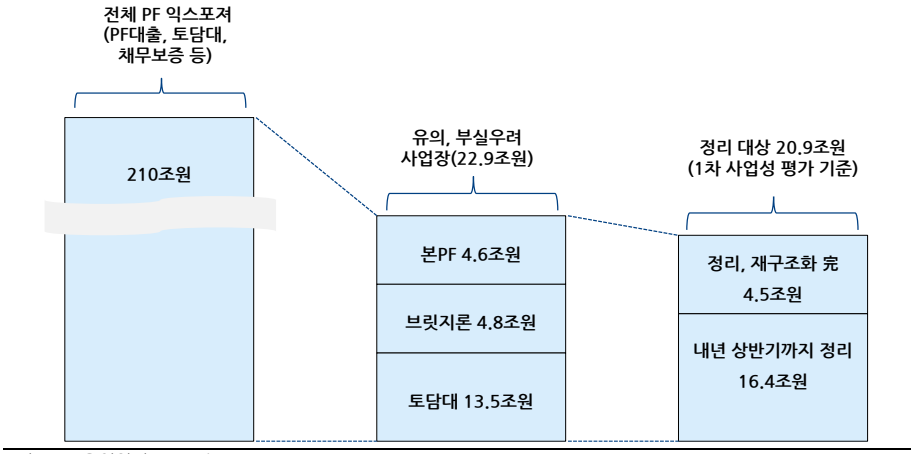
Ⅲ. PF: 느리지만 개선 중

금융위원회가 2024년 12월 19일에 발표한 '부동산 PF 상황 점검회의'에 따르면 부실 PF 사업장들은 느리지만 정리 기조로 나아가고 있다. 2024년 9월말 기준 금융업권의 전체 PF 대출액은 210.4조원으로 이 중 유의 및 부실우려에 해당하는 대출은 22.9조원이다. 이 중 본PF는 4.6조원, 브릿지론은 18.3조원이다.

유의, 부실우려 사업장은 2024년 10월말까지 4.5조원을 재구조화 및 정리를 완료했고 2025년 상반기까지 모든 사업장들에 대한 재구조화 및 정리를 완료한다는 계획이다. 4.5조원 중 2.8조원은 경공매, 상각 등을 통해 정리하였고, 1.7조원은 신규 자금을 공급하여 재구조화를 완료했다. 금융업권은 유의, 부실우려 사업장들에 대해 이미 11.3조원의 충당금을 적립한 상황이다.

금융위는 신디케이트론(1조원 조성 목표, 0.36조원 집행), 캠코펀드(1.1조원 조성 목표 0.37조원 집행) 등을 통해 부실 PF 사업장들에 대한 여신을 재구조화 하겠다는 입장이다.

그림20. 금융위원회 PF 2차 사업성평가 결과



자료: 금융위원회, iM증권

표5. 금융위원회 PF 펀드/대출 조성 목표

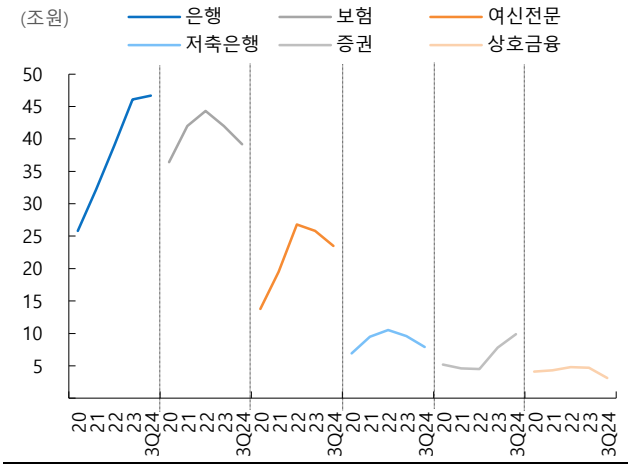
날짜	목표, 조성규모	집행 실적
PF 사업자 보증	35조원	29.5조원
신디케이트론	1조원(최대 5조원)	0.36조원
캠코펀드	1.1조원	0.37조원
은행 지주 펀드	0.6조원	0.26조원
새마을금고-유암코	0.5조원	-
증권업계 펀드	0.6조원	0.3조원
IBK-유암코	0.25조원	-
우리금융지주	0.1조원	-

자료: 금융위원회, iM증권

전체 부실 PF 사업장의 규모 22.9조원은 절대적인 규모 측면에서 적지 않으나, 건설 경기에 추가적인 중대한 영향을 미칠 정도는 아니라고 판단한다. 약 16조원 규모의 사업장은 내년 상반기까지 정리(상각) 및 재구조화가 완료될 계획이다. 부실 사업장들의 리스트는 공개되지 않았으나, 경공매 혹은 재구조화가 진행되며 일부 공개가 예상된다. 부실 PF에 대한 시장의 우려는 점차 줄어드는 방향으로 2025년 중 진행될 것으로 보인다.

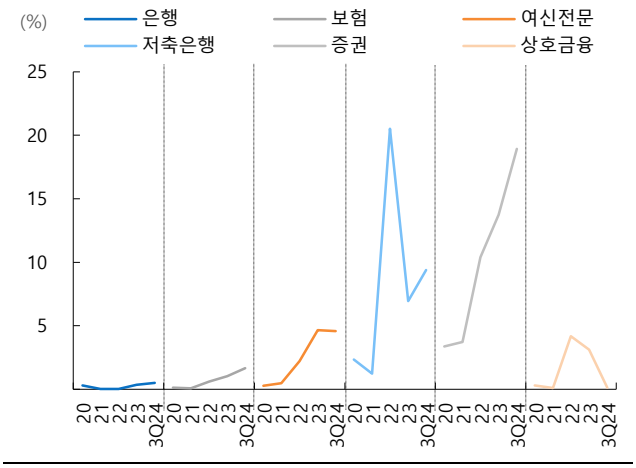
현재 금융업권의 PF 대출 잔액과 연체율을 감안 시 저축은행 및 증권사들이 부실 PF 익스포져가 높은 것으로 보인다. 현재 금융업권은 11.3조원의 충당금을 적립하였으며, 기적립 충당금 규모를 감안했을 때 발생가능한 PF 손실액의 70% 이상은 최소 충당금을 반영한 것으로 보인다. 금융위는 부실 PF에 대부분은 브릿지론, 토담대로 건설사들에게 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상했다. 커버리지 5개 건설사(현대건설, GS건설, 대우건설, HDC현대산업개발, DL이앤씨)의 경우 일부 지방 PF 리스크는 아직 잔존해 있으나, 절대적인 금액 측면에서 우려할 수준이 아니라고 판단한다.

그림21. 금융업권 PF 대출 잔액 추이



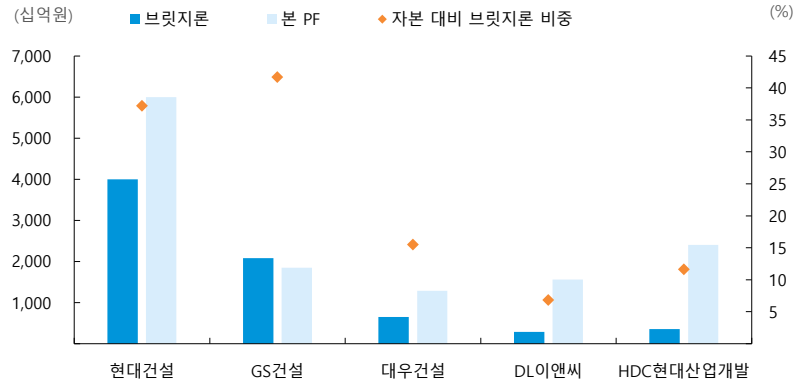
자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

그림22. 금융업권 PF 대출 연체율 추이



자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

그림23. 커버리지 건설사 PF 익스포져(3Q24말 기준)



자료: Dart, iM증권
주: 현대건설은 4Q24 브릿지론 1.8조원 감소

기업분석

HDC현대산업개발(294870)

결국에는 실적으로 증명할 것

GS건설(006360)

속도는 더디지만, 개선의 흐름은 명확

현대건설(000720)

아직은 기다리는 구간

DL이앤씨(375500)

보수적 가이던스 제시 예상, 현금활용방안 주목

대우건설(047040)

4Q24 Preview: 외형 축소에 대비

삼성E&A(028050)

과도한 주가 하락, 하지만 불확실성 해소 필요

HDC현대산업개발 (294870)

2025.01.09

결국에는 실적으로 증명할 것

[건설/운송] 배세호
2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

투자의견 Buy 유지, 목표주가 29,000원으로 하향

HDC현대산업개발에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가를 기존 32,000원에서 29,000원으로 하향한다. 목표주가 하향은 Target P/B를 기존 0.64배에서 0.58배로 하향한 데 따른다. 서울원 아이파크의 무순위 청약 물량이 기존 예상 대비 많았고, 이에 초기 계약률을 85%로 기존 대비 하향 조정했다. 진행 기준으로 인식하는 매출액 추정치 하향으로 2025년, 2026년 영업이익 추정치를 기존 대비 9.3%, 6.0% 하향했다. 이 외에도 최근 악화된 부동산 경기도 Valuation 하향 요인으로 반영하였다. 다만 2025~2028년 높은 EPS 레벨이 유지되고(4,700~5,000원) 현재 주가 기준의 12개월 선행 기준 P/E가 3.7배에 불과하다는 점, 그리고 차입금 및 PF 우발채무가 안정적으로 유지되고 있다는 점을 감안할 때 업황의 불확실성에도 주가 상승 여력은 충분하다고 판단한다.

서울원 아이파크 초기 계약 85% 전망

11월 26일 1, 2순위 청약을 진행한 서울원 아이파크(일반분양 1,856세대)의 청약 경쟁률은 호조를 보였으나, 부동산 심리가 악화되며 잔여 물량이 558세대 출현했다. 세대별로 74m2(3가구), 84m2(111가구), 105m2(126가구), 112m2(127가구), 120m2(162가구), 244m2(2가구)다. HDC현산은 1월 8일 잔여 세대 무순위 청약을 진행하였고, 당첨자를 대상으로 10~11일 계약 체결을 진행할 예정이다. 당사가 전망하는 서울원 아이파크의 계약률(1차 중도금 납부 기일인 3/30일까지 계약)은 85%로, 잔여 세대 중 74~84m2 100%, 105m2 이상 중대형 평수는 30%로 가정했다. 이로써 진행 기준으로는 약 2.4조원이 인식될 예정이다. 미분양 물량에 해당하는 0.5조원을 판매한다는 가정하에 인도 시점에 0.5조원의 매출이 일시에 반영될 예정이다. 일부 미분양 물량 추정에도 프로젝트의 마진 가정치는 변동하지 않는다(GPM 35% 이상).

4Q24 영업이익 651억원, 컨센서스 하회 예상

연결기준 4Q24 HDC현산의 매출액은 1.1조원(+0.8% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 651억원(-15.9%, OPM 5.7%)가 예상된다. 추정 영업이익은 컨센서스를 6.6% 하회한다. 외주주택 매출액은 6,890억원(-7.1%), GPM은 11.9%(+3.5%p)로 2Q24 이후 10% 초반대의 안정적인 마진이 유지되고 있는 것으로 보인다. 자체주택 매출액은 1,235억원(+117.8%), GPM 14.2%(-1.8%p)가 예상된다. 청주가경 6단지, 서산 센트럴 등 자체사업 공정률 10%대로 진입하며 매출 성장을 이끌고 있다. 건축 부문 매출액은 1,744억원(-10.2%), GPM은 0.1%(-10.5%p)가 예상된다. 지산 프로젝트 준공이 임박하며 비용 반영을 하고 있으며, 이는 1Q25 손익까지도 마이너스 영향을 미칠 것으로 보인다.

4Q24 누적 분양 세대는 약 9천여세대로 추정된다. 약 1,200여세대의 물량들이 2025년으로 이연되며 가이던스 1만세대를 소폭 미스했다. 산업 전반적으로 정비사업의 분양 시점이 밀리고 있어, 2025년 분양 가이던스는 다소 보수적일 가능성이 높다고 판단한다.

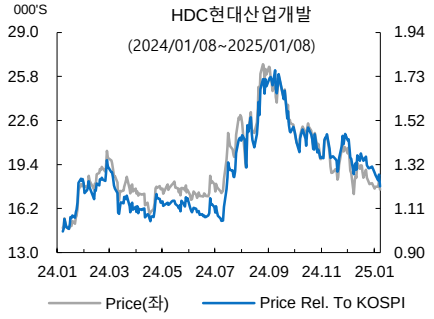
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	29,000원(하향)
종가(2025.01.08)	17,590원
상승여력	64.9 %

Stock Indicator	
자본금	330십억원
발행주식수	6,591만주
시가총액	1,159십억원
외국인지분율	13.5%
52주 주가	14,710~26,700원
60일평균거래량	349,016주
60일평균거래대금	6.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.2	-18.2	0.7	19.0
상대수익률	-10.1	-15.4	12.5	20.8

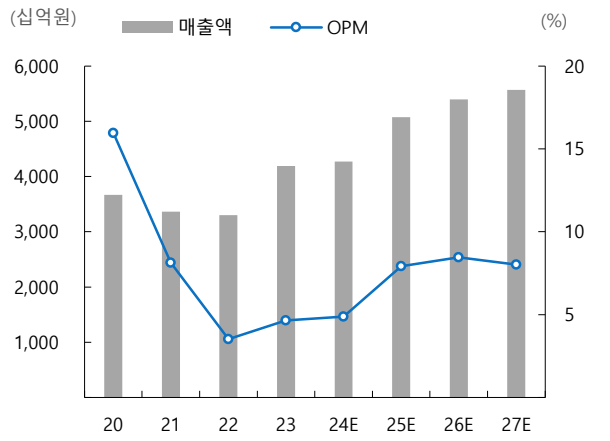
Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	4,191	4,269	5,072	5,394
영업이익(십억원)	195	208	402	456
순이익(십억원)	173	159	310	344
EPS(원)	2,626	2,409	4,711	5,227
BPS(원)	45,640	47,396	51,425	55,649
PER(배)	5.6	7.3	3.7	3.4
PBR(배)	0.3	0.4	0.3	0.3
ROE(%)	5.9	5.2	9.5	9.8
배당수익률(%)	4.8	4.0	5.7	5.7
EV/EBITDA(배)	10.5	8.0	4.7	3.9

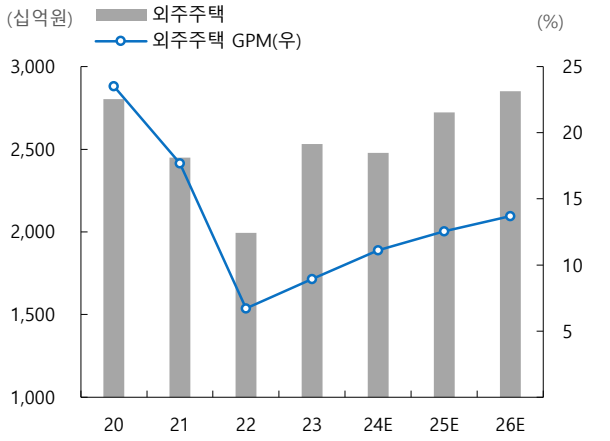
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림24. HDC현산 매출액 및 영업이익률 추이



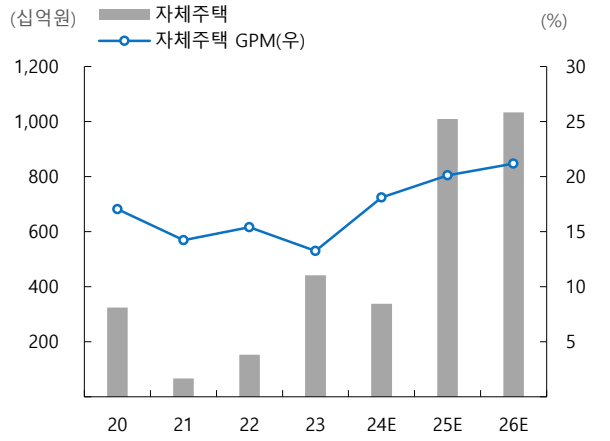
자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

그림25. HDC현대산업개발 외주주택 매출액 추이 전망



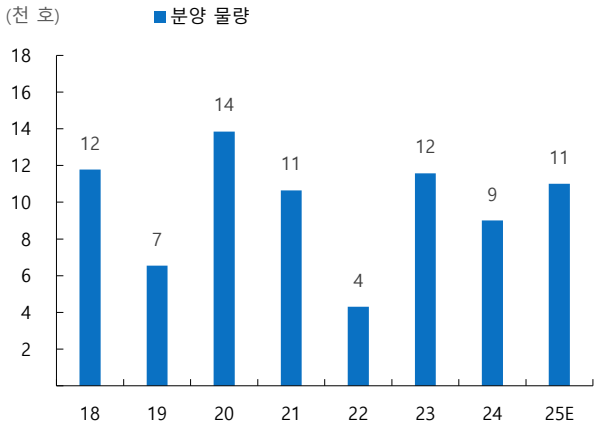
자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

