

# 건설

## 팩트는 건강해지고 있다는 것

이태환   taehwan.lee@daishin.com



## 건설

- 금리 하락 전환에 대한 기대감을 바탕으로 주택주의 소폭 반등이 나타났으나, 섹터 내 대형주인 삼성E&A가 유가 하락에 따른 중동 발주시장 악화, 비화공 수주·매출 불확실성 확대로 인해 하반기 급락함에 따라 크게 부진
- 건설업 선행지표는 신규 착공 면적만 9월 누계 기준 57.9백만m<sup>2</sup>(+10.9% yoy)를 기록하며 개선이 나타났고, 이외 수주, 허가 등은 전년대비 역성장한 것으로 파악. 착공여건이 개선되면서 미착공물량의 착공 전환이 늘어나고 있는 것으로 추정. 9월 누계 건설 기성액은 124.2조원(-0.9% yoy)을 기록했으며, 이는 진행중 현장의 준공이 크게 늘어나고 있는 영향
- '25년 SOC 예산이 25.5조원(-3.6% yoy)으로 감소했고, 민간 수주도 비주택이 특히 부진하며 아직 개선점을 찾지 못해 '25년 수주 전망이 다소 부정적인 것은 사실. 다만, 기준 금리 피벗으로 인해 '25년 자금 조달 환경은 개선될 수 있어 주택 중심으로 민간 수주 회복을 기대
- 주택 거래시장은 매매·전세가격이 서울/수도권 중심으로 강세를 보이고 있고, 지방(영·호남)도 하락폭이 축소되던 과정이었으나, 금융당국 대출 규제 강화로 회복 지연. 7월 5만건을 상회했던 아파트 매매거래량도 다시 3만건대로 회귀. 기준금리 인하에도 불구하고 대출금리는 상승했기 때문
- '25년 입주계획물량은 26.3만세대(-27.6% yoy)로 감소 예정. '23년 분양 급감의 영향. 전국 아파트 미분양은 6월 74,037세대를 정점으로 3개월 연속 감소 중. 특히 미분양이 많았던 대구 역시 신규 공급 감소와 할인분양 영향으로 물량 소화 단계 진입. 준공후미분양은 14개월 연속 증가 중
- 금융감독원은 개선된 사업성 평가기준을 바탕으로 유의·부실우려 사업장을 점검 중. 1차 평가 결과 대손가능성이 있는 유의·부실우려 익스포저는 21.0조원(9.7%)이었으며, 이 중 건설사가 책임준공 또는 신용보강을 제공하여 참여중인 PF 익스포저는 약 5.1조원 규모. 2차 평가에서 유의·부실우려 등급으로 분류된 여신은 약 2.3조원으로 파악됨
- 해외시장은 상대적으로 불확실성이 커진 시점. 아시아 수주가 미진했던 가운데, 사우디를 중심으로 대형 프로젝트 발주가 기대되던 중동이 기존 계획을 축소 또는 재검토하는 등 우려사항 증대
- 상대적으로 국내 주택시장의 회복이 좀 더 선명할 수 있는 상황이며, 미착공 PF 사업장의 순차적 착공 전환이 진행되며 안정화되고 있는 것으로 추정. 이익 회복 가시성이 높은 기업들이 당장의 선호도 높음
- 추천종목은 HDC현대산업개발, GS건설

# 2025년, 팩트는 건강해지고 있다는 것

## 건설 투자 의견은 Overweight, Top-Picks는 HDC현대산업개발, GS건설

- 국내 건설업체 실적은 바닥을 통과하고 있는 과정. 지난 '21~'22년 높은 원가율 현장들이 '24~'25년 준공되며 정산 비용이 발생 중. PF리스크, 이익 불확실성 등으로 인해 투자자들로부터 외면 받았음
- '25년 주택시장은 시차를 두고 개선될 것으로 전망. 현재 기준금리 하락에도 불구하고 정부 대출규제로 인해 예대금리차이가 벌어지면서 회복세가 다소 지연된 상황. 다만, 시장금리 인하는 결국 불가피하며 '25년부터 예정 입주물량이 급감할 예정으로 주택매수심리 자극하며 미분양 물량 소화 예상
- 반면, 해외시장은 상대적으로 불확실성이 커진 시점. 아시아 수주가 미진했던 가운데, 사우디를 중심으로 대형 프로젝트 발주가 기대되던 중동이 기존 계획을 축소 또는 재검토하는 등 우려사항 증대
- 상대적으로 국내 주택시장의 회복이 좀 더 선명할 수 있는 상황이며, 하반기로 갈수록 주요 건설업체들의 원가율도 순차적으로 80%대 진입 가능. 당장의 이익 회복 가시성이 높은 기업들이 선호도 높음
- 추천종목은 HDC현대산업개발, GS건설

당사 Universe 건설업체의 실적 전망 및 투자 의견

(단위: 십억원, %, 배)

종목	삼성E&A		현대건설		GS건설		대우건설		DL이앤씨		HDC현대산업개발	
투자 의견	BUY		BUY		BUY		BUY		BUY		BUY	
목표주가	31,000		43,000		24,000		4,500		44,000		30,000	
현주가 (11/12)	17,600		28,700		17,390		3,585		30,400		19,260	
Upside	76.1		49.8		38.0		25.5		44.7		55.8	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	9,636	8,987	33,053	30,811	12,572	12,910	10,570	10,232	7,987	7,141	4,354	4,918
영업이익	861	769	606	782	344	553	389	439	289	418	217	370
OPM	8.9	8.6	1.8	2.5	2.7	4.3	3.7	4.3	3.6	5.9	5.0	7.5
%yoy	-13.3	-10.6	-22.9	29.1	흑전	60.9	-41.4	12.9	-12.6	44.8	10.9	71.0
순이익	661	555	405	578	361	390	294	345	191	264	166	265
ROE	20.1	12.3	4.4	6.7	7.7	7.8	7.0	8.0	3.9	5.2	5.4	8.2
PBR	0.9	0.8	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
PER	4.7	6.6	9.0	5.6	4.6	4.2	5.4	4.6	7.1	5.1	8.4	5.3

