

[건설]

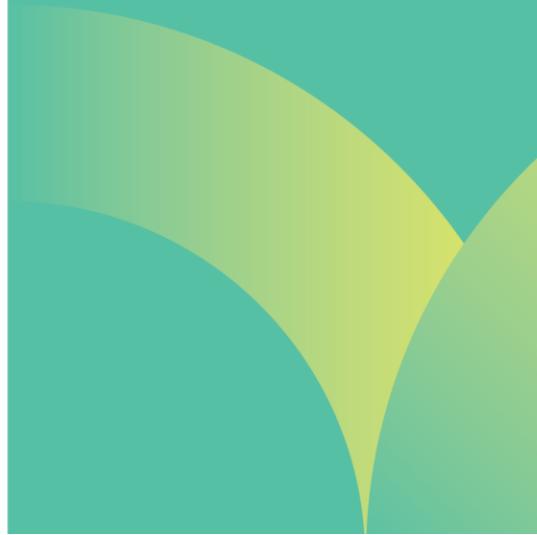
Overweight

2025.04.10

In-Depth Report

# 1Q25 건설사 Preview 및 부동산 현황 업데이트

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





## CONTENTS

---

### [산업분석]

I . Summary	4
II . 부동산 주요 이슈	7
III. 건설업 주요 지표	9
IV. PF 업데이트	17

---

### [기업분석]

HDC현대산업개발 (294870)	22
DL이앤씨(375500)	28
현대건설(000720)	34
GS건설(006360)	41
대우건설(047040)	47



---

## 산업분석

I . Summary

II . 부동산 주요 이슈

III. 건설업 주요 지표

IV. PF 업데이트

## I . Summary

건설 업종은 1Q25 인상적인 주가 수익률을 기록했다. 4월 9일 종가 기준 YTD 현대건설이 36%, DL이앤씨 21%, HDC현대산업개발이 20% 상승했다. 현대건설은 4Q24 빅배스 이후 공격적인 영업이익 가이던스(1.2조원)을 제시했고, DL이앤씨 역시 공격적인 영업이익 가이던스를 제시하며(5,200억원), 건설사 마진 회복에 대한 기대감을 불러 일으켰다.

실적 개선의 흐름은 유효하나, 1Q25부터 당장 실적 개선세가 뚜렷하지는 않을 것으로 예상된다. 커버리지 주택주 모두 연말에 가까워질수록 건축/주택이 상승할 것으로 예상되나, 그 중에서도 DL이앤씨, HDC현대산업개발, 현대건설이 2Q25부터 본격적인 이익 개선이 나타날 것으로 예상된다.

1Q25 영업이익이 YoY로 증가하는 건설사는 HDC현대산업개발(+26.0%), DL이앤씨(+26.2%), GS건설(+11.4%)이 예상되고, 감소하는 건설사는 현대건설(-24.5%), 대우건설(-24.1%)로 예상된다. 컨센서스 대비 1Q25를 미스할 것으로 예상되는 건설사는 HDC현대산업개발(-12%), DL이앤씨(-14%), GS건설(-13%)로 예상되고, 현대건설과 대우건설은 컨센서스에 부합할 것으로 보인다. HDC현대산업개발은 견조한 주택 사업 매출과 마진에도, 건축 부문의 일회성 비용이 반영될 것으로 보이고, DL이앤씨의 경우 1Q25에 고원가 현장 2곳이 준공되며 원가 부담이 있었다.

현재의 부동산 경기는 서울의 아파트 매매 가격을 제외하고는 부진한데, 특히 분양 물량이 매우 부진했다. 부동산114 집계 기준 1Q25 전국의 아파트 분양은 2.4만호를 기록했다(-58% YoY). 또한 전국 미분양은 2월 기준 7.0만호 매우 높은 수준이며, 준공 후 미분양은 2.3만호로 YoY로 2배가 증가했다. 지방 중심의 부동산이 아직도 매우 부진해 부동산 경기의 턴어라운드는 금리 인하 기조에도 불구하고 지연되고 있다.

따라서 당장 건설주 전반적인 수주 증가와 벨류에이션 확대가 동반되는 시점은 아니라 판단해 2025년, 2026년 영업이익 개선 가능성이 높고, Valuation 매력이 높은 HDC현산, DL이앤씨를 Top picks로 추천한다. HDC현대산업개발의 2027년까지 외형 성장 및 마진 개선의 가능성이 매우 높고, 현재 주가는 12개월 선행 기준 P/E 5.1배, P/B 0.40배에 수준이다. DL이앤씨는 2Q25부터 본격적인 마진 회복이 기대되고, 1Q25 착공 세대 수가 6,000여세대에 육박해 타 사 대비 마진 개선이 더욱 빠를 것으로 기대된다. 현재 주가는 12개월 선행 P/E 4.2배, P/B 0.28배에 불과하다. 4Q24말 순현금이 1조원인 것을 감안했을 시(현재 시총 1.5조원), 벨류에이션 매력도는 더욱 높아진다.

표1. 커버리지 주택주 1Q25 실적 추정치

		(십억원)	1Q24	4Q24	1Q25E	YoY %	Cons.(1Q25)	Cons. 대비
★HDC현대산업개발	시가총액(십억원)	1,374	매출액	955	1,125	+7.4	1,004	+2.3
	현재주가	20,850	영업이익	42	42	+26.0	60	-12.1
	12M Fwd P/E	5.1	지배순이익	30	45	+40.3	48	-11.4
	12M Fwd P/B	0.40	영업이익률(%)	4.4	3.7	+0.8	5.9	-0.8
	목표주가	29,000	순이익률(%)	3.2	4.0	+1.0	4.8	-0.6
★DL이앤씨	시가총액(십억원)	1,470	매출액	1,891	2,439	-2.0	1,885	-1.7
	현재주가	38,000	영업이익	61	94	+26.2	89	-14.1
	12M Fwd P/E	4.2	당기순이익	26	117	+117.9	66	-14.0
	12M Fwd P/B	0.28	영업이익률(%)	3.2	3.9	+0.9	4.7	-0.6
	목표주가	45,000	순이익률(%)	1.4	4.8	+1.7	3.5	-0.4
현대건설	시가총액(십억원)	3,992	매출액	8,545	7,250	-6.5	7,531	+6.1
	현재주가(원)	35,850	영업이익	251	-1,776	-24.5	180	+5.4
	12M Fwd P/E	6.6	지배순이익	155	-525	-26.4	126	-9.1
	12M Fwd P/B	0.46	영업이익률(%)	2.9	-24.5	-0.6	2.4	-0.0
	목표주가	42,000	순이익률(%)	1.8	-7.2	-0.4	1.7	-0.2
GS건설	시가총액(십억원)	1,313	매출액	3,071	3,386	+6.5	3,155	+3.7
	현재주가	15,340	영업이익	71	40	+11.4	91	-13.3
	12M Fwd P/E	4.6	지배순이익	135	-35	-68.2	54	-20.1
	12M Fwd P/B	0.28	영업이익률(%)	2.3	1.2	+0.1	2.9	-0.5
	목표주가	24,000	순이익률(%)	4.4	-1.0	-3.1	1.7	-0.4
대우건설	시가총액(십억원)	1,234	매출액	2,487	2,647	-10.8	2,170	+2.3
	현재주가	2,970	영업이익	115	121	-24.1	83	+5.0
	12M Fwd P/E	4.0	지배순이익	88	13	-35.5	45	+26.2
	12M Fwd P/B	0.26	영업이익률(%)	4.6	4.6	-0.7	3.8	+0.1
	목표주가	4,500	순이익률(%)	3.6	0.5	-1.0	2.1	+0.5

자료: iM증권 리서치본부

그림1. 커버리지 주택사 P/B - ROE(2025년)

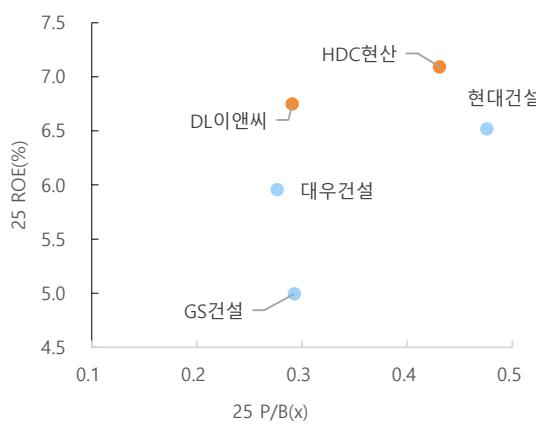
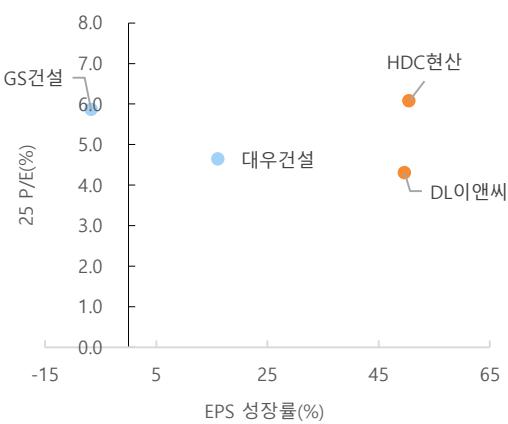


그림2. 커버리지 주택주 P/E - EPS 성장률(2025년)



자료: 각 사, iM증권 리서치본부

자료: 각 사, iM증권 리서치본부

표2. 커버리지 주택주 실적 추이 및 전망

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
HDC현산	매출액	955	1,087	1,089	1,125	1,026	1,157	1,174	1,023	4,256	4,381	5,065
	영업이익	42	54	47	42	52	88	97	64	185	302	449
	순이익	30	47	33	45	43	68	75	48	156	234	338
	매출액 YoY	-11.1	16.4	5.4	-2.1	7.4	6.4	7.9	-9.1	1.6	2.9	15.6
	영업이익 YoY	-16.9	839.4	-23.5	-46.1	26.0	63.8	105.4	54.2	-5.5	63.8	48.6
	순이익 YoY	-24.9	213.0	-47.4	-18.2	40.3	44.4	130.8	5.5	-10.0	50.5	44.3
DL이앤씨	매출액	1,891	2,070	1,919	2,439	1,854	1,902	1,879	2,144	8,318	7,778	8,153
	영업이익	61	33	83	94	77	128	146	135	271	487	556
	순이익	26	41	45	117	57	98	98	90	229	343	372
	매출액 YoY	2.2	5.1	4.4	4.5	-2.0	-8.1	-2.1	-12.1	4.1	-6.5	4.8
	영업이익 YoY	-32.5	-54.7	3.7	6.7	26.2	294.2	75.6	43.7	-18.1	79.7	14.1
	순이익 YoY	-71.1	35.8	-29.8	3,223.2	117.9	142.2	115.7	-23.0	22.0	49.7	8.6
현대건설	매출액	8,545	8,621	8,256	7,250	7,993	7,892	7,884	7,702	32,672	31,472	29,991
	영업이익	251	147	114	-1,776	189	239	240	235	-1,263	903	1,068
	순이익	155	150	51	-525	114	145	124	169	-169	553	722
	매출액 YoY	41.7	20.4	5.1	-15.7	-6.5	-8.5	-4.5	6.2	10.2	-3.7	-4.7
	영업이익 YoY	44.6	-34.1	-53.1	적전	-24.5	61.9	110.2	흑전	적전	흑전	18.3
	순이익 YoY	18.8	-8.8	-69.5	적전	-26.4	-3.4	146.1	흑전	적전	흑전	30.5
GS건설	매출액	3,071	3,297	3,109	3,386	3,272	3,479	3,361	3,367	12,864	13,479	13,779
	영업이익	71	93	82	40	79	100	112	126	286	417	656
	순이익	135	27	119	-35	43	43	59	84	246	229	397
	매출액 YoY	-12.6	-5.7	0.1	2.0	6.5	5.5	8.1	-0.6	-4.3	4.8	2.2
	영업이익 YoY	-55.6	흑전	36.0	흑전	11.4	7.2	37.2	212.9	흑전	45.8	57.3
	순이익 YoY	-2.0	흑전	38,174	적지	-68.2	61.0	-50.0	흑전	흑전	-6.7	73.3
대우건설	매출액	2,487	2,821	2,548	2,647	2,219	2,281	2,167	2,246	10,504	8,914	9,254
	영업이익	115	105	62	121	87	102	103	101	403	393	529
	순이익	88	95	38	13	57	64	77	74	234	272	393
	매출액 YoY	-4.6	-13.8	-14.8	-4.7	-10.8	-19.1	-15.0	-15.1	-9.8	-15.1	3.8
	영업이익 YoY	-35.0	-51.9	-67.2	55.6	-24.1	-2.6	64.6	-16.7	-39.2	-2.6	34.6
	순이익 YoY	-9.0	-52.5	-64.9	-87.8	-35.5	-32.2	102.0	468.3	-54.3	16.1	44.5

자료: Dart, iM증권

## II. 건설업 주요 이슈

### ① 6월 대선

역대 대선에서 부동산 정책은 모두 주요 키워드였고, 이번 6월 3일 21대 대통령 선거에서도 주요 정당 모두 많은 부동산 정책들을 내놓을 것으로 예상된다. 현재의 부동산 상황을 고려했을 때, 이번 대선 주자 모두 ‘주택 공급 확대’, ‘SOC 예산 증대’를 핵심 공약으로 발표할 가능성이 높다고 판단한다.

현재의 부동산 상황은 간략하게 1) 서울과 지방의 매매가격 양극화가 이어지고, 2) 지방의 미분양은 위험 수준이며, 3) 2026년 이후부터 전국적으로 본격적인 입주 물량 감소가 예상되는 것이다. 따라서 서울의 아파트 가격을 크게 자극하지 않으면서, 공급을 확대하는 정책이 핵심 공약이 될 가능성이 높다고 판단하다.

따라서 기존에 추진하고 있는 1) 3기 신도시(남양주 왕숙, 고양 창릉, 하남 교산 등 약 20만가구)의 조기 공급을 추진하고, 2) 역세권 고밀 개발 등을 공통적으로 추진할 대선 공약이라고 판단된다. 다만 정비사업의 경우 재건축초과이익환수제 폐지, 재건축 특례법 관련하여 현재 양 당의 이견이 지속되고 있다.

LTV, DTI 등 대출, 종부세 등의 세금 측면에서도 주요 대선 주자들의 정책은 다를 것으로 예상된다. 하지만 현 정권에서도 거듭 가계부채 증가세에 대해 심각성을 계속 주장했으며, 실질적인 정책(DSR 도입)도 시행했다는 점에서 대선 공약으로 대출 규제 완화를 주장하지는 않을 것으로 예상된다.

이 외에 현재 건축물 착공 면적은 3개년 연속(2022~2024년) 크게 줄어들었으며, 2024년 건축물 착공 면적은 2009년 금융위기 수준으로 감소했다는 점에서 건설 경기 부양의 필요성은 양 당 모두 공감대를 형성할 수 있다. SOC 예산에 대한 증액은 충분한 가능성이 있다고 예상된다.

표3. 정권별 부동산 기조 및 주요 정책

정권	노무현	이명박	박근혜	문재인	윤석열
집권 기간	2003/02~2008/02	2008/02~2013/02	2013/02~2017/03	2017/05~2022/05	2022/05~2025/04
정책 기조	규제 강화	규제 완화	규제 완화	규제 강화	규제 완화
주요 정책	- 종부세 도입, - 재초환 공포 - 3기 신도시 발표 - 대출 규제 강화	- 보금자리 주택 추진 - 정비사업 규제 완화 - 대출 규제 완화 - 세금 감면	- 대출 규제 완화 - 재초환 유예 - 세금 감면	- 민간주택 분양가 상한제 - 종부세 강화 - 양도세 중과 - 임대차 2법 발표 - 공급 확대(3기 신도시)	- 정비사업 규제 완화 - 대출 완화 - 보금자리론 등 금융지원 - 공급 확대(3기 신도시)
기준 금리	3.25~5.00%	2.00~5.25%	1.50~2.75%	0.50~1.75%	1.75~3.25%
전국 아파트 가격 상승률	+34%	+15%	+10%	+38%	-11%
서울 아파트 가격 상승률	+57%	-5%	+10%	+62%	-6%

자료: KB부동산, iM증권

## ② 토지거래 허가구역 재지정

2025년 3월 19일 정부와 서울시는 강남구, 서초구, 송파구, 용산구 소재의 전체 아파트(약 2,200개 단지, 40만호)에 대하여 토지거래허가구역(이하 토허제)을 지정했다. 2025년 2월 14일 토허제 지정을 해제한 지 34일만에 다시 토허제를 지정한 것이다. 토허제는 허가구역 내 토지의 소유권, 지상권 이전 계약을 체결할 때, 거래당사자가 시장 등의 허가를 받는 제도다. 토허제 지역 내의 매수자는 2년간 실거주 의무가 발생되어 ‘캡투자’가 제한된다.

토허제를 다시 지정한 것은 강남 3 구를 중심으로 한 매매가격 상승과 매매거래량 급등을 꼽을 수 있다. 토허제 지정이 해제된 강남구, 서초구, 송파구의 아파트 매매가격은 2025년 YTD 각각 +2.7%, +2.3%, +2.7% 상승하여 2024년 연간 상승률 +7.2%, +6.0%, +6.7%과 비교 시 1/3 가량을 채웠다. 서울의 아파트 매매거래량도 2월 4,743 건(+78% YoY)을 기록했으며, 3월도 매매거래량 증가세가 이어진 것으로 보인다.

단기적으로 서울의 아파트 매매거래량 증가세, 매매가격 상승세가 둔화될 것으로 예상된다. 추가적으로 투기과열지구를 확대 지정하게 된다면, 2017~2018년의 사례를 감안했을 때, 매매거래량의 둔화는 더욱 심화될 수 있다. 2017년 6.19 대책(투기과열 지구 확대 지정, LTV 확대), 2018년 9.13 대책 (다주택자 주담대 금지 등) 전후로 매매거래량은 급등했다가 평년 대비 절반 이상 감소한 바 있다.

하지만 현재 금리 인하 사이클에 접어들었고, 3~5월 매매거래량이 늘어나는 계절적 특징(이사철), 7월 DSR 3단계 시행을 앞두고 매매거래량이 급등할 가능성도 배제할 수 없다. 또한 강남3구+용산을 제외한 타 지역(마포구, 성동구, 강동구)로의 가격 상승 효과의 가능성도 존재한다.

현재 Cofix는 2.95%로 예금은행 신규 주담대 금리 4% 초반 대비 1.2%p 대비 스프레드가 벌어져 있다. 1.2%p의 스프레드는 역사적으로 봤을 때 높은 수준은 아니지만, 금리가 내려가는 추세에서 주담대 금리가 하락하지 않는 것은 다소 이례적이다. 작년 8월에 정부가 가계대출 관리 기조를 강화한 영향이다. 주담대 금리도 본격적으로 하락하는 추세에 접어든다면 매매가격 상승세가 다시 이어질 것으로 예상된다.