그림26. HDC현대산업개발 자체 사업 매출 추이 전망



자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

그림27. HDC현대산업개발 분양 물량 추이 및 전망



자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

표1. HDC현대산업개발 주요 자체/지분 투자 사업

개발 사업	내용	사업비	진행 상황	착공 시점
광운대 역세권 개발	분양 3,032세대(일반 분양 1,856세대) 상업시설, 오피스 등 개발	4.8조원(시공비 3.7조원)	정당계약 진행	2024년 12월
용산 철도병원 부지	공동주택 602세대 및 근린생활시설	8,300억원(시공비 2,000억원)	건축 심의 통과	2025년 6월
공릉 역세권 개발	공동주택 400여세대 및 오피스	3,800억원	지구단위계획 구역 지정 가결	2025년 7월
복정 역세권 개발	연면적 100만m2 규모 복합시설 개발	총 사업비 11.8조원(HDC현산 출자 10%, 시공 지분 28%)	-	2026년 상반기
잠실 마이스 BTO	총사업비 2.2조원, 업무시설, 문화상업시설 등	2.2조원(HDC그룹 출자 20%, 시공 지분 28%)	-	2026년 상반기

자료: HDC현대산업개발, 언론 보도, iM증권

표6. HDC현대산업개발 4Q24E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	4Q24E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		4Q23	YoY %	4Q24E	Diff %	4Q24E	Diff %
매출액	1,138	1,149	-1.0	1,207	-5.7	1,184	-3.9
영업이익	65	77	-15.9	70	-6.6	73	-10.8
세전이익	66	73	-8.7	78	-14.9	76	-12.5
지배주주순이익	48	55	-12.7	58	-16.6	55	-12.4
영업이익률	5.7	6.7	-1.0	5.8	-0.1	4.4	1.3
지배주주순이익률	4.2	4.8	-0.6	4.8	-0.6	4.6	-0.4

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표7. HDC현대산업개발 2025E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2025E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2024E	YoY %	2025E	Diff %	2025E	Diff %
매출액	5,072	4,269	18.8	5,041	0.6	5,119	-0.9
영업이익	402	208	93.2	463	-13.3	443	-9.3
세전이익	428	223	92.4	508	-15.8	481	-11.0
지배주주순이익	310	159	95.6	368	-15.7	349	-11.0
영업이익률	7.9	4.9	3.0	9.2	-1.3	8.7	-0.7
지배주주순이익률	6.1	3.7	2.4	7.3	-1.2	6.8	-0.7

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표8. HDC현대산업개발 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2023E	2025E
매출액	4,269	5,072	4,315	5,119	-1.1	-0.9
영업이익	208	402	216	443	-3.7	-9.3
영업이익률	4.9	7.9	5.0	8.7	-0.1	-0.8
세전이익	223	428	232	481	-4.0	-11.0
지배주주순이익	159	310	165	349	-3.8	-11.0
지배주주순이익률	3.7	6.1	3.8	6.8	-0.1	-0.7
EPS	2,409	4,711	2,511	5,290	-4.1	-11.0
BPS	47,396	51,425	46,929	51,537	1.0	-0.2
ROE	5.1	9.2	5.3	10.3	-0.2	-1.1

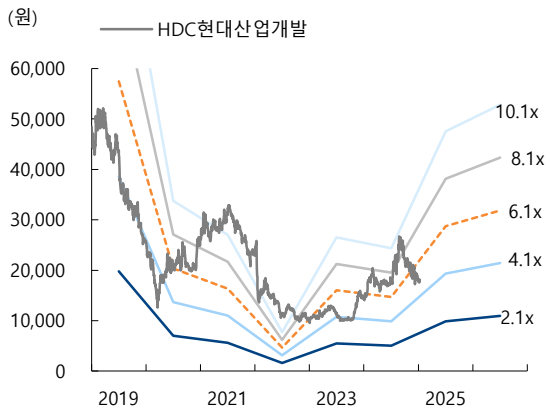
자료: iM증권

표9. HDC현대산업개발 목표주가 Valuation

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	비고
EPS (원)	2,679	764	2,626	2,409	4,711	5,227	
BPS (원)	43,659	43,913	45,640	47,396	51,425	55,970	
고점 P/E (배)	12.3	33.8	6.1	11.1			최근 5년 평균: 14.2
평균 P/E (배)	10.4	17.4	4.4	8.0			최근 5년 평균: 9.3
저점 P/E (배)	7.8	12.8	3.6	5.8			최근 5년 평균: 6.8
고점 P/B (배)	0.75	0.59	0.35	0.56			최근 5년 평균: 0.42
평균 P/B (배)	0.64	0.30	0.25	0.41			최근 5년 평균: 0.58
저점 P/B (배)	0.48	0.22	0.21	0.30			최근 5년 평균: 0.30
ROE(%)	6.1	1.7	5.8	5.1	9.2	9.3	
적용 BPS (원)					51,425		12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.58		최근 3년 P/B 상단
목표주가 (원)					**29,000**		**Target P/E 6.2배**
전일 종가 (원)					20,650		
상승 여력					55.0		

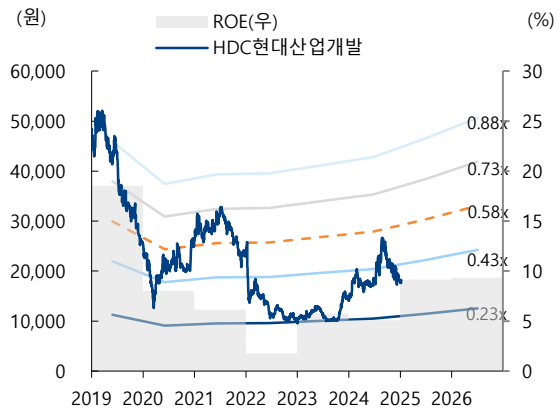
자료: iM증권 리서치본부

그림28. HDC현대산업개발 P/E Band (Implied P/E 6.1x)



자료: HDC현대산업개발, iM증권

그림29. HDC현대산업개발 P/B Band (Implied P/B 0.58x)



자료: HDC현대산업개발, iM증권

표10. HDC현대산업개발 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	**955**	**1,087**	**1,089**	**1,138**	**1,132**	**1,316**	**1,363**	**1,262**	**4,269**	**5,072**	**5,394**
YoY	*-11.1*	*16.4*	*5.4*	*-1.0*	*18.5*	*21.0*	*25.2*	*10.9*	*1.9*	*18.8*	*6.3*
자체주택	74	53	87.6	123.5	153	305	347.5	203	338	1,009	1,034
YoY	*-74.2*	*-14.0*	*151.7*	*117.8*	*105.9*	*478.7*	*296.7*	*64.4*	*-23.4*	*198.3*	*2.5*
외주주택	509	670	610.0	689	635	679	697.6	711	2,478	2,722	2,852
YoY	*3.6*	*13.0*	*-13.5*	*-7.1*	*24.7*	*1.3*	*14.4*	*3.2*	*-2.1*	*9.9*	*4.7*
토목	76	83	73	84	103	98	92	115	316	409	453
YoY	*59.7*	*23.2*	*7.5*	*-5.3*	*36.0*	*18.8*	*25.7*	*37.0*	*16.4*	*29.4*	*10.9*
건축	223	216	252	174.4	166	166	161	165	866	659	776
YoY	*81.3*	*63.2*	*69.0*	*-10.2*	*-25.6*	*-23.2*	*-35.9*	*-5.3*	*44.6*	*-23.9*	*17.8*
해외/기타	72	66	66	67	75	68	64	68	271	274	280
YoY	*-41.6*	*-17.6*	*-13.7*	*-1.2*	*3.2*	*2.9*	*-2.9*	*0.9*	*-22.1*	*1.1*	*2.0*
매출총이익	**82**	**113**	**98**	**117**	**123**	**165**	**184**	**170**	**410**	**642**	**711**
YoY	*-9.0*	*92.9*	*-6.8*	*-7.9*	*49.5*	*45.9*	*88.9*	*45.4*	*7.6*	*56.7*	*10.7*
자체주택	22	9	13	18	27	58	75	44	61	203	219
외주주택	45	80	68	82	79	86	88	88	275	342	390
토목	13	18	12	13	15	16	16	20	56	67	76
건축	-4	3	-3	0	3	6	6	17	-3	33	23
해외/기타	6	2	8	4	-1	-2	-1	1	20	-2	3
매출총이익률(GPM)	8.6	10.4	9.0	10.3	10.9	12.5	13.5	13.5	9.60	12.7	13.2
자체주택	29.3	17.0	14.7	14.2	17.4	19.0	21.5	21.5	18.1	20.1	21.2
외주주택	8.9	12.0	11.1	11.9	12.5	12.7	12.7	12.3	11.1	12.6	13.7
토목	17.3	21.6	16.4	15.6	14.6	16.1	17.6	17.5	17.8	16.5	16.8
건축	-1.9	1.6	-1.0	0.1	2.0	3.8	3.9	10.2	-0.4	5.0	2.9
해외/기타	8.9	3.4	11.5	5.6	-1.2	-2.6	-1.9	2.1	7.4	-0.9	1.1
판매관리비	**41**	**59**	**50**	**52**	**49**	**72**	**63**	**57**	**202**	**240**	**255**
판관비율(%)	4.3	5.4	4.6	4.5	4.3	5.5	4.6	4.5	4.7	4.7	4.7
영업이익	**42**	**54**	**47**	**65.1**	**75**	**93**	**122**	**113**	**208**	**402**	**456**
YoY	*-16.9*	*839.4*	*-23.5*	*-15.9*	*79.7*	*72.4*	*156.5*	*72.8*	*6.5*	*93.2*	*13.5*
영업이익률(OPM)	4.4	5.0	4.4	5.7	6.6	7.1	8.9	8.9	4.9	7.9	8.5
영업외손익	4	9	0	1	9	8	9	1	15	26	19
세전이익	45	63	48	66	84	101	131	113	223	428	475
순이익	**30**	**47**	**33**	**48**	**61**	**73**	**95**	**82**	**159**	**310**	**344**
지배주주순이익	**30**	**47**	**33**	**48**	**61**	**73**	**95**	**82**	**159**	**310**	**344**
순이익률(%)	-24.9	213.0	-47.4	-12.7	99.4	54.0	189.4	70.4	-8.3	95.6	11.0

자료: Dart, iM증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	4,987	5,719	5,924	6,159
현금 및 현금성자산	558	1,001	980	1,094
단기금융자산	443	408	395	395
매출채권	1,969	2,300	2,254	2,435
재고자산	1,507	1,526	1,825	1,714
비유동자산	2,029	1,874	2,004	2,121
유형자산	484	340	470	586
무형자산	11	-	-	-
자산총계	7,016	7,593	7,928	8,280
유동부채	3,148	3,449	3,544	3,640
매입채무	236	1,328	1,418	1,364
단기차입금	1,137	1,306	1,296	1,281
유동성장기부채	462	404	418	432
비유동부채	861	1,022	997	972
사채	249	200	200	200
장기차입금	246	456	431	406
부채총계	4,008	4,471	4,541	4,612
지배주주지분	3,008	3,122	3,387	3,668
자본금	330	330	330	330
자본잉여금	1,603	1,603	1,603	1,603
이익잉여금	1,097	1,211	1,477	1,757
기타자본항목	-21	-21	-21	-21
비지배주주지분	-	0	0	0
자본총계	3,008	3,122	3,387	3,668

포괄손익계산서

(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4,191	4,269	5,072	5,394
증가율(%)	27.1	1.9	18.8	6.3
매출원가	3,810	3,859	4,430	4,683
매출총이익	381	410	642	711
판매비와관리비	185	202	240	255
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	195	208	402	456
증가율(%)	67.8	6.5	93.2	13.5
영업이익률(%)	4.7	4.9	7.9	8.5
이자수익	95	86	91	91
이자비용	45	53	57	57
지분법이익(손실)	0	-4	-1	-1
기타영업외손익	-9	-9	-7	-14
세전계속사업이익	237	223	428	475
법인세비용	64	64	118	131
세전계속이익률(%)	5.7	5.2	8.4	8.8
당기순이익	173	159	310	344
순이익률(%)	4.1	3.7	6.1	6.4
지배주주귀속 순이익	173	159	310	344
기타포괄이익	-6	-10	-10	-10
총포괄이익	167	149	300	334
지배주주귀속총포괄이익	167	149	300	334

현금흐름표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	640	334	445	624
당기순이익	173	159	310	344
유형자산감가상각비	-	53	46	48
무형자산상각비	-	3	3	3
지분법관련손실(이익)	0	-4	-1	-1
투자활동 현금흐름	-143	-116	-75	-66
유형자산의 처분(취득)	-65	-28	-76	-65
무형자산의 처분(취득)	-	-	0	0
금융상품의 증감	1,019	35	12	-
재무활동 현금흐름	-504	228	-66	-90
단기금융부채의증감	-	17	-1	-2
장기금융부채의증감	-	-107	14	14
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-40	-45	-45	-64
현금및현금성자산의증감	-6	443	-21	114
기초현금및현금성자산	564	558	1,001	980
기말현금및현금성자산	558	1,001	980	1,094

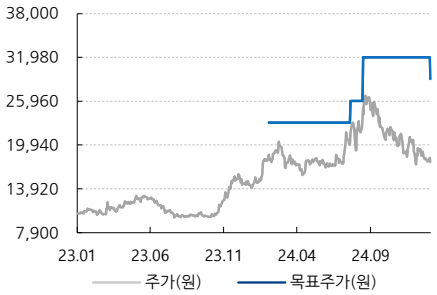
주요투자지표

	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	2,626	2,409	4,711	5,227
BPS	45,640	47,396	51,425	55,649
CFPS	2,626	3,259	5,456	6,002
DPS	700	700	1,000	1,000
Valuation(배)				
PER	5.6	7.3	3.7	3.4
PBR	0.3	0.4	0.3	0.3
PCR	5.6	5.4	3.2	2.9
EV/EBITDA	10.5	8.0	4.7	3.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.9	5.2	9.5	9.8
EBITDA이익률	4.7	6.2	8.9	9.4
부채비율	133.3	143.2	134.1	125.8
순부채비율	36.3	30.7	28.6	22.6
매출채권회전율(x)	2.5	2.0	2.2	2.3
재고자산회전율(x)	2.7	2.8	3.0	3.0

자료 : HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

HDC현대산업개발 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-02-07	Buy	23,000	-22.1%	-5.7%
2024-07-26	Buy	26,000	-15.6%	-9.4%
2024-08-21	Buy	32,000	-33.7%	-16.6%
2025-01-09	Buy	29,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

GS건설 (006360)

2025.01.09

속도는 더디지만, 개선의 흐름은 명확

[건설/운송] 배세호
2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

투자의견 Buy, 목표주가 24,000원 유지

GS건설에 대해 투자의견 Buy와 목표주가를 기존 24,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS에 Target P/B 0.45배를 적용한 것이다(최근 3년 P/B 중하단). 부동산 경기 불확실성 속으로 GS건설의 2025년 가이던스(매출, 수주, 분양)는 보수적일 것으로 예상된다. 다만 2023년, 2024년 분양 물량 수준과 베트남 매출 기여를 감안할 때 이익의 개선 속도는 경쟁사 대비 빠를 것으로 예상된다(2H25). 1H25 상반기 입주 물량(2.3만세대)를 감안할 때 유동성 이슈는 우려할 상황은 아니라고 판단한다. 현재 주가는 12개월 선행 P/E 6.4배, P/B 0.33배에 해당하며, 최근 건설 업종의 부정적인 투자심리를 감안할 때 Valuation 매력도는 크지 않다.

속도는 더디지만, 개선의 흐름은 명확

GS건설의 2025년 가이던스(매출, 분양, 수주)는 보수적일 것으로 예상된다. 건설 경기의 불확실성이 유지되고 있고, 주택 부문의 원가율 개선은 느린 상황을 고려한 것이다. 다만 GS건설의 실적 개선은 경쟁사 대비 빠를 것으로 예상된다. 1) 분양 물량이 2023년 2.2만호, 2024년 1.6만세대를 기록하여, 건축/주택 믹스 개선이 2025년 하반기에는 두드러질 것으로 예상되고, 2) 이미 4Q23에 건축/주택 부문에서 2천억원 수준의 추가 원가를 일시에 반영했고, 3) 2025년 베트남 개발사업의 매출이 2천억원 이상 예정되어 있는 것을 감안했다. 2025년 GS건설의 영업이익 4,520억원(+50.4% YoY)가 예상된다.

4Q24 GS건설의 현금흐름은 2025년 상반기 입주 물량이 집중된 영향(1H25 2.3만세대, 2H25 0.8만세대)으로 전분기대비 악화된 것으로 파악된다. 이러한 흐름은 1Q25까지 영향을 줄 것으로 보이나, 입주 물량의 잔금의 납입이 완료되는 2Q25에는 유동성이 크게 개선될 것으로 예상된다.

