

Overweight
(Maintain)건설 Analyst 신대현
shin8d@kiwoom.com

건설

1Q25 Preview: 마냥 편하지만은 않은 시장



1분기 중견건설사들 총 9곳이 법정관리에 들어가는 등 건설 업황의 어려움은 지속되고 있고, 미분양 물량은 증가하고 있다. 또한 수도권 부동산 시장도 일부 둔화되는 모습을 보이고 있다. 다만, 하반기로 갈수록 금리인하, 추경 등의 영향으로 유동성 환경이 개선될 수 있고, 공급 감소에 따른 미분양 감소도 기대할 수 있다. 대형 건설사들에 대한 긍정적인 시각을 유지하고, Top Pick 현대건설, 관심 종목으로 DL이앤시를 제시한다.

>>> 단기적으로 부정적일 수 있는 부동산 지표

올해 중견건설사들에서 총 9곳이 법정관리에 들어가는 등 **건설 업황의 어려움은 지속되고 있는 모습**이 보인다. 대부분 높아진 공사비로 인한 수익성 부진과 미분양, PF 전환 실패 등의 영향으로 인한 유동성 악화 영향으로 보인다. 최근 부동산 지표들 살펴보면, **경기도권을 중심으로 미분양은 증가하고 있고, 전국적으로 준공 후 미분양 증가도 지속되고 있다**. 게다가 토허제 재지정과 은행권 가계대출총량 규제 이후 **서울을 중심으로 수도권 부동산 가격도 상승이 둔화되는 모습**이 보이고 있다. 착공 지표 또한 예상대로 부진한 모습을 보이면서 올해 건설사들의 외형 성장을 기대하기는 어려울 것으로 판단되고, **작년과 달리 도급증액 환경도 쉽지 않은 상황으로 파악된다**.

>>> 올해 하반기로 갈수록 긍정적일 것이란 시각은 유지

그럼에도 올해 하반기로 갈수록 긍정적인 영향이 더 많을 것으로 전망된다. 최근 **수도권 미분양 증가는 부담되나 준공 전까지 분양은 지속되는 만큼 여전히 시간은 있다고 판단된다**. 또한, 수도권 준공도 감소하는 모습이 보이고, 착공도 부진한 모습을 보이는 만큼 **공급 감소에 따라 미분양 물량의 해소가 가능할 것으로 판단된다**. 토허제 재지정으로 인해 부동산 시장의 매매가 상승 둔화세가 보이고 있으나, 이는 탄핵 선고 이후 부동산 시장 규제 우려가 영향을 미친 것으로 보인다. 다만, 이전 자료에서 이야기한 것처럼 **양당의 부동산 정책 기조는 실수요자(1주택자) 중심의 부동산 시장 재편으로 비슷한 모습을 보일 것으로 기대되기 때문에, 결국 수도권 시장의 부동산 시장 강세는 지속될 것으로 예상된다**.

게다가 **하반기로 갈수록 유동성 환경이 개선될 여지가 높다**. 비록 가계대출에 대한 규제는 지속되고 있으나, M2지표가 20년 평균 수준까지 상승했고, 이를 상회하는 경우 대체로 아파트 매매가는 강세를 보였다. 한국은행의 **기준금리 인하 기조는 지속될 것으로 예상되는 가운데, 최근 산불에 따른 10조원 규모의 추경과 대선 이후 추경이 추가적으로 나올 시 유동성 환경은 추가적으로 개선될 수 있다** 판단된다. 대선 이후 **정치적 불확실성이 해소됨에 따라 점차 부동산 시장의 심리도 개선될 것으로 예상되고**, 이는 유동성 증가와 함께 건설업황에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망된다.

Compliance Notice

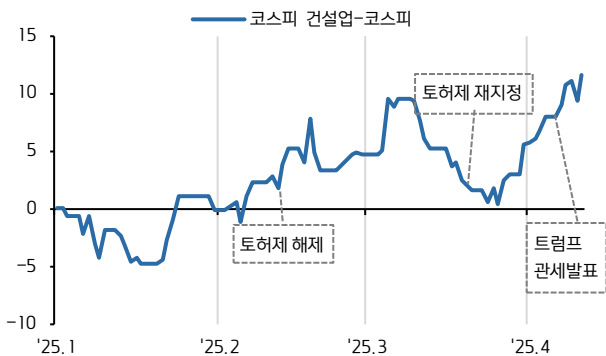
- 당사는 4월 14일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

건설 업종 투자전략

중견건설사들의 부동산 시장에서의 어려움에도 불구하고 대형 주택 건설사에 대한 **긍정적인 시각을 유지**한다. 실수요자 중심의 부동산 시장 재편으로 서울 중심의 수도권 부동산 시장은 강세를 보일 수 있을 것으로 전망되고, **대형건설사들은 수도권 중심의 수주를 지속하면서 수혜가 기대**된다. 또한, **도시정비 수주잔고가 증가함에 따라 상대적으로 미분양 리스크가 적다고 판단**된다. 여전히 **공사비 감소는 지속**되는 가운데, 상반기에 다수의 입주물량이 예정되어 있는 만큼, **고원가 현장의 준공에 따라 하반기로 갈수록 매출총이익률 개선세도 지속될 것으로 판단**된다.

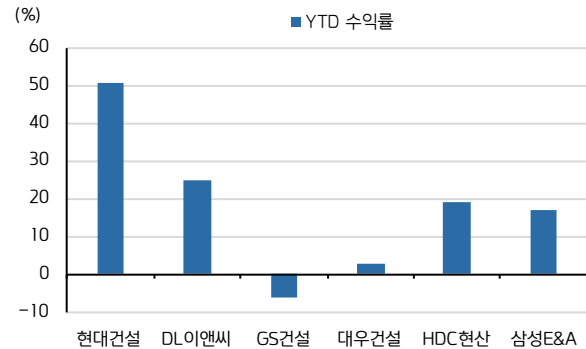
TOP Pick 현대건설, 관심종목 DL이앤씨를 제시한다. **현대건설**의 경우 올해는 국내외 고원가 현장들의 준공과 함께 수익성 회복이 전망되고, 내년부터는 원전과 전략 상품 확대에 따른 구조적 변화를 통한 안정적이고 높은 수익성이 기대된다. **DL이앤씨**는 선별적 수주를 통해 확보한 높은 주택마진률이 하반기에 추가적인 개선이 가능할 것으로 전망되고, 공공 물량을 확대하면서 안정적인 수익성을 확보할 수 있을 것으로 기대된다.

코스피 대비 건설업 추가 퍼포먼스



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

건설사별 YTD 수익률



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

건설사 주요 종목 Valuation Table

(단위: 억 USD, X, %)	시가총액	매출액(억 USD)			영업이익(억 USD)			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	136.2	308.8	284.1	297.0	21.9	21.3	23.9	9.3	8.6	7.9	0.60	0.55	0.53	6.9	7.0	7.0	2.3	2.3	2.4
현대건설	29.5	239.6	209.7	209.3	-9.2	6.6	8.2	-16.8	7.1	5.6	0.35	0.50	0.46	-5.0	7.4	8.7	2.4	2.2	2.3
대우건설	9.3	77.0	62.7	68.2	3.0	2.8	3.8	5.5	5.5	3.8	0.30	0.29	0.27	2.3	5.6	7.6	0.0	0.0	3.0
GS건설	9.8	94.3	86.1	89.1	2.4	3.0	4.0	6.0	5.5	3.8	0.33	0.29	0.27	3.7	5.6	7.5	1.7	3.5	4.1
DL이앤씨	10.7	61.0	53.7	56.0	2.1	3.2	3.7	5.4	4.9	4.1	0.26	0.33	0.31	4.2	7.0	7.8	1.6	2.2	2.5
HDC현대산업개발	9.8	31.2	30.7	33.1	1.4	2.4	3.1	7.6	5.6	4.0	0.37	0.43	0.39	5.0	8.0	10.3	3.9	4.4	5.2
아이에스동서	3.6	11.1	9.4	9.9	1.2	1.1	1.2	-4.3	16.3	5.4	0.46	0.38	0.36	2.1	2.3	6.9	4.8	5.1	5.6
삼성E&A	26.4	73.1	66.0	72.3	7.1	5.0	5.8	4.3	6.3	5.6	0.77	0.81	0.72	19.8	13.4	13.6	4.0	3.6	3.8
Fluor	55.9	163.2	183.0	194.5	3.7	5.5	6.2	21.3	19.5	17.0	2.11	2.10	1.88	71.8	10.9	11.1	0.0	0.3	0.4
Tecnicas Reunidas	11.8	48.2	56.4	59.9	2.0	2.5	2.9	9.8	9.5	7.5	2.26	2.26	1.76	25.6	26.0	26.0	0.0	0.0	2.0
Vinci	749.2	783.9	835.6	862.1	92.7	106.8	111.2	11.8	12.6	11.4	1.87	1.99	1.80	16.8	15.9	16.8	4.8	4.4	4.9
JCG Holdings	19.4	55.2	57.2	54.1	-3.1	1.6	2.0	-14.2	17.8	11.7	0.84	0.84	0.80	-6.1	4.8	6.8	3.1	3.1	3.3
Sinopec Engineering	29.0	89.2	98.3	103.1	2.2	2.7	2.9	12.0	10.0	9.4	0.94	0.83	0.81	7.7	8.4	8.7	5.3	6.4	6.8
D.R Horton	377.5	366.9	367.2	390.0	58.7	53.1	57.2	9.9	9.9	8.7	1.78	1.50	1.39	19.6	15.6	15.9	0.9	1.2	1.3
Lennar	276.1	355.8	359.7	375.2	47.8	36.7	39.4	9.5	11.9	10.3	1.35	1.28	1.15	14.8	11.7	13.8	1.4	1.7	1.7
KB Home	36.5	69.1	67.1	67.9	7.8	6.5	6.7	7.8	8.8	8.3	1.16	1.02	0.93	16.4	12.2	11.9	1.5	1.6	1.6

자료: Bloomberg Consensus, Dataguide Consensus, 키움증권 리서치센터

주1) '25년 4월 11일 종가기준

키움증권 매출액, 영업이익 추정치 변화

(십 억) 회사명	구분	매출액				영업이익				YoY	
		'24 년	'25 년 기준	'25 년 신규	변화	'24 년	'25 년 기준	'25 년 신규	변화	매출액	영업이익
현대건설	1Q	8,545	7,862	7,876	0%	251	177	197	12%	-8%	-21%
	2Q	8,621	7,783	7,795	0%	143	253	221	-13%	-10%	54%
	3Q	8,261	7,449	7,502	1%	118	276	267	-3%	-9%	126%
	4Q	7,267	7,460	7,609	2%	-1,733	275	276	0%	5%	흑전
	연간	32,694	30,554	30,782	1%	-1,221	981	962	-2%	-6%	흑전
DL 이앤씨	1Q	1,891	1,984	1,880	-5%	61	96	76	-21%	-1%	24%
	2Q	2,070	2,029	1,980	-2%	33	130	117	-10%	-4%	260%
	3Q	1,920	1,842	1,904	3%	84	121	139	15%	-1%	66%
	4Q	2,447	2,076	2,096	1%	96	115	134	17%	-14%	40%
	연간	8,328	7,931	7,861	-1%	272	462	465	1%	-6%	71%
GS 건설	1Q	3,071	3,211	3,167	-1%	70	122	77	-37%	3%	10%
	2Q	3,297	3,278	3,225	-2%	94	110	101	-8%	-2%	8%
	3Q	3,109	3,128	3,089	-1%	82	149	114	-24%	-1%	40%
	4Q	3,387	3,173	3,155	-1%	41	85	78	-9%	-7%	92%
	연간	12,864	12,790	12,637	-1%	286	467	370	-21%	-2%	29%
대우건설	1Q	2,487	2,271	2,254	-1%	115	84	81	-3%	-9%	-30%
	2Q	2,822	2,359	2,326	-1%	105	105	90	-14%	-18%	-14%
	3Q	2,548	2,052	2,070	1%	62	78	84	7%	-19%	34%
	4Q	2,647	2,237	2,206	-1%	121	126	90	-29%	-17%	-26%
	연간	10,504	8,919	8,857	-1%	403	393	345	-12%	-16%	-15%
삼성 E&A	1Q	2,385	2,423	2,397	-1%	209	172	172	0%	1%	-18%
	2Q	2,686	2,448	2,468	1%	263	168	173	3%	-8%	-34%
	3Q	2,317	2,428	2,476	2%	204	170	180	6%	7%	-12%
	4Q	2,579	2,458	2,539	3%	296	158	172	9%	-2%	-42%
	연간	9,967	9,757	9,880	1%	972	668	696	4%	-1%	-28%

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

키움증권 추정치 VS 컨센서스

(십 억) 회사명	구분	키움추정치			컨센서스			차이		
		1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E
현대건설	매출액	7,875.7	30,781.8	31,980.6	7,539.5	30,459.6	30,281.8	4.5%	1.1%	5.6%
	영업이익	197.4	961.8	1,248.9	190.0	966.1	1,230.6	3.9%	-0.4%	1.5%
	지배주주순이익	143.4	681.2	861.0	130.6	609.1	774.4	9.8%	11.8%	11.2%
DL 이앤씨	매출액	1,880.4	7,860.6	8,214.7	1,868.6	7,838.8	8,170.6	0.6%	0.3%	0.5%
	영업이익	75.5	465.3	589.6	87.7	465.0	544.7	-13.9%	0.1%	8.2%
	지배주주순이익	55.1	327.7	406.9	67.3	351.6	420.5	-18.2%	-6.8%	-3.2%
GS 건설	매출액	3,167.5	12,636.6	12,758.6	3,146.2	12,615.9	12,976.5	0.7%	0.2%	-1.7%
	영업이익	77.4	370.2	522.8	86.4	435.0	583.4	-10.5%	-14.9%	-10.4%
	지배주주순이익	55.6	264.2	375.5	58.0	255.7	366.6	-4.2%	3.3%	2.4%
대우건설	매출액	2,254.4	8,856.9	8,971.5	2,172.1	8,812.2	9,595.2	3.8%	0.5%	-6.5%
	영업이익	80.9	344.5	432.1	83.8	388.8	535.2	-3.4%	-11.4%	-19.3%
	지배주주순이익	52.0	222.5	288.3	46.1	243.4	349.7	12.7%	-8.6%	-17.6%
삼성 E&A	매출액	2,397.3	9,879.9	10,755.3	2,325.0	9,677.3	10,474.7	3.1%	2.1%	2.7%
	영업이익	172.1	696.1	841.9	176.0	741.7	844.6	-2.2%	-6.2%	-0.3%
	지배주주순이익	132.9	538.0	659.6	147.0	597.7	675.0	-9.6%	-10.0%	-2.3%