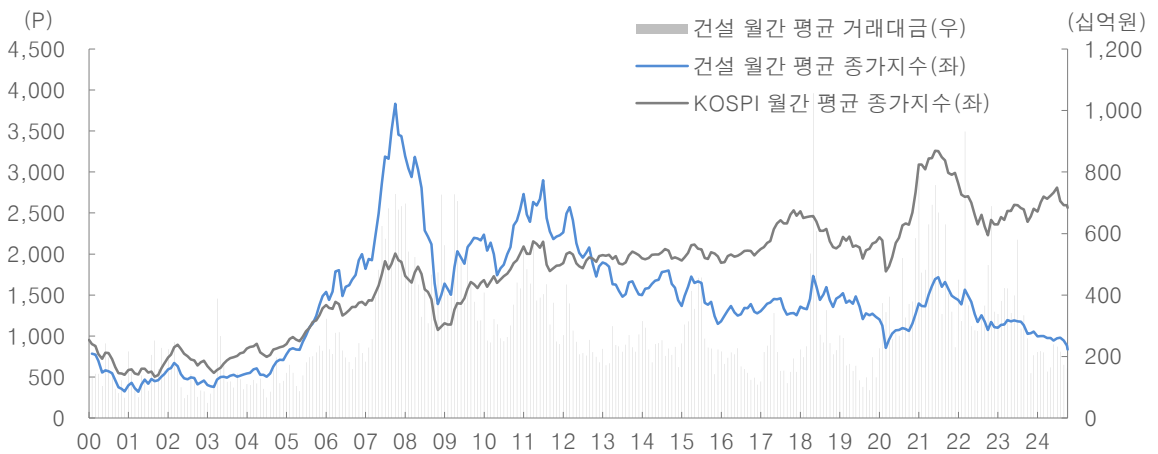
자료 : 대신증권 Research Center

# [2024년 결산] 건설: 아직도 안 삽니다

## 건설주 투자 심리 악화 지속

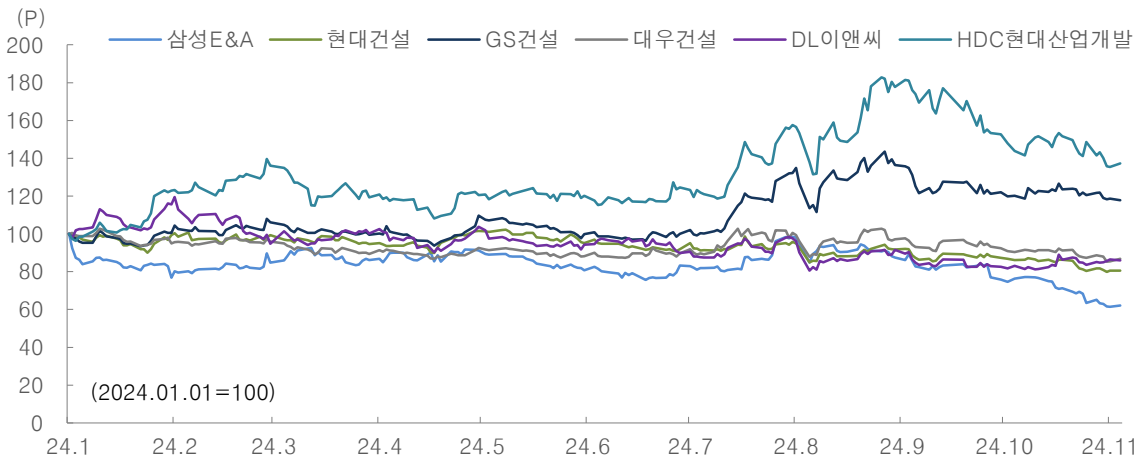
- 연초 태영건설 워크아웃 및 건설업체 PF 채무 상환기일 도래 과정에서 PF 리스크에 대한 공포 확대. 연초 지방 청약 성과 부진에 따라 미분양 위험 함께 상승. '24년 건설업체 실적 눈높이가 낮아지고 있던 시점에서 착공 지연 및 유동성 위기까지 더해지면서 국내 건설업체 투자 심리는 극도로 악화
- 금리 하락 전환에 대한 기대감을 바탕으로 주택주 위주로 소폭 반등이 나타났으나, 섹터 내 대형주인 삼성E&A가 유가 하락에 따른 중동 발주시장 악화, 비화공 수주·매출 불확실성 확대로 인해 하반기 급락함에 따라 크게 부진. KOSPI 대비 대폭 하회했으며, 월평균 거래대금 역시 2,000억원을 하회 중

## 건설업종 종가 지수 및 거래대금



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 커버리지 6개사 2024년 시가총액 지수



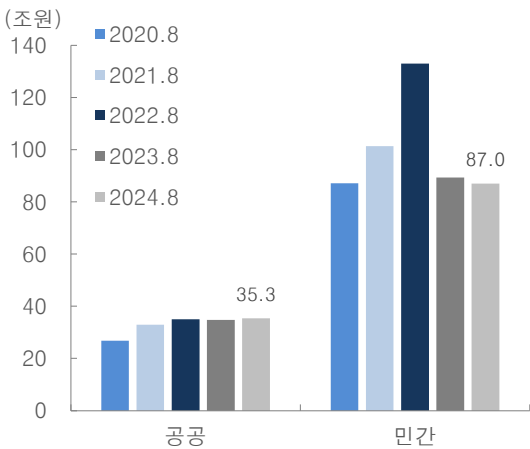
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

# 선행 지표: 착공 면적은 낮은 기저 대비 개선

## 여전히 선행지표 침체했으나, 미뤄뒀던 착공은 진행 중

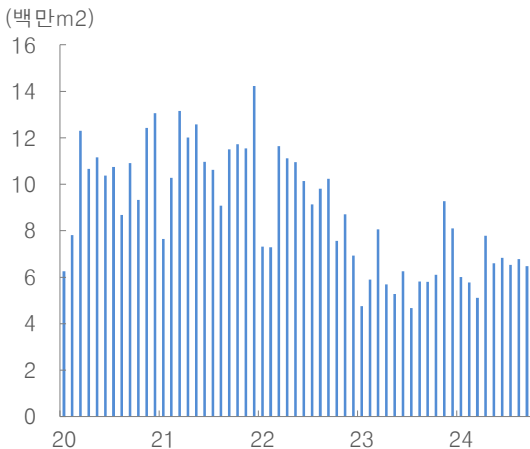
- "24년 8월 누적 수주는 122.3조원(-1.4% yoy)을 기록하며 부진했던 전년 대비 역성장 흐름을 나타냈으며, 누계 건축 허가면적 역시 78.3백만m2(-15.7% yoy)로 감소하는 모습을 보였음
- 반면, 9월 누계 신규 착공 면적은 57.9백만m2(+10.9% yoy)를 기록하며 개선되었던 모습. 과거 20년을 기준으로 허가, 착공은 대체로 같은 방향으로 움직였으나, 2022년에는 건축 허가면적이 전년비 +4.8% 상승한 반면, 착공 면적은 -18.1% 감소했음. 이번 신규 착공 면적 증가는 주택 시장 회복이 나타나면서 누적됐던 미착공물량의 착공 전환이 진행되고 있는 것으로 해석
- 9월 누계 건설 기성액은 124.2조원(-0.9% yoy)을 기록. 진행중 현장의 준공이 늘어나고 있는 영향

