

2025년 02월 11일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 건설 Overweight (initiate)

오랜기다림 끝에

건설 Analyst 신대현 shin8d@kiwoom.com

Contents



I. 건설사 부동산 시장 민감도 증가 3

> 높아진 주택/건축 부문 매출 비중	3
> '25년 부동산 시장 전망	4
> 정부의 정책과 부동산 시장, 주가 방향성	10

II. '25년 건설주의 상승 트리거는? 15

> 주가를 높여온 주택부문 마진 부진, PF시장 불안, 미분양 증가	15
> 본격적인 주택부문 마진 회복 기대	17
> PF시장의 안정화 기대	20
> 미분양 물량 감소 기대	25

III. 앞으로 기대할 수 있는 해외 사업 27

> 해외수주 퀄리티 증가	27
---------------	----

IV. '25년 건설사 전망 & 투자전략 31

> '25년 건설사 전망	31
> 건설사 투자전략	33

기업분석 36

> GS건설 (006360)	37
> DL이앤씨 (375500)	42
> 현대건설 (000720)	47
> 대우건설 (047040)	53
> 삼성E&A (028050)	58

Compliance Notice

- 당사는 02월 11일 현재 보고서에 언급된 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

Investment Summary

>>> 건설사 부동산 시장 민감도 증가

건설사의 주택/건축 부문 매출 비중이 '11년부터 지속적으로 증가함에 따라 건설사 주가의 부동산 시장 민감도는 증가한 것으로 판단된다. '25년 부동산 시장은 수도권 시장만 완만한 회복세를 보일 것으로 전망된다. 다만, 정치적 불확실성에 따라 건설주와 부동산 시장의 약세가 보이는 가운데, 향후 가능한 정부의 시나리오와 시나리오 별 기대할 수 있는 정부 정책들을 살펴볼 필요가 있다. 정치적 불확실성이 해소 될 시 회복을 기대할 수 있으나 집권당이 누구인가에 따라 건설사의 주가와 부동산 시장의 회복 규모에는 차이가 있을 것으로 보이기 때문이다.

>>> '25년 건설주의 상승 트리거는?

'22년 부동산 폭락과 함께 지속적인 건설주 부진의 주요인은 주택 마진 회복 지연, PF시장의 불안, 미분양 물량의 증가로 판단된다. 다만, '25년은 이런 요인들이 대체로 해소될 것으로 기대된다. 주택 마진 회복은 안정화된 공사비와 '23~'24년 착공 물량의 매출 비중 증가에 힘입어, PF시장은 건설사의 보증 형태 변화, 안정화된 공사비와 금리 인하에 따른 개발 이익 정상화에 힘입어, 미분양 물량은 전국 아파트 공급 감소와 금리 인하에 힘입어 개선될 것으로 기대된다. 해외 수주 또한 과거 대비 마진이 개선된 모습을 보이는 가운데, '25년 다수의 해외 수주 프로젝트가 기대된다는 점도 건설사 주가에 긍정적일 것이라 판단된다.

>>> 건설사 '25년 전망 & 투자전략

'25년 건설사들은 외형 축소가 전망된다. 주택 건설사의 경우 주택부문의 외형 축소가 전망되나, **GS건설**, **DL이앤씨**, **현대건설**은 주택 외 부문의 매출 성장과 마진 개선세로 연간 증익이 가능할 것으로 전망된다. **삼성E&A**는 화공부문의 매출 성장이 비화공 부문의 외형 축소를 상쇄할 것으로 예상되나, 비화공 매출총이익률이 높다는 점에서 감익이 예상된다.

건설사 Top Pick으로는 GS건설과 DL이앤씨를 제시한다.

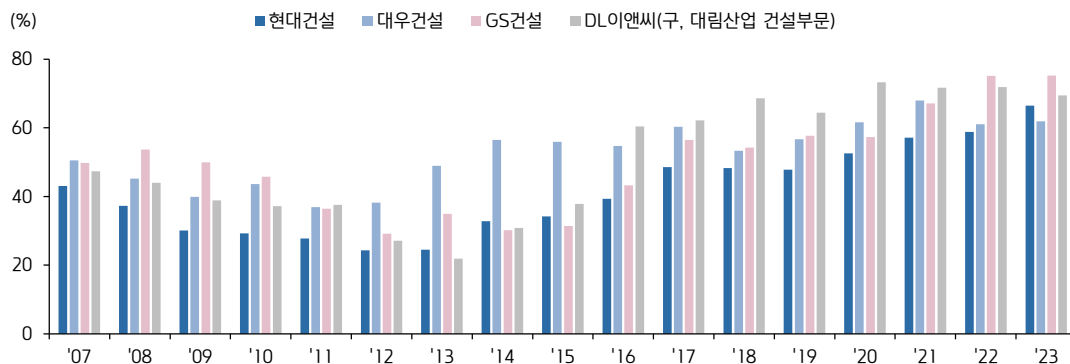
GS건설은 높은 수도권 분양 세대로 바탕으로 수도권 중심의 부동산 회복에서 수혜를 받을 것으로 기대된다. 또한, '25년 플랜트, 인프라의 매출 성장이 주택 매출 하락을 방어할 수 있을 것으로 기대된다. DL이앤씨는 낮은 비수도권 분양 물량을 갖고 있고, 전사 매출총이익률도 높은 모습을 보이고 있다. 회사는 안정적인 재무구조를 유지할 것으로 기대되는 가운데, 높은 주주환원율 또한 긍정적이라 판단되고, 불안한 시장 속 가장 안정적인 선택지가 될 것으로 보인다.

I. 건설사 부동산 시장 민감도 증가

>>> 높아진 주택/건축 부문 매출 비중

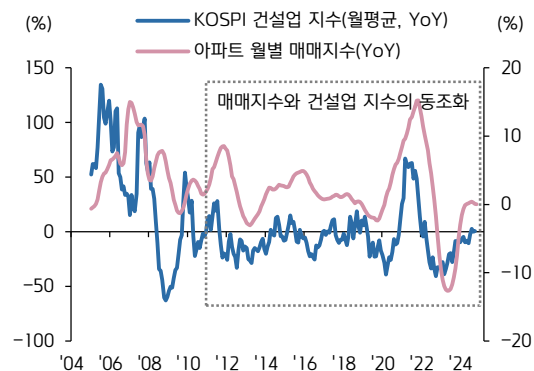
'11년부터 국내 건설사의 주택/건축 부문의 매출 비중은 꾸준히 증가함에 따라 건설사마다 차이는 있으나 대형 건설사의 경우 매출의 60~70% 수준을 차지하게 되었다. 이는 1) 저유가로 인한 해외 수주의 감소, 2) 무리한 해외 저가 수주에 따른 출혈 경쟁, 3) 국내 부동산 시장 상승에 기인하는 것으로 판단된다. 이러한 국내 매출액의 증가로 건설사의 부동산 시장에 대한 민감도는 증가하게 되었고, 국내 주거 형태는 대부분 아파트에 집중되어 있다는 점에서 아파트 매매가가 건설사 주가에 중요한 부분을 차지 하게 되었다. 분양 실적이 건설사의 실적에 중요한 가운데 향후 매매가의 상승이 기대되거나, 매매가가 분양가보다 더 높은 경우 분양에 대한 수요가 증가하기 때문이다. 실제로 '11년 이후 코스피 건설업 주가는 월별 아파트 매매가 지수와 비슷하게 움직이는 모습이 보인다.

건설사 주택/건축 부문 매출 비중 추이



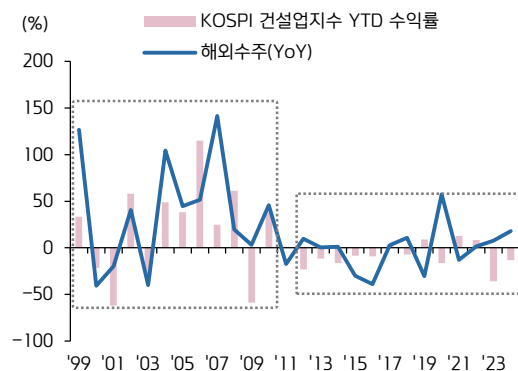
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

건설업 지수 & 아파트 월별 매매지수 상관성 증가



자료: Fnguide, 한국부동산원, 키움증권 리서치

과거대비 해외 수주와 연관성이 낮아짐



자료: Fnguide, 해외건설협회, 키움증권 리서치

>>> '25년 부동산 시장 전망

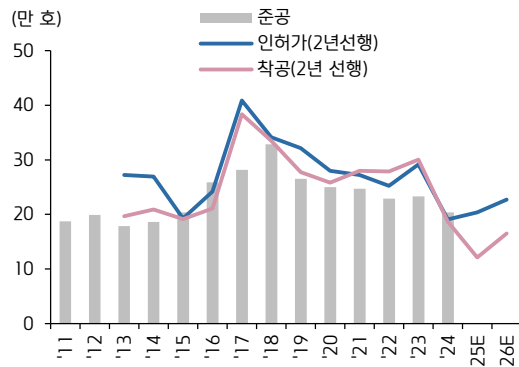
1) 수도권 부동산 완만한 상승 기대

'25년 수도권 부동산 시장은 완만한 상승이 기대된다. 그 이유로는 1) '25~'26년 수도권 공급 급감, 2) 여전히 높은 서울 중심의 수도권 수요, 3) 정부의 실수요자 중심 수요 개선 정책, 4) 기준 금리 인하에 따른 투자심리 개선이 전망되기 때문이다.

'25~'26년 수도권 공급 물량은 크게 감소할 것으로 예상된다. 공급의 선행지표인 인허가, 착공 물량을 볼 시, '22~'24년 인허가 물량은 이전 수도권에 약세를 보였던 '10~'13년 수준(24.6만건)을 하회하는 모습을 보이고 있고, '22~'24년 착공 물량도 '11~'13년도 수준(19.9만건)을 하회하고 있다. 특히, '23년과 '24년 착공 물량은 '11년 통계 작성 이후 가장 낮은 수준을 보이고 있다. 따라서, 아파트의 착공 후 준공까지 최소 2~3년 정도 시간이 소요되는 점을 고려할 시, '25~'26년 수도권의 준공 물량은 감소할 것으로 판단된다.

수도권의 경우 공급에 있어 재건축·재개발에 대한 영향을 추가로 고려해줄 필요가 있다. 재건축·재개발의 경우 인허가 후 준공까지 더 오랜 기간이 걸리기 때문이다. 서울시에서 발표한 도정 사업에 따른 주택 수급 예상치를 보면 '25~'26년 공급에는 큰 영향을 미치지 않을 것으로 보인다. 이는 1) '21~'22년의 공사비 상승과 2) 높아진 금리에 따른 이주비 증가 등 금융 비용 증가 영향으로 사업 지연이 발생했기 때문이다. 정부의 8.8 대책도 비아파트 공급 규모가 높다는 점과 사업 시행까지 시간이 상당히 걸린다는 점에서 수도권 아파트 매매가에 미치는 영향은 제한적일 것이라 예상된다.

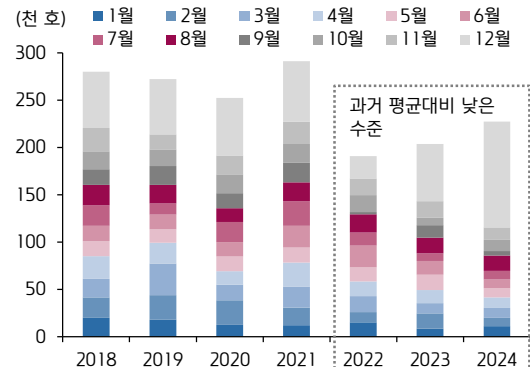
수도권 아파트 준공, 인허가(선행), 착공(선행)



자료: Kosis, 키움증권 리서치

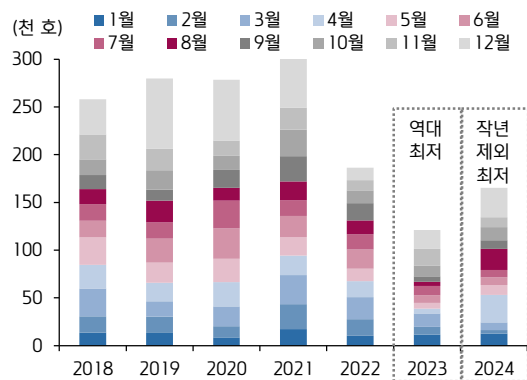
주 1) '24년 준공, '26년 인허가, 착공은 11월 누계값

수도권 인허가 월별 누계 추이



자료: Kosis, 키움증권 리서치

수도권 착공 월별 누계 추이



자료: Kosis, 키움증권 리서치

서울 도정 주택 수급 예상-'25,'26년 영향 제한적

구분	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
재개발 수급	-12,108	-17,503	3,015	-514	6,270	-263
재건축 수급	289	7,101	7,350	13,879	-6,801	911
합계	-11,819	-10,402	10,365	13,365	-531	648

자료: 서울시 주거정비과, 키움증권 리서치

주1) 수급은 재건축/재개발로 인한 멸실, 공급 합산

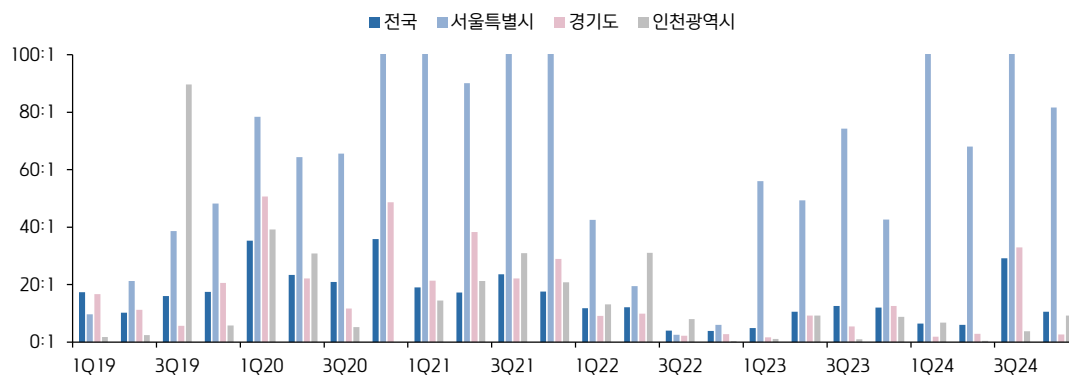
8.8 부동산 공급 대책-공급까지 시간이 걸려 '25~26년 공급 영향 제한적

대책 개요	주요 내용
서울·수도권 중심 21만호 이상 추가 공급	서울 인근 그린벨트 해제로 신규택지 발굴 2만호 → 8만호 3기 신도시 등 수도권 공공택지로 2만호 이상 추가 공급 비아파트 11만호 이상 신축매입임대로 공급, 서울 비아파트 무제한 매입·공급 비아파트 매입임대 최소 12만호 → 16만호 이상
서울·수도권 중심 21.7만호 기계화 조기 공급	재건축재개발 촉진특례법 제정으로 6년간 17.6만호 착공 재정비 절차 대폭 통합간소화하여 재건축재개발 기간 3년 단축 수도권 공공택지 '25년까지 착공 미분양 발생 시 LH가 매입, 4.1만호 조기 공급 유도
주택수요 관리 방안	'24년 9/1부터 스트레스 DSR 2단계 시행 (이외에도 금융위에서 추가적으로 은행에 대해 가계 대출 억제 권고)
주택공급 여건 개선	PF 대출 보증 30조원 → 35조원

자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터

수도권의 분양 시장은 여전히 수요가 좋은 상황으로 판단된다. 수도권외의 경우 1) 높아진 매매가로 인해 분양가가 상대적으로 매력적인 경우와 2) 분양가 상한제 영향을 받은 분양 물건들로 인해 로또 청약이 가능한 분양 물량이 있어 **他지역대비 높은 청약 경쟁률을 보이고 있다.** 가장 최근(11 월 25~27 일) 진행하였던 '서울원 아이파크'의 경우 서울 내 크게 선호되었던 지역이 아님에도 불구하고, 20~30 평형의 1 순위경쟁률은 대부분 두자리수를 기록했다는 점에서 여전히 수요가 많다고 판단된다.

전국, 수도권 1순위 청약경쟁률 비교-서울시 중심으로 전국 대비 수도권은 높은 청약 경쟁률을 보임

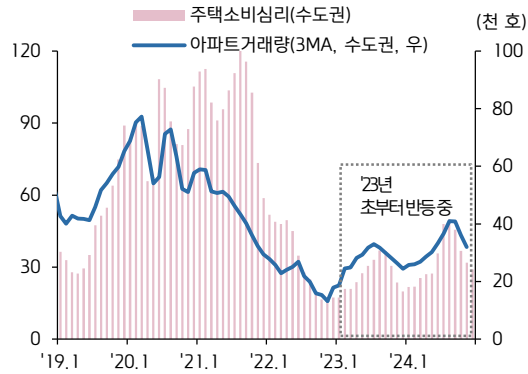


자료: 부동산114, 키움증권 리서치센터

수도권의 거래량도 '06년 이후 최저였던 '22년 월평균 2.1만건을 저점으로 **지속적으로 증가**하고 있고, **주택 소비심리지수도 '23년 저점대비 반등**하고 있는 모습이 보여 **수도권 중심의 수요 회복세가 지속되고 있다** 판단된다. 최근 정부의 금융권 대출 규제와 계엄에 따른 정치적 불안정으로 인해 거래량이 감소한 부분이 있으나, 시간이 지남에 따라 점차 불확실성이 적어지며 회복될 것으로 전망된다.

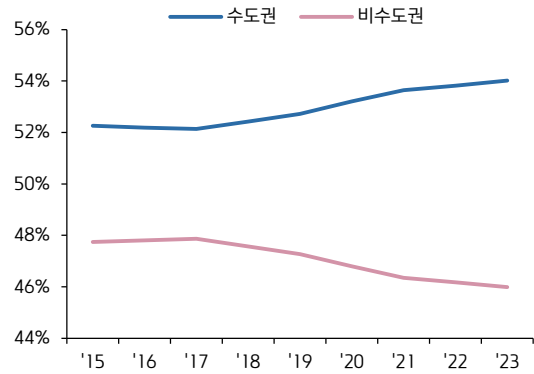
정부는 최근 실수요자를 중심으로 수요 진작 정책을 펼치고 있는데, **'23년 시행한 특례보금자리론, '24년 신생아 특례대출의 경우 대상주택이 주택가액 9억원 이하이기 때문에 서울 외곽 지역이나 일부 수도권 지역까지 매매가 가능하다.** 최근 대출 규제에도 불구하고 신생아 특례대출의 경우 소득요건을 완화시켜주었다는 점에서 실수요에 대해서는 규제가 없을 것으로 예상된다. 최근 이런 실수요 정책은 저출산으로 인해 신혼부부에 집중되어 있다. **신혼부부의 경우 코로나 이후 수도권에 대한 수요가 증가 추세에 있어 이러한 정부의 태도는 수도권 시장에 긍정적으로 작용할 것으로 기대된다.**

수도권 거래량, 주택 소비심리지수 반등



자료: KB부동산, 한국부동산원, 키움증권 리서치

신혼부부 분포율 변화-수도권 선호도 증가 추세



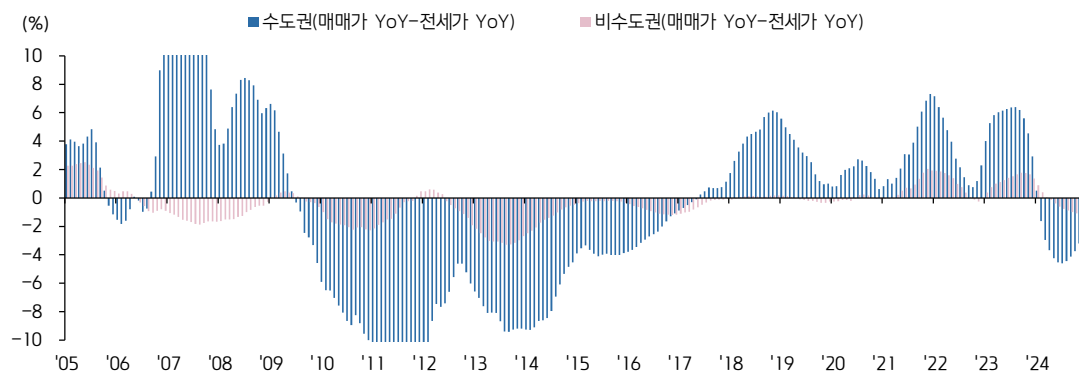
자료: Kosis, 키움증권 리서치

또한, 수도권은 기준금리 인하에 따른 유동성 증가 환경에서 비수도권에 비해 더 높은 수혜를 받을 것으로 예상된다. 수도권, 비수도권의 매매가와 전세가의 증가율 차이를 보면 **수도권이 더 큰 변동성을 보이고, 전세가는 실수요의 영향이 크다는 점에서** 수도권의 경우 **매매가에 투자수요가 큰 영향을 미치고 있다** 판단되기 때문이다. **따라서, 기준금리 인하에 따른 유동성 증가가 비수도권 매매가보다 수도권 매매에 더 영향이 클 것으로 전망된다.**

'12~'14년도 기준금리 인하 시기 시중금리는 기준 금리보다 먼저 움직이며 더 빠르게 하락했다는 점을 보면 **이번에도 예상보다 더 빠르게 시중금리가 낮아질 수 있다고** 판단된다. 대체로 시중 금리와 주택담보대출 증가율의 방향성은 반대로 움직인 만큼 '25년에도 주택담보 대출은 증가할 것으로 예상되고, 수도권 매매가는 이런 유동성 증가에 수혜가 클 것으로 예상된다.

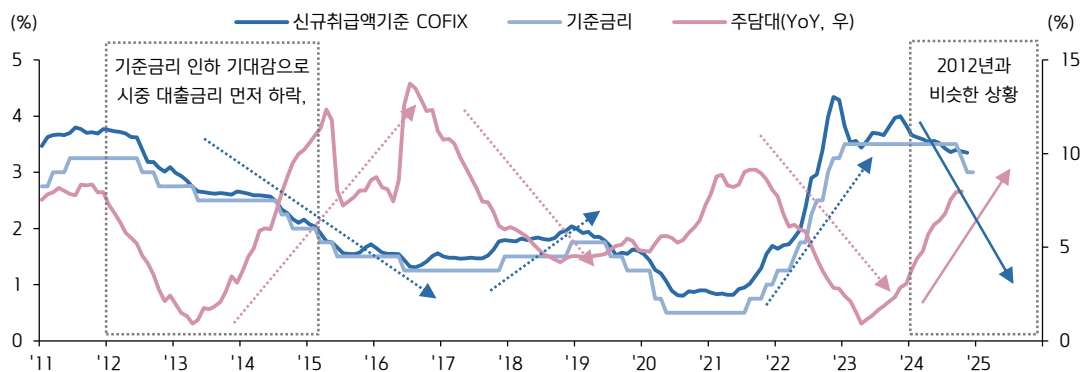
지역별 '매매가YoY - 전세YoY' 추이

수도권 변동성이 큰 만큼 매매가에 투자 수요 영향이 크고 비수도권 변동성이 작아 실수요 영향이 크다 판단



자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치

기준금리 인하 시 먼저, 빠르게 하락한 시중 대출금리, 시중 대출금리&주택담보대출 대체로 반대 움직임



자료: KOFIA, 은행연합, 한국은행, 키움증권 리서치센터

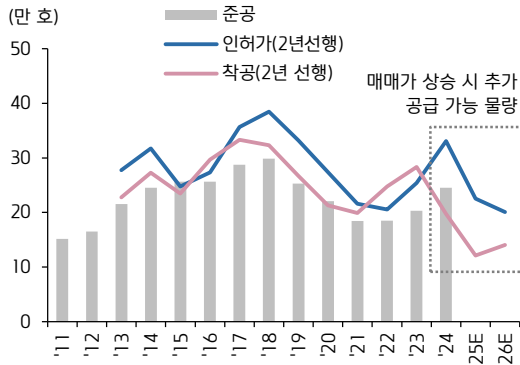
2) 비수도권 보수적인 시장 지속 전망

'25년 비수도권 부동산 시장은 여전히 보수적인 시장이 지속될 것으로 전망된다. 이는 1) 가격 상승 시 추가 착공으로 이어질 수 있는 인허가 물량, 2) 과거 부동산 하락기 수준의 준공 후 미분양 물량에 따른 기존 분양주택 재고 부담, 3) 정부의 강력한 비수도권 수요 자극 정책의 부재 때문이다.

비수도권도 '25~'26년 공급 물량은 감소할 것으로 기대된다. 비수도권 착공 물량은 '22~'24년 20만건을 하회하며 과거 대비 낮은 수준을 보이기 때문이다. 다만, 비수도권의 경우 '21~'23년 인허가 물량 평균은 27만건으로 과거 20년 평균 대비 높은 수준을 기록하고 있고, **인허가와 착공 물량 간의 차이는 비수도권 가격 상승 시 추가적인 착공에 따른 공급으로 이어져 부동산 가격에 하방 압력을 줄 수 있다고 판단된다.**

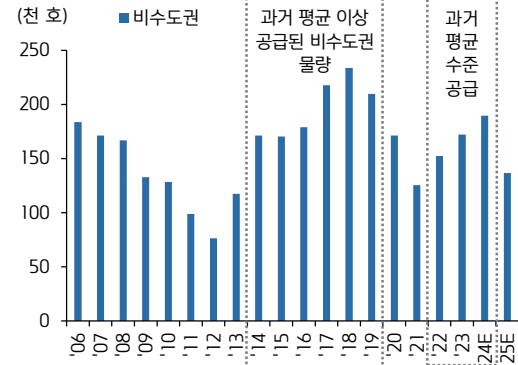
게다가 **비수도권의 경우 준공 후 미분양 추이**를 보면 상승세를 지속하고 있고, 이전 **'18~'20년 초 비수도권 약세를 보이던 시기의 준공 후 미분양 물량인 15,000세대 수준**을 보이고 있기 때문에 미분양 리스크 또한 아직 높은 편이라 할 수 있다. 기존 분양 재고를 소진시킬 수 있는 수요가 생기지 않는 이상 높아진 미분양 물량은 비수도권 매매가에 부정적인 영향을 미칠 것으로 전망된다.

비수도권 아파트 준공, 인허가(선행), 착공(선행)



자료: Kosis, 키움증권 리서치
주1) '24년 준공, '26년 인허가, 착공은 11월 누계값

비수도권 아파트 공급물량



자료: 부동산114, 키움증권 리서치
주1) '24, '25년은 건설사들의 경영계획에 따라 일부 수정 가능

비수도권 준공 후 미분양 수 추이-'18~'19년도 비수도권 약세 수준까지 상승

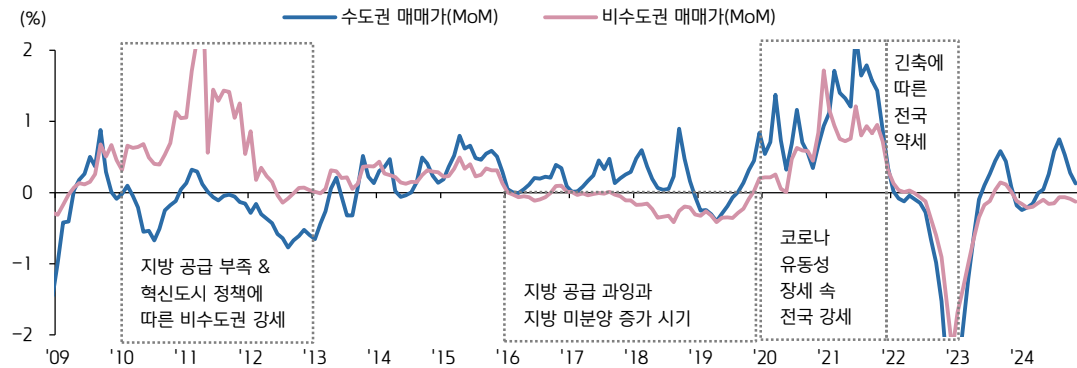


자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터

비수도권의 경우 여전히 수요도 불확실한 상황으로 판단된다. 비수도권의 경우 실수요가 매매가에 미치는 영향이 더 큰 것으로 보이는 가운데, 1) 20~30 대의 인구 순유출이 지속되고 있고, 2) 정부의 강력한 비수도권 수요 자극 정책의 부재하기 때문이다. 이는 수도권에 인프라가 몰려있는 가운데, 국내 젊은 층의 제조업 대비 본사 소재지 등의 수도권 일자리 수요 증가, 국내 산업의 경쟁력 약화 등이 이유로 수도권 수요가 높아진 상황이고, 정부가 젊은 층 표심을 위해 적극적인 지방 수요 정책을 사용하지 않기 때문이라 생각된다.

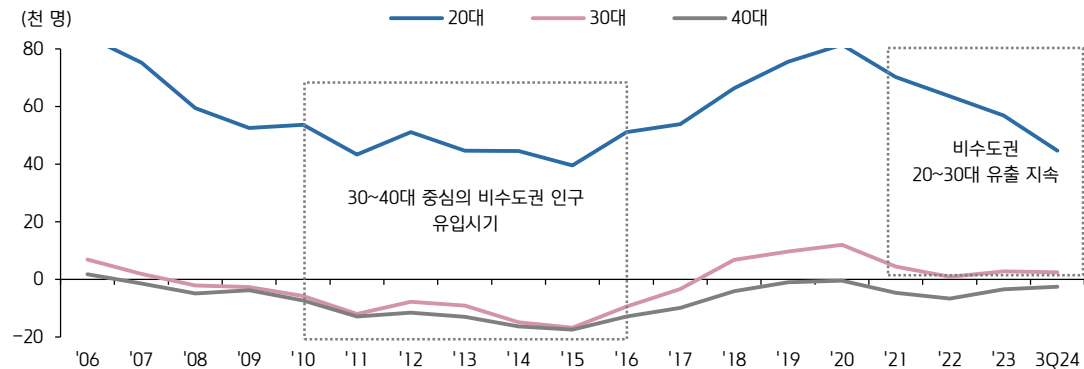
과거 비수도권이 수도권보다 강세를 보였던 '10~'13년 당시 '07~'08년도부터 30, 40대의 인구가 지방으로 순유입되기 시작했고, 20대의 순유출 규모도 '08년도부터 '16년도까지 최저치를 보이며 비수도권으로 주택 실수요를 자극할만한 인구 인동이 있었다. 이는 정부의 혁신도시 정책, 세종시 정부부처 이전 등에 따라 주요 공공기관, 공공기업 등이 지방으로 이전한 영향과 일부 대기업 사업장 등이 비수도권에 생기게 되었기 때문이라 생각된다. 따라서 당시에는 금융위기 이후 풀린 유동성을 수도권이 아닌 비수도권이 흡수하며 강한 상승세를 보였지만, **현재는 정부의 이런 강력한 비수도권 수요 자극 정책이 부재한 상황이고, 향후 실수요 중심으로 수요가 증가할 시 수도권 부동산이 풀린 유동성을 흡수할 가능성이 있다.**

수도권과 비수도권 매매가 MoM 변화율-과거 비수도권 매매가 강세, 약세 이유



자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터

20~40대 수도권 시도간 인구 순유입 추이



자료: KOSIS, 키움증권 리서치센터

>>> 정부의 정책과 부동산 시장, 주가 방향성

1) 역설적으로 규제가 많았던 시기 좋았던 주가와 현재 정부 정책

건설사의 부동산 시장의 민감도가 증가한 만큼 건설사 주가에 있어서도 정부 정책의 민감도는 증가했다고 할 수 있다. 정부의 정책이 물론 부동산 시장의 방향성을 항상 결정하는 것은 아니나, 다른 자산들에 비해 정책의 영향도가 높다고 생각된다. 정책에 대한 시장의 컨센서스는 과거부터 쌓여있는 정당별 정책들에 따라 형성되므로 과거정책을 살펴볼 필요성이 있다. 결론적으로 과거 정책에 미뤄볼때 보수에 대해선 부동산 시장 안정화와 규제 완화, 진보에 대해선 부동산 시장 상승과 규제 강화가 컨센서스로 작용할 것이다. 역설적으로 규제를 많이 시행했던 진보 정당에서 오히려 이전 정부들의 규제 완화책과 유동성 증가에 힘입어 주가는 더 좋은 모습을 보였다. 따라서, 주가 측면에서 현재 집권당의 정책 외에도 이전 정부의 정책과 대외적인 환경이 건설업 주가 향방을 가늠하는데 중요하다.

