

| Industry In depth

| 건설/건자재

| Overweight

| 2024. 11. 19

2025년 연간 전망

주택 회복 탄력성

Part I 주택 수요의 회복 탄력성

Part II 주택 공급의 회복 탄력성

Part III ADIPEC 2024로 엿보는 플랜트 시장

LS증권 **건설/건자재** 담당 김세련입니다.

LS증권 건설/건자재/부동산 담당 김세련입니다.

최근 부동산 시장은 금리 민감도가 그 어느때보다 높은 모습입니다. 연초 주택담보대출 금리가 소폭 감소하자 기다렸다는듯 매매거래량이 반등했고, 대출규제와 가산금리 인상에 따른 금리 인상으로 다시 거래가 위축되는 모습을 보여주었습니다. 건설사들은 리스크를 대부분 수면화, 현실화하며 동시에 사업성 좋은 사이트에 조금씩 분양을 이어가는 모습입니다. 2025년 각각 수요와 공급의 회복의 속도를 고민한 **"회복 탄력성 - 2025년 연간전망"**을 발간합니다.

자료에서는 현재 부동산 시장 상황을 재점검하고, 수요와 공급의 회복 탄력성을 전망합니다. 수요는 서울/수도권을 필두로 탄력적으로, 지방은 비탄력적으로 회복하며 양극화가 지속될 것입니다. 다만 공급은 수요 대비해서는 더욱 탄력있는 회복을 보일 것으로 기대하고 있습니다. 우선 공사원가의 하락 시그널이 지속적으로 감지되고, 다운 사이클에서 많은 회사들이 구조조정되며 턴어라운드의 체력이 다져졌기 때문입니다. 건설사의 2025년 분양 눈높이는 내년초 다소 보수적으로 설정될 가능성이 있어 보이나, 이미 수도권을 필두로 분양 성과를 확인하고 있기 때문에 연중에 가이던스 상향 리비전이 일어날 것으로 예상됩니다. 이 시점이 업종이 크게 주가가 반등할 시점이 아닐까 예상해봅니다.

현 시점에서는 금리의 시선과 서울/수도권의 수요 회복 탄력성을 고려하여 **HDC현대산업개발 (294870)**을 **Top pick**으로 제시드리며, **GS건설 (006360)**을 차선호주로 추천 드립니다. 또한, 밸류에이션 메리트가 높아진 **삼성E&A (028050)**에 대한 Trading Buy 의견을 새로이 제시합니다.

건설, 부동산 시장은 아직 위기와 기회가 혼조합니다. 다만 분명한 것은 위기의 색깔은 흐려지고 기회의 색깔이 짙어지고 있다는 것입니다. 향후 좋아지는 여러 지표들을 점진적으로 확인하면서 업종 주가는 천천히 우상향 가능할 것으로 예상됩니다. 업종의 투자 기회와 그 시점에 대해 함께 고민해보는 자료가 되었으면 합니다. 감사합니다.

건설/건자재/부동산

Analyst 김세련
sally.kim@ls-sec.co.kr



자료는 크게 **3 가지 Part** 로 구성했습니다.

[Part I. 주택 수요의 회복 탄력성]

수요의 회복 탄력성은 서울과 지방의 양극화가 지속될 것으로 보입니다. 최근 정부의 대출 규제로 인해 아파트 매매거래량이 다시 위축되었지만, 감소한 거래량이 과거 다운사이클의 되돌림 수준은 아니었다는 측면에서 매수 대기수요의 회복 탄력성을 짐작케 합니다. 부동산 시장은 그 어느때보다 금리 민감도가 높아 보이며, 향후 금리 방향에 따라 서울/수도권을 필두로 매수 온기가 되살아날 전망이다. 반면 지방은 전월세전환율 하락에도 불구하고 여전히 아파트 월세 비중이 증가하며 가격 상방에 대한 눈높이가 수도권과는 차별화되는 모습입니다. 민간소비와 부동산 가격의 큰 폭의 미스매치에 따라 지방 부동산의 회복은 그 탄력성이 떨어질 것으로 보입니다. 지방은 입주 증가가 마무리되는 2025년 하반기부터 재고 경감에 따른 점진적 시장 회복이 예상됩니다.

[Part II. 주택 공급의 회복 탄력성]

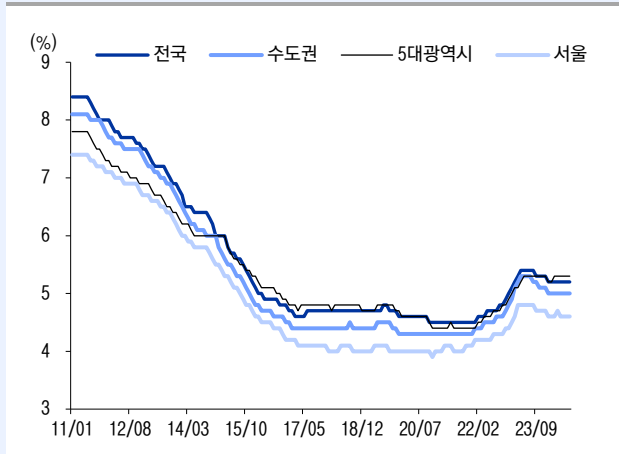
공급의 회복 탄력성은 수요에 비해 빠르게 나타날 것으로 예상합니다. 대형 건설사의 우량한 현금은 부외부채를 해소하기에 충분하고, PF ABCP 금리는 이미 떨어지고 있어 더 이상 PF 자금 경색이 리스크가 아니게 된 것은 분명합니다. 비싼 공사원가 역시 주요 품목인 철근, 시멘트의 가격 하락 또는 하락 압박 지속에 따라 레벨다운 될 것으로 보입니다. 건설사들은 2025년 분양에 대한 가이드를 보수적으로 제시할 가능성이 있어 보이지만, 최근 서울/수도권을 필두로 분양 온기가 되살아나고 있기 때문에 내년 연중에 분양 목표치에 대한 상향 리비전이 일어날 가능성이 높다고 판단됩니다. 더불어 많은 건설사들이 다운사이클에 폐업을 했기 때문에, 턴어라운드의 기울기는 높아질 것입니다.

[Part III. ADIPEC 2024 로 엿보는 플랜트 시장]

지난해까지 탈탄소가 글로벌 NOC의 주요 의제였다면, 올해는 에너지 안보와 정통 에너지의 중요성, 경제적 밸런스 등이 강조되고 있습니다. 사우디 Aramco 역시 오일 투자를 멈추고, 가스 투자에 더욱 박차를 가할 것으로 기대됩니다. 일부 발주 취소가 투자 둔화의 우려를 야기하고 있지만, 투자의 우선순위와 현실화의 일환일 뿐 발주가 꺾이는 것은 아님이 분명합니다. LNG 업스트림 투자를 필두로 여전히 플랜트 발주 시장의 기회는 열려있다고 판단됩니다.

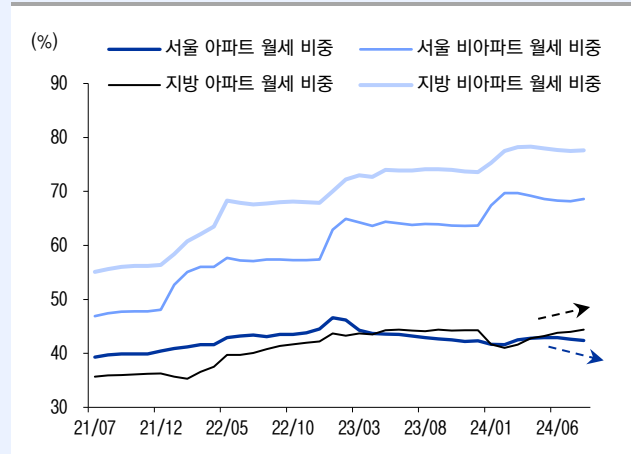
Key Charts

전월세전환율 추이



자료: 한국부동산원, LS증권 리서치센터

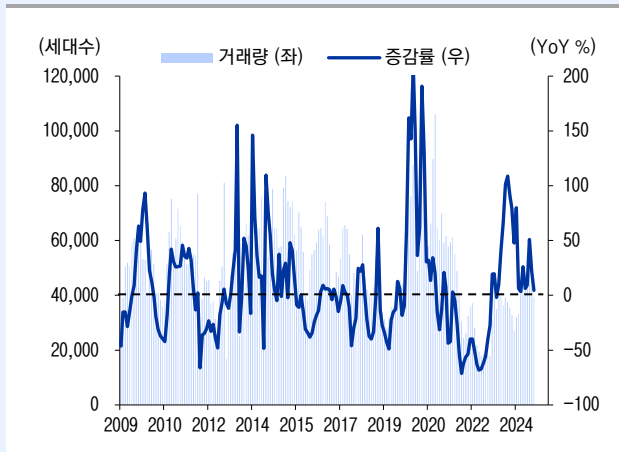
임차시장에서 월세 거래가 차지하는 비중



자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

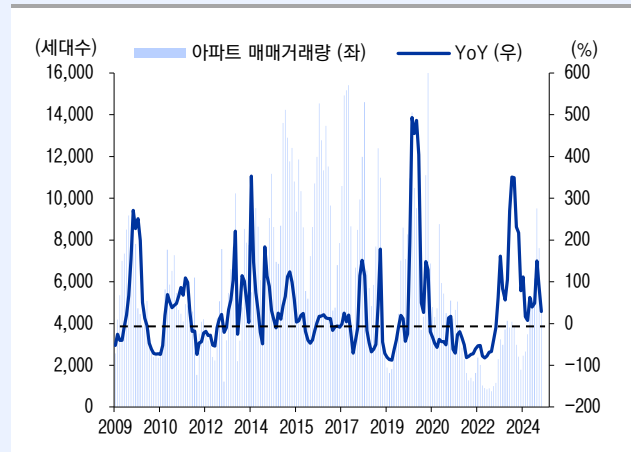
- 전월세전환율의 하락에도 지방 아파트 월세 증가세 지속
- 지역별로 양극화 된 가격 상방에 대한 기대 심리

전국 기준 아파트 매매거래량 추이



자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

서울 아파트 매매거래량 추이

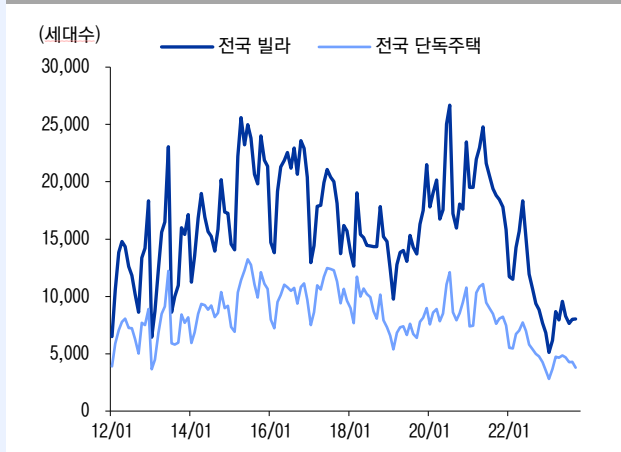


자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

- 아파트 매매 거래량, 규제로 위축은 있었으나 되돌림은 없는 모습
- 금리 민감도가 높아진 상황, 실수요의 회복 탄력성 확인

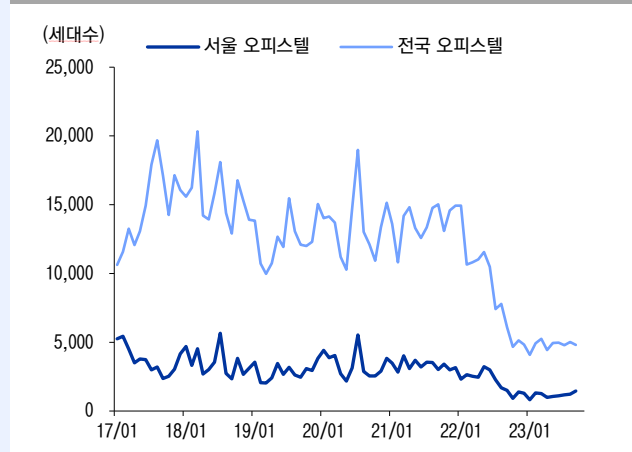
Key Charts

단독주택, 빌라 매매거래량 추이



자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

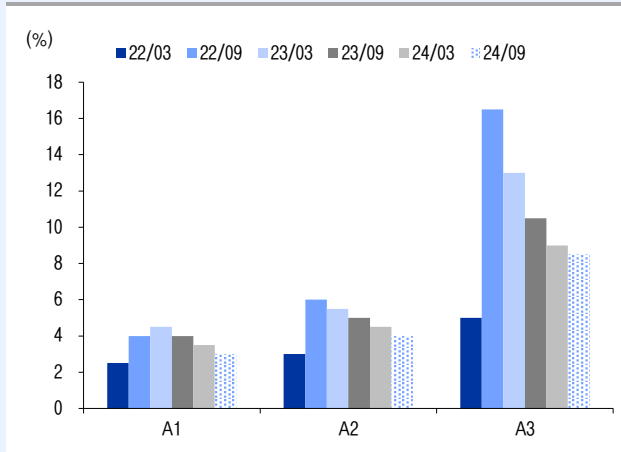
오피스텔 매매거래량 추이



자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

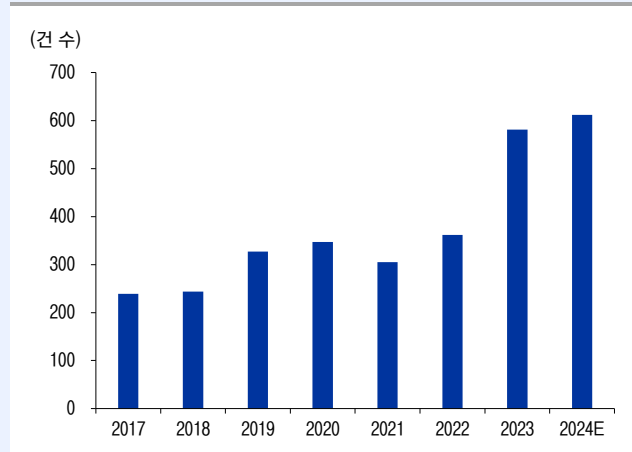
- 아파트 대체상품 시장의 몰락, 아파트 쏠림현상 가속화 될 것
- PF 경공매 본격화로 수면화되는 리스크

등급군별 ABCP 금리 추이



자료: 한국신용평가, LS증권 리서치센터

건설업체 폐업신고 추이



자료: KISCON, LS증권 리서치센터

- PF ABCP 금리 하향, 비켜가는 자금경색 리스크
- 연쇄적인 구조조정, 턴어라운드의 베타가 더해지는 근거

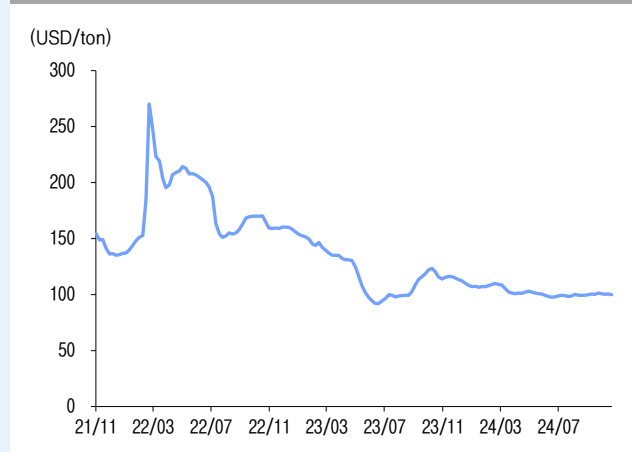
Key Charts

건설용 철근 가격 추이



자료: SteelDaily, LS증권 리서치센터

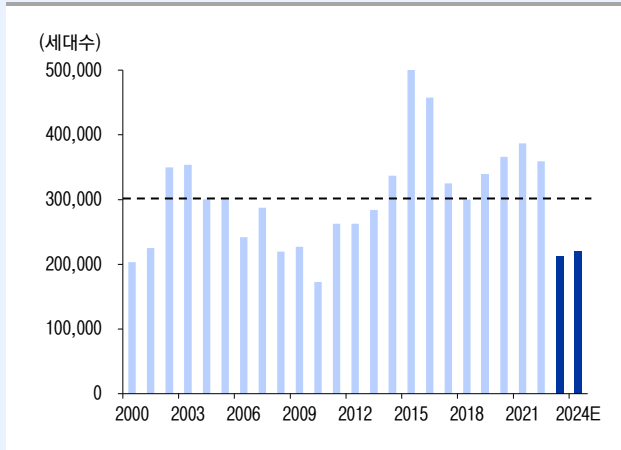
시멘트 원재료인 유연탄 가격 추이



자료: KOMIS, LS증권 리서치센터

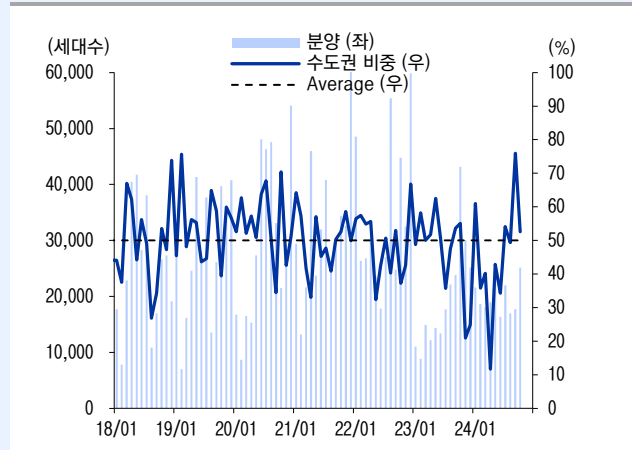
- 가격 하락 압박에서 자유롭지 않은 건자재
- 시공비가 감소로 분양 공급의 회복 탄력성 기대

전국 연도별 분양 세대수



자료: REPS, LS증권 리서치센터

월별 분양과 수도권 비중

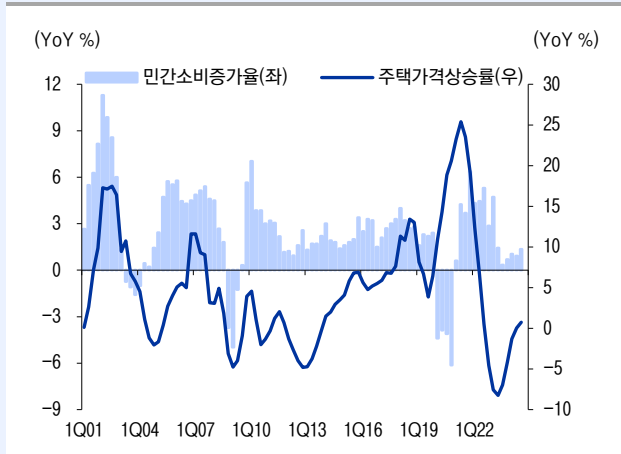


자료: REPS, LS증권 리서치센터

- 2025년 연초 분양 가이드라인 보수적으로 제시될 것으로 예상되나
- 수도권 분양 비중의 증가, 분양 목표치 상향 리비전 가능성 존재

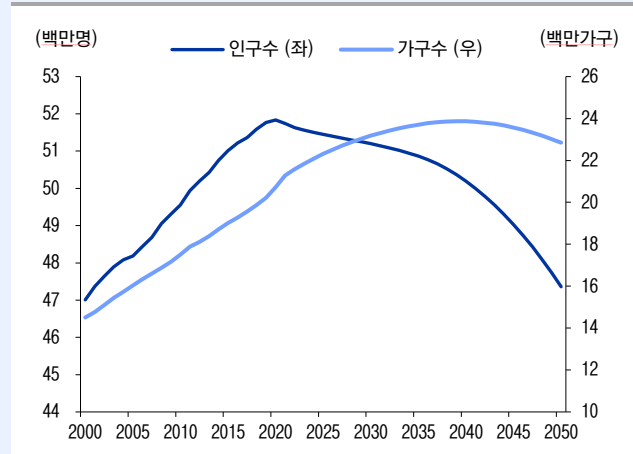
Key Charts

민간소비증가율과 주택가격 추이



자료: 한국은행, KB부동산, LS증권 리서치센터

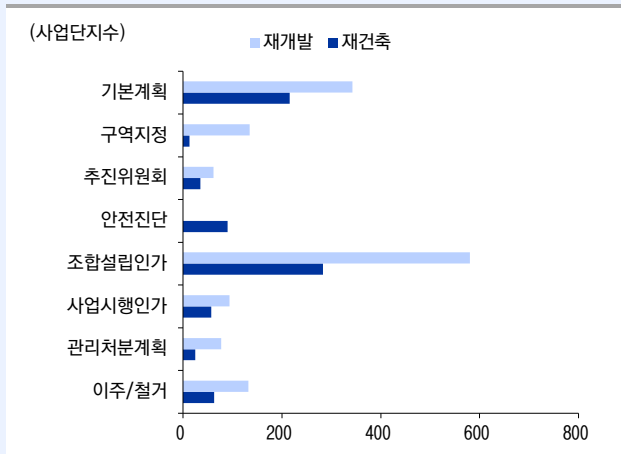
우리 나라 인구와 가구



자료: 통계청, LS증권 리서치센터

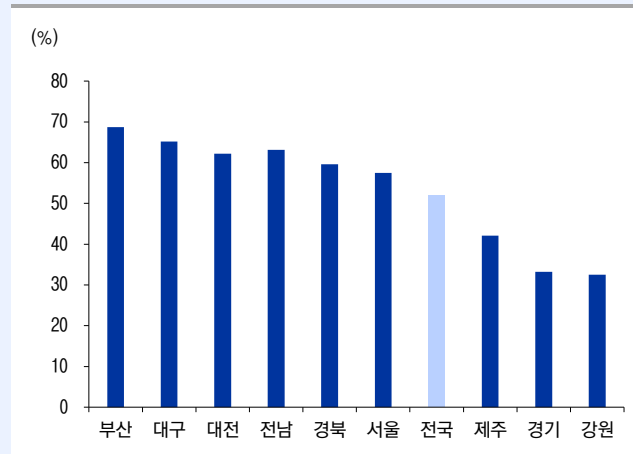
- 민간 소비와 주택 가격의 큰 폭의 미스매치, 수요 회복 속도는 완만할 것
- 가구 수 감소 고려시, 재개발/재건축은 15년 안에 해결해야하는 사업