최근 5개년 1~8월 국내 건설 누적 수주



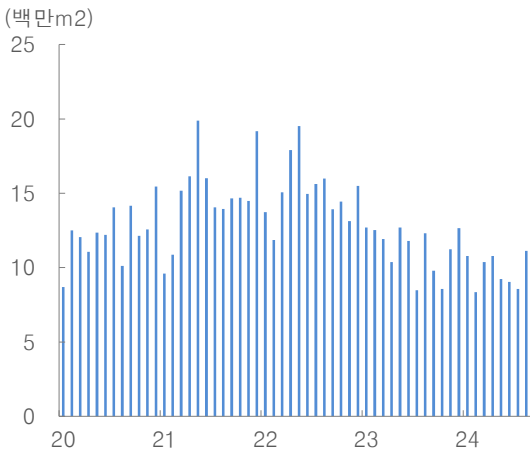
자료: 대한건설협회, 대신증권 Research Center

신규 착공 면적



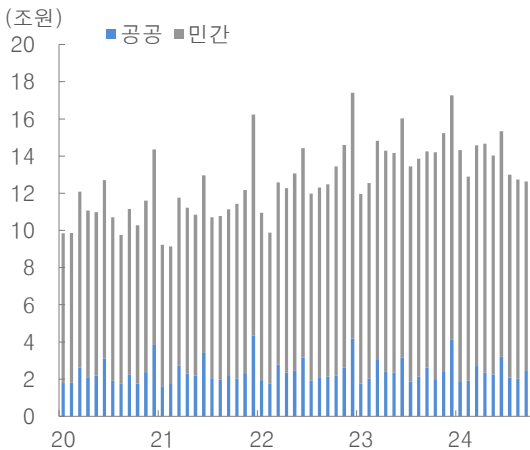
자료: 국토교통부, 대신증권 Research Center

건축 허가면적



자료: 국토교통부, 대신증권 Research Center

건설 기성액



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

# 국내 수주: 금리 인하 효과 기대

## 공공부문 예산 감소, 민간부문 개선 가능

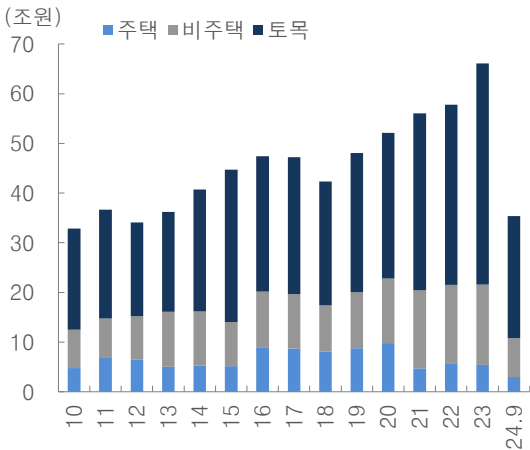
- '25년 SOC 예산은 25.5조원(-3.6% yoy)으로 편성. 도로, 철도 예산이 약 -10% 내외 감소했으나, 가덕도공항(총 10.5조원) 예산이 9,640억원으로 편성되며 기존 대비 +79.8% 증가. 목표 개항시기 2029년에 맞추겠다는 방침으로 판단되며, 현대건설·대우건설·포스코이앤씨 컨소시엄이 수의계약 진행 중
- 민간공사 수주가 여전히 부진한 상황. 8월 누계 금액은 87조원으로 전년동기 대비 -2.5% 감소. 세부공종별로 보면 주택부문은 +10.1% yoy 상승했으나, 비주택 부문(-16.2% yoy)과 토목 부문(-2.2% yoy)이 부진했음. 고금리가 지속되면서 비주택 시장이 큰 침체를 보였으며 금융기관 대출도 막히면서 PF 부실에 더 취약했던 상황. 다만, 기준 금리 피벗으로 인해 '25년 자금 조달 환경은 개선될 수 있음

### 2025년 SOC 예산 세부내역

구분	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	차이 (조원)	증감률 (%)	비고
도로	5.9	7.1	7.8	8.5	7.8	8.0	7.2	-0.8	-9.8	고속도로(1조 8,272억원→1조 520억원), 국도(1조 8,530억원→1조 7,731억원)
철도/도시철도	5.5	7.0	8.1	8.6	7.6	8.1	7.0	-1.1	-13.6	광역철도(1조 2,156억원→9,131억원), 도시철도(5,434억원→6,499억원)
해운/항만/수자원	3.4	3.2	3.8	3.6	3.5	4.2	4.3	0.0	0.9	국가하천정비(6,627억원→6,794억원), 지하수관리(458억원→520억원)
지역 및 도시	2.0	2.4	3.1	3.0	2.3	1.9	2.0	0.2	9.1	뉴빌리지(930억원), 수소도시지원(297억원→444억원)
물류/항공/산단	2.9	3.5	3.8	4.2	3.8	4.3	5.0	0.7	16.6	K-패스(735억원→2,375억원), 준공영제(998억원→1,638억원), 가덕도공항(5,363억원→9,640억원), 제주2공항(173억원→236억원)
합계	19.7	23.2	26.5	28.0	25.0	26.4	25.5	-1.0	-3.6	

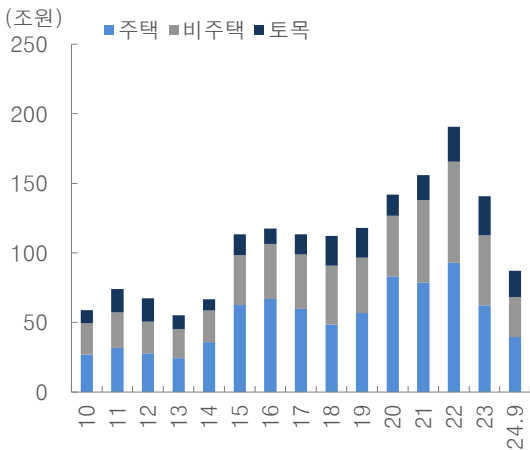
자료: 한국건설산업연구원, 대신증권 Research Center

### 연도별 공공 수주



자료: 대한건설협회, 대신증권 Research Center

### 연도별 민간 수주



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

# 국내 수주: 금리 인하 효과 기대

한국건설산업연구원 전망치							
구분	2023			2024			2025E
	상반기	하반기	연간	상반기	하반기	연간	연간
건설수주액 (조원, 당해년 가격)							
공공	28.0	38.1	66.1	28.9	37.5	66.4	65.3
민간	75.0	65.6	140.6	67.6	71.9	139.5	145.1
토목	36.8	35.6	72.4	34.7	41.0	75.7	75.5
건축	66.2	68.2	134.4	61.7	68.4	130.1	135.0
주거	29.9	37.8	67.7	35.0	35.6	70.6	73.9
비주거	36.3	30.3	66.6	26.8	32.8	59.6	61.1
계	103.0	103.7	206.7	96.5	109.4	205.9	210.4
증감률 (% , 전년동기비)							
공공	2.3	25.3	14.4	3.2	-1.5	0.5	-1.7
민간	-25.9	-26.5	-26.2	-9.9	9.5	-0.9	4.1
토목	18.2	18.4	18.3	-5.7	15.2	4.6	-0.3
건축	-32.1	-24.0	-28.2	-6.7	0.3	-3.1	3.7
주거	-38.2	-24.5	-31.2	17.1	-6.0	4.2	4.7
비주거	-26.0	-23.4	-24.9	-26.3	8.2	-10.6	2.6
계	-19.9	-13.4	-16.8	-6.3	5.4	-0.4	2.2