4Q24 영업이익 컨센서스 하회 예상

GS건설의 4Q24 매출액은 3.2조원(-2.8% YoY), 영업이익은 530억원(+흑전 YoY, OPM 1.6%)이 예상된다. 추정 영업이익은 시장 컨센서스를 크게 하회하는 것이다(-45%). 해외 현장의 원가율을 보수적으로 반영하여 추정 영업이익을 기존 대비 하향 조정했다. 건축/주택 부문의 매출액은 2.4조원(-3.2% YoY), GPM은 7.3%(+10.4%p YoY)가 예상된다. GPM의 경우 3Q24와 유사한데, 아직 원가 개선 속도는 느린 것으로 파악된다. 2021~2022년 착공 현장 매출 비중이 40% 수준을 차지하고 있다. 신사업 매출액은 3,731억원(-3.1% YoY), GPM은 11.9%(+0.5%p YoY)로 주요 자회사 중에서 엘리먼츠를 제외할 시 안정적인 수익을 기록한 것으로 파악된다.

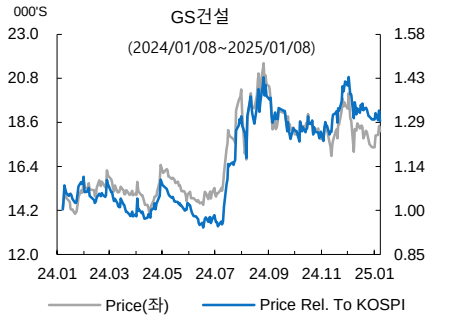
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	24,000원(유지)
종가(2025.01.08)	18,150원
상승여력	32.2 %

Stock Indicator	
자본금	428십억원
발행주식수	8,558만주
시가총액	1,553십억원
외국인지분율	24.9%
52주 주가	14,030~21,550원
60일평균거래량	365,583주
60일평균거래대금	6.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.8	-2.7	19.3	26.8
상대수익률	-6.7	0.1	31.0	28.7

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	13,437	12,714	12,528	12,578
영업이익(십억원)	-388	299	452	691
순이익(십억원)	-482	317	241	435
EPS(원)	-5,631	3,704	2,821	5,081
BPS(원)	50,413	52,053	58,669	64,536
PER(배)		4.9	6.4	3.6
PBR(배)	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	-10.5	7.0	5.0	8.2
배당수익률(%)		1.7	2.8	2.8
EV/EBITDA(배)	-	10.6	6.5	4.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표11. GS건설 4Q24E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	4Q24E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		4Q23	YoY %	4Q24E	Diff %	4Q24E	Diff %
매출액	3,236	3,321	-2.6	3,292	-1.7	3,300	-1.9
영업이익	55	-193	흑전	90	-39.3	105	-47.8
세전이익	55	-348	흑전	51	8.4	92	-39.7
지배주주순이익	37	-321	흑전	46.5	-19.7	51	-26.8
영업이익률	1.7	-5.8	7.5	2.7	-1.0	2.7	-1.0
지배주주순이익률	1.2	-9.7	10.8	1.4	-0.3	0.9	0.3

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표12. GS건설 2025E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2025E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2024E	YoY %	2025E	Diff %	2025E	Diff %
매출액	12,528	12,714	-1.5	12,856	-2.6	12,969	-3.4
영업이익	452	301	50.4	509	-11.2	545	-17.1
세전이익	354	471	-24.8	443	-19.9	439	-19.3
지배주주순이익	241	317	-23.8	300	-19.5	300	-19.5
영업이익률	3.6	2.4	1.2	4.0	-0.4	2.8	0.8
지배주주순이익률	1.9	2.5	-0.6	2.3	-0.4	2.0	-0.1

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표13. GS건설 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	12,714	12,528	12,777	12,969	-0.5	-3.4
영업이익	301	452	350	545	-14.1	-17.1
영업이익률	2.4	3.6	2.7	4.2	-0.3	-0.6
세전이익	471	354	507	439	-7.1	-19.3
지배주주순이익	317	241	341	300	-7.0	-19.5
지배주주순이익률	2.5	1.9	2.7	2.3	-0.2	-0.4
EPS	3,704	2,821	3,987	3,500	-7.1	-19.4
BPS	52,053	54,231	52,336	55,193	-0.5	-1.7
ROE	7.1	5.2	7.6	6.3	-0.5	-1.1

자료: iM증권

표14. GS건설 목표주가 Valuation

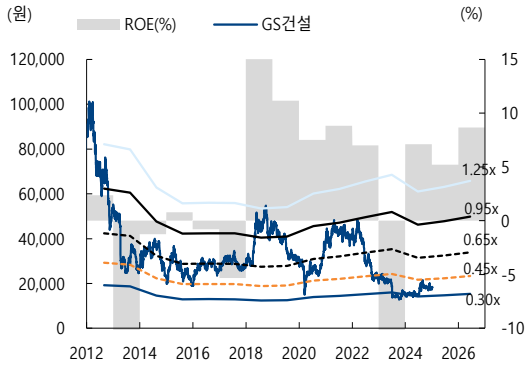
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	비고
EPS (원)	4,773	3,964	-5,629	3,704	2,821	5,081	
BPS (원)	54,046	56,456	50,413	52,053	54,231	58,669	
고점 P/E (배)	10.1	12.2	-4.3	9.9			최근 5년 평균: 7.6
평균 P/E (배)	8.8	8.4	-3.2	5.0			최근 5년간 평균: 5.2
저점 P/E (배)	7.5	5.3	-2.3	3.4			최근 5년간 평균: 3.6
고점 P/B (배)	0.89	0.85	0.48	0.70			최근 5년간 평균: 0.74
평균 P/B (배)	0.78	0.59	0.36	0.35			최근 5년간 평균: 0.52
저점 P/B (배)	0.67	0.37	0.25	0.24			최근 5년간 평균: 0.37
ROE(%)	8.8	7.0	-11.2	7.1	5.2	8.7	
적용 BPS (원)					54,231		12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.45		최근 3년 P/B 중하단
목표주가 (원)					24,000		Target P/E 8.5배
전일 종가 (원)					18,150		
상승 여력					32.2		

자료: iM증권 리서치본부

그림30. GS건설 P/E Band (Implied P/E 6.7x)

자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림31. GS건설 P/B Band (Implied P/B 0.45x)



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

표1. GS 건설 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,071	3,297	3,109	3,236	3,049	3,147	3,177	3,155	**13,437**	**12,714**	**12,528**	**12,578**
YoY	-12.6	-5.7	0.1	-2.6	-0.7	-4.5	2.2	-2.5	*9.2*	*-5.4*	*-1.5*	*0.4*
건축/주택	2,387	2,533	2,237	2,442	2,242	2,383	2,291	2,346	10,237	9,599	9,261	9,227
YoY	-13.7	-5.7	-1.1	-3.2	-6.1	-5.9	2.4	-3.9	*9.7*	*-6.2*	*-3.5*	*-0.4*
신사업	287.0	350	361.0	373.1	400	372	482	398	1,414	1,371	1,652	1,729
YoY	-11.7	4.3	-1.9	-3.1	39.4	6.2	33.6	6.6	*37.9*	*-3.0*	*20.5*	*4.7*
플랜트	54	60.5	102	97.8	102	97.4	107	117	301	315	423	495
YoY	-32.5	-23.4	38.4	43.8	89.0	61.0	4.5	19.4	*-49.8*	*4.5*	*34.5*	*17.0*
인프라	263	259	313	256	248	238	240	238	1,105	1,091	964	920
YoY	-4.0	-16.4	5.7	13.8	-5.5	-8.1	-23.4	-7.1	*4.2*	*-1.3*	*-11.6*	*-4.6*
그린	48	69	73	63	53	54	53	53	272	253	213	193
YoY	33.3	15.0	-12.0	-32.4	10.0	-21.6	-26.7	-16.1	*57.9*	*-7.0*	*-15.7*	*-9.4*
기타	32	26	23	4	3	3	4	4	109	85	14	13
YoY	3.2	2.4	-7.6	-84.8	-89.4	-87.4	-84.4	-9.9	*4.1*	*-22.0*	*-83.4*	*-5.5*
매출총이익	274	274	257	223	246	294	289	299	**261**	**1,028**	**1,128**	**1,369**
YoY	-20.8	-209.4	14.2	-472.3	-10.3	7.2	12.6	34.2	*-79.8*	*294.0*	*9.7*	*21.4*
매출총이익률	8.9	8.3	8.3	6.9	8.1	9.3	9.1	9.5	1.9	8.1	9.0	10.9
건축/주택	210	279	164	179	163	212	204	227	-27	832	806	1,059
신사업	48	58	38	44	58	60	69	55	243	188	242	242
플랜트	7	-28	9	9	9	9	10	12	-17	-3	40	46
인프라	6	-33	33	-14	12	8	3	2	24	-8	25	9
Eco	-3	-2	13	4	4	4	3	4	32	13	14	13
기타	7	-1	-1	0	0	0	0	0	7	6	1	1
건축/주택 GPM	8.8	11.0	7.3	7.3	7.3	8.9	8.9	9.7	-0.3	8.7	8.7	11.5
신사업 GPM	16.6	16.6	10.5	11.9	14.4	16.2	14.3	13.7	17.2	13.7	14.6	14.0
플랜트 GPM	12.5	-45.5	8.7	8.9	9.2	9.5	9.1	10.2	-5.5	-1.0	9.5	9.4
인프라 GPM	2.4	-12.6	10.5	-5.6	4.8	3.4	1.2	0.8	2.2	-0.7	2.6	1.0
그린 GPM	-6.5	-2.8	18.4	6.9	7.2	7.4	5.5	6.7	11.8	5.0	6.7	6.6
판매관리비	205	181	175	168	161	173	179	164	650	729	676	679
판관비율	6.7	5.5	5.6	5.2	5.3	5.5	5.6	5.2	4.8	5.7	5.4	5.4
영업이익	71	93	82	55	85	121	110	135	**-388**	**301**	**452**	**691**
YoY	-55.6	흑전	36.0	흑전	21.0	29.7	34.9	146.7	적전	흑전	*50.4*	*52.8*
영업이익률	2.3	2.8	2.6	1.7	2.8	3.9	3.5	4.3	-2.9	2.4	3.6	5.5
영업외손익	108	-38	99	1	-20	-39	-18	-21	-130	170	-98	-51
세전이익	179	56	181	55	65	83	92	114	-517	471	354	639
당기순이익	138	37	121	40	47	60	67	83	-419	336	257	463
지배주주순이익	134	27	119	26	44	56	62	68	**-482**	**317**	**241**	**435**
YoY	-2.8	흑전	28,766	흑전	-66.8	106.4	-47.9	158.7	적전	흑전	-23.8	80.1
지배주주순이익률	4.4	0.8	3.8	0.8	1.5	1.8	1.9	2.2	-3.6	2.5	1.9	3.5

자료: Dart, iM증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,482	10,311	10,249	10,556
현금 및 현금성자산	2,245	2,902	3,280	2,990
단기금융자산	1,021	1,006	839	839
매출채권	3,101	3,112	3,036	3,638
재고자산	1,339	1,431	1,270	1,268
비유동자산	8,225	8,100	8,423	8,651
유형자산	2,256	2,116	2,424	2,637
무형자산	961	992	1,024	1,056
자산총계	17,707	18,411	18,671	19,206
유동부채	8,796	9,052	8,970	8,955
매입채무	1,606	1,644	1,603	1,600
단기차입금	1,286	1,159	1,154	1,149
유동성장기부채	1,051	1,418	1,413	1,408
비유동부채	4,026	4,054	4,074	4,094
사채	443	325	335	345
장기차입금	2,467	2,614	2,624	2,634
부채총계	12,822	13,107	13,044	13,050
지배주주지분	4,314	4,715	5,022	5,523
자본금	428	428	428	428
자본잉여금	942	942	942	942
이익잉여금	3,046	3,338	3,537	3,929
기타자본항목	-37	-37	-37	-37
비지배주주지분	571	589	605	633
자본총계	4,885	5,304	5,627	6,157

포괄손익계산서

(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	13,437	12,714	12,528	12,578
증가율(%)	9.2	-5.4	-1.5	0.4
매출원가	13,174	11,686	11,400	11,209
매출총이익	262	1,028	1,128	1,369
판매비와관리비	650	729	676	679
연구개발비	38	36	36	36
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-388	299	452	691
증가율(%)	적전	흑전	51.1	52.8
영업이익률(%)	-2.9	2.4	3.6	5.5
이자수익	198	168	169	169
이자비용	306	317	319	319
지분법이익(손실)	40	-2	-16	-11
기타영업외손익	37	262	-93	-43
세전계속사업이익	-517	471	354	639
법인세비용	-98	135	97	176
세전계속이익률(%)	-3.9	3.7	2.8	5.1
당기순이익	-420	336	257	463
순이익률(%)	-3.1	2.6	2.1	3.7
지배주주귀속 순이익	-482	317	241	435
기타포괄이익	83	83	83	83
총포괄이익	-336	419	340	547
지배주주귀속총포괄이익	-336	419	340	547

현금흐름표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	470	655	954	375
당기순이익	-420	336	257	463
유형자산감가상각비	-	-	-	-
무형자산상각비	26	-	-	-
지분법관련손실(이익)	40	-2	-16	-11
투자활동 현금흐름	-763	-325	-41	-114
유형자산의 처분(취득)	-476	-487	-357	-263
무형자산의 처분(취득)	-	-	0	0
금융상품의 증감	-47	15	168	-
재무활동 현금흐름	496	268	-15	-32
단기금융부채의증감	-	-91	-6	-6
장기금융부채의증감	-	29	20	20
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-135	-	-25	-42
현금및현금성자산의증감	221	658	378	-291
기초현금및현금성자산	2,024	2,245	2,902	3,280
기말현금및현금성자산	2,245	2,902	3,280	2,990

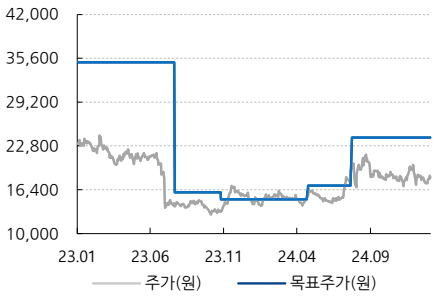
주요투자지표

	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	-5,631	3,704	2,821	5,081
BPS	50,413	52,053	58,669	64,536
CFPS	-5,326	3,704	2,821	5,081
DPS	-	300	500	500
Valuation(배)				
PER		4.9	6.4	3.6
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	-2.8	4.9	6.4	3.6
EV/EBITDA	-	10.6	6.5	4.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-10.5	7.0	5.0	8.2
EBITDA이익률	-2.7	2.4	3.6	5.5
부채비율	262.5	247.1	231.8	212.0
순부채비율	40.6	30.3	25.0	27.7
매출채권회전율(x)	4.5	4.1	4.1	3.8
재고자산회전율(x)	9.5	9.2	9.3	9.9

자료 : GS건설, iM증권 리서치본부

GS건설 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-07-27	Hold	16,000	-12.4%	-7.3%
2023-10-31	Hold	15,000	1.1%	13.1%
2024-04-29	Hold	17,000	-7.7%	13.0%
2024-07-29	Buy	24,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

현대건설 (000720)

2025.01.09

아직은 기다리는 구간

[건설/운송] 배세호
2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

투자의견 Buy 유지, 목표주가 40,000원으로 하향

현대건설에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 45,000원에서 40,000원으로 하향한다. 목표주가 하향은 Target P/B를 기존 0.57배에서 0.51배로 하향 조정한 데 따른다. 현재 주가의 12개월 선행 P/E와 P/B는 각각 6.8배, 0.33배다. Valuation은 측면에서는 역사적 밴드 하단 아래에 위치해 있지만, 현재의 부동산 경기 침체, 늦어지는 수익성 개선, 그리고 이에 따른 2025년 가이던스 역시 보수적일 것으로 예상되어 단기적인 주가 상승 여력은 크지 않을 것으로 예상된다.

2025년 보수적인 가이던스 예상

현대건설이 제시할 2025년 실적, 분양 가이던스는 다소 보수적일 것으로 예상된다. 영업이익의 경우 아직 2021~2022년 착공 면적이 주택 매출에서 대다수를 차지하고 있어 최소 2025년 상반기까지의 마진은 불리할 것으로 예상된다. 분양은 2024년 2.5만세대(별도 1.9만세대, 현대엔지 0.6만세대)를 달성한 것으로 보이며, 2025년은 2024년 분양 물량과 유사한 수준이 가이던스로 제시될 것으로 예상된다. 공사비가 크게 상승하고, 부동산 경기에 대한 불확실성이 높아 정비사업을 중심으로 사업들이 지연되고 있는 점을 감안했다. 다만 2025년 수주의 경우 불가리아 원전 등 해외를 중심으로 수주가 증가하며 2024년 신규 수주 약 30조원을 초과할 가능성이 높다고 판단한다.

