유진투자증권

20251118

[Initiate]

Neutral

건설/부동산 류태환
02)368-6156
taehwan.ryu@eugenefn.com

건설/부동산

개와 늑대의 시간

Glossary

용어	정의
POC (Percentage of Completion)	건설업에서 공정률에 따라 매출 및 이익을 인식하는 방식
지체상금 (LD, Liquidated Damages)	정해진 기한 내에 계약상의 의무를 이행하지 못했을 때 발주처에게 지급해야 하는 패널티
미청구공사비	공사진행률에 따라 수익은 인식됐지만, 아직 발주처에 청구하지 않은 금액
할인분양	분양률을 높이기 위해 최초 분양가 대비 할인해 공급하는 방식
분양촉진책	분양률을 높이기 위해 제공하는 간접적인 혜택 및 지원 (중도금 무이자 대출, 발코니 확장비 등 옵션 무상 제공, 입주 지원금, 잔금 납부 유예 등)
우선수익권	신탁계약에서 채권자가 신탁재산(부동산 등)을 처분하여 발생하는 수익에 대해 다른 채권자보다 우선하여 자신의 채권을 변제받을 수 있는 권리
PF (Project Financing)	특정 프로젝트의 미래 수익을 담보로 자금을 조달하는 금융기법
차주 (Borrower)	자금을 빌리는 주체로 채무자를 의미
책임준공	건설사가 정해진 기한 내에 공사를 완료할 책임을 지는 계약 조건. PF 구조에서 대출기관의 리스크를 줄이기 위해 필수적으로 요구되는 조건 중 하나
분양불 구조	공사비를 미리 확보하지 않고 분양수입금으로 사업비를 충당하는 구조
EXIT 분양률	PF구조에서 대출원리금 회수를 위해 필요한 최소한의 분양률. 건설사 입장에서 공사비 회수가 가능한 최소 분양률을 의미하기도 함
브릿지론 (Bridge Loan)	본 PF 이전에 토지비 등의 사업비를 조달하기 위한 대출
PF 보증	PF 대출에 대해 지급보증, 채무인수, 자금보충 등 신용공여를 제공하는 행위

Contents

I. 투자전략 및 Top Pick 7

II. 전환의 기로 8

원가율 회복, 돌아오는 수익성 8

주택가격 상승은 사업성 개선으로 12

돌아온 해외건설, Again 2007 18

III. 남겨진 숙제 23

버텨낸 미분양, 버텨내야 할 미분양 23

PF 보증, 시간은 해결사가 아니다 30

줄어드는 파이 33

IV. 마주보는 불편함 40

현재로서는 신뢰할 수 없는 ROE 40

불편함의 정량화 - ① 매출채권과 미청구공사비 41

불편함의 정량화 - ② PF 보증 56

순자산(Book-Value)의 재평가 61

기업분석 65

★HDC 현대산업개발(294870) - Top Pick

삼성 E&A(028050)

GS 건설(006360)

DL 이앤씨(375500)

대우건설(047040)

현대건설(000720)

개와 늑대의 시간

Preface

by 류태환

해가 지고 어둠이 내려오기 전, 빛과 그림자가 뒤섞여 개와 늑대를 구분하기 어려운 시간대를 '개와 늑대의 시간'이라 한다. 지금 건설업계는 정확히 그 지점에 있다. 고원가율 현장 비중 축소와 함께 원가율이 정상화되고 있으며, 주택가격 상승이 개발사업의 사업성을 개선시키고 있다. 또한 해외건설 수주금액이 10 년 만에 최대치를 기록하며 업황 개선 기대를 높이고 있다. 그러나 그 이면에 누적된 미분양과 PF 보증 해소 지연, 그리고 민간 개발사업 위축의 흐름도 여전히 뚜렷하다. 회복과 불안이 동시에 존재하는 국면이 바로 현재의 업황이다.