과거 더불어민주당이 집권했던 노무현 정부, 문재인 정부 모두 유동성이 증가하던 시기로 부동산 급등기에 정권을 잡게 되었고, 이에 매번 강도 높은 부동산 정책을 펼쳐왔다. 더불어민주당의 대표적인 과거 정책으로는 종부세, 재건축초과이익환수제(재초환), 분양가상한제(분상제) 등의 정책을 들 수 있다. 반대로 국민의힘이 집권했던 이명박 정부, 박근혜 정부는 모두 유동성 증가율이 하락하거나, 크지 않았던 기간으로 부동산 시장이 불황이었던 시기가 많고, 이에 따라 매번 과거 규제를 폐지하는 친시장적인 부동산 정책을 펼쳐왔다. 국민의힘의 대표적인 과거 정책으로는 종부세 완화, 재건축·재개발 완화, 양도소득세 및 취득세 완화, 재초환 중단, LTV, DTI 등 대출 규제 완화 등이 있다.

가장 최근 윤석열 정부와 과거 정부들의 부동산 정책에서의 큰 차이점은 과거 정부들은 상당기간 수요 진작 정책을 유지하거나, 수요 억제 정책을 유지하는 등 일관성 있는 정책을 펼쳤던데에 반해 정책 기조를 단기간에 바꾸는 식으로 부동산 시장에 대응하고 있다. 정부는 부동산 시장의 완만한 상승을 유지하기 위해 부동산 시장에 대한 유동성 공급과 규제를 짧게는 반기 단위로 번갈아 가면서 사용중이다. '22년 부동산 대폭락에서는 강남 3구, 용산구를 제외한 모든 지역에 대한 투기 과열지구 및 조정대상지역을 해제했고, 특례보증자리론을 운용해 시장 유동성을 제공했다. '23년 하반기 단기 과열세에선 특례보증자리론 일반형, 2주택자 대출 중단과 스트레스 DSR 도입을 통해 단기적인 유동성 억제책을 사용했고, '24년 하락엔 다시 신생아 특례대출과 신혼부부 전세·구입 대출을 통하여 부동산 시장에 유동성을 공급했다. '24년 하반기 단기 과열세에선 은행들에게 가계대출 억제 권고에 나섰고, '24년 9월부터 스트레스 DSR 2단계를 정상적으로 시행하면서 단기 부동산 상승이 꺾였다.

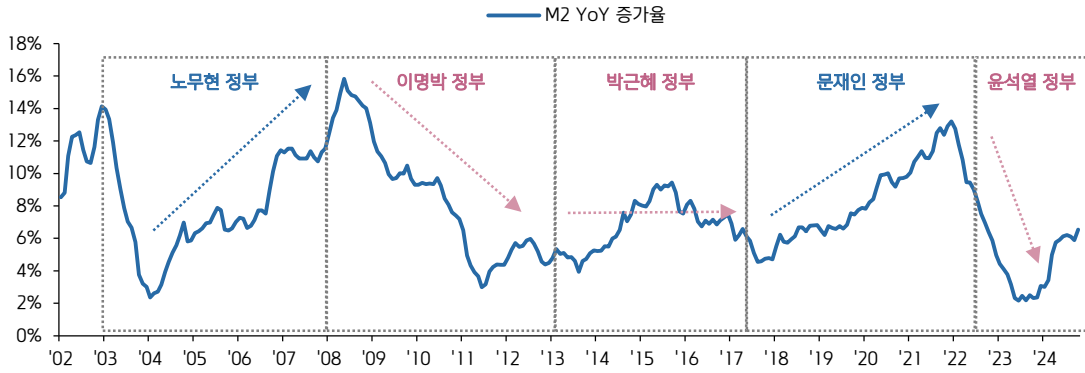
현재까지 이런 정책에 효과는 높은 것으로 판단된다. 그 이유는 현재 부동산 시장이 1) 실수요자 중심의 수요가 지속되고 있고, 2) 코로나 기간에 풀렸던 강한 유동성이 아직 남아있는 상황에서 3) 고금리와 내수 경기 불황이 장기간 지속되었기 때문으로 보인다. 이로 인해 수요 진작 정책에서는 수도권의 강한 실수요를 통해 수도권 중심의 급등세가 나타나지만, 수요 축소 정책에서는 고금리로 인한 이자 비용 부담으로 대출 억제 효과가 강하게 나타나 부동산 시장이 빠르게 둔화되는 모습이 보인다.

참여정부 ~ 현재 정부 주요 부동산 정책 정리 Table

구분	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024																
매매가 (YoY, %)	전국	9.5	-0.6	5.8	13.9	4.5	5.0	1.5	1.9	8.2	-2.1	0.8	2.7	4.9	0.8	1.1	0.1	-1.4	7.6	14.1	-7.6	-4.8	0.0															
	수도권	10.0	-2.4	6.9	24.2	7.9	6.8	0.6	-2.9	0.3	-5.8	-0.8	2.5	6.2	1.9	2.7	3.6	0.0	9.1	18.0	-9.7	-4.6	1.8															
	비수도권	9.1	1.5	4.5	2.8	0.8	3.0	2.5	7.9	18.3	1.7	2.4	2.9	3.6	-0.3	-0.4	-3.1	-2.7	6.2	10.6	-5.5	-5.0	-1.6															
기준금리 방향성	↓	↓	↑	↑	↑	↓	↓	-	↑	↑	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↑	↑	↑																
건설업 코스피 아음파동	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○																
명목GDP(원화, %)		6.7%	8.6%	5.5%	5.1%	8.5%	6.0%	4.4%	9.9%	5.0%	3.9%	4.4%	4.3%	6.2%	5.3%	5.5%	3.8%	1.7%	0.9%	7.9%	4.6%	3.3%																
정부	노무현										이명박										박근혜		문재인		윤석열													
한줄평	강한 규제책도 이길 수 없던 강한 부동산										금융위기에 따른 전 정부 규제 완화										부동산 일변 구하기		조반 규제책 성공 후반 정책 실패		단기 정책을 통한 부동산 시장 드리블													
공급정책	('03) 장기공공임대주택 150만호 건설 추진, 2기 신도시 19만호 추진 ('05) 수도권 중대형 아파트, 서민용주택 공급 확대, 강남지역 재건축 규제완화 ('06) 공공택지 주택 추가공급, 신도시 택지개발 기간 단축										('08) 재건축 규제 완화, 수도권(30만호), 지방(20만호) 주택 확대, 서민보급주택 주택 확대 ('09) 도시형 생활주택 공급확대(32만호) ('10) 공공기관 미분양 주택 매입 확대 ('11) 소형주택 건설자금 지원 금리 인하, PFI사업 정상화 펀드 확대 ('12) 중·소형 및 임대주택 공급 확대										('13) 수도권 공공주택 개발, 분양 물량 축소, 미분양 주택 임대주택 활용, 민간 임대주택 확대 ('14) 재건축·재개발 규제 완화, 택지개발 촉진법 폐지, LH 대규모 공공택지 지정 중단, 임대주택 공급 확대(8만호) ('15) 기형형 뉴스타이 도입 ('16) PF대출심사 강화, LH 택지공급 조절										('17) 임대주택 공급 확대(100만호) ('18) 공공주택 공급 확대(65만호) 수도권 공공택지 추가 확보를 통한 주택 공급(30만호 이상), 3기 신도시 계획 (1H20) 재건축 아파트 규제 강화 (2H20) 재건축·재개발 규제 완화, 3기 신도시 규제 완화를 통한 재건축 3기 신도시 규제 완화와 함께 재개발 내 임대 아파트 확대 ('21) 서울, 대도시 주택 공급 ('25년까지 83.6만호), 서울 신도시개발 발표		('22) 270만호 공급 계획(서울 50만, 수도권 158만, 지방 대도시52만) 1기 신도시 재정비 플랜 수립, 재건축 안전진단 기준 완화 ('23) PF대주단 협약, 뉴홈 청약 확대, PF대출 보증 규모 확대 ('24) 그린벨트 해제 추진, 3기 신도시 신 규 공금 확대, PF대출보증 확대 공공·프라이빗 매입 확대, 재건축·재개발 촉진안 발표		('22, '23) 부동산 규제 지역 해제 (강남3구, 용산구 제외) ('22, '23) 양도세 한시적 완화(1년), ('22) 실수요자 LTV 및 취득세 완화, ('23) 특별보증금지리론 운용(1년), 분양권 전매제한 완화, 다주택자 및 주택 임대·매매사업자 주담대 취급 완화, 신혼부부 대상 부동산 대출 기준 완화 ('19) 전세자금대출 후 주택매입 제한 ('20) 강남 4개동 토지거래허가제 시행 양도소득세 취득세 인상, 임대차 3법 신설, 공시가격 현실화 로드맵 발표		('22) 분양가 비용 반영 조정, 재건축 부담금 합리화 ('24) 산업이 특례대출, 신혼부부 전세 구입 대출 신설, DSR2단계 시행	
수요정책	('03) 일부 지역 분양권 전매 제한, 1가구 1주택 비과세 요건 강화, 청약 자격 제한, 주택거래가세 도입, 중부세 실시 예고 ('05) 주택채권 안정제 실시, 중부세 실시 및 과세기준 강화 1가구 2주택 양도세 중과 ('06) DTI규제 강화 ('07) 민간택지 채권안정제 적용, 투기지역 내 담보대출 제한										('08) LTV, 취득세, 양도소득세, 주택 전매기간, 중부세, 대출 조건 등 완화, 부동산 규제 지역 해제(강남 3구 제외) ('09) 지방, 다주택자 양도소득세 완화, 수도권 DTI 규제 확대 ('10) 수도권 매입임대사업자 세금 완화, 무주택자, 1주택자, DTI 규제 한시 해제 ('11) 청약 기준 완화, 실수요자 대출 기준 완화, 지방 1주택 중부세 비과세 ('12) 강남 3구 투기과열지구 해제, 실수요자 대출 규제 완화										('13) 제한적 양도세 면제 실시, 실수요자 양도소득세 및 취득세 면제, 장기자녀의 주택 자금 대출 등 자금 지원, 임대주택사업자 대출 완화 및 세제혜택 부여, 취득세 영구 인하 ('14) LTV, DTI 완화, 유주택자 청약 규제 완화, 디딤돌대출 1주택자 허용, ('15) 중개수수료율 인하 ('16) 공공기관 집단대출 억제, 가계대출 분할상환 유도, 일부 서울 지역 분양권 전매 금지, 청약 규제 강화		('17, '19) DTI, LTV, DSR 강화 ('17, '18, '20) 부동산 규제 지역 확대 ('17, '18, '19, '20) 중부세 강화 ('17, '18, '19) 주담대 규제 강화 ('17) 분양권 전매 규제 강화 ('18) 주택 거래 대출 요건 강화, 전세자금 대출 소득 제한 축소 ('19) 전세자금대출 후 주택매입 제한 ('20) 강남 4개동 토지거래허가제 시행 양도소득세 취득세 인상, 임대차 3법 신설, 공시가격 현실화 로드맵 발표		('22, '23) 부동산 규제 지역 해제 (강남3구, 용산구 제외) ('22, '23) 양도세 한시적 완화(1년), ('22) 실수요자 LTV 및 취득세 완화, ('23) 특별보증금지리론 운용(1년), 분양권 전매제한 완화, 다주택자 및 주택 임대·매매사업자 주담대 취급 완화, 신혼부부 대상 부동산 대출 기준 완화 ('19) 전세자금대출 후 주택매입 제한 ('20) 강남 4개동 토지거래허가제 시행 양도소득세 취득세 인상, 임대차 3법 신설, 공시가격 현실화 로드맵 발표		('22) 분양가 비용 반영 조정, 재건축 부담금 합리화 ('24) 산업이 특례대출, 신혼부부 전세 구입 대출 신설, DSR2단계 시행											
가격정책	('03) 재건축 개발이익 환수 ('05) 판교 중대형 아파트 원가연동제 적용, 개발부담금제 재시행 ('06) 제조환 실시, 공공택지 분양가 인하 ('07) 분양권 공개, 후분양제 도입 연기										('08) 분양가상한제 완화, 재건축 후분양제 폐지 ('10) 민간주택 주상복합 분상제 폐지 ('11) 재건축 초과이익환수제 완화										('13) 제조환 일시중단(2년) ('15) 제조환 일시중단(2년), 민간택지 분상제 폐지		('18) 제조환 및 민간택지 분상제 재시행 ('20) 민간택지 분상제 적용지역 확대, 소금정책		('22) 분양가 비용 반영 조정, 재건축 부담금 합리화													
대외환경	'02~'03년 신용카드 대출 부실 사태 '04~'05년 노무현 대통령 직무정지 '07~'08년 세계금융위기										'09.3~'14.10 미국 1·2·3차 양적완화 '10~'12년 유럽재정위기 '11년 상호지속가능성 영업정지 사태										'15.8~'16.2 중국 위안화 위기 '16.12~'17.5 박근혜 대통령 탄핵 '16.11 美 대통령 트럼프 당선		'17.10~'19.9 FED 양적완화 실시 '19.7~'21.1월 FED보합성 금리 인하 '20~'21년 코로나 사태		'22.9월 레고랜드사태 '23.11월 태안건설 워크아웃 '24.12월 계엄, 윤석열 대통령 직무정지													

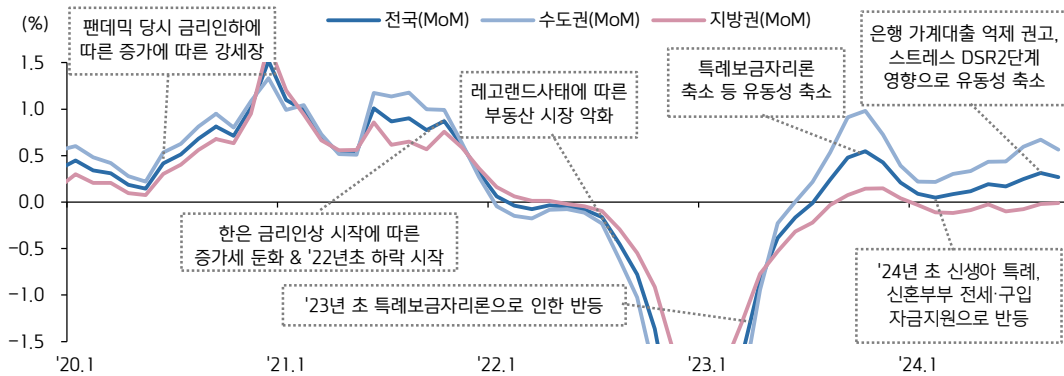
자료: 언론기사, 관계부처, 키움증권 리서치센터

높은 M2 증가율을 보인 노무현/문재인 정부, 비교적 낮은 M2 증가율을 보인 이명박/박근혜 정부



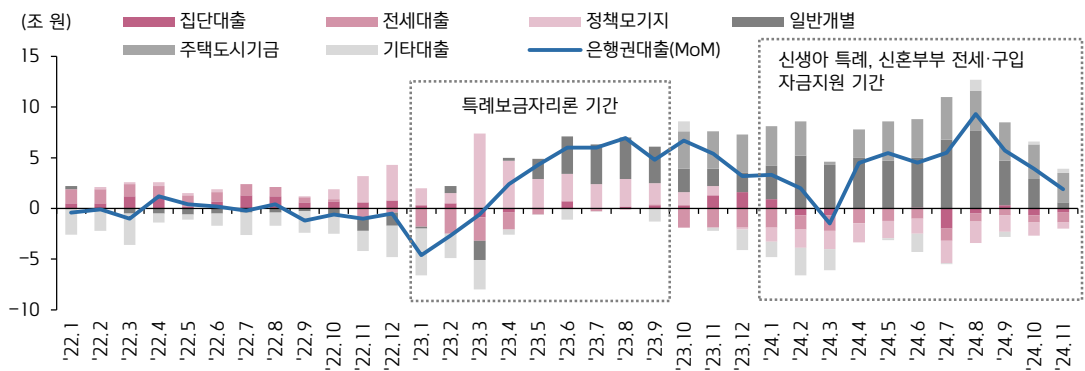
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

팬데믹 이후 전국, 수도권, 지방권 MoM 매매가 변화율 추이



자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터

월별 가계 대출 동향(MoM 증분): 정부 지원으로 '23년 3월부터 주택담보대출 증가 시작



자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

2) 향후 정부 행방에 따른 정책, 부동산 시장과 건설사 영향 평가

최근 부동산 시장은 계엄 이후 정치적 불확실성으로 인해 약세를 보이고 있다. 이러한 관망세는 이전 탄핵정국과 마찬가지로 정치적 불확실성이 해소되기 전까지는 지속될 것으로 보인다. 다만, 이후 정권에 따른 정책 변화에 따라 부동산 시장의 중장기적 방향성이나 개선의 강도가 달라질 수 있다. 현재까지 가능한 시나리오는 2 가지 1) 민주당 후보의 당선 경우, 2) 현 대통령 탄핵 기각 혹은 집권 여당의 당선 경우로 생각해 볼 수 있다. 결론적으로는 부동산 시장과 건설사에는 후자가 더 긍정적일 것으로 판단된다.

첫번째 경우인 민주당 후보의 당선 경우 과거 민주당의 경우와 마찬가지로 부동산 시장에 대한 규제 기조는 지속할 것으로 예상된다. 주요 정책으로는 다주택자 보유세 강화, 분상제+분양원가공개, 공공주택 공급 확대 등이 예상된다. 또한, 현재의 임대차 3 법을 유지하고, 재건축초과이익환수제 및 공시가격 현실화를 지속할 것으로 예상된다. 이는 분양시장에 있어서는 가격 하락을 이끌 것으로 예상되고, 대형 건설사에 있어서는 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 다만, 매매가의 경우 추경이나 혹은 실수요자 혜택 증가, 거래세 완화 등의 영향에 따라 상승할 가능성은 있다고 판단된다.

분양시장의 경우 과거 노무현 정부와 문재인 정부 모두 민간택지에 대한 분양가상한제를 실시하였고, 분양원가공개에 대해 긍정적인 스탠스를 취했다. 현재에도 민주당 여러 의원들의 발언에서 여전히 이 정책들에 대한 요구는 증가하고 있고, 높은 분양가가 1 주택자 등 실수요자들에게 부정적인 영향을 미치는 것으로 보고 있다. 과거 '07 년도 분양원이 공개제도와 분양가 상한제가 시행되었을 당시, 분양가 하락에 큰영향을 미쳤던적이 있던 만큼 이번에도 이런 정책들이 시행될 시 분양가 하락에 일조할 것으로 보이고, 현재 분양가가 높다는 여론이 있는 만큼 이런 정책들은 예상보다 빠르게 시행될 여지도 있다 판단된다.

공급시장의 경우 민주당은 과거부터 공공임대주택을 공급하여 저소득층의 주거를 해결하고자 했다. 이번에도 마찬가지로 공공주도로 아파트를 공급할 것으로 예상되는 가운데, 대체로 공공주도의 아파트 공급은 정부기관과 중소형 건설사들이 주가 되었다는 점에서 대형 건설사에게는 부정적일 것으로 예상된다. 다만, 최근 민주당 의원들의 발언에서 과거와 다른 점은 재건축을 투기보다 공급에 대한 시각으로 바라보며, 재건축에 대한 규제는 하지 않을 것으로 보인다. 다만, 재건축에 대한 공공성을 위해 공공임대 인센티브를 제공하고, 재건축초과이익환수제를 지속하여 투기적 수요를 막을 것으로 보인다. 수도권외의 경우 기존 토지주들 입장에서 공공임대에 대한 부정적인 시각이 있는 만큼 인센티브에 따른 추가적인 공급이 이뤄질지는 미지수이고 재조환으로 인해 질 높은 주거 환경에 대한 수요가 높은 지역의 경우에만 제한적으로 재개발·재건축이 이뤄질 가능성이 있다. 따라서, 집권 여당의 유지 경우 보단 공급이 제한적일 것으로 예상되나, 과거 민주당 정부들 대비 재건축 수요는 증가할 수 있을 것으로 기대된다.

매매시장의 경우는 긍정적인 요인들과 부정적인 요인들이 모두 혼재되어있다. 과거부터 민주당 정부에서는 항상 다주택자를 집 값 상승의 원인으로 지목했으며, 현재에도 관련 후보들의 발언에서 다주택자에 대한 부정적인 인식이 확인되고 있다. 과거 노무현 정부와, 문재인 정부에서 다주택자에 대한 보유세를 인상하여 세수를 걷어들이고 집 값 상승을 억제한 것과 마찬가지로 민주당 정권이 들어설 경우 다주택자에 대한 보유세는 점진적으로 증가할 것으로 예상된다. 또한, 문재인 정부의 거래세 강화 정책이 큰 비판을 받았기 때문에, 과거와 다르게 거래세 완화 가능성이 있고 이는 모두 매매가에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 다만, 과거 무분별하게 부동산 규제 지역을 지정한 것과는 반대로 실수요자에 대한 완화책은 지속할 것으로 예상되고, 내수 부진에 따른 추경과 국가부채 증가에 대한 긍정적 발언 등이 있어 통화 공급의 증가에 따른 매매가 상승 가능성이 있다. 따라서 매매가의 경우 향후 정부의 부동산 투자에 대한 규제 정책 속도와 규모에 따라 방향성이 다르게 흘러 갈 수 있다고 판단된다.

두번째 경우인 현 대통령 탄핵 기각 혹은 집권 여당의 유지 경우로 과거 보수 정당과 비슷하게 친시장적 부동산 정책이 예상된다. 주요 정책으로는 다주택자 종과세율 완화, 공시가격 현실화 폐지, 분양가상한제 실거주 의무 폐지, 재건축·재개발 규제 완화 및 기간 단축, 재건축초과이익환수제 폐지, 임대차 3 법 개정 등이 있다. 이는 분양가, 건설사, 매매가에 있어 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

분양시장의 경우 윤석열 정부는 분양권 전매제한 등을 완화하는 등 분양 수요를 증가시키는 정책을 펼쳐왔다. 현재 집권 여당에서 추가적으로 분양가상한제 실거주 의무 폐지를 주장하고 있다는 점에서 향후 분양수요를 늘릴 수 있어 긍정적으로 판단된다. 또한, 공사비가 증가하던 시절 분양가에 비용이 적절히 반영될 수 있도록 조정하는 방안을 내놓고, 현재도 높아진 분양가에 대해 부정적인 모습을 보이지 않고 있다. 민주당 정권과는 다르게 분양가상한제, 분양원가공개 등의 규제가 없을 것으로 예상되므로 수요에 따른 분양가 인상이 가능한 만큼 시행사와 시공사에게 있어서 긍정적일 것으로 예상된다.

공급시장의 경우 현재의 공급정책이 지속될 것으로 예상된다. 현재 정부는 CR 리츠등을 통해 미분양 주택에 대한 해결에 나섰고, 공급정책을 지속하려 한다. 또한, 8.8 정책에서 밝힌 그린벨트 해체가 정상적으로 추진됨에 따라 좋은 입지의 공급 물량을 확대한다는 점에서 건설사에게 긍정적으로 예상된다. 재건축·재개발 규제 완화 및 기간 단축(서울시 신통기획 등)이 시행되면서 민간주도의 공급이 확대될 수 있고, 재건축초과이익환수제 폐지가 시행될 경우 조합들의 재건축 의지를 강화시켜 더 빠르게 수도권외의 공급을 확대할 수 있을 것으로 예상된다. 재건축·재개발의 경우 미분양 리스크가 적고, 조합원들이 대형 건설사에 대한 수요가 큰 만큼 향후 부동산 시장의 회복이 가시화 될 시 공급 증가와 함께 대형 건설사들에게 수혜가 될 것으로 예상된다.

매매시장의 경우 기존 진행하던 실수요자 중심의 정책모기지 지원이 지속되면서 매매가의 하방을 받쳐줄 것으로 예상된다. 그 외에도 다주택자에 대한 양도세율 중과 완화는 윤석열 정부의 대선 공약으로 부동산 투자에 대한 실질 수익률을 높여줌에 따라 주택 투자를 활성화 시킬 수 있고, 또한 공시가격 현실화 폐지에 따른 보유세 완화도 주택 투자에 대한センチ먼트를 개선시킬 수 있다. 임대차 3 법 개정 또한 다주택자의 부동산 수요를 증가시킬 수 있는 요인으로 판단된다. 결국 시장이 실수요자 중심의 시장에서 투자 수요 증가에 따른 투자 활성화 국면으로 이어지면서 매매시장에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 다만, 최근 정부가 단기간 정부의 정책 기초를 바꾼 것을 볼 시 과열은 원치 않으므로, 정책에 대한 속도 조절을 해나가면서 점진적으로 상승을 유도할 것으로 예상된다.

계엄 이후 가능한 정부 변화에 따른 영향 예상

구분		야당 후보 당선	국민의힘 정권 유지
매매가/ 분양가	전국	↑ or - / ↓	↑ / ↑
	수도권	↑ or - / ↓	↑ / ↑
	비수도권	↓ / ↓	↓ / ↑
공급정책		현 270 만호 수준의 공급 목표 지속 예상 공공중심의 주택 공급 예정 재건축, 재개발 규제 완화 기조 유지 (다만, 공공 기여 확대 인센티브 부여 예상)	기존 270 만호+a, 서울시 신통기획안 유지 재건축·재개발 촉진안 유지 1기 신도시 재검토 기조 유지, 그린벨트 해체 추진 지속
수요정책		현행 종부세, 재산세 유지(토지보유세 미 실시 시) 실수요 중심 규제 완화 지속 예상 다주택자 보유세 강화, 양도소득세, 거래세 완화 임대차 3 법 유지 공시가격 현실화 지속 혹은 속도 조절 스트레스 DSR 규제 지속	다주택자 종과세율 완화 추진 1 주택자 양도소득세, 재산세 부담 축소 종부세, 재산세 완화 추진 임대차 3 법 재검토, 공시가격 현실화 폐지 스트레스 DSR 규제 지속 실수요자 중심 정책모기지 확대 예상 분양가상한제 실거주 의무 폐지 추진
가격정책		민간주택 분상제, 분양원가 공개 도입 재건축초과이익환수제 유지	재건축초과이익환수제 폐지 혹은 개선

자료: 언론기사, 키움증권 리서치센터

II. '25년 건설주의 상승 트리거는?

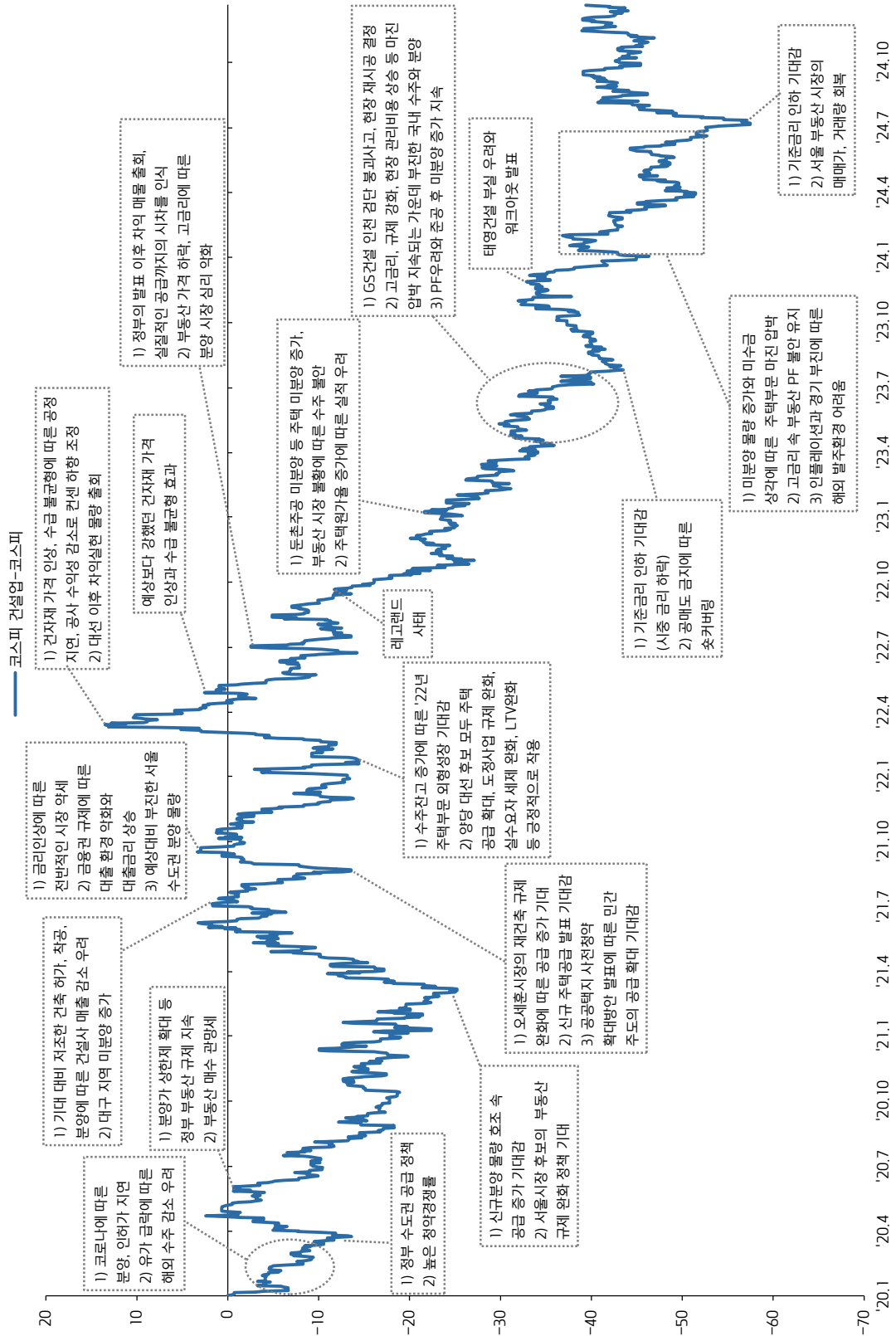
>>> 주가를 높여온 주택부문 마진 부진, PF시장 불안, 미분양 증가

현재 건설업의 주가 상승을 위해서는 그동안 주가를 높여왔던 미분양 물량 증가, PF시장의 불안, 주택 마진의 회복 지연 등이 해소될 필요성이 있다. 그 후 주가의 추세적인 상승을 위해선 아파트 공급과 수요가 함께 증가하며 매출액의 외형 성장이 보여야할 것으로 판단된다.

건설업 주가는 '22~'24년 하락했고, 코스피대비 언더퍼폼하는 모습을 보였다. 각 연도별 하락 이유를 보면, '22년은 HDC현대산업개발의 부실공사, 금리 상승에 따른 부동산 시장 불황, 건자재 가격과 인건비 상승에 따른 주택마진 훼손, 레고랜드 사태로 인한 PF시장 불안이 주요 하락 요인으로 작용했다. '23년에는 GS건설의 인천 검단 붕괴사고와 재시공 결정, 건자재 가격과 인건비 상승에 따른 부실공사 증가, 현장관리 비용 증가에 따른 주택마진 회복 지연, 태영건설 유동성 위기설과 워크아웃 신청이 하락의 주요 요인으로 작용했다. '24년에도 준공 후 미분양 물량이 계속 증가했고, 주택 마진과 부동산 시장 또한 큰 회복세를 보이지 못하며, 결국 건설업 주가 하락은 지속되었다.

따라서, 건설업 주가의 상승을 위해선 미분양 물량의 감소, PF시장의 불안 해소, 주택마진 회복이 주요 이유로 판단되고, '25년부터는 이런 요인들의 해소가 기대된다. 안정화된 공사비와 건설사의 도급액 증액 건수 증가에 힘입은 '23~'24년도 착공 물량의 매출 비중 증가로 주요 건설사의 주택마진 원가율 회복이 기대되고, 또한 1) 과거와 다른 건설사의 보증 형태, 2) 안정화된 공사비와 금리 인하, 분양가 상승에 힘입은 개발 이익 정상화에 따라 PF시장도 안정화 될 것으로 기대되기 때문이다. 미분양 물량 또한 전국 아파트 공급 감소와 금리 인하에 따른 투자 심리 개선으로 감소를 기대해볼 수 있다.