### III. 건설업 주요 지표

#### [매매 가격]

전국의 아파트 매매가격은 1Q25 변동이 없었다(-0.26%), 서울이 1.4% 상승한 데 비해 지방을 중심으로 하락세가 지속되며 전국의 아파트 매매가격은 보합을 기록했다. 서울의 경우 강남을 중심으로 연초부터 상승하다 2월 토지거래허가구역 해제 이후 급등했다. 강남 3구의 아파트 가격 상승세는 연초 대비 강남구 +5.0%, 서초구 +3.8%, 송파구 +4.1%로 2024년 상승률 대비 1/3을 채웠다. 토지거래허가구역 해제 이후에도 강남을 중심으로 아파트 가격 상승세는 이어지고 있다.

토지거래허가구역 해제로 인해 강남3구를 중심으로 아파트 가격이 급등했기 때문에, 재지정 이후 가격 상승세는 둔화될 것으로 예상된다. 서울의 아파트 매매 가격 상승은 금리 인하, 7월 DSR 3단계 시행을 앞두고 당분간 상승세는 지속될 것으로 예상된다. 지방의 경우 뚜렷한 개선세가 없으며, 미분양 세대, 심리 지수 등을 감안할 때 이러한 추이는 당분간 지속될 것으로 예상된다.

#### [분양&입주]

부동산 114 집계 기준 1Q25 전국의 아파트 분양은 2.4만호를 기록했다(-58%). 서울 6,783세대(-59.3%), 경기도 7,290세대(-64.1%)를 기록했다. 연초 분양 물량은 매우 저조한 상황이다. 약 54개 단지가 분양이 완료되었다. 2025년 남은 기간 150여단지(12만여세대)의 분양 일정이 잡혀 있고, 50여단지(5만세대)의 분양 일정이 확정되지 않았다. 2025년 분양 물량은 16~20만 세대 수준이 될 것으로 보이며, 2025년 분양 물량 25만세대 대비 감소하는 것이다.

1Q25 전국의 아파트 입주는 8.8만세대(-20.4%)를 기록했다. 서울은 1.1만세대(+205%)를 기록했다. 입주 물량은 2022년 34만세대, 2023년 37만세대, 2024년 36만세대를 기록한 이후, 2025년부터 줄어들 예정이다(27만세대). 서울의 경우 2025년 3.8만세대 입주 이후 2026년부터 입주 물량이 크게 감소할 예정으로 2026년부터 본격적인 공급 부족이 예상된다.

#### [매매 거래량]

2025년 2월 누적 전국의 아파트 매매 거래량은 7.0만호대로 전년대비 6.5% 증가했다. 서울의 경우 7,976호가 거래되어 전년대비 56% 늘어났다. 서울의 경우 강남3구 중심으로 매매거래량이 크게 늘어났다. 서울의 경우 3월에도 최소 6천호 이상 거래된 것으로 파악된다.

2024년 아파트 매매거래량은 49만호로 전년대비 20% 증가했다. 2025년에는 2024년 대비 거래량이 미드-하이 싱글 수준은 늘어날 것으로 예상되는데, 연초 서울을 중심으로 이미 매매거래량 증가했고, 대선 이후의 부동산 정책 불확실성,

DSR 3단계 적용 이전에 매매거래량이 단기적으로 늘어날 가능성이 높다고 판단하기 때문이다.

#### [미분양]

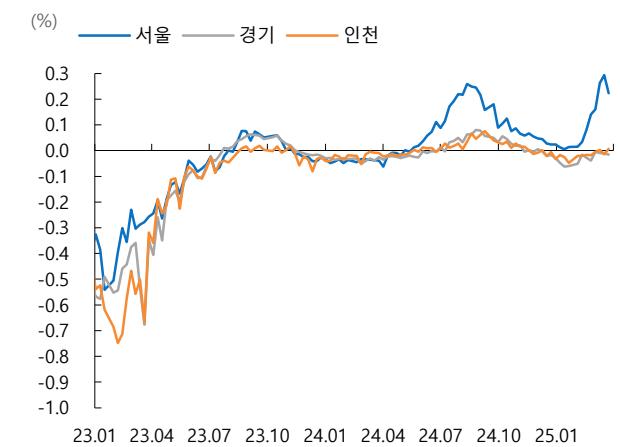
2월 기준 전국의 미분양은 7.0만호로 전월 대비 -2,624호 감소했다. 2024년 2월 대비로는 +5,187호 증가했다. 현재 전국의 미분양은 경기(1.4만호), 대구(0.9만호), 경북(0.6만호), 경남(0.5만호) 순서로 많다. 미분양 7.0만호는 과거 추세를 감안했을 때, 위험 수준에 있는 것이다. 다만 2025년 초 분양 물량이 매우 저조하기 때문에, 당분간 미분양은 감소 추세로 진입할 가능성이 높다고 판단한다.

2월 준공 후 미분양은 2.3만호로 YoY로 2배가 증가했다. 준공 후 미분양은 2021년 39만호, 2022년 36만호의 분양 물량이 입주 사이클에 도래하며 2024년 이후 늘어나는 추세다. 준공 후 미분양은 2013년 9월 이후 11년만에 최대치다. 준공 후 미분양은 대부분 지방에 위치해 있으며, 지방의 부동산 경기는 부진이 지속되고 있지만, 입주 물량이 2026년 본격적으로 감소하기 때문에 할인 분양 등으로 준공 후 미분양은 2025년말에 현재 수준보다는 낮게 형성되어 있을 것으로 예상된다.

#### [금융]

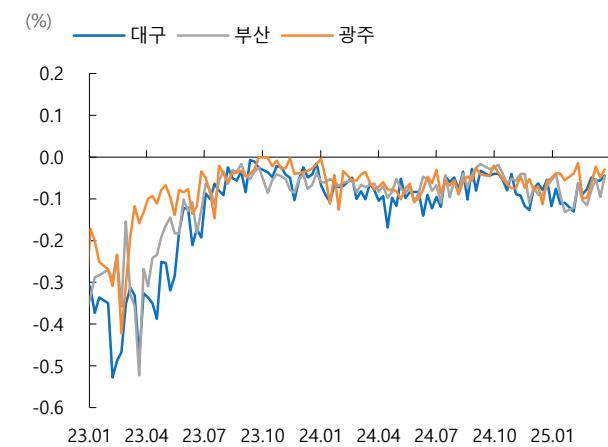
3 월 17 일 기준 Cofix 는 2.97%로 연초 이후 38bp 가 하락했다. 하지만 주담대 현재 금리는 4% 초반으로 Cofix 와 약 1.2%p 벌어진 상황이다. 1.2%p 의 스프레드는 역사적으로 볼 때 큰 스프레드는 아니지만, 기준금리 인하 사이클에 주담대 금리는 오히려 상승하며 스프레드가 벌어진 점은 예외적인 상황이다. 이는 2024 년 8 월경 서울의 아파트 매매 가격이 크게 상승해, 정부가 가계부채 관리 기조를 강화한 영향이다. 하지만 주담대 금리의 인하는 다시 매매 가격 상승세를 유발할 수 있고, 정부는 가계부채 관리를 더욱 강화하고, 투기과열지구 등의 규제로 개입에 나설 수 있다. 2025 년 1 월 기준 예금취급기관 주담대대출 잔액은 844 조원으로 전년동월대비 7.8% 증가했으며, 증가세가 지속되고 있다.

그림3. 아파트 매매 가격 주간 변동률(수도권)



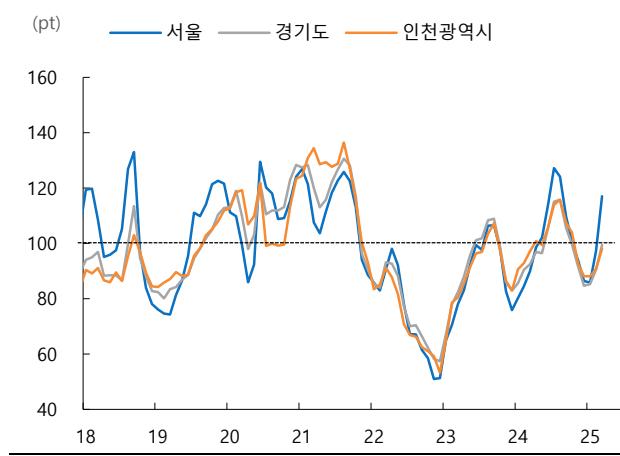
자료: KB부동산, iM증권 리서치본부

그림4. 아파트 매매 가격 주간 변동률(지방광역시)



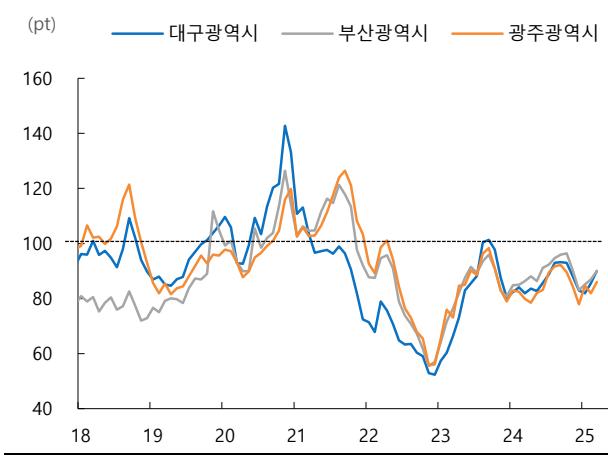
자료: KB부동산, iM증권 리서치본부

그림5. KB부동산 매매가격 전망지수(수도권)



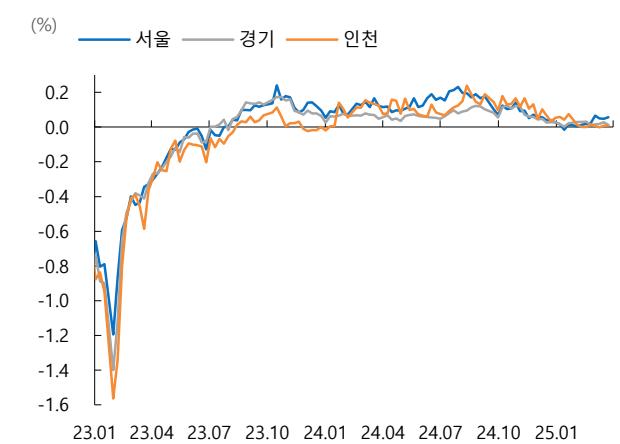
자료: KB부동산, iM증권 리서치본부/주: 100 이상은 중개업소의 상승 전망 우세

그림6. KB부동산 매매가격 전망지수(지방광역시)



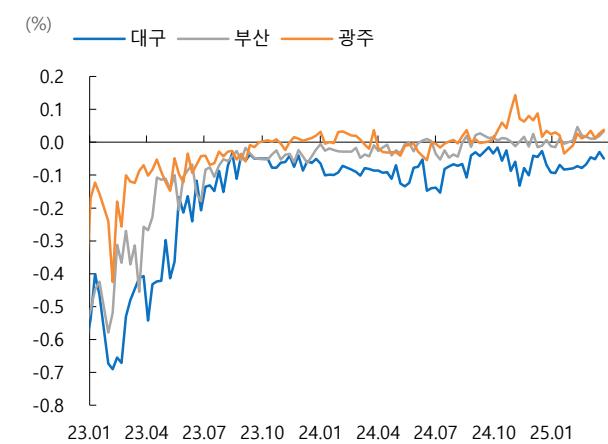
자료: KB부동산, iM증권 리서치본부/주: 100 이상은 중개업소의 상승 전망 우세

그림7. 아파트 전세 가격 주간 변동률(수도권)



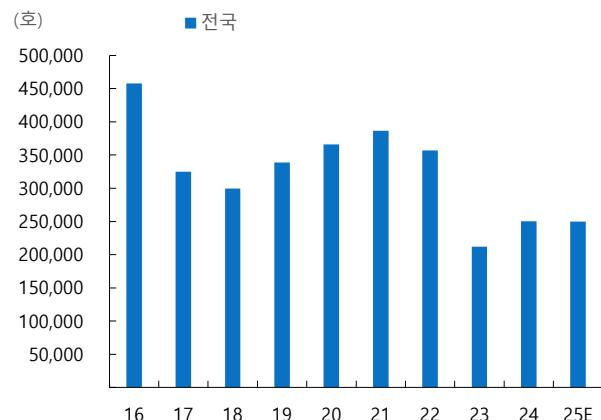
자료: KB부동산, iM증권 리서치본부

그림8. 아파트 전세 가격 주간 변동률(지방광역시)



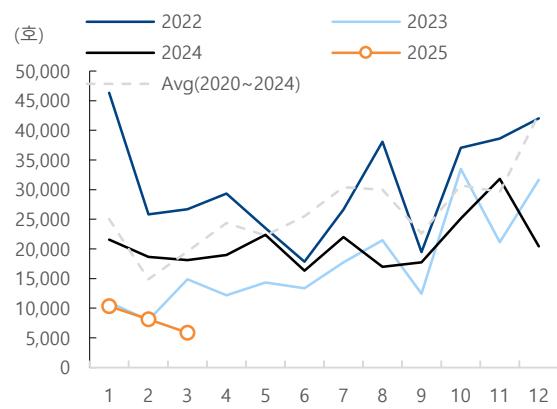
자료: KB부동산, iM증권 리서치본부

그림9. 전국 아파트 분양 물량 추이 및 전망(연간)



자료: 부동산114, iM증권 리서치본부

그림10. 전국 아파트 분양 물량 추이(월별)



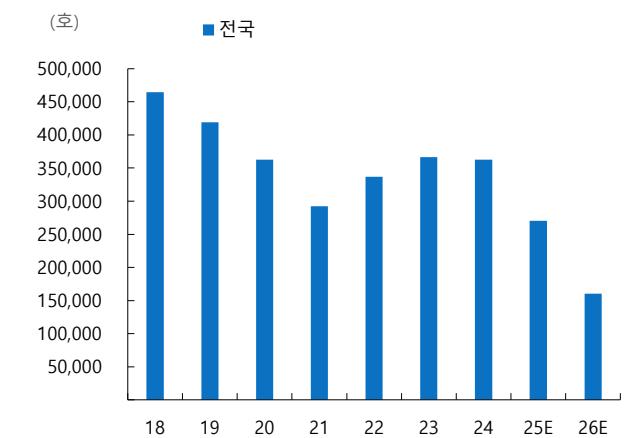
자료: 부동산114, iM증권 리서치본부

표4. 연간 지역별 분양 물량

(세대)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 1-3
전국	338,621	366,097	386,625	357,123	212,078	250,096	24,323
서울특별시	28,710	42,911	10,274	27,356	24,529	31,443	2,082
경기도	108,463	124,915	126,002	113,809	85,939	89,889	7,290
부산광역시	22,704	20,836	7,768	17,745	20,973	13,236	1,067
대구광역시	29,149	31,275	26,828	14,734	941	5,095	1,320
인천광역시	38,295	33,662	42,793	30,430	14,793	25,674	252
광주광역시	15,952	6,593	3,373	4,489	9,716	12,529	770
대전광역시	8,964	7,627	9,820	15,175	4,459	16,508	952
울산광역시	2,894	8,650	4,731	6,410	3,226	9,336	1,747
강원도	11,258	5,604	15,362	10,209	9,172	5,921	610
경상남도	13,257	14,686	30,296	21,657	6,815	3,947	0
경상북도	4,019	12,611	27,811	16,035	4,490	2,759	838
전라남도	11,838	10,962	8,582	14,667	4,999	5,542	0
전라북도	10,521	6,463	15,526	11,361	4,648	5,304	2,503
충청남도	16,221	23,542	35,491	25,262	6,694	13,433	3,595
충청북도	8,802	12,435	16,041	22,849	9,509	6,959	599
제주도	1,498	969	933	1,793	1,024	2,190	0
세종특별시	6,076	2,356	4,994	3,967	151	813	698

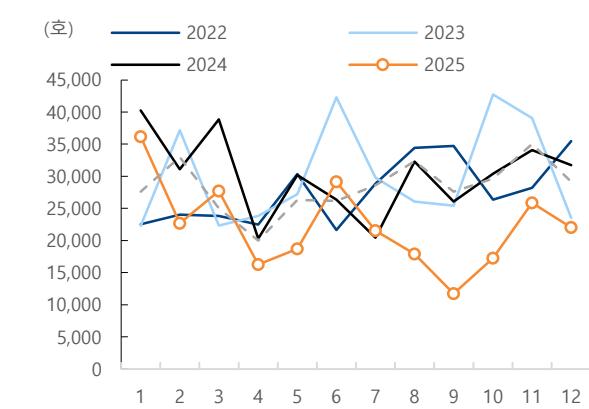
자료: 부동산114, iM증권

그림11. 전국 아파트 입주 물량 추이 및 전망(연간)



자료: 부동산114, iM증권 리서치본부

그림12. 전국 아파트 입주 물량 추이(월별)



자료: KB부동산, iM증권 리서치본부

표5. 연간 지역별 입주 물량

(세대)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
전국	418,996	362,800	292,330	336,857	366,431	362,826	270,436	160,149
서울특별시	49,241	49,819	34,585	27,993	36,700	28,074	38,226	8,526
경기도	143,222	123,752	113,117	113,668	112,939	114,588	72,631	53,233
부산광역시	26,296	27,672	18,010	27,077	25,351	15,151	10,303	11,503
대구광역시	10,916	15,605	17,360	20,728	34,784	24,300	12,357	8,371
인천광역시	17,609	17,977	19,287	43,079	44,567	29,740	22,638	13,285
광주광역시	14,511	12,493	5,389	13,716	4,898	8,824	4,797	10,908
대전광역시	4,003	6,766	6,306	9,939	3,423	14,639	11,699	6,303
울산광역시	12,831	2,940	1,492	3,628	8,786	4,805	4,520	4,355
강원도	18,694	11,412	11,046	6,580	8,378	11,891	9,732	7,855
경상남도	46,503	18,922	8,539	9,851	15,569	22,507	21,203	5,129
경상북도	18,788	12,794	8,210	4,747	10,452	23,322	12,477	4,276
전라남도	9,687	13,506	11,267	8,233	10,054	10,534	9,183	4,015
전라북도	12,846	14,083	6,733	10,846	9,087	9,848	9,773	6,090
충청남도	8,588	13,072	11,502	24,810	26,377	22,818	13,920	9,844
충청북도	11,961	14,845	9,312	8,037	10,727	17,367	13,824	6,228
제주도	1,879	1,487	1,007	132	1,247	802	1,313	228
세종특별시	11,421	5,655	9,168	3,793	3,092	3,616	1,840	

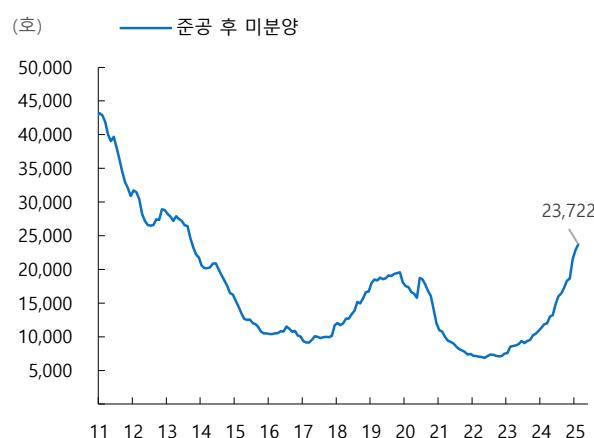
자료: 부동산114, iM증권

그림13. 전국 미분양 추이(2025년 2월 기준)