재개발 재건축 사업 단계별 통계



자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

우리 나라 도시별 주택 노후도 (준공 30년 이상 주택 비중)



자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

- 재개발/재건축 시장, 누적되고 있는 잠재 성장률
- 장기적으로 저금리, 규제 완화를 다시 만나며 마지막 Big Cycle 도래할 것으로 전망

Industry In depth

건설/건자재

Overweight

회복 탄력성

2025년 연간 전망

Part I 주택 수요의 회복 탄력성	9
Part II 주택 공급의 회복 탄력성	17
Part III ADIPEC 2024로 엿보는 플랜트 시장	23

기업분석

HDC 현대산업개발 (294870)	36
GS 건설 (006360)	39
삼성 E&A (028050)	42
현대건설 (000720)	45

Part I

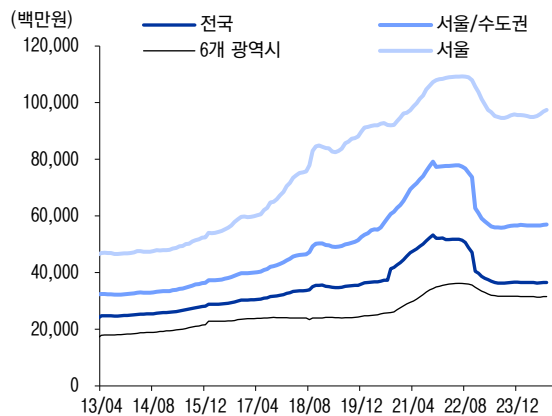
주택 수요의
회복 탄력성

주택, 하방을 다지는 업황

가격 하방 확인, 상품과 지역별 양극화는 심화

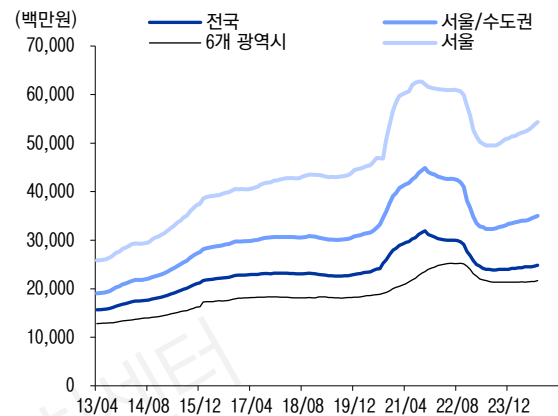
최근 몇년의 부동산 시장 변동성은 2009년 리먼사태 이후 10% 수준의 완만한 가격 조정과 4만세대의 매매거래량을 꾸준히 이어간 것과는 대조된다. 금리 인상 여파로 급격한 자산가격 하락이 지속되던 부동산 시장은 최근 다시금 금리인하 기대감에 따른 시장 매수세 유입으로 가격이 상승 전환하는데 이르렀다. 전국 아파트 중위매매가격은 3.6억원, 서울 아파트 중위매매가격은 9.8억으로 연초 보다는 소폭 고개를 든 모습이다. 전국 아파트 전세 중위가격은 2.4억원, 서울 아파트 전세 중위가격은 5.4억원으로 서울 지역의 전세 가격 상승이 전국 대비 가파르다. 가파른 전세 가격의 상승 전환이 매매~전세 가격의 Gap을 축소하고 있으며, 이에 따라 가격의 하방 경직성이 완연하게 다져지고 있는 상황이다.

그림1 전국 아파트 중위매매가격 추이



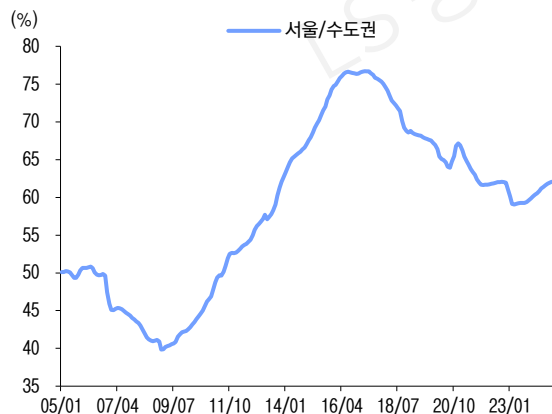
자료: KB부동산, LS증권 리서치센터

그림2 전국 아파트 중위전세가격 추이



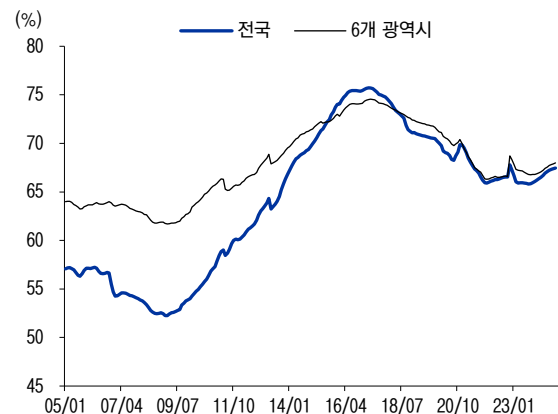
자료: KB부동산, LS증권 리서치센터

그림3 서울/수도권 아파트 매매 대비 전세가격 비율



자료: KB부동산, LS증권 리서치센터

그림4 전국, 6대 광역시 아파트 매매 대비 전세가격 비율

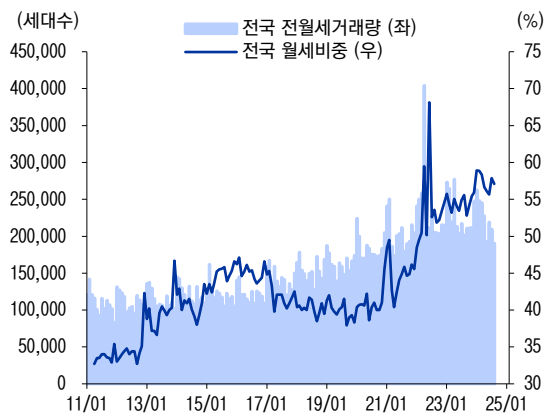


자료: KB부동산, LS증권 리서치센터

전체 임대시장에서 월세 거래 비중은 지난해 55%로 역사적으로 높은 수준을 기록했었다. 이는 1) 고금리로 인한 전세대출 이자 부담으로 월세 수요가 증가했으며, 2) 임대차3법 시행되며 전세공급이 일시적으로 줄어들며 강제적으로 월세 전환된 임차거래가 있고, 3) 전세 사기 사태 여파로 인해 큰 금액의 임차 보증금 자체에 부담을 느끼는 사람들이 많아지면서 월세 풀림현상이 나타난 것으로 해석된다. 그러나 조달금리의 하락과 금리 인하 기대감으로 인한 전월세 전환율의 하락 전환이 일어나면서 다시금 전세 수요가 상승하는 추세이다.

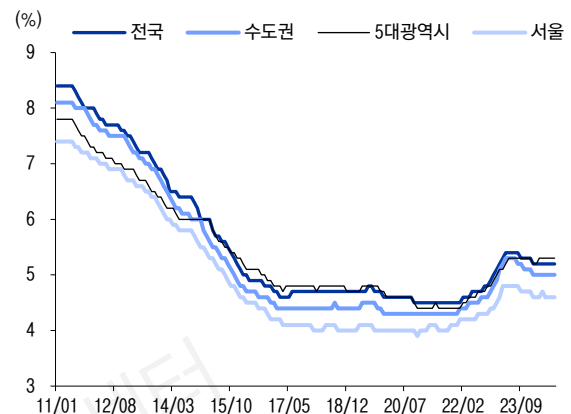
이를 아파트, 비아파트 자산으로 구분하면 더욱 뚜렷한 추세가 확인된다. 비아파트는 서울, 지방 할 것 없이 월세가 꾸준히 증가하며 임차인의 자산가격 하락 가능성에 대한 방어 심리가 존재하는 듯 보인다. 다만, 서울의 아파트는 월세가 감소하는 추세인 반면 지방 아파트는 여전히 비아파트와 동일하게 월세 비중이 꾸준한 증가세이다. 이는 이미 가파른 상승세로 접어든 서울 부동산 가격과는 다르게 여전히 지방 부동산은 가격 상승에 대한 기대감이 높지 않다는 것을 방증한다.

그림5 임대시장에서 월세 거래가 차지하는 비중



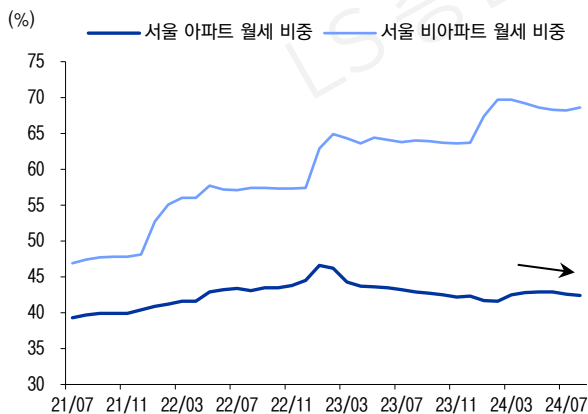
자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

그림6 아파트 전월세전환율



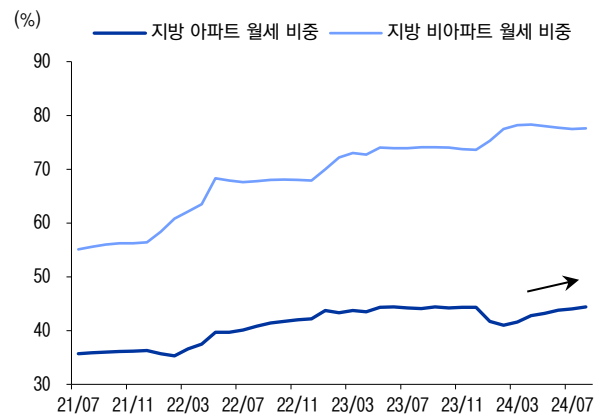
자료: 한국부동산원, LS증권 리서치센터

그림7 서울 아파트/비아파트 월세 비중 추이



자료: 한국부동산원, LS증권 리서치센터

그림8 지방 아파트/비아파트 월세 비중 추이

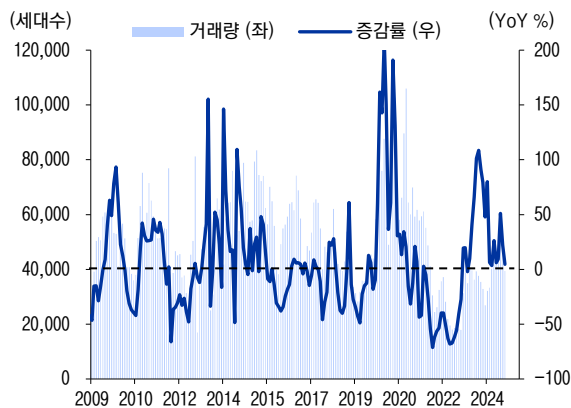


자료: 한국부동산원, LS증권 리서치센터

아파트 매매거래량은 YoY 상승을 지속하고 있는 모습이다. 장기 평균 한 달 아파트 매매 거래량은 5만세대이며, 고점인 10만을 제거하면 조정평균은 4만세대이다. 따라서 당사는 4만세대를 정상 거래 수준으로 해석하고 있다. 9월부터 시작된 스트레스DSR 도입에 따른 대출 규제에 의해 거래량 축소에 대한 우려가 많은 것이 사실이나, 9월 전국 매매거래량은 39,362세대로 MoM 17.9% 감소, YoY 4.6% 증가하며 시장 우려 대비 해서는 어느 정도 정상 궤도에서 버티고 있는 실정이다. 물론, 기준금리 인하에도 불구하고 지속되는 대출 규제와 가산금리 증가 영향 등으로 인해 실질 대출 금리의 하락이 나타나고 있지 않는 점을 고려하면 거래의 완전한 회복을 점치기 어려울 수 있겠다. 그러나 2024년 하반기 매매 거래의 반등은 주택 매수 수요의 회복 탄력성을 확인했다는 점에서 의미가 있다.

반면 비 아파트 시장의 회복세는 매우 더디다. 아파트 매매거래량이 금리에 민감하게 변동성을 보여준 것과는 다르게, 빌라, 오피스텔의 경우 거래량 자체가 큰 폭으로 깨진 이후 회복할 기미를 보이고 있지 않다. 이는 자산 가치 하락 구간에서 가격 하방이 지지되지 않고, 반대로 상승 구간에서 가격 상승 탄력이 제한적인 것이 확인되며 실거주, 매수 수요 모두 감소한데에 기인한다.

그림9 전국 기준 아파트 매매거래량 추이



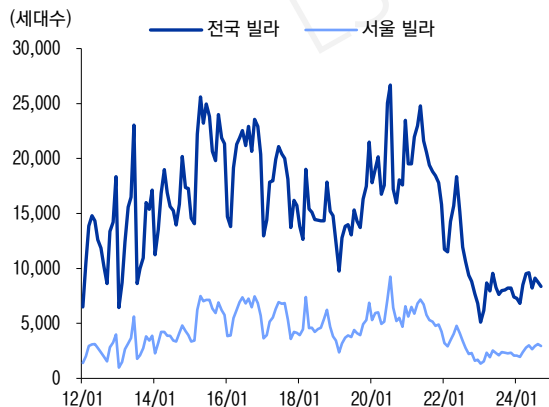
자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

그림10 서울 아파트 매매거래량 추이



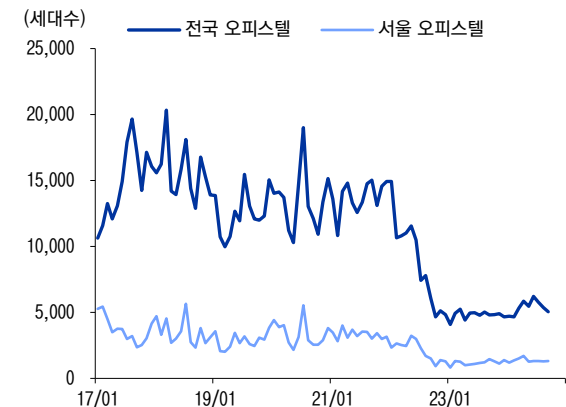
자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

그림11 빌라 매매거래량 추이



자료: 한국부동산원, LS증권 리서치센터

그림12 오피스텔 매매거래량 추이

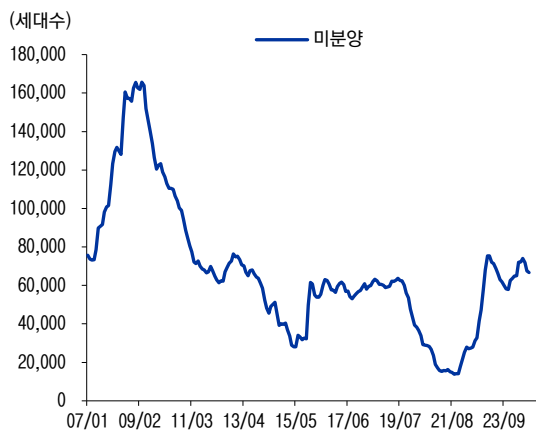


자료: 한국부동산원, LS증권 리서치센터

주택 시장의 위험 시그널인 미분양 역시 숨고르기가 확인된다. 전국 미분양은 3개월 연속 감소세로 전환되었으며, 미분양이 가장 많던 대구를 필두로 대부분의 지역에서 미분양이 감소하고 있는 것이 확인된다. 서울/수도권의 경우 신규 공급 증가로 인한 미분양 증가로 해석하고 있다. 오래된 미분양은 할인분양 등에 따라 감소하고, 신규 분양은 더디게 팔리면서 미분양이 증가하다보니 리스크의 총량적 차원에서는 리스크가 레벨다운 되고 있다는 판단이다.

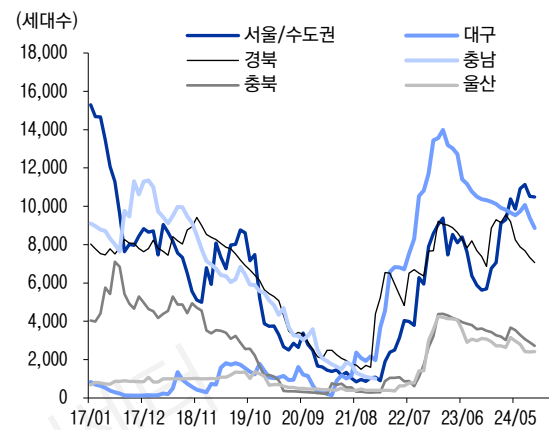
반면 악성 미분양으로 대변되는 준공 후 미분양의 증가 속도는 가파르다. 건설사들이 준공 후 미분양 물건에 대한 매출채권의 충당금을 반영한다는 점을 고려할 때, 여전히 손익 측면에서는 주택 다운사이클 관련 손실이 수면화되는 중으로 판단할 수 있겠다. 지역별로는 최근 전라남도의 준공 후 미분양이 가파르게 상승한 모습이며 그 밖에 경상남도, 대구, 부산 지역의 준공 후 미분양 역시 상승세를 보이고 있다. 입주 사이클을 고려할 때 내년 상반기까지는 준공 후 미분양이 쉽게 감소할 것으로 보이지는 않는다.

그림13 전국 미분양 추이



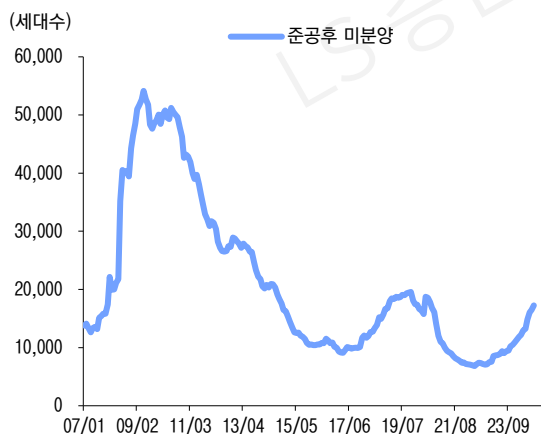
자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

그림14 미분양 지역별 추이



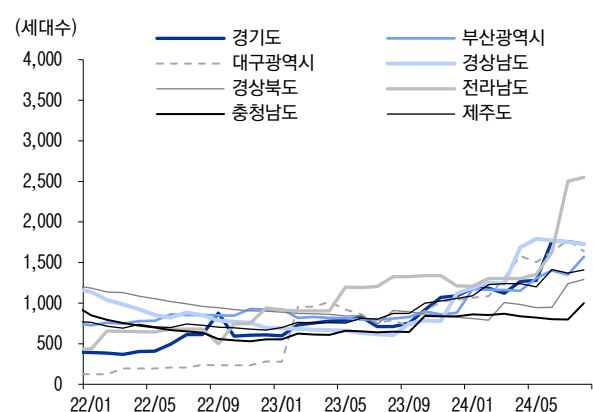
자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

그림15 전국 준공 후 미분양 추이



자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

그림16 준공 후 미분양 지역별 추이

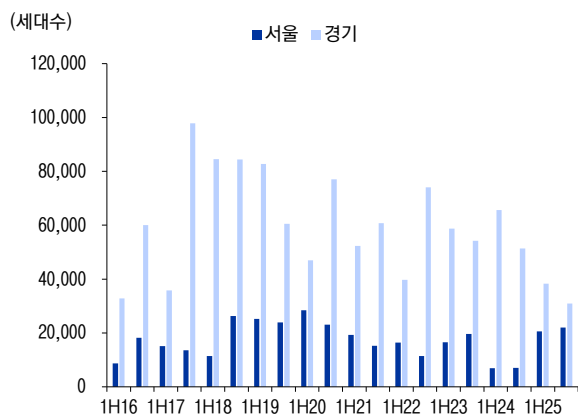


자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

아파트 공급의 한 축인 입주물량의 경우 2025년부터 경기 지역은 뚜렷한 감소세가 확인된다. 물론 서울의 경우 올해보다 내년의 입주가 더 많은데, 이는 2021년 시공사 선정 이후 공사비 갈등, 중대재해처벌법 등으로 착공이 다소 늦어진 재개발, 재건축 물량들이 준공되는 시점이 도래하기 때문으로 보인다. 이러한 사이트들은 원가가 높을 확률이 있기 때문에 순차적 준공에 따른 마진 믹스 개선에 기여할 수 있을 것으로 기대된다. 대구, 경북 지역의 입주 역시 내년은 감소하는 추세로 접어들며 초과공급이 점진적으로 해소될 것으로 예상된다. 다만, 경남지역은 2025년 상반기 큰 폭의 입주 증가가 예정되어 있기 때문에 입주 증가에 따른 추가적인 비용 발생 가능성을 배제할 수 없겠다. 건설사들의 마진 턴어라운드 시점 역시 이러한 지방 입주 빅사이클인 2025년 상반기를 지나면서 점차 확인될 가능성이 있겠다.