이러한 환경에서는 건설사들의 ROE 를 온전히 신뢰하기 어렵다. **공사진행률(POC)에 따라 회계상의 이익은 인식되지만, 이에 상응하는 현금 유입이 수반되지 않고 있으며, 그 결과 순자산의 질은 계속해서 낮아지고 있다.** 2026 년은 이 불편함이 숫자로 드러나는 시점이 될 가능성이 높다. 공사비 급등의 여파가 사그라들며 매출총이익률은 개선되겠지만, 누적된 매출채권과 미청구공사비, 그리고 PF 보증 이행을 방지하기 위한 차주(시행사) 지원 비용이 대손의 형태로 나타날 수 있다. **원가율 회복과 대손 부담이 동시에 작용하는 전환점이 형성될 것으로 전망한다.**

지금 필요한 것은 낙관도 비관도 아니다. **모멘텀이 설득력을 갖기 위해서는 먼저 불편함을 마주해야 한다.** 본 보고서는 건설업의 회복을 전제하기보다, 무엇이 회복을 제한하는지, 어떤 기업이 불확실성에서 상대적으로 자유로운지를 판단하는 데 초점을 두었다.

이러한 관점에서 **건설업종에 대해 중립(Neutral) 의견을 제시한다.** 다만 불편함의 강도는 기업별로 차이가 존재하다. 자체사업 중심의 수익성과 성장성, PF 보증 전략의 질적 차별성 등을 고려하여, **건설 섹터 내 최선호주로 HDC 현대산업개발(294870.KS)을 추천한다.**

Executive Summary

Theme

기대감과 불편함이 공존하는 시간

- Momentum : 원가율 회복, 주택가격 상승, 해외수주 확대
- Recession : 미분양 해소 지연, PF보증 장기화, 민간 개발사업 위축

➔ **불편함을 마주해야 모멘텀이 정당화**

Risk Factor

1) 미분양 해소 지연

- 공사진행률에 따른 수익 인식 이면에서 매출채권 및 미청구공사비 누적

➔ **대손 위험 상승에 따른 판관비 증가 가능성**

2) PF 보증 장기화

- PF보증 사업장 이자비용 증가로 사업성 악화 지속

➔ **PF보증 이행 방지를 위한 차주(시행사) 지원 비용 증가 가능성**

3) 민간 개발사업 위축

- 금융기관 PF대출 연체율 증가로 자금조달에 대한 불확실성 증가

➔ **수주의 출발점인 시행사 폐업 증가에 따라 외형 감소 불가피**

Conclusion

Top Pick : HDC 현대산업개발

- 양호한 분양률로 매출채권·미청구공사비 대손 위험 제한적
- PF보증이 '위험' 보다는 '기회' 확보 수단으로 작용
- 자체사업과 PF보증 전략을 바탕으로 외형 및 이익 동반 성장 기대

I. 투자전략 및 Top Pick

건설업종에 대해 중립(Neutral) 의견을 제시한다. 현재 건설사들의 ROE 는 정상적인 수익성과 자본효율성을 반영하지 못하고 있다. 회계상의 이익은 인식되지만 현금 유입이 수반되지 않고, 그 결과 순자산의 질이 점차 저하되고 있기 때문이다. 고원가율 현장이 종료됨에 따라 Mix 개선 효과는 기대되지만, 누적된 매출채권과 PF 보증은 시간이 해결해줄 수 있는 문제가 아니며, 대손의 리스크로 이어질 가능성이 존재한다.

Top Pick으로 HDC현대산업개발(294870.KS)을 제시한다. 동사는 진행 사업장의 양호한 분양률로 매출채권 및 미청구공사비의 대손 위험이 제한적이며, PF 보증이 '위험'보다는 '기회' 확보 수단으로 작용하고 있다. 자체사업과 PF 보증 전략을 바탕으로 외형과 이익의 동반 성장이 기대된다.