자료: 부동산114, iM증권 리서치본부

그림14. 전국 준공 후 미분양 추이(2025년 2월 기준)



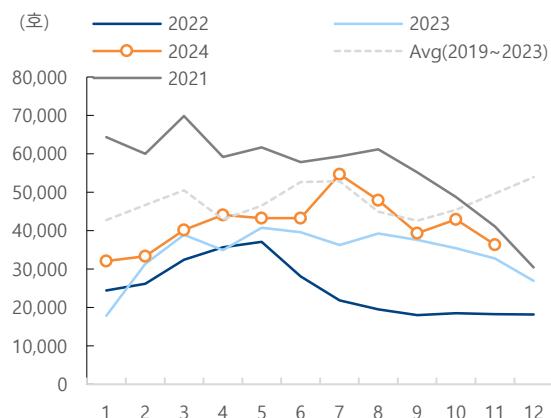
자료: KB부동산, iM증권 리서치본부

표6. 연간 지역별 미분양 물량

(세대)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025.02
전국	47,797	19,005	17,710	68,107	62,489	70,173	70,061
서울특별시	151	49	54	953	958	957	1,002
경기도	5,085	1,616	1,030	7,588	5,803	12,954	13,950
부산광역시	2,115	973	949	2,640	2,997	4,720	4,565
대구광역시	1,790	280	1,977	13,445	10,245	8,807	9,051
인천광역시	966	466	425	2,494	3,270	3,086	2,648
광주광역시	148	31	27	291	596	1,242	1,369
대전광역시	724	638	460	3,239	894	2,319	2,001
울산광역시	1,269	468	397	3,570	2,941	4,131	3,811
강원도	5,945	3,115	1,648	2,648	4,001	4,408	4,045
경상남도	12,269	3,617	1,879	4,600	3,682	5,347	5,088
경상북도	6,122	2,154	4,386	7,674	8,862	6,987	5,881
전라남도	1,857	1,059	2,163	3,029	3,618	3,598	3,391
전라북도	1,043	661	133	2,520	3,075	2,743	3,265
충청남도	5,569	2,510	1,012	8,509	5,484	3,814	4,921
충청북도	1,672	273	304	3,225	3,442	2,192	2,404
제주도	1,072	1,095	836	1,676	2,499	2,807	2,614
세종특별시	0	0	30	6	122	61	55

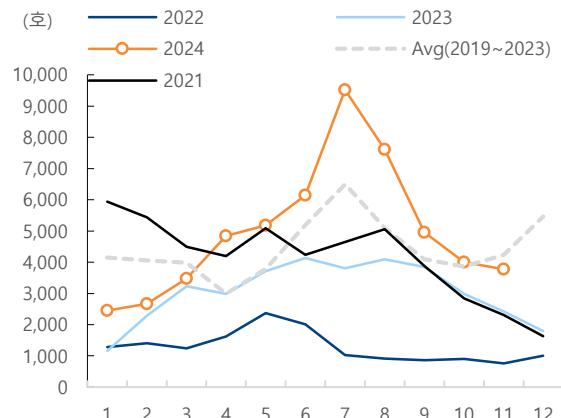
자료: 부동산114, iM증권

그림15. 전국 아파트 매매거래량



자료: 국토교통부, iM증권 리서치본부

그림16. 서울 아파트 매매거래량



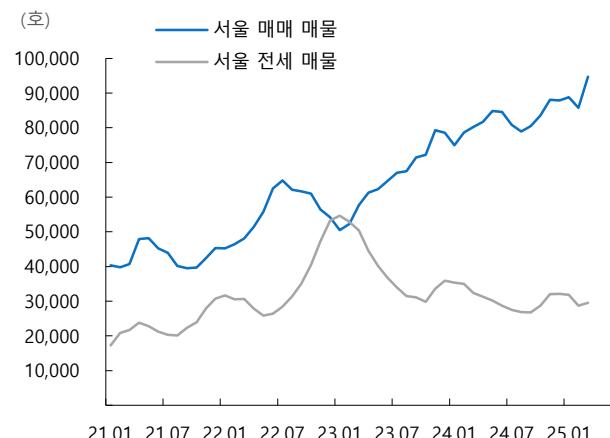
자료: 국토교통부, iM증권 리서치본부

표7. 연간 아파트 매매거래량 추이

(세대)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 1~2
전국	545,061	934,078	669,182	298,581	411,812	492,052	69,709
서울특별시	71,734	93,784	49,751	15,384	36,439	58,282	7,976
부산광역시	35,989	80,853	44,809	19,205	27,031	29,765	3,937
대구광역시	30,382	51,395	21,231	11,045	22,637	25,027	3,378
인천광역시	35,322	62,122	46,597	13,956	25,931	31,171	3,769
광주광역시	21,529	31,880	27,520	14,437	15,534	16,740	2,574
대전광역시	28,201	30,148	17,726	7,543	13,223	14,809	2,101
울산광역시	14,742	25,502	17,049	9,255	11,957	13,759	2,213
세종특별시	5,599	12,820	7,043	2,648	5,297	5,661	719
경기도	142,044	285,246	178,793	57,959	104,350	133,887	19,341
강원도	14,907	26,266	30,508	17,187	16,986	18,835	2,775
충청북도	17,881	30,356	31,791	17,849	20,450	19,969	2,978
충청남도	27,058	40,374	41,758	22,387	23,362	25,753	3,635
전라북도	19,907	32,789	30,018	18,691	17,261	21,010	3,025
전라남도	19,166	28,023	22,958	13,687	15,797	16,786	2,216
경상북도	23,272	40,134	38,181	22,311	24,029	24,571	3,549
경상남도	34,359	58,235	58,746	32,031	27,764	33,483	5,150
제주도	2,969	4,151	4,703	3,006	2,277	2,544	373

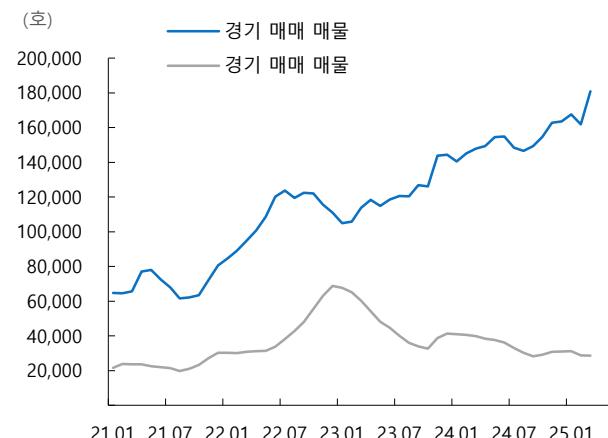
자료: 부동산114, iM증권

그림17. 전국 아파트 매매/전세 매물 추이



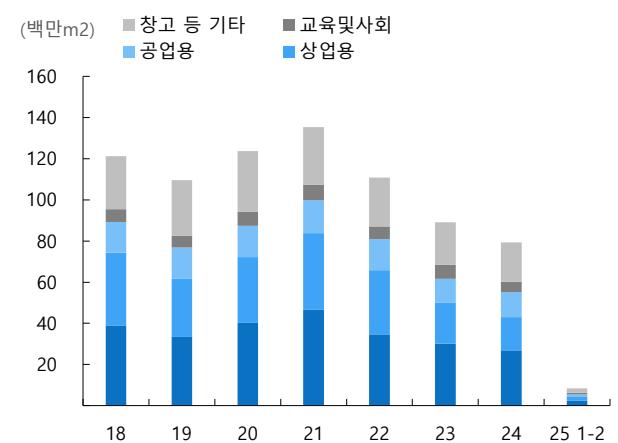
자료: 아실, iM증권 리서치본부

그림18. 서울 아파트 매매/전세 매물 추이



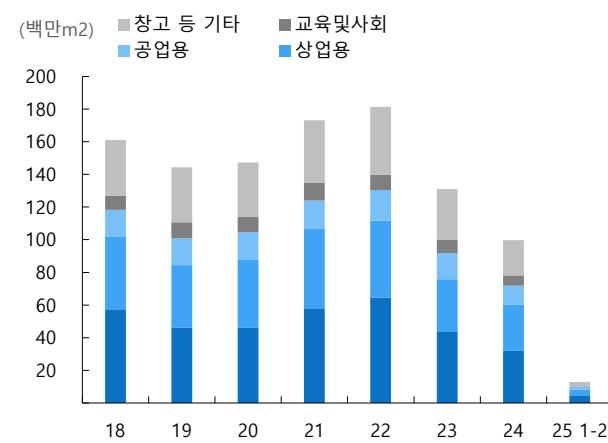
자료: 아실, iM증권 리서치본부

그림19. 전국 건축물 착공 면적 추이



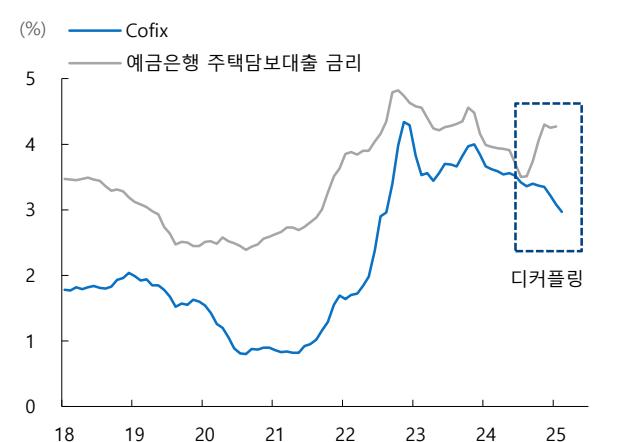
자료: 국토교통부, iM증권 리서치본부

그림20. 전국 건축물 인허가 면적 추이



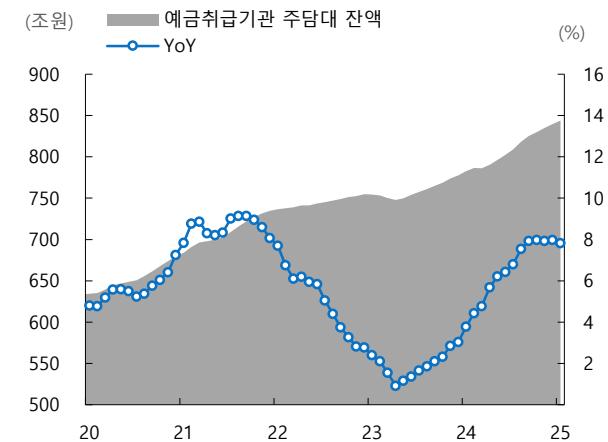
자료: 국토교통부, iM증권 리서치본부

그림21. Cofix 추이



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

그림22. 예금취급기관 주담대 잔액 추이(~2025년 1월)



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

### III. PF: 개선

금융위원회에 따르면 2024년말 기준 PF 사업성 평과 결과 유의(C) 및 부실우려(D) PF 대출 잔액은 전체 19.2조원으로 3분기 22.9조원 대비 약 3.7조원 수준 감소했다. 전체 PF 익스포저 202조원 중 약 9.5%에 해당하는 규모다. 2024년 12월 기준 전체 PF 익스포저(PF대출, 토담대 등)은 202조원으로 3Q24 대비 약 8.1조원이 감소했다.

2024년말 기준 PF 사업성 유의 및 부실우려 사업장 중 누적으로 6.5조원을 정리(4.5조원), 재구조화(2.0조원)을 완료했다. 현재 금융당국은 PF 정보공개 플랫폼을 통해 부실 우려 사업장 재구조화, 정리를 위해 매수자, 매도자를 연결시키려 노력하고 있다.

4Q24 금융업권의 PF 대출잔액은 3Q24 대비 2.2조원 감소했다. 전반적인 건설 경기가 부진하여 신규 PF 대출이 크게 늘어나지 않은 영향이다. 4Q24 신규 PF 대출은 17.1조원(1Q24 9.0조원, 2Q24 15.1조원, 3Q24 16.4조원)을 기록했다. 은행, 증권 등 대부분의 금융업권의 PF 대출잔액이 감소한 가운데, 증권업만이 전분기대비 PF대출잔액이 1조원(본PF +1.4조원, 브릿지론 -0.5조원) 늘어났다.

표8. PF 사업성 평과 결과

(조원, %)	전체	유의	부실 우려	유의+부실 우려	비중(%)
2023	231.1	-	-	9.3	4.0
2Q24	216.5	7.4	13.5	21.0	9.7
3Q24	210.4	8.2	14.7	22.9	10.9
4Q24	202.3	5.9	13.3	19.2	9.5

자료: 금융위원회, iM증권

표9. PF 사업성 평과 결과(24년 9~12월 누적 기준)

(조원)	정리 대상 여신(2Q24)	24년 9월	24년 10월	24년 11월	24년 12월	미완료 여신
정리	12.5	1.5	2.8	3.4	4.5	4.0
재구조화	8.4	1.6	1.7	2.0	2.0	9.7
합계	20.9	3.1	4.5	5.4	6.5	10.9

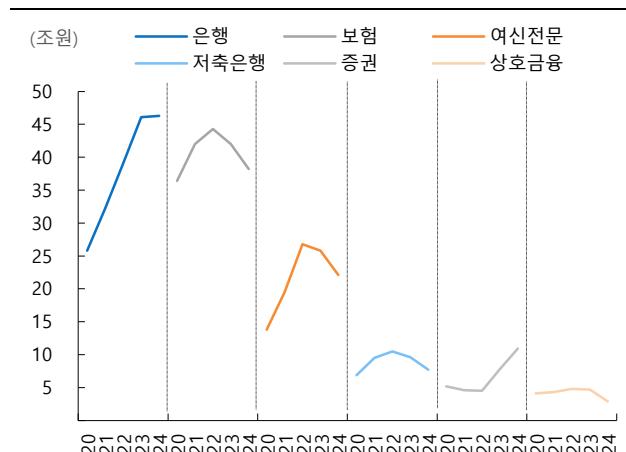
자료: 금융위원회, iM증권

표10. 금융권 PF대출 등 연체율 추이

(%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
PF대출	2.01	2.17	2.42	2.70	3.55	3.56	3.51	3.42
토담대	6.08	6.08	6.85	7.15	12.96	14.42	18.57	21.71

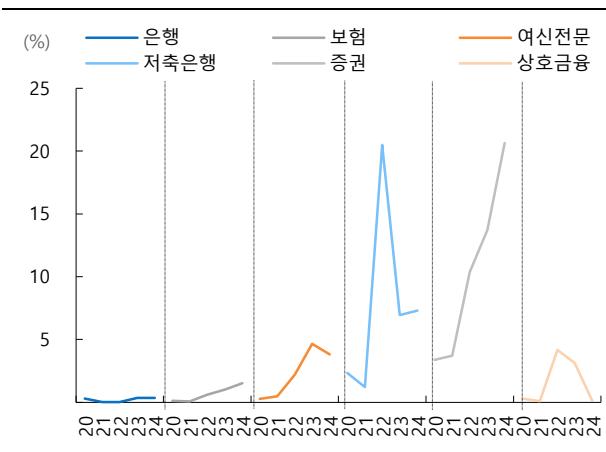
자료: 부동산114, iM증권

그림23. 금융업권 PF 대출 잔액 추이



자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

그림24. 금융업권 PF 대출 연체율 추이

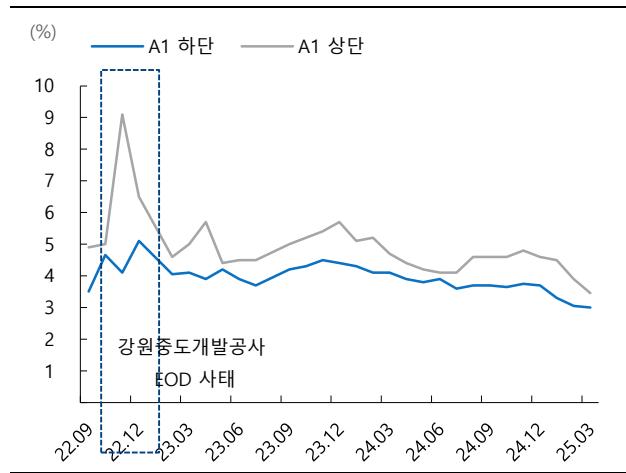


자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

PF 유동화 전단채 시장의 금리는 하락하고, 규모도 축소되고 있다. 2025년 3월 기준 PF 전단채(ABSTB, ABCP) A1 금리는 3.0~3.5% 수준이다. A2 금리의 경우 4.5~5.8% 수준이다. 기준금리 인하 영향으로 전단채 금리도 하향 조정되고 있다.

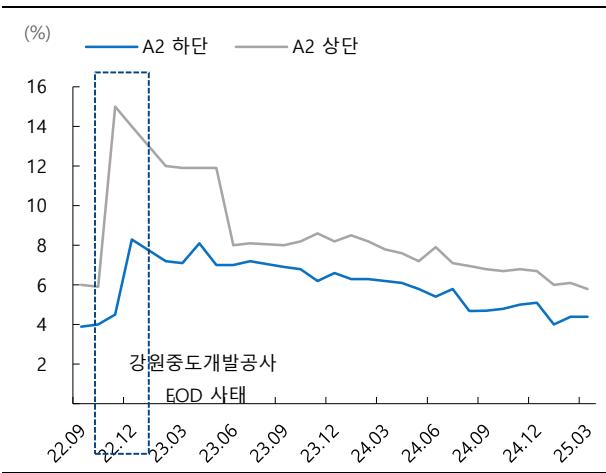
기준금리 인하에 따라 A1 중심으로 PF 전단채의 발행 금리는 점차 하향 안정화될 것으로 예상되나, 아직 만기 연장을 반복하는 부실 사업장들이 더러 있는 것으로 파악된다. 오피스, 지식산업센터, 물류센터 등 비주택 자산의 투자 심리는 아직 개선세가 뚜렷하지 않아, PF 전단채 시장의 변동성은 지속적으로 체크할 필요가 있다.