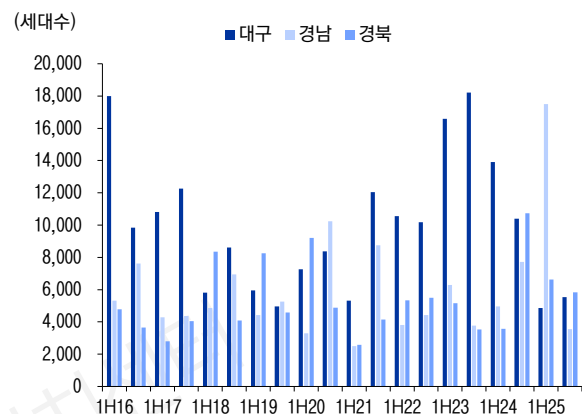
경기전망지수와 주택구입부담지수를 살펴보면, 서울과 기타지역의 수요 회복 탄력성이 양극화될 것으로 예상된다. 서울 지역의 경기전망은 상대적으로 긍정적이고, 자산의 절대 가격이 높다보니 조달금리 변화에 따른 베타가 높아 주택 구매의 가계부담 역시 큰 폭으로 경감되기 때문이다.

그림17 서울, 경기 반기 입주물량 추이



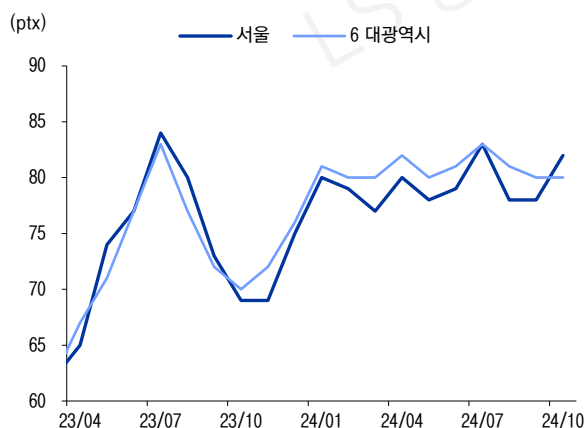
자료: REPS, LS증권 리서치센터

그림18 대구, 경남, 경북 반기 입주물량 추이



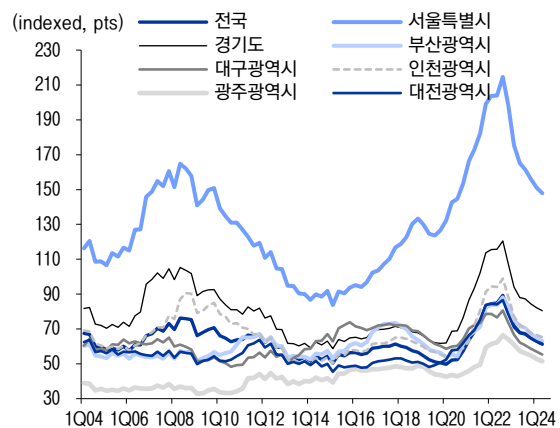
자료: REPS, LS증권 리서치센터

그림19 지역별 경기전망지수



자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

그림20 지역별 주택구입부담지수

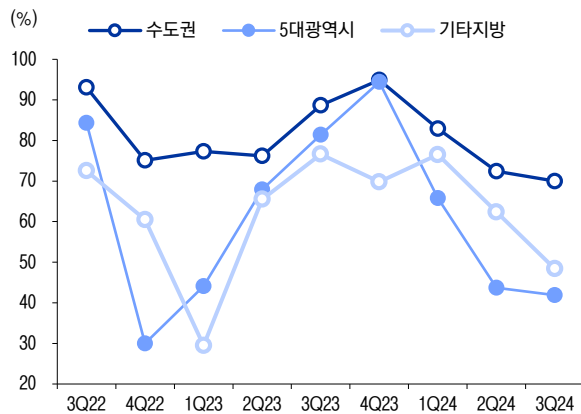


자료: 한국주택금융공사, LS증권 리서치센터

서울과 기타 지방은 아파트 초기분양률, 입주율에서도 극명한 차이를 보인다. 수도권의 경우 초기 분양율이 70%대로 유지되고 있는 반면 5대 광역시의 초기분양률은 여전히 40%대로 저조한데, 이 역시 올해 입주공급이 많은 광역시들의 재고부담이 분양 수요둔화로 이어지고 있는 것으로 보인다. 물론 분양 성과를 위해서는 금리 외에도 합리적인 분양가격이 전제조건이 되겠으나, 올해 분양까지는 높아진 공사 원가와 지연된 PF현장의 이자 부담 등으로 인해 건설사들의 분양가 타협의 룬이 많이 없다. 전국 입주율 역시 수도권과는 달리 회복세를 보이고 있지는 않아, 초과수요 시장과 초과공급 시장을 대조적으로 보여준다.

부동산 수요가 제고되기 위해서는 소득, 그에 맞는 부동산 가격, 인구, 금리 등 여러 가지 선결 조건이 필요하기 때문에 2025년은 결국 회복 탄력성이 높은 지역에 국한적으로 분양 공급이 일어날 수밖에 없어, 신규 공급의 양극화는 더욱 가속화될 전망이다.

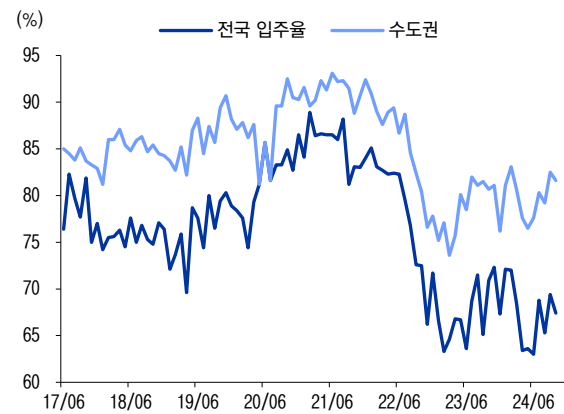
그림21 민간아파트 초기분양률 추이



자료: 주택도시보증공사, LS증권 리서치센터

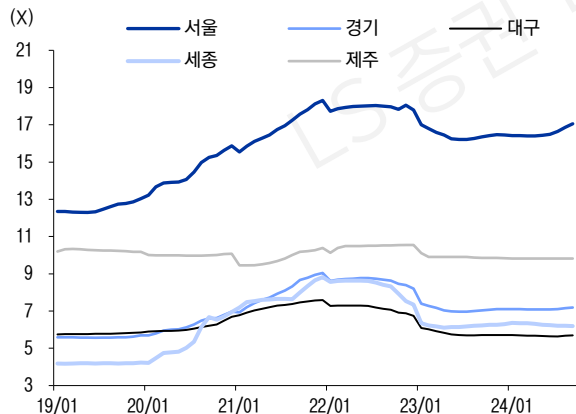
주: 초기분양률은 분양개시일 이후 3개월 초과 6개월 이하를 기준으로 함

그림22 민간아파트 입주율 추이



자료: 주택산업연구원, LS증권 리서치센터

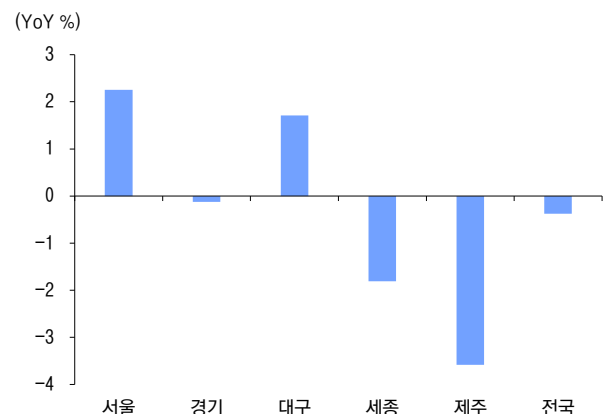
그림23 도시별 PIR 추이 비교



자료: 통계청, KB부동산, REPS, LS증권 리서치센터

주: 가구소득은 통계청으로 2024년은 Trailing 기준, 가격은 KB부동산 평균매매가격 기준이나, 제주의 경우는 REPS 가격이 반영됨

그림24 도시별 출생아수 증감률 YoY 비교



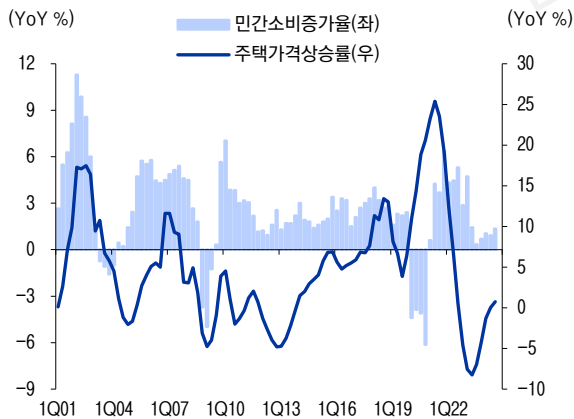
자료: 통계청, LS증권 리서치센터

주: 8월 누계 출생아수 YoY 비교

민간소비와 주택가격 상승은 양의 상관관계로 움직인다. 다만, 코로나19로 인해 공급된 유동성이 단기에 민간소비와 주택가격의 큰 폭의 미스매치를 만들었다. 이로 인해 주택시장은 가파르게 조정되다가, 최근 미국의 기준금리인하 기조를 만나며 다시금 회복 구간에 접어든 모습이다. 가계부채로 인해 한국은행의 기준금리 인하 속도가 더뎠을 수는 있겠으나, 금리의 시선에 베풀었다면 2025년은 업종을 Overweight해야 하는 시점으로 판단한다.

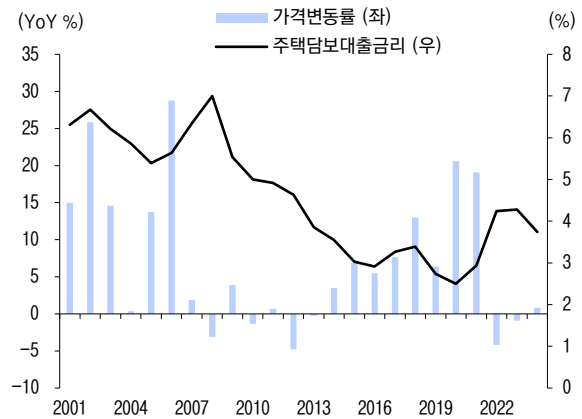
또한 최근 몇 년의 큰 폭의 변동성을 지나던 부동산 시장은 사람들의 주거 보유의식을 크게 자극한 것으로 추정된다. 부동산 조정기에도 주택 보유의식이 상승했으며, 집값이 상대적으로 비싼 수도권은 자가점유율이 계속 증가하고 있기 때문이다. 회복 탄력성의 차이는 있겠지만, 시장은 실수요를 필두로 회복을 향해 점진적으로 움직일 것으로 예상된다.

그림25 민간소비증가율, 주택가격상승률 추이 비교



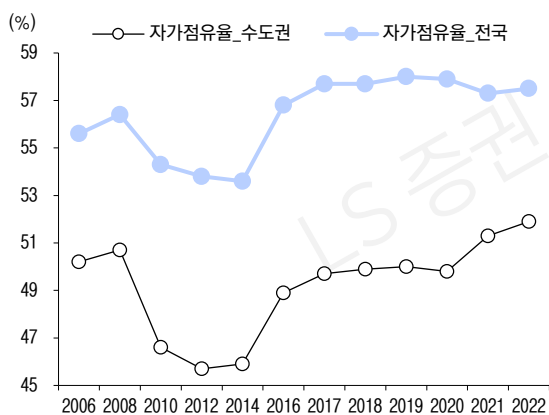
자료: 한국은행, KB부동산, LS증권 리서치센터

그림26 주택담보대출 금리와 아파트 가격변동률 추이



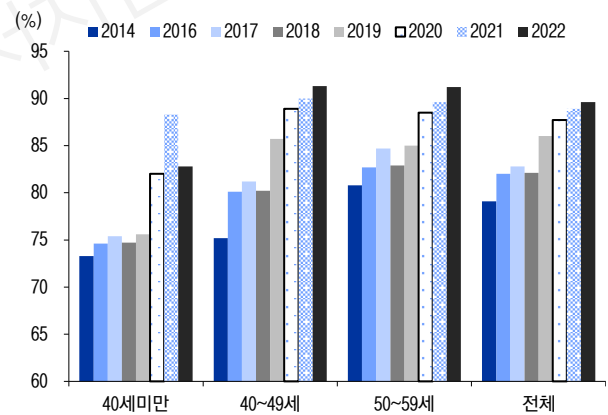
자료: 한국은행, KB부동산, LS증권 리서치센터

그림27 자가점유율 비교



자료: 국토교통부 주거실태조사 2022, LS증권 리서치센터

그림28 연령별 주택보유율



자료: 국토교통부 주거실태조사 2022, LS증권 리서치센터

Part II

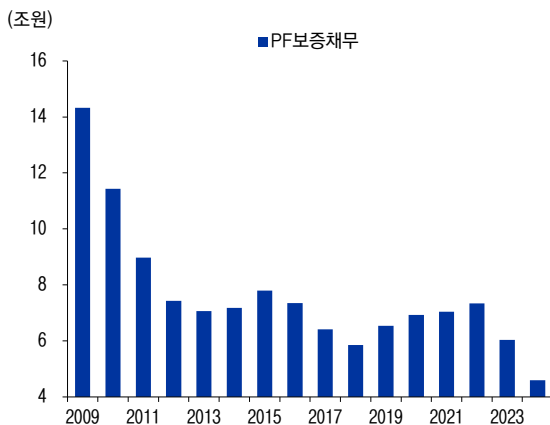
주택 공급의 회복 탄력성

공급을 위한 준비, 끝

지나가는 PF의 바람, 분양계획 상향 리비전을 기다리며

대형 건설사들은 이제 보유 현금으로 부외부채를 꺼뜨리고도 남는다. 일부 건설사의 경우 PF 보증채무 리스크에서 완전히 자유롭지는 않겠으나, ABCP 금리는 이미 하락세로 접어들고 있어 롤오버의 어려움 등으로 자금경색에 따른 디폴트가 나타날 리스크에서는 완전히 비켜가는 중이다. 내년 대형 건설사들의 영업이익은 입주 감소에 따라 감익이 나타날 수 있으나, 그럼에도 컨센서스 ROE가 증가하는 이유 역시 조달금리의 하락 때문이다. 정부 주도하의 저축은행을 필두로 한 부실자산 경공매는 이미 시작되었으며, 건설사도 일부 악성 사이트들에 대해 부채로 떠안거나, 자산화 하거나, 충당금을 쌓는 등 PF 리스크는 재무제표에 대체적으로 반영된 상황으로 판단하고 있다.

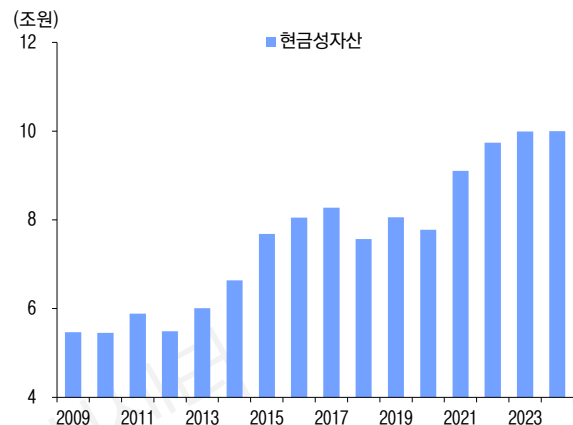
그림29 대형 건설사 PF 채무보증 잔액 추이



자료: 각 사, LS증권 리서치센터

주: 현대건설, GS건설, DL이앤씨, HDC현산, 대우건설 합산 기준임

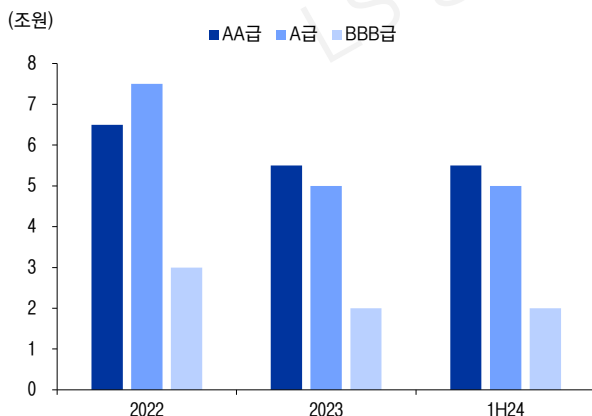
그림30 대형 건설사 현금성 자산 추이



자료: 각 사, LS증권 리서치센터

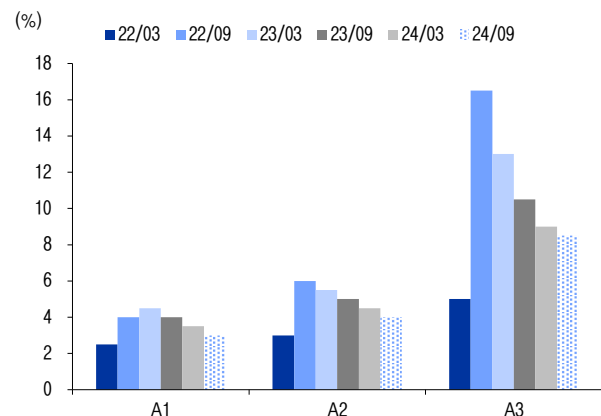
주: 현대건설, GS건설, DL이앤씨, HDC현산, 대우건설 합산 기준임

그림31 건설사 등급별 도급사업 PF 보증잔액 추이



자료: 한국기업평가, LS증권 리서치센터

그림32 등급군별 ABCP 금리

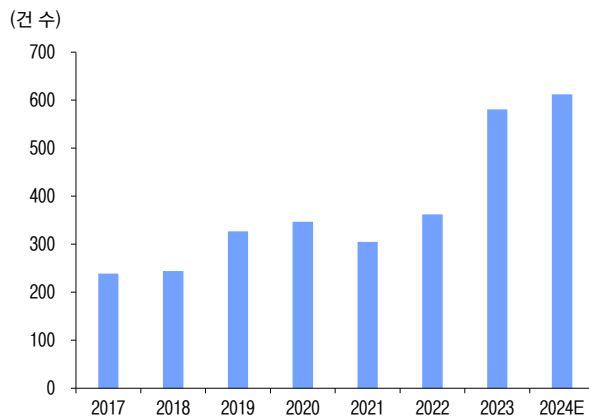


자료: 한국기업평가, LS증권 리서치센터

최근 2년간 PF 자금 시장의 경색이 본격화 되면서 정부의 보증 지원을 받지 못한 지방 중소 건설사들이 대거 몰락했다. 가파른 구조조정은 턱어라운드와 체력의 기반이 된다. 과거와 같이 낮은 에쿼티로 브릿지론을 통해 큰 폭의 레버리지를 일으키는 식의 개발사업은 다시 활성화되기 어렵다고 판단되며, 되려 건설사의 우량한 신용과 시공 레코드가 중요한 사업의 척도가 될 것으로 예상된다. 전체 시장 파이의 성장은 더디더라도, 우량한 현금을 가진 대형 건설사들은 M/S 증가가 나타나는 구조적 성장을 장기적으로 기대하고 있다.

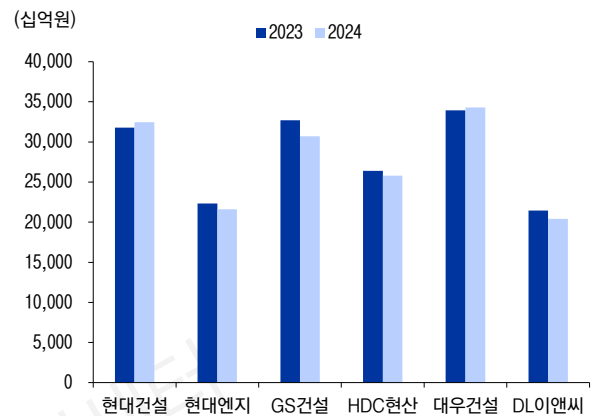
다만, 섹터가 큰 사이클을 타기 위해서는 본격적으로 건설사들의 분양 목표치 상향 리비전이 일어나야 한다고 판단되는데 그 시점이 당장 내년 초는 아닐 것으로 보인다. 지금의 시장 환경대로라면 건설사들의 2025년 분양 계획은 보수적으로 올해와 유사하거나 소폭 낮게 설정될 가능성도 있다. 앞서 가정했던 것처럼 일부 지역의 수요의 회복 탄력성이 확인되고, 건설사들의 손익이 개선되면서 분양 목표치에 대한 상향 리비전이 일어나는 시점은 2025년 하반기로 예상하고 있다.