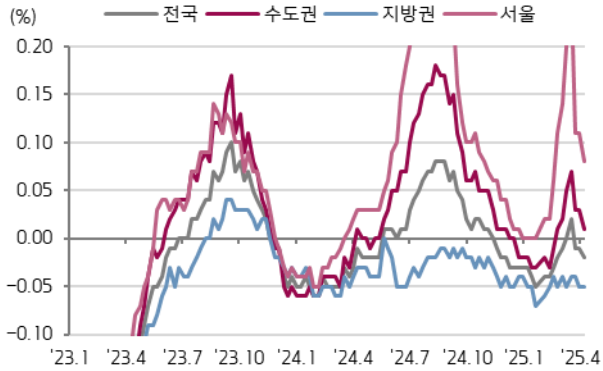
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

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	80,849	-15.1%	63,849	-10.7%	305,285	323,396	5.9%
	수주잔고	912,515	901,228	865,905	899,316	895,699	-1.8%	867,046	-3.8%	899,316	918,359	2.1%
	매출액	85,453	86,212	82,611	72,668	78,757	-7.8%	75,021	-13.0%p	326,944	307,818	-5.8%
	영업이익	2,509	1,433	1,183	-17,520	1,974	-21.3%	2,670	86.3%p	-12,395	9,618	흑전
	OPM	2.9%	1.7%	1.4%	-24.1%	2.5%	-14.6%p	3.6%	114.1%p	-3.8%	3.1%	6.9%p
	순이익(지배)	1,554	1,505	505	-4,952	1,434	-7.7%	1,869	24.2%	-1,388	6,812	흑전
대우건설	신규수주	24,894	19,114	29,714	25,406	22,957	-7.8%	46,925	145.5%	99,128	141,291	42.5%
	수주잔고	456,572	449,888	447,777	444,401	444,814	-2.6%	468,476	4.1%	444,401	497,123	11.9%
	매출액	24,873	28,215	25,478	26,470	22,544	-9.4%	23,264	-17.5%	105,036	88,569	-15.7%
	영업이익	1,148	1,048	623	1,212	809	-29.5%	902	-14.0%	4,031	3,445	-14.5%
	OPM	4.6%	3.7%	2.4%	4.6%	3.6%	-22.2%p	3.9%	4.3%p	3.8%	3.9%	0.1%p
	순이익(지배)	884	947	381	130	520	-41.2%	585	-38.3%	2,341	2,225	-5.0%
GS 건설	신규수주	33,020	50,448	46,143	69,492	29,000	-12.2%	35,500	-29.6%	199,103	142,500	-28.4%
	수주잔고	545,700	577,019	567,284	599,532	597,101	9.4%	600,589	4.1%	599,532	616,622	2.9%
	매출액	30,710	32,972	31,092	33,865	31,675	3.1%	32,253	-2.2%p	128,639	126,366	-1.8%
	영업이익	701	939	817	374	774	10.4%	1,010	7.5%p	2,831	3,702	30.8%
	OPM	2.3%	2.8%	2.6%	1.1%	2.4%	7.0%p	3.1%	9.9%p	2.2%	2.9%	0.7%p
	순이익(지배)	1,349	269	1,187	-339	556	-58.8%	718	167.1%	2,466	2,642	7.1%
DL 이앤씨	신규수주	19,109	11,481	29,134	35,091	16,800	-12.1%	34,200	197.9%	94,816	119,000	25.5%
	수주잔고	308,367	301,209	303,625	301,781	294,799	-4.4%	304,303	1.0%	301,781	323,674	7.3%
	매출액	18,905	20,702	19,200	24,472	18,804	-0.5%	19,801	-4.4%	83,279	78,606	-5.6%
	영업이익	609	325	835	955	755	24.0%	1,170	260.1%	2,725	4,653	70.8%
	OPM	3.2%	1.6%	4.4%	3.9%	4.0%	24.6%p	5.9%	276.5%p	3.3%	5.9%	2.6%p
	순이익(지배)	260	406	553	700	551	111.9%	824	102.7%	1,919	3,277	70.8%
삼성 E&A	신규수주	14,141	95,030	5,924	29,055	33,000	133.4%	38,000	-60.0%	144,150	127,000	-11.9%
	수주잔고	159,852	241,417	218,580	213,261	222,288	39.1%	235,608	-2.4%	213,261	241,462	13.2%
	매출액	23,847	26,863	23,170	25,786	23,973	0.5%	24,680	-8.1%p	99,666	98,799	-0.9%
	영업이익	2,094	2,625	2,039	2,958	1,721	-17.8%	1,725	-34.3%p	9,716	6,961	-28.4%
	OPM	8.8%	9.8%	8.8%	11.5%	7.2%	-18.2%p	7.0%	-28.5%p	9.7%	7.0%	-2.7%p
	순이익(지배)	1,620	3,153	1,637	1,159	1,329	-17.9%	1,333	-57.7%	7,569	5,380	-28.9%

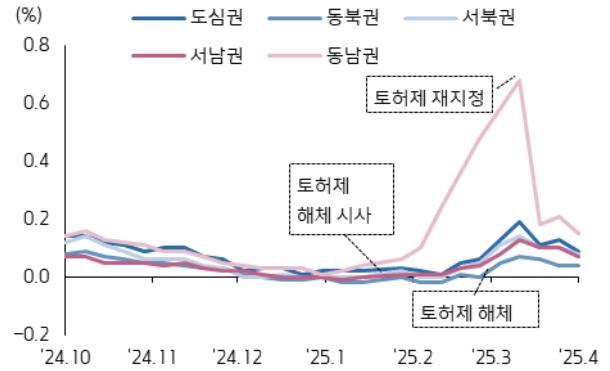
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

전국 주간 아파트 매매가격 변화율



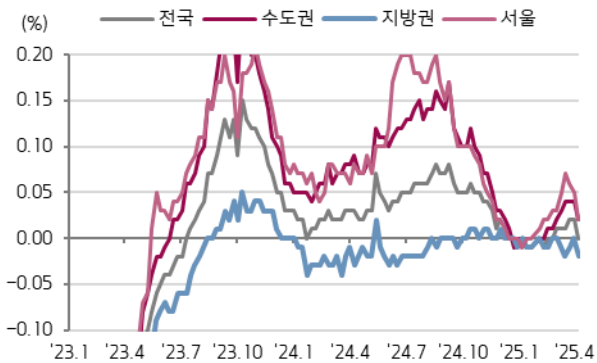
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치

서울 주간 아파트 매매가격 변화율-토허제 재지정 후 하락



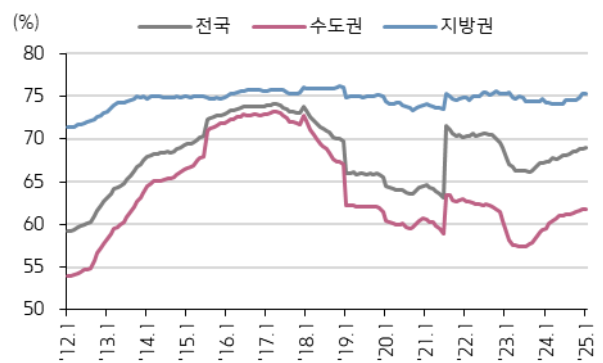
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치

전국 주간 아파트 전세가격 변화율-토허제 재지정 후 하락



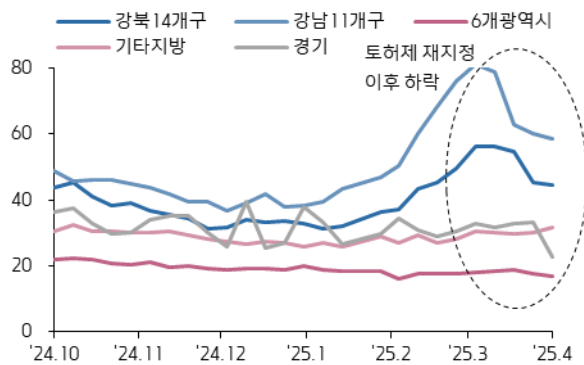
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치

아파트 전세가/매매가 비율(중위값 기준)



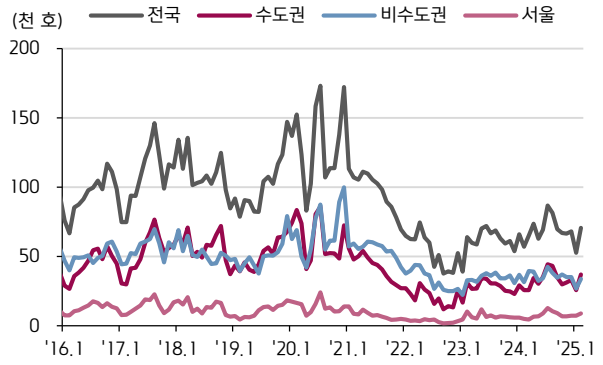
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치

KB부동산 주간 매도우위지수 - 토허제 재지정 후 하락



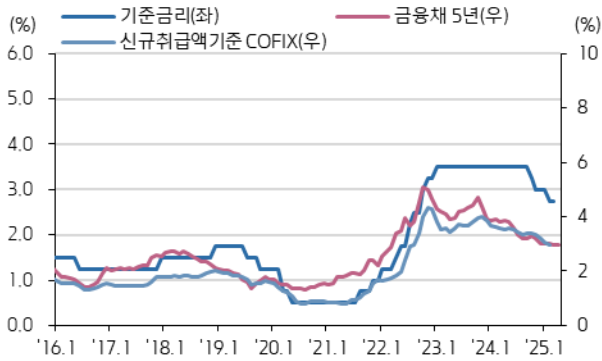
자료: KB부동산, 키움증권 리서치

월간 아파트 거래량 추이



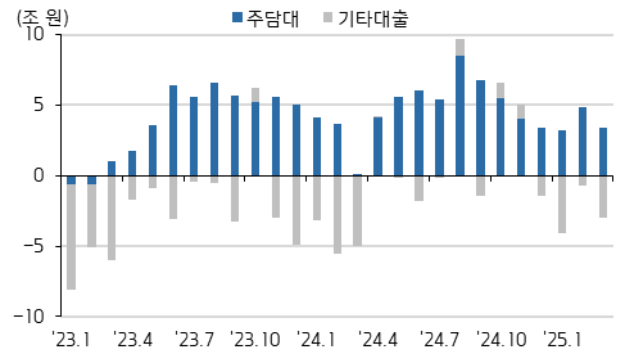
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치

금융채 5년 및 신규취급 COFIX 금리(중장기), 기준금리



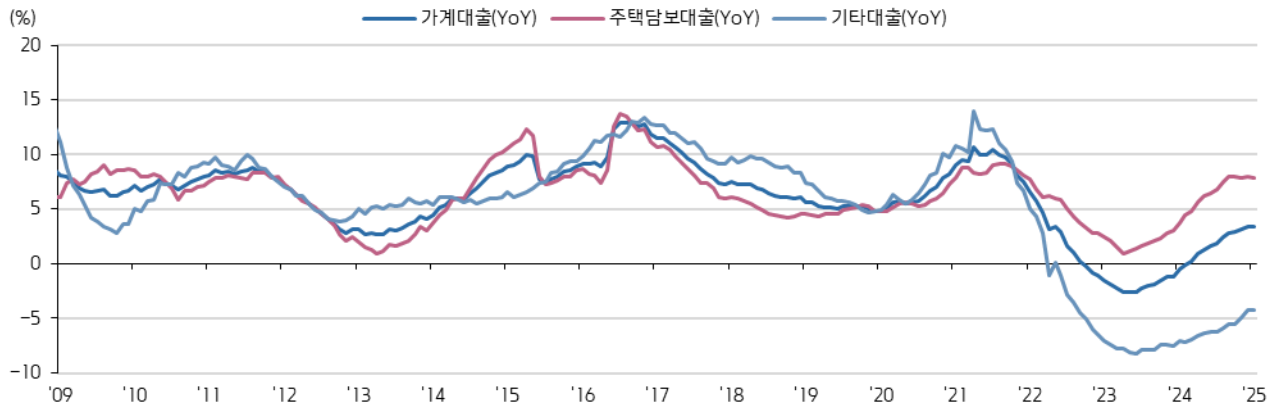
자료: 한국은행, 은행연합회, KOFIA, 키움증권 리서치

가계대출 동향-주담대, 기타대출 MoM 변화



자료: 금융위, 키움증권 리서치

월별 가계 신용 YoY 변화율 - 정부 가계대출 총량 규제 영향으로 주담대 상승률 제한



자료: 한국은행, 키움증권 리서치

M2 증가율 추이- 20년 평균(7.8%) 수준까지 상승한 모습

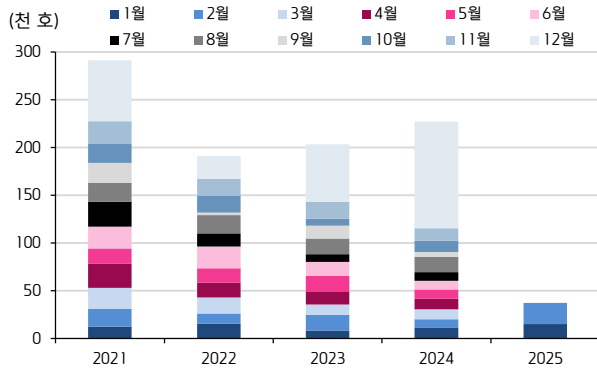


자료: 한국은행, 한국부동산원, 키움증권 리서치

주1) 파랑색 음영은 아파트 매매가 YoY 3% 이상 상승

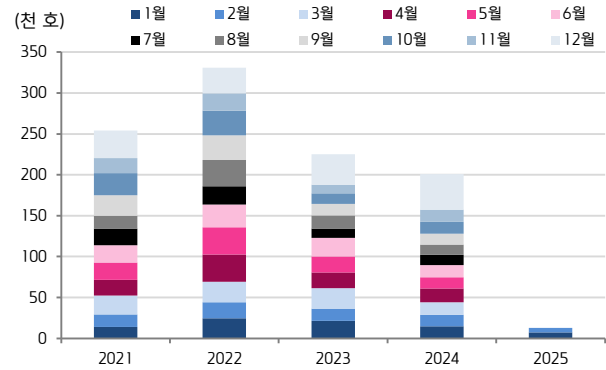
주2) 분홍색 음영은 아파트 매매가 YoY -1% 이하 하락

수도권 인허가 추이



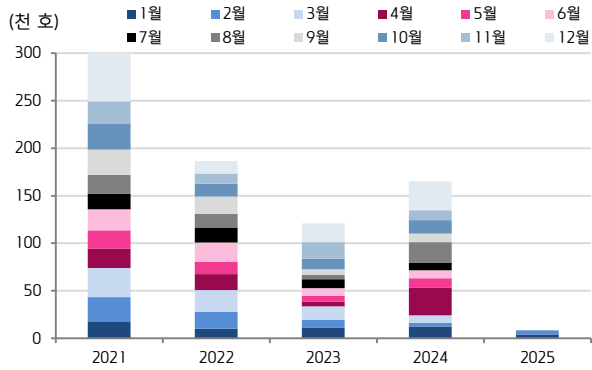
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치