도표 1. 건설 커버리지 종목 Valuation Table

(십억원, 원, 배)		HDC 현대산업개발 (294870.KS)	삼성 E&A (028050.KS)	GS 건설 (006360.KS)	DL 이앤씨 (375500.KS)	대우건설 (047040.KS)	현대건설 (000720.KS)
투자의견		STRONG BUY (Top Pick)	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD
목표주가		30,000 원	36,000 원	24,000 원	46,000 원	3,800 원	68,000 원
현재주가		19,000	26,300	18,950	40,700	3,485	63,900
상승여력		58%	37%	27%	13%	9%	6%
2026F	매출액	4,459 (+6.5%yoy)	10,568 (+20.6%yoy)	12,435 (-1.0%yoy)	7,110 (-4.9%yoy)	9,092 (+5.8%yoy)	28,889 (-8.2%yoy)
	영업이익	451 (+54.1%yoy)	850 (+21.9%yoy)	589 (+18.3%yoy)	490 (+26.1%yoy)	575 (+48.5%yoy)	873 (+32.4%yoy)
	지배순이익	347	785	324	386	341	494
	EPS	5,259	4,006	3,790	9,971	820	4,433
	PER	3.6	6.6	5.0	4.1	4.2	14.4
	BPS	54,428	27,433	56,148	125,948	11,158	77.328
	PBR	0.3	1.0	0.3	0.3	0.3	0.8
투자 매력도	단기	上	中	中	中	下	中
	중장기	上	上	中	中	中	上

자료: 유진투자증권

II. 전환의 기로

원가율 회복, 돌아오는 수익성

끝이 보이는 공사비 상승의 여파

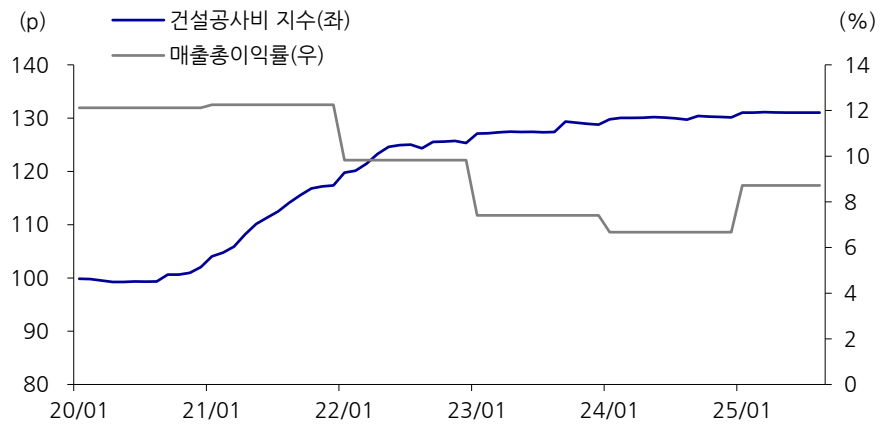
수익성 훼손, 끝날 때까지 끝난 게 아니지만

코로나 이후 인건비 상승과 공급망 차질로 공사비가 급격히 상승하면서, 건설사들은 지속적인 수익성 압박을 받아왔다. 공사비 상승은 일시적인 비용 증가에 그치지 않는다. 공사비 상승의 영향을 받은 프로젝트는 준공 시점까지 높은 원가율 부담이 이어질 뿐 아니라, 준공 이후에도 원도급사와 하도급사 간 정산 절차가 남아있어 최종 정산이 완료될 때까지 수익성 부담이 지속된다.

고원가율 현장의 비중 축소와 함께 Mix 개선 효과가 나타나는 중

그러나 고원가율 현장의 비중이 점차 축소되면서 Mix 개선 효과가 본격화되고 있다. 10 대 건설사의 평균 매출총이익률은 2024 년 6.7%에서 2025 년 1~3 분기 누계 기준 8.7%로 상승했다. **일부 종료 예정 현장에서 정산 과정 중 추가 비용이 반영될 가능성은 있으나, 원가율은 분명히 회복의 궤도에 올라섰다.**

도표 2. 10 대 건설사 평균 매출총이익률 추이



자료: 한국건설기술연구원, Quantiwise, DART, 유진투자증권
주1) 삼성물산(건설부문), 현대건설(별도) 기준
주2) 2020~2024년은 연간, 2025년은 1~3분기 누계 기준