그림33 건설업체 폐업신고 추이



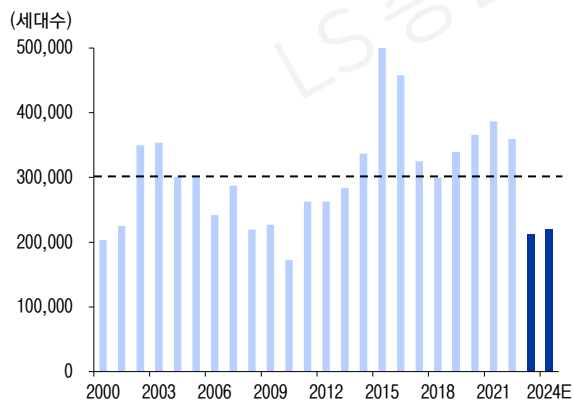
자료: KISCON, LS증권 리서치센터

그림34 대형 건설사 주택 수주잔고 추이



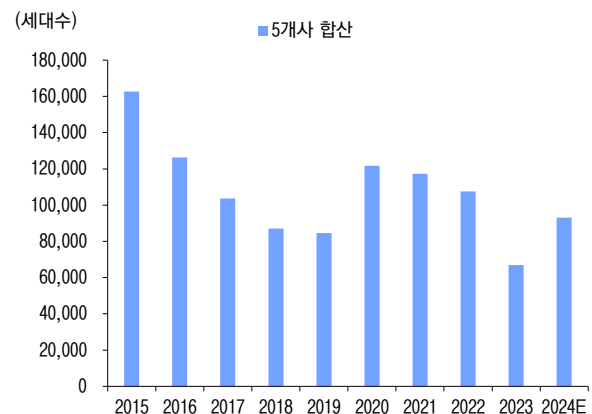
자료: 각 사, LS증권 리서치센터

그림35 전국 연도별 분양 추이



자료: 부동산114, LS증권 리서치센터

그림36 대형 건설사 합산기준 Historical 분양 추이

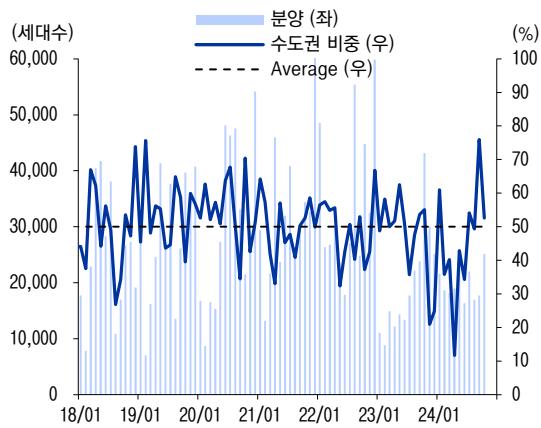


자료: 각 사, LS증권 리서치센터

최근 분양의 절대 물량이 많진 않지만, 과거 대비해서 수도권 비중이 증가하고 있는 것 역시 건설사들의 수요 베이스의 전략적 공급이 일어나고 있는 것으로 보인다. 2023년까지는 PF 사업과 같이 시장 환경과 무관하게 시점적으로 미룰 수 없어 분양을 해야하는 지방 사이트들이 있었다면, 올해부터는 어려운 시장 환경 속에서도 건설사들의 수익을 극대화 할 수 있는 우량한 수요를 기반으로 하는 재개발, 재건축 사이트들의 분양이 수도권 전체 지역의 분양 비중을 견인한 것으로 판단한다.

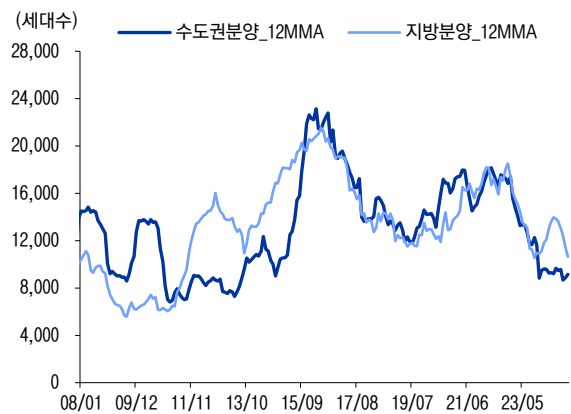
입주공급의 경우 지방은 2025년 상반기까지 이어지다가 하반기에 점차 소강되는 반면, 수도권의 경우 이미 지난해 연말을 기점으로 피크아웃이 나타나고 있기 때문에 재고 부담 측면에서도 수도권의 분양이 유리하다. 조달 여건만 개선되어 준다면, 기 수주한 잔고를 바탕으로 내년 수도권을 필두로 한 분양 물량의 상향 리비전이 나타날 가능성이 있어 보인다.

그림37 전국 분양 월별 추이 및 수도권 지역 비중



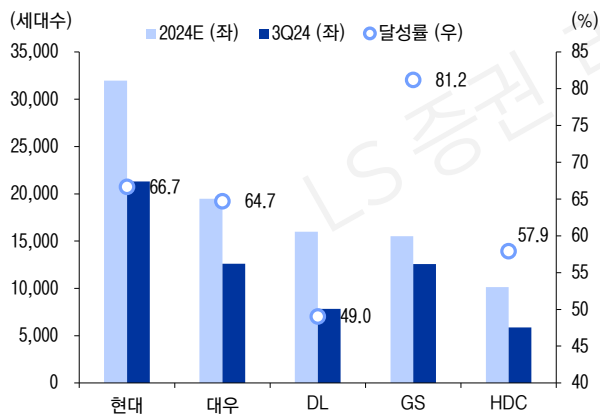
자료: 부동산114, LS증권 리서치센터

그림38 수도권 및 지방 분양 12개월 이동평균



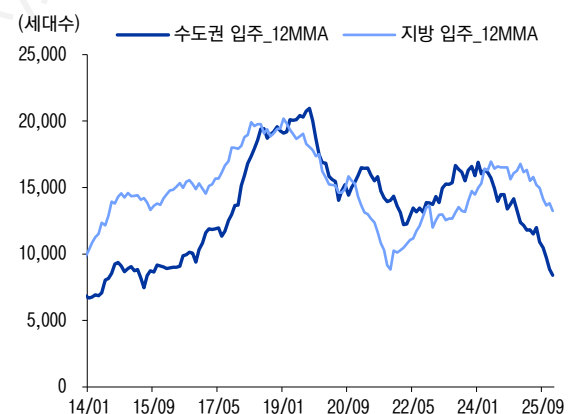
자료: 부동산114, LS증권 리서치센터

그림39 대형 건설사 분양 가이드نس 대비 3Q 달성률



자료: 각 사, LS증권 리서치센터 / HDC현산은 광운대 포함

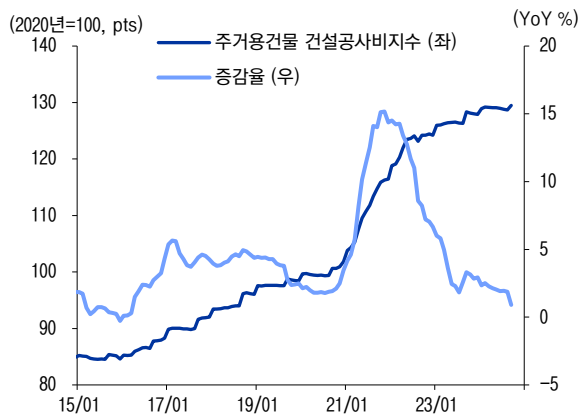
그림40 수도권 및 지방 입주 12개월 이동평균



자료: 부동산114, LS증권 리서치센터

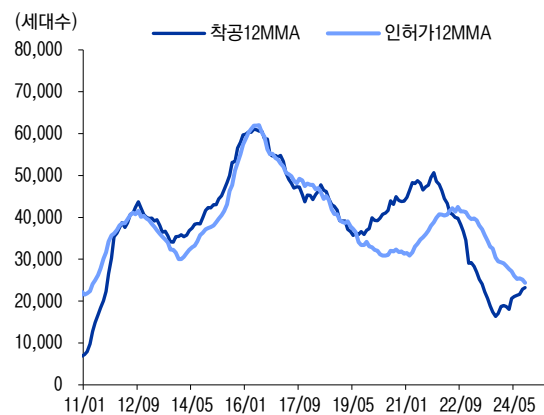
공급 사이드에서의 또 다른 반가운 소식은 공사 원가의 조정 가능성이다. 건설용 철강재 가격은 이미 톤당 110만원에서 70~80만원까지 감소한 상황이며, 시멘트의 경우도 하향 안정화된 원재료인 유연탄의 영향과 정부의 중국산 시멘트 수입 가능성에 따라 가격 하락 압박이 지속되고 있다. 착공 감소에 따라 이미 기타 전자재들 중 가격 하락이 나타난 품목이 많기 때문에, 당초 기대보다 빠른 속도로 원가 개선이 나타날 가능성 역시 배제할 수 없겠다. 물론, 공사 원가의 감소가 조합에 제시하는 공사비의 하락을 의미하지는 않겠으나, 공사 원가에 숨통이 트이면서 보유하고 있는 악성 수주잔고의 경우는 경우에 따라 합리적인 분양가 레벨로 시장에 출회될 가능성도 있다. 착공지표 역시 바닥을 잡고 고개를 드는 모습으로, 2025년은 상반기를 바닥으로 점차 좋아지는 그림을 지속적으로 확인할 수 있을 것으로 기대하고 있다.

그림41 주거용 건물 공사비 지수 추이



자료: 한국건설기술연구원, LS증권 리서치센터

그림42 착공, 인허가 추이



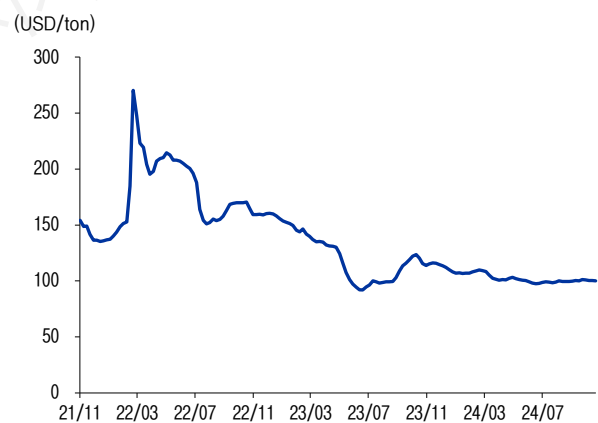
자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

그림43 건설용 철강재 가격 추이



자료: SteelDaily, LS증권 리서치센터

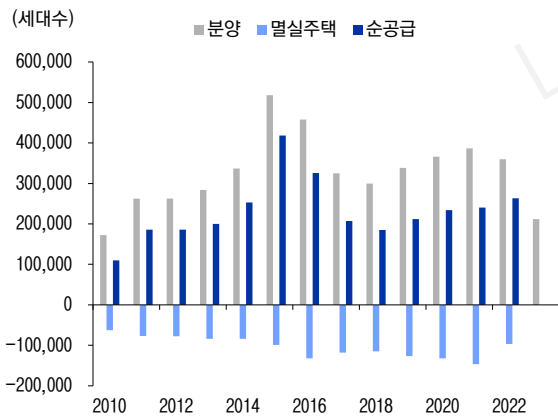
그림44 유연탄 가격 추이



자료: KOMIS, LS증권 리서치센터

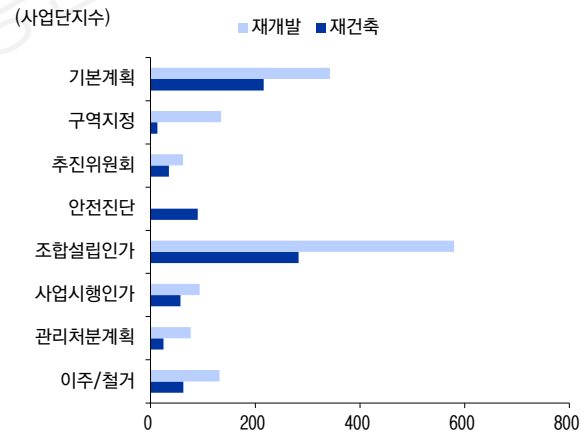
또한, 우리 나라 인구수는 2020년 Peak out이 시작되었고, 단지 1인가구의 증가와 핵가족화로 가구수가 증가하며 부동산 수요를 방어하고 있는 실정이다. 다만, 가구수 역시 2040년 이후로 감소 추세에 접어들기 때문에, 구축 아파트의 재건축 역시 20년 이후로는 사업성이 현저히 떨어질 것으로 보인다. 도시정비사업에 그리 많은 시간이 남아있지 않다는 뜻이다. 그러나 최근 인플레이션과 고금리로 인해 사업 속도가 크게 더딘 상황이기 때문에, 장기적인 관점에서는 적치되어 있는 노후주택 개발이라는 잠재 성장성이 업종의 마지막이자 큰 업사이클을 만들 것으로 기대하고 있다. 당분간은 더딘 성장의 기울기가 예상되나, 금리, 정책, 수요가 맞물리는 시점이 언젠가 도래할 것을 기대해본다.

그림45 분양 공급과 멸실주택 비교



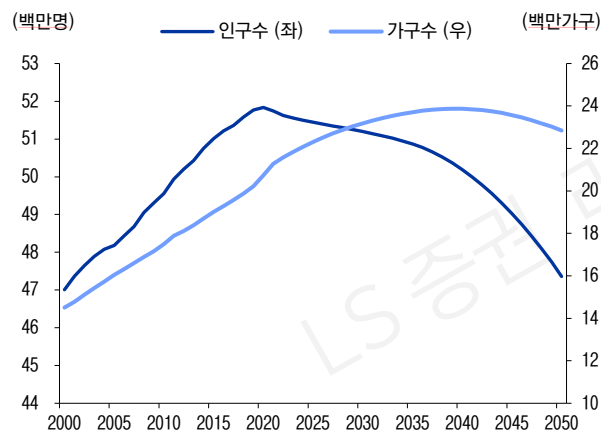
자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

그림46 재개발 재건축 사업 단계별 통계



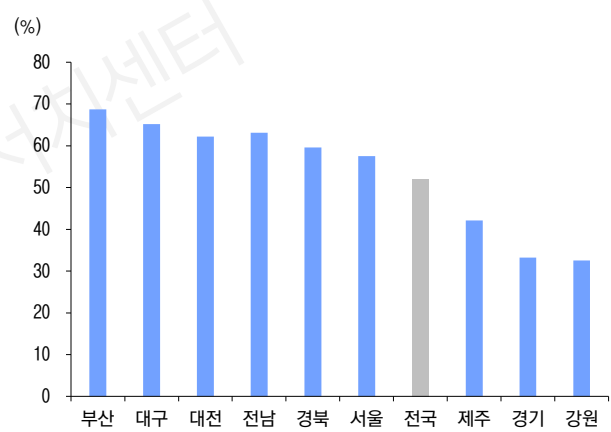
자료: REPS, LS증권 리서치센터

그림47 우리나라 인구, 가구 수 추이



자료: 통계청, LS증권 리서치센터

그림48 우리나라 주택 노후도



자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터
주: 30년 주택을 노후 주택으로 분류

Part III

ADIPEC
2024 로 엿보는
플랜트 시장

사우디, 더더졌지만 꺾이지는 않은 발주의 장

에너지 전환에서 에너지 안보로, AI가 이끄는 업스트림 발주

ADIPEC은 Abu Dhabi International Petroleum Exhibition & Conference로 아랍에미리트 아부다비에서 진행되는 세계 최대 규모의 석유&가스 전시, 컨퍼런스이다. ADIPEC 2024는 'Connecting Minds. Transforming Energy' 라는 주제 아래 54개의 NOC, IOC, NEC 및 IEC를 포함한 2,200개 이상의 전시업체, 30개 국가관, 탈탄소화, 디지털화, 해상 및 물류, AI에 중점을 둔 4개의 전문 산업 분야가 참여했다. 현안 보다는 장기적인 에너지 산업의 지속 가능한 성장에 대한 협업 가속화와 혁신을 논의하는 자리이다. 행사 첫날 열린 개막식에서 Sultan Ahmed Al Jaber 박사 (UAE 산업첨단기술부 장관, ADNOC 전무이사, 그룹 CEO)는 기조연설을 통해 세 가지 메가 트렌드를 제시했다.

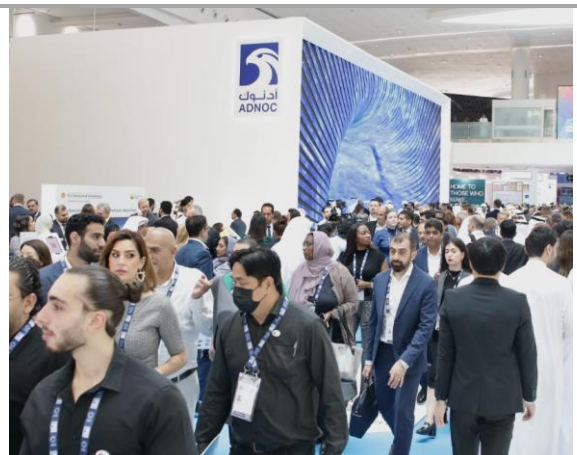
- 1) **남반구와 신흥 시장의 부상:** 2050년까지 약 17억 명의 인구가 증가할 것으로 예상되며, 이들의 대부분은 남반구에 거주하게 됨. 이러한 인구 증가는 에너지 수요의 급증을 의미하며, 이에 대비해 에너지 접근성을 높이고, 안정적이고 신뢰할 수 있는 에너지 공급망을 구축해야 한다고 강조. 이를 통해 에너지 불평등 문제를 완화하고 지속 가능한 성장을 지원하기를 촉구
- 2) **에너지 시스템의 변화:** 재생 가능 에너지와 기존 에너지 인프라 간의 통합을 가속화하고, 이를 통해 탈탄소화 목표를 달성하면서도 경제 성장을 가능하게 하는 혁신적 에너지 시스템을 구축해야 한다고 언급
- 3) **인공 지능의 기하급수적 성장:** AI의 기하급수적 성장에 대응해, 에너지 산업 전반에서 AI와 디지털 혁신을 적극 활용할 필요성을 강조했다. AI를 통해 에너지 효율성을 높이고 운영비를 절감하며, 더 나아가 예측 가능한 관리 및 모니터링 체계를 구축해 더 스마트한 에너지 관리와 운영이 가능해질 것이라고 언급

그림49 ADIPEC 2024 기조연설



자료: ADIPEC 2024, LS증권 리서치센터

그림50 ADIPEC 2024 행사장 전경



자료: ADIPEC 2024, LS증권 리서치센터

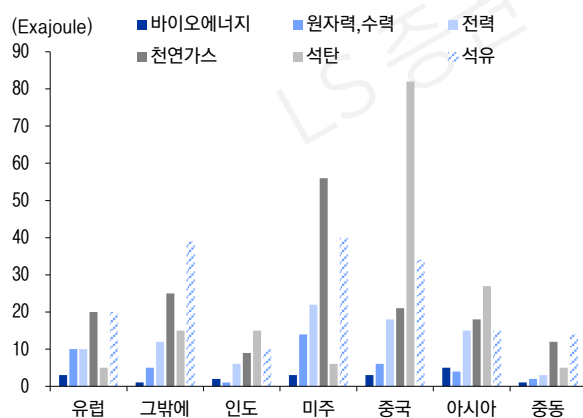
ADIPEC 2023과 2024의 기조연설은 모두 에너지 전환과 탈탄소화의 중요성을 강조했지만, 각 연설의 뉘앙스에는 차이가 있다. ADIPEC 2023 기조연설에서는 에너지 산업의 탈탄소화 가속화와 지속 가능한 미래를 위한 국제 협력의 필요성이 강조되었다. 특히, 메탄 배출을 2030년까지 거의 제로로 줄이는 목표와 기후 기술의 신속한 도입이 주요 의제로 다루어졌다. 한 편 ADIPEC 2024 기조연설은 AI와 혁신 기술이 에너지 산업의 변화를 주도할 것임을 언급하며, 에너지 전환의 가속화와 지속 가능한 미래를 위한 국제 협력의 중요성이 다시 한 번 강조되었다. 또한, 탈탄소화와 에너지 안보의 균형을 유지하면서 경제 성장을 촉진하는 전략적 접근의 필요성이 부각되었다.

아래에 아랍에미리트 에너지 인프라부 장관 Suhail Mohamed Faraj Al Mazrouei의 에너지 안보에 관한 코멘트를 일부 발췌했다.

"Our leaders in the UAE have always thought of the future, and we are committed to investing in more energy resources to ensure adequate supply. We are privileged to have leadership that cares about investment in energy, and our commitment to renewables, nuclear, and conventional energy will continue. (UAE의 지도자들은 항상 미래를 생각 해왔으며 우리는 충분한 공급을 보장하기 위해 더 많은 에너지 자원에 투자할 것을 약속한다. 우리는 에너지에 대한 투자를 중요시하는 리더십을 갖게 된 것을 특권으로 생각하며 재생 에너지, 원자력 및 기존 에너지에 대한 우리의 헌신은 계속될 것이다.")"