비수도권 인허가 추이



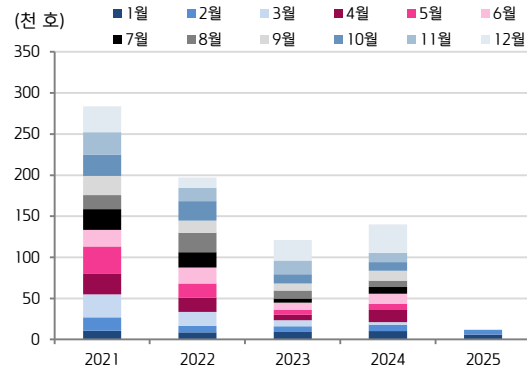
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치

수도권 착공 추이



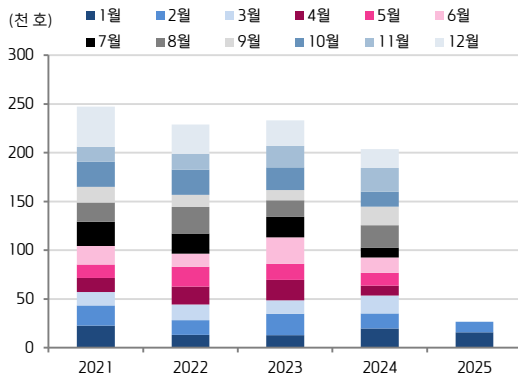
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치

비수도권 착공 추이



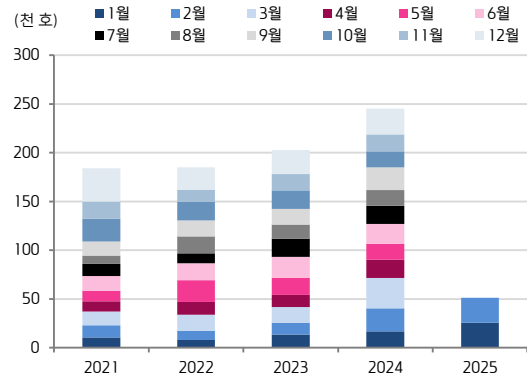
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치

수도권 준공 추이 - 올해 수도권 준공 감소 예상



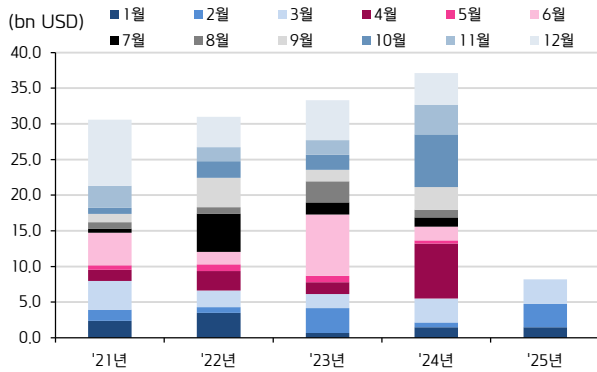
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치

비수도권 준공 추이



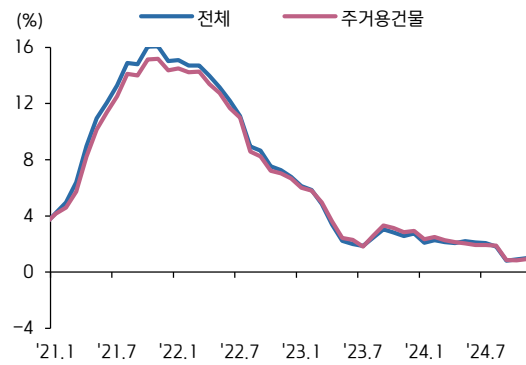
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치

해외 수주 현황-1Q25 작년대비 증가한 모습



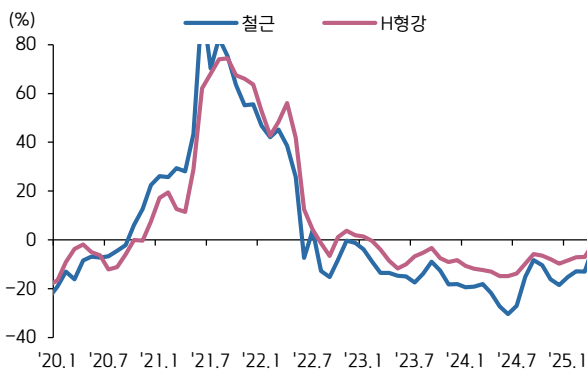
자료: 해외건설협회, 키움증권 리서치

건설공사비지수 - 상승세 제한적



자료: 한국건설기술연구원, 키움증권 리서치

철근, H형강 가격 YoY - 3월까지 하락세 지속



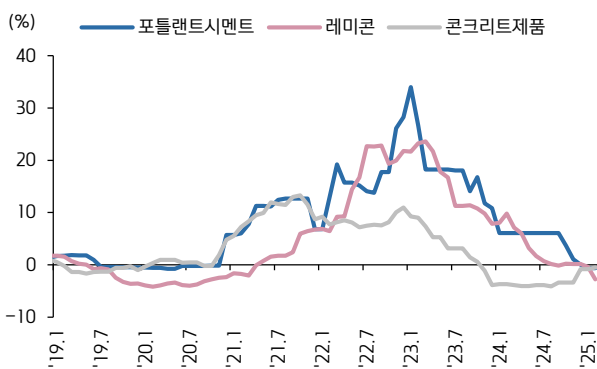
자료: 철강금속신문, 키움증권 리서치

유연탄 가격 YoY - 3월까지 하락세 지속



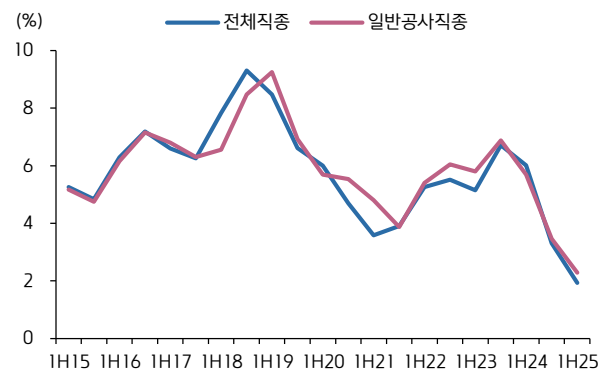
자료: 한국자원정보서비스, 키움증권 리서치

시멘트, 레미콘, 콘크리트제품 가격 YoY - 하락세



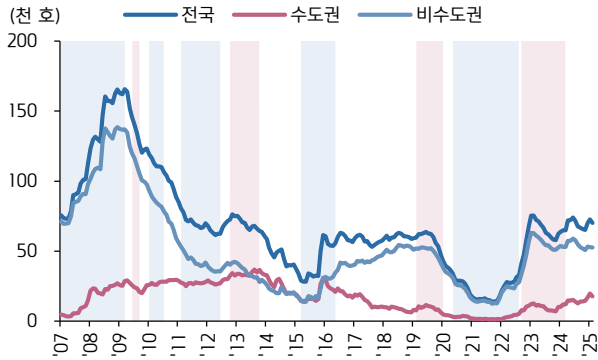
자료: 한국은행, 키움증권 리서치

건설업 평균 임금 YoY - 상승세 둔화



자료: 대한건설협회, 키움증권 리서치

전국, 수도권, 비수도권 미분양 추이 - 경기도권 증가

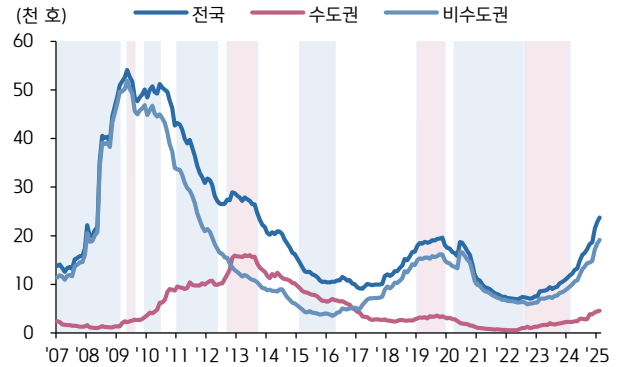


자료: 국토교통부, 한국부동산원, 키움증권 리서치

주1) 파랑색 음영은 아파트 매매가 YoY 3% 이상 상승

주2) 분홍색 음영은 아파트 매매가 YoY -1% 이하 하락

전국, 수도권, 비수도권 준공 후 미분양 추이 - 전국 증가



자료: 국토교통부, 한국부동산원, 키움증권 리서치

주1) 파랑색 음영은 아파트 매매가 YoY 3% 이상 상승

주2) 분홍색 음영은 아파트 매매가 YoY -1% 이하 하락

건설사별 분양 세대수

(호)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
현대건설	25,795	20,473	27,767	40,360	36,023	11,942	25,661	23,250
대우건설	13,741	20,655	33,148	28,344	17,678	15,540	19,483	16,422
GS 건설	20,748	16,616	25,641	26,880	28,001	22,098	16,445	16,251
DL 이앤씨	18,891	28,222	23,556	16,080	22,015	5,845	13,026	11,985

자료: 각 사, 키움증권 리서치

주1) DL이앤씨는 착공기준

1) 현대건설 1Q25 Preview: 비 온 뒤 땅은 굳는다

투자의견 BUY,
목표주가 52,000원

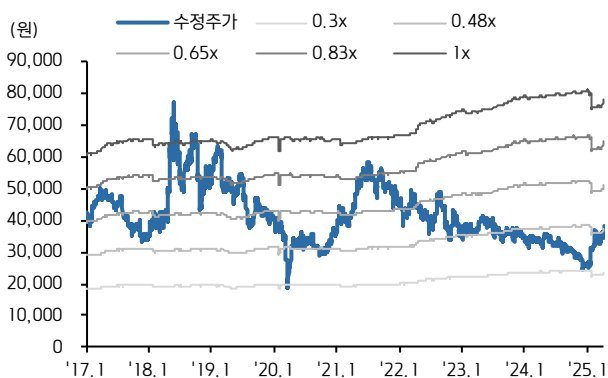
현대건설의 1분기 연결 영업이익은 1,974억원(YoY-21%)으로 시장 컨센서스를 소폭 상회할 것으로 전망된다. 1분기 반영될 것으로 예상되었던 사고에 따른 비용이 반영되지 않은 영향 때문이다. 관련된 비용은 향후 손실 비용이 확정 된 후 반영될 것으로 전망되나, 그 규모는 연간 영업이익 컨센서스를 크게 훼손하지 않을 정도로 예상된다. 고원가 현장들의 준공된다는 점에서 사고 관련 비용을 감안하더라도 연중 영업이익 개선세는 지속될 수 있다고 판단된다.

현대건설은 구조적인 변화를 꾀하고 있고, '26년부터 이런 구조적 변화가 회사 재무에도 영향을 미칠 것으로 전망된다. 회사는 CEO Investor Day에서 이미 에너지사업과 전략상품 확대에 나설 것을 제시한 바 있다. 에너지 사업에서는 글로벌 대형원전 시공사의 지위가 부각될 것으로 예상되고, '25년 말 코즐로두이 원전 본계약이 기대된다. SMR에서도 Holtec과의 협업을 통해 향후 시장 개화 시 주요 플레이어가 될 가능성이 있다.

전략상품에선 도시정비와 복합개발사업에 주목할 필요가 있다. 회사는 '24년 기준 6년 연속 도시정비 수주 1위를 차지했고, 프리미엄 아파트 브랜드 '디에이치'를 통해 서울 주요 입지에 진입하여 중장기적으로 안정적인 수익성을 창출 할 것으로 전망된다. 복합 개발사업은 '25년 4월 가양동 CJ부지 착공을 시작했고, 향후 북정역세권과 3건의 호텔개발 사업이 남아있다. 복합개발사업은 단순 시공을 넘어 분양 수익이 향후 추가로 발생할 수 있다는 점에서 높은 수익성을 기대할 수 있어 긍정적이라 판단된다.