수요자 우위 시장은 공사비 안정화에 기여

공사비 상승을 유발할 수 있는 주요 변수로는 환율과 유가가 있다. 환율이 상승하면 수입 자재의 단가가 높아지고, 유가 상승은 운송비와 석유화학 제품의 원가를 자극한다. 즉, **외부 요인에 따라 공사비는 다시 상방 압력을 받을 수도 있지만, 그 가능성은 높지 않을 것으로 판단된다.**

공사비에 있어 환율에 대한 영향은 상대적으로 제한적

한국건설산업연구원 자료(건설동향브리핑 제 990 호, 2025.01.17)에 따르면 건설산업의 수입 의존도는 3.4%에 불과하다. 환율이 10% 상승할 경우 1 차적으로 0.34%의 비용 상승 압력이 발생하며, 타 산업 비용 증가로 인한 2 차 비용 압력 또한 약 0.52% 수준에 그친다고 제시되어 있다. **원·달러 환율 상승에 따른 직접적인 비용 상승은 제한적일 것으로 보인다.**

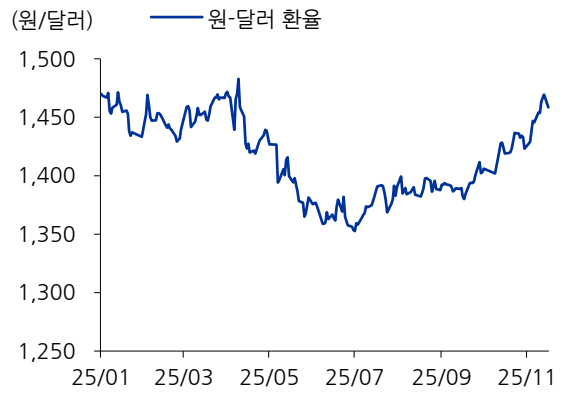
유가의 방향성은 보합 또는 하락

유가의 경우 환율보다 공사비에 미치는 영향이 상대적으로 크지만, **국제유가의 중기 방향성이 급등보다는 보합 또는 하락 쪽에 있다는 점을 감안하면, 유가 상승으로 인한 공사비 상승 압력이 과도하게 확대될 가능성은 낮다.**

수요자 우위 시장이 공사비 상승 압력을 상쇄시킬 것

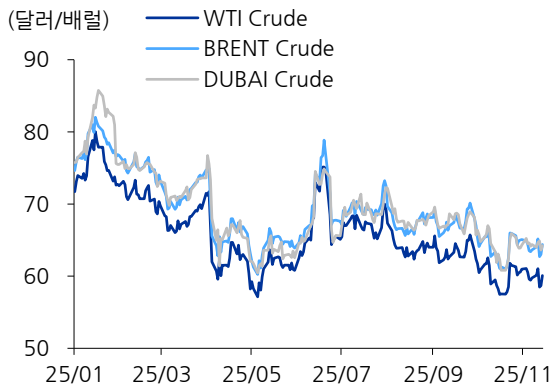
더 중요한 점은 수요자 우위의 시장 구조다. 환율이나 유가가 일부 상승하더라도, 공사 물량 축소가 공사비 상승 압력을 상쇄하는 방향으로 작용할 가능성이 높다. **시장 주도권이 공급자(하도급사)에서 수요자(원도급사)로 이동한 만큼, 공사비의 전반적인 상승 가능성은 당분간 제한적일 것으로 판단된다.**

도표 3. 원-달러 환율 추이



자료: 우리은행, 유진투자증권

도표 4. 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

안전 규제 강화로 인한 비용 상승은 제한적

전체 공사비에서 안전관리비 비중은 그리 크지 않아

'노동안전 종합대책' 시행으로 건설사는 과징금, 영업정지, 등록말소 등 실질적 제재 리스크에 노출되어 있다. 이에 따라 안전관리비 부담에 대한 우려가 존재하지만, **안전관리비가 전체 공사비의 2~3% 수준임을 감안하면, 이는 원가율 회복 흐름을 뒤흔들 만한 요인으로 보기는 어렵다.**