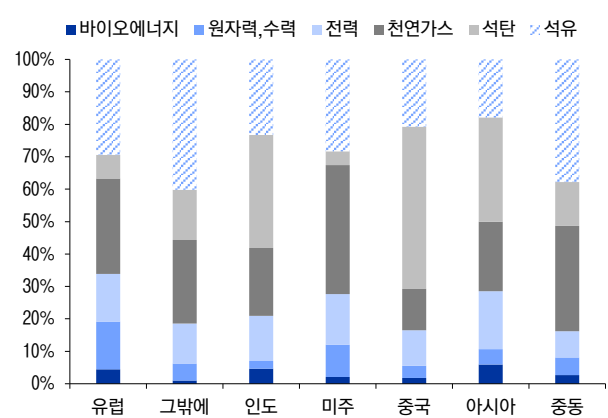
이러한 차이를 통해, 2023년에는 구체적인 탈탄소화 목표와 기술 도입에 중점을 두었다면 2024년에는 AI와 혁신 기술의 역할 외에도 에너지 안보와 경제 성장의 균형에 대한 논의가 더욱 심화되었음을 알 수 있다. 즉, 에너지 전환에 대한 속도가 다소 늦어지고 에너지 안보가 강조되면서 정통 에너지 시장인 Oil&Gas의 재투자 의지를 엿볼 수 있었다고 판단 된다. 또한 행사 기간 중에 미국 대선 결과가 발표되며, 에너지 안보에 대한 글로벌 NOC들의 논의가 더욱 가속화 되었을 것으로 예상된다.

그림51 지역별 1차 에너지 수요 (절대량 기준)



자료: IEA, LS증권 리서치센터

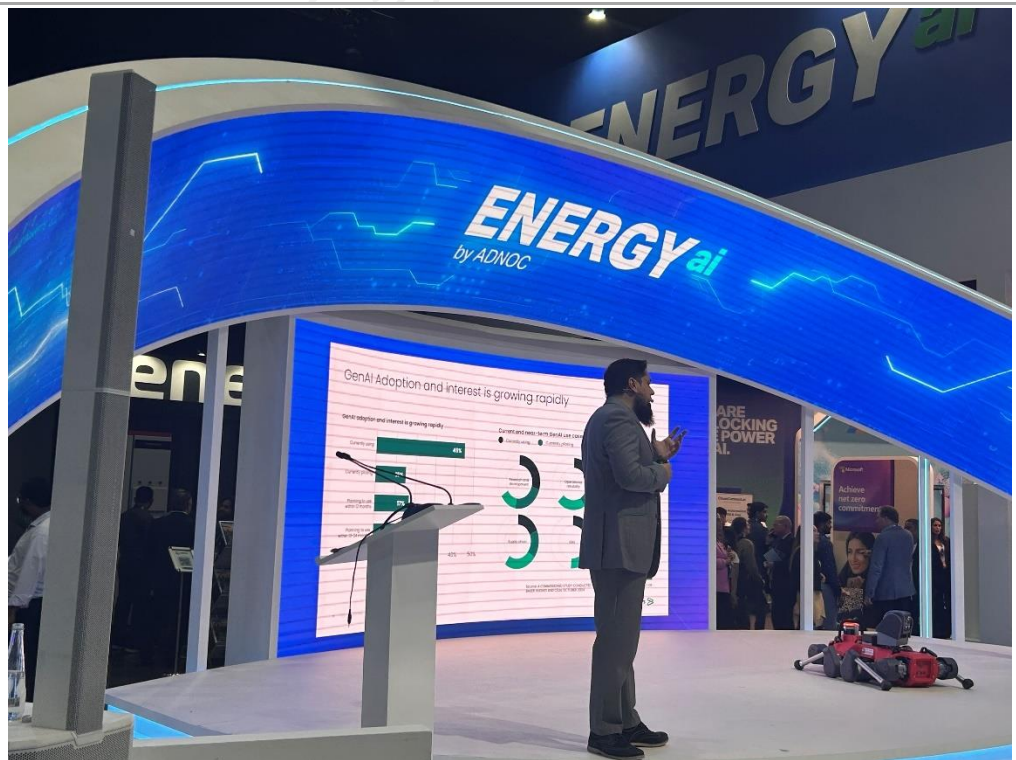
그림52 지역별 1차 에너지 수요 (국가별 비중)



자료: IEA, LS증권 리서치센터

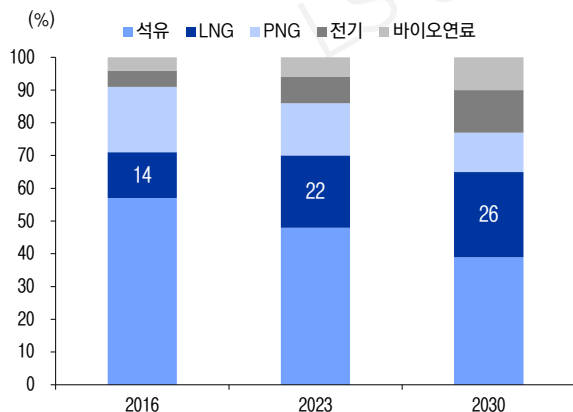
금번 ADIPEC의 메인 주제인 AI와 관련해서는 ADNOC에서 Energy AI를 주제로 프레젠테이션이 있었다. 전체적인 내용은 AI 기술을 통해 에너지 운영 효율성을 극대화하고, 지속 가능성을 강화하며, 데이터 기반 의사 결정을 지원하는 방안을 탐구하는 내용이었다. 그러나 AI는 곧 전력 수요의 증가를 의미하므로, 궁극적으로는 탄소 배출을 줄이면서도 안정적인 전력 공급을 지원할 수 있는 에너지원인 LNG의 중요성이 세션에서 간접적으로 강조된 것이 아닌가 하는 생각이다. 물론 ADNOC의 프레젠테이션 내용 자체는 AI를 통한 에너지 운영 효율성과 비용 저감이나, 전체적인 ADIPEC의 올해 기조를 고려할 때 컨벤셔널이자 동시에 에너지 트랜지션의 교두보가 되는 LNG 업스트림 투자가 당분간 꺾이지 않을 것이라는 임플리케이션을 얻을 수 있었다.

그림53 ADNOC의 Energy AI 발표



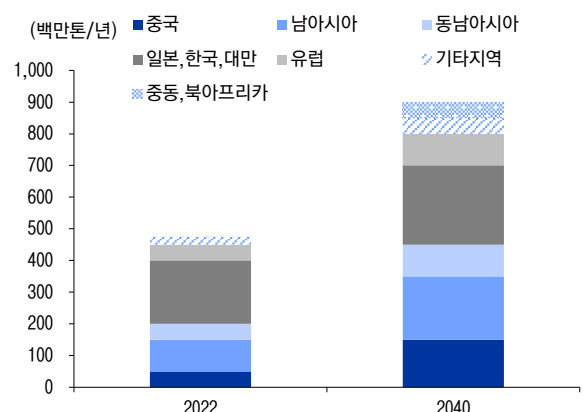
자료: LS증권 리서치센터

그림54 Shell사의 에너지원별 매출액 비중 추정



자료: Shell, LS증권 리서치센터

그림55 지역별 LNG 수요 전망



자료: Shell, LS증권 리서치센터

Aramco의 카본캡처 프레젠테이션에서는 반가운 기업을 볼 수 있었다. Aramco는 이번 ADIPEC에서 탄소 포집(CO₂ Capture) 포트폴리오 확장에 대해 언급하며 여러 기업과의 협력을 강조했는데, LS증권에서 주목한 두 기업은 캐나다의 Svante와 영국의 Carbon Clean이다. 두 회사 모두 삼성E&A가 지난해 MOU 또는 지분투자를 통한 JDA(공동개발 협약)를 체결한, 탄소 포집 분야의 협력사이기 때문이다.

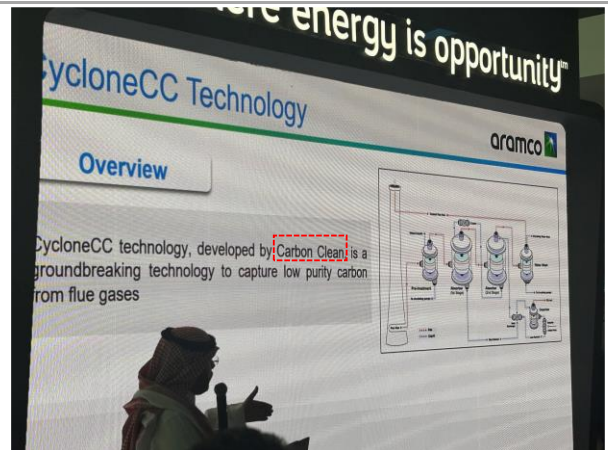
캐나다의 Svante는 혁신적인 필터 기술을 통해 산업 공정에서 탄소를 효율적으로 포집하는데 기여하고 있으며, Aramco는 이를 통해 공정의 탄소 배출량을 줄이고자 기술제휴를 하고 있다. 또한 영국의 Carbon Clean은 소형, 모듈형 탄소 포집 시스템을 제공하여 다양한 산업 분야에서 탄소 배출 감소에 기여하고 있는 기업이다. Aramco는 Carbon Clean의 CycloneCC 기술을 활용한 파일럿 계획을 소개했으며, 이는 Aramco 시설 중 하나를 대상으로 가스터빈 배출구의 가스로부터 하루 10톤의 CO₂를 포집하는 것을 목표로 하고 있다. 현재 HNGL(냉각가스 액화) 연결 지점에 대한 현장방문을 실시 완료했으며, 2024년 4분기내로 EPC와 최종 비용 견적 및 실행 계획을 공유, 2025년 상반기까지 CycloneCC의 유닛 시운전을 완료하는 것이 최종 계획이다.

그림56 Aramco의 탄소포집 포트폴리오 소개 중 'Svante'



자료: Aramco, LS증권 리서치센터

그림57 Aramco, 'Carbon Clean'과 탄소포집 파일럿 프로젝트



자료: Aramco, LS증권 리서치센터

그림58 2023년 10월 삼성 E&A와 Svante MOU



자료: 연합뉴스 발취

그림59 2023년 10월 삼성 E&A와 Carbon Clean JDA



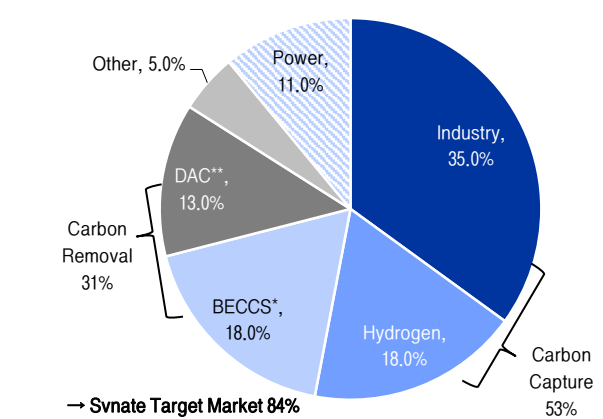
자료: 연합뉴스 발취

그림60 Svante의 주주 구성 중 삼성&A



자료: Svante, LS증권 리서치센터

그림61 Svante 추정 2050년 탄소포집 타겟 시장



자료: Svante, LS증권 리서치센터

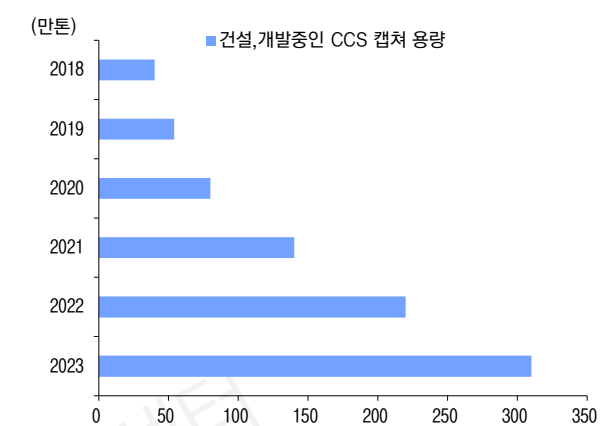
주: *BECCS: 바이오에너지와 탄소포집 / **DAC: 직접공기포집

그림62 Carbon Clean의 Investors 중 삼성 E&A



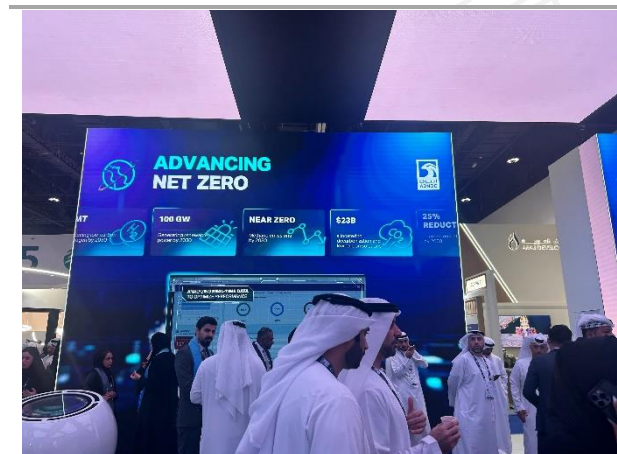
자료: Carbon Clean, LS증권 리서치센터

그림63 Carbon Clean의 개발중인 프로젝트 용량 추이



자료: Carbon Clean, LS증권 리서치센터

그림64 ADNOC의 Net Zero 계획



자료: ADNOC, LS증권 리서치센터

그림65 ADIPEC의 삼성 E&A 부스 전경

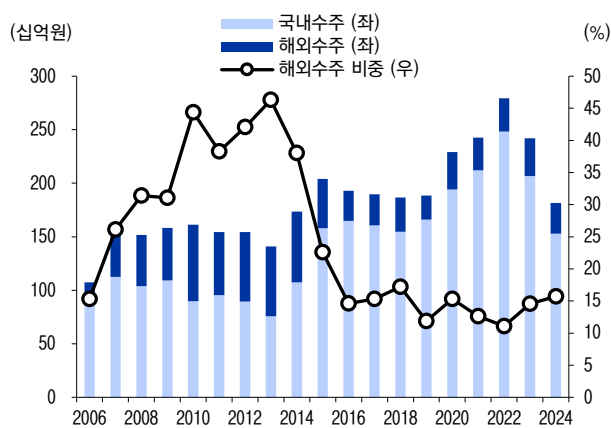


자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터

더더졌지만 끝나지 않은 발주, 업체간 수주 성과 차별화 확인될 것

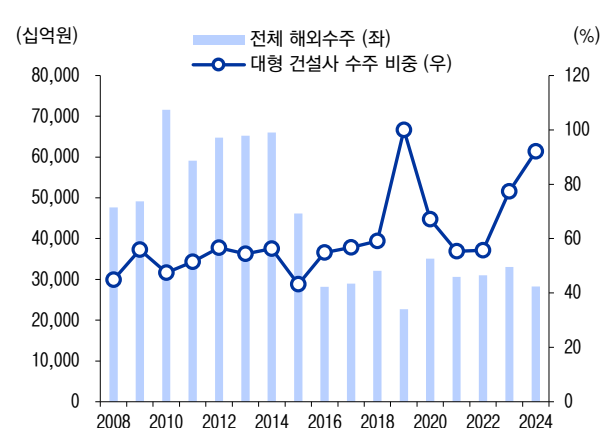
우리 나라 국내 수주 시장은 100~150조원 시장으로 최근 몇년간 저금리 하에서 수주 호황기가 지속되었다. 반면 해외수주는 2011년 건설사 Big bath 이후로 인력 구조조정과 사업 재편을 통해 과거 70조원 시장에서 반토막 나 30조원 시장으로 축소되어 있다. 해외 수주 중 대형건설사의 비중은 50%대에서 80% 이상으로 증가했으며, 대형 건설사 내에서도 현대건설, 삼성E&A를 제외하면 본격적인 플랜트 플레이어라고 할 수 있는 기업들이 많지 않은 실정이다. 이에 따라 수주 성과와 매출 구성이 과거와는 다르게 업체별로 본격적인 양극화를 보일 것으로 판단되어, 종목별 선별적 접근이 필요하다고 판단된다. 다만, 해외 플랜트 EPC 플레이어의 감소는 경쟁 강도 측면에서 현재 플레이어에게 유리한 측면이 있다고 보여진다.

그림66 우리나라 건설사 국내수주, 해외수주 추이



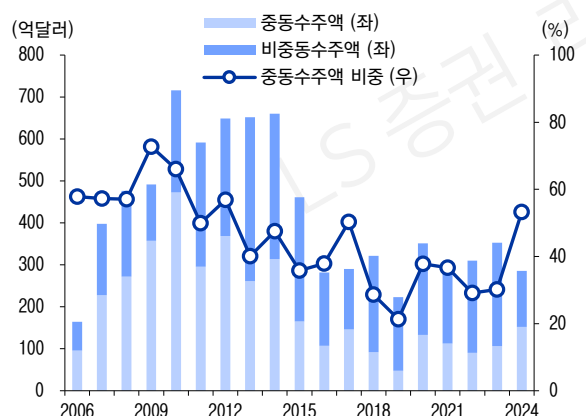
자료: 해외건설협회, 국토교통부, LS증권 리서치센터

그림67 해외수주 중 대형 건설사 비중 추이



자료: 해외건설협회, 국토교통부, LS증권 리서치센터

그림68 해외 수주 중 중동 비중 추이



자료: 해외건설협회, LS증권 리서치센터

그림69 유가, 해외 수주 비교



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

글로벌 Oil&Gas 업체들의 높아진 EBITDA로 인해 2020년 발주를 저점으로 2021년부터 본격적으로 글로벌 에너지 업체들의 Upstream 신규 프로젝트 및 Downstream 스펙 업그레이드 프로젝트들의 발주가 활발히 나오고 있다. Aramco의 CAPEX는 2025년 전후로 연간 480~580억달러 수준으로 추산되며, 과거 평균 300억달러와는 차별화되는 큰 폭의 투자가 몇 년간 집행되면서 EPC Player들의 빅사이클을 이끌고 있다. Aramco의 업스트림에 대한 투자는 당분간 우상향 기조가 이어질 것으로 보이며, 특히 천연가스 투자에 대한 집중도가 크게 증가할 것으로 기대된다. 천연가스는 발주 규모가 상대적으로 크기 때문에 내년에도 우리 나라 삼성E&A, 현대건설의 추가 수주에 대한 기대감을 아직 놓기 이른 이유 기이도 하다.

그림70 글로벌 Oil&Gas Upstream CAPEX

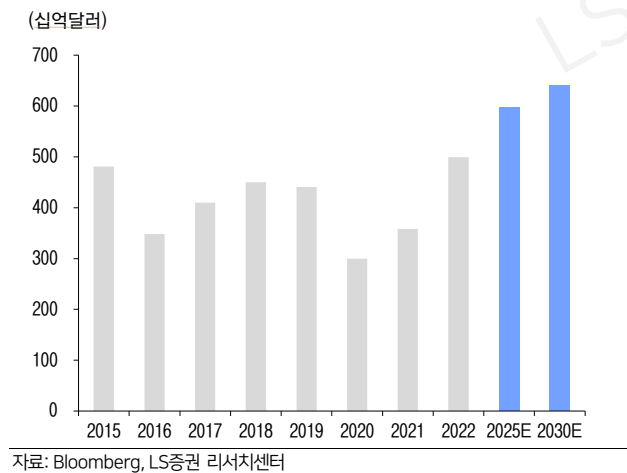


그림71 사우디 Aramco CAPEX 추이

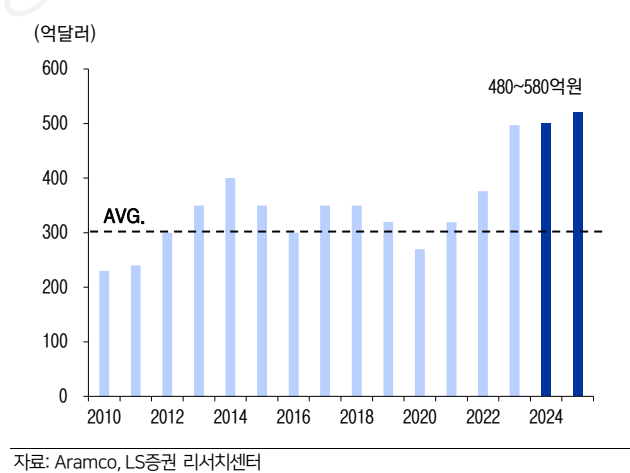


그림72 Aramco Upstream 투자 규모

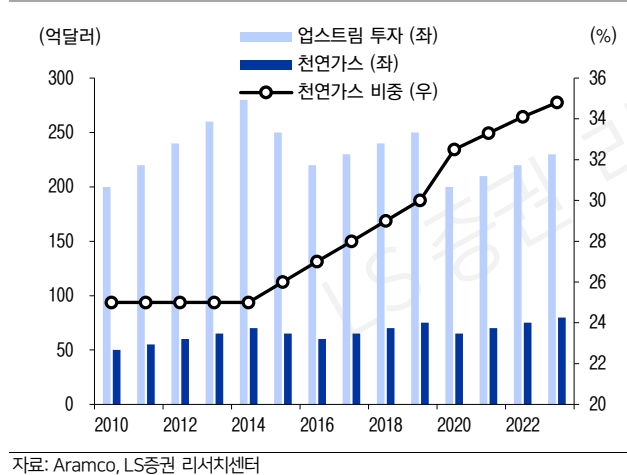
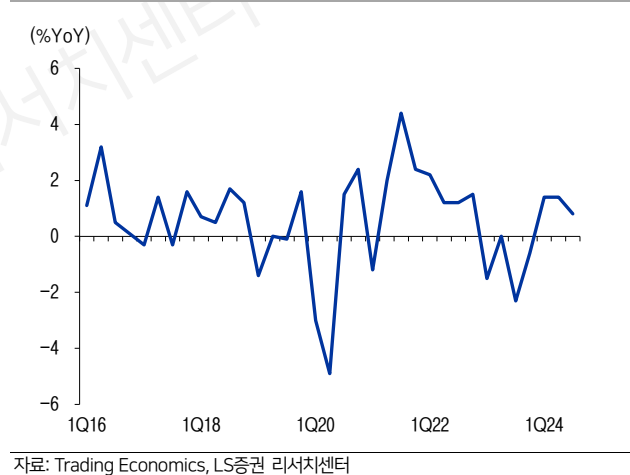
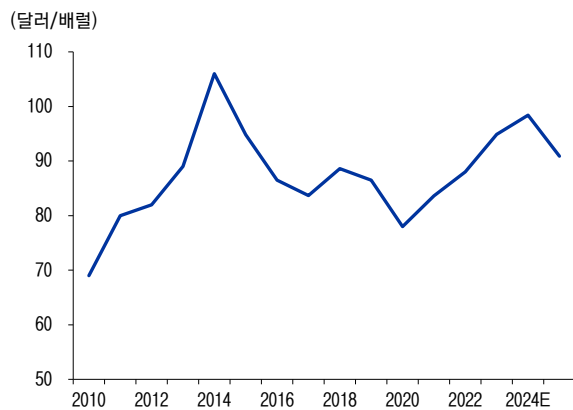