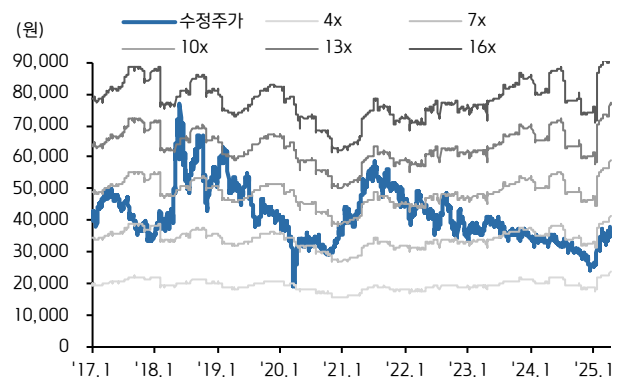
현대건설에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 52,000원을 유지한다. 올해는 고원가 현장들의 준공과 함께 수익성이 회복할 것으로 전망되고, 내년부터는 회사의 중장기적 계획에 따른 구조적 변화를 통한 안정적인고 높은 수익성이 기대된다. 이는 회사 주가 밸류에이션을 확대할 수 있는 요인이라 판단된다.

현대건설 12개월 Forward P/B Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

현대건설 12개월 Forward P/E Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

현대건설 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
신규수주	9,518	7,147	5,594	8,270	8,085	5,435	6,385	12,435	30,529	32,340	31,769
현대건설	3,790	5,285	4,450	4,787	6,530	2,680	4,430	7,430	18,311	21,070	19,145
현대엔지니어링	5,676	1,692	1,087	3,548	1,500	2,700	1,900	4,950	12,002	11,050	12,400
수주잔고	91,252	90,123	86,591	89,932	89,570	87,516	86,705	91,836	89,932	91,836	92,936
현대건설	58,479	59,647	58,839	60,905	63,547	62,319	62,916	66,430	60,905	66,430	68,585
현대엔지니어링	32,489	30,118	27,417	28,150	26,023	25,197	23,789	25,406	28,150	25,406	24,351
매출액	8,545	8,621	8,261	7,267	7,876	7,795	7,502	7,609	32,670	30,782	31,981
YoY	41.7%	20.4%	5.1%	-15.5%	-7.8%	-9.6%	-9.2%	4.7%	10.3%	-5.8%	3.9%
현대건설	4,168	4,321	4,130	4,135	3,901	3,921	3,846	3,929	16,754	15,596	17,061
YoY	21.6%	14.0%	2.5%	-8.7%	-6.4%	-9.3%	-6.9%	-5.0%	6.2%	-6.9%	9.4%
토목	434	370	555	444	435	464	457	459	1,803	1,814	1,821
건축	2,790	2,935	2,601	2,610	2,498	2,461	2,403	2,379	10,935	9,740	10,763
플랜트	922	981	937	1,040	926	954	942	1,048	3,880	3,871	4,261
기타	22	35	37	41	43	43	43	43	135	171	216
현대엔지니어링	4,096	4,064	3,790	2,816	3,627	3,526	3,309	3,333	14,765	13,794	13,455
YoY	64.2%	26.1%	9.9%	-27.8%	-11.5%	-13.2%	-12.7%	18.4%	13.0%	-6.6%	-2.5%
매출총이익	533	342	348	-1,417	453	500	514	554	-217	2,021	2,329
YoY	40.4%	-13.9%	-32.5%	적전	-15.1%	46.1%	47.6%	흑전	적전	흑전	15.2%
현대건설	290	148	133	-197	215	240	239	256	373	950	1,178
YoY	35.8%	-38.2%	-37.0%	-205.2%	-25.9%	62.6%	80.1%	-229.6%	128.2%	-60.8%	-19.4%
토목	23	34	61	39	26	28	27	28	156	109	109
건축	190	7	79	92	121	134	132	140	367	527	749
플랜트	63	77	-53	-379	46	57	58	68	-292	230	213
현대엔지니어링	195	154	157	-1,297	209	221	228	253	-791	912	975
YoY	54.2%	-7.4%	1.1%	적전	7.2%	43.8%	45.2%	흑전	적전	흑전	6.9%
매출총이익률	6.2%	4.0%	4.2%	-19.5%	5.8%	6.4%	6.9%	7.3%	-0.6%	6.6%	7.3%
현대건설	6.9%	3.4%	3.2%	-4.8%	5.5%	6.1%	6.2%	6.5%	2.2%	6.1%	6.9%
토목	5.3%	9.3%	10.9%	8.7%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	8.7%	6.0%	6.0%
건축	6.8%	0.2%	3.0%	3.5%	4.9%	5.4%	5.5%	5.9%	3.4%	5.4%	7.0%
플랜트	6.9%	7.8%	-5.6%	-36.5%	5.0%	6.0%	6.2%	6.5%	-7.5%	5.9%	5.0%
현대엔지니어링	4.8%	3.8%	4.1%	-46.1%	5.8%	6.3%	6.9%	7.6%	-5.4%	6.6%	7.2%
판관비	282	199	230	335	256	279	247	278	1,046	1,059	1,080
판관비율	3.3%	2.3%	2.8%	4.6%	3.2%	3.6%	3.3%	3.7%	3.2%	3.4%	3.4%
영업이익	251	143	118	-1,752	197	221	267	276	-1,263	962	1,249
YoY	44.6%	-35.9%	-51.5%	적전	-21.3%	54.3%	125.7%	흑전	적전	흑전	29.9%
OPM	2.9%	1.7%	1.4%	-24.1%	2.5%	2.8%	3.6%	3.6%	-3.8%	3.1%	3.9%
현대건설	101	81	10	-384	76	92	110	101	-192	379	601
OPM	2.4%	1.9%	0.2%	-9.3%	2.0%	2.3%	2.9%	2.6%	-1.1%	2.4%	3.5%
현대엔지니어링	107	33	53	-1,434	106	90	126	133	-1,240	455	501
OPM	2.6%	0.8%	1.4%	-50.9%	2.9%	2.6%	3.8%	4.0%	-8.4%	3.3%	3.7%
세전이익	303	248	85	-1,578	229	253	299	308	-986	1,088	1,375
당기순이익	208	146	40	-1,131	166	183	216	223	-766	789	997
지배주주순이익	155	151	51	-495	143	158	187	193	-169	681	861
YoY	18.8%	-8.7%	-69.5%	적전	-7.7%	5.1%	270.2%	흑전	적전	흑전	26.4%

자료: 현대건설, 키움증권 리서치

현대건설 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	21,239	29,651	32,670	30,782	31,981
매출원가	19,726	27,949	32,887	28,761	29,651
매출총이익	1,513	1,703	-217	2,021	2,329
판관비	938	917	1,046	1,059	1,080
영업이익	575	785	-1,263	962	1,249
EBITDA	757	982	-1,042	1,202	1,487
영업외손익	179	154	278	126	126
이자수익	162	180	217	228	245
이자비용	44	64	101	91	87
외환관련이익	410	340	521	304	304
외환관련손실	348	321	382	290	290
종속 및 관계기업손익	-13	-5	6	-4	-4
기타	12	24	17	-21	-42
법인세차감전이익	754	940	-986	1,088	1,375
법인세비용	283	285	-219	299	378
계속사업순손익	471	654	-766	789	997
당기순이익	471	654	-766	789	997
지배주주순이익	409	536	-169	681	861
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	17.6	39.6	10.2	-5.8	3.9
영업이익 증감율	-23.7	36.5	-260.9	-176.2	29.8
EBITDA 증감율	-18.2	29.7	-206.1	-215.4	23.7
지배주주순이익 증감율	0.4	31.1	-131.5	-503.0	26.4
EPS 증감율	-0.4	31.1	적전	흑전	26.4
매출총이익률(%)	7.1	5.7	-0.7	6.6	7.3
영업이익률(%)	2.7	2.6	-3.9	3.1	3.9
EBITDA Margin(%)	3.6	3.3	-3.2	3.9	4.6
지배주주순이익률(%)	1.9	1.8	-0.5	2.2	2.7

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-143	-715	-119	1,167	1,022
당기순이익	471	654	-766	789	997
비현금항목의 가감	470	557	258	516	572
유형자산감가상각비	172	187	211	227	225
무형자산감가상각비	9	10	10	13	13
지분법평가손익	-39	-11	-266	4	4
기타	328	371	303	272	330
영업활동자산부채증감	-827	-1,816	588	22	-329
매출채권및기타채권의감소	-1,076	-2,886	-1,540	912	-499
재고자산의감소	-91	54	43	-101	27
매입채무및기타채무의증가	866	536	1,621	-86	255
기타	-526	480	464	-703	-112
기타현금흐름	-257	-110	-199	-160	-218
투자활동 현금흐름	1,853	563	212	35	32
유형자산의 취득	-148	-222	-179	-221	-221
유형자산의 처분	18	38	6	0	0
무형자산의 순취득	-14	-13	-15	-13	-13
투자자산의감소(증가)	-217	335	-168	-39	-39
단기금융자산의감소(증가)	1,743	557	256	-4	-7
기타	471	-132	312	312	312
재무활동 현금흐름	-658	366	734	-181	-203
차입금의 증가(감소)	-431	566	942	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-115	-95	-95	-67	-90
기타	-112	-105	-113	-114	-113
기타현금흐름	-5	18	98	-121	-121
현금 및 현금성자산의 순증가	1,047	232	925	901	730
기초현금 및 현금성자산	2,927	3,974	4,206	5,130	6,031
기말현금 및 현금성자산	3,974	4,206	5,130	6,031	6,761

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	15,517	18,613	21,101	21,075	22,397
현금 및 현금성자산	3,974	4,206	5,130	6,031	6,761
단기금융자산	1,528	971	715	718	726
매출채권 및 기타채권	7,849	10,659	12,100	11,188	11,687
재고자산	855	816	777	878	851
기타유동자산	2,839	2,932	3,094	2,978	3,098
비유동자산	5,395	5,101	5,905	5,933	5,963
투자자산	1,557	1,217	1,390	1,425	1,459
유형자산	1,049	1,205	1,289	1,283	1,279
무형자산	721	724	751	751	751
기타비유동자산	2,068	1,955	2,475	2,474	2,474
자산총계	20,912	23,714	27,005	27,008	28,360
유동부채	8,757	10,357	14,664	13,778	14,033
매입채무 및 기타채무	6,806	7,715	9,940	9,854	10,110
단기금융부채	644	644	1,916	1,916	1,916
기타유동부채	1,307	1,998	2,808	2,008	2,007
비유동부채	2,230	2,902	2,672	2,672	2,672
장기금융부채	1,342	1,899	1,711	1,711	1,711
기타비유동부채	888	1,003	961	961	961
부채총계	10,987	13,259	17,336	16,450	16,706
지배지분	7,687	8,137	8,025	8,806	9,767
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	244	433	623
이익잉여금	6,009	6,420	6,130	6,721	7,493
비지배지분	2,238	2,319	1,644	1,752	1,888
자본총계	9,924	10,456	9,669	10,558	11,655

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,637	4,767	-1,500	6,060	7,659
BPS	68,380	72,383	71,394	78,340	86,886
CFPS	8,367	10,772	-4,522	11,607	13,956
DPS	600	600	600	800	800
주가배수(배)					
PER	9.6	7.3	-16.9	6.3	5.0
PER(최고)	14.0	9.3	-24.0		
PER(최저)	9.1	6.8	-16.1		
PBR	0.51	0.48	0.36	0.49	0.44
PBR(최고)	0.75	0.61	0.50		
PBR(최저)	0.48	0.45	0.34		
PSR	0.18	0.13	0.09	0.14	0.13
PCFR	4.2	3.2	-5.6	3.3	2.7
EV/EBITDA	3.5	3.7	-2.2	2.4	1.6
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	14.2	10.2	-8.7	11.3	8.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.7	1.7	2.4	2.1	2.1
ROA	2.3	2.9	-3.0	2.9	3.6
ROE	5.5	6.8	-2.1	8.1	9.3
ROIC	8.2	9.6	-22.8	12.0	15.2
매출채권회전율	3.0	3.2	2.9	2.6	2.8
재고자산회전율	27.0	35.5	41.0	37.2	37.0
부채비율	110.7	126.8	179.3	155.8	143.3
순차입금비율	-35.4	-25.2	-22.9	-29.6	-33.1
이자보상배율	13.1	12.3	-12.6	10.6	14.4
총차입금	1,986	2,543	3,627	3,627	3,627
순차입금	-3,516	-2,634	-2,218	-3,122	-3,859
NOPLAT	757	982	-1,042	1,202	1,487
FCF	-399	-1,240	-834	725	580

2) DL이앤씨 1Q25 Preview: 2보 전진을 위한 1보 후퇴

투자의견 BUY,
목표주가 54,000원

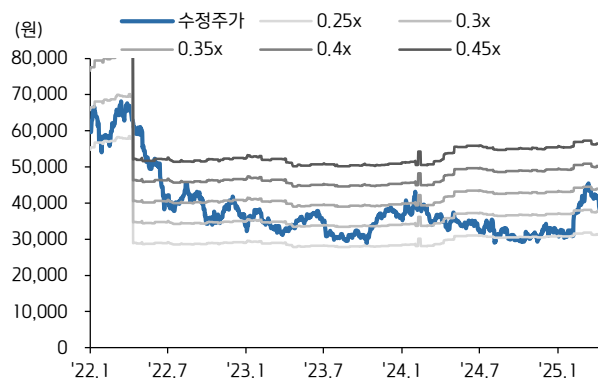
DL이앤씨의 1분기 영업이익은 755억원(YoY -21%)으로 컨센서스를 하회할 것으로 전망된다. 高원가 현장의 준공에 따라 주택부문 원가율이 예상보다 높을 것으로 전망되기 때문이다. 다만, DL건설의 경우 DL이앤씨 수준의 리스크 점검과 선별적 수주 영향으로 예상보다 원가율 개선세가 빠를 것으로 전망된다. 주택부문 매출액 하락은 지속될 것으로 예상되나, 高원가 현장들의 감소세가 지속되면서 2분기부터는 주택 마진 회복세가 다시금 이뤄질 것으로 전망된다. 또한 기존 프로젝트들의 진행률 상승에 힘입어, 플랜트 매출액의 상승세가 지속됨에 따라 영업이익 개선세는 지속될 것으로 전망된다.