그림25. PF 전단채(A1) 금리 추이



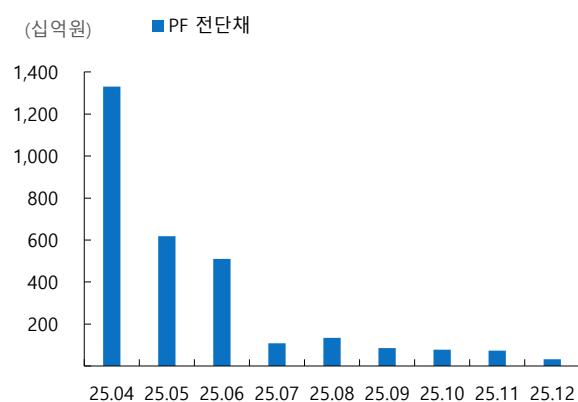
자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림26. PF 전단채(A2) 금리 추이



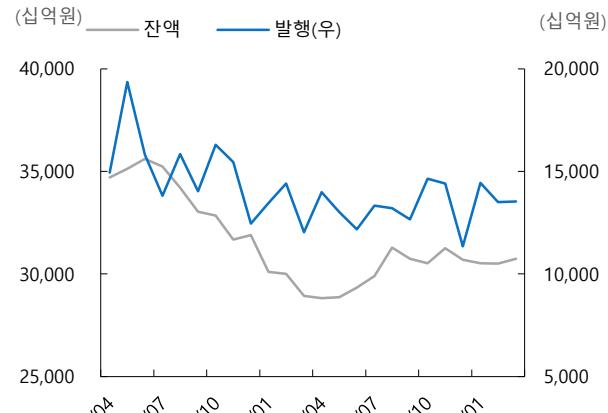
자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림27. PF전단채 만기 추이



자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림28. PF 전단채 발행 및 잔액 추이

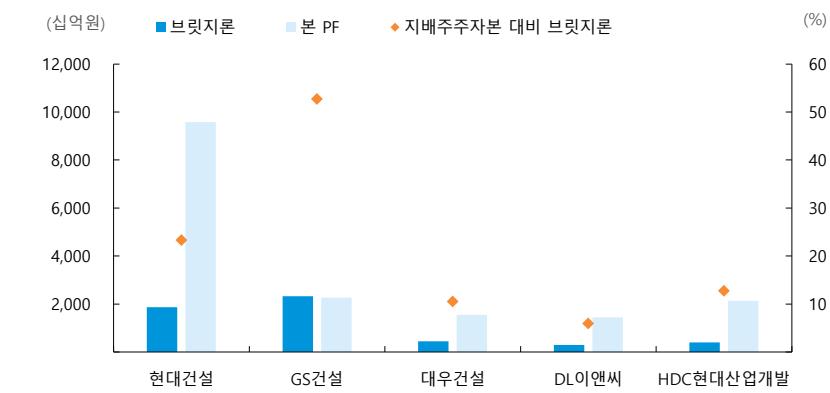


자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

2024년말 기준 커버리지 건설사의 PF 대출 잔액(컨소시엄 포함)은 합산 22.3조원이다(브릿지론 5.3조원, 본PF 17.0조원). 브릿지론 기준으로 건설사별로 현대건설 1.9조원(지배주주자본 대비 23.3%), GS건설 2.3조원(52.7%), 대우건설 0.5조원(10.5%), DL이앤씨 0.3조원(5.9%), HDC현대산업개발 0.4조원(12.7%)다.

커버리지 건설사 중에는 대우건설, DL이앤씨, HDC현대산업개발의 PF 익스포져가 상대적으로 낮고, GS건설이 가장 높다. GS건설의 경우 모두 공동주택 사업장이며 대출잔액 기준 지역별로 경기 41%(8개 사업장), 충북 18%(3개 사업장), 부산 17%(2개 사업장), 대전 12%(2개 사업장), 충남 8%(1개 사업장), 강원 2%(1개 사업장), 서울 1%(1개 사업장), 전남 1%(1개 사업장) 순이다.

그림29. 커버리지 건설사 PF 익스포져(2024년말 기준)



자료: Dart, iM증권





---

## 기업분석

HDC현대산업개발(294870)

1Q25 Preview: 방향성은 명확

DL이앤씨(375500)

1Q25 Preview: 인상적인 착공 물량

현대건설(000720)

1Q25 Preview: 긍정적인 회사의 방향성

GS건설(006360)

1Q25 Preview: 입주 물량 증가에 따른 변동성 확대

대우건설(047040)

1Q25 Preview: 외형 감소 지속

# HDC현대산업개발 (294870)

2025.04.10

## 1Q25 Preview: 방향성은 명확

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

### 투자의견 Buy, 목표주가 29,000원 유지

HDC현대산업개발에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 29,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 포워드 BPS에 Target P/B 0.55배를 적용했다(Target P/E 7.1배). 서울원 아이파크 매출 인식으로 2027년까지 안정적인 외형 성장이 예상된다. 파주 메디컬 클러스터, 복정 역세권 개발 등 대규모 개발 사업 파이프라인도 풍부한 점도 향후 매출 성장에 기여할 것으로 예상된다. 현재 주가는 P/E 5.1배, P/B 0.40배에 해당하여 Valuation 매력도 높아, 건설 업종 내에서 안정적으로 매수할 수 있다고 판단한다.

### 1Q25 영업이익 컨센서스 하회

연결 기준 1Q25 HDC현산의 매출액은 1.0조원(+7.4% YoY), 영업이익 530억원(+26.0% YoY)이 예상된다. 추정 영업이익은 컨센서스 600억원 12% 하회하는 것이다.

자체주택, 외주주택 부문은 견조한 실적이 예상되나 건축 부문에서 비용이 예상된다. ① 자체주택 매출액은 1,350억원(+81.7% YoY), GPM은 23.8%(-5.5%p YoY)가 예상된다. 서울원 아이파크(진행 기준 매출액 2.7조원 예상) 기성률은 매우 초기 단계이지만, 서울원 아이파크 계약률 가정에 따른 변경(70% → 94%)으로 4Q24 미인식 매출을 더해 1Q25에 약 500여억원에 매출이 반영될 것으로 추정된다. 그 밖에 서산 석립, 수원IFC 10, 청주 가경 등의 매출이 반영될 전망이다. ② 외주주택 매출액은 6,095억원(+19.6% YoY), GPM은 10.5%(+1.6%p YoY)가 예상된다. 2024년 대형 현장인 올림픽 파크 포레온이 준공되었지만, 잠실 진주(공사비 0.5조원), 광명 4R(0.5조원), 이문 IFC(0.6조원), 부산 대연3구역(0.7조원) 등에서 매출이 늘어나는 구간으로 분기 6천억원대의 매출은 가능하다고 판단한다. ③ 건축 부문 매출은 1,359억원(-39.1%), GPM - 0.2%(+1.7%p YoY)가 예상된다. 고원가 현장이 3월 준공했고, 관련하여 비용 반영이 예정되어 있다.

### 안정적인 매출과 이익 성장, 추가 프로젝트가 관건

서울원 아이파크의 진행 기준의 매출은 2.7조원(3/31일 종도금 납입 세대수 기준 계약률 94% 가정)은 시작되었고, 2028년까지 HDC현대산업개발의 매출에 반영될 예정이다. HDC현산의 매출액은 2025년 4.4조원 → 2027년 5.5조원으로 늘어날 것으로 예상되는데, 분양 경기 악화에 따라 매출 감소가 2025년부터 본격화되는 경쟁사와 비교 시 매우 고무적이다. 영업이익은 2025년 3,010억원 → 2027년 4,720억원까지 증가할 것으로 기대된다.

HDC현산은 개발사업으로 많은 파이프라인을 보유하고 있는데, 파주 메디컬 클러스터(시공비 1조원, 2025년말 착공 예정, 출자 지분 10%), 복정 역세권 개발(시공비 1.3조원, 출자 지분 10%), 잠실MICE(총사업비 3조원대, 2027년 착공 예정, HDC그룹 출자 지분 10%) 등 대형 프로젝트가 예정 되어있다. 자체사업이면서 운영 목적으로 완공 전까지 회계상 시공 매출이 발생하지 않지만, 용산 철도병원 부지, 공릉 역세권 개발 착공에 따른 자산가치 증대도 예상된다.

### Buy (Maintain)

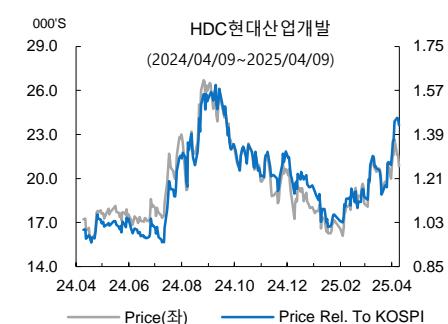
목표주가(12M)	29,000원(유지)
종가(2025.04.09)	20,850원
상승여력	39.1 %

#### Stock Indicator

자본금	330십억원
발행주식수	6,591만주
시가총액	1,374십억원
외국인지분율	11.8%
52주 주가	15,800~26,700원
60일평균거래량	373,228주
60일평균거래대금	7.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.0	25.7	-3.0	21.1
상대수익률	11.5	34.7	8.6	36.3

#### Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	4,256	4,381	5,065	5,695
영업이익(십억원)	185	302	449	505
순이익(십억원)	156	234	338	379
EPS(원)	2,363	3,555	5,131	5,751
BPS(원)	47,257	50,131	54,580	59,650
PER(배)	7.6	5.9	4.1	3.6
PBR(배)	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE(%)	5.1	7.1	9.4	9.6
배당수익률(%)	3.9	4.8	4.8	4.8
EV/EBITDA(배)	11.7	5.5	4.4	3.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. HDC현대산업개발 1Q25E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	1Q25E	전년동기대비		컨센서스 대비		기준 추정 대비	
		1Q24	YoY %	1Q25E	Diff %	1Q25E	Diff %
매출액	1,026	955	7.4	1,004	2.3	1,138	-9.8
영업이익	52	42	26.0	60	-12.1	65	-19.4
세전이익	59	45	30.2	66	-11.3	66	-10.6
지배주주순이익	43	30	40.3	48	-11.4	48	-10.9
영업이익률	5.1	4.4	0.8	5.9	-0.8	5.7	-0.6
지배주주순이익률	4.2	3.2	1.0	4.8	-0.6	4.2	0.0

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표2. HDC현대산업개발 2025E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2025E	전년동기대비		컨센서스 대비		기준 추정 대비	
		2024E	YoY %	2025E	Diff %	2025E	Diff %
매출액	4,381	4,256	2.9	4,382	0.0	4,509	-2.8
영업이익	302	184.6	63.8	337	-10.3	351	-13.8
세전이익	323	200	61.4	363	-11.0	382	-15.4
지배주주순이익	234	156	50.5	272	-14.0	277	-15.4
영업이익률	6.9	4.3	2.6	7.7	-0.8	7.9	-1.0
지배주주순이익률	5.3	3.7	1.7	6.2	-0.9	6.1	-0.8

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표3. HDC현대산업개발 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	4,381	5,065	4,509	5,045	-2.8	0.4
영업이익	302	449	351	467	-13.8	-3.8
영업이익률	6.9	8.9	7.8	9.3	-0.9	-0.4
세전이익	323	466	382	495	-15.4	-5.8
지배주주순이익	234	338	277	359	-15.4	-5.8
지배주주순이익률	5.3	6.7	6.1	7.1	-0.8	-0.4
EPS	3,555	5,131	4,207	5,445	-15.5	-5.8
BPS	50,131	54,580	50,876	55,639	-1.5	-1.9
ROE	7.1	9.4	8.3	9.8	-1.2	-0.4

자료: iM증권

표4. HDC현대산업개발 목표주가 Valuation

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	비고
EPS (원)	2,679	764	2,626	2,363	3,555	5,131	5,751	
BPS (원)	43,659	43,913	45,640	47,257	50,131	54,580	59,650	
고점 P/E (배)	12.3	33.8	6.1	11.3				최근 5년 평균: 14.3
평균 P/E (배)	10.4	17.4	4.4	8.2				최근 5년 평균: 9.3
저점 P/E (배)	7.8	12.8	3.6	5.9				최근 5년 평균: 6.8
고점 P/B (배)	0.75	0.59	0.35	0.56				최근 5년 평균: 0.58
평균 P/B (배)	0.64	0.30	0.25	0.41				최근 5년 평균: 0.42
저점 P/B (배)	0.48	0.22	0.21	0.30				최근 5년 평균: 0.30
ROE(%)	6.1	1.7	5.8	5.0	7.1	9.4	9.6	
적용 BPS (원)					51,614			12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.55			최근 5년 중상단
<b>목표주가 (원)</b>					<b>29,000</b>			<b>Target P/E 7.1x</b>
전일 종가 (원)					20,850			12m fwd P/E 5.1x, P/B 0.40x
상승 여력					39.1			

자료: iM증권 리서치본부

그림1. HDC현대산업개발 P/E Band (Implied P/E 7.1x)



자료: HDC현대산업개발, iM증권

그림2. HDC현대산업개발 P/B Band (Implied P/B 0.55x)



자료: HDC현대산업개발, iM증권

표5. HDC현대산업개발 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>매출액</b>	955	1,087	1,089	1,125	1,026	1,157	1,174	1,023	4,256	4,381	5,065
YoY	-11.1	16.4	5.4	-2.1	7.4	6.4	7.9	-9.1	1.6	2.9	15.6
<b>자체주택</b>	74	53	88	186	135	300	330	180	401	945	1,300
YoY	-74.2	-14.0	151.7	228.6	81.7	469.3	276.7	-3.4	-9.1	135.7	37.6
<b>외주주택</b>	509	670	610	667	609	619	617.4	628	2,456	2,474	2,687
YoY	3.6	13.0	-13.5	-10.1	19.6	-7.6	1.2	-5.8	-3.0	0.7	8.6
<b>토목</b>	76	83	73	76	74	69	65	57	308	266	219
YoY	59.7	23.2	7.5	-14.3	-2.8	-16.1	-10.7	-24.6	13.4	-13.7	-17.5
<b>건축</b>	223	216	252	144.7	135.9	103	97	108	836	444	611
YoY	81.3	63.2	69.0	-25.5	-39.1	-52.5	-61.4	-25.4	39.6	-46.9	37.7
<b>해외/기타</b>	72	66	66	51	72	66	64	50	256	253	248
YoY	-41.6	-17.6	-13.7	-24.4	-0.2	0.6	-2.6	-2.9	-26.6	-1.2	-1.8
<b>매출총이익</b>	82	113	98	97	105	144	154	128	390	531	709
YoY	-9.0	92.9	-6.8	-23.7	27.8	27.8	57.7	32.1	2.4	36.4	33.5
<b>자체주택</b>	22	9	13	54	32	65	79	44	98	220	332
<b>외주주택</b>	45	80	68	44	64	64	64	67	237	259	314
<b>토목</b>	13	18	12	7	11	11	11	9	50	42	34
<b>건축</b>	-4	3	-3	2	0	7	5	11	-2	23	38
<b>해외/기타</b>	6	2	8	-10	-1	-2	-5	-4	6	-12	-9
<b>매출총이익률(GPM)</b>	8.6	10.4	9.0	8.6	10.3	12.5	13.1	12.5	9.16	12.1	14.0
자체주택	29.3	17.0	14.7	29.0	23.8	21.5	23.9	24.6	24.4	23.3	25.6
외주주택	8.9	12.0	11.1	6.6	10.5	10.4	10.4	10.7	9.7	10.5	11.7
토목	17.3	21.6	16.4	9.3	14.7	15.3	16.7	16.6	16.3	15.8	15.5
건축	-1.9	1.6	-1.0	1.2	-0.2	6.7	4.8	10.5	-0.2	5.1	6.2
해외/기타	8.9	3.4	11.5	-19.7	-1.4	-3.1	-7.2	-9.0	2.4	-4.8	-3.5
<b>판매관리비</b>	41	59	50	67	53	56	57	63	217	229	260
<b>판관비율(%)</b>	4.3	5.4	4.6	6.0	5.2	4.8	4.8	6.2	5.1	5.2	5.1
<b>영업이익</b>	42	54	47	42	52	88	97	64	185	302	449
YoY	-16.9	839.4	-23.5	-46.1	26.0	63.8	105.4	54.2	-5.5	63.8	48.6
<b>영업이익률(OPM)</b>	4.4	5.0	4.4	3.7	5.1	7.6	8.3	6.3	4.3	6.9	8.9
<b>영업외손익</b>	4	9	0	2	7	6	7	1	16	21	17
<b>세전이익</b>	45	63	48	44	59	94	104	66	200	323	466
<b>순이익</b>	30	47	33	45	43	68	75	48	156	234	338
<b>지배주주순이익</b>	30	47	33	45	43	68	75	48	156	234	338
<b>순이익률(%)</b>	-24.9	213.0	-47.4	-18.2	40.3	44.4	130.8	5.5	-10.0	50.5	44.3

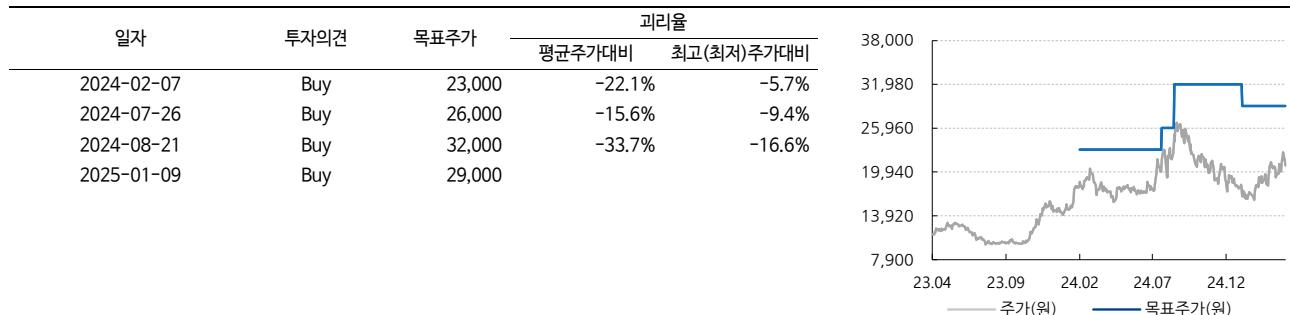
자료: Dart, iM증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	5,380	5,507	5,816	6,108	매출액	4,256	4,381	5,065	5,695
현금 및 현금성자산	825	1,163	915	1,273	증가율(%)	1.6	2.9	15.6	12.4
단기금융자산	498	483	483	483	매출원가	3,854	3,849	4,356	4,898
매출채권	1,749	1,643	1,913	2,103	매출총이익	402	531	709	797
재고자산	1,854	1,777	1,985	1,700	판매비와관리비	217	229	260	293
비유동자산	2,081	2,060	2,176	2,295	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	485	470	581	694	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	12	-	-	-	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,462	7,568	7,992	8,403	영업이익	185	302	449	505
유동부채	3,510	3,447	3,623	3,743	증가율(%)	-5.5	63.8	48.6	12.3
매입채무	220	1,253	1,286	1,395	영업이익률(%)	4.3	6.9	8.9	8.9
단기차입금	1,340	1,330	1,315	1,300	이자수익	82	74	74	74
유동성장기부채	429	443	457	471	이자비용	55	56	56	56
비유동부채	837	817	792	767	자분법이익(손실)	0	2	3	2
사채	200	200	200	200	기타영업외손익	-6	1	-4	-3
장기차입금	332	311	286	261	세전계속사업이익	200	323	466	523
부채총계	4,347	4,264	4,414	4,510	법인세비용	45	89	128	144
지배주주지분	3,115	3,304	3,578	3,893	세전계속이익률(%)	4.7	7.4	9.2	9.2
자본금	330	330	330	330	당기순이익	156	234	338	379
자본잉여금	1,606	1,606	1,606	1,606	순이익률(%)	3.7	5.3	6.7	6.7
이익잉여금	1,199	1,389	1,663	1,978	지배주주귀속 순이익	156	234	338	379
기타자본항목	-21	-21	-21	-21	기타포괄이익	-7	-9	-9	-9
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	149	225	329	370
자본총계	3,115	3,304	3,578	3,893	지배주주귀속총포괄이익	149	225	329	370
현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	314	586	201	810	주당지표(원)				
당기순이익	156	234	338	379	EPS	2,363	3,555	5,131	5,751
유형자산감가상각비	-	58	59	60	BPS	47,257	50,131	54,580	59,650
무형자산상각비	-	3	3	3	CFPS	2,363	4,470	6,069	6,703
지분법관련손실(이익)	0	2	3	2	DPS	700	1,000	1,000	1,000
투자활동 현금흐름	-98	-63	-73	-78	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-34	-80	-69	-73	PER	7.6	5.9	4.1	3.6
무형자산의 처분(취득)	-	0	0	0	PBR	0.4	0.4	0.4	0.4
금융상품의 증감	-21	15	-	-	PCR	7.6	4.7	3.4	3.1
재무활동 현금흐름	47	-62	-90	-90	EV/EBITDA	11.7	5.5	4.4	3.3
단기금융부채의증감	-	-1	-2	-2	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	14	14	14	ROE	5.1	7.1	9.4	9.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	4.3	8.3	10.1	10.0
배당금지급	-45	-45	-64	-64	부채비율	139.6	129.0	123.4	115.8
현금및현금성자산의증감	266	338	-248	357	순부채비율	31.4	19.3	24.0	12.2
기초현금및현금성자산	558	825	1,163	915	매출채권회전율(x)	2.3	2.6	2.8	2.8
기말현금및현금성자산	825	1,163	915	1,273	재고자산회전율(x)	2.5	2.4	2.7	3.1

자료 : HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

## HDC현대산업개발 투자의견 및 목표주가 변동추이



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

## [투자등급 비율 : 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

# DL이앤씨 (375500)

2025.04.10

## 1Q25 Preview: 인상적인 착공 물량

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

### 투자의견 Buy, 목표주가 48,000원 유지

DL이앤씨에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 48,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS에 Target P/B 0.35배를 적용해 산출했다(Target P/E 5.3배). 현재 주가는 12개월 선행 P/E 4.2배, P/B 0.28배에 불과하다. 4Q24 말 순현금이 1조원인 것을 감안했을 시(현재 시총 1.5조원), 벨류에이션 매력도는 더욱 높아진다. 1Q25 이익 레벨의 증가 폭은 크지 않으나, 2Q25부터 본격적인 이익 증가 사이클에 돌입할 것으로 예상된다. 1Q25 착공 6천여세대를 착공한 것이 매우 고무적이고, 이에 믹스 개선이 경쟁사 대비 더욱 빠를 것으로 예상된다.