그림73 사우디 GDP 성장률 추이



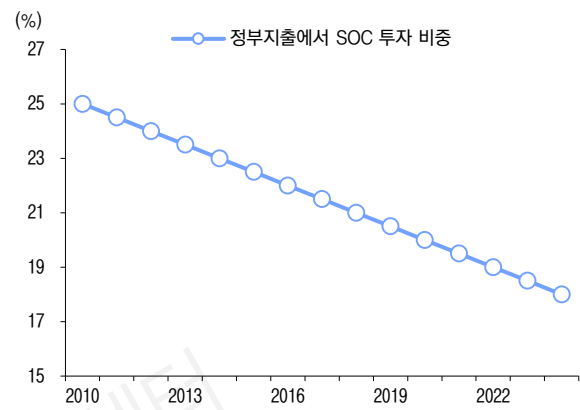
다만, 지난 10월말 대규모 프로젝트인 사우디 Aramco LTC 프로젝트가 캔슬되면서 인플레이션에 따른 재정 부담으로 투자 축소 기조가 빨라지지 않을까 하는 시장의 우려가 있다. 더욱이 사우디의 재정균형유가가 배럴당 90달러까지 치솟으면서 발주 여건이 녹록치 않을 것이라는 우려도 상존한다. 사우디는 2030년 전후로 아시안게임, 엑스포, 월드컵 등의 대규모 프로젝트를 기획하고 있어 당장 인프라 투자에 많은 공을 들이는 중이다. 정부 예산 중 SOC 투자 비중이 지속적으로 감소하는 것도 큰 폭의 투자를 정부 예산으로 충당하기 어렵기 때문에 민간 자본을 적극적으로 활용하려는 일환이다. 그러한 가운데 LTC가 캔슬되면서 플랜트 투자 감소에 대한 우려가 확산되는 것은 자연스러운 일이다. 다만, 금번 ADIPEC의 참석과 NOC들의 미팅을 통해 사우디가 여전히 업스트림, 가스 투자에는 적극성을 보이고 있는 것으로 확인된다는 점은 긍정적이다. 투자의 피크아웃 보다는 투자 폭의 감소로 해석하는 편이 합리적일 것으로 보이며, 아직은 글로벌 발주시장의 피크아웃을 논하기 다소 이른 시점으로 판단하고 있다. 각 사들의 수주 성과를 확인하며 주가는 점진적 회복이 가능할 것으로 보인다.

그림74 사우디 연도별 재정균형유가 추이



자료: FRED, LS증권 리서치센터

그림75 사우디 정부 예산 중 SOC 투자 비중



자료: 사우디아라비아 재무부, IMF, LS증권 리서치센터

그림76 지난 10월말 사우디 Aramco LTC 프로젝트 캔슬

사우디 아람코 LTC 프로젝트도 재검토... “EPC 전환 가능성 낮아져”

사우디, 40만 배럴 규모 플랜트(COTC) 건설 계획 취소
 삼성E&A “발주 전... 시장 상황 예의주시 중”
 “장기적으로 선제적 투자 통한 역량 육성 필요”

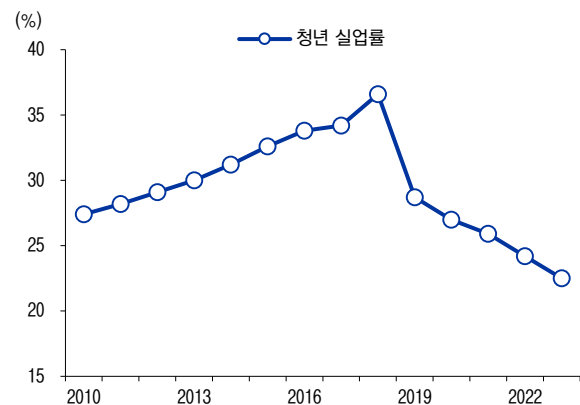
백운미 기자

업데이트 2024.10.30. 17:52

사우디아라비아 국영 회사인 아람코가 자국 내 화학공장 건설 계획인 LTC(Liquid to Chemical) 프로젝트를 재검토하고 있다는 외신 보도가 나오면서, 이를 준비하던 국내 기업들도 노선을 변경해야 하는 상황이 됐다. 전문가들은 당장 건설업체 수주 계획에 영향을 미치지는 않지만, 장기적으로 중동 사업 수주 전략에 변화를 준비해야 한다고 주문했다.

자료: 조선비즈 발췌

그림77 사우디 청년 실업률 추이



자료: ILO, LS증권 리서치센터

Aramco Product Director, 삼성E&A 실무자 미팅

사우디 Aramco의 Fadhili 가스 (삼성E&A에서 2024년초 8조원 규모로 수주한 프로젝트)를 담당하는 Product Director, 삼성E&A 사우디 법인장, 그리고 삼성E&A 중동 영업담당과의 Q&A 세션이 있었다. 아래에 그 내용을 정리했다. 다만 질문과 답변은 전체적인 세션의 큰 맥락과 답변자 각각의 답변들을 LS증권에서 재구성한 것이기 때문에, 하기 정리된 내용이 각 사의 정확한 의견을 대표하지 않는다는 점에 유의한다.

그림78 Aramco~한국 애널리스트 간담회



자료: LS증권 리서치센터

Q&A)

Q) 아람코의 LTC(Liquid-to Chemical) 투자 철수가 지난 10월말에 결정되었는데, 인플레이션 등에 따른 재정 부담으로 전반적인 CAPEX 투자가 감소하는 것인지? 재정 부담의 환경에서는 EPC의 자금조달 능력이 중요해지는 것인지?

A) 아니다. 투자 우상향 기조는 지속될 것이며 투자 최적화에 따라 우선순위가 달라진 것일 뿐이다. 라스 알카이르 (Ras Al Khair) 지역에 있는 건이 취소된 것인데, 라스 알카이르는 라스 알주르 (Ras Al Zour) 지역과 같이 인프라가 잘 되어 있는 지역이 아니라 모든 인프라를 새로 개발해야 하는 지역이기 때문에 큰 규모의 투자가 필요했다.

사우디는 현재 월드컵, 아시안 게임, 엑스포 등 빅 이벤트를 앞두고 인프라 투자를 활발히 진행중이기에 예산에 대한 규모와 우선순위를 최적화한 것이다. 사우디의 현재 에틸렌 Capa는 1,800만톤인데, 작년말 180만톤 내외의 11개 에틸렌 프로젝트를 기획했었고 이는 기존 Capa의 두배가 되는 수준의 큰 목표치였다. 따라서 이를 현실화하는 과정에 있으며, 업스트림에서 FEED가 이미 진행되고 있는 프로젝트도 많아서 투자 감소 기조로 보기 어렵다. 아람코의 다운스트림은 라이선서가 필요하기 때문에 JV로 진행되나, 업스트림 투자는 자체적으로 펀딩하기에 EPC의 파이낸싱이 필요하지 않으며, 여전히 투자 업사이드가 남아있는 시점이다.

Q) 아람코의 EPC 업체 선정의 주요 우선순위는 무엇인가?

A) 합리적인 단가, 공기 준수, 안정성, 기술적인 퀄리티, 이 네가지를 중점적으로 고려한다. 삼성E&A가 Jafurah에서 보여준 시공 능력과 기술, 프로젝트 집중력과 수행 능력은 고무적이었다. 다른 건설사들에서 발생할법한 이슈들이 삼성E&A와는 전혀 발생하지 않았다. 전반적인 아시아 EPC들의 강점은 시스템화 되어있고, 공정 관리를 잘하고, 좋은 퀄리티에 합리적인 비용을 제시한다. 인플레이션과 같은 시장 환경은 프로젝트 매니지먼트의 이익, 비용 배분의 역량이지 특정 건설사만의 이슈는 아닐 것이다. 비용은 언제나 중요한 의사 결정 요소이나, 그것이 전부가 아닐 뿐이다.

Q) 에너지 트랜지션에 대한 아람코의 기초

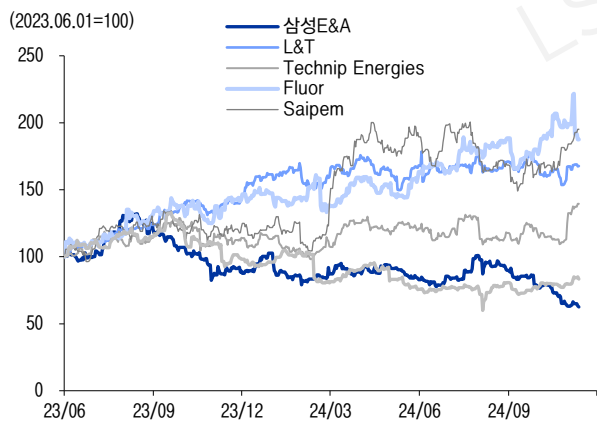
A) 작년에는 에너지 트랜지션에 중점을 두었다면, 최근에는 Oil&Gas와 같은 컨벤셔널 에너지 투자에 대한 집중도가 올라가고 있다. 에너지 트랜지션으로 가기 위한 교두보가 LNG일 수밖에 없다. 당초 목표한 2030년까지 에너지 트랜지션 달성은 어려울 것으로 보이나, 카본캡처나 탄소저감 관련된 투자를 멈춘 것도 아니다. 마찬가지로 우선순위의 문제이다.

Q) 삼성E&A의 경쟁 환경

A) 투자 볼륨에 비해 경쟁 강도는 확실히 감소했다. 다만, 아람코가 계약 방식을 기존의 경쟁, Lump sum Turn-key 방식에서 FEED부터 시작하는 등의 다양한 입찰 방식을 제안하고 있다보니, 투자 규모가 커진데에 비례해서 수주 성과로 이어지는 속도는 다소 더디어졌다. 중국은 EPC 시장에서 품질 이슈로 경쟁력을 많이 잃은 상황이고, 인도는 발전해서 L&T와 같은 유의미한 경쟁 상대로 성장했다. 다만 아람코에서 삼성E&A의 모듈 방식이나 수행 개선의 적극성을 긍정적으로 인식하고 있는 점은 긍정적이다.

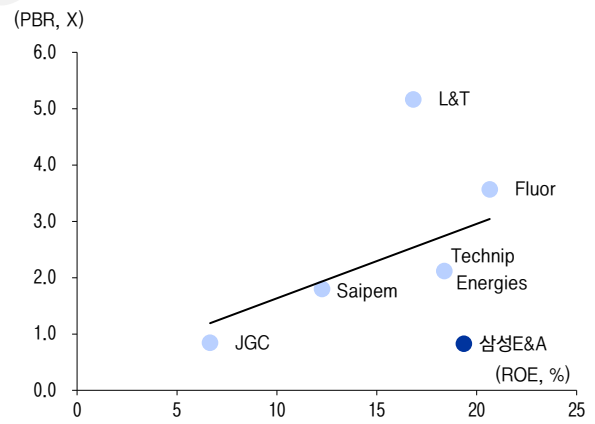
삼성E&A의 Peers는 우량한 수주 성과에 따라 큰 폭의 주가 아웃퍼폼이 나타나고 있다. 물론, Fluor가 수주하는 미국 LNG 시장이 국내 Player의 타겟 마켓은 아니기 때문에 동일한 비교는 어렵겠지만, 인도 L&T의 주가 약진 대비 삼성E&A의 주가 하락은 결국 수주 공백으로 설명할 수 밖에 없다. 삼성E&A는 연초 사우디 파드힐리 가스를 8조원으로 대규모 수주에 성공한 이후로 추가 수주 소식이 없으면서 주가 모멘텀이 약해진 가운데, 계열사 투자 축소에 따른 Captive 물량 감소가 주가 낙폭을 더욱 이끈 상황이다. 현 시점에서 밸류에이션 메리트가 높아진 것은 물론인데, 아직 발주 시장에 대한 기대를 접기 이르다고 판단되기 때문에 수주 성과로 업황을 입증해 준다면 주가는 다시금 반등의 트리거를 찾을 것으로 예상하고 있다.

그림79 Global EPC Players 상대수익률 추이



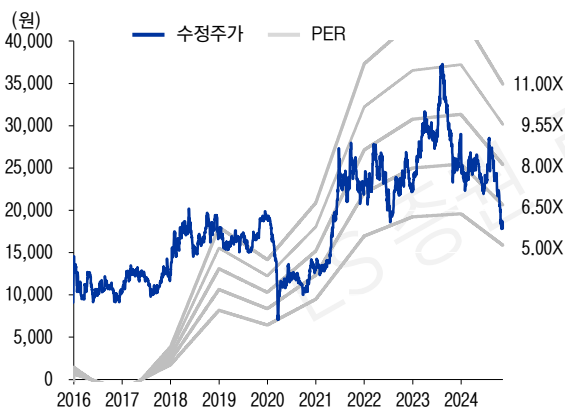
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림80 Global EPC Players ROE~PBR Matrix



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림81 삼성 E&A 12M Forward PER Band 추이



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림82 삼성 E&A 12M Forward PBR Band 추이



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

기업분석

HDC 현대산업개발 (294870)	36
GS 건설 (006360)	39
삼성 E&A (028050)	42
현대건설 (000720)	45

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
HDC 현대산업개발	Buy(유지)	32,000 원(유지)
GS 건설	Buy(유지)	25,000 원(유지)
삼성 E&A	Buy(유지)	28,000 원(유지)
현대건설	Buy(유지)	40,000 원(유지)

HDC 현대산업개발 (294870)

뚜렷한 성장의 궤도

Analyst 김세련

sally.kim@ls-sec.co.kr

편더멘탈로 입증하는 2025년

HDC현대산업개발의 지난 3분기 실적은 건축부문에서 지식산업센터의 준공 정산 손실 발생으로 손익이 악화되었으나, 시장 우려 대비 손실 폭이 크지 않았다. 부동산 시장에서 지식산업센터의 초과공급이 2025년까지 이어지는 가운데, 4분기 역시 일부 현장의 준공이 도래함에 따라 추가 비용 반영 가능성에 대해서는 열어 두고 보아야 한다. 고덕 현장의 미청구공사미수금은 지난 반기 1,280억원에서 3분기 분기보고서 기준 2,550억원으로 증가했기 때문에, 4분기 실적 변동성을 야기할 것으로 예상된다. 다만, 자체사업인 수원아이파크시티 10단지의 입주에 따른 자체부문 매출 성장이 어느 정도 손실을 방어할 것으로 기대하고 있다. 이러한 다운 사이클 비용은 연내 마무리되고, 2025년부터는 수익성 높은 자체주택의 기여도 증가가 큰 폭의 YoY 증익을 만들 것으로 기대된다.

Peers와 차별화되는 ROE 개선 속도, Top pick 추천 유지

HDC현대산업개발은 금번 4분기와 내년에 걸쳐 인도 기준으로 인식 예정인 수원 아이파크시티 10, 11, 12단지와 2027년초까지 진행기준으로 인식되는 청주가경 6단지, 서산센트럴아이파크 등의 추가 자체사업 이익 기여로 실적 업사이드가 열려있다는 점은 긍정적이다. 용산병원부지 (총사업비 8,300억원), 공릉역세권부지 (총사업비 3,800억원) 개발 가시화에 따른 이익 추정치 상향 리비전과, 금리 인하에 따른 업종 멀티플 리레이팅을 고려하면 추가적인 밸류에이션 업사이드가 열려있다고 판단된다.

최근 주가는 다소 숨고르기가 지속되고 있으나 핵심 대형 개발사업인 광운대역세권의 분양이 임박한 가운데, 청약 성과에 따라 다시금 투자センチ먼트를 회복할 수 있을 것으로 기대된다. 부동산 시장의 수요의 회복 탄력성 상 서울수도권과 지방의 양극화가 당분간 불가피할 것으로 예상되는 가운데, 압도적인 서울지역 랜드뱅크 보유와 이에 따른 순차적인 사업 가시화를 고려하면, 이익 성장률이 대형 건설주 내 가장 가파른 종목이 될 것으로 추정된다. 업종 내 Top pick 추천을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2022	3,298	116	121	50	764	-71.5	118	13.1	6.9	0.2	1.7
2023	4,191	195	237	173	2,626	243.6	197	5.6	4.9	0.3	5.9
2024E	4,407	222	244	171	2,588	-1.4	224	7.4	7.8	0.4	5.6
2025E	4,919	409	433	312	4,732	82.8	411	6.0	5.3	0.5	9.5
2026E	5,130	476	503	362	5,496	16.2	479	5.1	3.5	0.5	10.2

자료: HDC현대산업개발, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

2024. 11. 19

건설/건자재

Buy (유지)

목표주가 (유지)	32,000 원
현재주가	19,070 원
상승여력	67.8 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(11/18)	2,469.07 pt
시가총액	12,569 억원
발행주식수	65,907 천주
52 주 최고가 / 최저가	26,700 / 13,360 원
90 일 일평균거래대금	149.68 억원
외국인 지분율	13.0%
배당수익률(24.12E)	3.7%
BPS(24.12E)	47,365 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -9.1%
	6개월 17.0%
	12개월 34.8%
주주구성	HDC 외 8인 43.0%
	국민연금공단 외 1인 12.2%
	자사주 외 1인 2.6%

Stock Price



표1 HDC 현대산업개발 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
매출액	4,191	4,407	4,919	1,075	934	1,033	1,149	955	1,087	1,089	1,276
자재주택	441	361	1,165	288	61	35	57	74	53	88	147
비중 (%)	10.5	8.2	23.7	26.8	6.6	3.4	4.9	7.8	4.8	8.0	11.5
외주주택	2,531	2,577	2,608	492	593	705	742	509	670	610	788
토목	271	314	323	48	67	68	89	76	83	73	82
건축	599	875	538	123	133	149	194	223	216	252	184
Sales Growth (YoY %)	27.1	5.2	11.6	56.8	-2.7	40.0	25.5	-11.1	16.4	5.4	11.0
자재주택	187.8	-18.1	222.4	583.4	-6.7	5.5	357.3	-74.2	-14.0	151.7	158.8
외주주택	26.9	1.8	1.2	17.2	8.8	51.5	31.3	3.6	13.0	-13.5	6.3
토목	-29.8	15.8	2.9	-48.2	-57.5	3.2	24.6	59.7	23.2	7.6	-7.1
건축	67.3	46.2	-38.5	71.4	71.2	61.8	66.5	81.5	63.2	69.0	-5.3
매출총이익	322	369	568	91	59	105	127	82	113	98	134
매출총이익률 (%)	7.7	8.4	11.5	8.4	6.3	10.1	11.0	8.6	10.4	9.0	10.5
자재주택	13.3	20.2	23.2	13.5	16.6	0.9	16.0	29.3	17.0	14.7	19.9
외주주택	8.9	11.1	10.7	8.0	9.5	9.7	8.4	8.9	12.0	11.1	11.7
토목	12.9	16.7	15.2	2.6	4.0	18.1	21.1	17.3	21.6	16.4	11.5
건축	2.8	0.9	3.5	-7.5	-2.0	5.6	10.6	-1.9	1.6	-1.0	5.9
판관비	185	205	216	41	53	43	49	41	59	50	55
판관비율 (%)	4.4	4.7	4.4	3.8	5.7	4.1	4.3	4.3	5.4	4.6	4.3
영업이익	195	222	409	50	6	62	77	42	54	47	79
영업이익률 (%)	4.7	5.0	8.3	4.7	0.6	6.0	6.7	4.4	4.9	4.4	6.2
(YoY %)	67.8	13.6	84.2	흑전	-91.4	-10.8	4.3	-17.0	838.4	-23.5	2.1
당기순이익	173	171	312	41	15	62	55	30	47	33	60
순이익률 (%)	4.1	3.9	6.3	3.8	1.6	6.0	4.8	3.2	4.4	3.0	4.7
(YoY %)	243.6	-1.4	82.8	흑전	-77.5	114.8	85.6	-24.9	213.0	-47.4	8.7