DL이앤씨는 선별적인 수주를 통해 他건설사들대비 높은 주택 마진을 기록하고 있다. 올해도 이런 기조는 지속될 것으로 전망된다. 高원가 현장이 준공되고, '23~'24년 착공 물량의 매출 기여도가 상승함에 따라 하반기로 갈수록 주택 마진 회복세는 지속될 것으로 전망된다. 또한 회사는 '23~'24년 도시정비 착공을 늘려온 만큼 안정적인 수익성을 기대할 수 있을 것으로 판단된다.

최근 조합과 시공사 사이 공사비 상승에 따른 도급증액에 대한 마찰이 지속되고 있는 가운데, 회사는 도시정비 사업에서의 도급증액을 통한 수익성 추가 확보를 계획하고 있다. 따라서, 향후 도시정비 사업에서의 도급증액 규모는 확인할 필요 있다. 다만, 회사는 일반도급에서 공공 물량을 확대하며 안정적인 수익성을 확보할 계획이고, 민참사업에서의 도급 증액을 통해서도 추가적인 수익성을 확보할 수 있다. 또한, 이런 점들을 모두 제외하더라도 선별적인 수주를 통한 수익성 개선은 올해도 지속될 수 있다 판단된다.

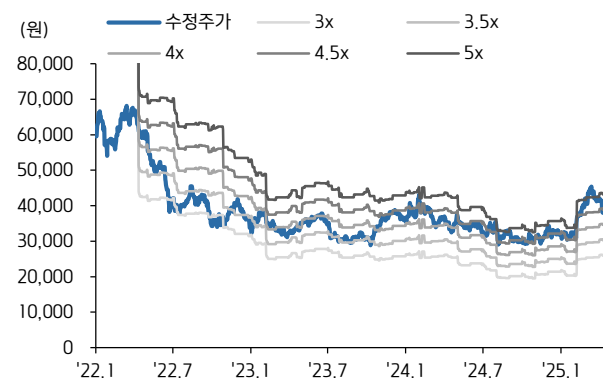
DL이앤씨에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 54,000원을 유지한다. 최근 회사의 밸류에이션은 이전과 달리 他건설사들 대비 프리미엄을 받고 있으나, 주택 마진 회복세를 지속될 것으로 전망되고, 향후에도 안정적인 수익성을 보일 것으로 전망되기 때문에 프리미엄은 충분히 설명 가능하다고 판단된다.

DL이앤씨 12개월 Forward P/B Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

DL이앤씨 12개월 Forward P/E Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

DL이앤씨 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
신규수주	1,911	1,148	2,913	3,509	1,680	3,420	3,400	3,400	9,482	11,900	11,000
DL 이앤씨	1,115	819	2,553	2,559	1,400	2,900	2,700	2,700	7,047	9,700	8,600
DL 건설	796	329	360	950	280	520	700	700	2,435	2,200	2,400
수주잔고	30,837	30,121	30,362	30,178	29,480	30,430	31,529	32,367	30,178	32,367	33,246
DL 이앤씨	23,677	23,605	24,371	23,718	23,232	24,145	24,934	25,524	23,718	25,524	25,889
DL 건설	7,160	6,516	5,991	6,460	6,247	6,285	6,595	6,843	6,460	6,843	7,357
매출액	1,891	2,070	1,920	2,447	1,880	1,980	1,904	2,096	8,328	7,861	8,215
YoY	2.2%	5.1%	4.5%	4.9%	-0.5%	-4.4%	-0.8%	-14.4%	4.2%	-5.6%	4.5%
DL 이앤씨	1,292	1,400	1,351	1,816	1,394	1,506	1,523	1,659	5,858	6,083	6,354
YoY	-3.6%	1.7%	8.1%	11.1%	7.9%	7.6%	12.8%	-8.6%	4.6%	3.8%	4.5%
토목	199	223	227	270	204	224	239	277	918	945	984
건축/주택	673	715	638	905	617	617	613	654	2,932	2,501	2,676
플랜트	418	461	485	642	572	663	669	727	2,006	2,631	2,689
기타	1	1	1	-1	2	2	2	1	2	6	5
DL 건설	597	672	570	630	493	482	390	452	2,469	1,817	1,886
매출총이익	181	167	210	289	203	238	248	279	847	967	1,099
YoY	-6.2%	-12.5%	18.9%	30.6%	12.0%	42.1%	17.8%	-3.3%	8.3%	14.2%	13.6%
DL 이앤씨	135	137	165	234	159	194	208	232	671	793	879
YoY	-16.7%	-9.8%	21.6%	27.2%	18.2%	41.1%	26.2%	-0.8%	5.9%	18.2%	10.8%
토목	20	20	24	9	20	22	24	28	73	94	98
건축/주택	47	50	49	128	52	71	83	95	274	301	401
플랜트	67	67	91	98	86	99	100	109	324	395	376
DL 건설	41	30	45	52	43	44	40	47	167	174	220
매출총이익률	9.6%	8.1%	10.9%	11.8%	10.8%	12.0%	13.0%	13.3%	10.2%	12.3%	13.4%
DL 이앤씨	10.4%	9.8%	12.2%	12.9%	11.4%	12.9%	13.7%	14.0%	11.5%	13.0%	13.8%
토목	10.1%	8.8%	10.4%	3.4%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	7.9%	10.0%	10.0%
건축/주택	7.0%	7.0%	7.7%	14.1%	8.5%	11.5%	13.5%	14.5%	9.3%	12.0%	15.0%
플랜트	16.0%	14.6%	18.8%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	16.1%	15.0%	14.0%
DL 건설	6.9%	4.4%	7.8%	8.2%	8.8%	9.1%	10.2%	10.4%	6.8%	9.6%	11.7%
판관비	120	135	127	193	127	121	109	145	575	502	510
판관비율	6.4%	6.5%	6.6%	7.9%	6.8%	6.1%	5.7%	6.9%	6.9%	6.4%	6.2%
영업이익	61	33	84	95.5	76	117	139	134	272	465	590
YoY	-32.4%	-54.8%	3.8%	8.3%	24.0%	260.1%	66.2%	40.1%	-17.6%	70.8%	26.7%
OPM	3.2%	1.6%	4.4%	3.9%	4.0%	5.9%	7.3%	6.4%	3.3%	5.9%	7.2%
DL 이앤씨	44	39	72	93	56	95	124	115	249	391	467
OPM	3.4%	2.8%	5.4%	5.1%	4.0%	6.3%	8.2%	7.0%	4.2%	6.4%	7.3%
DL 건설	12	-7	10	0	20	22	15	18	15	75	123
OPM	2.0%	-1.1%	1.8%	-0.1%	4.1%	4.5%	3.8%	4.1%	0.6%	4.1%	6.5%
세전이익	44	56	57	197	84	125	147	142	354	498	630
당기순이익	26	41	45	117	61	91	107	103	229	361	456
지배주주순이익	26	41	55	70	55	82	97	93	192	328	407
YoY	-71.1%	35.8%	-14.3%	1883.9%	111.9%	102.7%	75.0%	33.6%	2.1%	70.8%	24.2%

자료: DL이앤씨, 키움증권 리서치

DL이앤씨 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,497	7,991	8,318	7,852	8,205
매출원가	6,565	7,209	7,473	6,885	7,107
매출총이익	931	782	846	966	1,098
판관비	434	451	575	502	509
영업이익	497	331	271	465	589
EBITDA	583	418	356	495	617
영업외손익	99	-51	83	33	40
이자수익	94	116	106	128	136
이자비용	34	49	54	43	42
외환관련이익	168	68	192	43	43
외환관련손실	82	76	63	37	37
종속 및 관계기업손익	11	24	-8	-8	-8
기타	-58	-134	-90	-50	-52
법인세차감전이익	595	280	354	497	629
법인세비용	164	78	125	137	173
계속사업순손익	432	202	229	361	456
당기순이익	432	202	229	361	456
지배주주순이익	413	188	229	327	406
증감액 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-1.8	6.6	4.1	-5.6	4.5
영업이익 증감율	-48.1	-33.4	-18.1	71.6	26.7
EBITDA 증감율	-43.8	-28.3	-14.8	39.0	24.6
지배주주순이익 증감율	-28.4	-54.5	21.8	42.8	24.2
EPS 증감율	-29.0	-54.5	22.2	42.6	24.2
매출총이익률(%)	12.4	9.8	10.2	12.3	13.4
영업이익률(%)	6.6	4.1	3.3	5.9	7.2
EBITDA Margin(%)	7.8	5.2	4.3	6.3	7.5
지배주주순이익률(%)	5.5	2.4	2.8	4.2	4.9

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	152	231	188	1,007	719
당기순이익	432	202	229	361	456
비현금항목의 가감	380	434	411	239	264
유형자산감가상각비	75	78	76	23	23
무형자산감가상각비	12	10	9	8	6
지분법평가손익	-12	-25	-8	0	0
기타	305	371	334	208	235
영업활동자산부채증감	-482	-364	-375	458	77
매출채권및기타채권의감소	-85	-204	-408	306	-123
재고자산의감소	88	-51	18	26	-41
매입채무및기타채무의증가	51	62	267	152	263
기타	-536	-171	-252	-26	-22
기타현금흐름	-178	-41	-77	-51	-78
투자활동 현금흐름	-386	201	-167	-198	-201
유형자산의 취득	-18	-12	-10	-23	-23
유형자산의 처분	1	1	5	0	0
무형자산의 순취득	-6	-4	-2	0	0
투자자산의감소(증가)	-191	-101	-47	-18	-18
단기금융자산의감소(증가)	-292	319	10	-33	-36
기타	120	-2	-123	-124	-124
재무활동 현금흐름	-65	-189	-192	-143	-170
차입금의 증가(감소)	90	-3	-84	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	-29	-73	-20	-54	-68
배당금지급	-64	-44	-22	-23	-36
기타	-62	-69	-66	-66	-66
기타현금흐름	6	8	31	-79	-79
현금 및 현금성자산의 순증가	-292	252	-140	588	269
기초현금 및 현금성자산	2,045	1,752	2,004	1,864	2,452
기말현금 및 현금성자산	1,752	2,004	1,864	2,452	2,721

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	5,404	5,783	6,006	6,306	6,788
현금 및 현금성자산	1,752	2,004	1,864	2,452	2,721
단기금융자산	629	310	300	332	369
매출채권 및 기타채권	1,111	1,332	1,649	1,343	1,466
재고자산	853	938	921	895	936
기타유동자산	1,059	1,199	1,272	1,284	1,296
비유동자산	3,571	3,561	3,707	3,717	3,729
투자자산	1,257	1,358	1,404	1,422	1,440
유형자산	132	128	36	36	36
무형자산	35	33	29	21	15
기타비유동자산	2,147	2,042	2,238	2,238	2,238
자산총계	8,975	9,344	9,712	10,023	10,517
유동부채	3,211	3,749	3,855	4,006	4,269
매입채무 및 기타채무	1,393	1,555	1,821	1,973	2,236
단기금융부채	331	594	291	291	291
기타유동부채	1,487	1,600	1,743	1,742	1,742
비유동부채	1,072	827	1,012	1,012	1,012
장기금융부채	916	687	871	871	871
기타비유동부채	156	140	141	141	141
부채총계	4,282	4,575	4,867	5,018	5,281
지배지분	4,350	4,769	4,846	4,972	5,153
자본금	215	215	229	229	229
자본잉여금	3,494	3,847	3,831	3,831	3,831
기타자본	-32	-105	-16	-71	-139
기타포괄손익누계액	-185	-178	-274	-385	-496
이익잉여금	858	990	1,076	1,367	1,727
비지배지분	343	0	0	33	83
자본총계	4,692	4,769	4,846	5,005	5,236

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	9,627	4,377	5,348	7,626	9,470
BPS	101,345	111,110	112,902	115,838	120,062
CFPS	18,904	14,820	14,928	13,967	16,775
DPS	1,000	500	540	950	1,200
주가배수(배)					
PER	3.5	8.2	6.0	5.3	4.2
PER(최고)	7.3	8.9	8.3		
PER(최저)	3.5	6.6	5.3		
PBR	0.33	0.32	0.28	0.35	0.33
PBR(최고)	0.69	0.35	0.39		
PBR(최저)	0.33	0.26	0.25		
PSR	0.19	0.19	0.17	0.22	0.21
PCFR	1.8	2.4	2.2	2.9	2.4
EV/EBITDA	1.1	1.1	0.9	0.1	-0.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	8.8	8.9	9.0	10.1	10.1
배당수익률(% , 보통주, 현금)	3.0	1.4	1.7	2.4	3.0
ROA	4.9	2.2	2.4	3.7	4.4
ROE	9.7	4.1	4.8	6.7	8.0
ROIC	29.1	13.0	11.7	23.7	37.5
매출채권회전율	7.6	6.5	5.6	5.2	5.8
재고자산회전율	8.4	8.9	8.9	8.6	9.0
부채비율	91.3	95.9	100.4	100.3	100.9
순차입금비율	-24.2	-21.6	-20.7	-32.4	-36.8
이자보상배율	14.4	6.8	5.0	10.7	13.9
총차입금	1,247	1,282	1,162	1,162	1,162
순차입금	-1,134	-1,032	-1,002	-1,622	-1,927
NOPLAT	583	418	356	495	617
FCF	49	-66	-95	803	510

3) GS건설 1Q25 Preview: 생각보다 어려운 주택 마진 회복

투자의견 BUY,
목표주가 23,000원

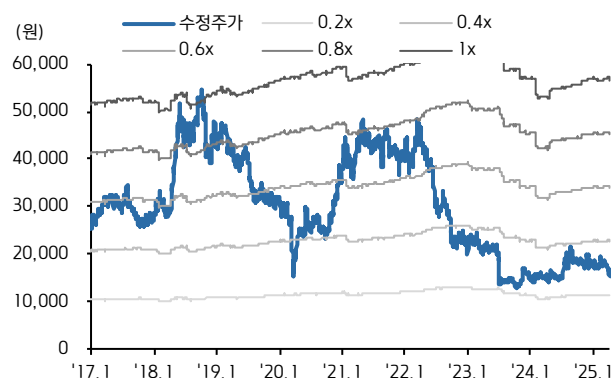
GS건설의 1분기 영업이익은 774억원(YoY +10%)으로 컨센서스를 하회할 것으로 전망된다. 주택 부문에서의 도급 증액이 예상을 하회하면서 2H24보다 GPM이 하락할 것으로 전망되기 때문이다. 또한, 분양 물량이 부진한 가운데, 자이씨앤에이의 매출액도 하반기로 갈수록 감소할 것으로 전망되는 점도 부담이다. 다만, '24년 수주한 플랜트와 GS이니마의 매출화가 올해 본격적으로 이뤄지면서 신사업과 플랜트 부문의 매출액 상승에 따른 매출총이익 상승이 건축/주택 부문 매출총이익 감소를 방어할 것으로 전망된다

회사의 올해 전략은 매출액 성장보단 수익성 중심의 사업 재편을 통한 장기 수익성 확보이다. 주택/건축 부문에선 상반기 입주물량이 몰려있는 만큼 하반기부터 본격적인 GPM 개선이 전망된다. 또한 수도권 중심, 도시정비 중심의 수주 계획을 세워 안정적인 수익성을 확보하려 하고 있다. 인프라 부문에선 호주向 수주를 확대하면서 중장기적으로 수익성 개선이 이뤄질 것으로 기대된다. 신산업에서도 GS이니마의 매출 기여도 상승과 2분기부터 베트남 개발 사업의 입주가 본격적으로 이뤄지면서 수익성이 개선될 수 있다고 판단된다.