'20년 코로나 이후 코스피 대비 건설주 주가 움직인 원인 분석



자료: 키움증권 리서치센터

>>> 본격적인 주택부문 마진 회복 기대

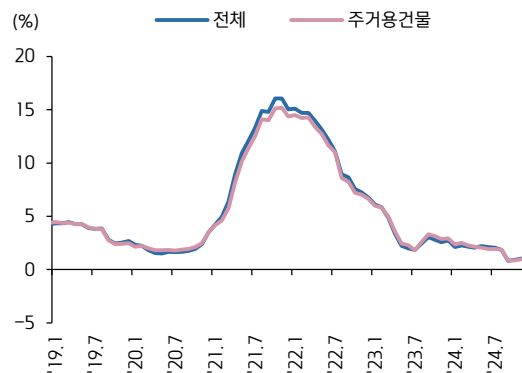
1) '23~'24년 건자재 가격 안정화와 정부 공사비 안정화 대책

'23년을 기점으로 주택부문의 주요 공사비 상승 요인이었던 **건자재 가격과 인건비 상승률이 하향 안정화되었다**. 이로 인해 신규 건설 계약에 대해선 인플레이션으로 인한 원가율 우려가 적어졌고, **정부도 이런 높아진 공사비에 대해 건설 공사비 안정화 방안을 내놓으며 향후 건설사들의 주택부문 원가율 개선에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다**.

건설공사비지수는 '21~'22년까지 급등했다. 이는 건설자재, 인건비 등을 포함한 전반적인 건설비용의 증가가 주요 요인으로 '21년 물류 정체와 컨테이너 부족 현상으로 극심한 물류 대란이 발생했고, 원유를 포함한 주요 원자재 가격이 상승함에 따라 건자재 가격들도 함께 상승했다. 인건비는 코로나로 인한 외국인 인력 수급의 문제와 주 52시간 등의 영향으로 증가한 것으로 판단된다. 결국 이런 건자재 가격 증가와 인건비 증가로 인해 '20년말 대비 '22년말까지 공사비는 23%까지 상승하였다.

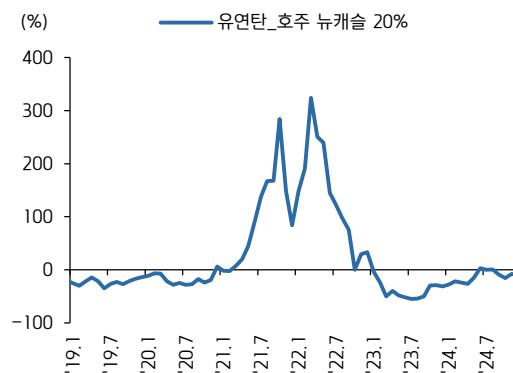
다만, **'23년부터**는 물류 정상화와 원유가 안정화 등에 힘입어 건자재 가격 상승률이 하향 안정화되었고, 인건비 또한 상승률이 '24년부터는 점차 하락하는 모습을 보임에 따라 **'23~'24년 누적 건설공사비지수 증가율은 4% 수준으로 감소했다**. 정부도 높아진 건설 공사비를 줄이기 위해 '24년 10월 **'건설 공사비 안정화 방안'**을 발표했고, **주요 내용으로는 건자재 가격 안정화를 위한 시장 점검, 주요 건자재 공급 확대, 인력수급 안정화를 통한 인건비 부담 감소 등이 포함되어있다**. 따라서, 건자재, 건설업 인건비의 하향안정화와 함께 정부의 정책을 통해 공사비 안정화를 이루고 '25년에는 전반적인 건설업황의 정상화를 기대할 수 있을 것이다.

건설공사비지수 YoY 변화율



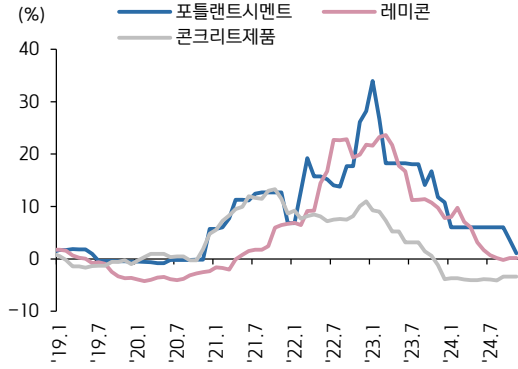
자료: KOSIS, 키움증권 리서치

유연탄 가격 YoY 변화율



자료: 한국자원정보서비스, 키움증권 리서치

시멘트, 레미콘, 콘크리트 지수 YoY 변화율



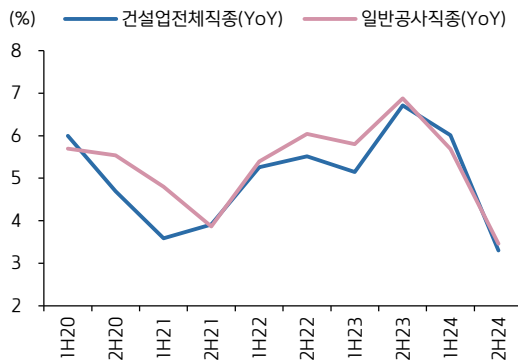
자료: KOSIS, 키움증권 리서치

국내 철근 유통가격 YoY 변화율



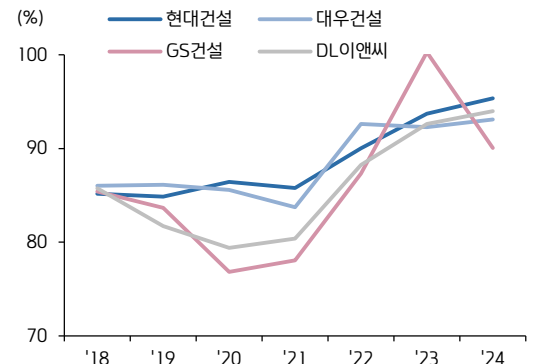
자료: 철강금속신문, 키움증권 리서치

건설 인건비 YoY 변화율



자료: KOSIS, 키움증권 리서치

건설사 4개 건축/주택부문 원가율



자료: 각 사, 키움증권 리서치
주1) '24년은 3Q24 누적 기준

건설 공사비 안정화 방안 내용-추가적인 원가율 개선 전망

대응 방향	내용
목표	'26년까지 공사비 상승률 연간 2% 내외 로 관리 '25년 건설수주액 200조원 돌파
자재비 안정화	1) 원료 가격 하락에도 공급가격 상승 등 불법·불공정 행위 점검반 운영 2) 민간의 해외 시멘트 도입 추진 애로해소 및 품질·안정성 검증 3) 천연 골재원 공급량 확대 를 위해 바다골재, 산림골재, 육상골재 등 규제적용 장식 개선
인력수급 안정화	1) 청년층 직업교육 강화, 건설업계 숙련인력 대우를 위한 숙련기능인 채용 우대 인센티브 부여 2) 외국인력의 건설 현장 간 이동 가능 사유 구체화, 내국인 기피 공종에 한해 숙련기능인 비자 도입 중장기 검토 3) 건설기계 임대료 상승 억제 위한 현장 집중단속, 전자대금시스템 적용 대상 확대, 로봇화, 모듈러 공법 활성화 지원
공공조달 비효율 개선	1) 국가적으로 중요한 주요 공공공사 발주처가 직접구매를 허용, 구매절차 단축 2) 공공공사비 현실화를 위한 제도개선 방안 연내 확정·발표

자료: 기획재정부, 국토교통부, 키움증권 리서치센터

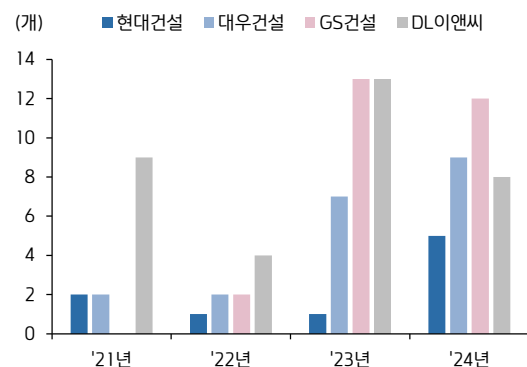
2) '25년 '23~'24년 도급액 증가와 공사비 안정화 영향 반영될 것

'23~'24년 착공 물량은 도급액 증가와 하향 안정화된 건자재들의 영향으로 원가율이 이전 대비 정상적인 수준으로 하락했다. 아파트의 착공 기간을 고려할 시 '23~'24년 착공 매출은 '25년부터 의미있게 매출 비중이 증가함에 따라 '25년부터는 본격적인 주택부문 원가율 개선이 전망된다.

'22년부터 높아진 공사비로 인해 건설사의 착공이 감소했고, 시공사와 시행사의 갈등이 지속되면서 주택 공급 감소가 우려되었다. 이는 정부로 하여금 공급 정책에 있어 장애물이 될 것이라 판단되었고, 정부는 어느 정도의 공사비를 분양가에 전가할 수 있도록 해주었다. 시행사 또한 시공사를 찾기 어려워짐에 따라, '23년부터는 공사비 증가에 대한 에스컬레이션 조항이 계약에 필수사항이 되기 시작했다. 공사비가 분양가격에 점차 반영됨에 따라 분양가는 '23년 12%, '24년 11% 상승했고, 분양가 상승 속 시공사의 도급 증액 계약도 증가하면서 하향안정화된 공사비와 함께 '23년 착공 물량부터는 마진이 정상화 궤도에 안착되기 시작했다. 특히 재건축·재개발에서는 서울을 중심으로 한 수도권외 부동산 가격 강세로 인해 조합들의 사업 의지가 이전보다 개선되어 높아진 도급액을 수용하는 모습이 보인다. 예시로 현대건설은 '24년 9월말 반포주공1단지 1·2·4 주구 재건축정비사업에서 1.3조원의 계약금액 인상을 공시한 바 있다.

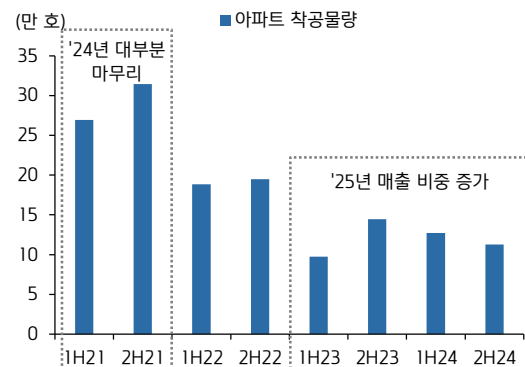
건설업의 특성상 S-Curve를 그리며 매출이 인식된다는 점에서 시공사의 매출 중 건설중에 있는 '21~'22년 착공 물량이 여전히 상당부분을 차지하고 있었고, 아파트 건설 품질 관리에 대한 비용, 현장 관리 비용이 증가했기 때문에, '24년에는 드라마틱한 원가율의 개선은 보이지 못했다. 다만, '25년부터는 '21~'22년 착공 물량이 점차 완공되고 '23~'24년 착공 물량 비중이 본격적으로 증가하면서 매출 믹스에 따른 시공사의 원가율 개선이 점차 진행될 수 있을 것이고, 부동산 호황기의 무리한 착공 증가에서 벗어나 품질에 대한 비용을 지속적으로 반영해온 만큼 '25년에는 주택마진 회복을 충분히 기대해볼 수 있다.

건설사 주택 프로젝트 증액 공시 개수



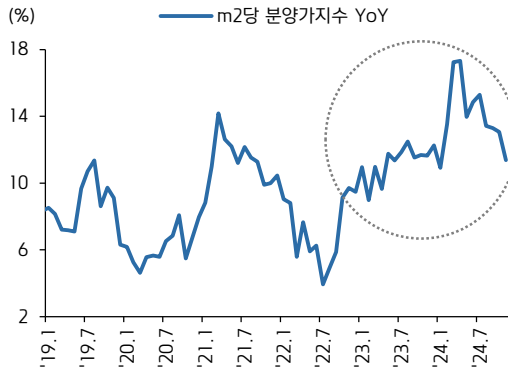
자료: DART, 키움증권 리서치

반기별 착공 물량 정리



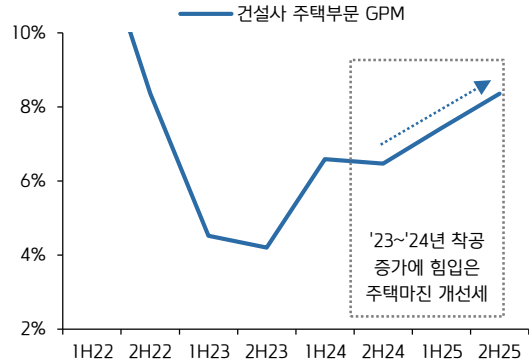
자료: Kosis, 키움증권 리서치
주1) 2H24='24년 7월~11월까지

전국 면적당 분양가격 증가율



자료: Kosis, 키움증권 리서치

주택부문 GPM 전망-'25년 강한 개선세 전망



자료: DART, 키움증권 리서치

주1) 현대건설(별도), 대우건설, GS건설, DL이앤씨 합산

주2) 1H25, 2H25는 키움증권 추정치

>>> PF시장의 안정화 기대

1) 구조적으로 낮아진 시공사 PF위기와 과거 금리 인하기

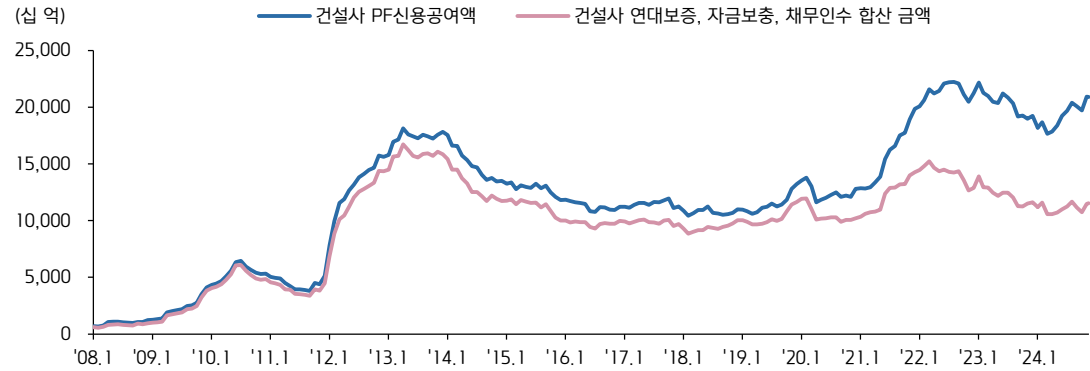
'09년도 금융위기 이후 점차 부동산 시장은 회복세를 보였음에도 불구하고, '10년대 후반부터 저축은행에 대한 부실위험과 PF시장에 대한 불안은 지속되었다. 따라서 현재의 부동산 시장 회복에도 PF시장의 불안은 지속될 가능성이 있어 이를 점검할 필요가 있다. 결론적으로는 1) 과거와 달리 시공사의 채무보증의 형태가 바뀌었고, 현금성 자산이 증가하는 등 시공사 자체의 변화와 2)금리 인하 시기에 PF리스크가 불거졌던 적은 없다는 점에서 '25년부터는 PF시장의 안정화를 기대해볼 수 있을 것이라 판단된다.

시공사의 PF신용공여액 추이를 보면 '09년 금융위기 이후와 '22년도 코로나 이후 PF신용공여액은 증가한 것을 알 수 있다. 다만, '09년 금융위기 당시에는 연대보증, 자금보충, 채무인수 등의 형태가 지속적으로 증가했지만, '22년 이후 증가는 대부분 책임준공 등의 다른 형태로 증가한 점을 볼 수 있다. 따라서 현재는 PF신용공여액에 대한 리스크 증가는 맞으나, 미분양에서의 큰 문제가 발생하지 않는다면, 리스크의 증가가 과거와 달리 제한적이고 향후 큰 문제로 발전하지 않을 것으로 판단된다.

PF대출에 대한 신용보증은 연대보증, 채무인수, 자금보충, 책임준공으로 구분된다. 연대보증이란 시공사가 시행사와 연대하여 채무를 부담하는 약정이고, 채무인수란 차주인 시행사가 채무변제를 불이행할 경우 채무인수인인 시공사가 해당 채무를 인수하는 것이다. 자금보충이란 유동화회사(SPC)에 대한 신용보강으로 SP가 채무불이행, 상환자원 부족 등의 이슈가 발생 시 시공사가 부족한 자금을 보충해주는 신용보강이다. 위 3가지 중 연대보증은 계약과 동시에 의무가 생기고, 최고·검색 항변권이 없어 가장 큰 리스크를 갖으나, 채무인수와 자금보충도 계약상으로 대부분 최고·검색 항변권을 배제하는 경우가 많아 사실상 3가지 모두 시공사 입장에서 차이를 두는 것이 무의미하다고 볼 수 있다. 책임준공은 말 그대로 불가피한 상황을 제외하고는 준공을 해야 할 의무로 앞의 3가지와 달리 리스크에 따른 최대 손실액이 공사비로 한정되고, 준공 시 채무불이행에 따른 재무적 손실은 발생하지 않는다. 따라서, 시공사 입장에선 책임준공의 비중이 증가할수록 PF리스크가 상대적으로 적어진다고 할 수 있다.

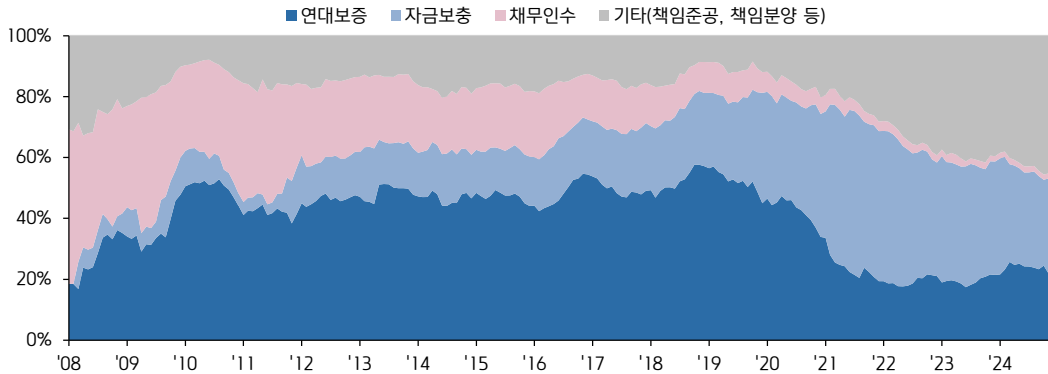
또한, 최근 대형건설사의 현금 비중은 꾸준히 증가해왔다. 이러한 높아진 현금 비중은 향후 PF리스크에 대한 지급보증을 해야하는 상황에서 시공사로 하여금 유동성 위기를 벗어날 체력이 증가했다고 볼 수 있다.

시공사 PF신용공여액 추이-최근 PF신용공여액 증가는 대부분 책임준공이 차지



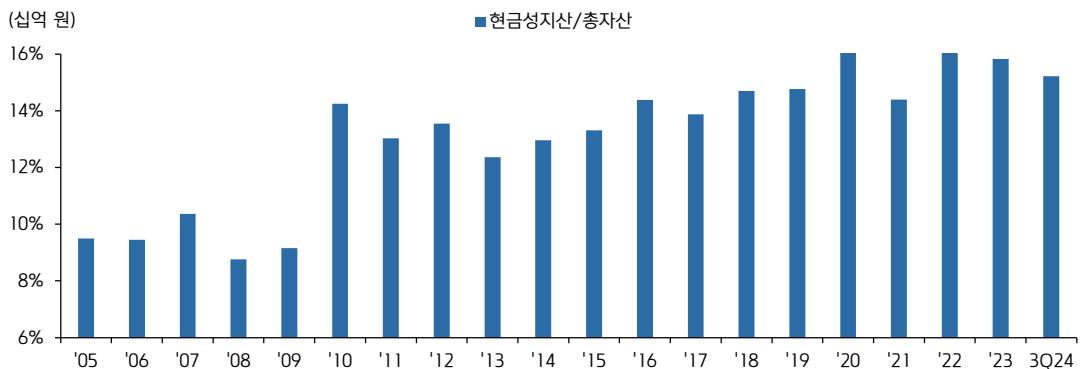
자료: 인포맥스, 키움증권 리서치센터

시공사 PF신용공여액 비중 추이-점차 증가하는 책임준공 비중



자료: 인포맥스, 키움증권 리서치센터

건설사 현금성자산/총자산 추이-과거대비 건설사들의 현금성 자산 비중 증가

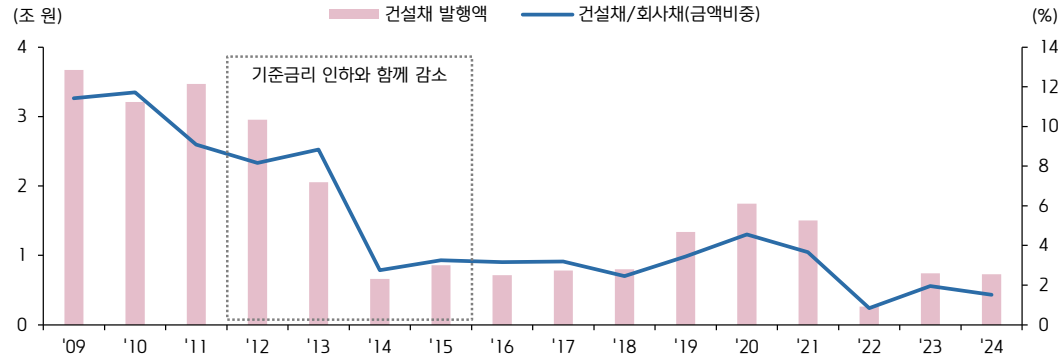


자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

주1) 건설사: 현대건설, 대우건설, GS건설, DL이앤씨(21년 이전 대림산업) 합계 금액 기준

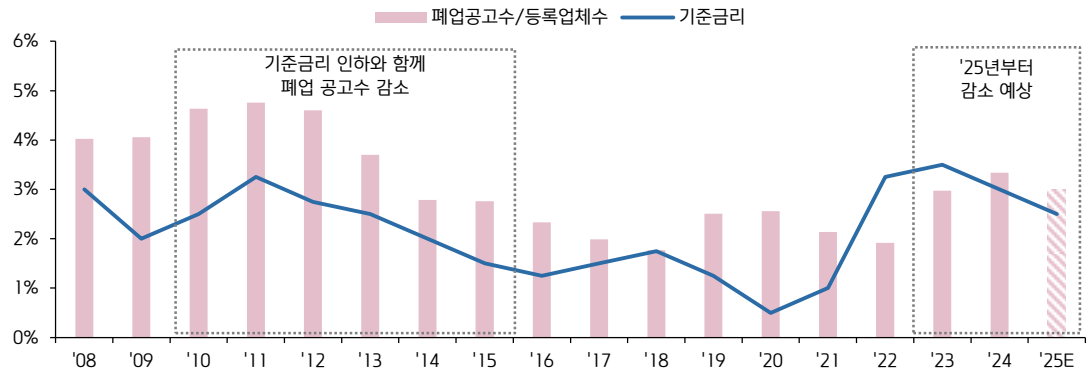
'09년도 금융위기 이후에도 증가하는 미분양과 건설사의 유동성 위기로 인해 PF시장의 불안은 지속되었고, 이로 인해 '11년도에는 저축은행 영업정지 사태까지 문제가 퍼지게 되었다. 다만, 이후 금리 동결과 인하기로 들어섰던 '12년도부터는 크게 부각될만한 PF문제는 없었고, 건설사의 회사채 발행 금액도 감소하기 시작했다. 또한 연간 종합건설업 폐업 공고 건수를 보면 금융위기가 시작된 '07년도부터 상승하기 시작하여 '11년도까지 상승하는 모습을 보이고 금리 하락기에 들어선 '13년도 이후 폐업 공고 건수가 크게 감소하는 모습을 보였다. 따라서 본격적인 금리인하기에 들어서면서 '25년부터 건설업황 전반의 불안감은 감소할 수 있을 것으로 기대된다.

건설채 발행액 추이- '12년부터 기준금리 인하와 함께 감소한 건설채 발행액



자료: 인포맥스, 한국은행, 키움증권 리서치센터

'12년도 이후 기준금리 인하 시기 종합건설업 폐업공고수 감소



자료: 대한건설협회, 한국은행, 키움증권 리서치센터

2) 공사비 정상화와 금리 인하는 개발 사업 이익 증가를 의미

PF시장의 불안은 앞서 건설사의 상황과 마찬가지로 '23~'24년 착공 물량들이 준공됨에 따라 시행사의 개발 이익이 정상화 되면서 점차 개선될 것으로 예상된다. 이는 건자재 가격 하락과 정부 정책에 따른 공사비 안정화, 금리 인하에 따른 금융비용 하락에 기인한다.

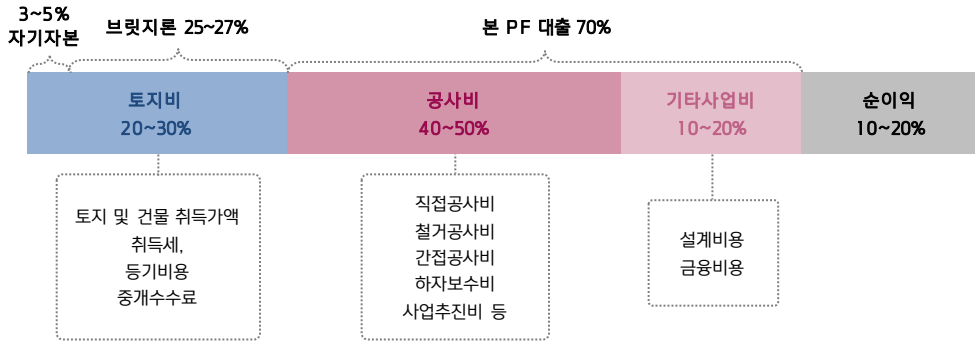
국내 아파트 시장은 선분양이 대부분을 차지하는 만큼 분양 계약 이후 공사비가 상승하자 기존 분양가를 통해 사업개발을 통한 이익 확보가 어려워졌고, 이로 인해 공사를 미루거나, 진행을 안하는 등의 문제가 생겼다. 시행사의 개발이익 수지에서 공사비가 차지하는 비중은 약 40~50% 수준으로 가장 높은 비중을 차지하고, '20년말~'22년말 공사비 상승(23%)을 고려 시 개발이익 수지에 10%p이상의 영향을 주었을 것으로 예상된다. 다만, 현재는 어느정도 분양가에 공사비가 상승한 부분을 전가한 상태라 판단된다. '22년, '23년, '24년 분양가는 각각 9.5% 12%, 11% 상승하며 이전대비 높은 상승률을 보였기 때문이다.

금리 인하도 PF시장에는 긍정적인 영향을 미친다. PF시장에서는 '22년 9월말 레고랜드 사태와 '23년 말 태영건설 워크아웃으로 인해 PF유동화증권의 발행 금리가 많이 높아졌다. PF전단채의 발행금리는 '20년도 말까지만 하더라도 만기 3개월 A1등급 기준 1.3%수준, A2등급 기준 1.7% 수준이었으나, 레고랜드 사태 이후 '22년말에는 각각 7% 후반, 12% 수준까지 증가하게 된다. '23년 말 기준금리 인하에 대한 기대감이 시장금리에 반영되었음에도 불구하고 태영건설의 워크아웃 우려와 현실화로 만기 3개월 A1등급 기준 4.7~4.9%, A2등급 기준 7~7.1%로 높은 여전히 높은 모습을 보였다. 사업마다 차이는 있으나 금융비용은 대체로 10~15% 수준으로 추산된다. '21~'23년 진행된 건설 프로젝트들은 1) PF금리가 2~4배 이상 상승했다는 점과 2) 대부분의 시행사는 자기자본이 5%미만 수준으로 개발 프로젝트 금액 대부분을 PF로 조달한다는 점에서 개발이익을 기대하기 어려웠을 것이다.

다만, 최근 한국은행의 기준금리 인하에 힘입어 PF전단채 발행금리는 3개월 만기 A1등급 기준 3%후반대, A2등급은 4% 중반대로 하락했다. 유동화증권의 만기 분포를 보아도 이전대비 만기가 긴 증권이 증가한만큼 PF에 대한 우려는 많이 감소한 것으로 보인다. 과거 '18~'19년도와 같은 1%후반 ~ 2%중반의 낮은 금리 수준을 기대하기는 어려울 것으로 보이나, 한국은행의 추가적인 기준금리 인하에 따른 대출금리 하락 효과와 PF시장 리스크 감소에 따른 스프레드 감소 시 금리인하 이상의 개선 효과를 기대해볼 수 있을 것이다.

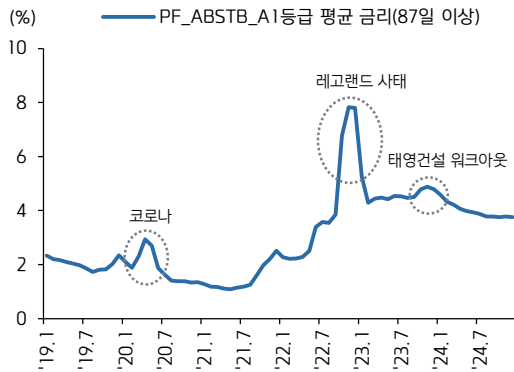
결국 정상적으로 분양 시 시행사는 어느정도 수준의 개발이익을 챙길 수 있을 것으로 예상되는 만큼 향후 미분양 물량이 감소할 시 PF시장의 불확실성은 크게 감소할 것으로 기대된다.

시행사 개발사업 수지 및 자산 구조-많은 비중을 차지하는 공사비와 작은 자기자본 비율



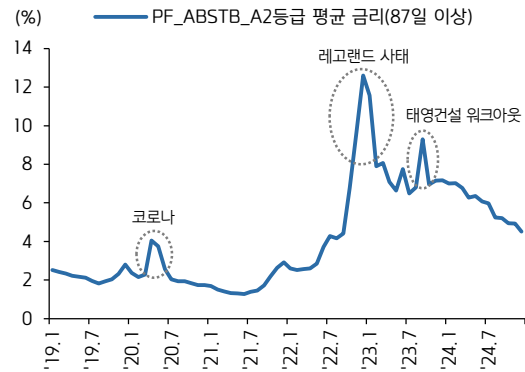
자료: 국토교통부, 시장 자료, 키움증권 리서치센터

PF전단채 87일물 이상 A1 등급 발행 평균 금리



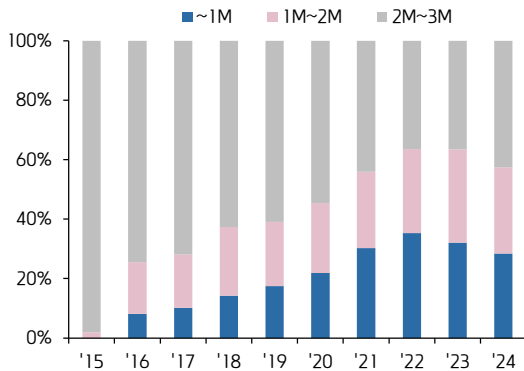
자료: 인포맥스, 키움증권 리서치

PF전단채 87일물 이상 A2 등급 발행 평균 금리



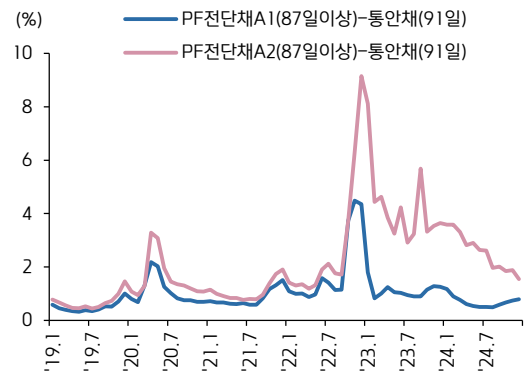
자료: 인포맥스, 키움증권 리서치

PF전단채 A1 등급 2~3개월물 발행 비중 증가



자료: 한국예탁결제원, 키움증권 리서치

PF전단채(87일이상)-통안채(91일) 스프레드



자료: 인포맥스, Kofia, 키움증권 리서치

>>> 미분양 물량 감소 기대

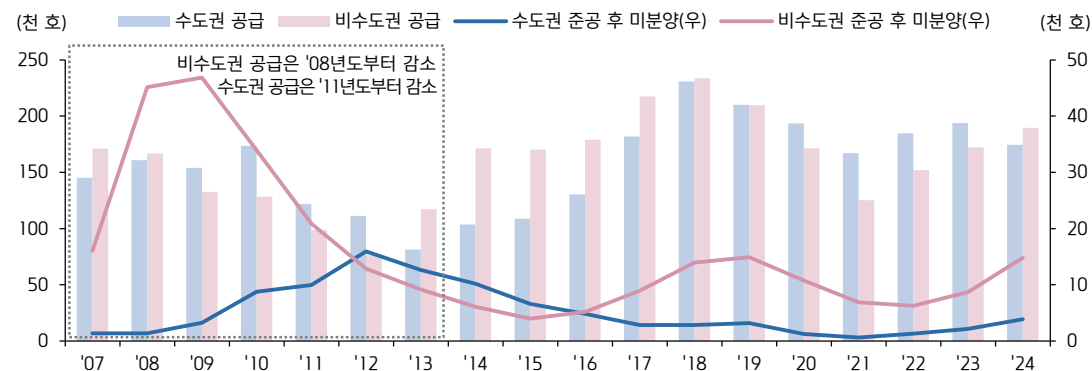
1) 아파트 공급 물량 감소에 따른 미분양 감소 기대

'25년 하반기를 기점으로 아파트의 미분양 물량은 감소가 가능할 것으로 예상된다. 이는 1) '25년도부터 감소할 전국 아파트 공급 물량과 2) 기준금리 인하에 따른 부동산 투자심리 개선 때문이다.