4Q24 영업이익 컨센서스 하회

연결 기준 4Q24 현대건설의 매출액은 8.5조원(-1.2% YoY), 영업이익은 584억원(-59.6% YoY, OPM 0.7%)가 예상된다. 추정 영업이익은 컨센서스를 49% 하회하는 것이다. 별도 기준 4Q24 매출액과 영업이익은 각각 4.4조원(-3.5% YoY), 58억원(-83.7% YoY, OPM 0.1%)가 예상된다. 건축/주택 위주의 높은 매출을 유지하고 있으나, GPM 개선은 더딘 것으로 보인다(3.6%, +0.6%p). 보수적인 리스크 점검으로 플랜트 부문에서 일부 원가 상승이 예상된다(GPM -1.5%). 현대엔지니어링 4Q24 매출액과 영업이익은 3.9조원(-0.3% YoY), 221억원(-74.0% YoY, OPM 0.6%)가 예상된다. 건축/주택, 플랜트 인프라 모두 높은 매출 수준이 유지되고 있으나, 현대건설(별도)와 마찬가지로 주택 부문의 원가율 상승과 해외 현장들의 보수적인 원가 점검으로 3Q24에 이어 추가 비용 가능성이 있다.

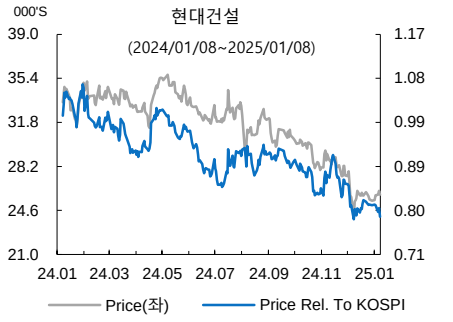
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	40,000원(하향)
종가(2025.01.08)	25,900원
상승여력	54.4 %

Stock Indicator	
자본금	562십억원
발행주식수	11,136만주
시가총액	2,884십억원
외국인지분율	19.3%
52주 주가	24,100~35,700원
60일평균거래량	653,386주
60일평균거래대금	18.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.8	-14.8	-18.7	-22.6
상대수익률	-3.0	-12.0	-6.9	-20.7

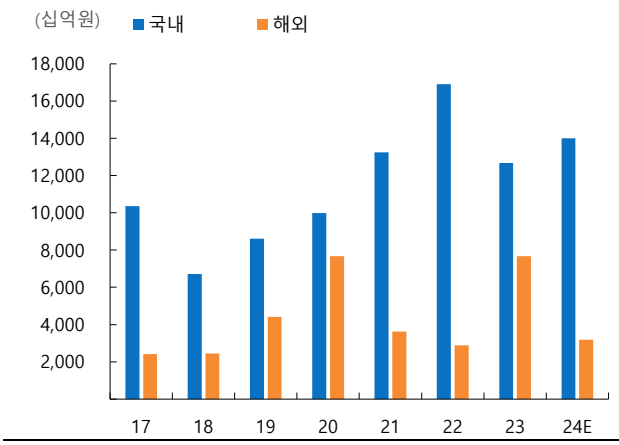
Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	29,651	33,918	32,441	33,577
영업이익(십억원)	785	570	650	993
순이익(십억원)	536	414	426	683
EPS(원)	4,767	3,680	3,789	6,074
BPS(원)	72,383	75,558	78,516	83,759
PER(배)	7.3	7.0	6.8	4.2
PBR(배)	0.5	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	6.8	5.0	4.9	7.4
배당수익률(%)	1.7	2.3	2.3	2.3
EV/EBITDA(배)	1.4	1.7	1.7	1.2

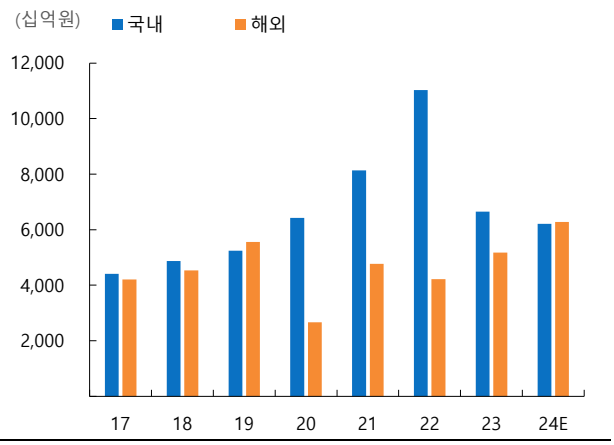
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. 현대건설(별도) 수주 추이 및 가이던스



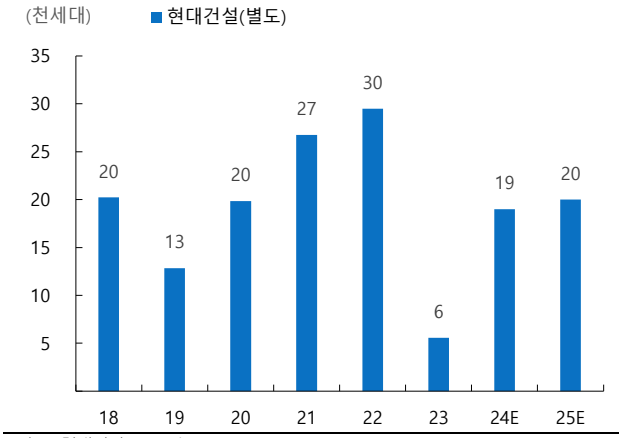
자료: 현대건설, iM증권

그림2. 현대엔지니어링 수주 추이 및 가이던스



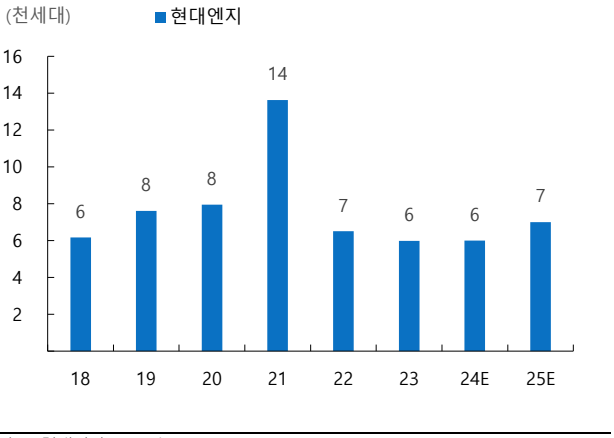
자료: 현대건설, iM증권

그림3. 현대건설(별도) 분양 추이 및 전망



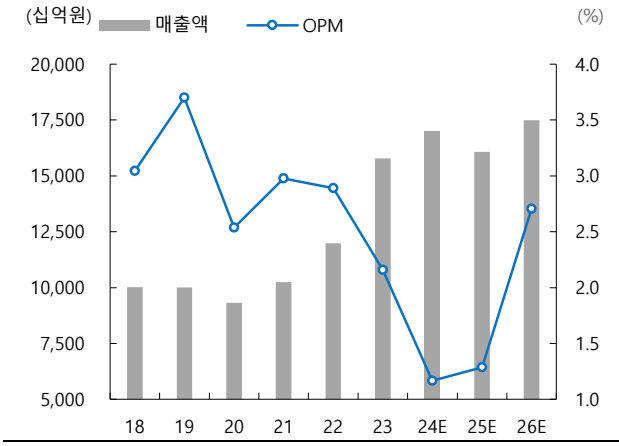
자료: 현대건설, iM증권

그림4. 현대엔지니어링 분양 추이 및 전망



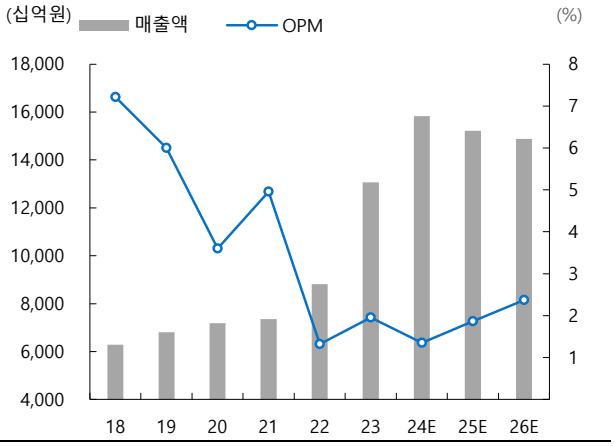
자료: 현대건설, iM증권

그림5. 현대건설(별도) 매출액 및 GPM 추이 및 전망



자료: 현대건설, iM증권

그림6. 현대엔지니어링 매출액 및 GPM 추이 및 전망



자료: 현대건설, iM증권

표1. 현대건설 4Q24E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	4Q24E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		4Q23	YoY %	4Q24E	Diff %	4Q24E	Diff %
매출액	8,496	8,598	-1.2	8,298	2.4	8,946	-5.0
영업이익	58	145	-59.6	120	-51.3	163	-64.2
세전이익	98	196	-50.0	180	-45.7	212	-53.8
지배주주순이익	57	75	-23.4	106	-45.7	114	-49.8
영업이익률	0.7	1.7	-1.0	1.4	-0.8	1.8	-1.1
지배주주순이익률	0.7	0.9	-0.2	1.3	-0.6	1.3	-0.6

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표2. 현대건설 2025E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2025E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2024E	YoY %	2025E	Diff %	2025E	Diff %
매출액	32,441	33,918	-4.4	31,372	3.4	32,477	-0.1
영업이익	650	571	13.8	757	-14.2	802	-19.0
세전이익	738	734	0.6	887	-16.8	935	-21.1
지배주주순이익	426	414	3.0	519	-18.0	508	-16.2
영업이익률	2.0	1.7	0.3	2.4	-0.4	2.1	-0.1
지배주주순이익률	1.3	1.2	0.1	1.7	-0.3	1.5	-0.2

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표3. 현대건설 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	33,918	32,441	34,370	32,477	-1.3	-0.1
영업이익	571	650	675	802	-15.4	-19.0
영업이익률	1.7	2.0	2.0	2.5	-0.3	-0.5
세전이익	734	738	848	935	-13.5	-21.1
지배주주순이익	414	426	472	508	-12.4	-16.2
지배주주순이익률	1.2	1.3	1.4	1.6	-0.2	-0.3
EPS	3,680	3,789	4,202	4,521	-12.4	-16.2
BPS	75,558	78,516	76,986	80,676	-1.9	-2.7
ROE	4.9	4.8	5.5	5.6	-0.6	-0.8

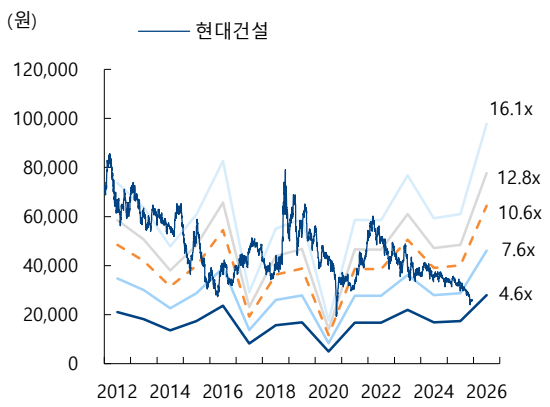
자료: iM증권

표4. 현대건설 목표주가 Valuation

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	비고
EPS (원)	3,642	3,637	4,767	3,680	3,789	6,074	
BPS (원)	64,506	68,380	72,383	75,558	78,516	83,759	
고점 P/E (배)	16.1	13.6	8.6	19.5			최근 5년 평균: 14.0
평균 P/E (배)	13.4	11.5	7.8	7.1			최근 5년간 평균: 19.1
저점 P/E (배)	10.0	9.3	7.0	6.5			최근 5년간 평균: 10.0
고점 P/B (배)	0.91	0.72	0.57	0.95			최근 5년간 평균: 0.77
평균 P/B (배)	0.75	0.61	0.51	0.35			최근 5년간 평균: 0.56
저점 P/B (배)	0.56	0.50	0.46	0.32			최근 5년간 평균: 0.43
ROE(%)	5.6	5.3	6.6	4.9	4.8	7.3	
적용 BPS (원)					78,516		12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.51		최근 5년 P/B 중하단
목표주가 (원)					**40,000**		Target P/E 10.6배
전일 종가 (원)					25,900		
상승 여력					54.4		

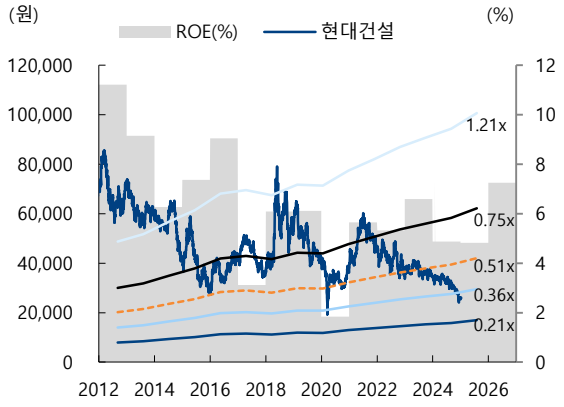
자료: iM증권 리서치본부

그림7.현대건설 P/E Band(Implied P/E 10.6x)



자료: 현대건설, iM증권

그림8. 현대건설 P/B Band(Implied P/B 0.51x)



자료: 현대건설, iM증권

표5. 현대건설(별도) 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**4,168**	**4,321**	**4,130**	**4,373**	**3,869**	**4,012**	**3,981**	**4,218**	**15,779**	**16,992**	**16,079**	**17,488**
YoY	21.6	14.0	2.5	-3.5	-7.2	-7.2	-3.6	-3.5	31.7	7.7	-5.4	8.8
건축/주택	2,790	2,935	2,601	3,039	2,599	2,708	2,564	2,808	10,721	11,364	10,680	11,605
YoY	20.3	7.2	-3.0	1.8	-6.8	-7.7	-1.4	-7.6	36.7	6.0	-6.0	8.7
플랜트/전력	922	981	937	912	858	851	983	986	3,151	3,753	3,678	4,250
YoY	32.1	53.3	19.6	-11.4	-6.9	-13.2	4.8	8.1	31.0	19.1	-2.0	15.6
토목	434	370	555	393	383	424	405	394	1,784	1,752	1,606	1,527
YoY	11.0	-5.5	2.5	-14.5	-11.7	14.4	-27.0	0.1	10.5	-1.8	-8.3	-4.9
기타	22	35	37	28	28	29	29	30	123	123	115	106
YoY	11.6	63.3	53.7	-50.2	25.0	-18.8	-21.2	4.9	6.7	0.1	-6.2	-8.2
매출총이익	**290**	**148**	**133**	**153**	**176**	**151**	**201**	**227**	**851**	**723**	**755**	**1,070**
YoY	35.8	-9.8	-53.6	-18.4	-39.1	2.2	51.5	48.0	-4.6	-15.0	4.4	41.6
매출총이익률	6.9	3.4	3.2	3.5	4.6	3.8	5.1	5.4	5.4	4.3	4.7	6.1
건축/주택	190	7	79	110	101	73	127	161	577	385	462	791
플랜트/전력	63	77	-53	-13	31	36	28	23	99	74	117	86
토목	23	34	61	35	23	19	22	17	77	153	80	102
기타	14	30	46	21	21	23	25	26	99	111	96	91
건축/주택 GPM	6.8	0.2	3.0	3.6	3.9	2.7	5.0	5.7	5.4	3.4	4.3	6.8
플랜트/전력 GPM	6.9	7.8	-5.6	-1.5	3.6	4.2	2.8	2.4	3.1	2.0	3.2	2.0
토목 GPM	5.3	9.3	10.9	8.9	6.0	4.5	5.3	4.3	4.3	8.7	5.0	6.7
기타 GPM	61.7	85.2	124.4	75.5	77.8	81.3	84.6	87.3	80.4	90.6	82.8	85.9
판매관리비	**188**	**67**	**123**	**147**	**134**	**119**	**154**	**142**	**510**	**525**	**548**	**597**
판관비율	4.5	1.5	3.0	3.4	3.5	3.0	3.9	3.4	3.2	3.1	3.4	3.4
영업이익	**101**	**81**	**10**	**6**	**43**	**32**	**47**	**85**	**341**	**198**	**207**	**473**
YoY	8.8	-22.2	-90.5	-83.7	-57.7	-59.9	359.9	1,361.4	-1.7	-41.8	4.4	128.6
영업이익률	2.4	1.9	0.2	0.1	1.1	0.8	1.2	2.0	2.2	1.2	1.3	2.7
영업외손익	105	58	4	24	39	-8	27	38	141	191	97	138
세전이익	206	139	14	30	82	24	74	123	482	389	304	611
순이익	**161**	**110**	**16**	**21**	**60**	**17**	**54**	**89**	**374**	**308**	**220**	**443**
YoY	47.7	2.0	-85.3	-57.6	-63.0	-84.1	245.1	314.7	7.8	-17.4	-28.6	101.3
순이익률	3.9	2.5	0.4	0.5	1.5	0.4	1.4	2.1	2.4	1.8	1.4	2.5