현재 회사는 GS이니마 매각을 진행하고 있고, 이를 통해 이자비용을 줄이는 등 재무구조 개선에 나설 것으로 보인다. 다만, GS이니마의 매출액이 신사업 부문에서 큰 비중을 차지하고, 수익성도 높은 만큼 중장기적으로 이를 채워줄 수 있는 사업 모델을 찾아야할 필요가 있다고 판단된다.

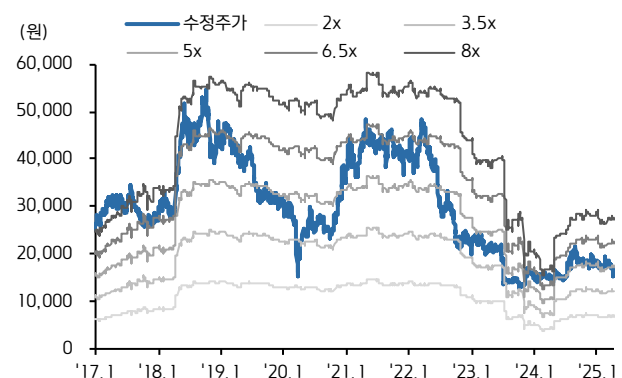
GS건설에 대한 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 23,000원으로 하향한다. 연간 실적 추정치 하향에 따른 목표주가 하향이다. 단기적으로 수익성은 부진할 수 있고, GS이니마에 대한 매각에 따른 실적 감소 우려가 있다. 그러나 수도권 중심의 부동산 시장 강세가 예상되는 가운데, 회사는 수도권 중심, 도시정비 중심의 수주를 계획하고 있다는 점에서 수혜를 받을 수 있다고 판단된다

GS건설 12개월 Forward P/B Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

GS건설 12개월 Forward P/E Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

GS건설 목표주가 산정표

항목 (배, 원)	목표주가 산정		설명
① GS 건설 ROE	5.83		키움증권 '25 년 ROE 예상치
② GS 건설 목표 PBR		0.43	'16 년~ 이후 건설사 평균 ROE, 평균 PBR 추이 반영
③ 참조기간 BPS	54,330		키움증권 '25 년 BPS 추정
④ 목표주가		23,000	②*③(백의 자리수 반올림)
현재주가		16,360	'25 년 1 월 23 일 종가
상승여력		41%	

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

GS건설 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
신규수주	3,302	5,045	4,614	6,949	2,900	3,550	3,700	4,100	19,910	14,250	13,100
수주잔고	54,570	57,702	56,728	59,953	59,710	60,059	60,692	61,662	59,953	61,662	62,104
매출액	3,071	3,297	3,109	3,387	3,167	3,225	3,089	3,155	12,864	12,637	12,759
YoY	-12.6%	-5.7%	0.0%	2.0%	3.1%	-2.2%	-0.6%	-6.8%	-4.3%	-1.8%	1.0%
토목	263	259	313	319	286	296	318	329	1,154	1,230	1,308
건축/주택	2,387	2,533	2,237	2,355	2,123	2,092	1,906	1,911	9,511	8,033	7,673
플랜트	54	61	102	209	192	212	255	279	426	939	1,168
신사업/그린	335	419	434	479	542	601	587	610	1,668	2,339	2,508
기타	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22
매출총이익	275	275	257	308	255	284	300	306	1,114	1,145	1,314
YoY	-20.5%	흑전	14.0%	흑전	-7.2%	3.4%	16.9%	-0.7%	325.3%	2.7%	14.8%
토목	6	-33	33	-14	11	12	19	18	-7	61	65
건축/주택	210	279	164	228	155	163	162	172	881	652	758
플랜트	7	-27	9	24	14	23	23	25	12	86	117
신사업/그린	45	56	52	68	69	86	94	88	220	337	366
매출총이익률	9.0%	8.3%	8.2%	9.1%	8.1%	8.8%	9.7%	9.7%	8.7%	9.1%	10.3%
토목	2.4%	-12.6%	10.5%	-4.4%	4.0%	4.0%	6.0%	5.5%	-0.6%	4.9%	5.0%
건축/주택	8.8%	11.0%	7.3%	9.7%	7.3%	7.8%	8.5%	9.0%	9.3%	8.1%	9.9%
플랜트	12.5%	-45.4%	8.7%	11.5%	7.5%	11.0%	9.0%	9.0%	2.9%	9.1%	10.0%
신사업/그린	13.3%	13.4%	11.9%	14.2%	12.8%	14.3%	16.0%	14.5%	13.2%	14.4%	14.6%
판관비	205	181	175	268	178	183	186	228	828	774	792
판관비율	6.7%	5.5%	5.6%	7.9%	5.6%	5.7%	6.0%	7.2%	6.4%	6.1%	6.2%
영업이익	70	94	82	37	77	101	114	78	286	370	523
YoY	-55.9%	흑전	36.7%	흑전	10.4%	7.5%	39.6%	108.2%	흑전	30.8%	41.2%
OPM	2.3%	2.8%	2.6%	1.1%	2.4%	3.1%	3.7%	2.5%	2.2%	2.9%	4.1%
세전이익	179	55	181	26	81	104	117	81	442	383	545
당기순이익	139	36	121	-31	58	76	85	59	264	278	395
지배주주순이익	135	27	119	-34	56	72	81	56	246	264	375
YoY	-2.0%	흑전	38276.5%	-89.5%	-58.8%	167.1%	-31.8%	흑전	흑전	7.1%	42.2%

자료: GS건설, 키움증권 리서치

GS건설 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	12,299	13,437	12,864	12,637	12,759
매출원가	11,013	13,174	11,750	11,492	11,444
매출총이익	1,287	262	1,114	1,145	1,314
판관비	732	650	828	774	791
영업이익	555	-388	286	370	523
EBITDA	769	-195	495	649	801
영업외손익	110	-130	156	13	22
이자수익	125	198	172	158	170
이자비용	148	306	315	268	262
외환관련이익	381	241	541	208	208
외환관련손실	264	233	368	135	135
종속 및 관계기업손익	18	40	-7	10	14
기타	-2	-70	133	40	27
법인세차감전이익	665	-517	442	383	545
법인세비용	224	-98	178	105	150
계속사업순손익	441	-420	264	278	395
당기순이익	441	-420	264	278	395
지배주주순이익	339	-482	246	264	375
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	36.1	9.3	-4.3	-1.8	1.0
영업이익 증감율	-14.2	-169.9	-173.7	29.4	41.4
EBITDA 증감율	-3.9	-125.4	-353.8	31.1	23.4
지배주주순이익 증감율	-17.0	-242.2	-151.0	7.3	42.0
EPS 증감율	-17.3	적전	흑전	7.6	42.2
매출총이익률(%)	10.5	1.9	8.7	9.1	10.3
영업이익률(%)	4.5	-2.9	2.2	2.9	4.1
EBITDA Margin(%)	6.3	-1.5	3.8	5.1	6.3
지배주주순이익률(%)	2.8	-3.6	1.9	2.1	2.9

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,412	9,482	8,667	8,869	9,194
현금 및 현금성자산	2,024	2,245	2,083	2,118	2,429
단기금융자산	974	1,021	731	767	805
매출채권 및 기타채권	2,860	3,101	2,841	2,882	2,890
재고자산	1,500	1,339	1,280	1,352	1,302
기타유동자산	3,028	2,797	2,463	2,517	2,573
비유동자산	7,535	8,225	9,137	9,174	9,210
투자자산	2,189	2,503	3,032	3,069	3,106
유형자산	1,820	2,256	2,639	2,639	2,639
무형자산	888	961	1,064	1,064	1,064
기타비유동자산	2,638	2,505	2,402	2,402	2,401
자산총계	16,947	17,707	17,803	18,042	18,404
유동부채	8,205	8,796	9,032	9,022	9,011
매입채무 및 기타채무	2,948	2,842	2,809	2,799	2,788
단기금융부채	2,269	2,441	3,222	3,222	3,222
기타유동부채	2,988	3,513	3,001	3,001	3,001
비유동부채	3,385	4,026	3,684	3,684	3,684
장기금융부채	2,686	3,316	2,880	2,880	2,880
기타비유동부채	699	710	804	804	804
부채총계	11,590	12,822	12,716	12,706	12,695
지배지분	4,832	4,314	4,414	4,650	5,002
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	943	942	924	924	924
기타자본	-37	-37	-98	-98	-98
기타포괄손익누계액	-162	-65	-106	-109	-106
이익잉여금	3,660	3,046	3,266	3,505	3,855
비지배지분	525	571	673	687	707
자본총계	5,356	4,885	5,087	5,337	5,709

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-7	470	268	449	717
당기순이익	441	-420	264	278	395
비현금항목의 가감	648	1,103	608	516	538
유형자산감가상각비	159	167	181	245	245
무형자산감가상각비	56	26	28	33	33
지분법평가손익	-19	-40	-138	-18	-21
기타	452	950	537	256	281
영업활동자산부채증감	-783	27	-367	-141	14
매출채권및기타채권의감소	-94	-288	303	-41	-9
재고자산의감소	203	314	189	-72	50
매입채무및기타채무의증가	101	-96	-93	-10	-10
기타	-993	97	-766	-18	-17
기타현금흐름	-313	-240	-237	-204	-230
투자활동 현금흐름	-1,311	-763	-549	-166	-165
유형자산의 취득	-296	-476	-416	-245	-245
유형자산의 처분	2	1	48	0	0
무형자산의 순취득	-30	-28	-109	-33	-33
투자자산의감소(증가)	-300	-314	-529	-19	-16
단기금융자산의감소(증가)	-505	-47	290	-37	-38
기타	-182	101	167	168	167
재무활동 현금흐름	625	496	77	83	83
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-120	-135	-32	-25	-25
기타	745	631	109	108	108
기타현금흐름	-1	18	43	-331	-325
현금 및 현금성자산의 순증가	-695	221	-162	35	311
기초현금 및 현금성자산	2,718	2,024	2,245	2,083	2,118
기말현금 및 현금성자산	2,024	2,245	2,083	2,118	2,429

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,964	-5,631	2,869	3,087	4,388
BPS	56,457	50,413	51,578	54,330	58,452
CFPS	12,729	7,983	10,194	9,273	10,905
DPS	1,300	0	300	300	300
주가배수(배)					
PER	5.3	-2.7	6.0	5.3	3.7
PER(최고)	12.5	-4.3	7.6		
PER(최저)	5.2	-2.2	4.8		
PBR	0.37	0.30	0.34	0.30	0.28
PBR(최고)	0.88	0.48	0.42		
PBR(최저)	0.37	0.25	0.27		
PSR	0.15	0.10	0.12	0.11	0.11
PCFR	1.7	1.9	1.7	1.8	1.5
EV/EBITDA	5.6	-22.3	11.0	8.2	6.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	25.0	0.0	9.6	9.2	6.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	6.1	0.0	1.7	1.8	1.8
ROA	2.7	-2.4	1.5	1.6	2.2
ROE	7.2	-10.5	5.6	5.8	7.8
ROIC	12.1	-12.8	6.2	6.1	8.5
매출채권회전율	4.9	4.5	4.3	4.4	4.4
재고자산회전율	8.3	9.5	9.8	9.6	9.6
부채비율	216.4	262.5	250.0	238.1	222.4
순차입금비율	36.6	51.0	64.6	60.3	50.2
이자보상배율	3.7	-1.3	0.9	1.4	2.0
총차입금	4,956	5,757	6,102	6,102	6,102
순차입금	1,958	2,491	3,288	3,217	2,868
NOPLAT	769	-195	495	649	801
FCF	-510	-770	-386	127	393

자료: 키움증권 리서치

4) 대우건설 1Q25 Preview: 외형 축소 속 가시성 확보가 우선 사항

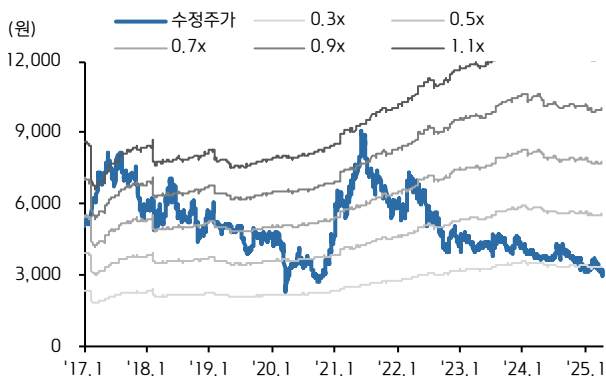
투자의견 BUY,
목표주가 4,600원

대우건설의 1분기 영업이익은 809억원(YoY -21%)으로 컨센서스에 부합할 것으로 전망된다. 작년 4Q의 일회성 이익을 제외 시 올해 주택건축 부문의 GPM은 개선을 보일 것으로 전망되나, 상반기 입주 물량이 하반기 대비 많기 때문에 하반기부터 주택건축 부문의 외형 축소와 함께 GPM 개선세가 본격화 될 것으로 전망된다. 다만, 일부 해외 사업지 도급증액에 따라 일회성 이익이 나올 가능성이 있고, 연간 매출 가이드نس도 상회할 가능성이 있다.