### 1Q25 영업이익 770억원(+26.2% YoY) 예상

1Q25 연결 기준 DL이앤씨의 매출액은 1.8조원(-2.0% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 770억원(+26.2% YoY, OPM 4.1%)가 예상된다. 추정 영업이익은 컨센서스를 14% 하회하는 것이다. 주택 위주로 매출이 감소되고, 고원가 현장이 1분기에 일부 준공되며 원가율 상승 영향이 있을 것으로 보인다.

별도 주택/건축 매출액은 6,730억원(-13.2%), GPM은 8.6%(+1.6%p)가 예상된다. 도급 증액이 발생했던 4Q24와 달리 고원가 현장 일부가 준공되며 원가율 상승 요인이 있다. 플랜트 부문 매출액과 GPM은 각각 5,730억원(+37.0%), 15.7%(-0.3%p)가 예상된다. S-oil Shaheen 등 3개 현장의 플랜트 매출액이 아직 늘어나는 구간이다. 토목 부문 매출액과 GPM은 2,250억원(+13.1%), 8.2%(-1.8%p)가 예상된다. DL건설의 매출액은 4,820억원(-19.4%), GPM 7.7%(+0.9%p)가 예상된다. 2023년 착공 공백에 따라 매출 감소가 본격적으로 발생되고 있다.

1Q25 연결 수주는 약 1.8조원이 예상된다. 주택 위주의 수주가 있었고, 연간 수주 가이던스 13.2조원 대비 14% 정도를 달성했다. 1Q25 착공 물량은 DL이앤씨(별도), DL건설 각각 3,400여세대, 2,600여세대를 달성한 것으로 보이고, 이미 2025년 착공 가이던스 1.2만세대 대비 50% 가까이 달성했다.

### 2Q25 본격적인 영업이익 증익 사이클

2Q25부터 영업이익은 크게 증가할 것으로 예상된다. 당사 추정 DL이앤씨의 연결 영업이익은 2Q25 1,280억원(+294.2% YoY), 3Q25 1,460억원(+75.6% YoY), 4Q24 1,350억원(+43.7% YoY)이다. 영업이익 증가의 이유는 주택 부문의 마진 상승이다. 공사비가 급등했던 2021~2022년 착공 현장의 매출 비중은 이미 2024년 중 정점을 찍고, 1Q25 58% → 4Q25 30%대로 크게 낮아질 것으로 예상된다. 또한 2025년 이후 착공한 현장들의 예상 원가율은 86~88% 수준으로 시작됐으며, 1Q25 착공 물량은 6,000여세대로 큰 규모다(2023~2024년 누적 1.9만세대). 별도 기준 주택 부문의 원가율은 1Q25 91.4% → 4Q25 85.9%까지 개선될 것으로 예상된다.

### Buy (Maintain)

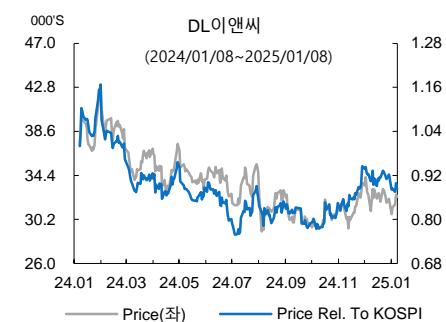
목표주가(12M)	48,000원(유지)
종가(2025.04.09)	38,000원
상승여력	26.3 %

#### Stock Indicator

자본금	229십억원
발행주식수	3,869만주
시가총액	1,470십억원
외국인지분율	33.7%
52주 주가	29,050~45,400원
60일평균거래량	213,428주
60일평균거래대금	8.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.8	21.0	27.9	7.6
상대수익률	-3.3	30.1	39.5	22.9

#### Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	8,318	7,778	8,153	8,558
영업이익(십억원)	271	487	556	577
순이익(십억원)	229	343	372	392
EPS(원)	5,924	8,866	9,626	10,135
BPS(원)	125,233	131,375	140,225	149,069
PER(배)	5.4	4.3	3.9	3.7
PBR(배)	0.3	0.3	0.3	0.2
ROE(%)	4.7	6.7	6.9	6.8
배당수익률(%)	1.7	1.8	2.1	2.1
EV/EBITDA(배)	0.8	0.6	0.5	0.4

주-K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. DL이앤씨 1Q25E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	1Q25E	전년동기대비		컨센서스 대비		기준 추정 대비	
		1Q24	YoY %	1Q25E	Diff %	1Q25E	Diff %
매출액	1,854	1,891	-2.0	1,885	-1.7	1,988	-6.8
영업이익	77	61	26.2	89	-14.1	87	-11.7
세전이익	78	44	77.1	98	-20.4	94	-16.9
지배주주순이익	57	26	117.9	66	-14.0	68	-16.7
영업이익률	4.1	3.2	0.9	4.7	-0.6	4.4	-0.2
지배주주순이익률	3.1	1.4	1.7	3.5	-0.4	3.4	-0.4

자료: Dart, Quantwise, iM증권

표2. DL이앤씨 2025E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2025E	전년동기대비		컨센서스 대비		기준 추정 대비	
		2024E	YoY %	2025E	Diff %	2025E	Diff %
매출액	7,778	8,153	7,959	8,312	-2.3	-1.9	7,778
영업이익	487	556	490	560	-0.6	-0.8	487
세전이익	6.3	6.8	6.2	6.7	0.1	0.1	6.3
지배주주순이익	473	514	461	540	2.6	-4.9	473
영업이익률	343	372	334	392	2.7	-5.0	343
지배주주순이익률	4.4	4.6	4.2	4.7	0.2	-0.1	4.4

자료: Dart, Quantwise, iM증권

표3. DL이앤씨 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	7,778	8,153	7,959	8,312	-2.3	-1.9
영업이익	487	556	490	560	-0.6	-0.8
영업이익률	6.3	6.8	6.2	6.7	0.1	0.1
세전이익	473	514	461	540	2.6	-4.9
지배주주순이익	343	372	334	392	2.7	-5.0
지배주주순이익률	4.4	4.6	4.2	4.7	0.2	-0.1
EPS	8,866	9,626	8,642	10,120	2.6	-4.9
BPS	131,375	140,225	133,490	142,835	-1.6	-1.8
ROE	6.7	6.9	6.5	7.1	0.2	-0.2

자료: iM증권

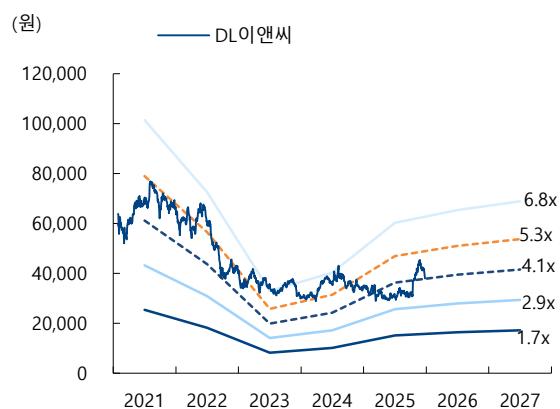
표4. DL이앤씨 목표주가 Valuation

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	비고
EPS (원)	14,913	10,678	4,855	5,924	8,866	9,626	10,135	
BPS (원)	107,716	112,413	123,245	125,233	131,375	140,225	149,069	
고점 P/E (배)	5.2	6.4	8.0	7.3				최근 4년 평균: 6.7
평균 P/E (배)	4.4	4.5	7.0	6.4				최근 4년 평균: 5.6
저점 P/E (배)	3.5	3.2	5.9	4.9				최근 4년 평균: 4.4
고점 P/B (배)	0.71	0.61	0.31	0.34				최근 4년 평균: 0.49
평균 P/B (배)	0.61	0.43	0.28	0.27				최근 4년 평균: 0.40
저점 P/B (배)	0.48	0.30	0.23	0.23				최근 4년 평균: 0.31
ROE(%)	13.8	9.5	3.9	4.7	6.7	6.9		
적용 BPS (원)					134,325			12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.35			최근 3년 평균
<b>목표주가 (원)</b>					<b>48,000</b>			<b>Target P/E 5.3x</b>
전일 종가 (원)					35,150			12m fwd P/E 4.2x, P/B 0.28x
상승 여력					36.6			

자료: iM증권 리서치본부

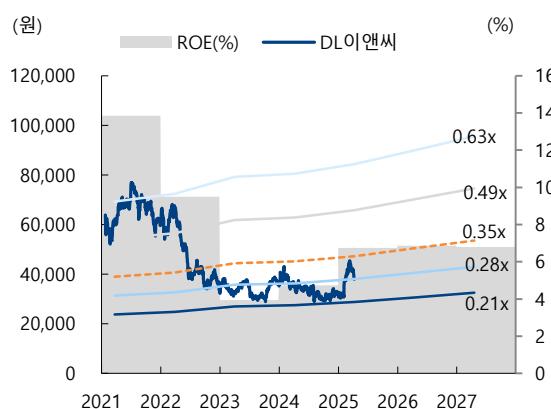
주:

그림3. DL이앤씨 P/E Band (Implied P/E 5.3x)



자료: DL이앤씨, iM증권

그림4. DL이앤씨 P/B Band (Implied P/B 0.35x)



자료: DL이앤씨, iM증권

표5. DL이앤씨 영업실적 추이 및 전망

(십억 원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,891	2,070	1,919	2,439	1,854	1,902	1,879	2,144	7,991	8,318	7,778	8,153
YoY	2.2	5.1	4.4	4.5	-2.0	-8.1	-2.1	-12.1	6.6	4.1	-6.5	4.8
DL이앤씨(법인포함)	1,291	1,399	1,350	1,816	1,372	1,482	1,475	1,724	5,601	5,856	6,054	6,331
YoY	-3.6	1.6	8.0	11.1	6.3	6.0	9.3	-5.1	3.2	4.6	3.4	4.6
주택/건축	673	715.3	638	904.90	574	652.8	638	804	3,272	2,932	2,668	2,820
YoY	-13.2	-17.3	-15.3	3.1	-14.8	-8.7	0.0	-11.2	-11.5	-10.4	-9.0	5.7
토목	199	223	227	269.5	225	251	243	281	917	918	1,001	1,166
YoY	-3.3	-1.1	0.9	3.5	13.1	12.5	7.4	4.4	-0.1	0.2	9.0	16.4
플랜트	418	461	485	641.9	573	579	594	639	1,404	2,006	2,385	2,346
YoY	17.7	62.9	79.9	29.5	37.0	25.7	22.4	-0.4	74.9	42.9	18.9	-1.6
DL건설	597	672	569.5	630.40	482	419	403.1	419	2,434	2,469	1,724	1,822
YoY	15.9	11.9	-3.9	-13.1	-19.4	-37.6	-29.2	-33.5	24.0	1.5	-30.2	5.7
매출총이익	181	167	210	287	195	237	255	288	782	846	975	1,067
YoY	-6.2	-12.5	18.8	30.0	7.9	41.5	21.3	0.0	-16.0	8.1	15.2	9.4
매출총이익률	9.6	8.1	10.9	11.8	10.5	12.5	13.6	13.4	9.8	10.2	12.5	13.1
주택/건축(별도)	47	50	49	128	50	83	86	113	266	274	332	402
토목(법인포함)	20	20	24	9	19	24	26	30	114	73	98	104
플랜트(법인포함)	67	67	91	98	90	88	94	91	251	324	363	365
DL건설	41	29	45	51	37	42	48	54	150	166	181	196
주택/건축 GPM	7.0	7.0	7.7	14.1	8.6	12.7	13.5	14.1	8.1	9.3	12.4	14.3
토목 GPM	10.1	8.8	10.4	3.4	8.2	9.7	10.6	10.6	12.4	7.9	9.8	8.9
플랜트 GPM	16.0	14.6	18.8	15.3	15.7	15.2	15.8	14.2	17.9	16.1	15.2	15.6
DL건설 GPM	6.8	4.3	7.8	8.1	7.7	10.0	12.0	12.8	6.2	6.7	10.5	10.7
판매관리비	120	135	127	193	118	109	108	152	451	575	488	511
판관비율	6.4	6.5	6.6	7.9	6.4	5.7	5.8	7.1	5.6	6.9	6.3	6.3
영업이익	61	33	83	94	77	128	146	135	331	271	487	556
YoY	-32.5	-54.7	3.7	6.7	26.2	294.2	75.6	43.7	-33.5	-18.1	79.7	14.1
영업이익률	3.2	1.6	4.3	3.9	4.1	6.8	7.8	6.3	4.1	3.3	6.3	6.8
DL이앤씨(법인포함)	49	40	73	95	71	111	120	112	269	257	415	479
DL건설	12	-7	10	-0.70	5	17	26	23	62	14	72	76
영업외손익	-17	23	-26	102	1	7	-12	-11	-51	83	-14	-42
세전이익	44	56	57	197	78	136	135	125	280	354	473	514
순이익	26	41	45	117	57	98	98	90	202	229	343	372
지배주주순이익	26	41	45	117	57	98	98	90	188	229	343	372
YoY	-71.1	35.8	-29.8	3,223	117.9	142.2	115.7	-23.0	-53.2	13.4	49.7	8.6
지배주주순이익률	1.4	2.0	2.4	4.8	3.1	5.2	5.2	4.2	2.5	2.8	4.4	4.6

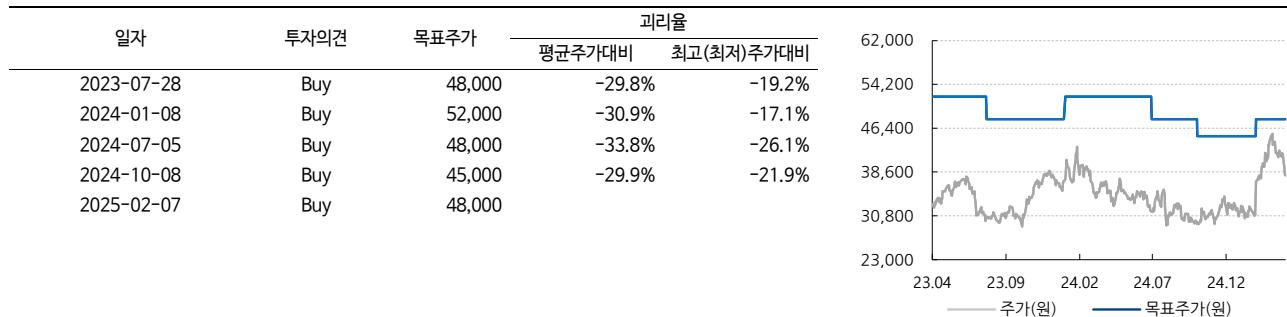
자료: Dart, iM증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	6,006	5,834	6,057	6,409	매출액	8,318	7,778	8,153	8,558
현금 및 현금성자산	1,864	1,959	2,117	2,354	증가율(%)	4.1	-6.5	4.8	5.0
단기금융자산	299	302	302	302	매출원가	7,473	6,803	7,087	7,445
매출채권	1,649	1,522	1,553	1,608	매출총이익	846	975	1,067	1,113
재고자산	921	850	868	898	판매비와관리비	575	488	511	537
비유동자산	3,707	3,849	4,002	4,060	연구개발비	43	40	42	44
유형자산	36	36	36	36	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	29	21	16	11	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	9,712	9,683	10,059	10,470	영업이익	271	487	556	577
유동부채	3,855	3,459	3,474	3,508	증가율(%)	-18.1	79.7	14.1	3.8
매입채무	1,054	888	1,004	1,035	영업이익률(%)	3.3	6.3	6.8	6.7
단기차입금	160	140	120	100	이자수익	106	94	94	94
유동성장기부채	70	70	70	70	이자비용	54	68	68	68
비유동부채	1,012	1,044	1,049	1,054	자분법이익(손실)	-8	11	8	-
사채	419	441	441	441	기타영업외손익	-45	-53	-75	-71
장기차입금	428	437	442	447	세전계속사업이익	354	473	514	541
부채총계	4,867	4,503	4,523	4,562	법인세비용	125	130	141	149
지배주주지분	4,846	5,180	5,536	5,908	세전계속이익률(%)	4.3	6.1	6.3	6.3
자본금	229	229	229	229	당기순이익	229	343	372	392
자본잉여금	3,831	3,831	3,831	3,831	순이익률(%)	2.8	4.4	4.6	4.6
이익잉여금	1,076	1,396	1,739	2,097	지배주주귀속 순이익	229	343	372	392
기타자본항목	-16	-16	-16	-16	기타포괄이익	-111	-5	-5	-5
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	118	338	367	387
자본총계	4,846	5,180	5,536	5,908	지배주주귀속총포괄이익	118	338	367	387
현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	188	406	511	503	주당지표(원)				
당기순이익	229	343	372	392	EPS	5,924	8,866	9,626	10,135
유형자산감가상각비	-	-	-	-	BPS	125,233	131,375	140,225	149,069
무형자산상각비	9	8	6	4	CFPS	6,164	9,066	9,772	10,243
지분법관련손실(이익)	-8	11	8	-	DPS	540	700	800	800
투자활동 현금흐름	-167	-197	-208	-111	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-10	47	40	39	PER	5.4	4.3	3.9	3.7
무형자산의 처분(취득)	-	0	0	0	PBR	0.3	0.3	0.3	0.2
금융상품의 증감	-15	-3	-	-	PCR	5.2	4.2	3.9	3.7
재무활동 현금흐름	-192	-11	-45	-49	EV/EBITDA	0.8	0.6	0.5	0.4
단기금융부채의증감	-	-20	-20	-20	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	32	5	5	ROE	4.8	6.8	7.0	6.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	3.4	6.4	6.9	6.8
배당금지급	-22	-23	-30	-34	부채비율	100.4	86.9	81.7	77.2
현금및현금성자산의증감	-140	94	158	237	순부채비율	-22.4	-22.6	-24.3	-27.0
기초현금및현금성자산	2,004	1,864	1,959	2,117	매출채권회전율(x)	5.6	4.9	5.3	5.4
기말현금및현금성자산	1,864	1,959	2,117	2,354	재고자산회전율(x)	8.9	8.8	9.5	9.7

자료 : DLI엔씨, iM증권 리서치본부

## DL이앤씨 투자의견 및 목표주가 변동추이



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

## [투자등급 비율 : 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

# 현대건설 (000720)

2025.04.10

## 1Q25 Preview: 긍정적인 회사의 방향성

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

### 투자의견 Buy, 목표주가 42,000원 유지

현대건설에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 42,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS에 Target P/B 0.53배를 적용했다(Target P/E 8.0배). 3월 29일 CEO Investor Day를 통해 주주환원정책 강화, 원전 중심의 중장기 사업전략 제시는 매우 긍정적이다. 1Q25 → 4Q25로 갈수록 건축/주택 마진 회복에 따른 실적 개선 흐름은 유효하다. 현대엔지니어링의 사고 관련 비용 반영 등의 변수가 있지만, 장기적인 흐름에서의 주가의 방향성은 긍정적일 것이라고 예상한다.