준공 후 미분양을 줄이기 위해선 강한 수요 개선 정책을 통한 아파트 재고를 소진시키는 방법과 공급을 감소시키며 아파트 재고를 소진시키는 방법이 있다. 과거 준공 후 미분양이 크게 문제가 되었던 금융위기 당시 수도권과 비수도권의 공급, 준공 후 미분양 추이를 보면, 비수도권 공급은 '08년도부터 감소하여 '09년도부터 준공 후 미분양이 감소했다. 수도권의 경우 '11년도부터 공급이 감소하기 시작했고, '12년부터는 준공 후 미분양이 감소하기 시작했다. 비수도권의 경우 당시 강한 매매가 상승세가 있었던 효과도 있었으나, 수도권의 경우 '12~'13년도 모두 부동산 매매가가 하락기였다는 점에서 공급 감소의 효과가 준공 후 미분양 감소에 큰 영향을 미친 것으로 판단된다.

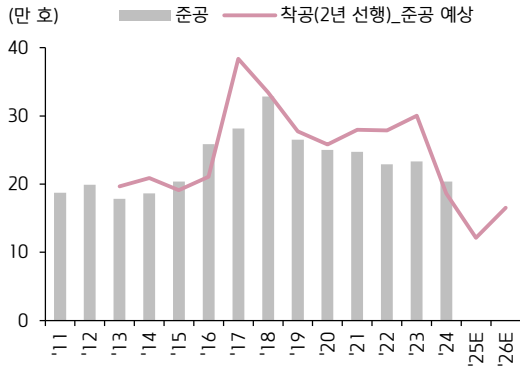
현재 수도권과 비수도권의 준공 추이를 보면 수도권의 경우 '23년 이후부터 준공 물량이 감소하기 시작했고, 비수도권의 경우 '24년 이후부터 준공 물량이 감소할 것으로 예상된다. '25년 이후로는 착공이 크게 감소한 만큼 두 지역 모두 '25~'26년 공급 물량이 크게 감소할 것으로 예상되며, 금융위기 당시와의 단순 비교 시 수도권의 경우 '25년부터 준공 후 미분양의 감소, 비수도권의 경우는 '26년부터 준공 후 미분양의 감소를 기대할 수 있을 것이다.

비수도권 '08년 공급 감소, '09년도 준공 후 미분양 감소/수도권 '11년 공급 감소, '12년 준공 후 미분양 감소



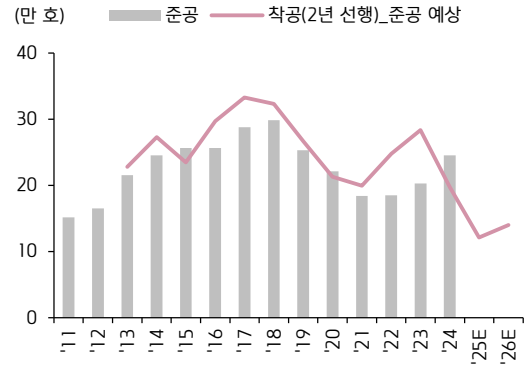
자료: 부동산114, 국토교통부, 키움증권 리서치센터

수도권 '24~'26년 전국 준공 물량 감소세



자료: KOSIS, 키움증권 리서치

비수도권 '25~'26년 전국 준공 물량 감소 예상

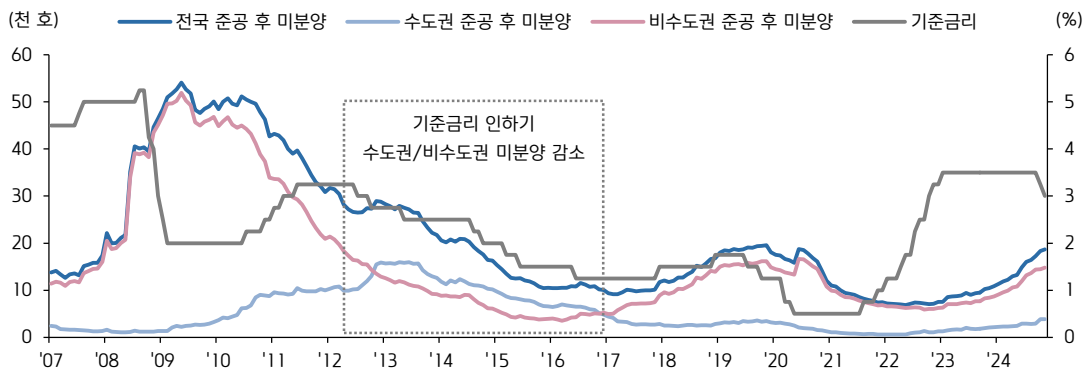


자료: KOSIS, 키움증권 리서치

2) 금리인하에 따른 미분양 감소 기대

이외에도 **금리 인하에 따른 준공 후 미분양 감소**를 기대할 수 있다. 2010년대 초 비수도권은 매매가 강세에 힘입어 빠르게 준공 후 미분양이 감소한데 비해 수도권은 '13년도까지 지속적으로 준공 후 미분양이 증가했다. 다만, '12년 하반기부터 시작되었던 기준 금리 인하와 함께 정부의 수요 정책에 힘입어 부동산 투자 심리가 개선되었고, 수도권 미분양 물량도 감소하기 시작했다. 이번 기준 금리 인하도 '24년 하반기부터 시작되었다. 게다가 최근 내수경기 진작을 위해 한국은행이 11월 예상외의 추가적인 금리 인하를 단행했다는 점에서 '25년부터는 기준 금리 인하가 지속될 것으로 기대되는 만큼, '25년도 정치적 불확실성이 해소가 된다면 부동산 투자 심리가 개선되면서 준공 후 미분양 감소가 시작될 것으로 예상된다.

'12년도 이후 기준금리 인하 시기 수도권/비수도권 모두 준공 후 미분양 감소



자료: 대한건설협회, 한국은행, 키움증권 리서치센터

III. 앞으로 기대할 수 있는 해외 사업

>>> 해외수주 퀄리티 증가

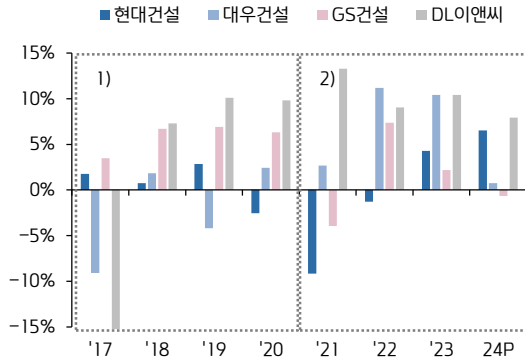
1) 플랜트, 인프라 부문에서의 매출총이익률 증가와 수주 다각화

회사별 플랜트와 인프라 마진은 과거대비 개선된 모습을 보이고 있다. '10 년대의 저가 수주 경쟁으로 국내 주요 건설사들의 플랜트와 인프라 부문 마진은 좋지 못한 모습을 보였다. 그러나 현재는 과거의 출혈 경쟁에서 벗어나고 있다고 판단된다. 과거대비 더 다양한 지역에서 다양한 사업을 진행 중이고, '21~'22 년 인플레이션으로 인한 공사비 부담을 가격에 전가하였던 만큼, 과거대비 원가율 리스크는 상대적으로 적어졌다고 판단된다.

최근 국내 건설사들의 해외 수주를 보면 주요 수주 국가가 과거 대비 다양해졌다. 이로 인해 건설사들은 선별적인 수주가 가능해지고, 수주 경쟁도 낮추어 이전 대비 높은 마진을 가져갈 수 있게 되었다. 현대건설은 북미, 중남미 지역으로 확장하고 있다. 중남미에선 '20 년 파나마 메트로 3 호선 공사와 '21 년 페루 친체로 신국제공항 공사를 각 국가에서 처음 수주를 했고, 북미 지역 수주는 태양광 설치와 현대엔지니어링의 그룹사 공장 수주에 힘입어 증가했다. 현재는 추가적인 해외 수주 국가 확대를 위해 남호주 주정부와 업무협약을 체결했고, 수소, 태양광, 해상풍력, 전력망 등 차세대 에너지 사업을 포함한 다양한 분야에서의 협력을 구축할 계획이다. 대우건설은 나이지리아와 리비아를 거점으로 아프리카 지역으로 수주를 확대해 나갈 계획이고, 그 일환으로 '20 년도 모잠비크 LNG 공사에 참여했다. 이 외에도 캐나다, 미국 등 북미 부동산 개발 진출을 계획중이다. GS 건설은 북미지역과 호주로 확장하고 있다. 북미에선 LG 의 배터리 공장 건설에 힘입어 수주가 증가했고, 호주에선 '21 년 NEL(North East Link) 도로공사를 기점으로 '24 년 SRL 수주까지 호주 PPP 사업에 적극 참여하고 있다. DL 이앤씨는 미국과 러시아 지역으로 확장하고 있고, 미국에선 '22 년 GTPP 수주를, 러시아에선 '21 년 러시아 발틱 콤플렉스 프로젝트 수주를 하였다. 삼성 E&A는 최근 그룹사의 유럽 진출 영향으로 유럽 수주금액이 증가했다.

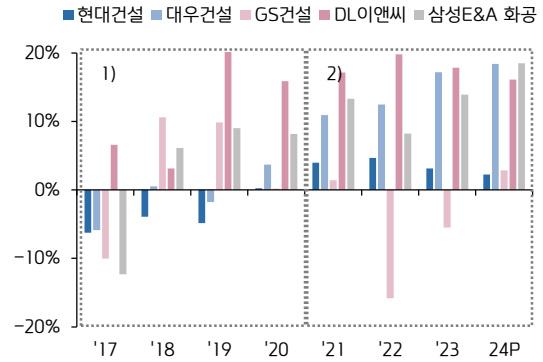
이외에도 현재 건설사들은 해외에서 더 다양한 사업을 통해 매출처를 다각화 해가고 있다. 이로 인해 향후 건설사들의 해외 실적 안전성은 과거대비 증가할 것으로 전망된다. 현대건설은 대형원전과 태양광 등의 신재생 에너지를 통해 추가적인 해외 매출처를 확대하고 있고, 대우건설은 해외 개발사업을 통해 해외 매출처를 확대하고 있다. GS 건설은 폴란드 Danwood 등의 모듈러 주택, GS 이니마의 수처리, 해외 개발 사업 등을 통해 해외 매출을 확대하고 있고, 삼성 E&A는 에너지 전환 프로젝트의 일환으로 그린·블루 수소, SAF 등의 수주를 늘리고 있다. DL 이앤씨의 경우 X-energy 사와 업무협약을 통해 향후 SMR 시장에서 주요 EPC 사로 거듭날 수 있도록 준비하고 있다.

각 사 인프라 부문 매출총이익률 추이



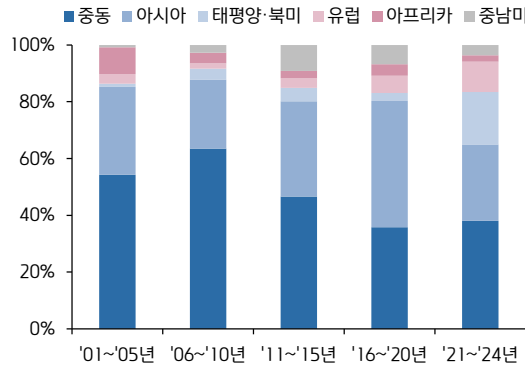
자료: 각 사, 키움증권 리서치
주1) DL이앤씨 '17~'20년은 별도 기준 GPM

각 사 플랜트 부문 매출총이익률 추이



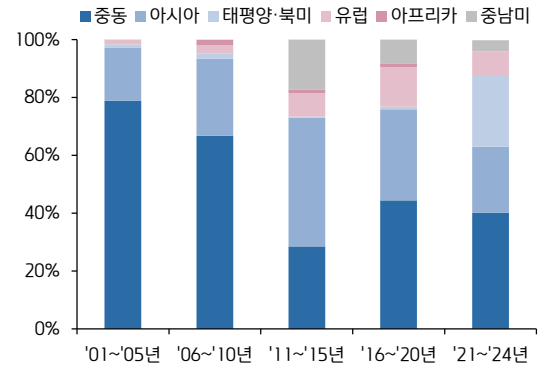
자료: 각 사, 키움증권 리서치
주1) DL이앤씨 '17~'20년은 별도 기준 GPM
주2) 삼성E&A는 화공부문 GPM

국내 건설사 해외 수주 중동 외 지역으로 확대



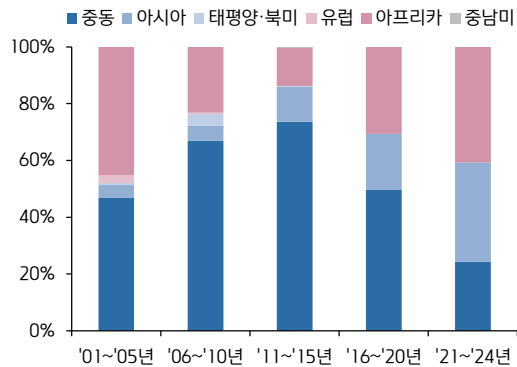
자료: 해외건설협회, 키움증권 리서치

현대건설(연결) 해외 수주 지역별 비중-북미 확대



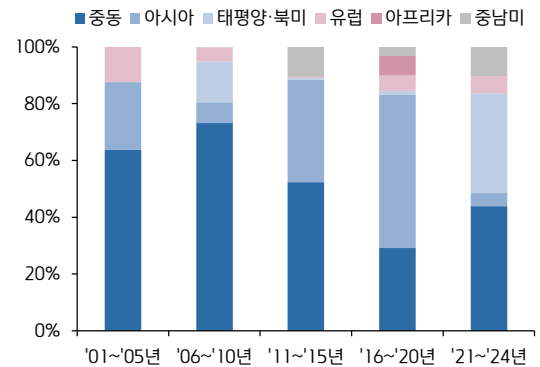
자료: 해외건설협회, 키움증권 리서치

대우건설 해외 수주 지역별 비중-아프리카 확대



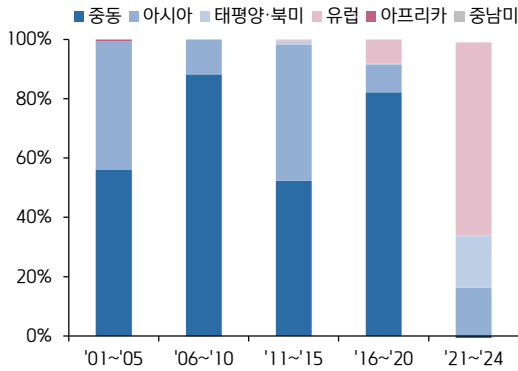
자료: 해외건설협회, 키움증권 리서치

GS건설 해외 수주 지역별 비중-북미 확대



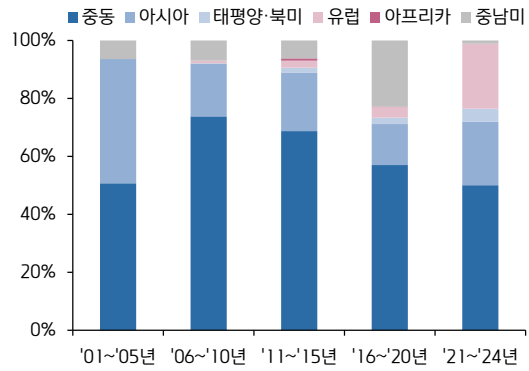
자료: 해외건설협회, 키움증권 리서치

DL이앤씨 해외 수주 지역별 비중-유럽, 북미 확대



자료: 해외건설협회, 키움증권 리서치

삼성E&A 해외 수주 지역별 비중-유럽 확대



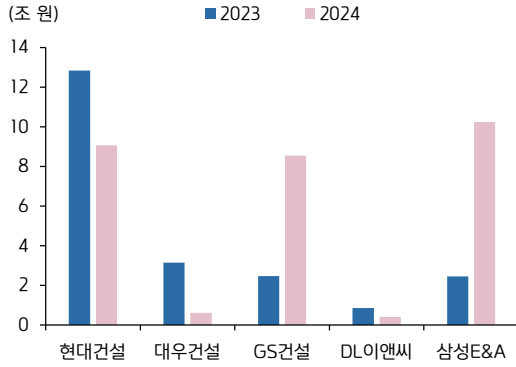
자료: 해외건설협회, 키움증권 리서치

2) 건설사 주요 수주 파이프라인 점검

'24 년 해외 수주를 커버리지 기업들을 개별로 볼 시, **GS 건설과 삼성 E&A 는 증가했으나, 현대건설, 대우건설, DL 이앤씨는 감소했다.** **GS 건설**은 1Q24 Fadhili Gas Plant 수주(1.6 조), 4Q24 의 호주 SRL(약 5000 억원) 수주에 힘입어 '24 년 누적 8.5 조원(YoY +246%) 수준의 해외 수주를 기록했다. 따라서 Fadhili 진행률 상승에 힘입어 '25 년초부터 본격적인 해외 매출 증가가 기대되고, 하반기까지도 해외 매출 증가세가 지속될 수 있을 것으로 전망된다. **삼성 E&A** 는 누적 10.2 조원(+318%)의 해외 수주를 기록했다. '25 년에는 **2Q24 수주한 Fadhili, 4Q24 수주한 Ras Laffan 의 진행률 상승이 본격화되면서, '25 년 줄어드는 비화공의 매출을 일부 매꿔줄 것으로 기대된다.**

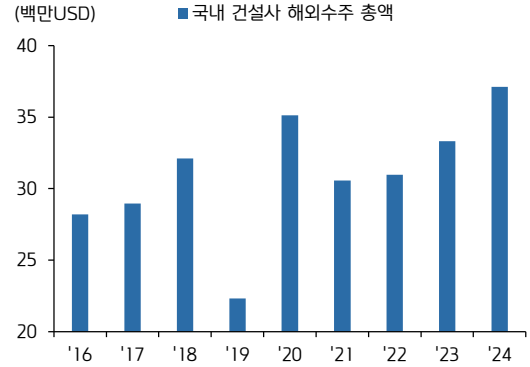
'25 년에는 커버리지 기업들의 전반적인 해외수주를 기대할 수 있을 것으로 보인다. **현대건설**은 연내 체결한 코즐로두이 원전 EPC 본계약이 '25 년말에 나올 것으로 기대된다. 언론상에 나온 금액으로는 총 프로젝트 규모는 20 조원 수준이 예상되며, 현대건설과 웨스팅하우스가 이를 나누어 가져갈 것으로 전망된다. 이 외에도 사우디 LTC 의 EPC, 파푸아뉴기니 LNG, 미국 태양광, 현대엔지니어링의 카자흐스탄 가스 등의 파이프라인을 보유하고 있다. **대우건설**은 작년 이연되었던 투르크메니스탄 비료공장(1 조) 리비아 인프라 복구 사업(0.9 조)과 이라크 군시설재건(1.8 조), 체코 원전 등이 기대된다. 체코 원전의 경우 착공에 바로 돌입하는 것은 아니나 다시 한번 국내 대형원전 수출이라는 점에서 상징성이 있는 만큼 글로벌 원전 사업 확대 속에서 회사의 입지가 커질 수 있을 것으로 기대된다. **GS 건설**은 호주 인프라 부문에서 다수의 수주 파이프라인을 보유하고 있으며, 이 중 연 1~2 개 수주를 목표하고 있고, UAE NEB 프로젝트를 포함한 다양한 수주가 기대된다. **삼성 E&A** 는 '25 년에도 UAE Taziz(15 억불), 사우디 SAN-6(30 억불), 카타르 NGL(30 억불)의 3 건을 주력 안건으로 가져가며 그 외에도 7 건의(총합 155 억불) 수준의 파이프라인을 보유하고 있다. '25 년 비화공부문에서의 수주는 4 조원 수준으로 낮춰질 것으로 보이나, 화공에서 보유한 여러 파이프라인들이 이를 일부 만회해줄 것으로 기대된다. **DL 이앤씨**도 '24 년 큰 수주가 없었던 만큼 '25 년은 본격적으로 수주에 나설것으로 기대된다. 현재 회사는 해외 중심의 수주를 계획 중에 있고, 국내에서는 발전, 2 차전지 등을 포함한 3 조원 수준의 플랜트 수주를 할 것으로 전망된다.

건설사별 '23년, '24년 해외 수주 비교



자료: 각 사, 키움증권 리서치
주 1) 모든 기업 연결기준

국내 건설사 해외수주 총액



자료: 해외건설협회, 키움증권 리서치

주요 건설사 수주 파이프라인

기업명	프로젝트	수주형태	금액	예상시점	기업명	프로젝트	수주형태	금액	예상시점
현대건설 (별도)	이라크 해수처리시설	-	35 억달러	1H25	대우건설	나이지리아 Indorama	-	-	2025 년
	불가리아 코줄로두이 원전 본계약	EPC (사전설계 중)	-	2H25		이라크 군시설 재건	-	1 조원	2025 년
	파푸아뉴기니 LNG	EPC (Feed 완료)	12 억달러	2H25		폴란드 원자력 발전	EPC	-	2025 년 이후
	루마니아 원전 설비개선공사 계약	-	-	2025 년	삼성 E&A	UAE Taziz 메탄올	EPC	15 억달러	1Q25
	사우디 LTC	FEED to EPC	30 억달러	2025 년		사우디 SAN-6	EPC	30 억달러	1H25
현대 ENG	투르크메니스탄 가스전 탈황	EPC	3 조원	2025 년		카라트 NGL-5	FEED to EPC	30 억달러	2H25
	카자흐스탄 가스	EPC	1.8 조원	2025 년		그 외 총 7 건	-	155 억달러	2025 년
대우건설	투르크메니스탄 미네랄 비료 공장	-	-	1H25	GS 건설	UAE NEB	EPC	6 억달러	1H25
	이라크 알포 향 해군기지	-	1.8 조원	1H25		호주 PPP 사업(다수)	-	-	2025 년
	리비아 인프라 복구(하수처리 등)	-	0.9 조원	1H25	DL 이앤씨	비중동 화공 프로젝트	EPC	1.5 조원	1H25
	체코 두코바니 원전	EPC	-	2H25		해외 발전사업	-	0.5 조원	2025 년

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

IV. '25년 건설사 전망 & 투자전략

>>> '25년 건설사 전망

'25년 주요 건설사들은 매출액 하락을 보일 것으로 전망된다. 주택 건설사의 경우 부동산 경기 악화로 인한 분양물량 감소가 전망되기 때문이다. 다만, 대우건설을 제외한 대형 건설사들은 주택 외 부문의 외형성장과 마진 개선에 힘입어 증익이 가능할 것으로 전망된다. 삼성 E&A는 관계사 투자 감소에 따른 비화공 매출액의 감소로 외형 축소가 예상되고, 비화공 매출 상승이 기대되나 통상적으로 화공 부문의 매출총이익률이 비화공 부문에 비해 낮기 때문에 연간으로 감익할 것으로 전망된다.

주택 건설사의 경우 모두 주택/건축 부문의 매출액 축소로 외형 축소가 전망된다. 다만, 대우건설을 제외한 **GS건설, DL이앤씨, 현대건설 모두 '25년 연간 증익은 가능할 것으로 전망된다.**

GS건설은 '24년 Fadhili와 동북아 LNG 터미널 등의 수주, 이남아에서의 수주에 힘입어 주택/건축 부문의 외형 축소를 일부 방어할 것으로 전망된다. 또한, 주택 외 부문에서의 매출 성장과 함께 매출총이익률 개선세도 지속되면서 '25년 연결 영업이익은 63% 증가할 것으로 전망된다.

DL이앤씨는 DL이앤씨(별도+해외)의 해외 및 국내 플랜트 프로젝트들의 진행률이 증가함에 따라 매출 기여도가 증가하면서 플랜트 부문의 매출액 증가가 기대되고, 토목 부문도 '23~'24년 수주 증가에 힘입어 매출액이 증가할 것으로 전망된다. 플랜트와 토목부문의 외형 성장은 주택/건축 부문과 DL건설의 매출액 하락을 일부 방어할 것으로 전망된다. 또한, '24년 높은 주택 부문의 매출총이익률 기록한 가운데, '25년 추가적인 주택부문 매출총이익률 개선으로 외형 축소에도 매출총이익은 증가하며, '25년 연결 영업이익은 70% 증가할 것으로 전망된다.

현대건설은 4Q24 해외 현장의 대규모 일회성 비용과 국내 현장의 보수적인 원가 점검을 통해 '24년 연간 영업적자를 기록한 만큼 '25년에는 증익이 기대된다. 보수적인 총당금을 반영한 만큼 향후 추가적인 대규모 비용 발생 가능성이 낮아졌다 판단되고, 이에 힘입어 마진 개선을 통해 외형 축소에도 불구하고 약 1조원 수준의 영업이익이 전망된다.

대우건설은 '25년 쉐 사업부의 외형 축소가 전망된다. 주택 부문 외에도 '24년 대형 수주 부재에 따라 토목, 플랜트 부문의 매출액도 감소가 전망되기 때문이다. 주택 부문의 목표 마진도 he건설사들 대비 낮은 모습을 보이고, 비수도권 분양이 많았던 만큼 미분양 리스크가 아직 있다고 판단되어, 마진 개선세가 지연될 가능성이 있다고 판단된다. 다만, 4Q24 일회성 이익이 발생하며 실적 서프라이즈를 보여주었던 만큼 또 다른 일회성 이익 발생이 가능하다면 '25년 추정치 상향이 가능할 것이다.

삼성 E&A는 '25년 감익이 예상되나, 작년 화공 부문에서 8조원 이상의 수주를 기록했고, 이에 따라 '25년에는 비화공 부문의 외형 축소를 화공 부문이 일부 상쇄할 것으로 기대된다. 화공 부문에서 지속적으로 준공 시점에 일회성 이익이 발생한다는 점에서 회사의 구조적인 변화가 감지되는 만큼 '25년에는 상저하고의 주가 흐름이 기대되고, 주요 마일스톤 달성에 따른 추가적인 일회성 이익 발생 여부에 따라 '25년 추정치 상향될 여지가 있다.

건설사 요약재무표 (단위: 억원)

회사명	구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	YoY	2Q25E	YoY	2024	2025E	YoY
현대건설	신규수주	95,177	71,468	55,936	82,704	47,748	-49.8%	87,248	22.1%	305,285	312,494	2.4%
	수주잔고	912,515	901,228	865,905	899,316	859,915	-5.8%	857,132	-4.9%	899,316	902,216	0.3%
	매출액	85,453	86,212	82,611	72,668	80,593	-5.7%	74,977	-13.0%p	326,944	309,668	-5.3%
	영업이익	2,509	1,433	1,183	-17,334	2,480	-1.2%	2,746	91.6%p	-12,209	10,031	흑전
	OPM	2.9%	1.7%	1.4%	-23.9%	3.1%	0.1%p	3.7%	2.0%p	-3.7%	3.2%	7.0%p
	순이익(지배)	1,554	1,505	505	-4,952	1,751	12.6%	1,917	27.4%	-1,388	7,071	흑전
대우건설	신규수주	24,894	19,114	29,714	25,406	21,457	-13.8%	46,925	145.5%	99,128	139,791	41.0%
	수주잔고	456,572	449,888	447,777	444,401	443,145	-2.9%	466,476	3.7%	444,401	494,985	11.4%
	매출액	24,873	28,215	25,478	26,470	22,713	-8.7%	23,595	-16.4%	105,036	89,207	-15.1%
	영업이익	1,148	1,048	623	1,212	837	-27.1%	1,047	-0.1%	4,031	3,930	-2.5%
	OPM	4.6%	3.7%	2.4%	4.6%	3.7%	-0.9%p	4.4%	0.7%p	3.8%	4.4%	0.6%p
	순이익(지배)	884	947	381	0	529	-40.1%	674	-28.8%	2,211	2,518	13.9%
GS 건설	신규수주	33,020	50,448	46,143	69,492	30,000	-9.1%	34,000	-32.6%	199,103	132,000	-33.7%
	수주잔고	545,700	577,019	567,284	599,532	597,668	9.5%	599,127	3.8%	599,532	604,584	0.8%
	매출액	30,710	32,972	31,092	33,865	32,108	4.6%	32,781	-0.6%p	128,639	127,904	-0.6%
	영업이익	701	939	817	405	1,223	74.6%	1,097	16.8%p	2,862	4,669	63.1%
	OPM	2.3%	2.8%	2.6%	1.2%	3.8%	1.5%p	3.3%	0.5%p	2.2%	3.7%	1.4%p
	순이익(지배)	1,349	269	1,187	-339	865	-35.9%	778	189.3%	2,466	3,306	34.1%
DL 건설	신규수주	19,109	11,481	29,134	35,091	29,300	53.3%	33,300	190.0%	94,816	127,200	34.2%
	수주잔고	308,367	301,209	303,625	301,781	306,080	-0.7%	314,031	4.3%	301,781	330,791	9.6%
	매출액	18,905	20,702	19,200	24,472	19,839	4.9%	20,295	-2.0%	83,279	79,318	-4.8%
	영업이익	609	325	835	955	958	57.2%	1,305	301.5%	2,725	4,621	69.6%
	OPM	3.2%	1.6%	4.4%	3.9%	4.8%	1.6%p	6.4%	4.9%p	3.3%	5.8%	2.6%p
	순이익(지배)	260	406	553	700	653	151.3%	881	116.8%	1,919	3,131	63.2%
삼성 E&A	신규수주	14,141	95,030	5,924	29,055	34,000	140.4%	39,000	-59.0%	144,150	123,000	-14.7%
	수주잔고	159,852	241,417	218,580	213,261	223,026	39.5%	237,542	-1.6%	213,261	238,682	11.9%
	매출액	23,847	26,863	23,170	25,786	24,235	1.6%	24,484	-8.9%p	99,666	97,579	-2.1%
	영업이익	2,094	2,625	2,039	2,958	1,725	-17.6%	1,678	-36.1%p	9,716	6,681	-31.2%
	OPM	8.8%	9.8%	8.8%	11.5%	7.1%	-1.7%p	6.9%	-2.9%p	9.7%	6.8%	-2.9%p
	순이익(지배)	1,620	3,153	1,637	1,159	1,333	-17.7%	1,294	-59.0%	7,569	5,152	-31.9%

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

>>> 건설사 투자전략

건설산업 투자에 대한 **Overweight** 의견을 제시하고 **Top Pick** 으로 **GS 건설, DL 이앤씨**를 제시한다. 건설산업 주요 회사들의 주가는 현재 주택부문의 원가율 개선세 지연, PF 시장의 불안, 미분양 주택 증가로 인해 낮아져 있는 상태이다. 다만, '25 년은 착공 시점에 따른 매출 믹스 개선과 공사비 안정화로 주택부문 원가율 개선이 지속되면서, 하반기로 갈수록 정치적 불안과 금리 인하에 효과에 힘입어, PF 시장, 부동산 시장의 회복세가 기대된다. 이에 더해 팬데믹 이전대비 높아진 플랜트와 인프라 부문의 원가율 개선에 힘입어 '25 년도 대부분의 회사들의 증익이 전망된다.