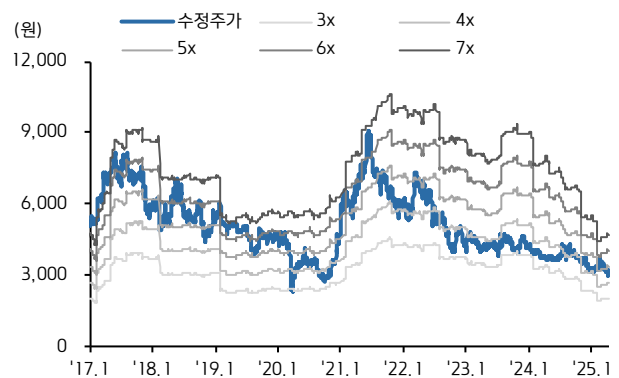
대우건설의 현재 공사중인 일부 현장들에 대한 도급증액은 긍정적이나, 향후 매출화가 될 수 있는 수주가 부족한 상황으로 보인다. 회사는 작년 대형 수주가 부재한 가운데, 과거 수주했던 일부 해외 현장들의 공사가 지연되는 모습을 보이고 있다. 올해 수주가 된다고 하더라도 본격적인 매출화가 되기까지는 시간이 걸린다는 점에서 외형 축소 기간이 장기화될 가능성도 있다. 팀코리아의 원전 수주가 올해 나올 것으로 예상은 되나 착공 시점은 '29년정도로 예상되는 가운데, 그동안 지연되었던 투르크메니스탄 미네랄 비료 공장, 이라크 알포 해군기지, 리비아 재건 프로젝트 등의 수주 가시성이 우선적으로 확인될 필요가 있다고 판단된다

대우건설에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 4,600원을 유지한다. 주택 부문의 외형 축소가 예상되는 가운데, 향후 외형 축소를 방어해줄 수주에 대한 가시성이 필요한 상황이라 판단된다. 4Q24 실적 서프라이즈에도 불구하고 주가 퍼포먼스가 좋지 않은 이유도 이런 영향으로 판단되고, 수주가 가시화 된다면 주가 밸류에이션이 낮은 만큼 반등을 기대할 수 있을 것으로 판단된다

대우건설 12개월 Forward P/B Chart



대우건설 12개월 Forward P/E Chart



대우건설 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
신규수주	2,489	1,911	2,971	2,541	2,296	4,693	3,649	3,492	9,913	14,129	12,561
수주잔고	45,657	44,989	44,778	44,440	44,481	46,848	48,427	49,712	44,440	49,712	53,301
매출액	2,487	2,822	2,548	2,647	2,254	2,326	2,070	2,206	10,504	8,857	8,972
YoY	-4.6%	-13.8%	-14.8%	-4.7%	-9.4%	-17.5%	-18.8%	-16.6%	-9.8%	-15.7%	1.3%
토목	548	541	516	566	512	478	451	461	2,170	1,903	1,798
건축	1,598	1,878	1,643	1,723	1,400	1,473	1,279	1,380	6,842	5,532	5,736
플랜트	272	296	289	281	269	273	258	262	1,139	1,061	973
기타	70	107	99	78	74	103	82	102	353	361	465
매출총이익	215	276	169	268	189	212	197	215	928	813	908
YoY	-25.1%	-17.3%	-42.8%	-9.5%	-12.1%	-23.2%	16.3%	-19.7%	-23.5%	-12.4%	11.8%
토목	60	18	-12	-49	31	29	27	28	16	114	108
건축	105	135	87	217	98	108	102	113	544	421	495
플랜트	48	66	48	80	46	46	44	45	242	180	170
매출총이익률	8.6%	9.8%	6.6%	10.1%	8.4%	9.1%	9.5%	9.7%	8.8%	9.2%	10.1%
토목	10.9%	3.3%	-2.4%	-8.6%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	0.7%	6.0%	6.0%
건축	6.6%	7.2%	5.3%	12.6%	7.0%	7.3%	8.0%	8.2%	7.9%	7.6%	8.6%
플랜트	17.7%	22.3%	16.4%	28.4%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	21.2%	17.0%	17.5%
판관비	100	171	107	147	108	122	113	125	524	468	476
판관비율	4.0%	6.1%	4.2%	5.5%	4.8%	5.2%	5.5%	5.7%	5.0%	5.3%	5.3%
영업이익	115	105	62	121	81	90	84	90	403	345	432
YoY	-35.0%	-51.9%	-67.2%	55.4%	-29.5%	-14.0%	34.1%	-25.8%	-39.2%	-14.5%	25.4%
OPM	4.6%	3.7%	2.4%	4.6%	3.6%	3.9%	4.0%	4.1%	3.8%	3.9%	4.8%
세전이익	136	135	59	28	74	83	77	83	358	317	409
당기순이익	92	97	40	15	54	60	55	60	243	230	297
지배주주순이익	88	95	38	13	52	58	54	58	234	223	288
YoY	-9.0%	-52.5%	-64.9%	-87.8%	-41.2%	-38.3%	41.2%	349.7%	-54.3%	-5.0%	29.6%

자료: 대우건설, 키움증권 리서치

대우건설 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	10,419	11,648	10,504	8,857	8,972
매출원가	9,166	10,436	9,576	8,044	8,063
매출총이익	1,254	1,212	928	813	908
판관비	494	549	524	468	476
영업이익	760	663	403	345	432
EBITDA	874	790	526	472	559
영업외손익	-47	82	-45	-28	-23
이자수익	78	136	104	120	152
이자비용	80	150	160	166	162
외환관련이익	169	508	481	193	193
외환관련손실	146	324	347	187	187
종속 및 관계기업손익	4	-9	0	0	0
기타	-72	-79	-123	12	-19
법인세차감전이익	713	745	358	317	409
법인세비용	205	223	116	87	113
계속사업순손익	508	521	243	230	297
당기순이익	508	521	243	230	297
지배주주순이익	504	512	234	223	288
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	20.0	11.8	-9.8	-15.7	1.3
영업이익 증감율	2.9	-12.8	-39.2	-14.4	25.2
EBITDA 증감율	2.7	-9.6	-33.4	-10.3	18.4
지배주주순이익 증감율	4.0	1.6	-54.3	-4.7	29.1
EPS 증감율	4.0	1.5	-54.3	-5.0	29.6
매출총이익률(%)	12.0	10.4	8.8	9.2	10.1
영업이익률(%)	7.3	5.7	3.8	3.9	4.8
EBITDA Margin(%)	8.4	6.8	5.0	5.3	6.2
지배주주순이익률(%)	4.8	4.4	2.2	2.5	3.2

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-423	-833	-1,284	593	1,081
당기순이익	508	521	243	230	297
비현금항목의 가감	541	525	461	472	460
유형자산감가상각비	106	119	114	120	119
무형자산감가상각비	9	9	8	8	8
자본법평가손익	-4	-12	-182	0	0
기타	430	409	521	344	333
영업활동자산부채증감	-1,424	-1,801	-1,873	17	439
매출채권및기타채권의감소	-846	-757	-884	-146	466
재고자산의감소	361	340	-119	249	48
매입채무및기타채무의증가	259	-593	-193	-68	-46
기타	-1,198	-791	-677	-18	-29
기타현금흐름	-48	-78	-115	-126	-115
투자활동 현금흐름	333	26	104	-13	-65
유형자산의 취득	-69	-70	-38	-120	-120
유형자산의 처분	9	3	2	0	0
무형자산의 순취득	-11	-4	-6	-8	-8
투자자산의감소(증가)	-123	-183	191	0	0
단기금융자산의감소(증가)	395	171	-175	-14	-66
기타	132	109	130	129	129
재무활동 현금흐름	430	168	1,170	-144	-54
차입금의 증가(감소)	598	231	1,224	-90	0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-168	-63	-54	-54	-54
기타현금흐름	22	198	190	-316	-325
현금 및 현금성자산의 순증가	362	-441	180	120	638
기초현금 및 현금성자산	1,061	1,423	982	1,162	1,282
기말현금 및 현금성자산	1,423	982	1,162	1,282	1,920

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,028	8,021	9,589	9,648	9,868
현금 및 현금성자산	1,423	982	1,162	1,282	1,920
단기금융자산	914	743	918	932	998
매출채권 및 기타채권	2,833	3,703	4,683	4,829	4,363
재고자산	1,927	1,684	1,945	1,697	1,649
기타유동자산	1,845	1,652	1,799	1,840	1,936
비유동자산	3,112	3,222	3,070	3,070	3,070
투자자산	885	1,067	876	876	876
유형자산	354	384	380	380	381
무형자산	70	66	63	63	63
기타비유동자산	1,803	1,705	1,751	1,751	1,750
자산총계	11,140	11,243	12,658	12,718	12,938
유동부채	5,406	5,033	4,544	4,396	4,350
매입채무 및 기타채무	3,560	2,944	2,664	2,596	2,551
단기금융부채	1,206	1,493	1,313	1,223	1,223
기타유동부채	640	596	567	577	576
비유동부채	2,010	2,148	3,780	3,780	3,780
장기금융부채	1,381	1,274	2,767	2,767	2,767
기타비유동부채	629	871	1,013	1,013	1,013
부채총계	7,416	7,181	8,324	8,177	8,131
지배지분	3,714	4,046	4,291	4,491	4,749
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	550	550	562	562	562
기타자본	-99	-99	-99	-99	-99
기타포괄손익누계액	-308	-446	-433	-455	-486
이익잉여금	1,494	1,963	2,183	2,406	2,694
비지배지분	10	16	43	50	58
자본총계	3,725	4,062	4,334	4,542	4,807

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,213	1,231	563	535	694
BPS	8,937	9,735	10,325	10,807	11,425
CFPS	2,524	2,517	1,695	1,688	1,822
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	3.4	3.4	5.5	6.0	4.6
PER(최고)	6.2	4.0	8.8		
PER(최저)	3.3	3.1	5.5		
PBR	0.47	0.43	0.30	0.30	0.28
PBR(최고)	0.84	0.51	0.48		
PBR(최저)	0.44	0.39	0.30		
PSR	0.17	0.15	0.12	0.15	0.15
PCFR	1.7	1.6	1.8	1.9	1.8
EV/EBITDA	2.3	3.5	6.3	6.7	4.4
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	2.0	1.8	2.3
ROE	14.6	13.2	5.6	5.1	6.2
ROIC	27.5	13.2	6.3	4.6	6.0
매출채권회전율	4.2	3.6	2.5	1.9	2.0
재고자산회전율	5.9	6.5	5.8	4.9	5.4
부채비율	199.1	176.8	192.1	180.0	169.1
순차입금비율	6.7	25.7	46.2	39.1	22.3
이자보상배율	9.4	4.4	2.5	2.1	2.7
총차입금	2,587	2,767	4,081	3,991	3,991
순차입금	250	1,042	2,002	1,777	1,073
NOPLAT	874	790	526	472	559
FCF	-727	-1,299	-1,497	267	752

5) 삼성E&A 1Q25 Preview: 나쁘지 않을 수 있다는 점

투자의견 BUY,
목표주가 30,000원

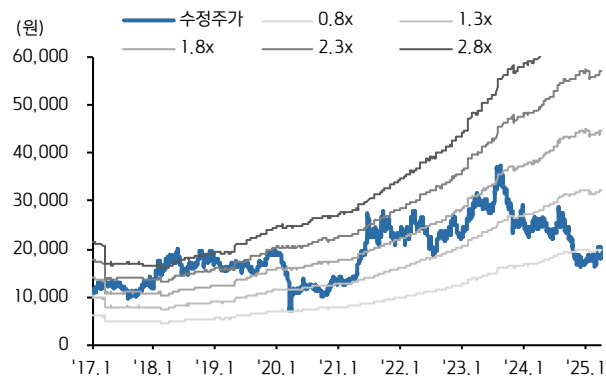
삼성E&A의 1분기 영업이익은 1,721억원(YoY -18%)으로 컨센서스에 부합할 것으로 전망된다. 다만, 수익성과 영업이익 절대치는 YoY 감소가 예상된다. 이는 작년 동기 발생한 준공정산이익과 비화공 매출 비중 감소에 따른 영향 때문이다. 연간 매출액과 영업이익 추정치는 소폭 상향했다. 화공 매출액을 예상보다 높게, 판관비의 상승은 제한적으로 추정한 결과이다. 하반기를 기점으로 Fadhili의 매출 기여도의 상승이 기대된다.

삼성E&A의 주가는 그동안 비화공 수주의 감소로 하락했다. 특히, 관계사의 수주 감소 우려가 주요인이다. 다만, 비화공 수주가 예상보다는 나쁘지 않을 수 있다고 생각된다. 언론 자료에 따르면 삼성바이오로직스가 '27년 6공장 준공을 목표로 하는 가운데, 6공장은 5공장과 같은 생산 능력이 예상된다. 과거 5공장은 공사기간을 고려 시 올해 말 삼성E&A의 수주 가능성이 점쳐진다. 이 외에도 삼성SDI의 유상증자도 시설투자 자금 확충을 위한 유상증자라는 점도 긍정적으로 볼 요인이라 판단된다.