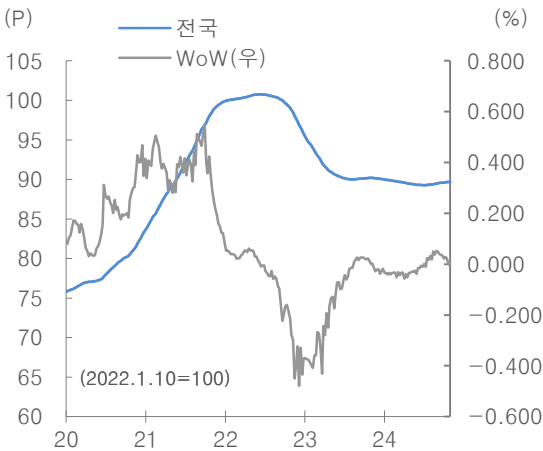
자료: 한국건설산업연구원, 대신증권 Research Center

# 주택 시장: 대출규제로 회복 추세 지연

## 기준 금리 인하 효과 희석하는 예대금리차 확대

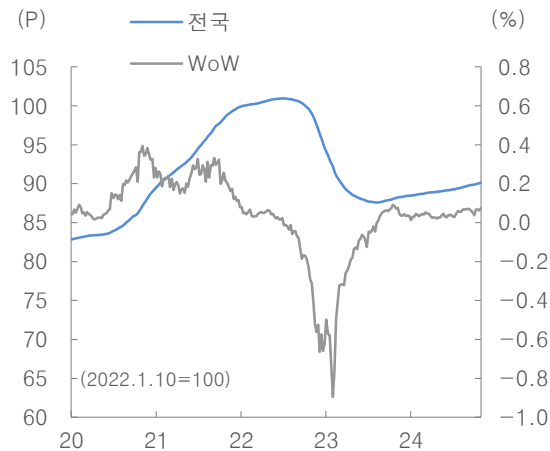
- 주간 전국 아파트 매매가격지수는 서울/수도권 중심으로 유효한 상황이며, 지방(영·호남)의 주간 하락 폭도 축소되던 과정이었으나 금융당국의 가계대출 관리 압박으로 대출 규제가 강화되면서 재차 하락
- 월간 전국 아파트 매매거래량은 7월 54,732건으로 34개월만에 5만건을 상회하면서 기대감을 모았으나, 2개월 연속 하락하면서 3만건대로 회귀. 기준금리 인하에도 불구하고 대출금리는 상승했기 때문
- 전국 전세가율은 '23년 말부터 상승 국면에 있으며, 전세가격 변동률은 매매가격 변동률을 상회 돌파. 경기 반등 신호로 볼 수 있으나, 지역별로 차별적 전개 예상. 이미 서울 매매가는 연초 대비 +2.6% 상승

주간 아파트 매매가격 지수 (전국)



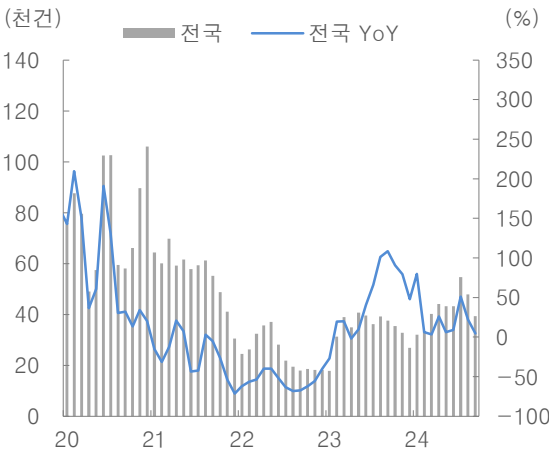
자료: KB부동산, 대신증권 Research Center

주간 아파트 전세가격 지수 (전국)



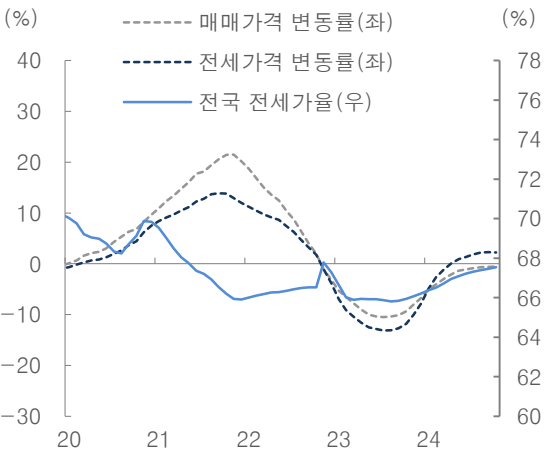
자료: KB부동산, 대신증권 Research Center

월간 아파트 매매 거래량 (전국)



자료: 한국부동산원, REPS, 대신증권 Research Center

전세가율 및 매매가격·전세가격 변동률



자료: KB부동산, 대신증권 Research Center



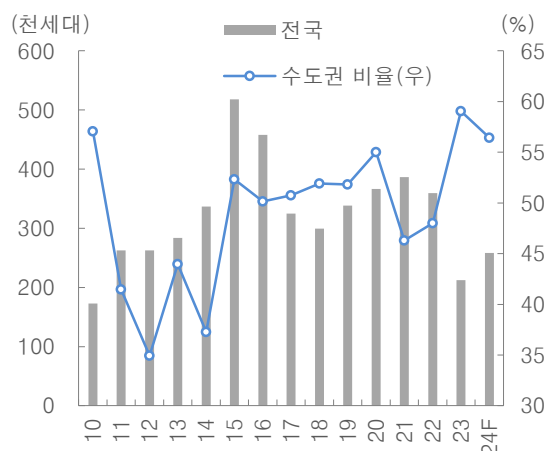


## 주택 분양: '25년 시장 회복 기대감 형성

### 신규 공급 줄어들기 시작할 '25년. 분양시장 회복 근거 조성

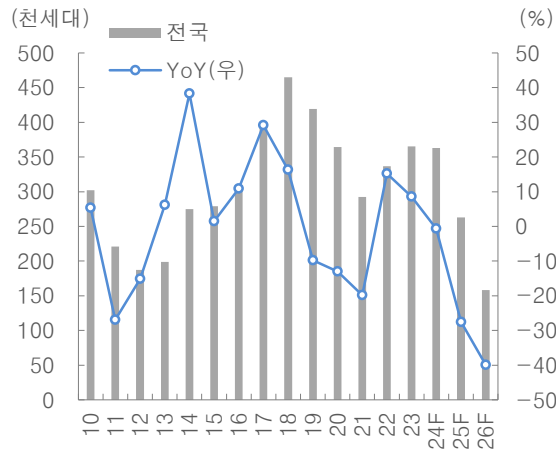
- '24년 아파트 분양계획물량은 기존 32.1만→25.8만세대로 -20% 하향 조정. 현재 기본양 물량은 약 21만 세대로 수정 계획 대비 81.5% 진행 완료. '25년 시황 개선을 기대하고 분양시기를 조정하는 것으로 추정
- '24년 아파트 입주계획물량은 36.3만세대(-0.1% yoy)이며, 11월 현재 29.5만세대(계획 대비 81.1%) 입주 완료. '25년 입주계획물량은 26.3만세대(-27.6% yoy)로 감소 예정. '23년 분양급감의 영향
- 전국 아파트 미분양은 6월 74,037세대를 정점으로 3개월 연속 감소 중. '23~'24년 동안 1만 세대 내 외의 미분양 물량이 남아 있던 대구 지역이 신규 공급 감소와 할인분양 영향으로 물량 소화 단계 진입
- 준공후미분양은 14개월 연속 증가 중. 비중으로 보면 전남(14.8%), 경기도(10.4%) 순서