'25 년도 **건설사 투자에 있어 우선적으로 봐야할 부분은 주택부문의 매출총이익률 개선세라고 판단된다.** 주택부문의 매출총이익률 개선이 '25 년 건설사 실적 증익에 있어 가장 중요한 요인이 될 것으로 예상되기 때문이다. '25 년부터 '23~'24 년 착공한 주택부문 매출이 증가함에 따라 주택부문 원가율이 개선될 것으로 보이기 때문에, **'23~'24 년 착공 비중이 높은 회사가 원가 개선에 유리할 것으로 보인다.** PF 시장의 불안 해소와 미분양 주택 감소가 기대되나 수도권 미분양이 먼저 감소할 것으로 예상되고, **비수도권은 아직은 미분양 리스크가 남아있다고 판단된다.** 따라서, **'23~'24 년 수도권 비중이 높고, 전체 분양에서 지방 비중은 낮은 건설사가** **他 건설사들 대비 좋은 주가 퍼포먼스를 보일 것으로 전망된다.**

현재 전방 시장인 부동산 시장은 '17~'19 년도와 비슷한 것으로 파악된다. '16 년도 말 당시 탄핵정국을 겪었으며, '17~'18 년도는 수도권 중심의 부동산 회복세를 보였던 시기이기 때문이다. 과거 '17~'19 년 수도권 매매가는 소폭 상승했고, 비수도권의 매매가는 약세를 보였으나, 그럼에도 불구하고 당시 서울을 중심으로 수도권 신규 분양은 수요 호조세를 보였다. 이로 인해 건설사들의 주가는 '18 년 하반기까지 좋은 모습을 보였다. 이 중 **GS 건설은 자이(Xi) 브랜드 경쟁력을 앞세워 '18 년 건설사 중 공급물량 1 위를 기록하였고, 수도권 중심의 분양을 통해 처음으로 영업이익 1 조를 기록하였고, 차별적인 주가흐름**을 보였다. 따라서 **'25 년에도 수도권과 비수도권의 차별화된 매매가 상승 속에도 수도권 중심으로 공급이 큰 업체가 좋은 주가 퍼포먼스를 보일 것으로 전망된다.**

'17~'19년 주요 건설사&코스피 건설업 주가 추이- GS건설 수도권 중심 분양으로 차별적인 주가 흐름



자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

주1) '16년 12월 29일 주가를 100 기준으로 한 상대주가

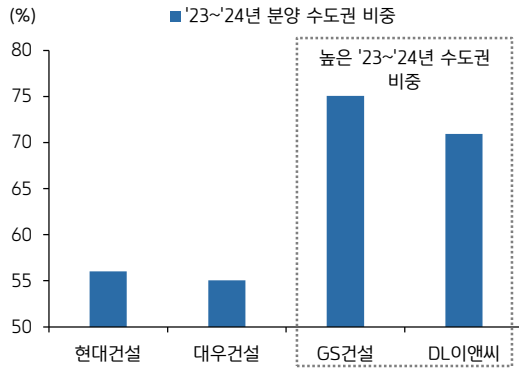
주택 부문 외에도 플랜트와 인프라 부문에서의 실적 개선세가 보였던 만큼, '25 년도 플랜트와 인프라 부문의 매출 증가세를 보이는 기업들도 주목해볼만 하다. **GS 건설**은 작년 1Q 수주한 Fadihili Gas Plant 의 공정률이 '25 년에 본격적으로 증가하면서 높은 플랜트 매출증가율이 전망되고, 하반기에는 4Q 수주받은 동북아 LNG 터미널의 매출 기여도도 증가하면서 추가적인 영업이익 개선세를 보일 것으로 기대된다. 또한 중장기적으로 호주 PPP 사업에 참여하며 추가적인 마진 개선세가 기대된다. **DL 이앤씨**는 작년 큰 수주는 부재했으나, '23 년도 수주 물량의 매출 기여도가 증가함에 따라 플랜트와 인프라부문의 매출 성장세가 기대된다. **현대건설**은 '25 년도 대형 수주로 불가리아 코즐로두이 원전이 기대되나, '25 년 하반기에 수주가 전망된다는 점에서 향후 수주시기에 대한 가시성이 높아진다면 주가에 긍정적인 영향을 미칠것으로 기대된다.

다만, 단기적으로 **국내 정치적 노이즈로 인해 리스크가 높아진 상황**이기 때문에 부동산 시장과 주가에 부침이 있을 수 있다. 하지만, 향후 정치적 불확실성이 감소하게 될 경우 건설업에 대한センチ먼트는 회복될 수 있을 것이라 기대된다. 향후 정부의 행방에 따라 국내 부동산 시장의 방향성과 회복규모를 파악할 수 있는 만큼 현재 **국내 정치적 변화, 금융환경 변화와 정부의 정책 변화에 대한 관심을 갖을 필요**가 있다.

TOP Pick 은 GS 건설과 DL 이앤씨를 제시한다. GS 건설은 '23~'24 년 분양 물량 중 수도권 비중이 75%로 커버리지 기업 중 가장 높은 수준을 보이고 있고, '25 년 매출을 차지하게 될 '21~'24 년 분양 물량 중 비수도권의 비중이 37%로 낮은 수준을 보인다. 따라서, 주택부문의 대손상각 리스크가 낮다고 판단되고, 향후 주택 부문의 마진을 정상화 가시성이 높다고 판단된다. GS 건설은 '23 년 모든 현장에 대해 작년말 타이트한 원가 점검을 진행하여 비용을 처리하였기 때문에, 주택 부문 GPM 도 他건설사 대비 높은 수준을 보이고 있다. 또한, '24 년 1Q Fadihili Gas Plant, 4Q 동북아 LNG 터미널, 호주 도시순환철도(SRL) 지하철 터널 공사를 수주하며 '25 년부터 본격적인 매출 인식이 기대됨에 따라 주택 외 매출도 의미있게 증가할 것으로 예상된다.

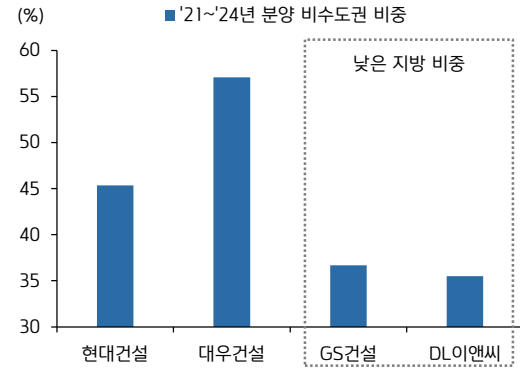
DL 이앤씨는 보수적인 기조아래 선별적인 수주를 통하여 높은 주택 마진을 보이고 있고, '25 년에도 강한 주택 마진 회복세를 기록할 것으로 예상된다. '23~'24 년 분양 중 수도권 분양 세대 비중은 71%로 높은 수준을 보이고 있고, '21~'24 년 분양 중 비수도권 분양은 36%로 가장 낮다. 따라서, GS 건설과 마찬가지로 他건설사들 대비 미분양 리스크가 가장 적은 만큼, 주택 부문 마진을 정상화 가시성이 높다 판단된다. DL 이앤씨의 연말 부채비율은 100%, 순현금은 1 조원으로 他건설사들 대비 재무건전성이 높다는 점도 긍정적이다. 또한, 연결 순이익의 15% 수준의 자기주식 취득과 10% 수준의 현금 배당을 결정한 점에서 '25 년 기준 6% 수준의 주주환원율이 기대되는 만큼 불안한 시황 속 가장 안전한 투자처가 될 것으로 예상된다.

주요 건설사 '23~'24년 분양 수도권 비중



자료: 부동산 114, 키움증권 리서치

'21~'24년도 분양 비수도권 비중



자료: 부동산 114, 키움증권 리서치

건설사 주요 종목 Valuation Table

(단위: 억 USD)	시가 총액	매출액			영업이익			PER(X)			PBR(X)			ROE(%)			배당수익률(%)		
		'24	'25E	'26E	'24	'25E	'26E	'24	'25E	'26E	'24	'25E	'26E	'24	'25E	'26E	'24	'25E	'26E
삼성물산	145.2	308.8	291.0	302.5	21.9	21.8	23.7	9.8	8.8	8.1	0.7	0.52	0.49	6.6	6.2	6.6	2.1	2.4	2.5
현대건설	24.5	239.8	209.2	207.4	-9.0	6.2	7.5	-20.6	6.1	4.9	0.36	0.44	0.40	-1.7	7.1	8.6	2.4	2.0	2.0
대우건설	9.7	77.0	62.8	68.0	3.0	2.8	3.8	5.8	5.6	3.9	0.30	0.31	0.29	5.3	5.7	7.7	0.0	0.0	3.0
GS건설	10.3	94.3	87.3	90.1	2.1	3.1	4.2	6.0	5.7	4.0	0.32	0.31	0.29	5.5	5.7	7.6	0.0	4.2	4.9
DL이앤씨	9.9	61.0	53.9	56.1	2.0	3.1	3.7	7.2	4.6	3.8	0.28	0.30	0.28	4.0	6.8	7.6	1.6	2.2	2.5
HDC현대산업개발	8.2	31.2	30.7	33.2	1.4	2.4	3.1	7.6	4.3	3.3	0.3	0.36	0.33	5.4	8.6	10.5	4.3	4.5	5.0
아이에스동서	4.0	11.1	9.8	9.6	1.3	1.2	1.2	11.5	8.1	5.7	0.4	0.37	0.35	3.7	4.6	6.3	5.3	5.2	5.7
삼성E&A	24.1	73.1	66.5	72.6	7.1	5.0	5.7	4.3	5.7	5.1	0.79	0.74	0.66	19.9	13.6	13.8	4.0	3.6	3.8
Fluor	84.6	165.7	176.1	189.0	4.3	5.4	6.3	18.8	16.7	15.2	3.58	3.07	2.64	17.0	18.6	18.2	0.0	0.3	0.7
Tecnicas Reunidas	12.7	46.1	49.3	51.4	1.9	2.2	2.5	8.9	9.8	8.0	1.96	2.17	1.78	23.4	22.7	23.0	0.0	0.2	1.8
Vinci	654.1	783.9	765.5	789.4	93.0	96.1	101.2	11.8	12.6	11.4	1.87	1.92	1.77	16.8	17.0	17.2	4.8	4.5	4.9
JCG Holdings	23.9	53.7	52.0	51.3	-0.6	1.7	2.3	18.3	11.7	10.3	0.80	0.78	0.74	6.3	6.8	7.4	3.0	3.2	3.3
Sinopec Engineering	34.7	84.3	91.6	95.9	2.9	3.3	3.4	11.3	9.4	8.7	0.94	0.82	0.80	8.5	9.1	9.6	5.9	7.1	7.4
D.R Horton	406.5	366.9	371.2	394.4	58.7	54.1	59.2	9.9	9.7	8.5	1.78	1.49	1.37	19.6	16.2	17.0	0.9	1.2	1.3
Lennar	322.4	355.2	374.1	400.5	47.7	44.8	51.6	9.6	9.6	7.9	1.30	1.17	1.13	14.9	15.5	17.8	1.4	1.7	1.7
KB Home	45.8	69.5	71.4	74.1	7.9	8.0	8.2	7.8	7.6	6.8	1.09	1.01	0.91	16.1	14.5	14.0	1.5	1.6	1.8

주: 한국시간 2025년 2월 10일 종가 기준

자료: Bloomberg 컨센서스, Dataguide 컨센서스, 키움증권 리서치센터



기업분석

GS건설
(006360)

BUY/목표주가 27,000원
자이(Xi) 재시작

DL이앤씨
(375500)

BUY/목표주가 54,000원
불확실 속 이 편한주식

현대건설
(000720)

BUY/목표주가 42,000원
품은 일시적이나 클래스는 영원하다

대우건설
(047040)

BUY/목표주가 4,600원
수주 부재에 따른 외형 축소 시기

삼성E&A
(028050)

BUY/목표주가 30,000원
긍정적인 변화 속 저렴한 주가



BUY(Initiate)

주가(2/11) 17,390원

목표주가 27,000원

건설 Analyst 신대현

shin8d@kiwoom.com

GS건설은 '23~'24년 분양 세대수 중 높은 수도권 비중을 갖고 있어, '25년 수도권 중심의 부동산 시장 회복 속 수혜를 받을 것으로 전망된다. '25년 주택부문 매출은 감소 할 수 있으나, 플랜트와 인프라의 매출 증가, 마진 개선으로 증익이 전망된다. 이에 투자 의견 BUY와 목표주가 27,000원으로 커버리지 개시하며, 건설업 중 Top Pick으로 제시한다.

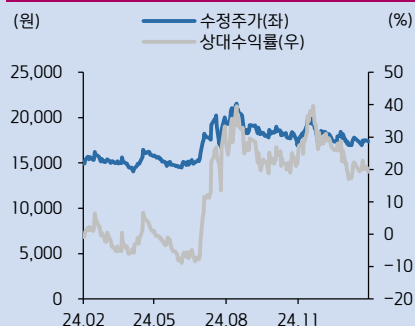
Stock Data

KOSPI (2/11)		2,539.05pt	
시가총액		14,883억원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		21,550 원	14,080원
최고/최저가대비 등락		-19.3%	23.5%
주가수익률		절대	상대
	1M	-4.5%	-5.3%
	6M	-9.1%	-7.3%
	1Y	14.3%	19.2%

Company Data

발행주식수	85,581 천주
일평균 거래량(3M)	382천주
외국인 지분율	25.2%
배당수익률(24E)	0.0%
BPS(24E)	53,598원
주요 주주	허창수 외 16 인 23.6%

Price Trend



자이(Xi) 재시작

>>> 높은 수도권 분양 비중과 주택 마진은 긍정적

GS건설의 '23~'24년 분양 세대수 중 수도권 비중은 75%로 커버리지 기업 가운데 가장 높은 만큼, 수도권 중심의 부동산 회복 속에서 회사의 매력을 더해줄 것으로 판단된다. 회사는 이전 무리하게 분양 물량 확대를 했던것과 달리 시기를 조정하며 분양에 나설 것으로 예상되기 때문에 '25년 주택 부문 매출은 크게 감소할 것으로 예상된다. 그러나 '23년 타이트한 원가 점검을 한 차례 진행했고, 수도권 분양이 많은 만큼 '25년에도 주택부문의 마진은 높은 수준이 유지될 것으로 예상된다.

>>> 주택 외형 축소 방어 가능

회사의 '25년 주택 매출은 하락할 것으로 예상되는 가운데, 그 외 사업부의 매출 성장이 이를 방어할 것으로 전망된다. 특히, 플랜트 부문에선 '24년 3조원 이상의 수주를 기록한 가운데, Fadhili와 동북아 LNG 터미널 등의 매출 기여도 증가로 높은 매출 성장세가 전망되고, 신사업에서는 '24년 이나마에서의 높은 수주와 안정적인 매출에 힘입어 매출 성장이 전망된다. 주택 외 사업부의 매출 성장과 더불어 마진 개선이 전망되는 만큼 '25년 연결 기준 YoY +63%의 영업이익의 성장이 기대된다.

>>> 목표주가 27,000원, 업종 Top Pick 제시

GS 건설의 주택 부문에서의 높은 수도권 비중과 주택 외 사업 부문의 매출 증가는 주가에 중기 모멘텀으로 작용할 것으로 기대된다. 이에 투자 의견 BUY와 목표주가 27,000원(목표 PBR 0.47배)으로 커버리지를 개시하고, 업종 Top Pick으로 제시한다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	12,299	13,437	12,864	12,790	12,715
영업이익	555	-388	286	467	528
EBITDA	769	-195	489	750	818
세전이익	665	-517	441	480	550
순이익	441	-420	265	348	399
지배주주지분순이익	339	-482	247	331	403
EPS(원)	3,964	-5,631	2,881	3,863	4,706
증감률(% YoY)	-17.3	적전	흑전	34.1	21.8
PER(배)	5.3	-2.7	6.0	4.5	3.7
PBR(배)	0.37	0.30	0.32	0.30	0.28
EV/EBITDA(배)	5.6	-22.4	10.3	6.1	5.3
영업이익률(%)	4.5	-2.9	2.2	3.7	4.2
ROE(%)	7.2	-10.5	5.5	6.9	7.8
순차입금비용(%)	36.6	51.1	56.8	44.4	37.8

자료: 키움증권 리서치센터

GS건설 주요 매출 공사 현장

	계약일	준공 예정일	계약도금액	완성공사액	잔액	진행률
메이플자이	'21.10	'25.6	1,196.5	717.7	479	60%
철산자이더헤리티지	'21.12	'25.5	1,010.2	651.8	358	65%
장위자이레디언트	'22.4	'25.3	706.3	475.8	231	67%
대명자이그랜드시티	'23.1	'26.4	463.4	181.9	281	39%
평촌자이퍼스니티	'24.8	'27.11	958.7	27.4	931	3%
Fadhili Gas Increment Program PKG2	'24.4	'27.9	1,616.8	20.9	1,596	1%
ITTC Project	'20.5	'25.4	639.3	606.4	33	95%
NSC N101	'18.12	'27.7	683.7	352.8	331	52%
North East Link Project	'21.10	'28.12	2,910.0	855.1	2,055	29%

자료: DART, 키움증권 리서치센터

GS건설 목표주가 산정표

항목 (배, 원)	목표주가 산정		설명
① GS 건설 ROE	6.93		키움증권 '25 년 ROE 예상치
② GS 건설 목표 PBR		0.47	'16 년~ 이후 건설사 평균 ROE, 평균 PBR 추이 반영
③ 참조기간 BPS	57,838		키움증권 '25 년 BPS 추정
④ 목표주가		27,000	②*③(백의 자리수 반올림)
현재주가		17,390	'25 년 1 월 23 일 종가
상승여력		55%	

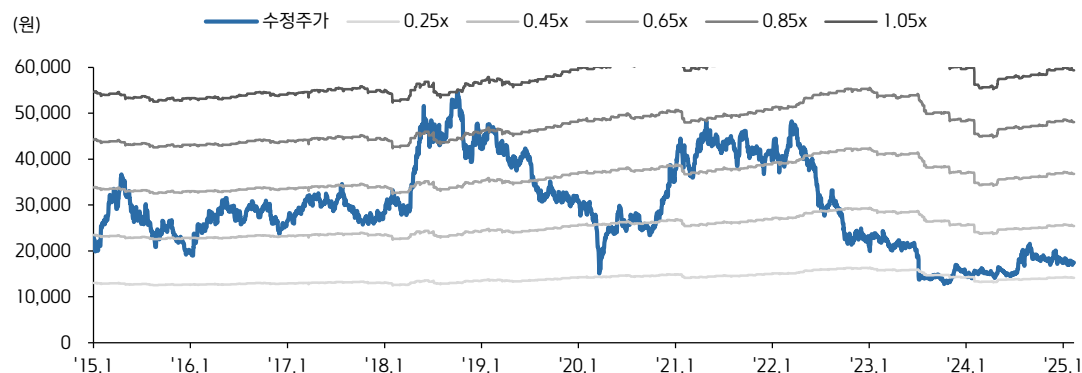
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

GS건설 키움증권 추정치, 컨센서스 비교 Table

(십 억)	키움추정치			컨센서스			차이		
	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E
매출액	3,210.8	12,790.4	12,715.1	3,144.1	12,632.0	13,039.2	2.1%	1.3%	-2.5%
영업이익	122.3	466.9	527.8	90.3	444.0	598.0	35.5%	5.2%	-11.7%
지배주주순이익	86.5	330.6	402.8	52.5	262.5	374.5	64.8%	25.9%	7.6%

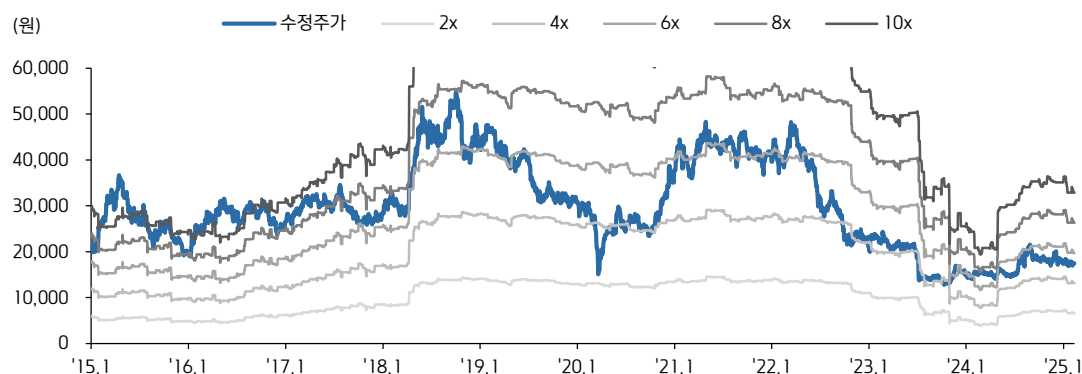
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

GS건설 12개월 Forward P/B Chart



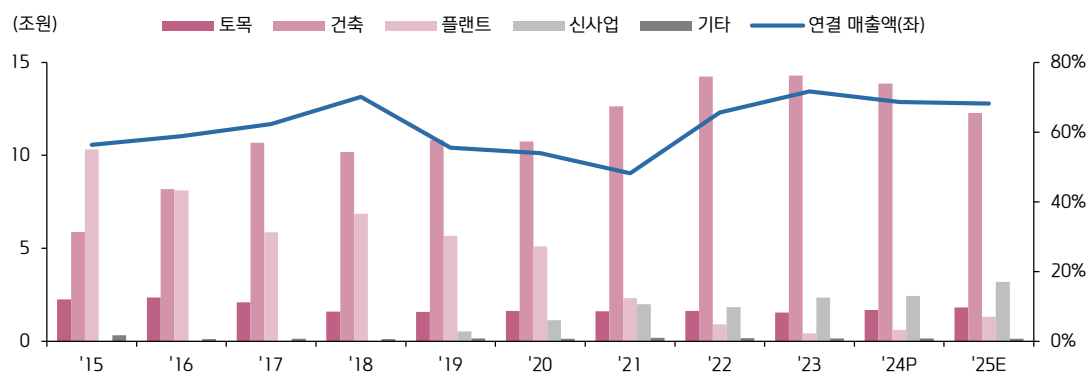
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

GS건설 12개월 Forward P/E Chart



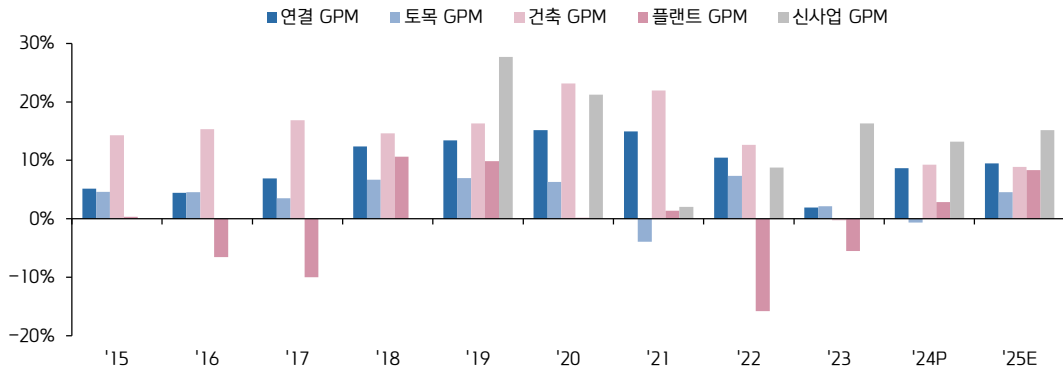
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

GS건설 매출액, 사업부별 매출액 비중 추이



자료: GS건설, 키움증권 리서치센터
'25E: 키움추정치

GS건설 사업부별 매출총이익률 추이



자료: GS건설, 키움증권 리서치센터
'25E: 키움추정치

GS건설 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

(십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E
신규수주	3,302	5,045	4,614	6,949	3,000	3,400	3,200	3,600	10,184	19,910	13,200
수주잔고	54,570	57,702	56,728	59,953	59,767	59,913	60,007	60,458	54,199	59,953	60,458
매출액	3,071	3,297	3,109	3,387	3,211	3,278	3,128	3,173	13,437	12,864	12,790
YoY	-12.6%	-5.7%	0.0%	2.0%	4.6%	-0.6%	0.6%	-6.3%	9.3%	-4.3%	-0.6%
토목	263	259	313	319	289	299	321	332	1,105	1,154	1,240
건축/주택	2,387	2,533	2,237	2,355	2,162	2,210	2,002	2,006	10,237	9,511	8,379
플랜트	54	61	102	209	188	202	240	264	301	426	894
신사업/그린	335	419	434	479	548	543	543	547	1,686	1,668	2,182
기타	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22
매출총이익	275	275	257	308	283	293	321	316	262	1,114	1,212
YoY	-20.5%	흑전	14.0%	흑전	2.8%	6.6%	25.2%	2.5%	-79.6%	325.3%	8.8%
토목	6	-33	33	-14	12	12	16	17	24	-7	56
건축/주택	210	279	164	228	173	188	190	191	-30	881	742
플랜트	7	-27	9	24	14	15	22	24	-17	12	75
신사업/그린	45	56	52	68	79	78	91	83	275	220	332
매출총이익률	9.0%	8.3%	8.2%	9.1%	8.8%	8.9%	10.3%	9.9%	1.9%	8.7%	9.5%
토목	2.4%	-12.6%	10.5%	-4.4%	4.0%	4.0%	5.0%	5.0%	2.2%	-0.6%	4.5%
건축/주택	8.8%	11.0%	7.3%	9.7%	8.0%	8.5%	9.5%	9.5%	-0.3%	9.3%	8.8%
플랜트	12.5%	-45.4%	8.7%	11.5%	7.5%	7.5%	9.0%	9.0%	-5.5%	2.9%	8.3%
신사업/그린	13.3%	13.4%	11.9%	14.2%	14.5%	14.4%	16.8%	15.1%	16.3%	13.2%	15.2%
판매비	205	181	175	268	160	183	172	230	650	828	746
판매비율	6.7%	5.5%	5.6%	7.9%	5.0%	5.6%	5.5%	7.3%	4.8%	6.4%	5.8%
영업이익	70	94	82	41	122	110	149	85	-388	286	467
YoY	-55.9%	흑전	36.7%	흑전	74.6%	16.8%	82.8%	110.9%	적전	흑전	63.1%
OPM	2.3%	2.8%	2.6%	1.2%	3.8%	3.3%	4.8%	2.7%	-2.9%	2.2%	3.7%
세전이익	179	55	181	26	126	113	153	89	-517	441	480
당기순이익	139	36	121	-31	91	82	111	64	-420	265	348
지배주주순이익	135	27	119	-34	87	78	105	61	-482	247	331
YoY	-2.0%	흑전	38276.5%	-89.5%	-35.9%	189.3%	-11.4%	흑전	적전	흑전	34.1%

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	12,299	13,437	12,864	12,790	12,715
매출원가	11,013	13,174	11,749	11,578	11,425
매출총이익	1,287	262	1,114	1,212	1,290
판매비	732	650	828	746	762
영업이익	555	-388	286	467	528
EBITDA	769	-195	489	750	818
영업외손익	110	-130	155	13	22
이자수익	125	198	125	137	144
이자비용	148	306	216	204	204
외환관련이익	381	241	227	227	227
외환관련손실	264	233	174	174	174
중속 및 관계기업손익	18	40	-5	10	14
기타	-2	-70	198	17	15
법인세차감전이익	665	-517	441	480	550
법인세비용	224	-98	176	132	151
계속사업순손익	441	-420	265	348	399
당기순이익	441	-420	265	348	399
지배주주순이익	339	-482	247	331	403
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	36.1	9.3	-4.3	-0.6	-0.6
영업이익 증감율	-14.2	-169.9	-173.7	63.3	13.1
EBITDA 증감율	-3.9	-125.4	-350.8	53.4	9.1
지배주주순이익 증감율	-17.0	-242.2	-151.2	34.0	21.8
EPS 증감율	-17.3	적전	흑전	34.1	21.8
매출총이익율(%)	10.5	1.9	8.7	9.5	10.1
영업이익률(%)	4.5	-2.9	2.2	3.7	4.2
EBITDA Margin(%)	6.3	-1.5	3.8	5.9	6.4
지배주주순이익률(%)	2.8	-3.6	1.9	2.6	3.2

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-7	470	673	1,380	1,085
당기순이익	441	-420	265	348	399
비현금항목의 가감	648	1,103	976	971	987
유형자산감가상각비	159	167	174	250	254
무형자산감가상각비	56	26	29	33	37
지분법평가손익	-19	-40	45	30	26
기타	452	950	728	658	670
영업활동자산부채증감	-783	27	-354	206	-145
매출채권및기타채권의감소	-94	-288	100	287	-152
재고자산의감소	203	314	87	-44	32
매입채무및기타채무의증가	101	-96	33	-17	-4
기타	-993	97	-574	-20	-21
기타현금흐름	-313	-240	-214	-145	-156
투자활동 현금흐름	-1,311	-763	-608	-372	-372
유형자산의 취득	-296	-476	-552	-268	-268
유형자산의 처분	2	1	0	0	0
무형자산의 순취득	-30	-28	-100	-89	-89
투자자산의감소(증가)	-300	-314	-104	-66	-63
단기금융자산의감소(증가)	-505	-47	48	-49	-51
기타	-182	101	100	100	99
재무활동 현금흐름	625	496	1,003	632	632
차입금의 증가(감소)	0	0	372	0	0
자본금, 자본잉여금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-120	-135	0	0	0
기타	745	631	631	632	632
기타현금흐름	-1	18	-1,135	-1,213	-1,198
현금 및 현금성자산의 순증가	-695	221	-66	426	146
기초현금 및 현금성자산	2,718	2,024	2,245	2,179	2,605
기말현금 및 현금성자산	2,024	2,245	2,179	2,605	2,751

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,412	9,482	9,380	9,631	9,969
현금 및 현금성자산	2,024	2,245	2,179	2,605	2,751
단기금융자산	974	1,021	973	1,021	1,072
매출채권 및 기타채권	2,860	3,101	3,001	2,714	2,866
재고자산	1,500	1,339	1,252	1,296	1,264
기타유동자산	3,028	2,797	2,948	3,016	3,088
비유동자산	7,535	8,225	8,609	8,721	8,825
투자자산	2,189	2,503	2,562	2,599	2,636
유형자산	1,820	2,256	2,634	2,652	2,666
무형자산	888	961	1,033	1,089	1,142
기타비유동자산	2,638	2,505	2,380	2,381	2,381
자산총계	16,947	17,707	17,989	18,352	18,794
유동부채	8,205	8,796	8,919	8,902	8,898
매입채무 및 기타채무	2,948	2,842	2,875	2,858	2,854
단기금융부채	2,269	2,441	3,034	3,034	3,034
기타유동부채	2,988	3,513	3,010	3,010	3,010
비유동부채	3,385	4,026	3,894	3,894	3,894
장기금융부채	2,686	3,320	3,058	3,058	3,058
기타비유동부채	699	706	836	836	836
부채총계	11,590	12,822	12,813	12,796	12,792
지배자본	4,832	4,314	4,587	4,950	5,400
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	943	942	942	942	942
기타자본	-37	-37	-37	-37	-37
기타포괄손익누계액	-162	-65	-39	-7	40
이익잉여금	3,660	3,046	3,293	3,624	4,026
비지배자본	525	571	589	606	602
자본총계	5,356	4,885	5,176	5,556	6,002

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,964	-5,631	2,881	3,863	4,706
BPS	56,457	50,413	53,598	57,838	63,095
CFPS	12,729	7,983	14,494	15,413	16,196
DPS	1,300	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	5.3	-2.7	6.0	4.5	3.7
PER(최고)	12.5	-4.3	7.5		
PER(최저)	5.2	-2.2	4.8		
PBR	0.37	0.30	0.32	0.30	0.28
PBR(최고)	0.88	0.48	0.41		
PBR(최저)	0.37	0.25	0.26		
PSR	0.15	0.10	0.12	0.12	0.12
PCFR	1.7	1.9	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.6	-22.4	10.3	6.1	5.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	25.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	6.1	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	2.7	-2.4	1.5	1.9	2.1
ROE	7.2	-10.5	5.5	6.9	7.8
ROIC	12.1	-12.8	5.6	7.5	8.4
매출채권회전율	4.9	4.5	4.2	4.5	4.6
재고자산회전율	8.3	9.5	9.9	10.0	9.9
부채비율	216.4	262.5	247.5	230.3	213.1
순차입금비율	36.6	51.1	56.8	44.4	37.8
이자보상배율	3.7	-1.3	1.3	2.3	2.6
총차입금	4,956	5,760	6,093	6,093	6,093
순차입금	1,958	2,494	2,941	2,466	2,269
NOPLAT	769	-195	489	750	818
FCF	-510	-770	-574	470	171

DL이앤씨 (375500)



BUY(Initiate)

주가(2/11) 37,400원

목표주가 54,000원

건설 Analyst 신대현

shin8d@kiwoom.com

DL이앤씨는 4Q24, '24년 연간 GPM이 높은 수준을 보였고, he건설사들 대비 주택 부문의 높은 마진을 보이고 있는 가운데, '25년 추가적인 개선이 전망된다. 회사는 안정적인 재무구조를 갖고 있고, '25년 기대되는 주주환원율이 6% 라는 점도 긍정적이다. DL이앤씨에 대해 목표주가 54,000원으로 커버리지를 개시하고, 건설 업종 Top Pick으로 제시한다.