최근 삼성E&A의 NEL지분 인수도 중장기적인 관점에서 긍정적으로 판단된다. 단기적인 영향은 제한적이거나, 수소 산업에서의 기술력을 확보했다는 측면에서 향후 수주의 선택폭을 넓혔다고 판단된다. 또한 삼성E&A의 그동안의 설계 역량 화를 통한 효율성을 고려 시 충분한 시너지가 기대된다. 회사가 그동안 소통해온 Energy Transition 전략과도 일맥상통한다는 점에서 수소 시장 확대에 따라 회사의 경쟁력을 높일 수 있다고 판단된다

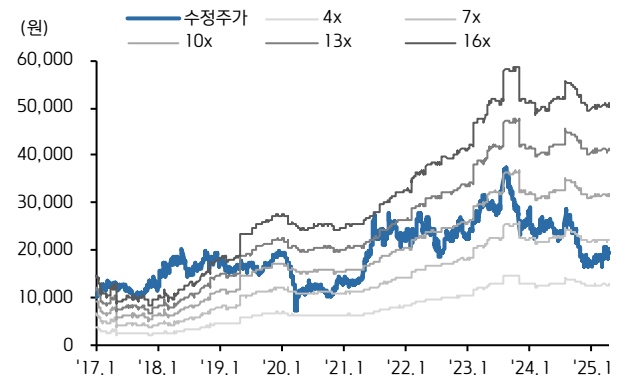
삼성E&A에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 30,000원을 유지한다. 예상대비 우려가 크지 않을 수 있다는 점과 중장기적인 회사의 수주 전략에 대한 준비는 긍정적이라 판단된다. 주가의 저점은 통과했다고 판단되고, 하반기로 갈수록 내년 성장에 대한 가시성이 높아짐에 따라 회사의 주가는 추가적인 반등이 가능할 것으로 전망된다

삼성E&A 12개월 Forward P/B Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

삼성E&A 12개월 Forward P/E Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

삼성E&A 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
신규수주	1,414	9,503	592	2,906	3,300	3,800	1,400	4,200	14,415	12,700	13,300
화공	69	7,747	214	1,568	2,600	3,000	200	3,000	9,597	8,800	8,800
비화공	1,345	1,756	379	1,338	700	800	1,200	1,200	4,818	3,900	4,500
수주잔고	15,985	24,142	21,858	21,326	22,229	23,561	22,485	24,146	21,326	24,146	26,691
화공	9,023	16,826	15,271	14,815	16,211	17,874	16,743	18,356	14,815	18,356	21,187
비화공	6,962	7,316	6,588	6,511	6,018	5,687	5,742	5,790	6,511	5,790	5,504
매출액	2,385	2,686	2,317	2,579	2,397	2,468	2,476	2,539	9,967	9,880	10,755
YoY	-5.9%	-3.6%	-6.5%	-8.8%	0.5%	-8.1%	6.9%	-1.5%	-6.2%	-0.9%	8.9%
화공	942	1,230	1,109	1,317	1,204	1,337	1,332	1,386	4,598	5,258	5,969
비화공	1,443	1,456	1,208	1,261	1,194	1,131	1,144	1,152	5,369	4,622	4,786
매출총이익	337	396	334	442	300	307	309	316	1,509	1,232	1,398
YoY	4.4%	-12.4%	26.6%	7.3%	-11.1%	-22.4%	-7.6%	-28.5%	4.0%	-18.4%	13.5%
화공	149	240	214	246	144	160	160	166	849	631	776
플랜트	188	157	120	196	155	147	149	150	661	601	622
매출총이익률	14.1%	14.7%	14.4%	17.2%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	15.1%	12.5%	13.0%
화공	15.8%	19.5%	19.3%	18.7%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	18.5%	12.0%	13.0%
비화공	13.0%	10.8%	9.9%	15.6%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	12.3%	13.0%	13.0%
판관비	128	134	130	147	127	135	129	144	538	536	556
판관비율	5.3%	5.0%	5.6%	5.7%	5.3%	5.5%	5.2%	5.7%	5.4%	5.4%	5.2%
영업이익	209	263	204	295.8	172	173	180	172	972	696	842
YoY	-7.1%	-23.8%	32.9%	9.6%	-17.8%	-34.3%	-11.9%	-41.9%	-2.2%	-28.4%	21.0%
OPM	8.8%	9.8%	8.8%	11.5%	7.2%	7.0%	7.3%	6.8%	9.7%	7.0%	7.8%
세전이익	220	293	220	171	162	163	170	162	904	658	803
당기순이익	164	205	158	111	118	118	123	118	639	477	582
지배주주순이익	162	315	164	116	133	133	139	133	757	538	660
YoY	-8.7%	1.7%	8.8%	-0.1%	-17.9%	-57.7%	-15.0%	14.4%	0.4%	-28.9%	22.6%

자료: 삼성E&A, 키움증권 리서치

삼성E&A 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	10,054	10,625	9,967	9,880	10,755
매출원가	8,973	9,174	8,457	8,648	9,357
매출총이익	1,081	1,451	1,509	1,232	1,398
판관비	378	458	538	536	556
영업이익	703	993	972	696	842
EBITDA	760	1,058	1,041	770	917
영업외손익	13	-60	-68	-39	-39
이자수익	21	63	59	79	81
이자비용	15	23	14	14	14
외환관련이익	352	246	374	176	176
외환관련손실	354	331	290	217	217
종속 및 관계기업손익	7	0	7	5	5
기타	2	-15	-204	-68	-70
법인세차감전이익	716	933	904	658	803
법인세비용	120	237	265	181	221
계속사업순손익	595	696	639	477	582
당기순이익	595	696	639	477	582
지배주주순이익	665	754	757	538	660
증감액 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	34.3	5.7	-6.2	-0.9	8.9
영업이익 증감율	39.7	41.3	-2.1	-28.4	21.0
EBITDA 증감율	38.3	39.2	-1.6	-26.0	19.1
지배주주순이익 증감율	78.6	13.4	0.4	-28.9	22.7
EPS 증감율	78.6	13.4	0.4	-28.9	22.6
매출총이익율(%)	10.8	13.7	15.1	12.5	13.0
영업이익율(%)	7.0	9.3	9.8	7.0	7.8
EBITDA Margin(%)	7.6	10.0	10.4	7.8	8.5
지배주주순이익률(%)	6.6	7.1	7.6	5.4	6.1

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	577	-460	1,636	1,757	539
당기순이익	595	696	639	477	582
비현금항목의 가감	427	520	449	360	398
유형자산감가상각비	42	44	43	42	42
무형자산감가상각비	16	22	26	32	33
지분법평가손익	-7	0	-7	-5	-5
기타	376	454	387	291	328
영업활동자산부채증감	-304	-1,551	730	1,033	-291
매출채권및기타채권의감소	-577	-583	-350	1,054	-244
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	576	-1,097	807	80	64
기타	-303	129	273	-101	-111
기타현금흐름	-141	-125	-182	-113	-150
투자활동 현금흐름	-529	16	-50	-73	-41
유형자산의 취득	-21	-28	-43	-42	-42
유형자산의 처분	2	0	1	0	0
무형자산의 순취득	-36	-26	-43	-35	-35
투자자산의감소(증가)	-111	-13	-51	-15	-15
단기금융자산의감소(증가)	-394	36	62	-5	27
기타	31	47	24	24	24
재무활동 현금흐름	175	-123	-30	-140	-118
차입금의 증가(감소)	188	-112	-19	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	-129	-108
기타	-13	-11	-11	-11	-10
기타현금흐름	51	70	124	-233	-233
현금 및 현금성자산의 순증가	274	-497	1,681	1,311	148
기초현금 및 현금성자산	1,138	1,412	915	2,596	3,907
기말현금 및 현금성자산	1,412	915	2,596	3,907	4,055

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	5,948	5,965	7,942	8,215	8,590
현금 및 현금성자산	1,412	915	2,596	3,907	4,055
단기금융자산	629	593	531	536	509
매출채권 및 기타채권	2,344	2,351	3,809	2,755	2,999
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	2,192	2,699	1,537	1,553	1,536
비유동자산	1,901	1,836	2,071	2,094	2,116
투자자산	247	261	318	338	358
유형자산	437	430	443	443	443
무형자산	75	81	99	102	104
기타비유동자산	1,142	1,064	1,211	1,211	1,211
자산총계	7,849	7,801	10,013	10,309	10,706
유동부채	5,013	4,217	5,871	5,839	5,802
매입채무 및 기타채무	4,116	3,340	4,636	4,716	4,780
단기금융부채	243	128	114	114	114
기타유동부채	654	749	1,121	1,009	908
비유동부채	259	286	246	246	246
장기금융부채	17	14	12	12	12
기타비유동부채	242	272	234	234	234
부채총계	5,272	4,503	6,118	6,085	6,048
지배지분	2,693	3,473	4,232	4,621	5,132
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	-22	-22	-22	-22	-22
기타자본	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	59	85	86	45	4
이익잉여금	1,677	2,430	3,187	3,617	4,169
비지배지분	-116	-175	-336	-397	-474
자본총계	2,577	3,298	3,896	4,224	4,657

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,392	3,846	3,862	2,745	3,365
BPS	13,741	17,721	21,591	23,576	26,182
CFPS	5,214	6,202	5,547	4,266	5,004
DPS	0	0	660	550	550
주가배수(배)					
PER	6.6	7.5	4.3	7.0	5.7
PER(최고)	8.3	9.8	7.6		
PER(최저)	5.4	5.7	4.2		
PBR	1.62	1.64	0.77	0.82	0.74
PBR(최고)	2.06	2.13	1.36		
PBR(최저)	1.34	1.24	0.75		
PSR	0.43	0.53	0.33	0.38	0.35
PCFR	4.3	4.7	3.0	4.5	3.9
EV/EBITDA	3.2	3.9	-0.1	-1.2	-1.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	20.3	22.6	18.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	4.0	2.8	2.8
ROA	8.6	8.9	7.2	4.7	5.5
ROE	28.3	24.4	19.6	12.2	13.5
ROIC	-1,381.7	135.7	119.7	-77.2	-60.4
매출채권회전율	4.7	4.5	3.2	3.0	3.7
재고자산회전율					
부채비율	204.6	136.5	157.0	144.1	129.9
순차입금비율	-69.2	-41.4	-77.0	-102.2	-95.3
이자보상배율	48.0	43.4	68.9	50.3	62.0
총차입금	259	143	126	126	126
순차입금	-1,782	-1,366	-3,000	-4,317	-4,438
NOPLAT	760	1,058	1,041	770	917
FCF	283	-824	1,268	1,535	317

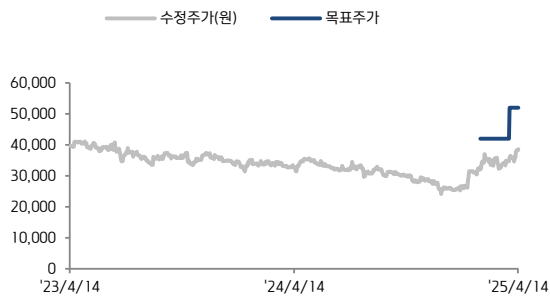
투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비						평균 주가 대비	최고 주가 대비
현대건설 (000720)	2025-02-11	Buy(Initiate)	42,000원	6개월	-18.28	-11.90	GS건설 (006360)	2025-02-11	Buy(Initiate)	27,000원	6개월	-33.26	-27.56
	2025-03-31	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-29.94	-26.54		2025-04-14	Buy(Maintain)	23,000원	6개월		
	2025-04-14	Buy(Maintain)	52,000원	6개월			대우건설 (047040)	2025-02-11	Buy(Initiate)	4,600원	6개월	-24.92	-19.02
DL이앤씨 (375500)	2025-02-11	Buy(Initiate)	54,000원	6개월	-23.18	-15.93	삼성E&A (028050)	2025-02-11	Buy(Initiate)	30,000원	6개월	-37.53	-31.33
	2025-04-14	Buy(Maintain)	54,000원	6개월				2025-04-14	Buy(Maintain)	30,000원	6개월		

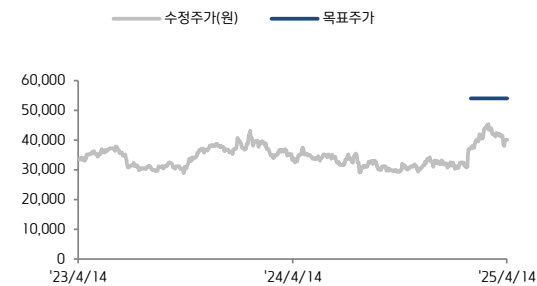
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)

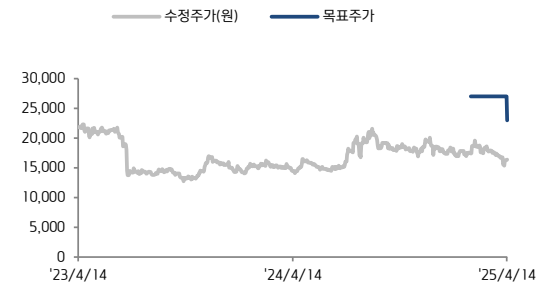
현대건설(000720)



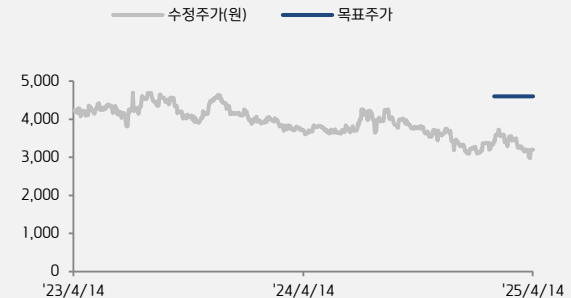
DL이앤씨(375500)



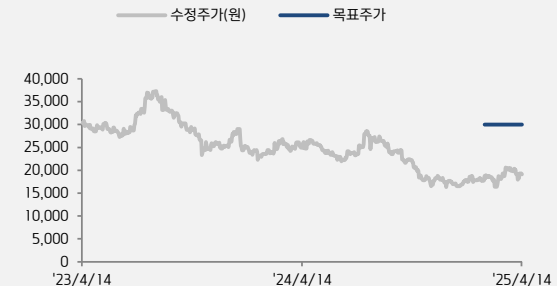
GS건설(006360)



대우건설(047040)



삼성E&A(028050)



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 사용 될 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.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/04/01~2025/03/31)

매수	중립	매도
95.90%	4.10%	0.00%