#### 연도별 분양+분양계획



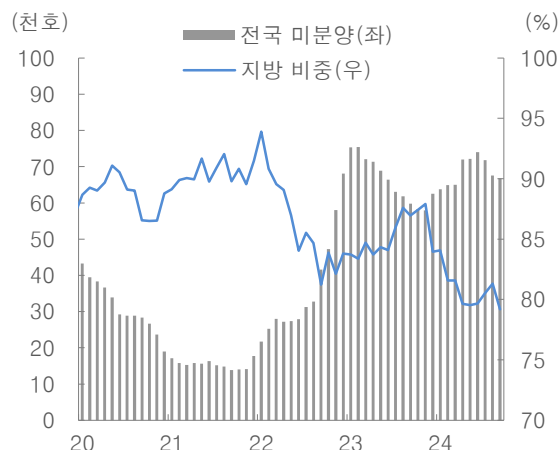
자료: 국토교통부, REPS, 대신증권 Research Center

#### 연도별 입주+입주계획



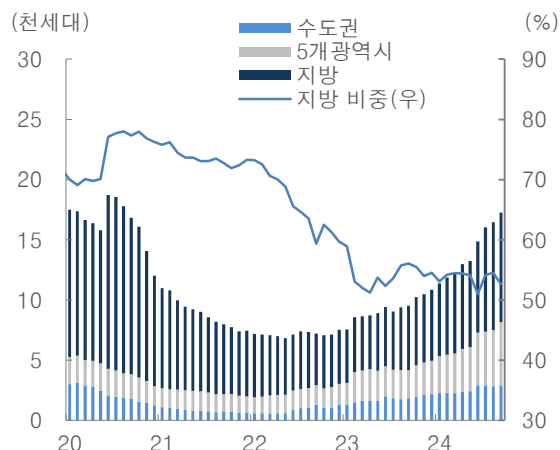
자료: 국토교통부, REPS, 대신증권 Research Center

#### 전국 아파트 미분양



자료: 국토교통부, REPS, 대신증권 Research Center

#### 전국 아파트 준공 후 미분양



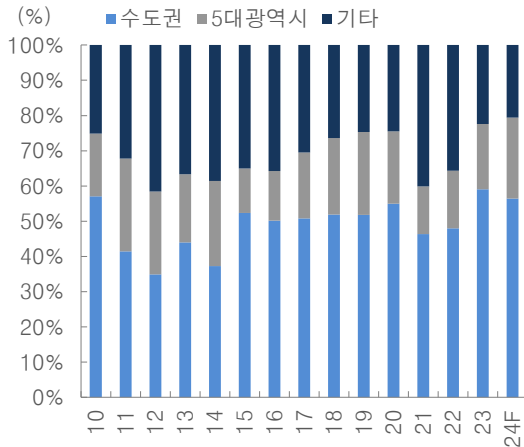
자료: 국토교통부, REPS, 대신증권 Research Center

# 주택 분양: '25년 시장 회복 기대감 형성

## 분양 여건 개선으로 물량 증가 예상

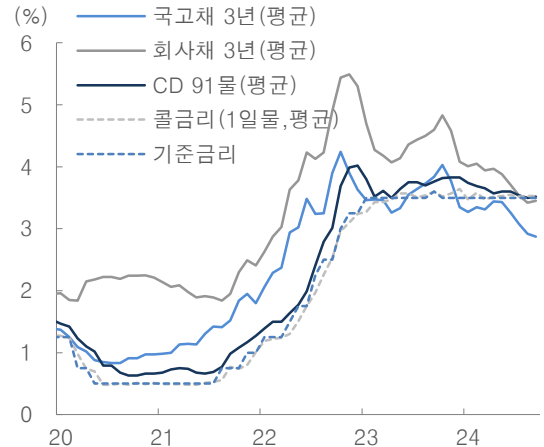
- 이를 감안한 '25년 분양 물량은 30만 세대(+16.3% yoy) 내외로 전망. 1) 본격적인 신축 입주 물량 감소로 인해 미분양 재고가 소화될 것으로 추정하며, 2) 예대금리차 축소에 따른 시장금리 하락으로 자금 조달 여건 강화될 것으로 예상하며, 3) '24년 이연물량이 '25년 계획에 반영될 것으로 판단
- 건자재 원가는 전반적으로 안정화 되었으나, 시멘트 가격이 유일하게 상단에서 유지 중. 준공현장 증가에 따른 자재 수요 하락, 유연탄 가격 하락을 감안하면 '24년내 하향 조정될 것으로 전망했으나, 시멘트 업계에서는 전기요금 인상을 반영해야 한다고 의견 고수. 정부의 개입으로 조만간 결과 나올 것
- 다만, 원자재 변동과 별개로 노무비 상승으로 인해 분양가격이 내려갈 여지는 크게 없다고 판단

### 연도별 분양 권역별 분포



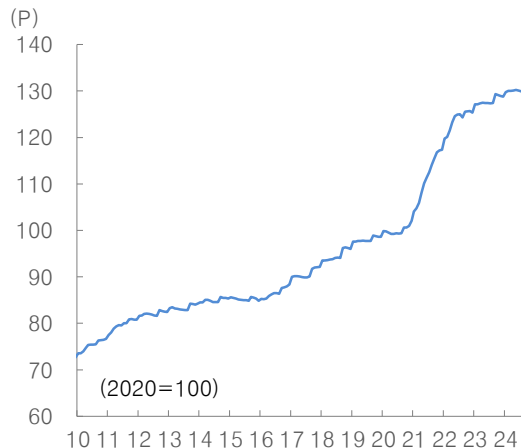
자료: 국토교통부, REPS, 대신증권 Research Center

### 금리 경로



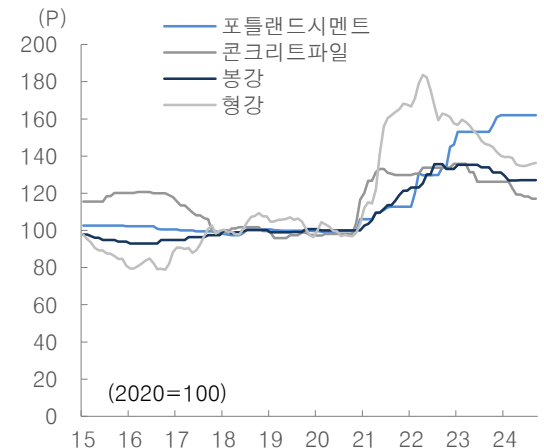
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

### 건설 공사비 지수



자료: 한국건설기술연구원, 대신증권 Research Center

### 주요 건자재 - 생산자 물가 지수



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

# PF 리스크: 예의 주시 중인 금감원

## 사업성 평가를 통해 재구조화 본격화. 건설업계 영향 제한적일 것으로 전망

- 금융감독원은 부실우려가 있는 1차 평가대상 사업장(33.7조원)을 대상으로 개선된 사업성 평가기준을 적용하여 사업성 평가를 실시. 대손 가능성이 있는 유의·부실우려 익스포저는 21.0조원(9.7%)
- 금융감독원은 1차 평가를 통해 유의·부실우려 여신(21.0조원) 대부분이 브릿지론·토담대로 파악되며, 본PF(4.1조원) 규모는 크지 않아 건설사에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단했음. 우려 사업장 중 건설사가 책임준공 또는 신용보강을 제공하여 참여중인 익스포저는 약 5.1조원 규모
- 잔여 182.8조원 사업장에 대해서도 2차 평가를 완료. 세부 내용은 공개되지 않았으나 2차 평가에서 유의·부실우려 등급으로 분류된 여신은 약 2.3조원으로 파악됨. 재구조화·정리계획을 징구 후 점검할 것

PF 유형별 사업성 평가 결과

(단위: 조원, %)

구분	전체	1차평가대상							
				유의(C)		부실우려(D)		C·D 소계	
			비중		비중		비중		비중
본PF	154.3	7.1	3.3	2.0	0.9	2.1	1.0	4.1	1.9
브릿지론	20.5	7.6	3.5	1.3	0.6	2.6	1.2	4.0	1.8
토담대	41.8	19.1	8.8	4.1	1.9	8.8	4.1	12.9	6.0
합계	216.5	33.7	15.6	7.4	3.4	13.5	6.3	21.0	9.7