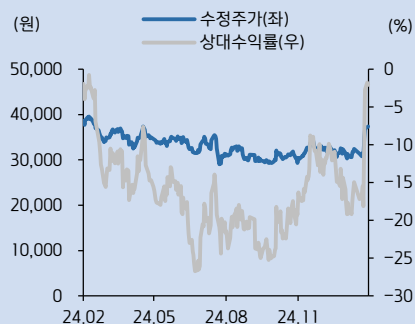
Stock Data

KOSPI (2/11)	2,539.05pt	
시가총액	14,471억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	39,850 원	29,050원
최고/최저가대비 등락	-6.1%	28.7%
주가수익률	절대	상대
1M	15.4%	14.4%
6M	22.2%	24.6%
1Y	-6.1%	-2.1%

Company Data

발행주식수	38,694 천주
일평균 거래량(3M)	151천주
외국인 지분율	29.9%
배당수익률(24E)	1.6%
BPS(24E)	114,147원
주요 주주	DL 외 7 인 24.8%

Price Trend



불확실 속 이 편한주식

>>> '25년 더 높아질 주택 마진

DL이앤씨는 별도기준 주택 GPM이 4Q24 14.1% '24년 9.3%로 높은 수준을 보이고, DL건설도 주택 GPM이 4Q24 11.5%, '24년 7.3%로 양호한 모습을 보이고 있다. 이런 높은 마진은 '25년에도 착공년도에 따른 매출 믹스 변화로 연결 기준으로도 두자리수의 GPM까지 회복될 것으로 전망된다. 이는 DL이앤씨의 선별적인 수주 영향으로 '25년 전망에 있어 회사의 자신감이 보이고, DL건설도 DL이앤씨 수준의 리스크 점검을 통한 선별적 수주를 통해 '25년 높은 수준의 GPM 개선이 전망된다.

>>> 안정적인 재무구조와 주주환원도 긍정적

회사의 4Q24 기준 부채비율은 100%로 he건설사들 대비 낮은 수준을 보이고, 순현금 1조원을 유지하는 등 안정적인 재무구조를 갖고 있다. 또한 회사는 '24~'26년 연간 순이익 기준 15% 수준의 자기주식 취득과 10% 수준의 현금 배당을 결정했다. 따라서, '25년에는 900원 수준의 배당과 주주환원율 6% 수준이 예상되며 불안한 시장 속 가장 안정적인 선택지가 될 것으로 예상된다.

>>> 목표주가 54,000원, 업종 Top Pick제시

DL이앤씨는 4Q24 실적발표 이후 높은 주가 상승률을 보였다. 그럼에도 '25년 기준 PBR 0.31배 수준으로 높은 마진률과 회사의 안정적인 재무구조, 높은 주주환원율을 고려 시 밸류에이션은 여전히 낮다고 판단된다. 투자의견 BUY와 목표주가 54,000원(PBR 0.45배)으로 커버리지를 개시하고, 건설업종 TOP Pick으로 제시한다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	7,497	7,991	8,328	7,932	8,074
영업이익	497	331	272	463	552
EBITDA	583	418	357	491	567
세전이익	595	280	355	495	592
순이익	432	202	230	359	429
지배주주지분순이익	413	188	193	326	382
EPS(원)	9,627	4,377	4,490	7,592	8,910
증감률(% YoY)	-29.0	-54.5	2.6	69.1	17.4
PER(배)	3.5	8.2	7.2	4.9	4.2
PBR(배)	0.33	0.32	0.28	0.31	0.30
EV/EBITDA(배)	1.1	1.1	0.4	0.3	-0.1
영업이익률(%)	6.6	4.1	3.3	5.8	6.8
ROE(%)	9.7	4.1	4.0	6.5	7.3
순차입금비율(%)	-24.2	-21.6	-24.6	-27.5	-31.0

자료: 키움증권 리서치센터

DL이앤씨 주요 매출 공사 현장

	계약일	준공예정일	기본도금액	완성공사액	계약잔액	진행률
GTX-A5 공구	'19.3	'24.12	499.4	456.5	43	91%
안양 냉천지구 개천사업	'18.8	'25.1	415.4	349.4	66	84%
영동양수발전소	'24.8	'30.12	438.0	0.1	438	0%
S-OIL SHAHEEN TC2C	'23.3	'26.6	1,422.1	403.4	1,019	28%
LG 화학 ABS 재구축	'22.8	'25.8	455.3	396.3	59	87%
Thai Binh2 PP	'12.5	'25.6	783.0	749.4	34	96%
PROJECT SPRING	'22.4	'24.12	403.6	345.7	58	86%
GTPP	'22.4	'26.6	123.1	60.1	63	49%
Baltic PE/LAO	'21.12	'26.5	337.9	227.1	111	67%
Moscow AORC HCU	'21.3	'26.7	430.3	236.8	194	55%

자료: DART, 키움증권 리서치센터

DL이앤씨 목표주가 산정표

항목 (배, 원)	목표주가 산정		설명
① DL 이앤씨 ROE	6.50		키움증권 '25 년 ROE 예상치
② DL 이앤씨 목표 PBR		0.45	'16 년~ 이후 건설사 평균 ROE, 평균 PBR 추이 반영
③ 참조기간 BPS	119,479		키움증권 '25 년 BPS 추정
④ 목표주가		54,000	②*③(백의 자리수 반올림)
현재주가		37,400	'25 년 1 월 23 일 종가
상승여력		44%	

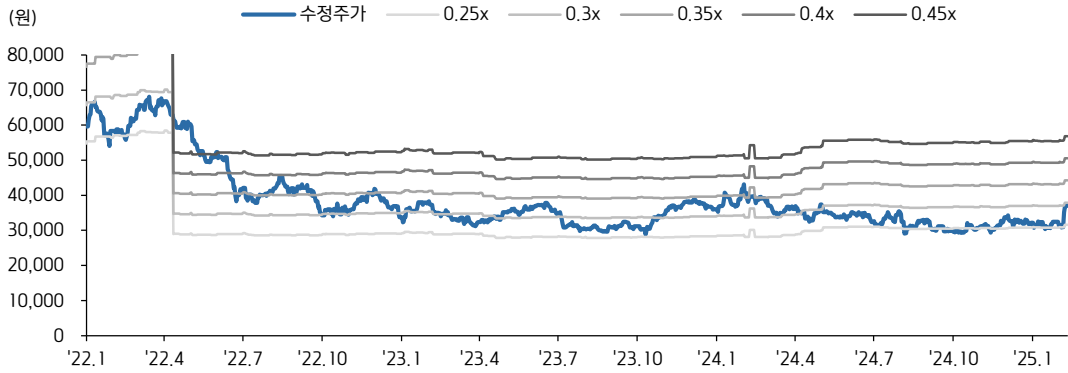
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

DL이앤씨 키움증권 추정치, 컨센서스 비교 Table

(십 억)	키움추정치			컨센서스			차이		
	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E
매출액	1,983.9	7,931.8	8,074.0	1,864.2	7,890.3	8,209.6	6.4%	0.5%	-1.7%
영업이익	95.8	462.1	551.4	89.9	468.4	548.7	6.6%	-1.4%	0.5%
지배주주순이익	65.3	313.1	365.8	65.9	342.2	414.7	-0.9%	-8.5%	-11.8%

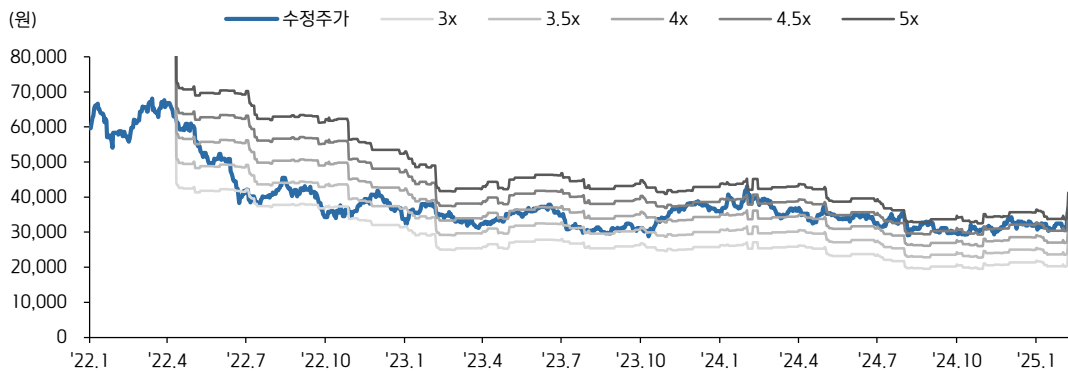
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

DL이앤씨 12개월 Forward P/B Chart



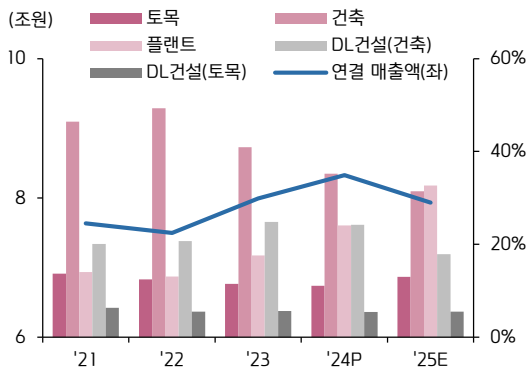
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

DL이앤씨 12개월 Forward P/E Chart



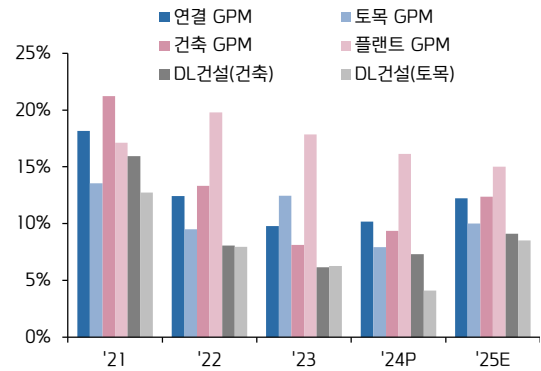
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

DL이앤씨 매출액, 사업부별 매출액 비중 추이



자료: DL이앤씨, 키움증권 리서치
'25E: 키움추정치

DL이앤씨 사업부별 매출총이익률 추이



자료: DL이앤씨, 키움증권 리서치
'25E: 키움추정치

DL이앤씨 연결 실적 추이 및 전망

(십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E
신규수주	1,911	1,148	2,913	3,509	2,930	3,330	3,230	3,230	14,889	9,482	12,720
DL 이앤씨	1,115	819	2,553	2,559	2,400	2,800	2,600	2,600	11,609	7,047	10,400
DL 건설	796	329	360	950	530	530	630	630	3,281	2,435	2,320
수주잔고	30,837	30,121	30,362	30,178	30,608	31,403	32,389	33,079	30,909	30,178	33,079
DL 이앤씨	23,677	23,605	24,371	23,718	24,129	24,892	25,643	26,153	23,521	23,718	26,153
DL 건설	7,160	6,516	5,991	6,460	6,479	6,511	6,746	6,926	7,388	6,460	6,926
매출액	1,891	2,070	1,920	2,447	1,984	2,029	1,842	2,076	7,991	8,328	7,932
YoY	2.2%	5.1%	4.5%	4.9%	4.9%	-2.0%	-4.1%	-15.2%	6.6%	4.2%	-4.8%
DL 이앤씨	1,292	1,400	1,351	1,816	1,479	1,540	1,456	1,642	5,601	5,858	6,117
YoY	-3.6%	1.7%	8.1%	11.1%	14.5%	10.0%	7.8%	-9.6%	-0.2%	4.6%	4.4%
토목	199	223	227	270	245	242	252	289	917	918	1,028
건축/주택	673	715	638	905	628	662	577	625	3,272	2,932	2,492
플랜트	418	461	485	642	605	635	625	726	1,404	2,006	2,591
기타	1	1	1	-1	2	2	2	1	9	2	6
DL 건설	597	672	570	630	511	498	395	450	2,430	2,469	1,854
매출총이익	181	167	210	289	223	244	233	269	782	847	969
YoY	-6.2%	-12.5%	18.9%	30.6%	23.4%	45.7%	10.8%	-6.8%	-16.0%	8.3%	14.4%
DL 이앤씨	135	137	165	234	182	200	195	226	634	671	803
YoY	-16.7%	-9.8%	21.6%	27.2%	34.9%	45.4%	18.2%	-3.4%	-18.5%	5.9%	19.6%
토목	20	20	24	9	25	24	25	29	114	73	103
건축/주택	47	50	49	128	66	79	75	88	266	274	308
플랜트	67	67	91	98	91	95	94	109	251	324	389
DL 건설	41	30	45	52	41	44	38	43	150	167	167
매출총이익률	9.6%	8.1%	10.9%	11.8%	11.3%	12.0%	12.6%	13.0%	9.8%	10.2%	12.2%
DL 이앤씨	10.4%	9.8%	12.2%	12.9%	12.3%	13.0%	13.4%	13.8%	11.3%	11.5%	13.1%
토목	10.1%	8.8%	10.4%	3.4%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	12.4%	7.9%	10.0%
건축/주택	7.0%	7.0%	7.7%	14.1%	10.5%	12.0%	13.0%	14.0%	8.1%	9.3%	12.4%
플랜트	16.0%	14.6%	18.8%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	17.9%	16.1%	15.0%
DL 건설	6.9%	4.4%	7.8%	8.2%	8.1%	8.9%	9.6%	9.6%	6.2%	6.8%	9.0%
판관비	120	135	127	193	128	113	112	154	451	575	507
판관비율	6.4%	6.5%	6.6%	7.9%	6.4%	5.6%	6.1%	7.4%	5.6%	6.9%	6.4%
영업이익	61	33	84	95.5	96	130	121	115	331	272	463
YoY	-32.4%	-54.8%	3.8%	8.3%	57.2%	301.5%	44.8%	20.2%	-33.5%	-17.6%	69.8%
OPM	3.2%	1.6%	4.4%	3.9%	4.8%	6.4%	6.6%	5.5%	4.1%	3.3%	5.8%
DL 이앤씨	44	39	72	95	80	106	111	106	271	250	402
OPM	3.4%	2.8%	5.4%	5.2%	5.4%	6.9%	7.6%	6.4%	4.8%	4.3%	6.6%
DL 건설	12	-7	10	-1	16	24	10	9	62	14	61
OPM	2.0%	-1.1%	1.8%	-0.1%	3.1%	4.9%	2.6%	2.0%	2.5%	0.6%	3.3%
세전이익	44	56	57	197	99	134	124	118	280	355	495
당기순이익	26	41	45	117	72	97	90	86	202	230	359
지배주주순이익	26	41	55	70	65	88	82	78	188	193	326
YoY	-71.1%	35.8%	-14.3%	1883.9%	151.3%	116.8%	48.1%	11.2%	-54.5%	2.1%	69.8%

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,497	7,991	8,328	7,932	8,074
매출원가	6,565	7,209	7,481	6,962	6,986
매출총이익	931	782	847	969	1,088
판매비	434	451	575	507	537
영업이익	497	331	272	463	552
EBITDA	583	418	357	491	567
영업외손익	99	-51	83	33	40
이자수익	94	116	94	96	106
이자비용	34	49	39	38	38
외환관련이익	168	68	107	107	107
외환관련손실	82	76	91	91	91
종속 및 관계기업손익	11	24	-8	-8	-8
기타	-58	-134	20	-33	-36
법인세차감전이익	595	280	355	495	592
법인세비용	164	78	125	136	163
계속사업순손익	432	202	230	359	429
당기순이익	432	202	230	359	429
지배주주순이익	413	188	193	326	382
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-1.8	6.6	4.2	-4.8	1.8
영업이익 증감율	-48.1	-33.4	-17.8	70.2	19.2
EBITDA 증감율	-43.8	-28.3	-14.6	37.5	15.5
지배주주순이익 증감율	-28.4	-54.5	2.7	68.9	17.2
EPS 증감율	-29.0	-54.5	2.6	69.1	17.4
매출총이익율(%)	12.4	9.8	10.2	12.2	13.5
영업이익률(%)	6.6	4.1	3.3	5.8	6.8
EBITDA Margin(%)	7.8	5.2	4.3	6.2	7.0
지배주주순이익률(%)	5.5	2.4	2.3	4.1	4.7

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	152	231	658	458	544
당기순이익	432	202	230	359	429
비현금항목의 가감	380	434	287	238	241
유형자산감가상각비	75	78	75	22	10
무형자산감가상각비	12	10	9	7	5
지분법평가손익	-12	-25	0	0	0
기타	305	371	203	209	226
영업활동자산부채증감	-482	-364	208	-65	-36
매출채권및기타채권의감소	-85	-204	-134	168	-65
재고자산의감소	88	-51	14	20	-17
매입채무및기타채무의증가	51	62	334	-225	66
기타	-536	-171	-6	-28	-20
기타현금흐름	-178	-41	-67	-74	-90
투자활동 현금흐름	-386	201	-37	-60	-64
유형자산의 취득	-18	-12	18	-7	-7
유형자산의 처분	1	1	0	0	0
무형자산의 순취득	-6	-4	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-191	-101	-23	-18	-18
단기금융자산의감소(증가)	-292	319	-31	-34	-38
기타	120	-2	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-65	-189	-111	-142	-168
차입금의 증가(감소)	90	-3	13	0	0
자본금, 자본잉여금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	-29	-73	-35	-54	-64
배당금지급	-64	-44	-20	-19	-35
기타	-62	-69	-69	-69	-69
기타현금흐름	6	8	-375	-74	-74
현금 및 현금성자산의 순증가	-292	252	136	182	238
기초현금 및 현금성자산	2,045	1,752	2,004	2,140	2,321
기말현금 및 현금성자산	1,752	2,004	2,140	2,321	2,559

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	5,404	5,783	6,092	6,133	6,503
현금 및 현금성자산	1,752	2,004	2,140	2,321	2,559
단기금융자산	629	310	341	376	414
매출채권 및 기타채권	1,111	1,332	1,466	1,298	1,363
재고자산	853	938	924	905	921
기타유동자산	1,059	1,199	1,221	1,233	1,246
비유동자산	3,571	3,561	3,754	3,750	3,760
투자자산	1,257	1,358	1,380	1,398	1,416
유형자산	132	128	36	20	17
무형자산	35	33	24	17	12
기타비유동자산	2,147	2,042	2,314	2,315	2,315
자산총계	8,975	9,344	9,846	9,883	10,263
유동부채	3,211	3,749	3,905	3,680	3,746
매입채무 및 기타채무	1,393	1,555	1,889	1,664	1,730
단기금융부채	331	594	392	392	392
기타유동부채	1,487	1,600	1,624	1,624	1,624
비유동부채	1,072	827	1,004	1,004	1,004
장기금융부채	916	687	874	874	874
기타비유동부채	156	140	130	130	130
부채총계	4,282	4,575	4,910	4,684	4,750
지배지분	4,350	4,769	4,899	5,128	5,395
자본금	215	215	215	215	215
자본잉여금	3,494	3,847	3,847	3,847	3,847
기타자본	-32	-105	-140	-194	-258
기타포괄손익누계액	-185	-178	-187	-196	-204
이익잉여금	858	990	1,164	1,455	1,796
비지배지분	343	0	37	71	117
자본총계	4,692	4,769	4,937	5,198	5,512

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	9,627	4,377	4,490	7,592	8,910
BPS	101,345	111,110	114,147	119,479	125,705
CFPS	18,904	14,820	12,060	13,918	15,621
DPS	1,000	500	500	900	1,100
주가배수(배)					
PER	3.5	8.2	7.2	4.9	4.2
PER(최고)	7.3	8.9	9.8		
PER(최저)	3.5	6.6	6.4		
PBR	0.33	0.32	0.28	0.31	0.30
PBR(최고)	0.69	0.35	0.39		
PBR(최저)	0.33	0.26	0.25		
PSR	0.19	0.19	0.17	0.20	0.20
PCFR	1.8	2.4	2.7	2.7	2.4
EV/EBITDA	1.1	1.1	0.4	0.3	-0.1
주요비율(%)					
배당성향(%:보통주,현금)	8.8	8.9	8.3	9.6	9.8
배당수익률(%:보통주,현금)	3.0	1.4	1.6	2.4	3.0
ROA	4.9	2.2	2.4	3.6	4.3
ROE	9.7	4.1	4.0	6.5	7.3
ROIC	29.1	13.0	9.9	21.9	25.7
매출채권회전율	7.6	6.5	6.0	5.7	6.1
재고자산회전율	8.4	8.9	8.9	8.7	8.8
부채비율	91.3	95.9	99.5	90.1	86.2
순차입금비율	-24.2	-21.6	-24.6	-27.5	-31.0
이자보상배율	14.4	6.8	7.0	12.2	14.6
총차입금	1,247	1,282	1,267	1,267	1,267
순차입금	-1,134	-1,032	-1,214	-1,430	-1,706
NOPLAT	583	418	357	491	567
FCF	49	-66	473	292	373

현대건설 (000720)



BUY(Initiate)

주가(2/11) 32,700원

목표주가 42,000원

건설 Analyst 신대현

shin8d@kiwoom.com

현대건설은 '25년 C가양부지 개발사업을 시작으로 디벨로퍼로서의 매력력이 부각될 것으로 기대되고, 대형원전을 포함한 다양한 대형 해외 수주가 전망된다. 또한, 4Q24 대규모 비용 인식에 따른 마진 가시성 증가는 긍정적이라 판단된다. '25년 기대되는 포인트가 많은 만큼 주가는 바닥을 지난 것으로 판단되고, 이에 투자 의견 BUY와 목표주가 42,000원으로 커버리지를 개시한다.

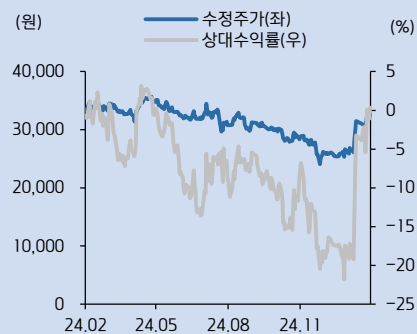
Stock Data

KOSPI (2/11)	2,539.05pt	
시가총액	36,413억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	35,700 원	24,100원
최고/최저가대비 등락	-8.4%	35.7%
주가수익률	절대	상대
	1M	22.7%
	6M	5.7%
	1Y	-3.8%
		0.4%

Com any Data

발행주식수	111,356 천주
일평균 거래량(3M)	919천주
외국인 지분율	20.0%
배당수익률(24E)	2.4%
BPS(24E)	71,219원
주요 주주	현대자동차 외 5 인
	34.9%

Price Trend



품은 일시적이거나 클래스는 영원하다

>>> 대규모 일회성 비용에 따른 기회

현대건설은 4Q24 해외현장에서 대규모 일회성 비용과 일부 현대엔지니어링의 높은 국내 원가율로 인해 연결기준 -1.7조원의 영업적자를 기록했다. 다만, 이는 발생 가능한 비용에 대한 충당금 때문으로 영업적자보다 향후 마진 개선 가시성이 높아졌다는데 초점을 둘 필요가 있다. 현대건설은 주택부문 매출에서 도시정비 비중과 하이엔드 브랜드 비중을 확대 중이고, 문제가 되었던 해외 프로젝트들 외에서는 이번과 같은 대규모 비용 가능성은 낮은 것으로 파악된다. '25년 실적에 이런 변화에 대한 효과가 확인될 시 좋은 주가 퍼포먼스가 기대된다.

>>> 디벨로퍼로의 변화와 대형 원전 본계약

현대건설은 '21~'24년 분양 물량 중 비수도권 비중이他 건설사들 대비 높은 수준을 보이고, 주택 부문 마진 회복도 지연되고 있다. 다만, '25년 3월 C가양부지 개발을 시작으로 다수의 대규모 개발 사업이 예정되어 있다. 이에 '25년부터 단순 시공사를 넘어 디벨로퍼로서의 매력이 더해질 것으로 전망된다. 또한, 하반기 코즐로두이 원전 본계약을 포함한 다수의 해외 프로젝트가 예상되는 만큼 해외 수주 증가도 기대해 볼 수 있다.

>>> 투자 의견 BUY, 목표주가 42,000원 제시

현대건설은 주택부문 마진 회복 지연, 해외 수주 부진 영향으로 현재 PBR이 他건설사들 수준으로 낮아져 있는 상황이다. 다만, '25년엔 기대할 수 있는 포인트들이 많은 만큼 주가는 하반기로 갈수록 상승할 수 있을 것이라 판단된다. 이에 투자 의견 BUY와 목표주가 42,000원(목표 PBR 0.54배)으로 커버리지를 개시한다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	21,239	29,651	32,694	30,967	30,290
영업이익	575	785	-1,221	1,003	1,087
EBITDA	757	982	-973	1,273	1,372
세전이익	754	940	-942	1,129	1,213
순이익	471	654	-736	819	879
지배주주지분순이익	409	536	-139	707	759
EPS(원)	3,637	4,767	-1,235	6,290	6,756
증감률(% YoY)	-0.4	31.1	적전	흑전	7.4
PER(배)	9.6	7.3	-20.6	5.2	4.8
PBR(배)	0.51	0.48	0.36	0.42	0.39
EV/EBITDA(배)	3.5	3.7	-0.8	2.9	2.0
영업이익률(%)	2.7	2.6	-3.7	3.2	3.6
ROE(%)	5.5	6.8	-1.7	8.5	8.4
순차입금비용(%)	-35.4	-25.2	-39.3	-17.0	-25.6

자료: 키움증권 리서치센터

현대건설 주요 매출 공사 현장

(십억 원)	공사시작일	완공예정일	기본도금액	완성공사액	계약잔액	진행률
파나마 메트로 3 호선	'21.2	'26.4	2,303	1,507	797	65%
사우디 네옴 런닝 터널 공사	'22.6	'25.12	633	237	397	37%
싱가폴 투아스 터미널 2 단계	'18.3	'27.3	558	416	142	75%
필리핀 남부철도 제 4,5,6 공구	'23.6	'28.3	1,468	125	1,342	9%
힐스테이트 더 운정	'21.10	'25.8	1,276	837	439	66%
방배 5 구역 주택재건축정비사업	'22.7	'26.8	1,090	286	804	26%
힐스테이트 시화호 라군 인테라스	'21.6	'25.4	930	755	175	81%
둔촌주공 재건축	'19.12	'24.11	1,216	1,050	166	86%
힐스테이트 몬테로이	'21.10	'25.1	776	722	53	93%
힐스테이트 환호공원	'22.7	'25.10	755	461	294	61%
대조 1 구역 주택재개발정비사업	'22.10	'26.1	581	184	397	32%
힐스테이트 레이크 송도 4 차	'22.3	'25.6	563	315	248	56%
디에이치 클래스트	'24.3	'27.11	3,932	243	3,689	6%
현대자동차그룹글로벌비즈니스센터신축공사	'20.5	'26.12	1,792	103	1,689	6%
더 파크사이드 서울	'23.2	'27.2	751	108	643	14%
용인 죽전 데이터센터	'22.2	'25.9	857	469	388	55%
힐스테이트 도안 리버파크 1 단지(5BL)	'24.7	'27.8	-	-	-	1%
힐스테이트 도안 리버파크 2 단지(4BL)	'24.7	'27.9	-	-	-	1%
울산 에스오일 사힌 에틸렌 생산시설 건설공사	'23.1	'26.6	2,406	685	1,721	28%
이라크 바스라 정유공장 고도화설비 공사	'21.2	'25.8	2,419	1,581	838	65%
사우디 자푸라 유틸리티 및 부대시설 공사	'21.11	'25.8	1,002	712	289	71%
신한울원자력 3,4 호기 주설비공사	'24.4	'33.10	1,560	21	1,539	1%
사우디 아미랄 유틸리티 및 부대시설 공사 (PKG4)	'23.6	'27.5	2,827	268	2,560	9%
사우디 자푸라 2 유틸리티 및 부대공사	'24.1	'27.6	1,564	54	1,510	3%

자료: DART, 키움증권 리서치센터

현대엔지니어링 주요 매출 공사 현장

(십억 원)	공사시작일	완공예정일	기본도금액	완성공사액	계약잔액	진행률
동북선 도시철도 민간투자사업 건설공사	'21.7	'26.7	434	258	175	60%
파나마 메트로 3 호선 건설사업	'21.2	'25.8	768	520	248	68%
LOTTE Indonesia New Ethylene Complex 사업	'22.1	'25.8	1,043	883	160	85%
폴란드 PKN 올레핀 확장공사	'21.6	'27.1	2,314	1,569	745	68%
사우디 자푸라 프로젝트 (패키지-2)	'21.11	'25.8	1,222	915	307	75%
인도네시아 RDMP Balikpapan	'18.12	'25.9	4,372	3,903	469	89%
Datan Add on CCPP-7 Expansion Project	'19.12	'25.1	535	458	77	86%
미국 HMGMA 현대차공장 신축공사	'22.4	'24.12	2,051	1,899	152	93%
SK 넥실리스 폴란드 공장 신축공사	'22.7	'24.12	324	303	21	94%
미국 HMGMA 모비스공장 신축공사	'22.8	'24.7	899	792	107	88%
에스오일 사힌 프로젝트 PKG-2	'23.1	'26.12	1,647	457	1,190	28%
에스오일 사힌 프로젝트 PKG-1	'23.1	'26.12	758	244	514	32%
미국 SK 배터리공장 신축공사	'22.10	'25.8	2,769	1,815	954	66%
울산공장 전기차 신공장 건설 및 부대공사	'22.10	'25.12	1,211	702	509	58%
아미랄 프로젝트 패키지#1	'23.6	'27.6	3,318	326	2,992	10%
미국 LG 배터리공장 신축공사	'23.4	'25.10	2,123	798	1,325	38%
사우디 자푸라 프로젝트 (패키지-2 확장)	'24.1	'27.6	1,569	49	1,520	3%