공사기간 증가는 시간의 기회비용의 형태로 나타날 것

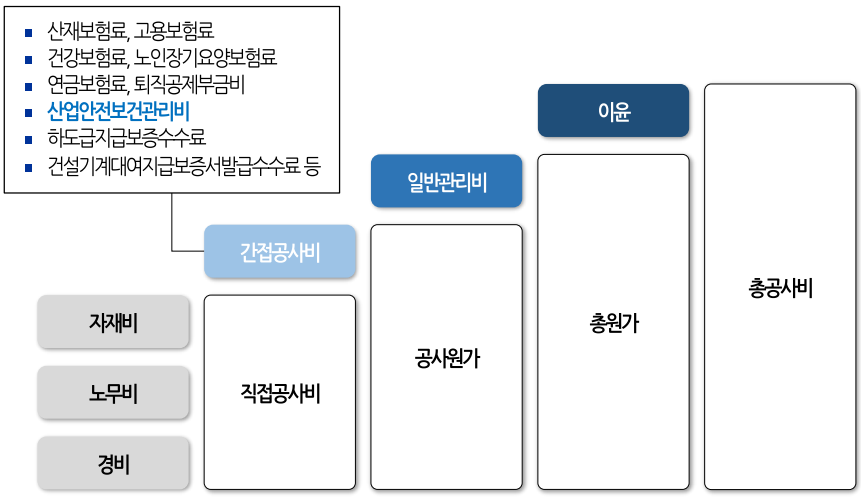
다만, 안전관리 강화로 인한 공사기간의 증가는 건설사에게 부담으로 작용할 수 있다. 진행 중인 사업장의 경우, 공기 연장에 따른 리파이낸싱(refinancing) 비용이나 지체상금(LD, Liquidated Damages)이 발생할 수 있으며, 신규 사업장은 보다 보수적인 공사기간 산정으로 인해 단위 기간당 매출 감소, 즉 생산성 저하로 이어질 수 있다. 결국 안전 규제 강화는 직접적인 비용 부담보다 공사기간 증가로 인한 '시간의 기회비용' 형태로 나타날 가능성이 높다.

도표 5. 노동안전 종합대책 주요 내용

구분	내용
과징금	▪ (현행) 중대재해 발생에 대한 과징금 제도 없음 ▪ (변경) 연간 3명 이상 사망 시 신설 (영업이익 5% 이내, 하한 30억원)
영업정지	▪ (현행) 「2명 이상 사망」 시 요청 ▪ (변경) 「연간 다수 사망」 요건 추가, 사망자 수에 따라 기간 강화 : 2~5 명 (3 개월), 6~9 명 (4 개월), 10 명 이상 (5 개월)
등록말소	▪ (현행) 관련 규정 없음 ▪ (변경) 최근 3년간 영업정지 2회 후 반복 시 등록말소 요청 규정 신설
공공입찰	▪ (현행) 공공사업장에서 발생한 중대재해 시 입찰참가제한 ▪ (변경) 민간사업장 사고까지 대상 확대, 제한 기간 강화 : 입찰제한기간 2 년 → 3 년
기타	▪ 중대재해 관련 사실이 기관투자자의 투자판단에 고려될 수 있도록 ESG 평가, 스튜어드십코드에 반영 ▪ 외국인 사망사고 발생 시, 사업주 단위 외국인 고용 3년간 제한

자료: 고용노동부, 언론, 유진투자증권

도표 6. 공사비 구성



자료: 유진투자증권

도표 7. 건설업 산업안전보건관리비 계상 및 사용기준 中

구 분		내 용		
도급자관급 미포함 공사		(재료비 + 직접노무비) × 율 + 기초액		
도급자관급 포함 공사		(재료비 + 직접노무비 + 도급자관급) × 요율 + 기초액과 [(재료비 + 직접노무비) × 요율 + 기초액] × 1.2 중에 작은 금액		
재료비 + 직접노무비 + 도급자 관급		구 분	요 율(%)	기초액(천원)
5억 미만		건축공사	3.11	
		토목공사	3.15	
		중건설공사	3.64	
		특수건설공사	2.07	
5억 ~ 50억 미만		건축공사	2.28	4,325
		토목공사	2.53	3,300
		중건설공사	3.05	2,975
		특수건설공사	1.59	2,450
50억 이상	추정금액 800억 미만 건설공사	건축공사	2.37	
		토목공사	2.60	
		중건설공사	3.11	
		특수건설공사	1.64	
	추정금액 800억 이상 건설공사	**건축공사**	**2.64**	
		토목공사	**2.73**	
		중건설공사	3.39	
		특수건설공사	1.78	