주: 1차평가대상 = 연체, 연체유예 또는 만기연장 3회 이상 사업장  
자료: 금융감독원, 대신증권 Research Center

금융업권별 PF 사업성 평가 결과

(단위: 조원, %)

구분	전체	1차평가대상							
				유의(C)		부실우려(D)		C·D 소계	
			비중(%)		비중(%)		비중(%)		비중(%)
은행	51.5	1.1	0.5	0.2	0.1	0.2	0.1	0.4	0.2
보험	39.9	1.5	0.7	0.3	0.1	0.2	0.1	0.5	0.2
증권	26.5	4.6	2.1	1.4	0.6	1.9	0.9	3.2	1.5
저출	16.6	6.7	3.1	1.4	0.6	3.2	1.5	4.5	2.1
여전	27.5	4.5	2.1	1	0.5	1.4	0.6	2.4	1.1
상호 등	54.6	15.4	7.1	3.1	1.5	6.7	3.1	9.9	4.6
합계	216.5	33.7	15.6	7.4	3.4	13.5	6.3	21.0	9.7

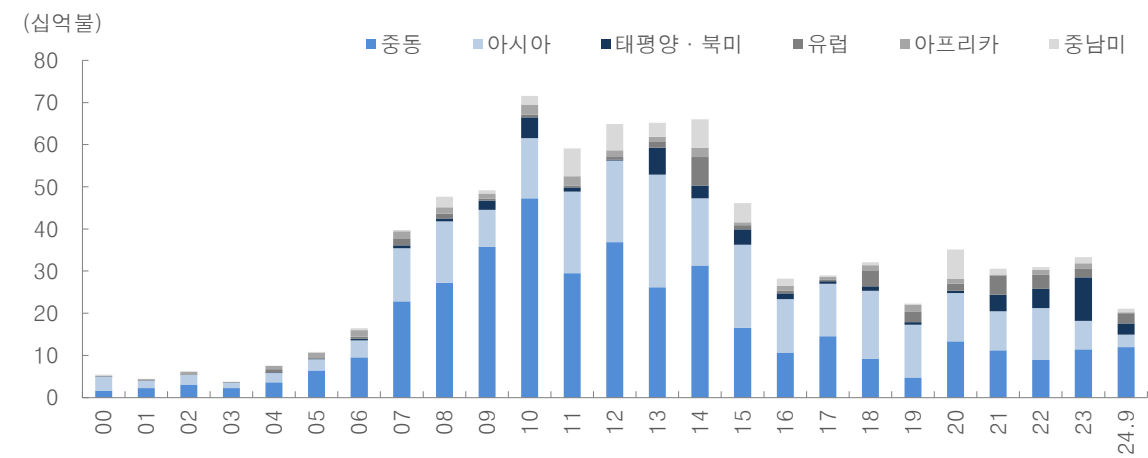
주: 1차평가대상 = 연체, 연체유예 또는 만기연장 3회 이상 사업장  
자료: 금융감독원, 대신증권 Research Center

# 해외 수주: 흔들리는 중동 시장

## 사우디의 노선 변경, 유가 하락으로 인해 수주 불확실성 확대

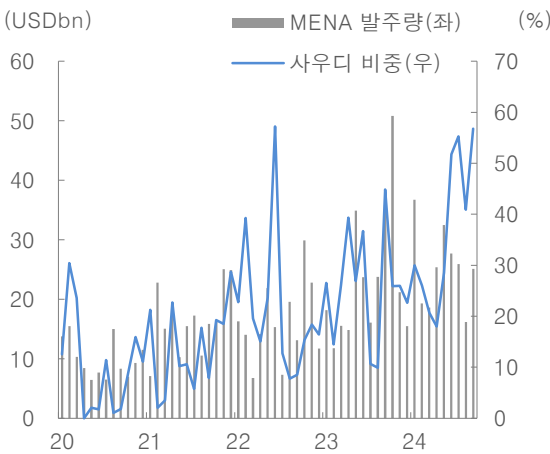
- 9월까지 국내 건설사 해외 수주는 전년 대비 둔화된 상황. 사우디 파드힐리 프로젝트 3개 패키지(72.2억달러)를 포함하여 중동 수주는 호조를 보였으나, 아시아 지역 수주가 크게 부진했던 것으로 파악됨
- '24년 9월 누계 MENA 발주량은 2,274억달러(+16.9% yoy)로 늘어났으며, 이중 사우디가 36%(+6%p yoy) 비중을 차지. 사우디는 LTC(Liquid to Chemical) 프로젝트, 네옴시티를 포함한 기가 프로젝트 등 대량 발주가 예상됐으나, 최근 재정 문제로 계획들을 취소·재검토하고 있는 것으로 파악
- 하반기 국제 유가는 지정학적 우려 속에서도 중국 경기 둔화로 인한 실물수요 부족으로 70달러 초반까지 하락한 상황. OPEC+의 감산으로 유지되고 있으나, 재정균형유가 미만에 위치할 가능성도 있음

### 국내 건설사 지역별 해외 수주



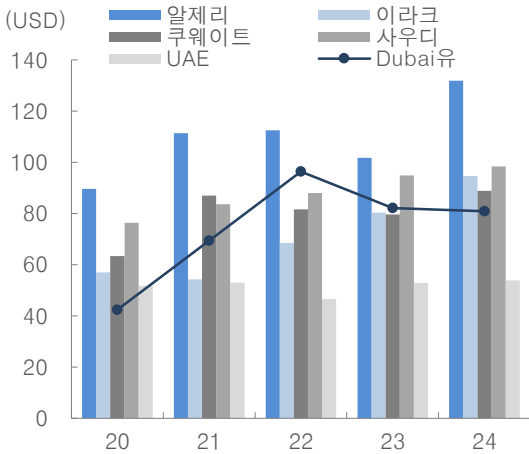
자료: 해외건설협회, 대신증권 Research Center

### MENA 월별 건설 발주 금액



자료: MEED, 대신증권 Research Center

### 국가별 재정균형유가 및 연간 평균유가



자료: IMF, 대신증권 Research Center

# 커버리지 기업 실적 추정치

## 삼성E&A 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	10,054	10,625	9,636	8,987	9,284
영업이익	703	993	861	769	816
세전순이익	716	933	911	762	828
총당기순이익	595	696	661	555	607
지배지분순이익	665	754	775	558	610
EPS	3,392	3,846	3,955	2,848	3,110
PER	6.6	7.5	4.7	6.6	6.0
BPS	13,741	17,721	21,676	24,524	27,634
PBR	1.6	1.6	0.8	0.7	0.6
ROE	28.3	24.4	20.1	12.3	11.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준

자료: 삼성E&A, 대신증권 리서치센터

## 현대건설 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	21,239	29,651	33,053	30,811	31,419
영업이익	575	785	606	782	1,088
세전순이익	754	940	733	1,027	1,484
총당기순이익	471	654	405	578	833
지배지분순이익	409	536	367	596	858
EPS	3,637	4,767	3,268	5,305	7,636
PER	9.6	7.3	9.0	5.6	3.9
BPS	68,380	72,383	75,917	82,690	95,003
PBR	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
ROE	5.5	6.8	4.4	6.7	8.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준