자료: DART, 키움증권 리서치센터

현대건설 목표주가 산정표

항목 (배, 원)	목표주가 산정		설명
① 현대건설 ROE	8.47		키움증권 '25년 ROE 예상치
② 현대건설 목표 PBR		0.54	'16년~ 이후 건설사 평균 ROE, 평균 PBR 추이 반영
③ 참조기간 BPS	77,313		키움증권 '25년 BPS 추정
④ 목표주가		42,000	②*③(백의 자리수 반올림)
현재주가		32,700	'25년 1월 23일 종가
상승여력		28%	

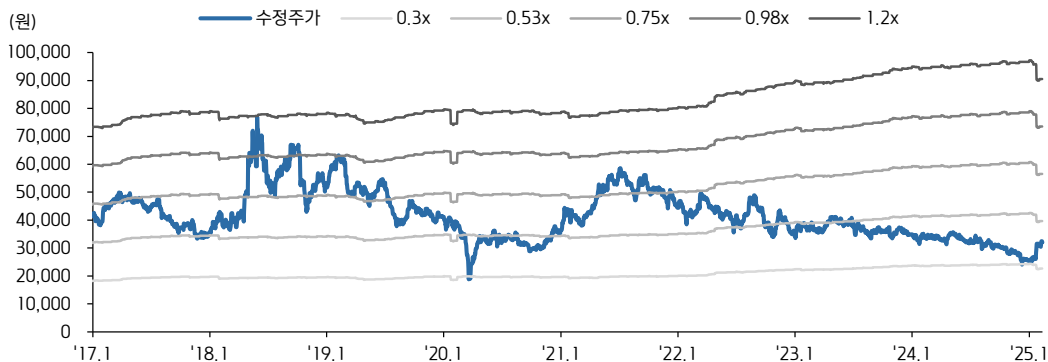
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

현대건설 키움증권 추정치, 컨센서스 비교 Table

(십 억)	키움추정치			컨센서스			차이		
	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E
매출액	8,059.3	30,966.8	30,289.8	7,521.4	30,704.6	30,457.1	7.2%	0.9%	-0.5%
영업이익	248.0	1,003.1	1,086.6	192.9	962.0	1,194.5	28.6%	4.3%	-9.0%
지배주주순이익	175.1	707.1	759.4	136.9	601.9	751.2	27.9%	17.5%	1.1%

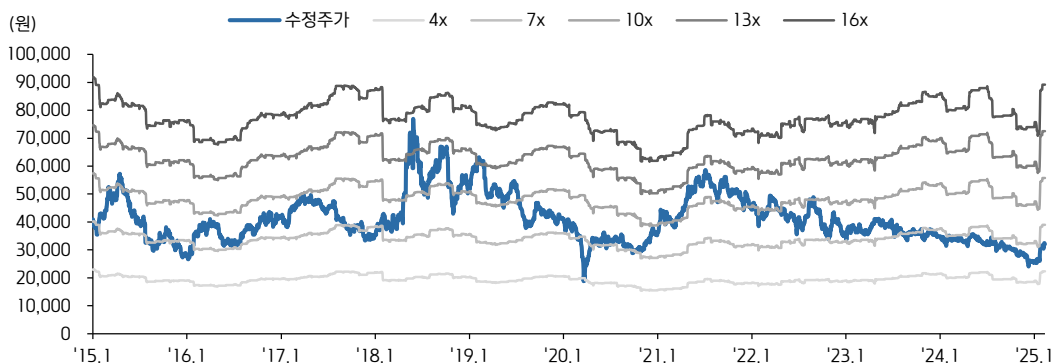
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

현대건설 12개월 Forward P/B Chart



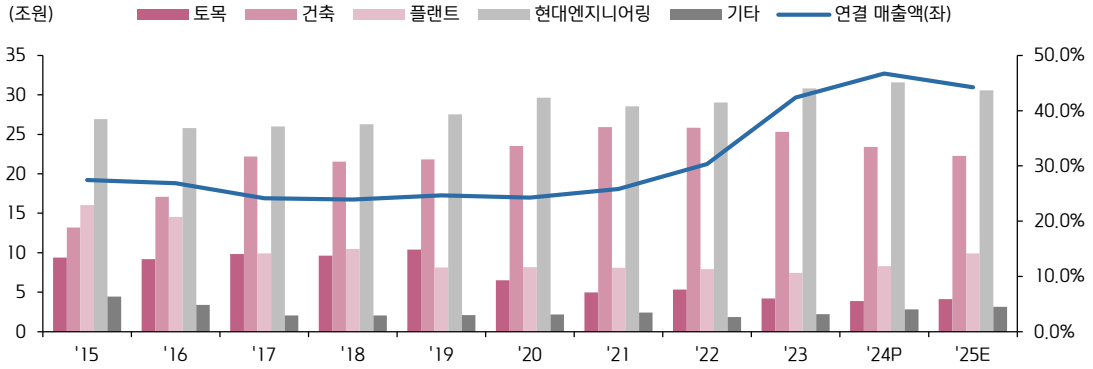
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

현대건설 12개월 Forward P/E Chart



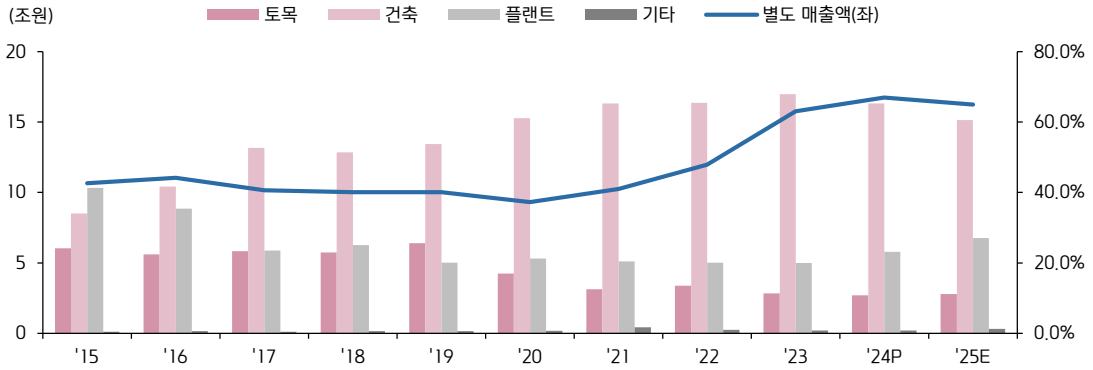
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

현대건설 연결 매출액, 사업부별 매출액 비중



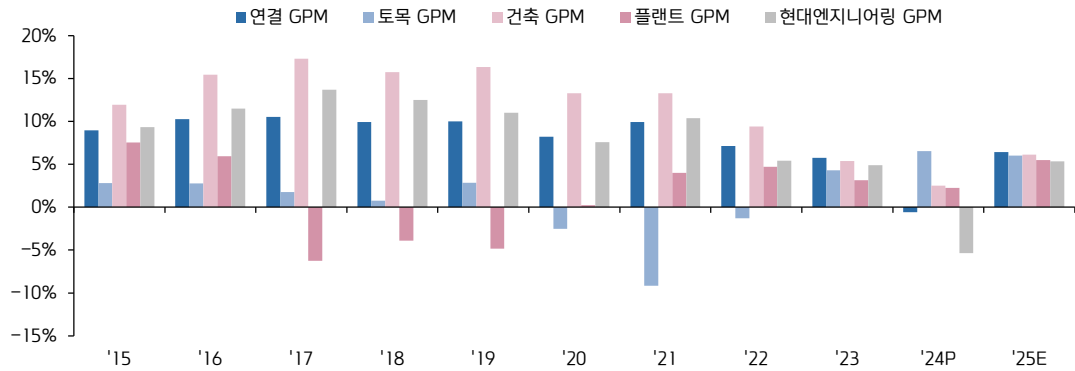
자료: 현대건설, 키움증권 리서치센터
'25E: 키움추정치

현대건설 별도 매출액, 사업부별 매출액 비중



자료: 현대건설, 키움증권 리서치센터
'25E: 키움추정치

사업부별 매출총이익률



자료: 현대건설, 키움증권 리서치센터
'25E: 키움추정치

현대건설 연결 실적 추이 및 전망

(십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E
신규수주	9,518	7,147	5,594	8,270	4,775	5,975	8,725	11,775	32,491	30,529	31,249
현대건설	3,790	5,285	4,450	4,787	3,188	3,188	6,738	6,738	17,166	18,311	19,852
현대엔지니어링	5,676	1,692	1,087	3,548	1,500	2,700	1,900	4,950	14,991	12,002	11,050
수주잔고	91,252	90,123	86,591	89,932	85,992	84,265	85,713	90,222	89,745	89,932	90,222
현대건설	58,479	59,647	58,839	60,905	60,039	59,124	61,835	64,548	58,499	60,905	64,548
현대엔지니어링	32,489	30,118	27,417	28,150	25,952	25,141	23,878	25,674	30,908	28,150	25,674
매출액	8,545	8,621	8,261	7,267	8,059	7,922	7,498	7,488	29,651	32,694	30,967
YoY	41.7%	20.4%	5.1%	-15.5%	-5.7%	-8.1%	-9.2%	3.0%	39.6%	10.3%	-5.3%
현대건설	4,168	4,321	4,130	4,135	4,065	4,114	4,038	4,036	15,779	16,754	16,253
YoY	21.6%	14.0%	2.5%	-8.7%	-2.5%	-4.8%	-2.2%	-2.4%	31.7%	6.2%	-3.0%
토목	434	370	555	444	435	464	457	459	1,784	1,803	1,814
건축	2,790	2,935	2,601	2,610	2,485	2,475	2,456	2,434	10,721	10,935	9,850
플랜트	922	981	937	1,040	1,096	1,127	1,075	1,095	3,151	3,880	4,393
기타	22	35	37	41	49	49	49	49	123	155	196
현대엔지니어링	4,096	4,064	3,790	2,816	3,697	3,511	3,163	3,154	13,063	14,765	13,526
YoY	64.2%	26.1%	9.9%	-27.8%	-9.7%	-13.6%	-16.5%	12.0%	48.2%	13.0%	-8.4%
매출총이익	533	342	348	-1,417	486	487	507	511	1,703	-193	1,992
YoY	40.4%	-13.9%	-32.5%	적전	-8.8%	42.4%	45.7%	흑전	12.6%	적전	흑전
현대건설	290	148	133	-197	258	272	277	285	851	373	1,092
YoY	35.8%	-38.2%	-37.0%	-205.2%	-10.9%	83.9%	108.3%	-244.6%	4.8%	128.2%	-65.9%
토목	23	34	61	0	26	28	27	28	77	118	109
건축	190	7	79	0	143	148	156	158	577	275	605
플랜트	63	77	-53	0	55	62	59	66	99	87	242
현대엔지니어링	195	154	157	-1,297	185	176	182	181	639	-791	724
YoY	54.2%	-7.4%	1.1%	적전	-5.3%	14.3%	15.7%	흑전	33.9%	적전	흑전
매출총이익률	6.2%	4.0%	4.2%	-19.5%	6.0%	6.2%	6.8%	6.8%	5.7%	-0.59%	6.43%
현대건설	6.9%	3.4%	3.2%	-4.8%	6.3%	6.6%	6.9%	7.1%	5.4%	2.23%	6.72%
토목	5.3%	9.3%	10.9%	0.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	4.3%	6.53%	6.00%
건축	6.8%	0.2%	3.0%	0.0%	5.8%	6.0%	6.3%	6.5%	5.4%	2.52%	6.14%
플랜트	6.9%	7.8%	-5.6%	0.0%	5.0%	5.5%	5.5%	6.0%	3.1%	2.25%	5.50%
현대엔지니어링	4.8%	3.8%	4.1%	-46.1%	5.0%	5.0%	5.8%	5.7%	4.9%	-5.36%	5.35%
판매비	282	199	230	317	238	255	233	262	917	1,028	989
판매비율	3.3%	2.3%	2.8%	4.4%	3.0%	3.2%	3.1%	3.5%	3.1%	3.1%	3.2%
영업이익	251	143	118	-1,733	248	232	275	249	785	-1,221	1,003
YoY	44.6%	-35.9%	-51.5%	적전	-1.2%	61.9%	132.1%	흑전	36.6%	적전	흑전
OPM	2.9%	1.7%	1.4%	-23.9%	3.1%	2.9%	3.7%	3.3%	2.6%	-3.7%	3.2%
현대건설	101	81	10	-365	126	141	150	137	341	-172	554
OPM	2.4%	1.9%	0.2%	-8.8%	3.1%	3.4%	3.7%	3.4%	2.2%	-1.0%	3.4%
현대엔지니어링	107	33	53	-1,432	88	52	86	71	255	-1,238	298
OPM	2.6%	0.8%	1.4%	-50.8%	2.4%	1.5%	2.7%	2.3%	2.0%	-8.4%	2.2%
세전이익	303	248	85	-1,578	280	264	306	280	940	-942	1,129
당기순이익	208	146	40	-1,131	203	191	222	203	654	-736	819
지배주주순이익	155	151	51	-495	175	165	192	175	536	-139	707
YoY	18.8%	-8.7%	-69.5%	적전	12.6%	9.6%	279.6%	흑전	31.1%	적전	흑전

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	21,239	29,651	32,694	30,967	30,290
매출원가	19,726	27,949	32,887	28,975	28,183
매출총이익	1,513	1,703	-193	1,992	2,107
판매비	938	917	1,028	989	1,020
영업이익	575	785	-1,221	1,003	1,087
EBITDA	757	982	-973	1,273	1,372
영업외손익	179	154	279	126	126
이자수익	162	180	180	121	150
이자비용	44	64	69	66	66
외환관련이익	410	340	259	259	259
외환관련손실	348	321	222	222	222
종속 및 관계기업손익	-13	-5	6	-4	-4
기타	12	24	125	38	9
법인세차감전이익	754	940	-942	1,129	1,213
법인세비용	283	285	-206	311	334
계속사업손손익	471	654	-736	819	879
당기순이익	471	654	-736	819	879
지배주주순이익	409	536	-139	707	759
증감율 및 수확성 (%)					
매출액 증감율	17.6	39.6	10.3	-5.3	-2.2
영업이익 증감율	-23.7	36.5	-255.5	-182.1	8.4
EBITDA 증감율	-18.2	29.7	-199.1	-230.8	7.8
지배주주순이익 증감율	0.4	31.1	-125.9	-608.6	7.4
EPS 증감율	-0.4	31.1	적전	흑전	7.4
매출총이익율(%)	7.1	5.7	-0.6	6.4	7.0
영업이익률(%)	2.7	2.6	-3.7	3.2	3.6
EBITDA Margin(%)	3.6	3.3	-3.0	4.1	4.5
지배주주순이익률(%)	1.9	1.8	-0.4	2.3	2.5

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-143	-715	1,569	-1,710	1,446
당기순이익	471	654	-736	819	879
비현금항목의 가감	470	557	-162	443	452
유형자산감가상각비	172	187	238	259	271
무형자산감가상각비	9	10	10	12	14
지분법평가손익	-39	-11	-6	4	4
기타	328	371	-404	168	163
영업활동자산부채증감	-827	-1,816	2,124	-2,742	339
매출채권및기타채권의감소	-1,076	-2,886	-1,218	602	301
재고자산의감소	-91	54	10	-148	116
매입채무및기타채무의증가	866	536	708	-309	29
기타	-526	480	2,624	-2,887	-107
기타현금흐름	-257	-110	343	-230	-224
투자활동 현금흐름	1,853	563	-857	-534	-535
유형자산의 취득	-148	-222	-293	-293	-293
유형자산의 처분	18	38	0	0	0
무형자산의 순취득	-14	-13	-31	-31	-31
투자자산의감소(증가)	-217	335	-106	-39	-39
단기금융자산의감소(증가)	1,743	557	-295	-38	-39
기타	471	-132	-132	-133	-133
재무활동 현금흐름	-658	366	114	-173	-173
차입금의 증가(감소)	-431	566	287	0	0
자본금, 자본잉여금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-115	-95	-67	-67	-67
기타	-112	-105	-106	-106	-106
기타현금흐름	-5	18	433	345	345
현금 및 현금성자산의 순증가	1,047	232	1,259	-2,071	1,083
기초현금 및 현금성자산	2,927	3,974	4,206	5,465	3,393
기말현금 및 현금성자산	3,974	4,206	5,465	3,393	4,476

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	15,517	18,613	21,682	19,082	19,894
현금 및 현금성자산	3,974	4,206	5,465	3,393	4,476
단기금융자산	1,528	971	1,266	1,304	1,343
매출채권 및 기타채권	7,849	10,659	11,877	11,275	10,974
재고자산	855	816	806	954	838
기타유동자산	2,839	2,932	3,534	3,460	3,606
비유동자산	5,395	5,101	5,312	5,400	5,474
투자자산	1,557	1,217	1,328	1,363	1,397
유형자산	1,049	1,205	1,260	1,295	1,317
무형자산	721	724	746	765	782
기타비유동자산	2,068	1,955	1,978	1,977	1,978
자산총계	20,912	23,714	26,994	24,482	25,368
유동부채	8,757	10,357	14,655	11,347	11,375
매입채무 및 기타채무	6,806	7,715	8,423	8,115	8,143
단기금융부채	644	644	1,390	1,390	1,390
기타유동부채	1,307	1,998	4,842	1,842	1,842
비유동부채	2,230	2,902	2,611	2,611	2,611
장기금융부채	1,342	1,899	1,522	1,522	1,522
기타비유동부채	888	1,003	1,089	1,089	1,089
부채총계	10,987	13,259	17,267	13,958	13,987
지배자본	7,687	8,137	8,006	8,691	9,428
자본금	562	562	562	562	562
자본잉여금	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095
기타자본	-6	-6	-6	-6	-6
기타포괄손익누계액	26	65	140	186	231
이익잉여금	6,009	6,420	6,214	6,854	7,545
비지배자본	2,238	2,319	1,721	1,833	1,953
자본총계	9,924	10,456	9,727	10,524	11,381

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,637	4,767	-1,235	6,290	6,756
BPS	68,380	72,383	71,219	77,313	83,872
CFPS	8,367	10,772	-7,989	11,226	11,842
DPS	600	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	9.6	7.3	-20.6	5.2	4.8
PER(최고)	14.0	9.3	-29.2		
PER(최저)	9.1	6.8	-19.5		
PBR	0.51	0.48	0.36	0.42	0.39
PBR(최고)	0.75	0.61	0.51		
PBR(최저)	0.48	0.45	0.34		
PSR	0.18	0.13	0.09	0.12	0.12
PCFR	4.2	3.2	-3.2	2.9	2.8
EV/EBITDA	3.5	3.7	-0.8	2.9	2.0
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주, 현금)	14.2	10.2	-9.1	8.2	7.6
배당수익률(% ,보통주, 현금)	1.7	1.7	2.4	1.8	1.8
ROA	2.3	2.9	-2.9	3.2	3.5
ROE	5.5	6.8	-1.7	8.5	8.4
ROIC	8.2	9.6	-16.8	11.5	10.4
매출채권회전율	3.0	3.2	2.9	2.7	2.7
재고자산회전율	27.0	35.5	40.3	35.2	33.8
부채비율	110.7	126.8	177.5	132.6	122.9
순차입금비용	-35.4	-25.2	-39.3	-17.0	-25.6
이자보상배율	13.1	12.3	-17.6	15.1	16.4
총차입금	1,986	2,543	2,911	2,911	2,911
순차입금	-3,516	-2,634	-3,819	-1,786	-2,908
NOPLAT	757	982	-973	1,273	1,372
FCF	-399	-1,240	1,049	-2,068	1,087

대우건설 (047040)



Buy(Initiate)

주가(2/11) 3,440원

목표주가 4,600원

건설 Analyst 신대현
shin8d@kiwoom.com

대우건설은 '25년 외형 축소와 마진 개선 지연에 따라 감익이 전망된다. '25년 이연된 해외 대형 수주의 가시성이 확인될 필요가 있고, 4Q24와 같은 일회성 이익이 발생한다면 주가 부진에서 벗어날 수 있을 것으로 판단된다. 투자 의견 Buy과 목표주가 4,600원으로 커버리지를 개시한다.

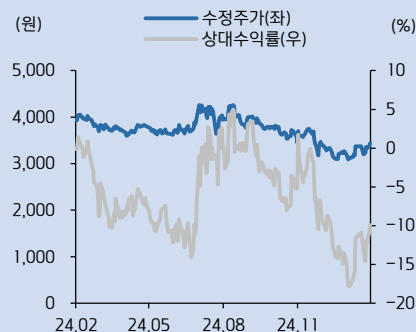
Stock Data

KOSPI (2/11)		2,539.05pt	
시가총액		14,297억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	4,260 원	3,090원	
최고/최저가대비 등락	-19.2%	11.3%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	5.2%	4.2%
	6M	-13.6%	-11.9%
	1Y	-13.7%	-9.9%

Company Data

발행주식수	415,623 천주
일평균 거래량(3M)	907천주
외국인 지분율	11.9%
배당수익률(24E)	0.0%
BPS(24E)	10,218원
주요 주주	중흥토건 외 2 인 50.8%

Price Trend



수주 부재에 따른 외형 축소 시기

>>> '25년 외형 축소 전망 속 감익 전망

'25년 대우건설은 쏠 사업부에서 매출이 감소하면서 他 건설사들 대비 높은 매출액 감소율을 보일 것으로 전망된다. 이는 1) 국내 부동산 경기 악화와 미분양 증가에 따른 분양 물량 감소로 인한 주택 부문 매출액 감소와 2) '24년 대형 수주 부재에 따른 토목, 플랜트 부문의 외형 감소가 예상되기 때문이다. 주택 부문의 목표 마진도 他건설사들 대비 낮은 모습을 보이고, 비수도권 분양이 많은 만큼 미분양 리스크가 높아 마진 개선세가 지연될 것으로 전망된다. 따라서 '25년 감익이 전망된다.

>>> 해외 수주, 일회성 이익에 주목할 필요

'24년 기대되었던 투르크메니스탄 미네랄 비료 공장 프로젝트(1조원), 리비아 인프라 복구 사업(0.9조원), 알포 해군기지(1.8조원)가 '25년으로 이연되었다. 주택 마진 개선세가 낮은 가운데, 이연된 프로젝트를 포함해 '25년 기대되었던 수주들의 가시성이 확인된다면 주가 부진에서 벗어날 수 있을 것이라 판단된다. 또한, 4Q24 실적에서 도급액 증액 등에 따른 일회성 이익이 발생하며 당일 주가가 크게 증가한 만큼 또 다른 일회성 이익 발생 가능성에 주목할 필요가 있다 판단된다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 4,600원 제시

대우건설의 주가는 낮은 주택 마진과 대형 해외 수주 부재로 부진한 모습을 보였다. '25년 마진 개선세 지연이 전망되는 가운데 해외 수주 가시성이 증가하거나 일회성 이익이 계속 발생할 시 주가는 부진한 모습을 벗어날 수 있을 것으로 판단된다. 투자의견 Buy과 목표주가 4,600원(목표 PBR 0.42배)으로 커버리지를 개시한다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	10,419	11,648	10,504	8,921	8,954
영업이익	760	663	403	393	436
EBITDA	874	790	544	520	560
세전이익	713	745	359	365	413
순이익	508	521	243	265	300
지배주주지분순이익	504	512	221	252	284
EPS(원)	1,213	1,231	532	606	683
증감률(% YoY)	4.0	1.5	-56.8	13.9	12.8
PER(배)	3.4	3.4	5.8	5.7	5.0
PBR(배)	0.47	0.43	0.30	0.32	0.30
EV/EBITDA(배)	2.3	3.5	5.4	3.9	3.0
영업이익률(%)	7.3	5.7	3.8	4.4	4.9
ROE(%)	14.6	13.2	5.3	5.8	6.2
순차입금비용(%)	6.7	25.7	37.2	11.7	3.7

자료: 키움증권 리서치센터

대우건설 주요 매출 공사 현장

(십억 원)	계약일	완공예정일	기본도금액	완성공사액	계약잔액	진행률
GTX-A	'19.6	'24.12	546.1	470.6	75	86%
올림픽파크포레온사업	'20.2	'24.11	1,006.3	895.7	111	89%
영통푸르지오토레센츠사업	'22.4	'25.3	596.1	458.7	137	77%
영통푸르지오파인베르사업	'22.4	'25.3	572.0	416.2	156	73%
백운호수푸르지오숲속의아침사업	'22.9	'25.10	483.1	175.3	308	36%
싱가포르도시철도 CR108	'21.4	'29.12	669.8	136.4	533	20%
이라크 신항만 1 단계	'21.8	'26.12	2,221.4	1,587.3	634	71%
이라크 침매터널	'21.8	'25.8	824.4	543.8	281	66%
이라크 알포연결도로	'21.8	'25.5	574.5	441.5	133	77%
NIGERIA NLNG T7 PJ	'20.5	'25.11	507.3	456.0	51	90%

자료: DART, 키움증권 리서치센터

대우건설 목표주가 산정표

항목 (배, 원)	목표주가 산정		설명
① 대우건설 ROE	5.77		키움증권 '25 년 ROE 예상치
② 대우건설 목표 PBR		0.42	'16 년~ 이후 건설사 평균 ROE, 평균 PBR 추이 반영
③ 참조기간 BPS	10,778		키움증권 '25 년 BPS 추정
④ 목표주가		4,600	②*③(십의 자리수 반올림)
현재주가		3,440	'25 년 1 월 23 일 종가
상승여력		34%	

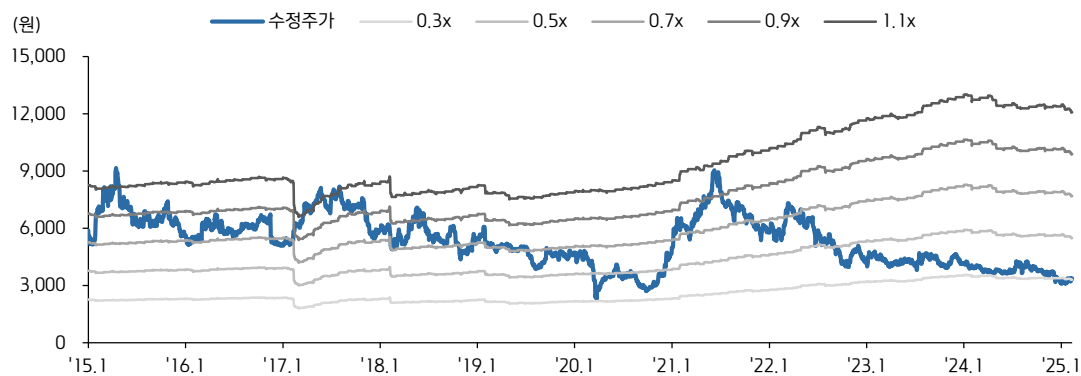
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

대우건설 키움증권 추정치, 컨센서스 비교 Table

(십 억)	키움추정치			컨센서스			차이		
	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E
매출액	2,271.3	8,920.7	8,953.8	2,176.9	9,008.8	9,812.2	4.3%	-1.0%	-8.7%
영업이익	83.7	393.0	436.2	83.3	388.5	529.3	0.5%	1.2%	-17.6%
지배주주순이익	52.9	251.8	284.0	45.4	245.7	350.6	16.6%	2.5%	-19.0%

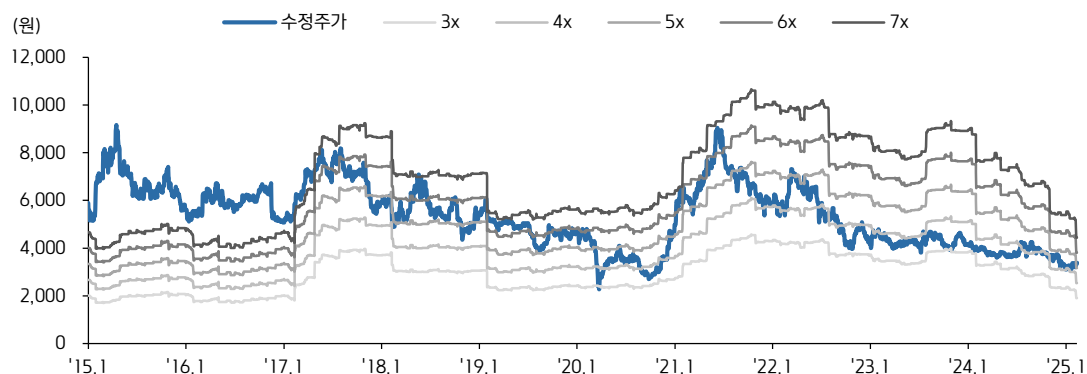
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

대우건설 12개월 Forward P/B Chart



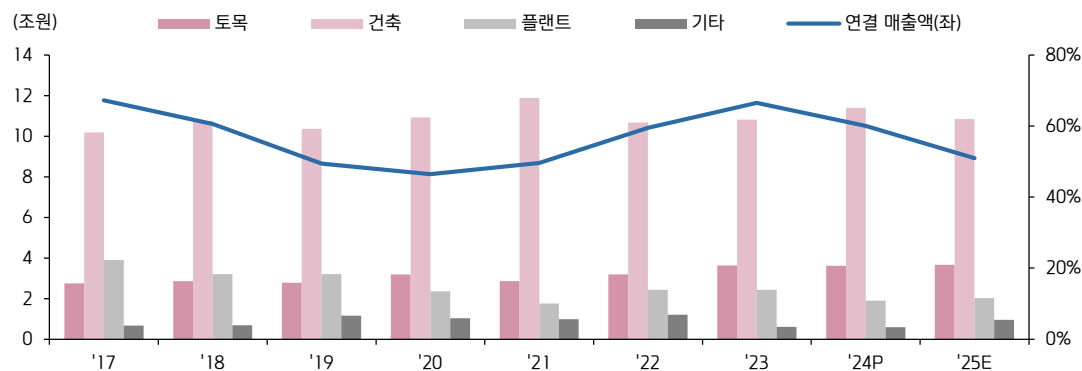
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

대우건설 12개월 Forward P/E Chart



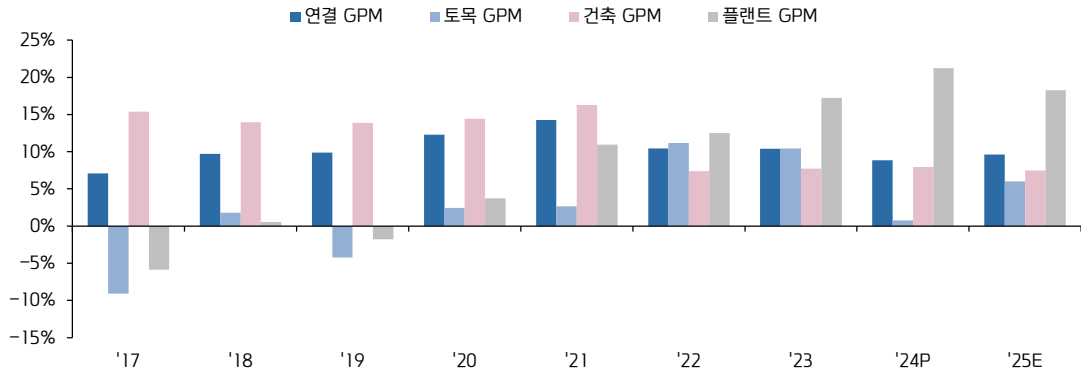
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