### 1Q25 영업이익 컨센서스 부합 예상

연결 기준 1Q25 현대건설의 매출액은 7.8조원(-8.8% YoY), 영업이익은 1,894억원(-24.5% YoY, OPM 2.4%)가 예상된다. 추정 영업이익은 컨센서스를 부합하는 것이다(+5%). 부문별 추정 영업이익은 현대건설+기타(1,000억원), 현대엔지니어링 894억원이다.

현대건설 별도의 건축/주택 매출액 2.6조원(-5.7% YoY), GPM은 5.5%(-1.3%p YoY)가 예상된다. 1Q25 고원가 주택 현장이 대거 준공되며, 비용 증가 효과가 있을 것으로 보인다. 2021~2022년 착공 현장의 매출 비중은 아직 매출 과반을 차지하고 있으나(2024년 73%), 연말에 가까워질수록 50% 초반에 가까워질 것으로 예상된다. 플랜트 매출 0.9조원(-1.0% YoY), GPM 6.2%(-0.7%p), 토목 0.4조원(+1.9% YoY), GPM 3.9%(-1.4%p)로 추정하였으며, 일회성 이슈를 가정하지 않았다.

현대엔지니어링 1Q25 매출액과 영업이익은 3.4조원(-15.1% YoY), 897억원(-16.6% YoY, OPM 2.4%)가 건축/주택 부문 매출은 2.5조원(-5.0% YoY)로 높은 수준을 유지하고 있으나, 그룹사 주요 현장 준공으로 플랜트/인프라 부문의 매출 감소가 예상된다(-21.1% YoY). 4Q24 빅베스로 마진은 안정적일 것으로 보인다.

### 장기적인 사업 방향성 긍정적

현대건설은 3월 29일 CEO Investor Day를 개최하고, 장기적인 사업 방향성을 제시했고, 특히 원전에 대한 구체적인 파이프라인을 제시했다. 현대건설은 2024년 설계를 수주한 불가리아 코즐로두이 원전의 본계약을 올해 12월로 목표하고 있고, 같은 시기 스웨덴 원전의 우선협상대상자로 선정되는 것을 기대하고 있다. 2025년 이후에도 연간 3~4개의 원전 파이프라인을 보유하고 있다. 대형 원전, SMR 등에서 2025년 3.1조원 → 2030년 7조원 연 수주를 목표하고 있으며, 불가리아 코즐로두이 원전 본계약을 체결한다면, 2025년 원전 관련 수주 목표는 큰 폭으로 상회할 것으로 예상된다.

### Buy (Maintain)

목표주가(12M)	42,000원(유지)
증가(2025.04.09)	35,850원
상승여력	17.2 %

#### Stock Indicator

자본금	562십억원
발행주식수	11,136만주
시가총액	3,992십억원
외국인지분율	20.6%
52주 주가	24,100~37,000원
60일평균거래량	1,036,716주
60일평균거래대금	33.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.6	41.7	17.9	8.6
상대수익률	11.1	50.7	29.5	23.8

#### Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	32,670	31,472	29,991	29,762
영업이익(십억원)	-1,263	903	1,068	1,010
순이익(십억원)	-169	553	722	697
EPS(원)	-1,500	4,919	6,420	6,199
BPS(원)	71,394	75,481	80,656	85,609
PER(배)		7.2	5.5	5.7
PBR(배)	0.4	0.5	0.4	0.4
ROE(%)	-2.1	6.6	8.0	7.2
배당수익률(%)	2.4	2.2	3.1	3.1
EV/EBITDA(배)	-	1.4	1.2	1.2

주-K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 현대건설 1Q25E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	1Q25E	전년동기대비		컨센서스 대비		기준 추정 대비	
		1Q24	YoY %	1Q25E	Diff %	1Q25E	Diff %
매출액	7,993	8,545	-6.5	7,657	4.4	7,657	4.4
영업이익	189	251	-24.5	193	-1.9	193	-1.9
세전이익	201	303	-33.7	217	-7.5	217	-7.5
지배주주순이익	114	155	-26.4	134	-14.6	134	-14.6
영업이익률	2.4	2.9	-0.6	2.5	-0.2	2.5	-0.2
지배주주순이익률	1.4	1.8	-0.4	1.8	-0.3	1.8	-0.3

자료: Dart, Quantwise, iM증권

표2. 현대건설 2025E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2025E	전년동기대비		컨센서스 대비		기준 추정 대비	
		2024E	YoY %	2025E	Diff %	2025E	Diff %
매출액	31,472	32,672	-3.7	30,493	3.2	31,212	0.8
영업이익	903	-1,263	-171.5	955	-5.5	855	5.6
세전이익	960	-986	-197.3	1,078	-11.0	936	2.5
지배주주순이익	553	-169	-427.8	601	-8.1	567	-2.5
영업이익률	2.9	-3.9	6.7	3.1	-0.3	2.7	0.2
지배주주순이익률	1.8	-0.5	2.3	2.0	-0.2	1.8	0.0

자료: Dart, Quantwise, iM증권

표3. 현대건설 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	31,472	29,991	31,212	31,122	0.8	-3.6
영업이익	903	1,068	855	1,223	5.6	-12.7
영업이익률	2.9	3.6	2.7	3.9	0.2	-0.3
세전이익	960	1,256	936	1,438	2.5	-12.6
지배주주순이익	553	722	567	836	-2.5	-13.7
지배주주순이익률	1.8	2.4	1.8	2.7	0.0	-0.3
EPS	4,919	6,420	5,040	7,440	-2.4	-13.7
BPS	75,481	80,656	74,852	81,460	0.8	-1.0
ROE	6.5	8.0	6.7	9.1	-0.2	-1.1

자료: iM증권

표4. 현대건설 목표주가 Valuation

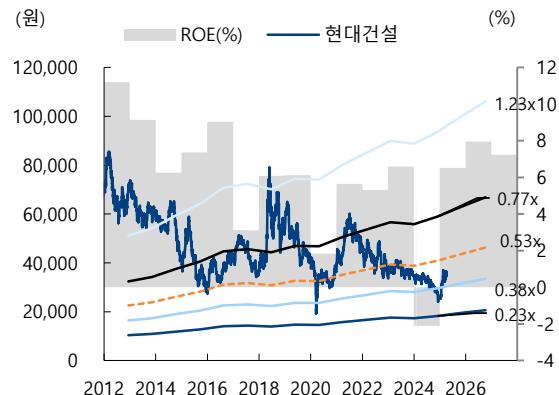
	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	비고
EPS (원)	3,642	3,637	4,767	-1,500	4,919	6,420	6,199	
BPS (원)	64,506	68,380	72,383	71,394	75,481	80,656	85,609	
고점 P/E (배)	16.1	13.6	8.6	N/A				20~23년 평균: 19.0
평균 P/E (배)	13.4	11.5	7.8	N/A				20~23년 평균: 17.0
저점 P/E (배)	10.0	9.3	7.0	N/A				20~23년 평균: 10.6
고점 P/B (배)	0.91	0.72	0.57	0.50				최근 5년 평균: 0.68
평균 P/B (배)	0.75	0.61	0.51	0.44				최근 5년 평균: 0.58
저점 P/B (배)	0.56	0.50	0.46	0.34				최근 5년 평균: 0.44
ROE(%)	5.6	5.3	6.6	-2.1	6.5	8.0	7.2	
적용 BPS (원)					77,206			12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.53			최근 5년 중상단
<b>목표주가 (원)</b>					<b>42,000</b>			<b>Target P/E 7.8x</b>
전일 종가 (원)					35,850			12m fwd P/E 6.6x, P/B 0.46x
상승 여력					17.2			

자료: iM증권 리서치본부

그림1. 현대건설 P/E Band(Implied P/E 7.8x)



그림2. 현대건설 P/B Band(Implied P/B 0.46x)



자료: 현대건설, iM증권

자료: 현대건설, iM증권

표5. 현대건설(별도) 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	4,168	4,321	4,130	4,110	4,015	4,041	3,971	4,005	15,779	16,730	16,032	15,894
YoY	21.6	14.0	2.5	-9.3	-3.7	-6.5	-3.8	-2.6	31.7	6.0	-4.2	-0.9
건축/주택	2,790	2,935	2,601	2,610	2,631	2,661	2,480	2,625	10,721	10,935	10,397	10,231
YoY	20.3	7.2	-3.0	-12.5	-5.7	-9.3	-4.7	0.6	36.7	2.0	-4.9	-1.6
플랜트/전력	922	981	937	1,040	912	902	1,033	912	3,151	3,880	3,759	3,938
YoY	32.1	53.3	19.6	1.0	-1.0	-8.0	10.2	-12.3	31.0	23.1	-3.1	4.8
토목	434	370	555	443	442	448	428	436	1,784	1,802	1,754	1,609
YoY	11.0	-5.5	2.5	-3.7	1.9	20.9	-22.9	-1.6	10.5	1.0	-2.7	-8.2
기타	22	35	37	41	29	30	31	32	123	135	122	116
YoY	11.6	63.3	53.7	-28.3	31.4	-14.3	-16.6	-22.4	6.7	10.4	-9.9	-4.9
<b>매출총이익</b>	290	148	133	-197	230	223	227	270	851	373	950	1,014
YoY	35.8	-9.8	-53.6	적전	-20.5	50.5	71.3	-236.9	-4.6	-56.2	154.9	6.7
<b>매출총이익률</b>	6.9	3.4	3.2	-4.8	5.7	5.5	5.7	6.7	5.4	2.2	5.9	6.4
건축/주택	190	7	79	92	145	154	151	200	577	367	649	786
플랜트/전력	63	77	-53	-379	56	34	43	36	99	-292	169	143
토목	23	34	61	39	17	22	21	24	77	156	85	68
기타	14	30	46	28	12	12	12	11	99	117	47	17
건축/주택 GPM	6.8	0.2	3.0	3.5	5.5	5.8	6.1	7.6	5.4	3.4	6.2	7.7
플랜트/전력 GPM	6.9	7.8	-5.6	-36.5	6.2	3.8	4.2	3.9	3.1	-7.5	4.5	3.6
토목 GPM	5.3	9.3	10.9	8.7	3.9	5.0	5.0	5.5	4.3	8.7	4.9	4.2
기타 GPM	61.7	85.2	124.4	67.3	41.0	39.9	37.9	34.9	80.4	86.7	38.3	15.0
<b>판매관리비</b>	188	67	123	186	170	123	138	154	510	564	585	581
판관비율	4.5	1.5	3.0	4.5	4.2	3.1	3.5	3.8	3.2	3.4	3.7	3.7
<b>영업이익</b>	101	81	10	-384	60	99	90	116.2	341	-192	365	433
YoY	8.8	-22.2	-90.5	적전	-40.5	22.6	775.3	흑전	-1.7	-156.3	-290.7	18.6
<b>영업이익률</b>	2.4	1.9	0.2	-9.3	1.5	2.5	2.3	2.9	2.2	-1.1	2.3	2.7
<b>영업외손익</b>	105	58	4	227	35	20	20	63	141	394	138	262
<b>세전이익</b>	206	139	14	-181	95	119	110	179	482	178	503	695
<b>순이익</b>	161	110	16	-88	69	86	80	130	374	199	365	504
YoY	47.7	2.0	-85.3	적전	-57.3	-21.5	411.8	흑전	7.8	-46.8	83.7	38.0
<b>순이익률</b>	3.9	2.5	0.4	-2.1	1.7	2.1	2.0	3.2	2.4	1.2	2.3	3.2

자료: Dart, iM증권

표6. 현대건설(연결) 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	8,545	8,621	8,256	7,250	7,993	7,892	7,884	7,702	29,651	32,672	31,472	29,991
YoY	41.7	20.4	5.1	-15.7	-6.5	-8.5	-4.5	6.2	39.6	10.2	-3.7	-4.7
현대건설	4,168	4,321	4,130	4,110	4,015	4,041	3,971	4,005	15,779	16,730	16,032	15,894
YoY	21.6	14.0	2.5	-9.3	-3.7	-6.5	-3.8	-2.6	31.7	6.0	-4.2	-0.9
현대엔지니어링	4,095	4,062	3,788	2,815	3,676	3,543	3,587	3,375	13,063	14,760	14,181	12,775
YoY	64.1	26.1	9.8	-27.8	-10.2	-12.8	-5.3	19.9	48.2	13.0	-3.9	-9.9
기타	281	237	337	325	303	308	326	323	798	1,180	1,259	1,322
YoY	159.2	55.7	-11.0	104.6	7.8	30.1	-3.4	-0.7	79.3	47.8	6.7	4.9
<b>매출총이익</b>	533	342	348	-1,441	468	474	485	526	1,703	-217	1,954	2,076
YoY	40.4	-13.9	-32.5	-452.1	-12.2	38.6	39.2	-136.5	12.6	직전	흑전	6.2
매출총이익률	6.2	4.0	4.2	-19.9	5.9	6.0	6.1	6.8	5.7	-0.7	6.2	6.9
현대건설	290	148	133	-197	230	223	227	270	851	373	950	1,014
현대엔지니어링	195	152	156	-1,294	190	200	215	217	639	-791	822	878
기타	48	41	58	78	48	52	42	39	209	225	182	183
현대건설 GPM	6.9	3.4	3.2	-4.8	5.7	5.5	5.7	6.7	5.4	2.2	5.9	6.4
현대엔지니어링 GPM	4.8	3.7	4.1	-46.0	5.2	5.6	6.0	6.4	4.9	-5.4	5.8	6.9
기타 GPM	17.1	17.5	17.3	23.9	15.9	17.0	13.0	12.0	26.2	19.1	14.4	13.9
판매관리비	282	195	234	335	279	236	244	292	917	1,046	1,051	1,007
판관비율	3.3	2.3	2.8	4.6	3.5	3.0	3.1	3.8	5.8	6.3	6.6	6.3
<b>영업이익</b>	251	147	114	-1,776	189	239	240	235	785	-1,263	903	1,068
YoY	44.6	-34.1	-53.1	직전	-24.5	61.9	110.2	흑전	36.6	-260.9	-171.5	18.3
영업이익률	2.9	1.7	1.4	-24.5	2.4	3.0	3.0	3.0	2.6	-3.9	2.9	3.6
현대건설	101	81	10	-384	60	99	90	116	341	-192	365	433
현대엔지니어링	107	32	52	-1,431	89	96	118	89.0	255	-1,240	392	490
기타	42	34	51	63	40	43	33	29	194	189	145	145
현대건설 OPM	2.4	1.9	0.2	-9.3	1.5	2.5	2.3	2.9	2.2	-1.1	2.3	2.7
현대엔지 OPM	2.62	0.79	1.4	-50.9	2.43	2.72	3.3	2.6	2.0	-8.4	2.8	3.8
기타 OPM	14.9	14.2	15.0	19.3	13.1	14.1	10.1	9.1	24.3	16.0	11.5	11.0
영업외손익	52	101	-29	155	11	9	-9	46	154	278	57	188
세전이익	303	248	85	-1,621	201	247	231	281	940	-986	960	1,256
순이익	208	146	40	-1,161	146	179	167	203	654	-766	696	911
지배주주순이익	155	150	51	-525	114	145	124	169	536	-169	553	722
YoY	18.8	-8.8	-69.5	직전	-26.4	-3.4	146.1	흑전	31.1	-131.5	-427.8	30.5
지배주주순이익률	1.8	1.7	0.6	-7.2	1.4	1.8	1.6	2.2	1.8	-0.5	1.8	2.4