자료: 현대건설, 대신증권 리서치센터

## 대우건설 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	10,419	11,648	10,570	10,232	10,646
영업이익	760	663	389	439	647
세전순이익	713	745	426	500	695
총당기순이익	508	521	294	345	480
지배지분순이익	504	512	285	333	462
EPS	1,213	1,231	685	801	1,112
PER	3.4	3.4	5.4	4.6	3.3
BPS	8,937	9,735	9,939	10,046	10,152
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE	14.6	13.2	7.0	8.0	11.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준

자료: 대우건설, 대신증권 리서치센터

## DL이앤씨 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,497	7,991	7,987	7,141	7,703
영업이익	497	331	289	418	524
세전순이익	595	280	262	360	466
총당기순이익	432	202	191	264	345
지배지분순이익	413	188	191	264	345
EPS	9,627	4,377	4,449	6,151	8,033
PER	3.5	8.2	7.1	5.1	3.9
BPS	101,345	111,110	115,374	120,614	127,660
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
ROE	9.7	4.1	3.9	5.2	6.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준

자료: DL이앤씨, 대신증권 리서치센터

# HDC현대산업개발 (294870)

## 본격 성장 임박

투자 의견	<b>BUY</b> 매수, 유지
목표주가	30,000원 유지
현재주가 (24.11.12)	19,260원

KOSPI	2,482.57
시가총액	1,269십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	330십억원
52주 최고/최저	26,700원 / 12,700원
120일 평균거래대금	118억원
외국인지분율	12.68%
주요주주	HDC 외 7 인 43.01% 국민연금공단 12.33%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.0	-17.0	8.8	46.9
상대수익률	-9.0	-12.4	19.6	42.6



- 투자 의견 매수, 목표주가 30,000원 유지
- 3Q24 영업이익은 475억원(-23.5% yoy)을 기록하며, 시장 컨센서스에 부합. 지식산업센터 준공손실로 인해 일반건축 부문이 적자를 기록했고, 판매관리비도 수주축진비용 및 판매축진비용 지출로 인해 다소 상승하였음. 다만, 비용 상승이 우려보다는 크지 않았던 것으로 나타남
- 4Q24부터 수원10단지, 청주가경, 서산센트럴 등 자체주택 매출 비중이 의미있게 상승할 전망이며, 기대를 모으고 있는 4.8조원 규모 서울원아이파크(광운대역세권 H1)도 11월 착공 후 진행률 기준으로 매출 인식될 예정. '25년부터 자체주택 매출은 1조원을 상회할 것으로 예상하며, 이는 '24년 대비 약 +153% 상승하는 수치
- 현재 동사가 진행중인 자체사업 원가율은 외주주택 사업 대비 5~8%p 낮은 수준으로, 자체사업 매출이 확대될수록 업종 내 차별화된 수익성 개선 흐름을 확인 가능할 것
- 여기서 끝나는게 아님. 예상 착공 기준 청라의료복합('25.6), 잠실스포츠·MICE('25.말), 북정역세권('26.초) 등 주요 핵심지 개발사업 진행이 예고되어 있음

(십억원, 원, %)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,298	4,191	4,354	4,918	5,260
영업이익	116	195	217	370	448
세전순이익	121	237	232	364	440
총당기순이익	50	173	166	265	320
지배지분순이익	50	173	166	265	320
EPS	764	2,626	2,525	4,017	4,850
PER	13.1	5.6	8.4	5.3	4.4
BPS	43,913	45,640	47,498	50,837	55,006
PBR	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
ROE	1.7	5.9	5.4	8.2	9.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준  
자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

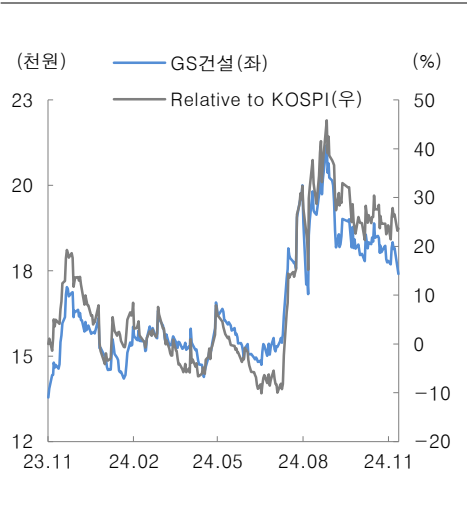
# GS건설 (006360)

어려운 시간은 대부분 지나왔다

투자 의견	<b>BUY</b> 매수, 유지
목표주가	<b>24,000원</b> 상향
현재주가 (24.11.12)	<b>17,390원</b>

KOSPI	2,482.57
시가총액	1,488십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	428십억원
52주 최고/최저	21,550원 / 14,030원
120일 평균거래대금	116억원
외국인지분율	22.41%
주요주주	허창수 외 16 인 23.64% 국민연금공단 9.51%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.6	-13.3	9.4	20.2
상대수익률	-1.2	-8.5	20.2	16.7



- 투자 의견 매수, 목표주가 24,000원 상향(+14.3%)
- 3Q24 영업이익은 818억원(+35.9% yoy)을 기록하며, 시장 컨센서스에 부합. 도급증액 및 준공정산이익이 500억원 내외로 크게 들어왔던 전분기 대비 건축/주택 원가율이 다소 올랐으나, 플랜트 부문의 원가율은 90%대 초반으로 정상화되면서 전분기 대비 영업이익 하락은 제한적이었음. 영업외로 주택부문 지분 매각 이익으로 1,277억원이 반영되면서 지배순이익은 1,186억원을 기록
- '23년 전체 주택 현장 원가율 점검을 통해 이익 불확실성이 낮아진 상태에서 이익 개선세가 확인되고 있으며, 사우디 파드힐리 사업을 기반으로 플랜트 부문 성장세도 확인 가능. 하술할 GS이니마 매각 없이도 현금흐름은 좋은 상황
- 자회사 GS이니마 매각 건은 언론을 통해 구체적인 금액(2.0조원) 및 인수기관이 보도되었으나, 여전히 매각 범위나 실행 여부에 대해 확정된 사항은 없는 것으로 파악. O&M바탕으로 안정적인 미래 캐시카우가 될 수 있는 사업인만큼, 당장의 재무구조 개선과의 득실을 따지는 단계. 연말을 전후로 의사결정 및 계약단계까지 진행될 전망

(십억원, 원, %)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	12,299	13,437	12,572	12,910	13,424
영업이익	555	-388	344	553	737
세전순이익	665	-517	515	582	707
총당기순이익	441	-420	361	390	474
지배지분순이익	339	-482	345	379	459
EPS	3,964	-5,631	4,026	4,423	5,368
PER	5.3	NA	4.6	4.2	3.4
BPS	56,457	50,413	54,477	58,937	64,338
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	7.2	-10.5	7.7	7.8	8.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준  
자료: GS건설, 대신증권 Research Center



# Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: Research Center)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자의견 비율공시