자료: 고용노동부, 조달청, 유진투자증권

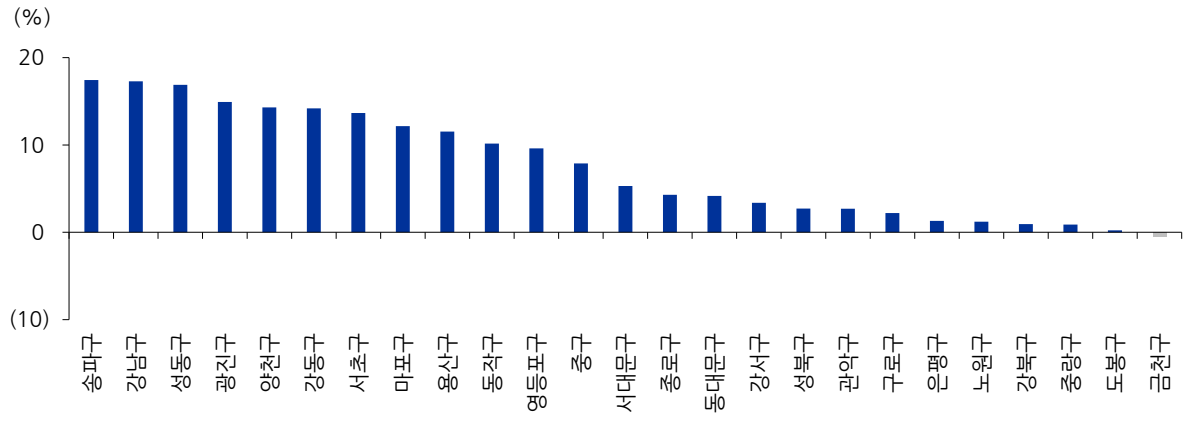
주택가격 상승은 사업성 개선으로

수도권 주택시장 – 상고하고(上高下高)

한강벨트를 중심으로 급등한 주택가격

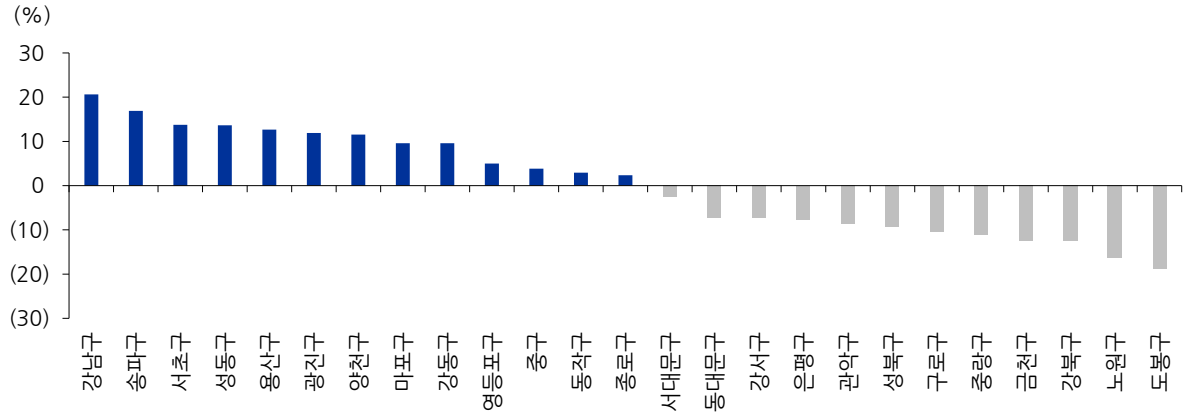
올해 들어 송파구, 강남구, 성동구의 아파트 매매가격지수는 연초 대비 15% 이상 상승했으며, 광진구, 양천구, 강동구, 서초구, 마포구, 용산구, 동작구 등도 10%를 웃도는 상승률을 기록했다. 특히 한강벨트를 중심으로 신고가를 경신하는 지역들이 잇따르고 있다. 정부는 강력한 수요 억제 정책을 이어가고 있지만, 수요를 공급으로 대응하지 않는 한 근본적인 해결책이 되기 어렵다.