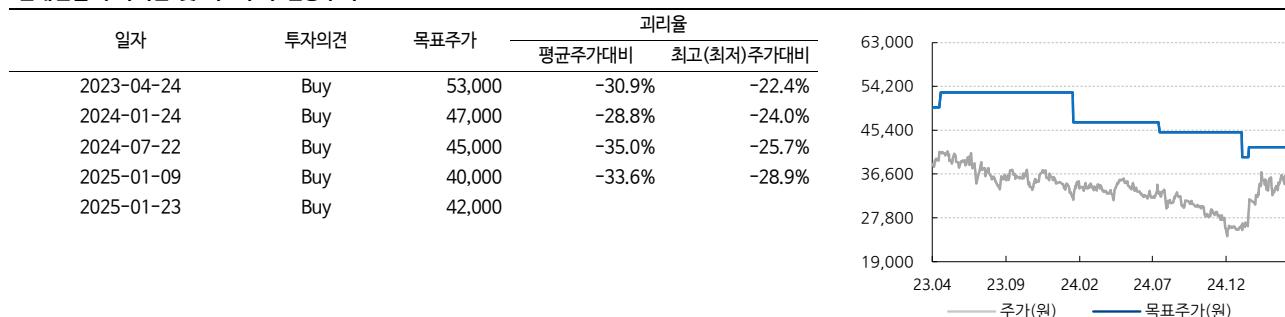
자료: Dart, iM증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	21,101	22,674	22,626	25,308	매출액	32,670	31,472	29,991	29,762
현금 및 현금성자산	5,130	4,963	4,993	3,243	증가율(%)	10.2	-3.7	-4.7	-0.8
단기금융자산	750	777	787	750	매출원가	32,887	29,518	27,916	27,749
매출채권	12,100	14,140	13,768	18,555	매출총이익	-217	1,954	2,076	2,013
재고자산	777	825	803	850	판매비와관리비	1,046	1,051	1,007	1,003
비유동자산	5,905	5,551	5,451	5,147	연구개발비	155	149	142	141
유형자산	1,289	1,032	1,029	823	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	751	758	765	771	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	27,005	28,225	28,077	30,455	영업이익	-1,263	903	1,068	1,010
유동부채	14,664	15,038	13,854	15,232	증가율(%)	적전	흑전	18.3	-5.4
매입채무	4,039	1,048	-5,427	-12,366	영업이익률(%)	-3.9	2.9	3.6	3.4
단기차입금	745	740	735	730	이자수익	217	250	250	250
유동성장기부채	1,045	1,045	1,045	1,045	이자비용	101	87	87	87
비유동부채	2,672	2,677	2,680	2,683	자분법이익(손실)	6	-78	-31	-42
사채	928	930	930	930	기타영업외손익	84	-51	18	318
장기차입금	598	601	604	607	세전계속사업이익	-986	960	1,256	1,207
부채총계	17,336	17,715	16,534	17,915	법인세비용	-219	264	345	332
지배주주지분	8,025	8,724	9,567	10,386	세전계속이익률(%)	-3.0	3.0	4.2	4.1
자본금	562	562	562	562	당기순이익	-766	696	911	875
자본잉여금	1,095	1,095	1,095	1,095	순이익률(%)	-2.3	2.2	3.0	2.9
이익잉여금	6,130	6,616	7,270	7,899	지배주주귀속 순이익	-169	553	722	697
기타자본항목	-6	-6	-6	-6	기타포괄이익	76	76	76	76
비지배주주지분	1,644	1,787	1,976	2,154	총포괄이익	-690	772	987	952
자본총계	9,669	10,510	11,543	12,541	지배주주귀속총포괄이익	-690	772	987	952
현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-119	-299	150	-1,887	주당지표(원)				
당기순이익	-766	696	911	875	EPS	-1,500	4,919	6,420	6,199
유형자산감가상각비	-	216	211	207	BPS	71,394	75,481	80,656	85,609
무형자산상각비	10	11	11	11	CFPS	-1,424	7,001	8,475	8,211
지분법관련손실(이익)	6	-78	-31	-42	DPS	600	800	1,100	1,100
투자활동 현금흐름	212	180	190	248	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-179	-202	-209	-198	PER		7.2	5.5	5.7
무형자산의 처분(취득)	-	0	0	0	PBR		0.4	0.5	0.4
금융상품의 증감	275	-28	-10	37	PCR	-17.8	5.1	4.2	4.4
재무활동 현금흐름	734	-95	-97	-97	EV/EBITDA	-	1.4	1.2	1.2
단기금융부채의증감	-	-5	-5	-5	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	5	3	3	ROE	-2.1	6.6	7.9	7.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	-3.8	3.6	4.3	4.1
배당금지급	-95	-95	-95	-95	부채비율	179.3	168.5	143.2	142.9
현금및현금성자산의증감	925	-168	31	-1,750	순부채비율	-26.5	-23.1	-21.4	-5.4
기초현금및현금성자산	4,206	5,130	4,963	4,993	매출채권회전율(x)	2.9	2.4	2.1	1.8
기말현금및현금성자산	5,130	4,963	4,993	3,243	재고자산회전율(x)	41.0	39.3	36.8	36.0

자료 : 현대건설, iM증권 리서치본부

## 현대건설 투자의견 및 목표주가 변동추이



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자의견]

## 종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

## 산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

## [투자등급 비율 : 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

# GS건설 (006360)

2025.04.10

## 1Q25 Preview: 입주 물량 증가에 따른 변동성

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

### 투자의견 Buy, 목표주가 24,000원 유지

GS건설에 대해 투자의견 Buy와 목표주가를 기준 24,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS에 Target P/B 0.45배를 적용한 것이다(최근 3년 P/B 중하단). 현재 주가는 12개월 선행 P/E 4.6배, P/B 0.28배로 극단적인 저평가 구간이다. 2025년 사상 입주 물량(3.1만세대)이 예정되어 있고, 2Q25에 특히 집중되어 있어 실적의 변동성이 커질 것으로 예상된다. 실적의 불확실성이 경쟁사 대비 높지만 2Q25 실적에서는 확인이 가능할 것으로 예상된다.

### 1Q25 영업이익 컨센서스 하회 예상

GS건설의 1Q25 매출액은 3.3조원(+6.5% YoY), 영업이익은 790억원(+11.4% YoY, OPM 2.4%)가 예상된다. 추정 영업이익은 시장 컨센서스를 하회하는 것이다(-13%).

건축/주택 매출액은 2.3조원(-2.4% YoY), GPM 8.2%(-0.6%p)가 예상된다. 2025년 입주 물량은 3.1만세대로 전년 2.1만세대 대비 만 세대가 늘어난다. 건축/주택 매출액은 주요 현장들이 준공되며 감소할 것으로 보이나, 1Q25부터 매출 감소세가 두드러지지 않을 것으로 예상된다. 1Q25 입주 물량은 약 7천여세대로 도급 증액 등의 마진 상승 효과는 반영되지 않는 것으로 파악된다. 신사업 매출액 3,511억원(+22.2% YoY), GPM은 17.1%가 예상된다. Danwood, GS이니마의 안정적인 매출과 마진이 이어지고 있고, 1Q25에는 베트남 개발 사업에서 약 500억원의 매출을 기정했다. 인프라와 플랜트 부문의 매출액은 각각 3,010억원(+14.6%), 2,260억원(+319.1% YoY), GPM은 각각 3.9%(+1.5% YoY), 8.4%(-4.1%p YoY)로 일회성 비용 등을 감안하지 않았다.

1Q25 분양 물량은 865세대로 2025년 가이던스 16,250세대 대비 5%를 달성했다. 분양 물량은 2~3분기에 집중되어 있다.

### 입주 물량 증가로 실적 변동성 확대

2025년의 입주 물량은 3.1만세대로 사상 최대치다. 특히 2Q25에 1.6만세대의 준공이 예정되어 있다. GS건설은 2023년 이후 90% 중반대의 원가율을 기록했고, 이는 해당 세대들의 원가 상승 요인을 반영한 것으로 추정된다. 준공 세대에서 도급 증액 여부, 금액에 따라 큰 폭의 마진 변동이 발생할 수 있다.

4Q24 말 기준 GS건설의 순차입금은 2.8조원이다. 상반기 준공 세대 증가에 따라 일시적으로 영업활동현금흐름이 악화되며 현금성자산이 줄어들 여지가 있다. 이러한 흐름은 2025년 상반기까지는 영향을 줄 것으로 예상된다. GS건설은 GS이니마 매각 작업을 2024년부터 진행 중에 있으며, 매각 금액은 협의 중이지만 최소 1조원 이상일 것으로 추정된다(2024년 매출액 5,736억원, 순이익 558억원). 조 단위의 매각 대금이 유입되면 GS건설 재무건전성이 크게 개선될 것으로 예상된다.

### Buy (Maintain)

목표주가(12M)	24,000원(유지)
증가(2025.04.09)	15,340원
상승여력	56.5 %

#### Stock Indicator

자본금	428십억원
발행주식수	8,558만주
시가총액	1,313십억원
외국인지분율	24.6%
52주 주가	14,080~21,550원
60일평균거래량	376,229주
60일평균거래대금	6.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.6	-13.5	-17.8	2.5
상대수익률	-6.1	-4.5	-6.2	17.8

#### Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	12,864	13,479	13,779	13,850
영업이익(십억원)	286	417	656	773
순이익(십억원)	246	229	397	497
EPS(원)	2,869	2,677	4,638	5,803
BPS(원)	51,578	53,612	57,607	62,125
PER(배)	6.0	5.7	3.3	2.6
PBR(배)	0.3	0.3	0.3	0.2
ROE(%)	5.6	5.0	8.1	9.3
배당수익률(%)	1.7	3.3	3.3	3.3
EV/EBITDA(배)	13.7	8.7	5.7	4.9

주-K-IFRS 연결 재무제표

표1. GS건설 1Q25E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	1Q25E	전년동기대비		컨센서스 대비		기준 추정 대비	
		1Q25	YoY %	1Q25E	Diff %	1Q25E	Diff %
매출액	3,272	3,071	6.5	3,155	3.7	3,049	7.3
영업이익	79	71	11.4	91	-13.3	85	-7.5
세전이익	51	179	-71.4	80	-36.2	65	-21.2
지배주주순이익	36	135	-73.4	53.7	-33.1	44	-18.4
영업이익률	2.4	2.3	0.1	2.9	-0.5	2.8	-0.4
지배주주순이익률	1.1	4.4	-3.3	1.7	-0.6	1.4	-0.3

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표2. GS건설 2025E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2025E	전년동기대비		컨센서스 대비		기준 추정 대비	
		2024E	YoY %	2025E	Diff %	2025E	Diff %
매출액	13,479	12,864	4.8	12,601	7.0	12,969	3.9
영업이익	417	286	45.8	441	-5.5	545	-23.5
세전이익	253	442	-42.6	387	-34.5	439	-42.3
지배주주순이익	180	246	-26.8	260	-30.9	300	-40.1
영업이익률	3.1	2.2	0.9	3.5	-0.4	2.8	0.3
지배주주순이익률	1.3	1.9	-0.6	2.1	-0.7	2.0	-0.7

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표3. GS건설 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	13,479	13,779	12,528	12,578	7.6	9.5
영업이익	417	656	452	691	-7.8	-5.1
영업이익률	3.1	4.8	3.6	5.5	-0.5	-0.7
세전이익	323	554	354	639	-8.9	-13.3
지배주주순이익	229	397	241	435	-4.9	-8.8
지배주주순이익률	1.7	2.9	1.9	3.5	-0.2	-0.6
EPS	2,677	4,638	2,821	5,081	-5.1	-8.7
BPS	53,612	57,607	58,669	64,536	-8.6	-10.7
ROE	5.0	8.1	7.1	6.3	-2.1	1.8

자료: iM증권

표4. GS건설 목표주가 Valuation

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	비고
EPS (원)	4,773	3,964	-5,631	2,869	2,677	4,638	5,803	
BPS (원)	54,046	56,456	50,413	51,578	53,612	57,607	62,125	
고점 P/E (배)	10.1	12.2	-4.3	12.8				최근 5년 평균: 8.1
평균 P/E (배)	8.8	8.4	-3.2	5.5				최근 5년 평균: 5.3
저점 P/E (배)	7.5	5.3	-2.3	4.4				최근 5년 평균: 3.8
고점 P/B (배)	0.89	0.85	0.48	0.71				최근 5년 평균: 0.74
평균 P/B (배)	0.78	0.59	0.36	0.30				최근 5년 평균: 0.51
저점 P/B (배)	0.67	0.37	0.25	0.25				최근 5년 평균: 0.37
ROE(%)	8.8	7.0	-11.2	5.6	5.0	8.1	9.3	
적용 BPS (원)					54,943			12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.45			최근 3년 중하단
<b>목표주가 (원)</b>					24,000			<b>Target P/E 7.2x</b>
전일 종가 (원)					15,340			12m fwd P/E 4.6x, P/B 0.28x
상승 여력					56.5			

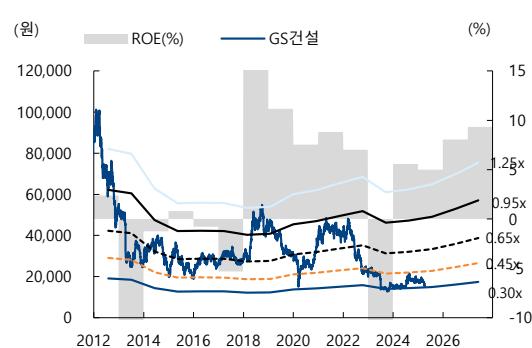
자료: iM증권 리서치본부

그림3. GS건설 P/E Band(Implied P/E 7.2x)



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림4. GS건설 P/B Band(Implied P/B 0.45x)



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

표1. GS 건설 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
<b>매출액</b>	3,071	3,297	3,109	3,386	3,272	3,479	3,361	3,367	13,437	12,864	13,479	13,779
YoY	-12.6	-5.7	0.1	2.0	6.5	5.5	8.1	-0.6	9.2	-4.3	4.8	2.2
건축/주택	2,387	2,533	2,237	2,355	2,329	2,473	2,349	2,333	10,237	9,511	9,484	9,519
YoY	-13.7	-5.7	-1.1	-6.7	-2.4	-2.3	5.0	-0.9	9.7	-7.1	-0.3	0.4
신사업	287.0	350	361.0	393.3	351	422	432	418	1,414	1,392	1,623	1,696
YoY	-11.7	4.3	-1.9	2.2	22.2	20.5	19.8	6.2	37.9	-1.6	16.6	4.5
플랜트	54	60.5	102	209	226	237.9	212	215	301	426	891	878
YoY	-32.5	-23.4	38.4	207.6	319.1	293.2	107.5	2.6	-49.8	41.6	109.2	-1.5
인프라	263	259	313	319	301	279	291	320	1,105	1,154	1,191	1,355
YoY	-4.0	-16.4	5.7	41.6	14.6	7.6	-7.0	0.4	4.2	4.4	3.3	13.7
그린	48	69	73	86	59	60	69	77	272	276	265	311
YoY	33.3	15.0	-12.0	-7.4	22.2	-12.9	-5.6	-10.5	57.9	1.5	-4.1	17.5
기타	32	26	23	25	6	7	7	5	109	105	25	20
YoY	3.2	2.4	-7.6	-12.5	-79.8	-72.6	-71.2	-79.2	4.1	-3.5	-76.0	-18.9
<b>매출총이익</b>	274	274	257	308	285	317	310	331	261	1,113	1,244	1,501
YoY	-20.8	-209.4	14.2	-615.2	3.8	15.8	21.0	7.5	-79.8	326.7	11.7	20.6
<b>매출총이익률</b>	8.9	8.3	8.3	9.1	8.7	9.1	9.2	9.8	1.9	8.7	9.2	10.9
건축/주택	210	279	164	228	192	213	212	234	-27	881	851	1,117
신사업	48	58	38	73	60	72	75	69	243	217	275	278
플랜트	7	-28	9	24	19	21	20	21	-17	12	80	83
인프라	6	-33	33	-14	12	9	4	7	24	-7	32	17
Eco	-3	-2	13	-5	2	2	0	0	32	3	4	4
기타	7	-1	-1	3	0	0	0	0	7	8	1	1
건축/주택 GPM	8.8	11.0	7.3	9.7	8.2	8.6	9.0	10.0	-0.3	9.3	9.0	11.7
신사업 GPM	16.6	16.6	10.5	18.6	17.1	17.0	17.2	16.5	17.2	15.6	16.9	16.4
플랜트 GPM	12.5	-45.5	8.7	11.5	8.3	8.7	9.2	9.9	-5.5	2.9	9.0	9.5
인프라 GPM	2.4	-12.6	10.5	-4.4	3.9	3.4	1.3	2.1	2.2	-0.7	2.7	1.3
그린 GPM	-6.5	-2.8	18.4	-6.1	3.7	3.3	0.1	0.2	11.8	1.1	1.6	1.2
판매관리비	205	181	175	268	206	217	198	206	650	828	827	845
판관비율	6.7	5.5	5.6	7.9	6.3	6.2	5.9	6.1	4.8	6.4	6.1	6.1
<b>영업이익</b>	71	93	82	40	79	100	112	126	-388	286	417	656
YoY	-55.6	흑전	36.0	흑전	11.4	7.2	37.2	212.9	-169.9	-173.7	45.8	57.3
영업이익률	2.3	2.8	2.6	1.2	2.4	2.9	3.3	3.7	-2.9	2.2	3.1	4.8
<b>영업외손익</b>	108	-38	99	-14	-17	-39	-28	-11	-130	156	-94	-102
<b>세전이익</b>	179	56	181	26	61	62	84	115	-517	442	323	554
당기순이익	138	37	121	-30	44	45	61	84	-419	265	234	402
<b>지배주주순이익</b>	135	27	119	-46	43	43	59	73	-482	246	229	397
YoY	-2.0	흑전	38,174	격지	-68.2	61.0	-50.0	흑전	-242.0	-151.0	-6.7	73.3
지배주주순이익률	4.4	0.8	3.8	-1.4	1.3	1.2	1.8	2.2	-3.6	1.9	1.7	2.9

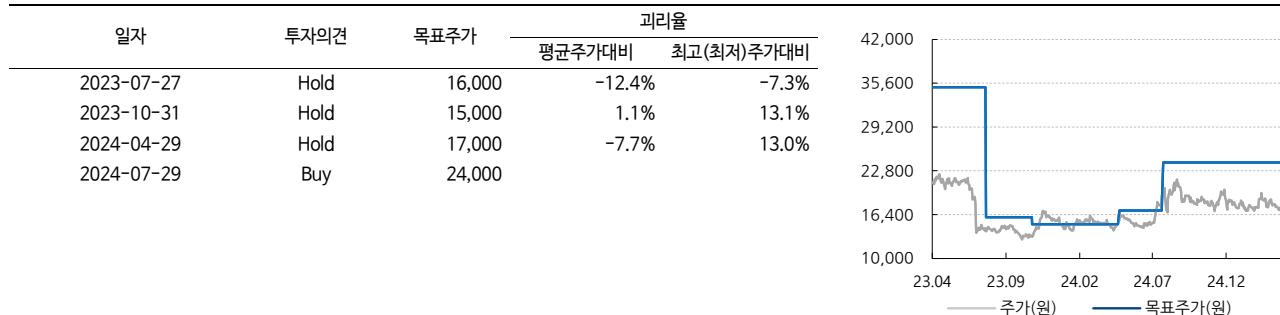
자료: Dart, iM증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	8,667	9,178	9,594	10,179	매출액	12,864	13,479	13,779	13,850
현금 및 현금성자산	2,083	2,593	2,535	2,461	증가율(%)	-4.3	4.8	2.2	0.5
단기금융자산	731	731	731	751	매출원가	11,750	12,236	12,278	12,227
매출채권	2,841	3,034	3,296	3,862	매출총이익	1,114	1,244	1,501	1,623
재고자산	1,280	1,273	1,383	1,485	판매비와관리비	828	827	845	850
비유동자산	9,137	8,784	8,950	8,726	연구개발비	63	66	68	68
유형자산	2,639	2,313	2,508	2,312	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,064	1,096	1,128	1,160	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	17,803	17,962	18,544	18,905	영업이익	286	417	656	773
유동부채	9,032	9,007	9,246	9,163	증가율(%)	흑전	45.8	57.3	18.0
매입채무	1,638	1,629	1,774	-	영업이익률(%)	2.2	3.1	4.8	5.6
단기차입금	1,131	1,126	1,121	1,116	이자수익	172	187	187	187
유동성장기부채	1,997	1,992	1,987	1,982	이자비용	315	312	312	312
비유동부채	3,684	3,711	3,731	3,751	지분법이익(손실)	-7	-15	-9	-13
사채	352	362	372	382	기타영업외손익	384	-96	-88	-52
장기차입금	2,152	2,168	2,178	2,188	세전계속사업이익	442	323	554	693
부채총계	12,716	12,719	12,978	12,914	법인세비용	178	89	152	191
지배주주지분	4,414	4,565	4,884	5,303	세전계속이익률(%)	3.4	2.4	4.0	5.0
자본금	428	428	428	428	당기순이익	264	234	402	502
자본잉여금	924	924	924	924	순이익률(%)	2.1	1.7	2.9	3.6
이익잉여금	3,266	3,453	3,808	4,262	지배주주귀속 순이익	246	229	397	497
기타자본항목	-98	-98	-98	-98	기타포괄이익	-64	-64	-64	-64
비지배주주지분	673	678	683	688	총포괄이익	200	170	338	438
자본총계	5,087	5,243	5,567	5,991	지배주주귀속총포괄이익	200	170	338	438

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	268	252	228	-158	주당지표(원)				
당기순이익	264	234	402	502	EPS	2,869	2,677	4,638	5,803
유형자산감가상각비	-	-	-	-	BPS	51,578	53,612	57,607	62,125
무형자산상각비	28	-	-	-	CFPS	3,195	2,677	4,638	5,803
지분법관련손실(이익)	-7	-15	-9	-13	DPS	300	500	500	500
투자활동 현금흐름	-549	-80	9	436	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-416	-340	-250	196	PER	6.0	5.7	3.3	2.6
무형자산의 처분(취득)	-	0	0	0	PBR	0.3	0.3	0.3	0.2
금융상품의 증감	290	0	-	-20	PCR	5.4	5.7	3.3	2.6
재무활동 현금흐름	77	-9	-32	-32	EV/EBITDA	13.7	8.7	5.7	4.9
단기금융부채의증감	-	-6	-6	-6	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	27	20	20	ROE	5.6	5.0	8.1	9.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	2.4	3.1	4.8	5.6
배당금지급	-32	-25	-42	-42	부채비율	250.0	242.6	233.1	215.6
현금및현금성자산의증감	-162	510	-58	-73	순부채비율	55.4	44.3	43.0	41.0
기초현금및현금성자산	2,245	2,083	2,593	2,535	매출채권회전율(x)	4.3	4.6	4.4	3.9
기밀현금및현금성자산	2,083	2,593	2,535	2,461	재고자산회전율(x)	9.8	10.6	10.4	9.7

자료 : GS건설, iM증권 리서치본부

**GS건설 투자의견 및 목표주가 변동추이****Compliance notice**

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

**[투자의견]****종목추천 투자등급**

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

**산업추천 투자등급**

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

**[투자등급 비율 : 2025-03-31 기준]**

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

# 대우건설 (047040)

2025.04.10

## 1Q25 Preview: 외형 감소 지속

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

### 투자의견 Buy, 목표주가 4,500원 유지

대우건설에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 4,500원을 유지한다. 12개월 선행 BPS에 Target P/B 0.5배를 적용했다. 현재 주가는 12개월 포워드 P/E, P/B 각각 4.0배, 0.26배에 위치해 있다. Valuation은 충분히 낮으나, 2025년 전 부문에 걸쳐 외형 축소가 예상된다는 점에서 Valuation 상승 요인이 크지 않다고 판단한다. 2026년 외형 성장을 위한 체코 원전, 이라크 인프라 등 유의미한 해외 수주가 필요할 것으로 판단된다.