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.0%	7.0%	0.0%

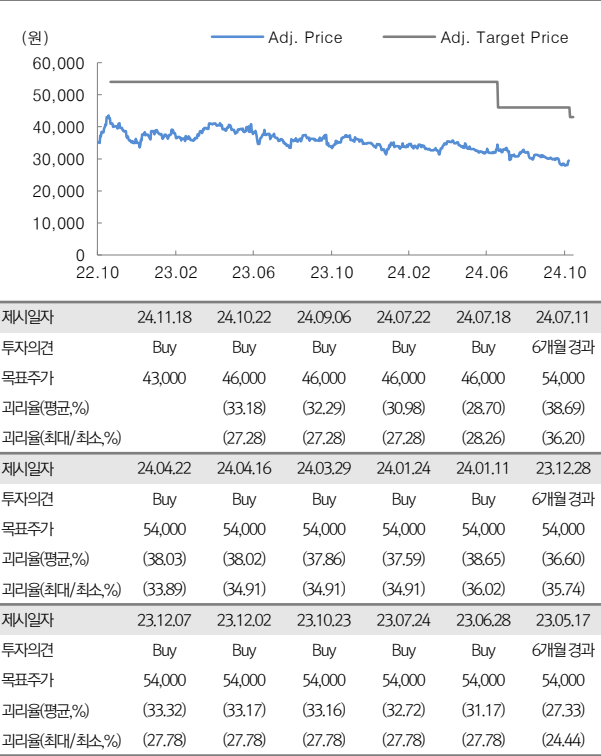
기준일자: 2024.11.10

## [건설]

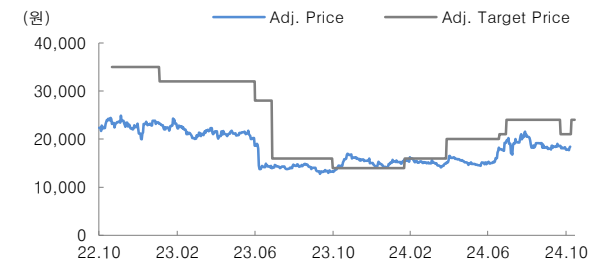
### 삼성E&A(028050) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



### 현대건설(000720) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

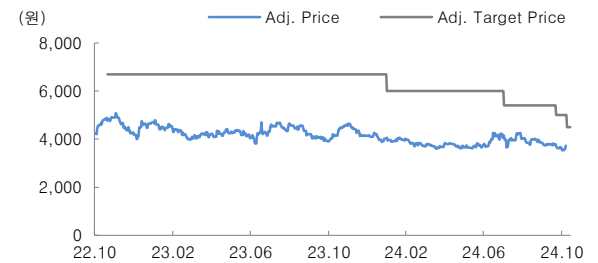


GS건설(006360) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



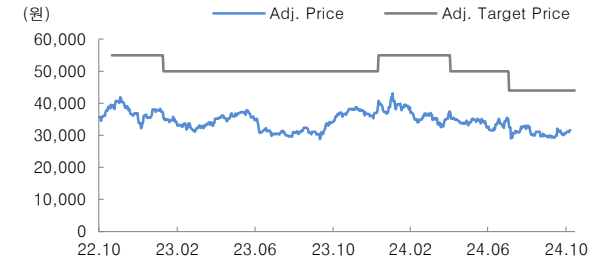
제시일자	24.11.18	24.10.22	24.07.29	24.07.18	24.04.26	24.03.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Marketperform
목표주가	24,000	21,000	24,000	21,000	20,000	16,000
과리율(평균,%)		(13.91)	(20.41)	(13.16)	(23.07)	(5.63)
과리율(최대/최소,%)		(12.29)	(10.21)	(6.29)	(8.90)	1.31
제시일자	24.02.20	24.01.15	23.12.07	23.12.02	23.10.30	23.08.28
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	16,000	14,000	14,000	14,000	14,000	16,000
과리율(평균,%)	(4.19)	8.37	9.29	9.59	8.89	(12.37)
과리율(최대/최소,%)	1.31	(6.00)	(6.00)	(6.00)	21.21	(7.25)
제시일자	23.07.27	23.06.30	23.05.11	23.05.07	23.01.31	22.11.17
투자의견	Marketperform	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	16,000	28,000	32,000	32,000	32,000	35,000
과리율(평균,%)	(11.65)	(46.34)	(32.88)	(32.13)	(32.07)	(34.73)
과리율(최대/최소,%)	(8.69)	(32.07)	(24.06)	(24.06)	(24.06)	(28.86)

대우건설 (047040) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



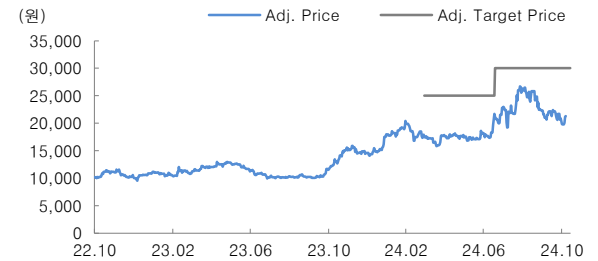
제시일자	24.11.18	24.10.22	24.08.01	24.07.30	24.07.18	24.03.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	4,500	5,000	5,400	6,000	6,000	6,000
과리율(평균,%)		(27.49)	(27.58)	(30.92)	(36.38)	(36.80)
과리율(최대/최소,%)		(25.60)	(21.11)	(30.50)	(29.00)	(29.00)
제시일자	24.01.30	24.01.11	23.12.07	23.12.02	23.10.29	23.10.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	6,000	6,700	6,700	6,700	6,700	6,700
과리율(평균,%)	(35.28)	(40.28)	(35.47)	(35.15)	(35.22)	(35.07)
과리율(최대/최소,%)	(32.42)	(37.24)	(29.93)	(29.93)	(29.93)	(29.93)
제시일자	23.07.27	23.07.10	23.05.17	23.05.11	23.05.07	23.02.02
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	6,700	6,700	6,700	6,700	6,700	6,700
과리율(평균,%)	(34.12)	(36.15)	(36.95)	(34.46)	(34.34)	(34.31)
과리율(최대/최소,%)	(29.93)	(29.93)	(34.03)	(24.03)	(24.03)	(24.03)

DL이앤씨(375500) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.11.18	24.10.22	24.08.02	24.07.18	24.06.28	24.05.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	44,000	44,000	44,000	50,000	50,000	50,000
과리율(평균,%)		(29.96)	(29.98)	(32.25)	(32.32)	(31.36)
과리율(최대/최소,%)		(25.00)	(25.00)	(29.10)	(29.10)	(29.10)
제시일자	24.03.29	24.02.02	24.01.10	23.12.07	23.12.02	23.10.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	55,000	55,000	55,000	50,000	50,000	50,000
과리율(평균,%)	(32.88)	(31.38)	(28.97)	(26.89)	(27.59)	(28.04)
과리율(최대/최소,%)	(21.64)	(21.64)	(21.64)	(22.20)	(22.40)	(23.40)
제시일자	23.10.18	23.08.06	23.07.27	23.06.30	23.05.11	23.05.07
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
과리율(평균,%)	(32.95)	(38.30)	(32.24)	(31.83)	(30.98)	(32.83)
과리율(최대/최소,%)	(31.60)	(35.10)	(24.40)	(24.40)	(24.40)	(27.70)

HDC현대산업개발(294870) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.11.18	24.10.22	24.08.01	24.07.18	24.05.06	24.04.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	30,000	30,000	30,000	30,000	25,000	25,000
과리율(평균,%)		(24.62)	(23.44)	(28.58)	(29.95)	(31.88)
과리율(최대/최소,%)		(11.00)	(11.00)	(23.33)	(13.20)	(28.64)
제시일자	24.03.29					
투자의견	Buy					
목표주가	25,000					
과리율(평균,%)	(32.16)					
과리율(최대/최소,%)	(28.64)					