자료: Dart, iM증권

표6. 현대건설(연결) 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**8,545**	**8,621**	**8,256**	**8,496**	**8,051**	**8,078**	**7,933**	**8,379**	**29,651**	**33,918**	**32,441**	**33,577**
YoY	*41.7*	*20.4*	*5.1*	*-1.2*	*-5.8*	*-6.3*	*-3.9*	*-1.4*	*39.6*	*14.4*	*-4.4*	*3.5*
현대건설	4,168	4,321	4,130	4,373	3,869	4,012	3,981	4,218	15,779	16,992	16,079	17,488
YoY	*21.6*	*14.0*	*2.5*	*-3.5*	*-7.2*	*-7.2*	*-3.6*	*-3.5*	*31.7*	*7.7*	*-5.4*	*8.8*
현대엔지니어링	4,095	4,062	3,788	3,885	3,901	3,784	3,658	3,878	13,063	15,831	15,221	14,884
YoY	*64.1*	*26.1*	*9.8*	*-0.3*	*-4.8*	*-6.8*	*-3.4*	*-0.2*	*48.2*	*21.2*	*-3.9*	*-2.2*
기타	281	237	337	238	282	282	294	284	798	1,093	1,142	1,205
YoY	*159.2*	*55.7*	*-11.0*	*49.7*	*0.4*	*19.3*	*-12.8*	*19.2*	*79.3*	*36.9*	*4.5*	*5.6*
매출총이익	**533**	**342**	**348**	**346**	**386**	**366**	**430**	**499**	**1,703**	**1,570**	**1,681**	**2,065**
YoY	*40.4*	*-13.9*	*-32.5*	*-15.3*	*-27.6*	*6.8*	*23.6*	*44.0*	*12.6*	*-7.8*	*7.0*	*22.8*
매출총이익률	6.2	4.0	4.2	4.1	4.8	4.5	5.4	6.0	5.7	4.6	5.2	6.1
현대건설	290	148	133	153	176	151	201	227	851	723	755	1,070
현대엔지니어링	195	152	156	155	162	167	180	225	639	658	733	792
기타	48	41	58	38	48	48	50	48	209	186	193	203
현대건설 GPM	6.9	3.4	3.2	3.5	4.6	3.8	5.1	5.4	5.4	4.3	4.7	6.1
현대엔지니어링 GPM	4.8	3.7	4.1	4.0	4.1	4.4	4.9	5.8	4.9	4.2	4.8	5.3
기타 GPM	17.1	17.5	17.3	16.2	17.0	17.0	16.9	16.8	26.2	17.0	16.9	16.9
판매관리비	282	195	234	288	249	237	262	283	917	999	1,031	1,072
판관비율	3.3	2.3	2.8	3.4	3.1	2.9	3.3	3.4	5.8	5.9	6.4	6.1
영업이익	**251**	**147**	**114**	**58**	**138**	**128**	**168**	**216**	**785**	**571**	**650**	**993**
YoY	*44.6*	*-34.1*	*-53.1*	*-59.6*	*-45.1*	*-13.1*	*47.3*	*269.1*	*36.6*	*-27.3*	*13.8*	*52.9*
영업이익률	2.9	1.7	1.4	0.7	1.7	1.6	2.1	2.6	2.6	1.7	2.0	3.0
현대건설	101	81	10	6	43	32	47	84	341	198	207	473
현대엔지니어링	107	32	52	22.1	55	56	80	92.2	255	213	284	353
기타	42	34	51	31	40	39	41	39	194	157	159	167
현대건설 OPM	2.4	1.9	0.2	0.1	1.1	0.8	1.2	2.0	2.2	1.2	1.3	2.7
현대엔지 OPM	2.62	0.79	1.4	0.6	1.41	1.49	2.2	2.4	2.0	1.3	1.9	2.4
기타 OPM	14.9	14.2	15.0	12.8	14.1	13.9	13.9	13.7	24.3	14.3	13.9	13.9
영업외손익	52	101	-29	40	34	-15	27	42	154	163	88	156
세전이익	303	248	85	98	172	113	195	258	940	734	738	1,149
순이익	208	146	40	71	124	82	141	187	654	466	535	833
지배주주순이익	**155**	**150**	**51**	**57**	**104**	**68**	**107**	**148**	**536**	**414**	**426**	**683**
YoY	18.8	-8.8	-69.5	-23.4	-33.3	-55.0	111.6	158.1	31.1	-22.8	3.0	60.3
지배주주순이익률	1.8	1.7	0.6	0.7	1.3	0.8	1.3	1.8	1.8	1.2	1.3	2.0

자료: Dart, iM증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	18,613	21,187	20,741	21,664
현금 및 현금성자산	4,206	3,300	3,969	4,383
단기금융자산	1,025	848	868	878
매출채권	10,659	14,199	13,395	13,787
재고자산	816	837	826	850
비유동자산	5,101	4,968	4,998	5,040
유형자산	1,205	1,044	1,051	1,071
무형자산	724	750	770	790
자산총계	23,714	26,155	25,739	26,704
유동부채	10,357	12,789	11,857	12,009
매입채무	3,959	6,124	5,558	6,035
단기차입금	249	296	291	286
유동성장기부채	354	974	974	974
비유동부채	2,902	2,461	2,464	2,467
사채	1,207	928	928	928
장기차입금	564	402	405	408
부채총계	13,259	15,251	14,322	14,476
지배주주지분	8,137	8,533	8,937	9,598
자본금	562	562	562	562
자본잉여금	1,095	1,095	1,095	1,095
이익잉여금	6,420	6,766	7,125	7,740
기타자본항목	-6	-6	-6	-6
비지배주주지분	2,319	2,371	2,480	2,630
자본총계	10,456	10,904	11,417	12,228

포괄손익계산서

(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	29,651	33,918	32,441	33,577
증가율(%)	39.6	14.4	-4.4	3.5
매출원가	27,949	32,348	30,761	31,512
매출총이익	1,703	1,570	1,681	2,065
판매비와관리비	917	999	1,031	1,072
연구개발비	139	159	152	157
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	785	570	650	993
증가율(%)	36.6	-27.4	13.9	52.9
영업이익률(%)	2.6	1.7	2.0	3.0
이자수익	180	188	198	198
이자비용	64	96	100	100
지분법이익(손실)	-5	-11	38	35
기타영업외손익	6	-95	-97	-17
세전계속사업이익	940	734	738	1,149
법인세비용	285	268	203	316
세전계속이익률(%)	3.2	2.2	2.3	3.4
당기순이익	654	466	535	833
순이익률(%)	2.2	1.4	1.6	2.5
지배주주귀속 순이익	536	414	426	683
기타포괄이익	-28	-28	-28	-28
총포괄이익	626	437	507	805
지배주주귀속총포괄이익	626	437	507	805

현금흐름표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-715	-1,253	907	650
당기순이익	654	466	535	833
유형자산감가상각비	-	212	209	206
무형자산상각비	10	10	11	11
지분법관련손실(이익)	-5	-11	38	35
투자활동 현금흐름	563	-128	-283	-282
유형자산의 처분(취득)	-222	-265	-217	-226
무형자산의 처분(취득)	-	-	0	0
금융상품의 증감	484	177	-20	-10
재무활동 현금흐름	366	132	-97	-97
단기금융부채의증감	-	110	-5	-5
장기금융부채의증감	-	-441	3	3
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-95	-95	-95	-95
현금및현금성자산의증감	232	-906	670	413
기초현금및현금성자산	3,974	4,206	3,300	3,969
기말현금및현금성자산	4,206	3,300	3,969	4,383

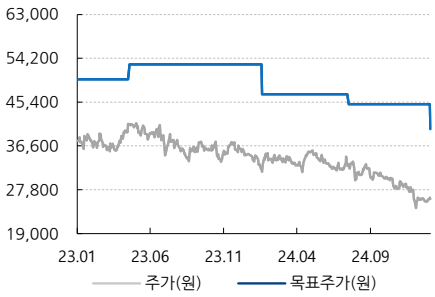
주요투자지표

	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	4,767	3,680	3,789	6,074
BPS	72,383	75,558	78,516	83,759
CFPS	4,898	5,711	5,798	8,082
DPS	600	600	600	600
Valuation(배)				
PER	7.3	7.0	6.8	4.2
PBR	0.5	0.3	0.3	0.3
PCR	7.1	4.5	4.5	3.2
EV/EBITDA	1.4	1.7	1.7	1.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	6.8	5.0	4.9	7.4
EBITDA이익률	2.7	2.3	2.7	3.6
부채비율	126.8	139.9	125.4	118.4
순부채비율	-27.3	-14.2	-19.6	-21.8
매출채권회전율(x)	3.2	2.7	2.4	2.5
재고자산회전율(x)	35.5	41.0	39.0	40.1

자료 : 현대건설, iM증권 리서치본부

현대건설 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-04-24	Buy	53,000	-30.9%	-22.4%
2024-01-24	Buy	47,000	-28.8%	-24.0%
2024-07-22	Buy	45,000	-35.0%	-25.7%
2025-01-09	Buy	40,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

DL이앤씨 (375500)

2025.01.09

보수적 가이던스 제시 예상, 현금활용방안 주목

[건설/운송] 배세호
2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

투자의견 Buy, 목표주가 45,000원 유지

DL이앤씨에 대해 투자의견 Buy와 목표주가, 목표주가를 기존 45,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS에 Target P/B 0.35배를 적용한 것이다. 2025년 주택 위주의 외형 축소가 예상되고, 마진 반등은 2025년 상반기에는 어려울 것으로 보인다. 현재의 건설 경기 상황을 감안하면 2025년 매출, 수주, 착공 가이던스는 보수적으로 제시할 것으로 예상되어 단기적인 주가 반등은 제한적일 것으로 보인다.

보수적인 2025년 가이던스 제시 예상, 현금활용방안에 주목

DL이앤씨의 2025년 가이던스는 매출, 수익성, 착공 물량, 수주 모두 보수적으로 제시할 것으로 예상된다. 크게 개선되지 못하는 주택 경기, 상업용 오피스, 물류센터 사업성 악화가 이어지고 있고, 착공 물량 감소에 따른 주택 매출 감소가 본격화될 것으로 보인다. 다만 원가율 개선의 경우 2025년 하반기부터는 유의미하게 반등할 것으로 예상된다. DL이앤씨는 연결 기준 2024년 1.3만호의 착공 물량을 기록했고, 이는 2023년 0.6만호 대비 반등했지만, 2022년 2.3만호에 비해 부진한 물량이다. 주택 수주 잔고를 감안 시 주택 경기 턴어라운드 시 착공 물량이 크게 반등할 수 있겠으나, 연초 가이던스는 보수적인 대응이 예상된다.

DL이앤씨의 경우 1.9조원의 현금성자산에 1.0조원 수준의 순현금 구조로 건설업계 내 가장 레버리지 비율이 낮으며, 현금 활용에 대한 시장에 기대가 유효한 상황이다. 2025년 현금활용방안에 대한 가이던스 역시 기대할 수 있다.

4Q24 영업이익 599억원(-32.2% YoY) 예상

4Q24 연결 기준 DL이앤씨의 매출액은 2.1조원(-8.5% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 599억원(-32.2% YoY, OPM 2.8%)가 예상된다. 추정 영업이익은 컨센서스를 40% 하회하는 것이다. 자회사 DL건설의 현장 리스크 점검에 따른 추가적인 원가율 조정이 예상된다. DL이앤씨 별도 주택/건축 매출은 7,210억원 (-17.8%), GPM은 8.2%가 예상된다. 플랜트 부문은 5,491억원(+10.8%), GPM +16.2%가 예상된다. Shaheen 등 주요 3개 공정의 프로젝트의 매출 기여와 안정적인 마진이 지속되고 있다. DL건설의 매출액은 5,840억원(-19.5%), GPM 4.0%가 예상된다. DL건설은 거제 군사 대체시설 프로젝트 관련 대위변제분 687억원을 영업외비용 처리할 예정이라고 공시했고(2024년 12월 6일), 관련하여 공사미수채권의 충당금 반영도 가능성 있다.

4Q24 연결 수주는 약 4조원이 예상된다. 주택과 토목 부문은 연간 가이던스(주택 3.9조원, 토목 2.0조원)를 달성한 것으로 보이나, 플랜트 부문은 기대했던 아시아 폴리머 PJ 입찰이 1Q25로 연기되며 연간 가이던스 2.8조원을 50% 이상 미스한 것으로 보인다. 4Q24 착공 물량은 DL이앤씨(별도), DL건설 각각 0.9만호 0.4만호로 연간 가이던스 대비 91%, 55%를 달성했다.

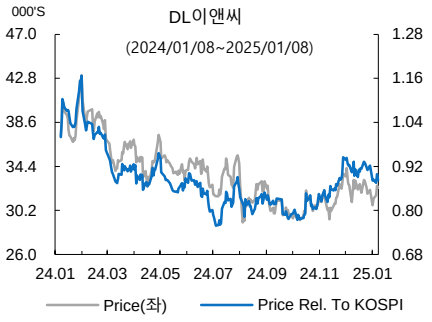
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	45,000원(유지)
종가(2025.01.08)	32,350원
상승여력	39.1 %

Stock Indicator	
자본금	215십억원
발행주식수	3,869만주
시가총액	1,252십억원
외국인지분율	27.5%
52주 주가	29,050~43,100원
60일평균거래량	131,661주
60일평균거래대금	4.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.8	8.9	2.5	-13.3
상대수익률	-4.6	11.7	14.3	-11.4

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	7,991	8,014	7,933	8,643
영업이익(십억원)	331	237	335	347
순이익(십억원)	188	179	222	265
EPS(원)	4,855	4,635	5,729	6,846
BPS(원)	123,245	126,283	131,614	137,685
PER(배)	7.4	7.0	5.6	4.7
PBR(배)	0.3	0.3	0.2	0.2
ROE(%)	4.1	3.7	4.4	5.1
배당수익률(%)	1.4	1.4	1.5	2.5
EV/EBITDA(배)	1.0	1.8	0.9	0.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. DL이앤씨 4Q24E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	4Q24E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		4Q23	YoY %	4Q24E	Diff %	4Q24E	Diff %
매출액	2,134	2,333	-8.5	2,215	-3.6	2,200	-3.0
영업이익	60	88	-32.2	99	-39.8	83	-27.9
세전이익	93	10	799.6	98	-4.8	84	10.7
지배주주순이익	67	4	1,810.4	60	12.0	61	10.6
영업이익률	2.8	3.8	-1.0	4.5	-1.7	3.8	-1.0
지배주주순이익률	3.2	0.2	3.0	2.7	0.4	2.8	0.4

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표2. DL이앤씨 2025E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2025E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2024E	YoY %	2025E	Diff %	2025E	Diff %
매출액	7,933	8,014	-1.0	8,234	-3.7	8,596	-7.7
영업이익	335	237	41.7	390	-14.1	291	15.2
세전이익	306	250	22.1	420	-27.2	287	6.5
지배주주순이익	222	179	23.6	300	-26.0	208	6.6
영업이익률	4.2	3.0	1.3	4.7	-0.5	3.4	0.8
지배주주순이익률	2.8	2.2	0.6	3.6	-0.8	2.4	0.4

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표3. DL이앤씨 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	8,014	7,933	8,168	8,596	-1.9	-7.7
영업이익	237	335	246	291	-3.8	15.2
영업이익률	3.0	4.2	3.0	3.4	0.0	0.8
세전이익	250	306	258	287	-3.0	6.5
지배주주순이익	179	222	181	208	-0.9	6.6
지배주주순이익률	2.2	2.8	2.2	2.4	0.0	0.4
EPS	4,635	5,729	4,676	5,375	-0.9	6.6
BPS	126,283	131,614	125,880	130,857	0.3	0.6
ROE	3.7	4.4	3.7	4.1	0.0	0.3