도표 8. 연초 대비 서울 아파트 매매가격지수 상승률 (2025-10 기준)



자료: KB 부동산, 유진투자증권

도표 9. 전고점 대비 서울 아파트 매매가격지수 상승률 (2025-10 기준)



자료: KB 부동산, 유진투자증권

도표 10. 주택담보대출 조건 주요 변화 (무주택자, 처분조건부 1 주택자 기준)

구 분		(6/27 이전)	(6/27) 가계부채 관리 강화 방안	(7/1) 스트레스 DSR 3 단계 시행	(9/7) 주택공급 확대방안	(10/15) 주택시장 안정화 대책
수도권	규제지역	LTV 50%, DSR 40%, ST금리 1.2%	(좌동)	LTV 50%, DSR 40%, ST금리 1.5%	LTV 40%, DSR 40%, ST금리 1.5%	LTV 40%, DSR 40%, ST금리 3.0%
		대출만기 30~40년 이내	대출만기 30년 이내	(좌동)	(좌동)	(좌동)
		처분조건부 1주택자 2년 이내 기존 주택 처분 조건	처분조건부 1주택자 6개월 이내 기존 주택 처분 조건	(좌동)	(좌동)	(좌동)
		-	6개월 이내 전입 조건	(좌동)	(좌동)	(좌동)
		-	주담대 6억원 한도	(좌동)	(좌동)	(15억원 이하 주택) 6억원 한도 (15 ~ 25억원 주택) 4억원 한도 (15억원 초과 주택) 2억원 한도
	비규제지역	LTV 70%, DSR 40%, ST금리 1.2%	(좌동)	LTV 70%, DSR 40%, ST금리 1.5%	(좌동)	LTV 70%, DSR 40%, ST금리 3.0%
		대출만기 30~40년 이내	대출만기 30년 이내	(좌동)	(좌동)	(좌동)
		처분조건부 1주택자 2년 이내 기존 주택 처분 조건	처분조건부 1주택자 6개월 이내 기존 주택 처분 조건	(좌동)	(좌동)	(좌동)
		-	6개월 이내 전입 조건	(좌동)	(좌동)	(좌동)
		-	주담대 6억원 한도	(좌동)	(좌동)	(15억원 이하 주택) 6억원 한도 (15 ~ 25억원 주택) 4억원 한도 (15억원 초과 주택) 2억원 한도
비수도권		LTV 70%, DSR 40%, ST금리 0.75%	(좌동)	(좌동)	(좌동)	(좌동)
		대출만기 30~40년 이내	(좌동)	(좌동)	(좌동)	(좌동)
		처분조건부 1주택자 2년 이내 기존 주택 처분 조건	처분조건부 1주택자 6개월 이내 기존 주택 처분 조건	(좌동)	(좌동)	(좌동)
규제지역 지정 현황		강남, 서초, 송파, 용산	(좌동)	(좌동)	(좌동)	서울 全지역, 과천, 광명, 성남(분당/수정/중원), 수원(영통/장안/팔달), 안양(동안), 용인(수지), 의왕, 하남