대우건설 매출액, 사업부별 매출액 비중 추이



자료: 대우건설, 키움증권 리서치센터
'25E: 키움추정치

대우건설 사업부별 매출총이익률 추이



자료: 대우건설, 키움증권 리서치센터
'25E: 키움추정치

대우건설 연결 실적 추이 및 전망

(십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E
신규수주	2,489	1,911	2,971	2,541	2,146	4,693	3,649	3,492	13,210	9,913	13,979
수주잔고	45,657	44,989	44,778	44,440	44,315	46,648	48,244	49,499	45,134	44,440	49,499
매출액	2,487	2,822	2,548	2,647	2,271	2,359	2,052	2,237	11,648	10,504	8,921
YoY	-4.6%	-13.8%	-14.8%	-4.7%	-8.7%	-16.4%	-19.4%	-15.5%	11.8%	-9.8%	-15.1%
토목	548	541	516	566	524	496	439	409	2,415	2,170	1,868
건축	1,598	1,878	1,643	1,723	1,400	1,473	1,279	1,380	7,205	6,842	5,532
플랜트	272	296	289	281	273	274	253	233	1,620	1,139	1,032
기타	70	107	99	78	74	118	82	214	407	353	488
매출총이익	215	276	169	268	191	222	192	251	1,212	928	857
YoY	-25.1%	-17.3%	-42.8%	-9.5%	-11.0%	-19.5%	13.4%	-6.1%	11.3%	-23.5%	-7.6%
토목	60	18	-12	-49	31	30	26	25	252	16	112
건축	105	135	87	217	98	108	98	110	558	544	414
플랜트	48	66	48	80	49	49	51	40	279	242	189
매출총이익률	8.6%	9.8%	6.6%	10.1%	8.4%	9.4%	9.3%	11.2%	10.4%	8.8%	9.6%
토목	10.9%	3.3%	-2.4%	-8.6%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	10.4%	0.7%	6.0%
건축	6.6%	7.2%	5.3%	12.6%	7.0%	7.3%	7.7%	8.0%	7.7%	7.9%	7.5%
플랜트	17.7%	22.3%	16.4%	28.4%	18.0%	18.0%	20.0%	17.0%	17.2%	21.2%	18.3%
판매비	100	171	107	147	108	117	113	125	549	524	464
판매비율	4.0%	6.1%	4.2%	5.5%	4.7%	5.0%	5.5%	5.6%	4.7%	5.0%	5.2%
영업이익	115	105	62	121	84	105	78	126	662	403	393
YoY	-35.0%	-51.9%	-67.2%	55.4%	-27.1%	-0.1%	25.8%	4.1%	11.3%	-39.2%	-2.5%
OPM	4.6%	3.7%	2.4%	4.6%	3.7%	4.4%	3.8%	5.6%	5.7%	3.8%	4.4%
세전이익	136	135	59	28	77	98	71	119	745	359	365
당기순이익	92	97	40	15	56	71	52	86	522	243	265
지배주주순이익	88	95	38	0	53	67	49	82	512	221	252
YoY	-9.0%	-52.5%	-64.9%	-100.0%	-40.1%	-28.8%	29.4%	#DIV/0!	1.5%	-56.8%	13.9%

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	10,419	11,648	10,504	8,921	8,954
매출원가	9,166	10,436	9,576	8,064	8,042
매출총이익	1,254	1,212	928	857	912
판매비	494	549	524	464	476
영업이익	760	663	403	393	436
EBITDA	874	790	544	520	560
영업외손익	-47	82	-45	-28	-23
이자수익	78	136	79	124	139
이자비용	80	150	131	127	127
외환관련이익	169	508	464	464	464
외환관련손실	146	324	301	301	301
중속 및 관계기업손익	4	-9	-9	-9	-9
기타	-72	-79	-147	-179	-189
법인세차감전이익	713	745	359	365	413
법인세비용	205	223	116	100	114
계속사업손익	508	521	243	265	300
당기순이익	508	521	243	265	300
지배주주순이익	504	512	221	252	284
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	20.0	11.8	-9.8	-15.1	0.4
영업이익 증감율	2.9	-12.8	-39.2	-2.5	10.9
EBITDA 증감율	2.7	-9.6	-31.1	-4.4	7.7
지배주주순이익 증감율	4.0	1.6	-56.8	14.0	12.7
EPS 증감율	4.0	1.5	-56.8	13.9	12.8
매출총이익율(%)	12.0	10.4	8.8	9.6	10.2
영업이익률(%)	7.3	5.7	3.8	4.4	4.9
EBITDA Margin(%)	8.4	6.8	5.2	5.8	6.3
지배주주순이익률(%)	4.8	4.4	2.1	2.8	3.2

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-423	-833	-426	1,206	506
당기순이익	508	521	243	265	300
비현금항목의 가감	541	525	309	231	226
유형자산감가상각비	106	119	133	119	116
무형자산감가상각비	9	9	8	8	8
지분법평가손익	-4	-12	0	0	0
기타	430	409	168	104	102
영업활동자산부채증감	-1,424	-1,801	-817	808	75
매출채권및기타채권의감소	-846	-757	-620	810	71
재고자산의감소	361	340	-37	76	85
매입채무및기타채무의증가	259	-593	-216	-59	-51
기타	-1,198	-791	56	-19	-30
기타현금흐름	-48	-78	-161	-98	-95
투자활동 현금흐름	333	26	51	61	-7
유형자산의 취득	-69	-70	-112	-112	-112
유형자산의 처분	9	3	0	0	0
무형자산의 순취득	-11	-4	-6	-6	-6
투자자산의감소(증가)	-123	-183	145	0	0
단기금융자산의감소(증가)	395	171	-85	70	2
기타	132	109	109	109	109
재무활동 현금흐름	430	168	595	7	-63
차입금의 증가(감소)	598	231	658	70	0
자본금,자본잉여금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-168	-63	-63	-63	-63
기타현금흐름	22	198	-250	-73	-81
현금 및 현금성자산의 순증가	362	-441	-30	1,202	355
기초현금 및 현금성자산	1,061	1,423	982	952	2,154
기말현금 및 현금성자산	1,423	982	952	2,154	2,509

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,028	8,021	8,739	9,014	9,241
현금 및 현금성자산	1,423	982	952	2,154	2,509
단기금융자산	914	743	828	758	757
매출채권 및 기타채권	2,833	3,703	4,323	3,513	3,442
재고자산	1,927	1,684	1,721	1,646	1,561
기타유동자산	1,845	1,652	1,743	1,701	1,729
비유동자산	3,112	3,222	3,180	3,171	3,165
투자자산	885	1,067	922	922	922
유형자산	354	384	363	356	351
무형자산	70	66	64	62	60
기타비유동자산	1,803	1,705	1,831	1,831	1,832
자산총계	11,140	11,243	11,918	12,185	12,406
유동부채	5,406	5,033	4,967	4,968	4,917
매입채무 및 기타채무	3,560	2,944	2,728	2,669	2,618
단기금융부채	1,206	1,493	1,544	1,594	1,594
기타유동부채	640	596	695	705	705
비유동부채	2,010	2,148	2,667	2,687	2,687
장기금융부채	1,381	1,274	1,829	1,849	1,849
기타비유동부채	629	874	838	838	838
부채총계	7,416	7,181	7,634	7,655	7,604
지배지분	3,714	4,046	4,247	4,480	4,736
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	550	550	550	550	550
기타자본	-99	-99	-99	-99	-99
기타포괄손익누계액	-308	-446	-466	-485	-513
이익잉여금	1,494	1,963	2,184	2,436	2,720
비지배지분	10	16	38	51	66
자본총계	3,725	4,062	4,285	4,530	4,802

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,213	1,231	532	606	683
BPS	8,937	9,735	10,218	10,778	11,394
CFPS	2,524	2,517	1,327	1,192	1,264
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	3.4	3.4	5.8	5.7	5.0
PER(최고)	6.2	4.0	9.3		
PER(최저)	3.3	3.1	5.8		
PBR	0.47	0.43	0.30	0.32	0.30
PBR(최고)	0.84	0.51	0.49		
PBR(최저)	0.44	0.39	0.30		
PSR	0.17	0.15	0.12	0.16	0.16
PCFR	1.7	1.6	2.3	2.9	2.7
EV/EBITDA	2.3	3.5	5.4	3.9	3.0
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	4.7	4.7	2.1	2.2	2.4
ROE	14.6	13.2	5.3	5.8	6.2
ROIC	27.5	13.2	6.1	6.7	8.3
매출채권회전율	4.2	3.6	2.6	2.3	2.6
재고자산회전율	5.9	6.5	6.2	5.3	5.6
부채비율	199.1	176.8	178.2	169.0	158.4
순차입금비율	6.7	25.7	37.2	11.7	3.7
이자보상배율	9.4	4.4	3.1	3.1	3.4
총차입금	2,587	2,767	3,374	3,444	3,444
순차입금	250	1,042	1,594	532	179
NOPLAT	874	790	544	520	560
FCF	-727	-1,299	-531	1,102	397

삼성E&A (028050)



BUY(Initiate)

주가(2/11) 18,790원

목표주가 30,000원

건설 Analyst 신대현

shin8d@kiwoom.com

삼성E&A는 그동안의 공사 경험을 통해 지속적인 일회성 이익을 실현하는 등 긍정적인 변화가 보이고 있다. '25년에는 비화공 부문 외형 축소로 감익이 예상되나 회사의 구조적 변화에 따라 영업이익의 상향될 여지가 있다. 이에 투자자의견 Buy와 목표주가 30,000원으로 커버리지를 개시한다.

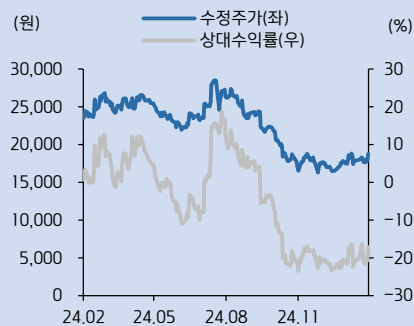
Stock Data

KOSPI (2/11)	2,539.05pt	
시가총액	36,828억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	28,550 원	16,310원
최고/최저가대비 등락	-34.2%	15.2%
주가수익률	절대	상대
	1M	5.1%
	6M	-30.4%
	1Y	-20.5%
		4.2%
		-29.1%
		-17.1%

Company Data

발행주식수	196,000 천주
일평균 거래량(3M)	914천주
외국인 지분율	44.8%
배당수익률(24E)	4.0%
BPS(24E)	21,056원
주요 주주	삼성SDI 외 7 인
	20.5%

Price Trend



긍정적인 변화 속 저렴한 주가

>>> 긍정적인 회사의 변화에 주목할 필요

삼성E&A는 그동안의 공사 경험을 통해 준공 시점 정산이익 등의 이유로 화공 부문에서 높은 GPM을 달성하고 있다. 이외에도 당사는 그린 솔루션 제공, FEED-to-EPC 등을 통해 사업 영역을 확대하고 있으며, Digital Transformation을 통해 업무 프로세스 효율성을 높여 차별화된 경쟁력을 갖춰가고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 향후 회사가 종료단계 프로젝트 외 주요 마일스톤 달성에 따른 추가적인 인센티브 발생 시 주가의 반등은 충분히 기대할 수 있을 것으로 판단된다.

>>> '25년 비화공 축소에 따른 외형 축소 전망

당사의 '25년 연결 영업이익은 감익될 것으로 전망된다. 이는 관계사 투자 감소로 인한 비화공 부문의 외형 축소가 전망되기 때문이다. 다만, 2Q24 수주한 Fadhili 매출이 본격화 되면서 하반기엔 화공 부문이 비화공 부문의 외형 축소를 방어할 것으로 전망된다. 특히, 화공 부문에서 지속적으로 일회성 이익을 내고 있다는 점에 주목할 필요가 있고, 4Q24에는 비화공 부문에서도 정산이익이 발생한 만큼 현재 영업이익 추정치의 상향될 여지도 있다.

>>> 투자자의견 BUY, 목표주가 30,000원 제시

'25년 기준 회사의 ROE 11.9%임에도 '25년 기준 PBR은 0.81배로 코로나 기간에서의 최저보다 더 낮은 모습을 보이고 있다. '25년도 감익을 고려해도 과도한 수준이라 판단된다. 투자자의견 BUY를 제시하며, 목표주가 30,000원(목표 PBR 1.27배)으로 커버리지를 개시한다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	10,054	10,625	9,967	9,758	10,339
영업이익	703	993	972	668	784
EBITDA	760	1,058	1,039	754	924
세전이익	716	933	904	630	745
순이익	595	696	639	456	540
지배주주지분순이익	665	754	757	515	612
EPS(원)	3,392	3,846	3,864	2,628	3,121
증감률(% YoY)	78.6	13.4	0.5	-32.0	18.7
PER(배)	6.6	7.5	4.3	7.1	6.0
PBR(배)	1.62	1.64	0.79	0.81	0.72
EV/EBITDA(배)	3.2	3.9	-0.5	1.0	1.0
영업이익률(%)	7.0	9.3	9.8	6.8	7.6
ROE(%)	28.3	24.4	19.9	11.9	12.7
순차입금비율(%)	-69.2	-41.4	-90.3	-62.1	-49.7

자료: 키움증권 리서치센터

삼성E&A 주요 매출 공사 현장

영업부문	(십억 원)	계약일	완공예정일	수주총액	기납품액	수주잔고	진행률
화학	Ras Laffan Petrochemicals Project	'22.12	'26.8	1,735.4	637	1,099	37%
	CC-7	'22.2	'27.11	1,873.4	390	1,483	21%
	Saudi Aramco Jafurah GPF Project	'21.11	'25.8	1,639.6	1,159	481	71%
	말련 Shell Rosmari & Marjoram OGP (EPC)	'22.7	'26.2	1,070.9	569	502	53%
	TOP UJV	'18.11	'25.8	684.8	501	184	73%
	사우디 Fadhili 가스	'24.4	'27.9	8,025.5	145	7,881	2%
비화학	헝가리 전지박 공장 신축공사	'18.12	'25.5	851.5	450	401	53%
	헝가리 W-SCOPE 분리막 공장 프로젝트	'21.12	'25.10	713.7	510	203	72%
	헝가리 SDI E-Project	'24.1	'25.12	742.3	140	603	19%
	평택 전자 P3-PJT	'20.4	'24.12	5,152.4	4,782	371	93%
	평택 전자 P4-PJT	'21.7	'25.6	4,472.0	2,639	1,833	59%
	미국 전자 T-PJT	'20.9	'24.12	1,042.6	973	69	93%
	기흥 전자 NRD-K PJT	'22.6	'25.9	842.9	691	152	82%
	송도 SBL P5	'22.2	'25.5	1,500.0	1,288	213	86%
	송도 싸토리우스	'22.9	'27.2	555.0	112	443	20%

자료: DART, 키움증권 리서치센터

삼성E&A 목표주가 산정표

항목 (배, 원)	목표주가 산정		설명
① Vinci	1.76		Global Peer 1 '25 년 예상 PBR
② Tecnicas Reunidas	1.78		Global Peer 2 '25 년 예상 PBR
③ JGC Holdings	0.74		Global Peer 3 '25 년 예상 PBR
④ Sinopec Engineering	0.80		Global Peer 4 '25 년 예상 PBR
⑤ 삼성 E&A 목표 PBR		1.27	①~④ Global Peer PBR 평균
⑥ 참조기간 BPS	23,285		키움증권 '25 년 BPS 추정
⑦ 목표주가		30,000	⑤*⑥(백의 자리수 반올림)
현재주가		18,790	25 년 1 월 23 일 종가
상승여력		60%	

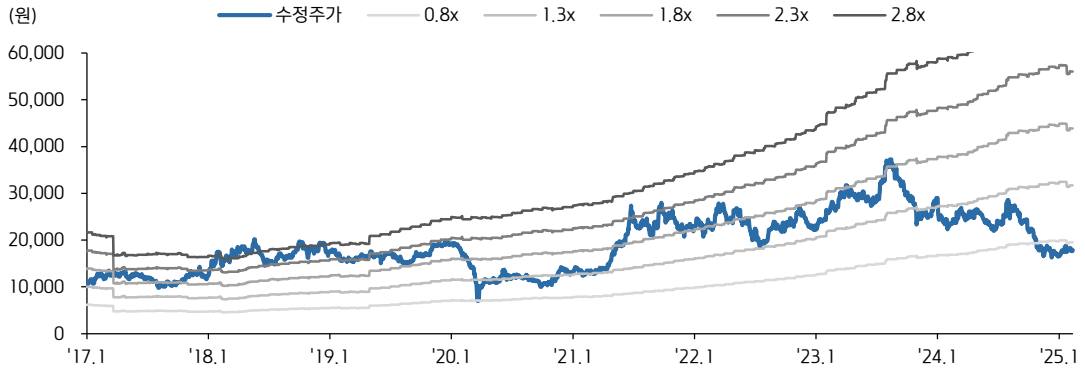
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

삼성E&A 키움증권 추정치, 컨센서스 비교 Table

(십 억)	키움추정치			컨센서스			차이		
	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E
매출액	2,423.5	9,757.9	10,338.5	2,291.9	9,593.6	10,443.2	5.7%	1.7%	-1.0%
영업이익	172.5	668.1	783.6	176.3	748.7	848.3	-2.2%	-10.8%	-7.6%
지배주주순이익	133.3	515.2	611.7	145.3	607.7	685.7	-8.3%	-15.2%	-10.8%

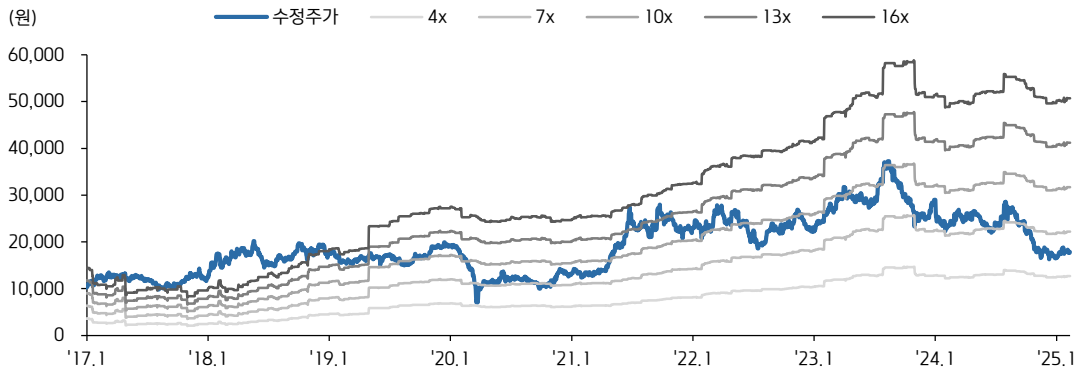
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

삼성E&A 12개월 Forward P/B Chart



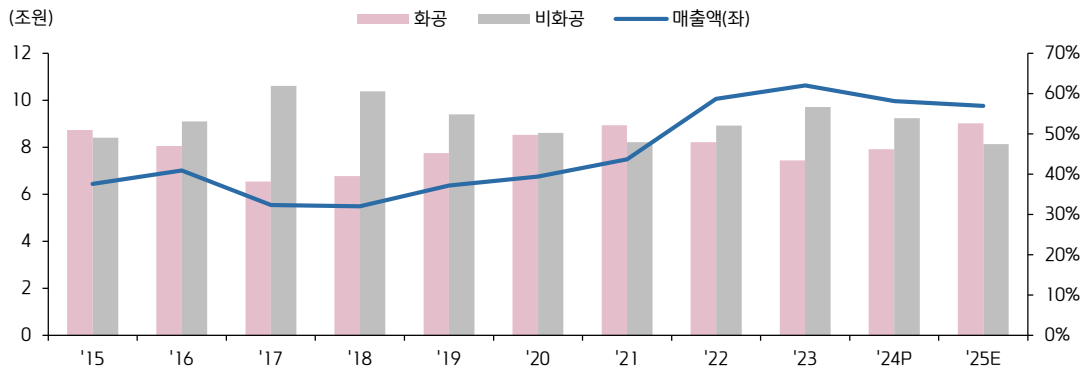
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

삼성E&A 12개월 Forward P/E Chart



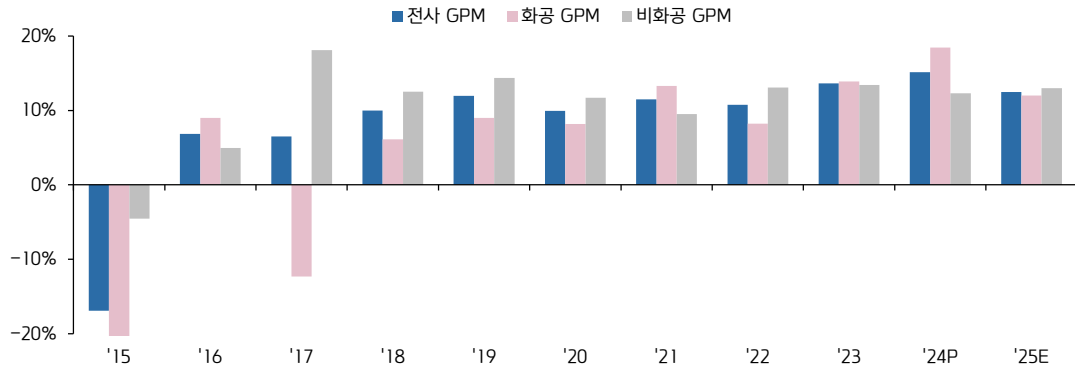
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

삼성E&A 매출액, 사업부별 매출액 비중 추이



자료: 삼성E&A, 키움증권 리서치센터
'25E: 키움추정치

삼성E&A 사업부별 매출총이익률 추이



자료: 삼성E&A, 키움증권 리서치센터
'25E: 키움추정치

삼성E&A 연결 실적 추이 및 전망

(십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E
신규수주	1,414	9,503	592	2,906	3,400	3,900	1,100	3,900	8,791	14,415	12,300
화공	69	7,747	214	1,568	2,500	3,000	200	3,000	1,046	9,597	8,700
비화공	1,345	1,756	379	1,338	900	900	900	900	7,746	4,818	3,600
수주잔고	15,985	24,142	21,858	21,326	22,303	23,754	22,427	23,868	16,818	21,326	23,868
화공	9,023	16,826	15,271	14,815	16,118	17,845	16,749	18,382	9,671	14,815	18,382
비화공	6,962	7,316	6,588	6,511	6,184	5,909	5,678	5,486	7,147	6,511	5,486
매출액	2,385	2,686	2,317	2,579	2,423	2,448	2,428	2,458	10,625	9,967	9,758
YoY	-5.9%	-3.6%	-6.5%	-8.8%	1.6%	-8.9%	4.8%	-4.7%	5.7%	-6.2%	-2.1%
화공	942	1,230	1,109	1,317	1,197	1,273	1,296	1,366	4,607	4,598	5,132
비화공	1,443	1,456	1,208	1,261	1,227	1,175	1,132	1,092	6,018	5,369	4,626
매출총이익	337	396	334	442	303	306	303	306	1,451	1,509	1,217
YoY	4.4%	-12.4%	26.6%	7.3%	-10.0%	-22.9%	-9.3%	-30.8%	34.2%	4.0%	-19.3%
화공	149	240	214	246	144	153	156	164	642	849	616
플랜트	188	157	120	196	159	153	147	142	809	661	601
매출총이익률	14.1%	14.7%	14.4%	17.2%	12.5%	12.5%	12.5%	12.4%	13.7%	15.1%	12.5%
화공	15.8%	19.5%	19.3%	18.7%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	13.9%	18.5%	12.0%
비화공	13.0%	10.8%	9.9%	15.6%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.4%	12.3%	13.0%
판매비	128	134	130	147	131	138	132	148	458	537	549
판매비율	5.3%	5.0%	5.6%	5.7%	5.4%	5.6%	5.5%	6.0%	4.3%	5.4%	5.6%
영업이익	209	263	204	295.8	172	168	170	158	993	972	668
YoY	-7.1%	-23.8%	32.9%	9.6%	-17.6%	-36.1%	-16.5%	-46.7%	41.3%	-2.2%	-31.2%
OPM	8.8%	9.8%	8.8%	11.5%	7.1%	6.9%	7.0%	6.4%	9.3%	9.7%	6.8%
세전이익	220	293	220	171	163	158	161	148	933	904	630
당기순이익	164	205	158	111	118	115	116	107	696	639	456
지배주주순이익	162	315	164	116	133	129	131	121	754	757	515
YoY	-8.7%	1.7%	8.8%	-0.1%	-17.7%	-59.0%	-19.7%	4.5%	13.4%	0.4%	-31.9%

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	10,054	10,625	9,967	9,758	10,339
매출원가	8,973	9,174	8,457	8,541	8,995
매출총이익	1,081	1,451	1,509	1,217	1,344
판매비	378	458	537	549	560
영업이익	703	993	972	668	784
EBITDA	760	1,058	1,039	754	924
영업외손익	13	-60	-68	-39	-39
이자수익	21	63	70	51	45
이자비용	15	23	20	20	20
외환관련이익	352	246	245	245	245
외환관련손실	354	331	218	218	218
종속 및 관계기업손익	7	0	7	5	5
기타	2	-15	-152	-102	-96
법인세차감전이익	716	933	904	630	745
법인세비용	120	237	265	173	205
계속사업손손익	595	696	639	456	540
당기순이익	595	696	639	456	540
지배주주순이익	665	754	757	515	612
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	34.3	5.7	-6.2	-2.1	6.0
영업이익 증감율	39.7	41.3	-2.1	-31.3	17.4
EBITDA 증감율	38.3	39.2	-1.8	-27.4	22.5
지배주주순이익 증감율	78.6	13.4	0.4	-32.0	18.8
EPS 증감율	78.6	13.4	0.5	-32.0	18.7
매출총이익율(%)	10.8	13.7	15.1	12.5	13.0
영업이익률(%)	7.0	9.3	9.8	6.8	7.6
EBITDA Margin(%)	7.6	10.0	10.4	7.7	8.9
지배주주순이익률(%)	6.6	7.1	7.6	5.3	5.9

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	577	-460	2,309	-310	-41
당기순이익	595	696	639	456	540
비현금항목의 가감	427	520	283	230	321
유형자산감가상각비	42	44	43	52	99
무형자산감가상각비	16	22	23	34	41
지분법평가손익	-7	0	-7	-5	-5
기타	376	454	224	149	186
영업활동자산부채증감	-304	-1,551	1,599	-857	-727
매출채권및기타채권의감소	-577	-583	92	44	-132
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	576	-1,097	443	-713	-383
기타	-303	129	1,064	-188	-212
기타현금흐름	-141	-125	-212	-139	-175
투자활동 현금흐름	-529	16	-173	-382	-132
유형자산의 취득	-21	-28	-100	-350	-99
유형자산의 처분	2	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-36	-26	-58	-58	-58
투자자산의감소(증가)	-111	-13	-15	-15	-15
단기금융자산의감소(증가)	-394	36	-48	-6	-7
기타	31	47	48	47	47
재무활동 현금흐름	175	-123	23	-141	-115
차입금의 증가(감소)	188	-112	34	0	0
자본금, 자본잉여금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	-129	-104
기타	-13	-11	-11	-12	-11
기타현금흐름	51	70	-74	-21	-21
현금 및 현금성자산의 순증가	274	-497	2,084	-853	-309
기초현금 및 현금성자산	1,138	1,412	915	2,999	2,146
기말현금 및 현금성자산	1,412	915	2,999	2,146	1,837

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	5,948	5,965	7,950	7,080	6,931
현금 및 현금성자산	1,412	915	2,999	2,146	1,837
단기금융자산	629	593	641	647	654
매출채권 및 기타채권	2,344	2,351	2,259	2,215	2,347
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	2,192	2,699	2,692	2,719	2,747
비유동자산	1,901	1,836	2,005	2,347	2,384
투자자산	247	261	282	302	322
유형자산	437	430	486	784	784
무형자산	75	81	116	140	158
기타비유동자산	1,142	1,064	1,121	1,121	1,120
자산총계	7,849	7,801	9,955	9,427	9,315
유동부채	5,013	4,217	5,875	4,969	4,412
매입채무 및 기타채무	4,116	3,340	3,783	3,069	2,687
단기금융부채	243	128	164	164	164
기타유동부채	654	749	1,928	1,736	1,561
비유동부채	259	286	246	246	246
장기금융부채	17	14	15	15	15
기타비유동부채	242	272	231	231	231
부채총계	5,272	4,503	6,121	5,215	4,659
지배지분	2,693	3,473	4,127	4,564	5,080
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	-22	-22	-22	-22	-22
기타자본	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	59	85	110	136	162
이익잉여금	1,677	2,430	3,058	3,470	3,960
비지배지분	-116	-175	-293	-352	-423
자본총계	2,577	3,298	3,834	4,212	4,656

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,392	3,846	3,864	2,628	3,121
BPS	13,741	17,721	21,056	23,285	25,918
CFPS	5,214	6,202	4,702	3,502	4,395
DPS	0	0	660	530	620
주가배수(배)					
PER	6.6	7.5	4.3	7.1	6.0
PER(최고)	8.3	9.8	7.6		
PER(최저)	5.4	5.7	4.2		
PBR	1.62	1.64	0.79	0.81	0.72
PBR(최고)	2.06	2.13	1.39		
PBR(최저)	1.34	1.24	0.77		
PSR	0.43	0.53	0.33	0.38	0.36
PCFR	4.3	4.7	3.5	5.4	4.3
EV/EBITDA	3.2	3.9	-0.5	1.0	1.0
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	0.0	0.0	20.2	22.8	22.5
배당수익률(%·보통주·현금)	0.0	0.0	4.0	2.8	3.3
ROA	8.6	8.9	7.2	4.7	5.8
ROE	28.3	24.4	19.9	11.9	12.7
ROIC	-1,381.7	135.7	242.4	1,413.9	56.8
매출채권회전율	4.7	4.5	4.3	4.4	4.5
재고자산회전율					
부채비율	204.6	136.5	159.7	123.8	100.1
순차입금비율	-69.2	-41.4	-90.3	-62.1	-49.7
이자보상배율	48.0	43.4	47.7	33.4	39.9
총차입금	259	143	179	179	179
순차입금	-1,782	-1,366	-3,461	-2,614	-2,312
NOPLAT	760	1,058	1,039	754	924
FCF	283	-824	2,121	-696	-176

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견 변동내역 (2개년)

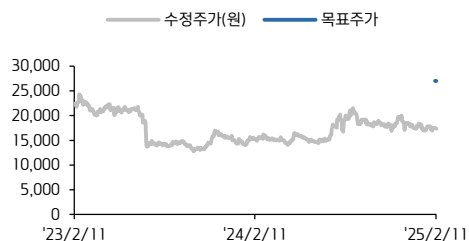
종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%) 평균 주가 대비	최고 주가 대비
GS건설 (006360)	2025-02-11	Buy(Initiate)	27,000원	6개월		
DL이앤씨 (375500)	2025-02-11	Buy(Initiate)	54,000원	6개월		
현대건설 (000720)	2025-02-11	Buy(Initiate)	42,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%) 평균 주가 대비	최고 주가 대비
대우건설 (047040)	2025-02-11	Buy(Initiate)	4,600원	6개월		
삼성E&A (028050)	2025-02-11	Buy(Initiate)	30,000원	6개월		

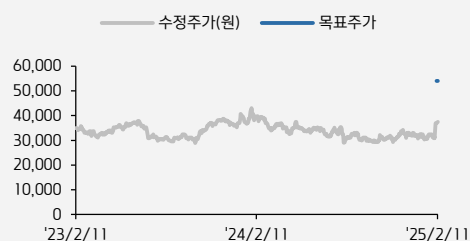
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

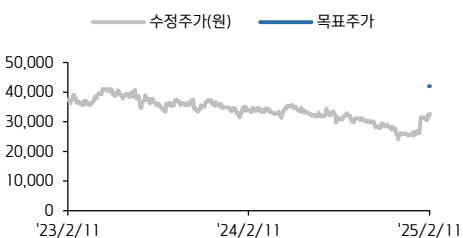
GS건설(006360)



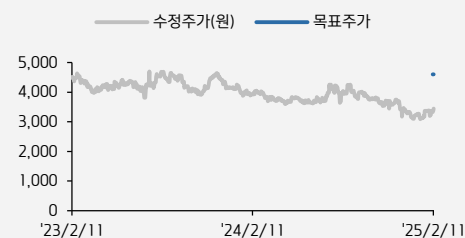
DL이앤씨(375500)



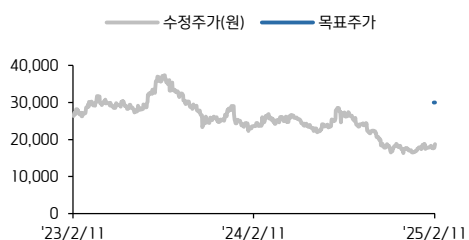
현대건설(000720)



대우건설(047040)



삼성E&A(028050)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~+10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2024/01/01~2024/12/31)

매수	중립	매도
96.37%	3.63%	0.00%