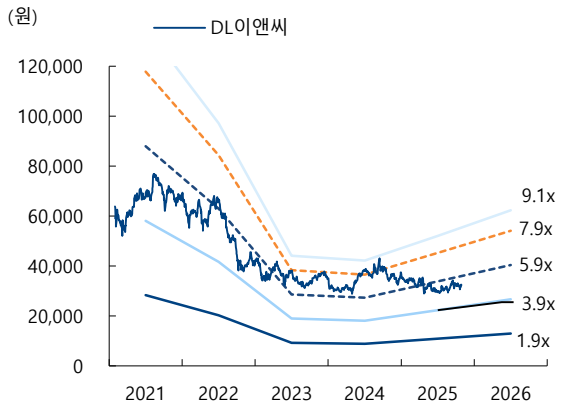
자료: iM증권

표4. DL이앤씨 목표주가 Valuation

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	비고
EPS (원)	14,913	10,678	4,855	4,635	5,729	6,846	
BPS (원)	107,716	112,413	123,245	126,283	131,614	137,685	
고점 P/E (배)	5.2	6.4	8.0	9.3			최근 5년 평균: 5.8
평균 P/E (배)	4.4	4.5	7.0	7.0			최근 5년 평균: 5.7
저점 P/E (배)	3.5	3.2	5.9	6.3			최근 5년 평균: 3.8
고점 P/B (배)	0.71	0.61	0.31	0.34			최근 5년 평균: 0.49
평균 P/B (배)	0.61	0.43	0.28	0.27			최근 5년 평균: 0.40
저점 P/B (배)	0.48	0.30	0.23	0.23			최근 5년 평균: 0.31
ROE(%)	14,913	10,678	4,855	4,635	5,729	6,846	
적용 BPS (원)					131,614		12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.35		최근 3년 평균 P/B 중하단
목표주가 (원)					**45,000**		**Target P/E 7.9배**
전일 종가 (원)					32,350		
상승 여력					39.1		

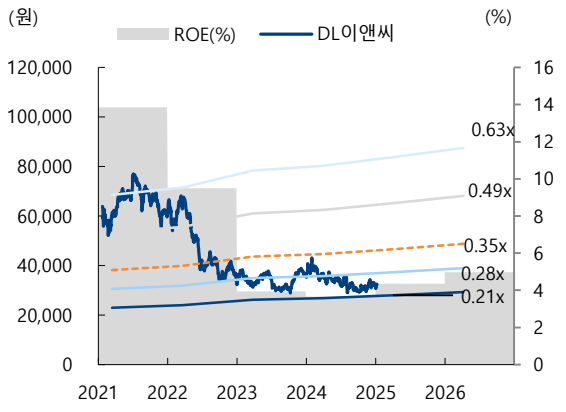
자료: iM증권 리서치본부

그림9. DL이앤씨 P/E Band (Implied P/E 7.9x)



자료: DL이앤씨, iM증권

그림10. DL이앤씨 P/B Band (Implied P/B 0.35x)



자료: DL이앤씨, iM증권

표5. DL이앤씨 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**1,891**	**2,070**	**1,919**	**2,134**	**1,953**	**1,939**	**1,957**	**2,084**	**7,497**	**8,014**	**7,933**	**8,643**
YoY	*2.2*	*5.1*	*4.4*	*-8.5*	*3.3*	*-6.4*	*2.0*	*-2.3*	*-1.7*	*0.3*	*-1.0*	*9.0*
DL이앤씨(법인포함)	1,291	1,399	1,350	1,550	1,357	1,356	1,379	1,459	5,426	5,590	5,550	6,047
YoY	-3.6	1.6	8.0	-5.2	5.1	-3.1	2.1	-5.9	*3.5*	*-0.2*	*-0.7*	*9.0*
주택/건축	673	715.3	638	721	640	628.0	647	677	3,698	2,748	2,593	3,067
YoY	*-13.2*	*-17.3*	*-15.3*	*-17.8*	*-4.9*	*-12.2*	*1.4*	*-6.1*	*4.3*	*-16.0*	*-5.7*	*18.3*
토목	199	223	227	280	280	297	305	337	918	928	1,219	1,350
YoY	*-3.3*	*-1.1*	*0.9*	*7.4*	*40.3*	*33.4*	*34.7*	*20.6*	*11.9*	*1.3*	*31.3*	*10.7*
플랜트	418	461	485	549.1	437	431	426	445	803	1,913	1,738	1,631
YoY	*17.7*	*62.9*	*79.9*	*10.8*	*4.4*	*-6.5*	*-12.2*	*-19.0*	*-7.6*	*36.3*	*-9.2*	*-6.2*
DL건설	597	672	569.5	584	597	583	578.0	625	1,962	2,423	2,382	2,596
YoY	*15.9*	*11.9*	*-3.9*	*-19.5*	*-0.1*	*-13.3*	*1.5*	*7.1*	*-2.4*	*-0.4*	*-1.7*	*9.0*
매출총이익	**181**	**167**	**210**	**203**	**201**	**199**	**226**	**231**	**931**	**761**	**857**	**917**
YoY	*-6.2*	*-12.5*	*18.8*	*-8.3*	*11.1*	*18.9*	*7.5*	*13.7*	*-32.7*	*-2.7*	*12.5*	*7.1*
매출총이익률	9.6	8.1	10.9	9.5	10.3	10.3	11.5	11.1	12.4	9.5	10.8	10.6
주택/건축(별도)	47	50	49	59	56	55	70	75	493	205	256	318
토목(법인포함)	20	20	24	32	31	33	32	35	123	95	132	146
플랜트(법인포함)	67	67	91	89	69	66	65	67	178	314	267	258
DL건설	41	29	45	23	45	45	59	53	158	138	201	196
주택/건축 GPM	7.0	7.0	7.7	8.2	8.7	8.8	10.8	11.1	13.3	7.5	9.9	10.4
토목 GPM	10.1	8.8	10.4	11.3	11.2	11.2	10.6	10.5	13.4	10.3	10.9	10.8
플랜트 GPM	16.0	14.6	18.8	16.2	15.9	15.4	15.2	15.2	22.2	16.4	15.4	15.8
DL건설 GPM	6.8	4.3	7.8	4.0	7.5	7.7	10.2	8.4	8.0	5.7	8.4	7.5
판매관리비	**120**	**135**	**127**	**143**	**128**	**129**	**128**	**136**	**434**	**525**	**521**	**570**
판관비율	6.4	6.5	6.6	6.7	6.6	6.7	6.6	6.5	5.8	6.5	6.6	6.6
영업이익	**61**	**33**	**83**	**60**	**72.9**	**70**	**97.5**	**95**	**497**	**237**	**335**	**347**
YoY	*-32.5*	*-54.7*	*3.7*	*-32.2*	*19.8*	*114.8*	*17.0*	*58.5*	*-47.9*	*-28.4*	*41.7*	*3.5*
영업이익률	3.2	1.6	4.3	2.8	3.7	3.6	5.0	4.6	6.6	3.0	4.2	4.0
DL이앤씨(법인포함)	49	23	73	96	50	98	109	100	403	220	397	437
DL건설	12	-7	10	4	23	35	49	37	81	18	144	136
영업외손익	-17	23	-26	33	1	-4	-34	8	99	14	-30	18
세전이익	44	56	57	93	74	66	63	103	595	250	306	365
순이익	**26**	**41**	**45**	**67**	**53**	**48**	**46**	**74**	**432**	**179**	**222**	**265**
지배주주순이익	**26**	**41**	**45**	**67**	**53**	**48**	**46**	**74**	**413**	**179**	**222**	**265**
YoY	-71.1	35.8	-29.8	1,810	105.3	18.3	1.3	10.3	-32.1	-11.3	23.6	19.5
지배주주순이익률	1.4	2.0	2.4	3.2	2.7	2.5	2.3	3.6	5.8	2.2	2.8	3.1

자료: Dart, iM증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,783	5,996	6,047	6,270
현금 및 현금성자산	2,004	1,543	1,749	1,726
단기금융자산	284	356	359	359
매출채권	1,332	1,664	1,639	1,751
재고자산	938	1,102	986	1,054
비유동자산	3,561	3,756	3,866	3,987
유형자산	128	145	69	-7
무형자산	33	27	20	15
자산총계	9,344	9,752	9,912	10,258
유동부채	3,749	3,756	3,693	3,794
매입채무	1,061	827	816	960
단기차입금	145	310	290	270
유동성장기부채	375	30	30	30
비유동부채	827	1,072	1,097	1,102
사채	218	421	441	441
장기차입금	410	452	457	462
부채총계	4,575	4,828	4,790	4,896
지배주주지분	4,769	4,924	5,122	5,362
자본금	215	215	215	215
자본잉여금	3,847	3,847	3,847	3,847
이익잉여금	990	1,150	1,352	1,596
기타자본항목	-105	-105	-105	-105
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	4,769	4,924	5,122	5,362

포괄손익계산서

(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	7,991	8,014	7,933	8,643
증가율(%)	6.6	0.3	-1.0	9.0
매출원가	7,209	7,252	7,076	7,726
매출총이익	782	761	857	917
판매비와관리비	451	525	521	570
연구개발비	67	68	67	73
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	331	237	335	347
증가율(%)	-33.5	-28.4	41.7	3.5
영업이익률(%)	4.1	3.0	4.2	4.0
이자수익	116	108	103	103
이자비용	49	51	55	55
지분법이익(손실)	24	3	18	19
기타영업외손익	-157	-50	-98	-49
세전계속사업이익	280	250	306	365
법인세비용	78	71	84	100
세전계속이익률(%)	3.5	3.1	3.9	4.2
당기순이익	202	179	222	265
순이익률(%)	2.5	2.2	2.8	3.1
지배주주귀속 순이익	188	179	222	265
기타포괄이익	-9	28	28	28
총포괄이익	194	207	250	293
지배주주귀속총포괄이익	194	207	250	293

현금흐름표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	231	-4	564	353
당기순이익	202	179	222	265
유형자산감가상각비	-	76	76	76
무형자산상각비	10	9	7	5
지분법관련손실(이익)	24	3	18	19
투자활동 현금흐름	201	-152	-129	-137
유형자산의 처분(취득)	-12	117	82	78
무형자산의 처분(취득)	-	-	0	0
금융상품의 증감	335	-72	-3	-
재무활동 현금흐름	-189	45	-14	-36
단기금융부채의증감	-	131	-20	-20
장기금융부채의증감	-	245	25	5
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-44	-20	-19	-21
현금및현금성자산의증감	252	-461	206	-23
기초현금및현금성자산	1,752	2,004	1,543	1,749
기말현금및현금성자산	2,004	1,543	1,749	1,726

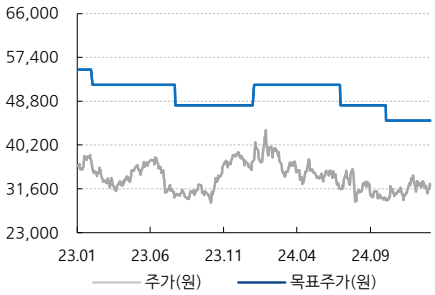
주요투자지표

	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	4,855	4,635	5,729	6,846
BPS	123,245	126,283	131,614	137,685
CFPS	5,116	6,830	7,871	8,939
DPS	500	450	500	800
Valuation(배)				
PER	7.4	7.0	5.6	4.7
PBR	0.3	0.3	0.2	0.2
PCR	7.0	4.7	4.1	3.6
EV/EBITDA	1.0	1.8	0.9	0.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	4.1	3.7	4.4	5.1
EBITDA이익률	4.3	4.0	5.3	5.0
부채비율	95.9	98.1	93.5	91.3
순부채비율	-23.9	-13.9	-17.4	-16.4
매출채권회전율(x)	6.5	5.3	4.8	5.1
재고자산회전율(x)	8.9	7.9	7.6	8.5

자료 : DL이앤씨, iM증권 리서치본부

DL이앤씨 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-02-06	Buy	52,000	-34.5%	-27.3%
2023-07-28	Buy	48,000	-29.8%	-19.2%
2024-01-08	Buy	52,000	-30.9%	-17.1%
2024-07-05	Buy	48,000	-33.8%	-26.1%
2024-10-08	Buy	45,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

대우건설 (047040)

2025.01.09

4Q24 Preview: 외형 축소에 대비

[건설/운송] 배세호
2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

투자의견 Buy 유지, 목표주가 4,500원으로 하향

대우건설에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 5,500원에서 4,500원으로 하향한다. Taget P/B를 기존 0.5배에서 0.43배로 하향 조정했다. 주택 마진 개선이 느린 가운데, 2025년에는 플랜트, 토목 위주로 외형 축소가 예상되는 것을 감안했다. 현재 주가는 12개월 포워드 P/E, P/B 각각 5.0배, 0.29배에 위치해 있다. 주가가 크게 하락했으나, 수익 추정도 하향하며 P/E 기준 Valuation 매력도는 크지 않다. 주가 상승을 위해서는 체코 원전 등 2025년 주요 파이프라인 수주, 그리고 2025년 하반기 본격적인 주택 마진 개선이 필요할 것으로 판단한다.

외형 감소 구간, 필요한 해외 수주

2025년 대우건설의 매출액은 플랜트, 토목 중심으로 감소할 것으로 예상된다(각각 -19.3%, -4.9% YoY). 2024년 토목과 플랜트의 신규 수주가 각각 전년대비 20%, 70% 수준 감소한 영향이다. 주택/건축 부문의 외형도 2025년 소폭 감소(-2.6% YoY)가 예상된다. 2025년 필요한 것은 신규 수주로, 파이프라인에 체코 원전, 이라크 해군 기지(1.8조원), 리비아 하수처리장, 투르크메니스탄 미네랄(1조원) 등이 있다. 이 중 체코 원전의 본계약 시 2026년 다시 외형 성장을 기대할 수 있다.

대우건설은 2024년 19,000여세대의 분양 물량을 기록하여 연초 가이던스를 달성했다. 최근 부동산 경기를 고려할 때 2025년 공격적인 가이던스는 제시하지 못할 것으로 예상된다. 또한 아직 2021~2022년 분양 물량 분에 대한 원가율 조정과 일부 미분양 물량에 대한 이슈도 있어 주택 부문에서의 수익성 개선도 최소 1H25 이후가 될 것으로 예상된다.

4Q24 영업이익 컨센서스 하회 예상

대우건설의 4Q24 매출액은 2.7조원(-4.4% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 774억원(-0.7%, OPM 2.9%)이 예상된다. 추정 영업이익은 시장 컨센서스를 11% 하회한다.

주택/건축 매출액은 1.8조원(+7.3%), GPM은 5.3%(-2.2%p)가 예상된다. 기록했다. 아직 2021~2022년 평균 2.3만호의 분양 물량이 매출에 인식되며 외형은 높게 유지되고 있다. GPM은 3Q24 5.3%와 유사한 수준을 보일 것으로 예상되며, 마진 개선의 시기는 최소 1H25 이후가 될 것으로 예상된다.

플랜트 매출액은 2,640억원(-32.6%), GPM은 15.8%(-5.3%p), 토목 매출액은 5,390억원(-16.0%), GPM은 4.0%(-4.6%p)이 예상된다. 플랜트 매출액은 4Q23부터 두 자릿수 YoY 감소하고 있으며, 신규 수주 부재로 2025년의 플랜트 매출액도 감소가 예상된다. 토목의 경우에도 신규 수주 부재로 외형이 줄어들고 있다. 4Q24 베트남 개발 사업에서는 토지매각이익 등이 없는 것으로 파악된다

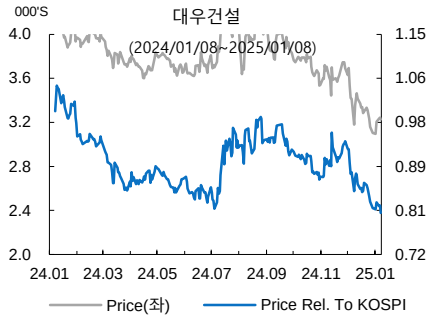
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	4,500원(하향)
종가(2025.01.08)	3,225원
상승여력	39.5 %

Stock Indicator	
자본금	2,078십억원
발행주식수	41,562만주
시가총액	1,340십억원
외국인지분율	11.8%
52주 주가	3,095~4,260원
60일평균거래량	800,336주
60일평균거래대금	2.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.6	-14.9	-14.0	-21.3
상대수익률	-9.4	-12.1	-2.2	-19.5

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	11,648	10,512	9,957	10,458
영업이익(십억원)	663	359	406	497
순이익(십억원)	512	268	270	354
EPS(원)	1,231	644	649	851
BPS(원)	9,735	10,287	10,936	10,857
PER(배)	3.4	5.0	5.0	3.8
PBR(배)	0.4	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	13.2	6.5	6.4	8.0
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	3.4	5.8	5.6	5.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

표6. 대우건설 4Q24E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	4Q24E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		4Q23	YoY %	4Q24E	Diff %	4Q24E	Diff %
매출액	2,656	2,778	-4.4	2,539	4.6	2,786	-4.7
영업이익	77	78	-0.7	87	-11.4	163	-52.5
세전이익	68	159	-57.4	59	14.4	147	-53.8
지배주주순이익	46	107	-56.4	48	-3.8	106	-56.2
영업이익률	2.9	2.8	0.1	3.4	-0.5	5.9	-2.9
지배주주순이익률	1.7	3.8	-2.1	1.9	-0.2	3.8	-2.1