### 1Q25 영업이익 컨센서스 부합 예상

대우건설의 1Q25 매출액은 2.2조원(-10.8% YoY, 이하 YoY), 영업이익은 871억원(-24.1%, OPM 3.9%)이 예상된다. 추정 영업이익은 시장 컨센서스에 부합한다(+5.0%). 4Q23부터 외형 감소 구간이 지속되고 있다.

주택/건축 매출액은 1.4조원(-10.0%), GPM은 6.4%(-0.2%p)가 예상된다. 2021~2022년 평균 2.3만호의 분양 물량이 서서히 준공 단계에 들어가며, 2025년부터 본격적으로 매출 감소가 발생할 것으로 예상된다. 고원가 현장의 준공으로 마진 개선세는 아직 발생하지 않은 것으로 보인다(-0.2%p).

플랜트 매출액은 2,210억원(-18.8%), GPM은 19.2%(+1.5%p), 토목 매출액은 5,090억원(-7.0%), GPM은 6.8%(-4.1%p)이 예상된다. 2024년 플랜트 부문 수주는 5천여억원에 불과했으며, 외형 감소는 4Q24부터 발생하고 있다. 토목 부문 역시 신규 수주 부재로 외형 감소가 2Q24부터 지속되고 있다. 마진 측면에서 일회성 손익은 가정하지 않았다.

1Q25 분양 물량은 870여세대로 파악되고, 가이던스 대비 5.3%를 달성했다. 1Q25 신규 수주는 약 2.5조원 수준으로 가이던스 1.42조원 대비 18%를 달성한 것으로 파악된다.

### 필요한 건 해외 수주

2025년 대우건설은 총 9.9조원 수주를 기록했다(-24.9% YoY), 절대적인 금액은 충분하나 타공종 대비 매출 반영이 느린 주택/건축 부문이 전체 수주의 76%를 차지했고, 토목과 플랜트 부문의 수주는 부진했다. 2025년에도 대우건설의 외형 감소가 이어질 것으로 예상된다(2025년 매출액 -15.1% YoY)

대우건설은 2025년 체코 원전, 이라크 AI-Faw 해군기지(1.8조원, 2Q25), 이라크 공군기지, 투르크메니스탄 비료, 리비아 인프라 등 다수의 파이프라인이 있다. 이 중 체코 원전의 수주 발표가 가장 이를 것으로 보이는데, 언론 보도에 따르면 체코 원전의 본계약이 이르면 5월 중에 체결될 것이라고 한다. 대우건설은 체코 원전 중에서 시공 부문을 맡는다. 체코 원전과 상기 파이프라인 중 2개 이상 수주 성공할 시 다시 2026년부터는 외형 성장을 충분히 그릴 수 있다.

### Buy (Maintain)

목표주가(12M)	4,500원(유지)
증가(2025.04.09)	2,970원
상승여력	51.5 %

#### Stock Indicator

자본금	2,078십억원
발행주식수	41,562만주
시가총액	1,234십억원
외국인지분율	11.4%
52주 주가	2,970~4,260원
60일평균거래량	1,006,422주
60일평균거래대금	3.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.2	-8.0	-21.6	-20.5
상대수익률	-5.7	1.0	-10.0	-5.3

#### Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	10,504	8,914	9,254	9,783
영업이익(십억원)	403	393	529	590
순이익(십억원)	234	272	393	420
EPS(원)	563	654	944	1,010
BPS(원)	10,325	10,978	11,923	12,933
PER(배)	5.5	4.5	3.1	2.9
PBR(배)	0.3	0.3	0.2	0.2
ROE(%)	5.6	6.0	7.9	7.8
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	7.0	5.7	4.5	5.0
주-K-IFRS 연결 재무제표				

표1. 대우건설 1Q25E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	1Q25E	전년동기대비		컨센서스 대비		기준 추정 대비	
		1Q24	YoY %	1Q25E	Diff %	1Q25E	Diff %
매출액	2,219	2,487	-10.8	2,170	2.3	2,380	-6.7
영업이익	87	115	-24.1	83	5.0	89	-2.1
세전이익	88	136	-35.5	76	16.4	82	7.3
지배주주순이익	57	88	-35.5	45	26.2	56	1.8
영업이익률	3.9	4.6	-0.7	3.8	0.1	3.7	0.2
지배주주순이익률	2.6	3.6	-1.0	2.1	0.5	2.4	0.2

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표2. 대우건설 2025E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2025E	전년동기대비		컨센서스 대비		기준 추정 대비	
		2024E	YoY %	2025E	Diff %	2025E	Diff %
매출액	8,914	10,504	-15.1	8,870	0.5	9,957	-10.5
영업이익	393	403	-2.6	390	0.7	406	-3.3
세전이익	420	358	17.1	364	15.4	394	6.5
지배주주순이익	272	234	16.1	246	10.5	270	0.6
영업이익률	4.4	3.8	0.6	4.4	0.0	4.1	0.3
지배주주순이익률	3.0	2.2	0.8	2.8	0.3	2.7	0.3

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표3. 대우건설 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	8,914	9,254	9,957	10,458	-10.5	-11.5
영업이익	393	529	406	497	-3.3	6.4
영업이익률	4.4	5.7	4.1	4.7	0.3	1.0
세전이익	420	606	394	517	6.5	17.3
지배주주순이익	272	393	270	375	0.6	4.7
지배주주순이익률	3.0	4.2	2.7	3.4	0.3	0.8
EPS	654	944	649	851	0.7	11.0
BPS	10,978	11,923	10,936	10,857	0.4	9.8
ROE	6.0	7.9	5.9	8.0	0.1	-0.1

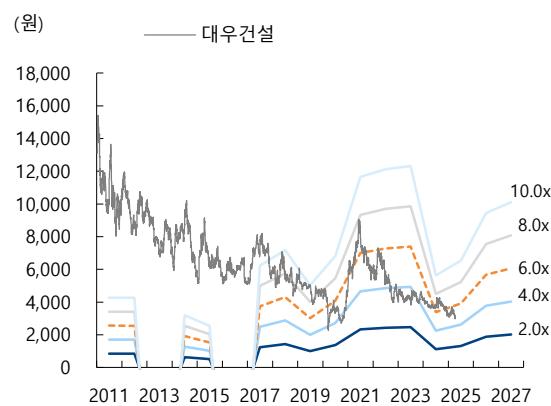
자료: iM증권

표4. 대우건설 목표주가 Valuation

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	비고
EPS (원)	1,166	1,213	1,231	563	654	944	1,010	
BPS (원)	7,728	8,937	9,735	10,325	10,978	11,923	12,933	
고점 P/E (배)	7.8	6.0	3.9	7.6				최근 5년 평균: 6.5
평균 P/E (배)	5.8	4.6	3.5	5.4				최근 5년 평균: 4.9
저점 P/E (배)	4.3	3.3	3.1	5.5				최근 5년 평균: 3.9
고점 P/B (배)	1.17	0.82	0.49	0.41				최근 5년 평균: 0.73
평균 P/B (배)	0.88	0.62	0.44	0.29				최근 5년 평균: 0.56
저점 P/B (배)	0.65	0.44	0.39	0.30				최근 5년 평균: 0.43
ROE(%)	15.1	13.6	12.6	5.5	6.0	7.9	7.8	
적용 BPS (원)					11,293			12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.40			최근 3년 중하단
<b>목표주가 (원)</b>					<b>4,500</b>			<b>Target P/E 6.0x</b>
전일 종가 (원)					2,970.0			12m fwd P/E 4.0x, P/B 0.26x
상승 여력					51.5			

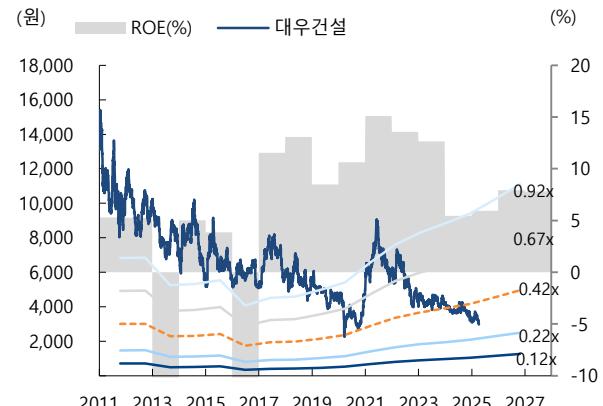
자료: iM증권 리서치본부

그림5. 대우건설 P/E Band(Implied P/E 6.0x)



자료: 대우건설, iM증권

그림6. 대우건설 P/B Band(Implied P/B 0.40x)



자료: 대우건설, iM증권

표5. 대우건설 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	2,487	2,821	2,548	2,647	2,219	2,281	2,167	2,246	10,504	8,914	9,254
YoY	-4.6	-13.8	-14.8	-4.7	-10.8	-19.1	-15.0	-15.1	-9.8	-15.1	3.8
주택/건축	1,598	1,878	1,643	1,723	1,437	1,516	1,389	1,433	6,842	5,776	5,972
YoY	-0.3	-11.3	-11.0	5.2	-10.0	-19.3	-15.5	-16.8	-5.0	-15.6	3.4
플랜트	272	296	289	281	221	237	234	229	1,139	921	1,204
YoY	-28.9	-31.6	-29.9	-28.3	-18.8	-20.2	-19.1	-18.3	-29.7	-19.1	30.7
토목	548	541	516	566	509	493	485	466	2,170	1,954	1,802
YoY	4.0	-9.3	-20.7	-11.8	-7.0	-8.7	-6.1	-17.6	-10.1	-10.0	-7.8
연결종속	70	107	99	78	52	35	59	117	353	263	276
YoY	-26.6	-15.4	24.8	-27.6	-25.8	-67.0	-40.3	51.4	-13.4	-25.4	4.9
매출총이익	215	276	169	268	181	197	194	213	928	786	909
YoY	-25.1	-17.3	-42.8	-9.5	-15.6	-28.5	14.9	-20.3	-23.5	-15.2	15.7
매출총이익률	8.6	9.8	6.6	10.1	8.2	8.6	9.0	9.5	8.83	8.8	9.8
주택/건축	105	135	87	217	92	108	105	114	544	419	512
플랜트	48	66	48	80	42	44	44	45	242	176	212
토목	60	18	-12	-49	35	34	31	18	16	118	100
연결종속	2	57	47	20	12	11	13	36	126	73	85
주택/건축 GPM	6.6	7.2	5.3	12.6	6.4	7.1	7.6	8.0	7.9	7.3	8.6
플랜트 GPM	17.7	22.3	16.4	28.4	19.2	18.8	18.9	19.6	21.2	19.1	17.6
토목 GPM	10.9	3.3	-2.4	-8.6	6.8	6.9	6.5	3.9	0.7	6.1	5.6
연결종속 GPM	3.3	53.1	47.6	25.8	23.7	30.6	22.8	30.7	35.7	27.6	30.7
판매관리비	100	171	107	147	94	95	92	112	524	393	381
판관비율	4.0	6.1	4.2	5.5	4.2	4.2	4.2	5.0	5.0	4.4	4.1
영업이익	115	105	62	121	87	102	103	101	403	393	529
YoY	-35.0	-51.9	-67.2	55.6	-24.1	-2.6	64.6	-16.7	-39.2	-2.6	34.6
영업이익률	4.6	3.7	2.4	4.6	3.9	4.5	4.7	4.5	3.8	4.4	5.7
영업외손익	22	31	-4	-93	1	-3	16	13	-45	27	77
세전이익	136	135	59	28	88	99	119	114	358	420	606
순이익	91	97	40	15	64	72	86	82	243	304	440
지배주주순이익	88	95	38	13	57	64	77	74	234	272	393
YoY	-9.0	-52.5	-64.9	-87.8	-35.5	-32.2	102.0	468.3	-54.3	16.1	44.5
순이익률	3.6	3.4	1.5	0.5	2.6	2.8	3.5	3.3	2.2	3.0	4.2

자료: Dart, iM증권

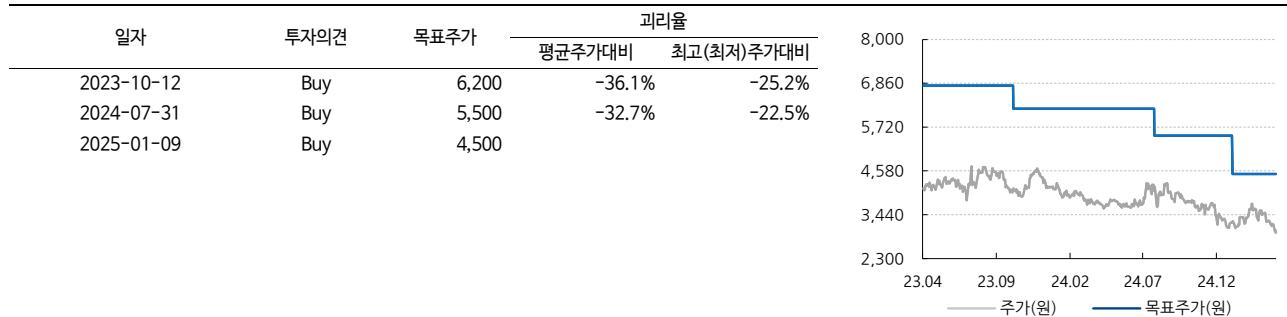
## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,589	9,799	10,758	11,814	매출액	10,504	8,914	9,254	9,783
현금 및 현금성자산	1,162	1,503	2,346	2,111	증가율(%)	-9.8	-15.1	3.8	5.7
단기금융자산	916	916	916	916	매출원가	9,576	8,127	8,345	8,790
매출채권	2,777	3,132	3,185	3,343	매출총이익	928	786	909	992
재고자산	1,945	1,800	1,825	1,902	판매비와관리비	524	393	381	403
비유동자산	3,070	2,827	2,725	2,622	연구개발비	11	9	9	10
유형자산	380	313	385	457	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	63	61	58	56	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	12,658	12,626	13,483	14,435	영업이익	403	393	529	590
유동부채	4,544	3,789	3,787	3,850	증가율(%)	-39.2	-2.6	34.6	11.5
매입채무	250	227	231	243	영업이익률(%)	3.8	4.4	5.7	6.0
단기차입금	659	649	634	619	이자수익	104	93	93	93
유동성장기부채	542	522	502	482	이자비용	160	170	170	170
비유동부채	3,780	4,178	4,576	4,974	지분법이익(손실)	0	-	-	-
사채	306	306	306	306	기타영업외손익	12	104	155	136
장기차입금	2,164	2,562	2,960	3,358	세전계속사업이익	358	420	606	648
부채총계	8,324	7,967	8,363	8,824	법인세비용	116	115	167	178
지배주주지분	4,291	4,584	4,998	5,439	세전계속이익률(%)	3.4	4.7	6.6	6.6
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	당기순이익	243	304	440	470
자본잉여금	562	562	562	562	순이익률(%)	2.3	3.4	4.7	4.8
이익잉여금	2,183	2,455	2,847	3,267	지배주주귀속 순이익	234	272	393	420
기타자본항목	-99	-99	-99	-99	기타포괄이익	-4	4	4	4
비지배주주지분	43	75	122	173	총포괄이익	239	308	444	474
자본총계	4,334	4,660	5,120	5,611	지배주주귀속총포괄이익	239	308	444	474

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-1,284	37	575	-504	주당지표(원)				
당기순이익	243	304	440	470	EPS	563	654	944	1,010
유형자산감가상각비	-	101	-	-	BPS	10,325	10,978	11,923	12,933
무형자산상각비	8	8	-	-	CFPS	584	916	944	1,010
지분법관련손실(이익)	0	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	104	303	311	312	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-38	-80	-72	-72	PER	5.5	4.5	3.1	2.9
무형자산의 처분(취득)	0	0	0	0	PBR	0.3	0.3	0.2	0.2
금융상품의 증감	-161	0	-	-	PCR	5.3	3.2	3.1	2.9
재무활동 현금흐름	1,170	368	363	363	EV/EBITDA	7.0	5.7	4.5	5.0
단기금융부채의증감	-2	-12	-17	-17	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	398	398	398	ROE	5.6	6.0	7.9	7.8
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	3.9	5.6	5.7	6.0
배당금지급	0	-	-	-	부채비율	192.1	171.0	163.3	157.2
현금및현금성자산의증감	180	341	843	-235	순부채비율	36.8	34.8	22.3	31.0
기초현금및현금성자산	982	1,162	1,503	2,346	매출채권회전율(x)	4.5	3.0	2.9	3.0
기밀현금및현금성자산	1,162	1,503	2,346	2,111	재고자산회전율(x)	5.8	4.8	5.1	5.2

자료 : 대우건설, iM증권 리서치본부

### 대우건설 투자의견 및 목표주가 변동추이



### Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

### [투자의견]

#### 종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

#### 산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

### [투자등급 비율 : 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%