자료: HDC현대산업개발, LS증권 리서치센터

HDC 현대산업개발 (294870)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,443	4,987	4,696	5,332	6,443
현금 및 현금성자산	564	558	56	222	707
매출채권 및 기타채권	1,447	1,969	2,071	2,291	2,811
재고자산	1,575	1,507	1,585	1,769	1,845
기타유동자산	1,856	953	983	1,050	1,080
비유동자산	1,894	2,029	2,099	1,807	1,039
관계기업투자등	1,440	1,534	1,512	1,214	440
유형자산	441	484	575	581	586
무형자산	13	11	12	12	12
자산총계	7,336	7,016	6,794	7,139	7,482
유동부채	3,459	3,148	3,293	3,379	3,409
매입채무 및 기타채무	1,099	1,117	1,309	1,412	1,458
단기금융부채	1,512	1,137	1,097	1,077	1,057
기타유동부채	848	894	888	891	894
비유동부채	975	861	364	359	354
장기금융부채	67	67	68	68	69
기타비유동부채	909	794	296	290	285
부채총계	4,434	4,008	3,657	3,738	3,763
지배주주지분	2,894	3,008	3,134	3,399	3,715
자본금	330	330	330	330	330
자본잉여금	1,605	1,603	1,603	1,603	1,603
이익잉여금	974	1,097	1,222	1,487	1,804
비지배주주지분(연결)	8	0	4	2	3
자본총계	2,902	3,008	3,138	3,401	3,718

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-1,735	640	528	455	289
당기순이익(손실)	50	173	171	312	362
비현금수익비용가감	185	245	245	246	247
유형자산감가상각비	44	57	57	58	59
무형자산상각비	3	3	3	3	3
기타현금수익비용	139	186	185	185	185
영업활동 자산부채변동	-1,971	222	112	-103	-320
매출채권 감소(증가)	-9	-290	-102	-220	-520
재고자산 감소(증가)	-329	78	-78	-184	-76
매입채무 증가(감소)	62	45	191	103	47
기타자산, 부채변동	-1,695	389	100	198	229
투자활동 현금흐름	1,271	-143	-277	-182	-85
유형자산처분(취득)	-27	-31	-56	-28	-28
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	-82	-65	-65	-65	-65
기타투자활동	1,380	-47	-155	-89	8
재무활동 현금흐름	677	-504	-753	-108	280
차입금의 증가(감소)	2,210	979	-261	-34	-34
자본의 증가(감소)	0	9	0	0	0
배당금의 지급	-40	-46	-46	-46	-46
기타재무활동	-1,493	-1,447	-447	-29	359
현금의 증가	213	-6	-502	166	485
기초현금	351	564	558	56	222
기말현금	564	558	56	222	707

자료: HDC 현대산업개발, LS 증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,298	4,191	4,407	4,919	5,130
매출원가	2,982	3,810	3,980	4,294	4,435
매출총이익	316	381	427	625	694
판매비 및 관리비	200	185	205	216	218
영업이익	116	195	222	409	476
(EBITDA)	118	197	224	411	479
금융손익	44	50	30	33	35
이자비용	63	45	33	33	32
관계기업등 투자손익	8	0	0	0	0
기타영업외손익	-48	-9	-9	-9	-9
세전계속사업이익	121	237	244	433	503
계속사업법인세비용	71	64	73	121	141
계속사업이익	50	173	171	312	362
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	50	173	171	312	362
지배주주	50	173	171	312	362
총포괄이익	56	167	171	312	362
매출총이익률 (%)	9.6	9.1	9.7	12.7	13.5
영업이익률 (%)	3.5	4.7	5.0	8.3	9.3
EBITDA 마진률 (%)	3.6	4.7	5.1	8.4	9.3
당기순이익률 (%)	1.5	4.1	3.9	6.3	7.1
ROA (%)	0.7	2.4	2.5	4.5	5.0
ROE (%)	1.7	5.9	5.6	9.5	10.2
ROIC (%)	1.4	4.3	4.3	8.0	9.9

주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (X)					
P/E	13.1	5.6	7.4	6.0	5.1
P/B	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.9	4.9	7.8	5.3	3.5
P/CF	2.8	2.3	3.0	3.3	3.1
배당수익률 (%)	6.0	4.8	3.7	2.5	2.5
성장성 (%)					
매출액	-2.0	27.1	5.2	11.6	4.3
영업이익	-57.4	67.8	13.6	84.2	16.5
세전이익	-58.9	96.0	2.8	77.8	16.2
당기순이익	-71.5	244.3	-1.3	82.8	16.2
EPS	-71.5	243.6	-1.4	82.8	16.2
안정성 (%)					
부채비율	152.8	133.3	116.6	109.9	101.2
유동비율	157.3	158.4	142.6	157.8	189.0
순차입금/자기자본(x)	5.3	0.3	15.6	9.3	-4.8
영업이익/금융비용(x)	1.8	4.3	6.6	12.6	14.9
총차입금 (십억원)	717	567	547	537	527
순차입금 (십억원)	152	9	491	315	-180
주당지표(원)					
EPS	764	2,626	2,588	4,732	5,496
BPS	43,722	45,468	47,365	51,401	56,195
CFPS	3,574	6,346	6,302	8,462	9,240
DPS	600	700	700	700	700

GS 건설 (006360)

이미 좋아진, 더 좋아질

Analyst 김세련

sally.kim@ls-sec.co.kr

이미 입증한 펀더멘탈

GS건설의 3분기 영업이익은 818억원으로 전년동기대비 35.9% 증가, 당사 추정치 810억원에 비교적 부합하는 안정적인 실적 기록했다. 건축/주택 부문에서 일부 현장 원가 점검에 따른 원가율 상승요인, 현장 준공에 따른 준공정산이익으로 원가율 하락요인이 동시에 발생하면서 주택 GPM은 경사적인 잔고 마진 레벨인 7% 수준에 수렴했다. 반면 순이익의 경우 1,208억원으로 컨센서스 순이익 464억원을 큰 폭으로 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록했다. 이는 1) 동탄 임대주택 보유 지분 일부 자산유동화에 따른 처분이익 670억원, 2) 그 밖에 PFV 지분투자 현장 종료에 따른 시행이익을 포함한 기타 지분법이익 발생 등의 영향이다. 특히 2)의 경우는 회계적으로 일회성 성격의 영업외이익으로 분류되었으나, 사실상 주택사업의 경사적인 이익이다. 이러한 시행이익을 고려하면 어닝 서프라이즈나 다름없는 실적을 확인했다고 판단하고 있으며, 주택 익스포저가 높은 종목임에도 어려운 업황 가운데 시장의 우려 대비 펀더멘탈이 다져지고 있다는 점에서 고무적이다.

리스크 보다 기회가 부각되는 시점, 차선후주 추천 유지

금번 실적에서도 확인할 수 있듯이 GS건설의 손익에는 당분간 플러스, 마이너스 요소가 모두 혼재할 전망이다. 마이너스 요소는 Peers와 마찬가지로 주택 현장별 원가 재점검에 따른 추가 비용 반영 가능성, 준공 후 미분양 발생에 따른 매출채권 상각 가능성 등이다. 플러스 요소는 준공정산이익, 클레임 환입, 공사비 에스케일이션에 따른 원가 개선 등이 되겠다. 다만, 현 시점에서는 플러스 요인에 대한 업사이드가 마이너스 요인에 따른 다운사이드보다는 높다는 판단이다. 마진 정상화 현장들의 램프업에 따른 믹스 개선으로 구조적으로 마진이 좋아지는 시점은 내년 하반기가 될 것으로 예상되나, 높은 잔고 마진과 선제적 비용 반영으로 이익 회복의 기운이 높아질 것으로 기대된다. 더불어 서울 수도권의 재개발, 재건축 익스포저가 높아 상대적으로 회복 탄력성이 높은 지역에서의 보유 잔고를 고려할 때 업종 내 차선후주 추천을 유지한다. 실적 개선 속도와 금리 인하에 영향을 주는 매크로 변수를 확인하면서 점진적인 주가 우상향이 가능할 것으로 예상된다.

Buy (유지)

목표주가 (유지)	25,000 원
현재주가	18,140 원
상승여력	37.8 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(11/18)	2,469.07 pt
시가총액	15,524 억원
발행주식수	85,581 천주
52 주 최고가 / 최저가	21,550 / 14,030 원
90 일 일평균거래대금	109.18 억원
외국인 지분율	22.7%
배당수익률(24.12E)	3.3%
BPS(24.12E)	53,497 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 2.5%
	6 개월 25.9%
	12 개월 14.8%
주주구성	하청수 외 17 인 23.6%
	국민연금공단 외 1 인 9.5%
	자사주 외 1 인 0.8%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2022	12,299	555	665	441	5,155	2.9	586	4.1	7.2	0.4	9.3
2023	13,437	-388	-517	-420	-4,902	적전	-355	n/a	n/a	0.3	-9.2
2024E	12,609	343	471	334	3,907	흑전	379	4.6	10.0	0.3	7.5
2025E	12,627	378	428	304	3,551	-9.1	418	5.1	7.4	0.3	6.5
2026E	13,434	552	596	423	4,942	39.2	596	3.7	3.4	0.3	8.5

자료: GS건설, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표2 GS 건설 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
매출액	13,437	12,609	12,627	3,513	3,495.1	3,108	3,321	3,071	3,297	3,109	3,131
인프라	1,105	1,072	1,175	274	310	296	225	257	259	313	243
플랜트/그린	573	543	821	116	139	157	161	102	130	175	137
건축/주택	10,237	9,540	9,076	2,767	2,685	2,262	2,523	2,387	2,533	2,237	2,383
신사업	1,414	1,343	1,444	325	336	368	385	287	350	361	345
Sales Growth (YoY %)	9.2	-6.2	0.1	47.8	14.7	5.2	-15.3	-12.6	-5.7	0.1	-5.7
인프라	4.1	-3.0	9.6	20.7	16.5	13.4	-26.7	-6.3	-16.4	5.7	8.2
플랜트/그린	-25.7	-5.2	51.0	-44.5	69.5	-29.6	-37.4	-12.1	-6.8	11.7	-15.2
건축/주택	9.7	-6.8	-4.9	60.6	11.3	3.7	-16.4	-13.7	-5.7	-1.1	-5.5
신사업	38.0	-5.0	7.5	69.3	29.7	40.5	23.4	-11.7	4.3	-1.9	-10.4
매출원가	13,174	11,553	11,548	3,167	3,745	2,882	3,380	2,795	3,022	2,853	2,884
인프라	1,081	1,049	1,126	252	284	274	271	251	292	280	227
플랜트/그린	545	535	767	138	138	126	142	98	159	153	125
건축/주택	10,267	8,704	8,260	2,496	3,021	2,149	2,601	2,177	2,253	2,073	2,202
신사업	1,171	1,163	1,291	249	275	307	341	239	292	323	309
GPM (%)	2.0	8.4	8.5	9.9	-7.2	7.3	-1.8	9.0	8.4	8.3	7.9
인프라	2.2	2.2	4.1	8.2	8.3	7.4	-20.5	2.4	-12.6	10.5	6.9
플랜트/그린	4.9	1.6	6.5	-19.2	0.4	19.6	11.8	3.6	-22.7	12.7	8.7
건축/주택	-0.3	8.8	9.0	9.8	-12.5	5.0	-3.1	8.8	11.0	7.3	7.6
신사업	17.2	13.4	10.6	23.5	18.2	16.6	11.4	16.6	16.6	10.5	10.6
판관비	650	712	701	187	164	165	134	205	182	175	151
판관비율 (%)	4.8	5.7	5.6	5.3	4.7	5.3	4.0	6.7	5.5	5.6	4.8
영업이익	-388	343	378	159	-414	60	-193	71	94	82	97
영업이익률 (%)	-2.9	2.7	3.0	4.5	-11.8	1.9	-5.8	2.3	2.8	2.6	3.1
(YoY %)	적전	흑전	10.2	3.7	적전	-51.9	적전	-55.5	흑전	35.9	흑전
순이익	-420	334	304	163	-281	12	-314	139	35	121	39
순이익률 (%)	-3.1	2.7	2.4	4.7	-8.0	0.4	-9.4	4.5	1.1	3.9	1.2
(YoY %)	적전	흑전	-9.1	5.1	적전	-92.8	적지	-14.7	흑전	939.5	흑전

자료: GS건설, LS증권 리서치센터

GS 건설 (006360)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,412	9,482	10,765	11,490	13,011
현금 및 현금성자산	2,024	2,245	2,972	3,666	4,734
매출채권 및 기타채권	2,860	3,101	3,282	3,286	3,496
재고자산	1,500	1,339	1,831	1,833	1,951
기타유동자산	3,028	2,797	2,681	2,704	2,830
비유동자산	7,535	8,225	7,760	7,227	6,228
관계기업투자등	4,827	5,008	4,052	3,372	2,278
유형자산	1,820	2,256	2,764	2,903	3,002
무형자산	888	961	943	952	948
자산총계	16,947	17,707	18,525	18,717	19,240
유동부채	8,205	8,796	9,056	9,024	9,219
매입채무 및 기타채무	2,948	2,842	3,070	3,006	3,169
단기금융부채	879	1,286	1,284	1,281	1,279
기타유동부채	4,379	4,668	4,702	4,737	4,772
비유동부채	3,385	4,026	4,343	4,339	4,334
장기금융부채	453	417	413	409	405
기타비유동부채	2,932	3,609	3,930	3,930	3,929
부채총계	11,590	12,822	13,399	13,362	13,554
지배주주지분	4,832	4,314	4,578	4,796	5,132
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	943	942	942	942	942
이익잉여금	3,660	3,046	3,329	3,548	3,885
비지배주주지분(연결)	525	571	548	559	553
자본총계	5,356	4,885	5,126	5,355	5,686

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-7	470	854	1,235	1,295
당기순이익(손실)	441	-420	334	304	423
비현금수익비용가감	335	862	878	926	966
유형자산감가상각비	159	167	183	229	268
무형자산상각비	56	26	26	26	26
기타현금수익비용	120	668	669	670	671
영업활동 자산부채변동	-783	27	-358	6	-94
매출채권 감소(증가)	-94	-288	-181	-5	-210
재고자산 감소(증가)	203	314	-492	-3	-117
매입채무 증가(감소)	101	-96	228	-65	163
기타자산, 부채변동	-993	96	87	78	70
투자활동 현금흐름	-1,311	-763	-421	-439	-106
유형자산처분(취득)	642	627	-4	-4	-4
무형자산 감소(증가)	9	1	18	-9	4
투자자산 감소(증가)	-296	-476	-476	-476	-476
기타투자활동	-1,667	-915	42	51	371
재무활동 현금흐름	625	496	275	-120	-140
차입금의 증가(감소)	642	627	407	-11	-11
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	120	135	51	86	86
기타재무활동	-137	-266	-183	-195	-214
현금의 증가	-695	221	727	694	1,068
기초현금	2,718	2,024	2,245	2,972	3,666
기말현금	2,024	2,245	2,972	3,666	4,734

자료: GS 건설, LS 증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	12,299	13,437	12,609	12,627	13,434
매출원가	11,013	13,174	11,553	11,548	12,176
매출총이익	1,287	262	1,056	1,079	1,258
판매비 및 관리비	732	650	712	701	705
영업이익	555	-388	343	378	552
(EBITDA)	586	-355	379	418	596
금융손익	-99	-207	-220	-150	-137
이자비용	148	306	330	330	329
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	209	77	347	199	180
세전계속사업이익	665	-517	471	428	596
계속사업법인세비용	224	-98	137	124	173
계속사업이익	441	-420	334	304	423
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	441	-420	334	304	423
지배주주	339	-482	324	258	359
총포괄이익	442	-336	250	219	337
매출총이익률 (%)	10.5	2.0	8.4	8.5	9.4
영업이익률 (%)	4.5	-2.9	2.7	3.0	4.1
EBITDA 마진률 (%)	4.8	-2.6	3.0	3.3	4.4
당기순이익률 (%)	3.6	-3.1	2.7	2.4	3.1
ROA (%)	2.7	-2.4	1.8	1.6	2.2
ROE (%)	9.3	-9.2	7.5	6.5	8.5
ROIC (%)	3.6	-3.0	2.2	2.8	4.6

주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (X)					
P/E	4.1	n/a	4.6	5.1	3.7
P/B	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	7.2	n/a	10.0	7.4	3.4
P/CF	2.3	2.9	1.3	1.3	1.1
배당수익률 (%)	6.1	0.0	3.3	5.5	5.5
성장성 (%)					
매출액	36.1	9.2	-6.2	0.1	6.4
영업이익	-14.2	적전	흑전	10.2	46.1
세전이익	1.1	적전	흑전	-9.1	39.2
당기순이익	2.9	적전	흑전	-9.1	39.2
EPS	2.9	적전	흑전	-9.1	39.2
안정성 (%)					
부채비율	216.4	262.5	261.4	249.5	238.4
유동비율	114.7	107.8	118.9	127.3	141.1
순차입금/자기자본(x)	45.3	60.9	43.7	28.7	8.1
영업이익/금융비용(x)	3.7	-1.3	1.0	1.1	1.7
총차입금 (십억원)	4,452	5,222	5,212	5,202	5,192
순차입금 (십억원)	2,429	2,977	2,240	1,536	458
주당지표(원)					
EPS	5,155	-4,902	3,907	3,551	4,942
BPS	56,457	50,413	53,497	56,038	59,970
CFPS	9,067	5,168	14,167	14,367	16,226
DPS	1,300	0	600	1,000	1,000

삼성 E&A (028050)

다시 걸어보는 기대

2024. 11. 19

건설/건자재

Analyst 김세련
sally.kim@ls-sec.co.kr

정산이익이 곧 수행능력

삼성E&A의 지난 3분기 영업이익은 2,040억원으로 전년동기대비 32.9% 증가, 컨센서스 영업이익 1,872억원 대비 8.9% 상회하는 호실적을 기록했다. 매출은 그룹사 CAPEX 축소 기조에 따라 비화공 부문에서의 더딘 매출 램프업과 화공부문의 지난해 수주 공백에 따른 일시적 성장성 둔화가 나타났다.

다만 화공 플랜트에서 정산단계의 현장에서 900억원 가량의 정산이익이 반영되면서 2개분기 연속적으로 19%의 매출총이익률을 기록한 점이 금번 실적 호조의 주된 원인이다. 이는 삼성E&A의 화공플랜트 경상적인 마진 레벨 자체가 과거의 그것과는 차원이 달라진, 수주 타겟 마진의 상향과 발전된 수행 능력에 따른 구조적 신장이 일어난 것으로 매우 고무적인 수준으로 판단하고 있다.

밸류에이션 메리트 높아진 구간, 차선호주와 Trading Buy 의견 유지

삼성E&A의 주가 낙폭 과대에는 1) 그룹사 Captive 수주 감소 전망에 따른 불가피한 성장성 둔화, 2) 해외 수주 공백에 따른 모멘텀 부재가 그 요인이었다. 다만 글로벌 Peers는 우량한 수주를 바탕으로 주가 우상향이 지속되고 있으며, 주요 발주처인 사우디 역시 투자에 대한 효율화가 진행되고는 있으나 발주 기조가 아직 꺾이지 않았기 때문에 업스트림, 가스를 필두로 한 플랜트 업황 역시 우호적이다.

주가는 과대된 낙폭으로 인해 내재 ROE 대비 지나치게 할인 구간에 접어들며 밸류에이션 메리트 역시 높아졌다. 지난 금요일 카타르 Ras Laffan 에틸렌 저장 시설 3억달러 수주를 필두로 수주 파이프 라인인 말레이시아 SAF 10억달러, UAE Ruwais Ta'ziz 메탄올 15억달러, 사우디 San-6 블루암모니아 20억달러 등의 수주 가시화에 대한 기대감이 다시금 주가 모멘텀이 될 것으로 예상된다. 업종 내 차선호주 추천을 유지하고, 현 주가 레벨에서 Trading Buy 전략이 유효하다는 판단이다.