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표7. 대우건설 2025E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2025E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2024E	YoY %	2025E	Diff %	2025E	Diff %
매출액	9,957	10,512	-5.3	10,472	-4.9	11,516	-13.5
영업이익	406	359	13.0	467	-13.2	825	-50.8
세전이익	394	398	-1.1	461	-14.6	713	-44.8
지배주주순이익	270	268	0.7	320	-15.7	517	-47.9
영업이익률	4.1	3.4	0.7	4.5	-0.4	7.2	-3.1
지배주주순이익률	2.7	2.5	0.2	3.1	-0.3	4.5	-1.8

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표8. 대우건설 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2023E	2025E
매출액	10,512	9,957	10,636	10,889	-1.2	-8.6
영업이익	359	406	512	666	-29.8	-39.1
영업이익률	3.4	4.1	4.8	6.1	-1.4	-2.0
세전이익	398	394	533	580	-25.3	-32.1
지배주주순이익	268	270	369	413	-27.5	-34.7
지배주주순이익률	2.5	2.7	3.5	3.8	-1.0	-1.1
EPS	644	649	888	993	-27.5	-34.7
BPS	10,287	10,936	10,532	11,525	-2.3	-5.1
ROE	6.3	5.9	8.4	8.6	-2.1	-2.7

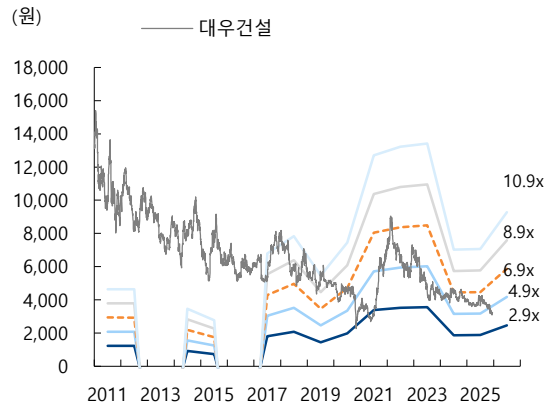
자료: iM증권

표9. 대우건설 목표주가 Valuation

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	비고
EPS (원)	1,166	1,213	1,231	594	649	851	지배주주순이익 기준
BPS (원)	7,728	8,937	9,735	10,238	10,936	11,787	
고점 P/E (배)	7.8	6.0	3.9	7.2			최근 5년 평균: 6.4
평균 P/E (배)	5.8	4.6	3.5	5.5			최근 5년간 평균: 4.9
저점 P/E (배)	4.3	3.3	3.1	5.2			최근 5년간 평균: 3.8
고점 P/B (배)	1.17	0.82	0.49	0.42			최근 5년간 평균: 0.73
평균 P/B (배)	0.88	0.62	0.44	0.32			최근 5년간 평균: 0.56
저점 P/B (배)	0.65	0.44	0.39	0.30			최근 5년간 평균: 0.43
ROE(%)	15.1	13.6	12.6	5.8	5.9	7.2	
적용 BPS (원)					10,936		12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.42		최근 3년 중하단
목표주가 (원)					4,500		Target P/E 6.9배
전일 종가 (원)					3,225		
상승 여력					39.5		

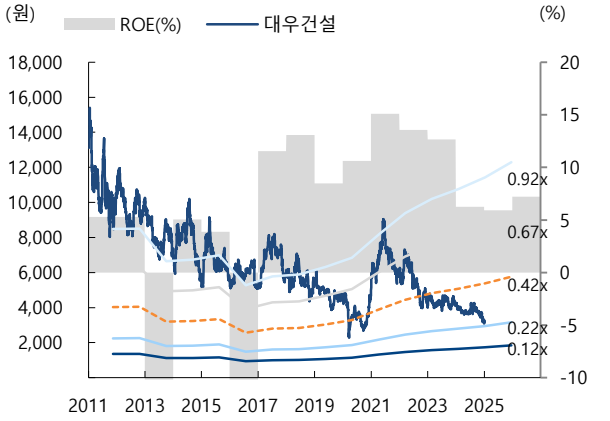
자료: iM증권 리서치본부

그림11. 대우건설 P/E Band(Implied P/E 6.9x)



자료: 대우건설, iM증권

그림12. 대우건설 P/B Band(Implied P/B 0.42x)



자료: 대우건설, iM증권

표10. 대우건설 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	**2,487**	**2,821**	**2,548**	**2,656**	**2,380**	**2,528**	**2,473**	**2,575**	**10,512**	**9,957**	**10,458**
YoY	*-4.6*	*-13.8*	*-14.8*	*-4.4*	*-4.3*	*-10.4*	*-2.9*	*-3.0*	*-9.7*	*-5.3*	*5.0*
주택/건축	1,598	1,878	1,643	1,757	1,591	1,700	1,676	1,730	6,876	6,696	7,021
YoY	*-0.3*	*-11.3*	*-11.0*	*7.3*	*-0.4*	*-9.5*	*2.0*	*-1.6*	*-4.6*	*-2.6*	*4.9*
플랜트	272	296.4	289	264	207	222.3	239	237	1,122	905	1,290
YoY	*-28.9*	*-31.6*	*-29.9*	*-32.6*	*-23.9*	*-25.0*	*-17.4*	*-10.4*	*-30.8*	*-19.3*	*42.5*
토목	548	541	516	539	510	538	503	489	2,144	2,039	1,874
YoY	*4.0*	*-9.3*	*-20.7*	*-16.0*	*-7.0*	*-0.5*	*-2.6*	*-9.2*	*-11.2*	*-4.9*	*-8.1*
연결종속	70	107	99	95	73	69	55	120	371	317	273
YoY	*-26.6*	*-15.4*	*24.8*	*-10.8*	*5.1*	*-35.8*	*-44.1*	*25.5*	*-9.0*	*-14.6*	*-13.9*
매출총이익	**215**	**276**	**169**	**187**	**184**	**191**	**196**	**231**	**847**	**802**	**913**
YoY	*-25.1*	*-17.3*	*-42.8*	*-36.9*	*-14.2*	*-30.7*	*15.7*	*23.6*	*-30.1*	*-5.2*	*13.8*
매출총이익률	8.6	9.8	6.6	7.0	7.7	7.6	7.9	9.0	8.05	8.1	8.7
주택/건축	105	135	87	93	88	95	107	123	420	413	502
플랜트	48	66	48	42	37	38	40	41	204	156	223
토목	60	18	-12	22	37	36	31	27	87	130	92
연결종속	2	57	47	30	23	22	18	40	136	103	95
주택/건축 GPM	6.6	7.2	5.3	5.3	5.5	5.6	6.4	7.1	6.1	6.2	7.2
플랜트 GPM	17.7	22.3	16.4	15.8	17.7	17.0	16.9	17.3	18.2	17.2	17.3
토목 GPM	10.9	3.3	-2.4	4.0	7.2	6.7	6.2	5.4	4.1	6.4	4.9
연결종속 GPM	3.3	53.1	47.6	31.9	31.4	32.4	31.8	33.8	36.8	32.6	34.9
판매관리비	**100**	**171**	**107**	**109**	**95**	**93**	**102**	**106**	**487**	**396**	**417**
판관비율	4.0	6.1	4.2	4.1	4.0	3.7	4.1	4.1	4.6	4.0	4.0
영업이익	**115**	**105**	**62**	**77**	**89**	**98**	**94**	**125**	**359**	**406**	**497**
YoY	*-35.0*	*-51.9*	*-67.2*	*-0.7*	*-22.3*	*-6.0*	*50.0*	*61.2*	*-45.8*	*13.0*	*22.4*
영업이익률	4.6	3.7	2.4	2.9	3.7	3.9	3.8	4.8	3.4	4.1	4.7
영업외손익	22	31	-4	-10	-7	-9	4	0	39	-12	20
세전이익	136	135	59	68	82	89	97	125	398	394	517
순이익	**91**	**97**	**40**	**49**	**60**	**65**	**71**	**91**	**278**	**285**	**375**
지배주주순이익	**88**	**95**	**38**	**46**	**56**	**61**	**67**	**86**	**268**	**270**	**354**
YoY	-9.0	-52.5	-64.9	-56.4	-36.2	-35.6	74.8	84.4	-47.7	0.7	31.3
순이익률	3.6	3.4	1.5	1.7	2.4	2.4	2.7	3.3	2.5	2.7	3.4

자료: Dart, iM증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,021	9,088	8,850	8,988
현금 및 현금성자산	982	887	762	790
단기금융자산	750	796	796	796
매출채권	1,856	2,476	2,436	2,476
재고자산	1,684	1,808	1,784	1,808
비유동자산	3,222	3,212	3,243	3,377
유형자산	384	332	319	411
무형자산	66	61	57	53
자산총계	11,243	12,301	12,093	12,366
유동부채	5,033	5,229	4,862	4,887
매입채무	323	326	321	326
단기차입금	603	696	686	671
유동성장기부채	763	760	755	750
비유동부채	2,148	2,874	2,889	2,904
사채	248	404	414	424
장기차입금	706	1,276	1,281	1,286
부채총계	7,181	8,103	7,751	7,791
지배주주지분	4,046	4,172	4,300	4,512
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	550	550	550	550
이익잉여금	1,963	2,231	2,500	2,854
기타자본항목	-99	-99	-99	-99
비지배주주지분	16	26	42	63
자본총계	4,062	4,198	4,342	4,575

포괄손익계산서

(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	11,648	10,512	9,957	10,458
증가율(%)	11.8	-9.7	-5.3	5.0
매출원가	10,436	9,666	9,155	9,544
매출총이익	1,212	847	802	913
판매비와관리비	549	487	396	417
연구개발비	12	11	10	11
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	663	359	406	497
증가율(%)	-12.8	-45.8	13.0	22.4
영업이익률(%)	5.7	3.4	4.1	4.7
이자수익	136	106	103	103
이자비용	150	161	175	175
지분법이익(손실)	-9	42	-	-
기타영업외손익	105	52	61	93
세전계속사업이익	745	398	394	517
법인세비용	223	121	108	142
세전계속이익률(%)	6.4	3.8	4.0	4.9
당기순이익	521	278	285	375
순이익률(%)	4.5	2.6	2.9	3.6
지배주주귀속 순이익	512	268	270	354
기타포괄이익	-186	-180	-180	-180
총포괄이익	336	98	106	195
지배주주귀속총포괄이익	336	98	106	195

현금흐름표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-833	-585	168	316
당기순이익	521	278	285	375
유형자산감가상각비	-	114	106	-
무형자산상각비	9	8	7	-
지분법관련손실(이익)	-9	42	-	-
투자활동 현금흐름	26	289	344	347
유형자산의 처분(취득)	-70	-102	-94	-91
무형자산의 처분(취득)	-	-	0	0
금융상품의 증감	-191	-46	-	-
재무활동 현금흐름	168	796	-	-5
단기금융부채의증감	2	91	-11	-16
장기금융부채의증감	-	726	15	15
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	0	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-441	-95	-124	28
기초현금및현금성자산	1,423	982	887	762
기말현금및현금성자산	982	887	762	790

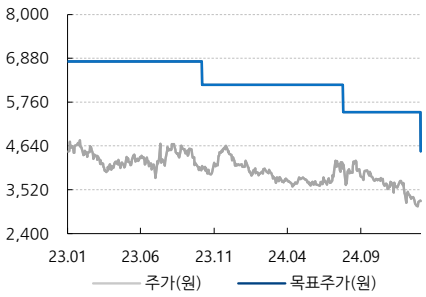
주요투자지표

	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	1,231	644	649	851
BPS	9,735	10,287	10,936	10,857
CFPS	1,252	937	922	851
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	3.4	5.0	5.0	3.8
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3
PCR	3.3	3.4	3.5	3.8
EV/EBITDA	3.4	5.8	5.6	5.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	13.2	6.5	6.4	8.0
EBITDA이익률	5.8	4.6	5.2	4.7
부채비율	176.8	193.0	178.5	170.3
순부채비율	14.5	34.6	36.4	33.8
매출채권회전율(x)	7.7	4.9	4.1	4.3
재고자산회전율(x)	6.5	6.0	5.5	5.8

자료 : 대우건설, iM증권 리서치본부

대우건설 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-10-12	Buy	6,200	-36.1%	-25.2%
2024-07-31	Buy	5,500	-32.7%	-22.5%
2025-01-09	Buy	4,500		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

삼성E&A (028050)

2025.01.09

과도한 주가 하락, 하지만 불확실성 해소 필요

[건설/운송] 배세호
2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

투자의견 Buy 유지, 목표주가 27,000원으로 하향

투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 32,000원에서 27,000원으로 하향한다. 목표주가 하향은 Target P/B를 기존 1.40배에서 1.25배(최근 3년 중하단)로 하향한 데 따른다. 2025년 비화공 부문의 수주 불확실성과 2024년 하반기 비화공 부문 수주 감소에 따라 영업이익 추정치를 하향한 것을 감안했다. 추가적으로 2025년 수주 및 손익 가이던스는 다소 보수적으로 제시할 것으로 예상된다. 다만 이는 최근의 가파른 주가 하락에 대부분 반영되었을 것으로 보인다. 현재 주가의 12개월 선행 P/E, P/B는 각각 6.9배, 0.74배에 해당한다. 단기적인 주가 상승 여력은 크지 않을 것으로 보이나, 1) 관계사의 긍정적인 설비투자 계획, 2) 배당을 포함한 주주환원정책을 발표했을 시 주가 회복은 탄력을 받을 것으로 보인다.

보수적인 2025년 가이던스 제시 예상

2024년 신규 수주 금액은 13조원을 초과한 것으로 보이며, 이는 가이던스 12.6조원을 달성한 것이다. 화공 부문의 수주는 9조원을 상회했으나, 비화공 부문 수주가 상대적으로 부진했다. 삼성E&A는 2025년 신규 수주 가이던스를 전년과 비슷하거나 소폭 아래로 제시할 것으로 예상되는데, 견조한 화공 부문 수주 파이프라인을 보유하고 있으나, 비화공 부문의 수주 전망이 다소 불확실해진 영향이다. 비화공 수주는 2021년 4.1조원, 2022년 6.3조원, 2023년 7.7조원으로 증가했으나, 관계사의 설비투자 계획이 변경되며 2024년에는 4조원을 달성하지 못한 것으로 파악된다. 2025년에도 비화공 부문의 수주 전망은 불확실성이 높고, 가이던스에도 반영될 것으로 추정된다. 매출과 영업이익의 경우에도 비화공 부문의 매출 감소세가 이어지고 있어 다소 보수적인 가이던스를 제시할 것으로 예상된다.

4Q24 영업이익 컨센서스 하회 예상

연결 기준 4Q24 삼성E&A의 매출액은 2.4조원(-13.4% YoY, +5.6% QoQ), 영업이익은 1,701억원(-37.0% YoY, -16.6% QoQ, OPM 6.9%)가 예상된다. 추정 영업이익은 시장 컨센서스를 9% 하회하는 것이다.

화공 부문 매출액 9,748억원(-6.5% YoY, -12.1% QoQ), GPM 13.5%(-3.2%p)가 예상된다. 기존 주요 현장(멕시코 DNBR 등)의 매출 기여가 줄어드나, 신규 주요 현장(사우디 Fadhili 등)의 매출 기여는 아직 본격화되지 않은 상황이다. GPM은 2024년 중 지속적으로 발생했던 준공정산이익을 가정하지 않았다. 비화공 부문 매출액은 1.5조원(-17.5% YoY, +21.9% QoQ), GPM은 11.0%(-2.3%p YoY)가 예상된다. 비화공 부문의 수주잔고는 3Q24 크게 줄어들었고(-0.7조원 QoQ), 4Q24도 수주 규모가 크지 않을 것으로 파악되어 계절성을 반영하여 분기 대비 매출 증가가 예상되나, 전년동기로는 매출이 감소할 것으로 예상된다.