Buy (유지)

목표주가 (유지)	28,000 원
현재주가	17,710 원
상승여력	58.1 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(11/18)	2,469.07 pt
시가총액	34,712 억원
발행주식수	196,000 천주
52 주 최고가 / 최저가	29,000 / 16,530 원
90 일 일평균거래대금	179.54 억원
외국인 지분율	46.3%
배당수익률(24.12E)	0.0%
BPS(24.12E)	22,218 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -9.4%
	6개월 -18.2%
	12개월 -29.8%
주주구성	삼성 SDI 외 8인 20.5%
	국민연금공단 외 1인 7.3%
	삼성이앤에이우리스주 외 1인 0.1%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2022	10,054	703	716	595	3,392	78.6	760	6.6	4.2	1.6	25.4
2023	10,625	993	933	696	3,846	13.4	1,058	7.5	4.6	1.6	22.6
2024E	9,972	874	920	662	3,918	1.9	940	4.5	3.2	0.8	16.9
2025E	10,153	844	870	644	3,236	-17.4	908	5.5	2.7	0.7	13.7
2026E	10,728	946	976	722	3,601	11.3	1,009	4.9	2.0	0.6	13.3

자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표3 삼성 E&A 화공 플랜트 수주 파이프라인

프로젝트명	금액	비고	시점
말레이시아 SAF	10 억달러	경쟁입찰	연내
UAE Ruwais Ta'ziz 메탄올	15 억달러	경쟁입찰	연내
사우디 San-6 블루암모니아	20 억달러	경쟁입찰	연내
인도네시아 TPPI 올레핀	40 억달러	FEED to EPC	1H25
사우디 알루자인 PDH/PP	20 억달러	경쟁입찰	
말레이시아 OGP 2	15 억달러	경쟁입찰	-
말레이시아 H2biscus 수소	-	FEED to EPC	-

자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터

표4 삼성 E&A 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
매출액	10,625	9,972	10,153	2,533	2,786	2,478	2,827	2,385	2,686	2,317	2,584
화공	4,607	4,557	5,243	1,074	1,297	1,193	1,043	942	1,230	1,109	1,276
비화공	6,018	5,415	4,910	1,459	1,489	1,285	1,785	1,443	1,456	1,208	1,308
Sales Growth (YoY %)	5.7	-6.1	1.8	17.1	11.7	0.8	-3.8	-5.9	-3.6	-6.5	-8.6
화공	-4.4	-1.1	15.1	0.9	6.3	-5.5	-18.1	-12.4	-5.2	-7.0	22.4
비화공	15.0	-10.0	-9.3	32.8	16.9	7.5	7.1	-1.1	-2.2	-6.0	-26.7
매출총이익률 (%)	13.7	14.0	13.3	12.7	16.2	10.6	14.6	14.1	14.7	14.4	12.8
화공	13.9	17.6	15.5	9.9	18.0	10.6	16.8	15.8	19.5	19.3	15.5
비화공	13.4	11.0	11.0	14.8	14.7	10.6	13.3	13.0	10.8	9.9	10.1
영업이익	993	874	844	225	344	153	270	209	263	204	198
영업이익률 (%)	9.3	8.8	8.3	8.9	12.4	6.2	9.5	8.8	9.8	8.8	7.7
(YoY %)	41.3	-12.0	-3.4	29.2	124.5	-4.4	25.8	-7.1	-23.8	32.9	-26.7
순이익	696	662	644	176	251	156	112	164	205	158	134
순이익률 (%)	6.5	6.6	6.3	6.9	9.0	6.3	4.0	6.9	7.6	6.8	5.2
(YoY %)	16.8	-4.8	-2.8	54.7	80.1	-3.9	-37.5	-6.7	-18.4	1.5	19.6

주: IFRS 연결기준 / 자료: 삼성E&A, LS증권 리서치센터

삼성 E&A (028050)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,948	5,965	5,310	5,965	6,692
현금 및 현금성자산	1,412	915	614	1,189	1,675
매출채권 및 기타채권	2,344	2,351	2,186	2,225	2,351
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	2,191	2,699	2,510	2,551	2,666
비유동자산	1,901	1,836	3,404	3,245	3,105
관계기업투자등	1,389	1,326	2,713	2,569	2,442
유형자산	437	430	610	596	583
무형자산	75	81	81	81	81
자산총계	7,849	7,801	8,714	9,210	9,797
유동부채	5,013	4,217	4,295	4,150	4,016
매입채무 및 기타채무	4,116	3,340	3,853	3,737	3,631
단기금융부채	232	119	98	78	62
기타유동부채	665	758	345	334	324
비유동부채	259	286	284	281	279
장기금융부채	20	14	15	15	15
기타비유동부채	238	272	269	267	264
부채총계	5,272	4,503	4,579	4,431	4,295
지배주주지분	2,693	3,473	4,355	5,033	5,793
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	-22	-22	-22	-22	-22
이익잉여금	1,677	2,430	3,092	3,736	4,458
비지배주주지분(연결)	-116	-175	-219	-253	-292
자본총계	2,577	3,298	4,135	4,779	5,501

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	577	-460	-165	708	615
당기순이익(손실)	595	696	662	644	722
비현금수익비용가감	285	395	234	233	232
유형자산감가상각비	42	44	44	42	41
무형자산상각비	16	22	22	22	22
기타현금수익비용	228	330	169	169	169
영업활동 자산부채변동	-304	-1,551	-1,061	-169	-339
매출채권 감소(증가)	-326	87	-165	40	126
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	93	-128	-513	115	107
기타자산, 부채변동	-71	-1,510	-383	-324	-572
투자활동 현금흐름	-529	16	-72	-71	-71
유형자산처분(취득)	-14	-11	-22	-19	-17
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-21	-28	-28	-28	-28
기타투자활동	-494	56	-22	-24	-26
재무활동 현금흐름	175	-123	-134	-132	-129
차입금의 증가(감소)	175	-11	-22	-19	-17
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	-112	-112	-112	-112
현금의 증가	274	-497	-301	575	486
기초현금	1,138	1,412	915	614	1,189
기말현금	1,412	915	614	1,189	1,675

주: IFRS 연결 기준

자료: 삼성 E&A, LS 증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	10,054	10,625	9,972	10,153	10,728
매출원가	8,973	9,174	8,575	8,801	9,267
매출총이익	1,081	1,451	1,397	1,352	1,461
판매비 및 관리비	378	458	524	508	515
영업이익	703	993	874	844	946
(EBITDA)	760	1,058	940	908	1,009
금융손익	4	-63	-59	-59	-59
이자비용	15	23	17	19	22
관계기업등 투자손익	8	17	0	0	0
기타영업외손익	1	-15	105	85	89
세전계속사업이익	716	933	920	870	976
계속사업법인세비용	120	237	257	226	254
계속사업이익	595	696	662	644	722
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	595	696	662	644	722
지배주주	665	754	768	634	706
총포괄이익	617	721	634	618	697
매출총이익률 (%)	10.8	13.7	14.0	13.3	13.6
영업이익률 (%)	7.0	9.3	8.8	8.3	8.8
EBITDA 마진률 (%)	7.6	10.0	9.4	8.9	9.4
당기순이익률 (%)	5.9	6.5	6.6	6.3	6.7
ROA (%)	8.6	8.9	8.0	7.2	7.6
ROE (%)	25.4	22.6	16.9	13.7	13.3
ROIC (%)	47.8	32.6	17.7	17.3	18.1

주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	6.6	7.5	4.5	5.5	4.9
P/B	1.6	1.6	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.2	4.6	3.2	2.7	2.0
P/CF	5.0	5.2	3.9	4.0	3.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	34.3	5.7	-6.1	1.8	5.7
영업이익	39.7	41.3	-12.0	-3.4	12.0
세전이익	35.2	30.3	-1.4	-5.4	12.1
당기순이익	69.6	16.8	-4.8	-2.8	12.1
EPS	78.6	13.4	1.9	-17.4	11.3
안정성 (%)					
부채비율	204.6	136.5	110.7	92.7	78.1
유동비율	118.6	141.5	123.6	143.7	166.6
순차입금/자기자본(x)	-45.8	-24.1	-11.5	-21.5	-27.2
영업이익/금융비용(x)	48.0	43.4	51.9	43.4	42.9
총차입금 (십억원)	232	119	139	159	179
순차입금 (십억원)	-1,180	-796	-475	-1,030	-1,495
주당지표 (원)					
EPS	3,392	3,846	3,918	3,236	3,601
BPS	13,741	17,721	22,218	25,677	29,556
CFPS	4,492	5,565	4,573	4,475	4,869
DPS	0	0	0	0	0

현대건설 (000720)

2024. 11. 19

건설/건자재

점진적으로 증명할 미래

Analyst 김세련

sally.kim@ls-sec.co.kr

다소 흔들린 펀더멘탈

현대건설의 지난 3분기 매출액은 8조 2,569억원으로 전년동기대비 5.1% 증가, 컨센서스에 비교적 부합했다. 반면 영업이익은 1,143억원으로 전년동기대비 53.1% 감소, 컨센서스 영업이익 1,481억원 대비 22.9% 하회하는 아쉬운 실적을 기록했다. 이는 사우디 마잔 현장에서 코로나19 여파로 공사 지연에 따른 발주처와의 비용 협상이 다소 지연되면서 해당 현장에서 700억원 가량의 원가상승이 일시적으로 발생한데에 기인한다. 다만, 이러한 일회성 요소를 제외하고 보더라도 해외부문 연결 마진율이 1% 남짓으로 떨어져 있어, 현대건설의 해외부문 잔고 마진의 절대 수준에 대한 눈높이를 낮출 수 밖에 없는 실정이다. 매출액은 국내 대형 현장인 힐스테이트 운정, S-Oil 사힌 및 기타 굵직한 도시정비사업들의 본격적 착공과, 해외 현장인 이라크 바스라 정유, 파나마 메트로 등의 공정 기여로 성장세가 지속되고 있다. 그러나 이러한 매출이 볼륨성장이 이익볼륨 성장으로 이어지지 못하고 있어 실적 체력 자체가 둔화된 점은 아쉽다.

머지않은 해외 수주 모멘텀과 이익 턴어라운드

현대건설의 낮아진 마진이 믹스업으로 좋아지기까지는 다소 시간이 걸릴 수 있다. 그러나 금번분기 국내부문에서 경성적으로 7% 수준의 매출총이익률을 기록한 점과, 상대적으로 마진율이 낮을 것으로 추정되는 2022년 착공 현장 매출 기여가 2025년에 절반 이하로 떨어질 것으로 기대되는 점을 고려하면, 마진 개선은 시간의 문제다. 더불어 사우디 아미랄의 본격적인 램프업 등을 고려할 때 느리지만 점진적인 이익 개선이라는 방향성은 분명하다고 판단된다.

불가리아 코즐로두이 원전의 경우 지난 11/4에 설계 계약이 확정되며 내년 조 단위의 EPC본계약 가시화에 대한 기대감이 높아져 있으며, 11/11에 추가로 사우디 리야드 송전공사 1조원의 수주 성과를 기록하며 여전히 해외 수주에서의 포텐셜이 남아있음을 재확인한 점 역시 긍정적이다. 현대건설의 12M Forward PBR은 0.4X로 국내 사업만을 영위하는 주택주 평균에 수렴하고 있어 밸류에이션 메리트가 높은 주가 구간으로 판단된다. 2025년을 바라보고 베팅하기 좋은 시점으로 보인다.

Buy (유지)

목표주가 (유지)	40,000 원
현재주가	28,950 원
상승여력	38.2 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(11/18)	2,469.07 pt
시가총액	32,237 억원
발행주식수	111,356 천주
52주 최고가 / 최저가	37,350 / 27,900 원
90일 일평균거래대금	117.75 억원
외국인 지분율	22.1%
배당수익률(24.12E)	2.1%
BPS(24.12E)	77,338 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 0.8%
	6개월 -6.1%
	12개월 -21.1%
주주구성	현대자동차 외 6인 34.9%
	국민연금공단 외 1인 6.9%
	현대건설우리스주 외 1인 0.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2022	21,239	575	754	471	3,672	0.3	757	9.5	1.6	0.5	6.3
2023	29,651	785	940	654	4,813	31.1	982	7.3	1.7	0.5	8.3
2024E	34,119	696	876	543	4,144	-13.9	895	7.0	2.7	0.4	6.5
2025E	32,192	725	825	577	4,407	6.3	931	6.6	2.5	0.4	6.5
2026E	32,218	890	979	686	5,234	18.8	1,101	5.5	1.5	0.3	7.3

자료: 현대건설, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표5 현대건설 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
매출액	29,651	34,119	32,192	6,031	7,163	7,859	8,598	8,545	8,621	8,257	8,696
국내	17,765	19,702	18,325	3,711	4,509	4,525	5,021	4,590	5,243	4,665	5,204
현대건설	11,134	12,161	12,387	2,336	2,839	2,773	3,187	2,820	3,152	2,850	3,340
현대엔지니어링	6,183	7,216	5,646	1,286	1,543	1,536	1,818	1,678	2,042	1,704	1,792
기타	449	324	292	89	128	216	17	93	48	111	72
해외	11,887	14,418	13,868	2,321	2,655	3,334	3,577	3,955	3,379	3,592	3,492
현대건설	4,645	5,117	5,978	1,091	952	1,258	1,344	1,349	1,169	1,280	1,319
현대엔지니어링	6,884	8,489	7,062	1,210	1,680	1,904	2,091	2,418	2,021	2,086	1,964
기타	358	811	828	19	23	172	143	188	188	227	209
현대건설	15,779	17,279	18,365	3,427	3,790	4,031	4,531	4,168	4,321	4,130	4,659
현대엔지니어링	13,066	15,705	12,708	2,495	3,222	3,440	3,908	4,096	4,064	3,790	3,756
Sales Growth (YoY %)	39.6	15.1	-5.6	45.5	28.4	44.7	41.3	41.7	20.4	5.1	1.1
국내	41.0	10.9	-7.0	47.8	41.7	46.1	31.9	23.7	16.3	3.1	3.6
현대건설	42.0	9.2	1.9	52.3	46.6	38.4	34.5	20.7	11.0	2.8	4.8
현대엔지니어링	39.5	16.7	-21.8	42.2	34.3	51.3	33.4	30.5	32.4	10.9	-1.4
기타	38.8	-27.7	-10.0	22.1	31.1	176.9	-78.1	4.4	-62.2	-48.6	338.9
해외	37.5	21.3	-3.8	41.9	10.8	42.8	57.2	70.4	27.3	7.7	-2.4
현대건설	12.3	10.2	16.8	27.0	-7.7	11.6	20.2	23.6	22.9	1.7	-1.8
현대엔지니어링	57.0	23.3	-16.8	64.0	26.0	61.0	84.7	99.9	20.3	9.6	-6.1
기타	193.7	126.8	2.0	-49.3	-29.1	597.6	452.7	869.1	704.3	31.5	46.3
현대건설	31.7	9.5	6.3	43.2	27.7	28.8	29.9	21.6	14.0	2.5	2.8
현대엔지니어링	48.2	20.2	-19.1	52.0	29.9	56.5	56.7	64.2	26.1	10.2	-3.9
매출총이익률 (%)	5.7	5.0	5.4	6.3	5.6	6.6	4.8	6.2	4.0	4.2	5.4
국내	7.1	6.3	6.7	6.8	7.2	6.7	7.6	6.1	5.0	7.0	7.1
해외	4.0	3.2	3.6	5.5	3.7	6.4	1.0	6.4	2.3	0.7	2.9
현대건설	3.9	4.2	4.5	6.2	4.3	1.3	4.1	5.5	3.4	3.2	4.6
현대엔지니어링	4.9	4.7	5.0	5.1	5.2	4.3	5.1	5.4	3.8	4.1	5.5
영업이익	785	696	725	174	224	244	144	251	147	114	183
영업이익률 (%)	2.6	2.0	2.3	2.9	3.1	3.1	1.7	2.9	1.7	1.4	2.1
순이익	654	543	577	151	212	181	110	208	146	40	148
순이익률 (%)	2.2	1.6	1.8	2.5	3.0	2.3	1.3	2.4	1.7	0.5	1.7
YoY (%)	38.9	-17.0	6.3	-17.8	-5.6	-22.8	흑전	38.4	-31.2	-77.9	34.7

주: IFRS 연결기준

자료: 현대건설, LS증권 리서치센터

현대건설 (000720)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	15,517	18,613	19,221	17,417	16,350
현금 및 현금성자산	3,974	4,206	2,795	2,803	3,464
매출채권 및 기타채권	7,849	10,659	12,246	10,584	8,827
재고자산	855	816	935	882	883
기타유동자산	2,839	2,933	3,246	3,148	3,177
비유동자산	5,395	5,101	4,775	6,435	7,996
관계기업투자등	3,626	3,172	2,807	4,698	6,493
유형자산	1,049	1,205	1,243	1,013	778
무형자산	721	724	724	724	724
자산총계	20,912	23,714	23,996	23,853	24,346
유동부채	8,757	10,357	11,774	11,173	11,098
매입채무 및 기타채무	6,806	7,715	9,150	8,598	8,559
단기금융부채	83	249	250	238	232
기타유동부채	1,868	2,393	2,374	2,337	2,308
비유동부채	2,230	2,902	1,331	1,260	1,220
장기금융부채	141	128	115	104	93
기타비유동부채	2,089	2,774	1,216	1,156	1,126
부채총계	10,987	13,259	13,105	12,433	12,318
지배주주지분	7,687	8,137	8,612	9,122	9,740
자본금	562	562	562	562	562
자본잉여금	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095
이익잉여금	6,009	6,420	6,896	7,405	8,024
비지배주주지분(연결)	2,238	2,319	2,278	2,299	2,288
자본총계	9,924	10,456	10,890	11,420	12,028

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-143	-715	-172	1,337	1,952
당기순이익(손실)	471	654	543	577	686
비현금수익비용가감	213	447	447	453	458
유형자산감가상각비	172	187	190	197	202
무형자산상각비	9	10	10	10	10
기타현금수익비용	31	251	248	247	246
영업활동 자산부채변동	-827	-1,816	-1,162	307	808
매출채권 감소(증가)	-538	-1,366	-1,586	1,662	1,757
재고자산 감소(증가)	-91	54	-119	53	-1
매입채무 증가(감소)	638	1,344	1,435	-552	-40
기타자산, 부채변동	-837	-1,849	-891	-856	-908
투자활동 현금흐름	1,853	563	-835	-794	-813
유형자산처분(취득)	-112	-105	3	-30	-15
무형자산 감소(증가)	5	2	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-148	-223	-223	-223	-223
기타투자활동	2,109	889	-615	-541	-575
재무활동 현금흐름	-658	366	-420	-549	-491
차입금의 증가(감소)	24	636	12	-118	-59
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	115	95	-67	-67	-67
기타재무활동	-797	-364	-364	-364	-364
현금의 증가	1,047	232	-1,411	9	661
기초현금	2,927	3,974	4,206	2,795	2,803
기말현금	3,974	4,206	2,795	2,803	3,464

주: IFRS 연결 기준

자료: 현대건설, LS 증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	21,239	29,651	34,119	32,192	32,218
매출원가	19,726	27,949	32,424	30,470	30,330
매출총이익	1,513	1,703	1,695	1,723	1,888
판매비 및 관리비	938	917	1,000	998	999
영업이익	575	785	696	725	890
(EBITDA)	757	982	895	931	1,101
금융손익	225	153	143	133	123
이자비용	44	64	78	77	74
관계기업등 투자손익	15	11	0	0	0
기타영업외손익	-61	-10	37	-33	-33
세전계속사업이익	754	940	876	825	979
계속사업법인세비용	283	285	333	247	294
계속사업이익	471	654	543	577	686
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	471	654	543	577	686
지배주주	409	536	461	491	583
총포괄이익	615	626	515	549	657
매출총이익률 (%)	7.1	5.7	5.0	5.4	5.9
영업이익률 (%)	2.7	2.6	2.0	2.3	2.8
EBITDA 마진률 (%)	3.6	3.3	2.6	2.9	3.4
당기순이익률 (%)	2.2	2.2	1.6	1.8	2.1
ROA (%)	2.3	2.9	2.3	2.4	2.8
ROE (%)	6.3	8.3	6.5	6.5	7.3
ROIC (%)	4.1	5.8	3.5	4.4	5.6


주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	9.5	7.3	7.0	6.6	5.5
P/B	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	1.6	1.7	2.7	2.5	1.5
P/CF	5.7	3.5	3.3	3.1	2.8
배당수익률 (%)	1.7	1.7	2.1	2.1	2.1
성장성 (%)					
매출액	17.6	39.6	15.1	-5.6	0.1
영업이익	-23.7	36.6	-11.4	4.2	22.7
세전이익	-11.7	24.6	-6.8	-5.8	18.8
당기순이익	-15.1	38.9	-17.0	6.3	18.8
EPS	0.3	31.1	-13.9	6.3	18.8
안정성 (%)					
부채비율	110.7	126.8	120.3	108.9	102.4
유동비율	177.2	179.7	163.2	155.9	147.3
순차입금/자기자본(x)	-27.0	-20.9	-7.0	-7.6	-13.2
영업이익/금융비용(x)	13.1	12.3	8.9	9.5	12.1
총차입금 (십억원)	1,297	2,022	2,032	1,932	1,882
순차입금 (십억원)	-2,677	-2,183	-763	-871	-1,582
주당지표 (원)					
EPS	3,672	4,813	4,144	4,407	5,234
BPS	69,028	73,069	77,338	81,916	87,467
CFPS	6,139	9,893	8,892	9,254	10,267
DPS	600	600	600	600	600

HDC 현대산업개발 목표주가 추이

(원)

주가 — 목표주가



투자 의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비
2024.08.30	신규	김세련			
2024.08.30	Buy	36,000	-26.4	-33.3	
2024.10.08	Buy	32,000			


GS 건설

목표주가 추이

(원)

주가

목표주가




투자 의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2019.07.22	신규	김세련									
2023.07.07	Hold	16,000	-6.9		-12.1						
2023.10.31	Hold	15,000	21.5		1.6						
2024.07.19	Buy	23,000	-16.5		-21.8						
2024.07.29	Buy	25,000									

삼성 E&A 목표주가 추이

(원)

주가 — 목표주가



투자자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2019.07.22	신규	김세련									
2023.10.31	Buy	33,000	-12.1		-23.9						
2024.04.08	Buy	35,000	-18.4		-30.3						
2024.10.25	Buy	30,000	-37.1		-40.1						
2024.11.18	Buy	28,000									

현대건설

목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

투자 의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비
2019.07.22	신규	김세련			
2023.04.10	Buy	55,000	-25.2		-33.1
2024.01.24	Buy	50,000	-28.6		-32.9
2024.07.09	Buy	45,000	-23.4		-27.4
2024.07.22	Buy	43,000	-22.2		-27.6
2024.10.23	Buy	40,000			

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김세련).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종) Company (기업)	시가총액 대비	Overweight (비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	93.9%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 15\%$ 로 변경
	투자등급 3 단계	Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	6.1%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2023. 10. 1 ~ 2024. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)