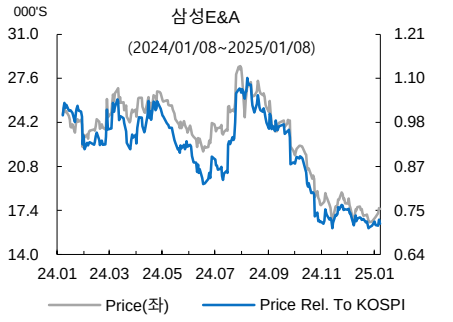
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	27,000원(하향)
종가(2025.01.08)	17,510원
상승여력	54.2 %

Stock Indicator	
자본금	980십억원
발행주식수	19,600만주
시가총액	3,432십억원
외국인지분율	46.0%
52주 주가	16,310~28,550원
60일평균거래량	807,875주
60일평균거래대금	14.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.1	-21.8	-26.4	-29.4
상대수익률	-2.7	-19.0	-14.6	-27.6

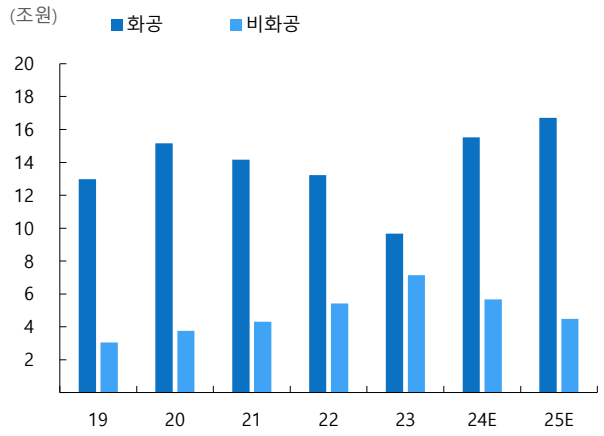
Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	10,625	9,835	8,122	8,932
영업이익(십억원)	993	846	622	699
순이익(십억원)	754	771	494	580
EPS(원)	3,846	3,934	2,521	2,959
BPS(원)	17,721	21,689	23,614	26,203
PER(배)	7.5	4.5	6.9	5.9
PBR(배)	1.6	0.8	0.7	0.7
ROE(%)	24.4	20.0	11.1	11.9
배당수익률(%)			3.4	3.4
EV/EBITDA(배)	4.2	1.1	1.2	1.6

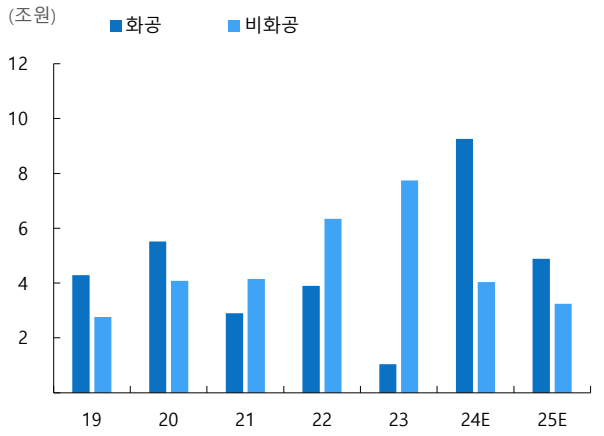
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. 삼성 E&A 신규 수주 추이 및 전망



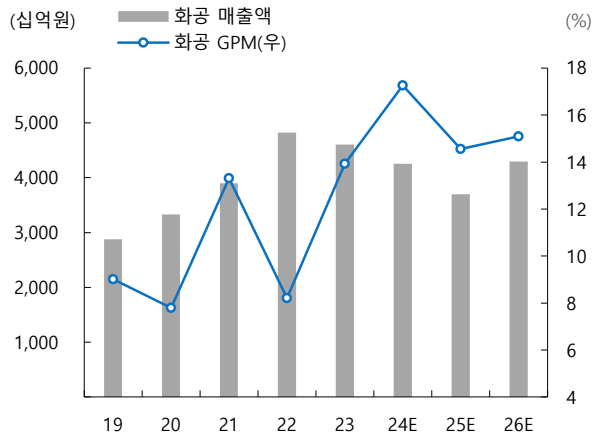
자료: 삼성E&A, iM증권

그림2. 삼성 E&A 수주잔고 추이 및 전망



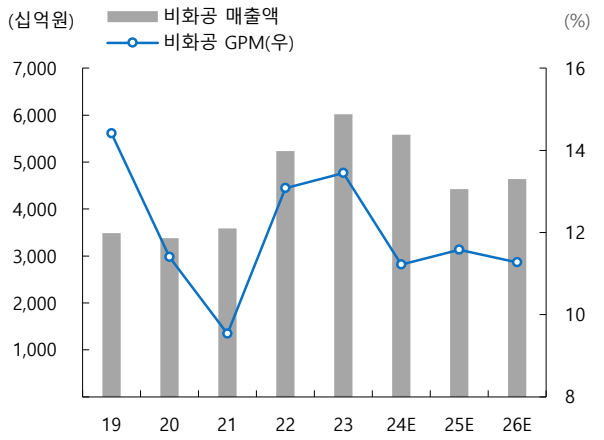
자료: 삼성E&A, iM증권

그림3. 삼성 E&A 화공 매출액 추이 및 전망



자료: 삼성E&A, iM증권

그림4. 삼성 E&A 비화공 매출액 추이 및 전망



자료: 삼성E&A, iM증권

표2. 삼성 E&A 화공 부문 주요 파이프라인

프로젝트	금액	시기	비고
UAE Taziz 메탄올	15억달러	1H25	경쟁입찰
사우디 San - Six 블루 암모니아	20억달러	1H25	경쟁입찰
말레이시아 OGP 2	15억달러	1H25	경쟁입찰
사우디 Alujain	20억달러	1H25	FEED 수행 안건
인도네시아 TPPI	35억달러	1H25	FEED 수행 안건
석유화학(비공개)	45억달러	2026	FEED 수행 안건

자료: 삼성E&A, iM증권

표3. 삼성E&A 4Q24E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	4Q24E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		4Q23	YoY %	4Q24E	Diff %	4Q24E	Diff %
매출액	2,447	2,827	-13.4	2,490	-1.7	2,322	5.4
영업이익	170	270	-37.0	187	-8.9	171	-0.5
세전이익	174	171	1.4	186	-6.7	156	11.3
지배주주순이익	130	116	12.1	140	-6.8	112	16.2
영업이익률	6.9	9.5	-2.6	7.5	-0.5	7.4	-0.4
지배주주순이익률	5.3	4.1	1.2	5.6	-0.3	4.8	0.5

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표4. 삼성E&A 2024E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2024E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2023E	YoY %	2024E	Diff %	2024E	Diff %
매출액	8,122	9,835	-17.4	9,709	-16.3	8,768	-7.4
영업이익	622	846	-26.4	748	-16.8	671	-7.2
세전이익	628	906	-30.6	787	-20.2	637	-1.4
지배주주순이익	494	771	-35.9	609	-18.8	462	7.0
영업이익률	7.7	8.6	-0.9	7.7	0.0	7.7	0.0
지배주주순이익률	6.1	7.8	-1.8	6.3	-0.2	5.3	0.8

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표5. 삼성E&A 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2023E	2025E
매출액	9,835	8,122	9,710	8,768	1.3	-7.4
영업이익	846	622	847	671	-0.1	-7.2
영업이익률	8.6	7.7	8.7	7.7	-0.1	0.0
세전이익	906	628	889	637	1.9	-1.4
지배주주순이익	771	494	753	462	2.4	7.0
지배주주순이익률	7.8	6.1	7.8	5.3	0.1	0.8
EPS	3,934	2,521	3,840	2,357	2.5	7.0
BPS	21,689	23,614	21,869	23,630	-0.8	-0.1
ROE	18.1	10.7	17.6	10.0	0.5	0.7

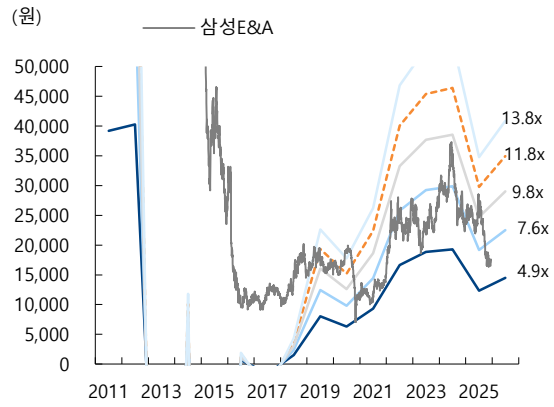
자료: iM증권

표6. 삼성E&A 목표주가 Valuation

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	비고
EPS (원)	1,900	3,393	3,846	3,934	2,521	2,959	
BPS (원)	10,216	13,741	17,721	21,689	23,614	25,976	
고점 P/E (배)	14.7	8.2	9.7	9.5			최근 5년 평균: 11.4
평균 P/E (배)	10.5	6.9	7.5	4.5			최근 5년간 평균: 7.9
저점 P/E (배)	6.5	5.5	5.8	4.1			최근 5년간 평균: 5.8
고점 P/B (배)	2.74	2.03	2.10	1.72			최근 5년간 평균: 2.31
평균 P/B (배)	1.95	1.71	1.63	0.81			최근 5년간 평균: 1.54
저점 P/B (배)	1.21	1.35	1.26	0.75			최근 5년간 평균: 1.11
ROE(%)	18.6	24.7	21.7	18.1	10.7	11.4	
적용 BPS (원)					21,689		12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					1.25		최근 3년 중하단
목표주가 (원)					27,000		Target P/E 10.7배
전일 종가 (원)					17,510		
상승 여력					54.2		

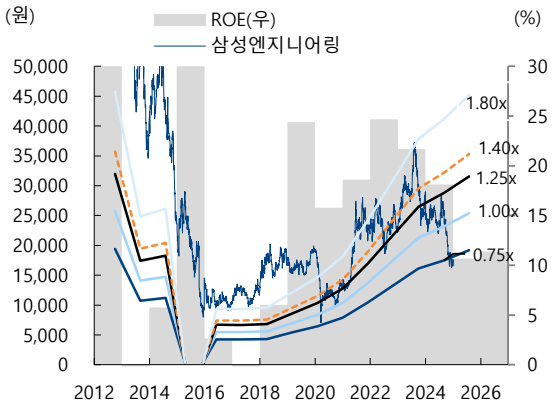
자료: iM증권 리서치본부

그림13. 삼성E&A P/E Band(Implied P/E 10.7x)



자료: 삼성E&A, iM증권

그림14. 삼성E&A P/B Band(Implied P/B 1.25x)



자료: 삼성E&A, iM증권

표7. 삼성 E&A 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**2,385**	**2,686**	**2,317**	**2,447**	**2,018**	**2,112**	**1,945**	**2,047**	**10,625**	**9,835**	**8,122**	**8,932**
YoY	*-5.9*	*-3.6*	*-6.5*	*-13.4*	*-15.4*	*-21.4*	*-16.1*	*-16.4*	*5.7*	*-7.4*	*-17.4*	*10.0*
화공	942	1,230	1,109	975	891	900	912	995	4,607	4,255	3,698	4,294
YoY	*-12.4*	*-5.2*	*-7.0*	*-6.5*	*-5.4*	*-26.9*	*-17.7*	*2.0*	*-4.4*	*-7.6*	*-13.1*	*16.1*
비화공	1,443	1,456	1,208	1,473	1,128	1,213	1,032	1,052	6,018	5,580	4,424	4,638
YoY	*-1.1*	*-2.2*	*-6.0*	*-17.5*	*-21.9*	*-16.7*	*-14.6*	*-28.5*	*15.0*	*-7.3*	*-20.7*	*4.8*
매출총이익	**337**	**396**	**334**	**294**	**266**	**273**	**246**	**265**	**1,451**	**1,360**	**1,051**	**1,171**
YoY	*4.4*	*-12.4*	*26.7*	*-28.8*	*-21.1*	*-31.0*	*-26.3*	*-9.6*	*34.2*	*-6.2*	*-22.8*	*11.4*
매출총이익률	14.1	14.7	14.4	12.0	13.2	12.9	12.7	13.0	13.7	13.8	12.9	13.1
화공	149	239	214	132	137	130	128	143	642	734	538	648
비화공	188	157	120	162	128	144	118	122	809	626	512	523
화공 GPM	15.8	19.5	19.3	13.5	15.4	14.4	14.0	14.4	13.9	17.3	14.6	15.1
비화공 GPM	13.0	10.8	9.9	11.0	11.4	11.8	11.5	11.6	13.4	11.2	11.6	11.3
판매관리비	**128**	**134**	**130**	**123**	**106**	**109**	**109**	**103**	**458**	**514**	**428**	**472**
판관비율	5.3	5.0	5.6	5.0	5.3	5.2	5.6	5.0	4.3	5.2	5.3	5.3
영업이익	**209**	**263**	**204**	**170**	**159**	**164**	**137**	**162**	**993**	**846**	**622**	**699**
YoY	*-7.1*	*-23.8*	*32.9*	*-37.0*	*-23.8*	*-37.5*	*-33.0*	*-4.7*	*41.3*	*-14.8*	*-26.4*	*12.3*
영업이익률	8.8	9.8	8.8	6.9	7.9	7.8	7.0	7.9	9.3	8.6	7.7	7.8
영업외손익	10	30	16	4	4	-9	6	5	-61	60	6	24
세전이익	220	293	220	174	164	155	142	167	933	906	628	724
순이익	**164**	**205**	**158**	**126**	**119**	**113**	**103**	**121**	**696**	**653**	**456**	**525**
지배주주순이익	**162**	**315**	**164**	**130**	**123**	**125**	**113**	**134**	**754**	**771**	**494**	**580**
YoY	-8.7	1.7	8.8	12.1	-24.2	-60.5	-31.2	3.1	13.4	2.3	-35.9	17.4
지배주주순이익률	6.8	11.7	7.1	5.3	6.1	5.9	5.8	6.6	7.1	7.8	6.1	6.5

자료: Dart, iM증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,965	5,998	5,796	5,809
현금 및 현금성자산	915	1,674	1,807	1,673
단기금융자산	593	754	778	648
매출채권	2,351	2,105	1,761	2,028
재고자산	-	-	-	-
비유동자산	1,836	1,812	1,856	1,941
유형자산	430	462	491	562
무형자산	81	97	102	105
자산총계	7,801	7,810	7,652	7,750
유동부채	4,217	3,573	3,076	2,714
매입채무	875	714	692	696
단기차입금	119	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	286	286	286	286
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	4,503	3,859	3,362	3,001
지배주주지분	3,473	4,244	4,621	5,136
자본금	980	980	980	980
자본잉여금	-22	-22	-22	-22
이익잉여금	2,430	3,202	3,578	4,040
기타자본항목	-	-	-	-
비지배주주지분	-175	-293	-331	-386
자본총계	3,298	3,952	4,290	4,749

포괄손익계산서

(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	10,625	9,835	8,122	8,932
증가율(%)	5.7	-7.4	-17.4	10.0
매출원가	9,174	8,475	7,071	7,761
매출총이익	1,451	1,360	1,051	1,171
판매비와관리비	458	514	428	472
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	993	846	622	699
증가율(%)	41.3	-14.8	-26.4	12.3
영업이익률(%)	9.3	8.6	7.7	7.8
이자수익	63	53	60	60
이자비용	23	15	10	10
지분법이익(손실)	0	1	-4	-3
기타영업외손익	2	-89	-35	-20
세전계속사업이익	933	906	628	724
법인세비용	237	253	173	199
세전계속이익률(%)	8.8	9.2	7.7	8.1
당기순이익	696	653	456	525
순이익률(%)	6.5	6.6	5.6	5.9
지배주주귀속 순이익	754	771	494	580
기타포괄이익	26	26	26	26
총포괄이익	721	680	482	551
지배주주귀속총포괄이익	721	680	482	551

현금흐름표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-460	1,097	282	-104
당기순이익	696	653	456	525
유형자산감가상각비	-	42	41	-
무형자산상각비	22	30	31	-
지분법관련손실(이익)	0	1	-4	-3
투자활동 현금흐름	16	-107	-52	100
유형자산의 처분(취득)	-28	-81	-70	-71
무형자산의 처분(취득)	-	-	0	0
금융상품의 증감	36	-161	-24	130
재무활동 현금흐름	-123	-119	-	-118
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-118
현금및현금성자산의증감	-497	759	133	-134
기초현금및현금성자산	1,412	915	1,674	1,807
기말현금및현금성자산	915	1,674	1,807	1,673

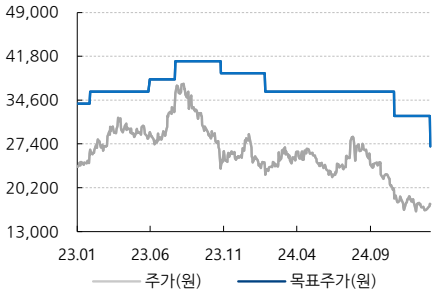
주요투자지표

	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	3,846	3,934	2,521	2,959
BPS	17,721	21,689	23,614	25,976
CFPS	3,957	4,301	2,888	2,959
DPS	-	-	600	600
Valuation(배)				
PER	7.5	4.5	6.9	5.9
PBR	1.6	0.8	0.7	0.7
PCR	7.3	4.1	6.1	5.9
EV/EBITDA	4.2	1.1	1.2	1.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	24.4	20.0	11.1	11.9
EBITDA이익률	9.6	9.3	8.5	7.8
부채비율	136.5	97.6	78.4	63.2
순부채비율	-42.1	-61.4	-60.2	-48.9
매출채권회전율(x)	4.5	4.4	4.2	4.7
재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료 : 삼성E&A, iM증권 리서치본부

삼성E&A 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-02-01	Buy	36,000	-19.9%	-11.9%
2023-06-05	Buy	38,000	-21.3%	-11.1%
2023-07-28	Buy	41,000	-21.2%	-9.0%
2023-10-31	Buy	39,000	-34.8%	-25.6%
2024-01-31	Buy	36,000	-31.9%	-20.7%
2024-10-25	Buy	32,000	-44.9%	-41.0%
2025-01-09	Buy	27,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%