자료: 금융위원회, 국토교통부, 유진투자증권

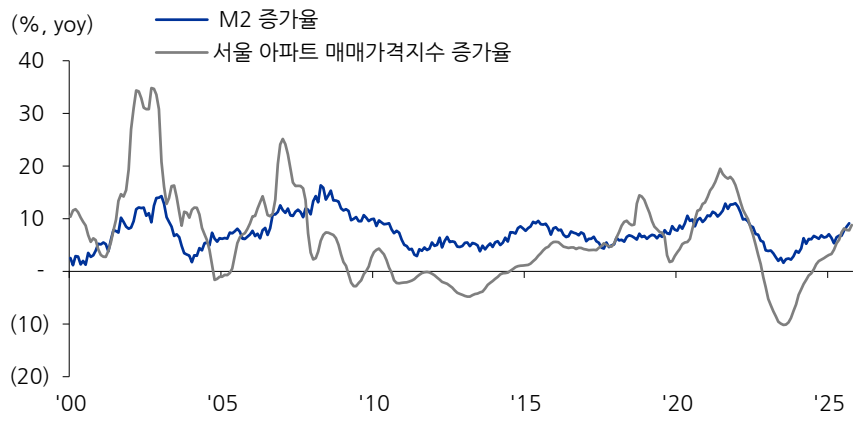
풀리는 유동성, 결국 종착지는 부동산 시장

정부의 부동산 시장 안정화 대책에도 불구하고, **재정과 통화 양방향에서 유동성이 공급되는 상황에서 자금 흐름을 제어하기는 어렵다고 판단한다.** 주식 예탁금 규모는 연초 대비 크게 상승했으며, 코스피 지수는 사상 최고가를 경신 중이다. 그러나 유동성은 금융시장에만 머무르지 않는다. 일시적으로 부동산 거래가 위축될 수는 있지만, '집을 팔아 주식하는 사람은 없어도, 주식을 팔아 집을 사는 사람은 있다'는 말처럼, **유동성은 다시 부동산 시장으로 향할 가능성이 높다.**

수도권 비규제지역 풍선효과 전망

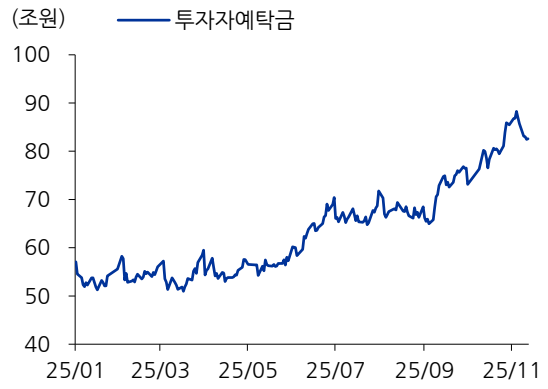
공급 부족이 지속되는 만큼, 거래량 감소 속에서도 주택가격 상승세는 이어질 것으로 보인다. 특히 스트레스금리 상향 외에는 추가적인 대출규제가 적용되지 않는 **수도권 비규제지역의 시가 15억원 미만 주택으로 매수 수요가 유입되며 풍선효과가 발생할 것으로 예상된다.**

도표 11. M2 증가율 vs 서울 아파트 매매가격지수



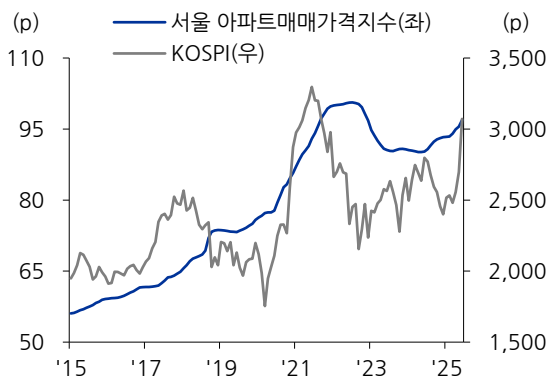
자료: 한국은행, KB 부동산, 유진투자증권

도표 12. 주식 예탁금 규모 추이



자료: 금융투자협회, 유진투자증권

도표 13. 서울 아파트 매매가격지수 vs KOSPI



자료: Bloomberg, KB 부동산, 유진투자증권

주택가격 상승이 이끌 정비사업의 재시동

수주잔고의 대부분은 정비사업

주택가격 상승은 사업성 개선으로 이어진다. 10 대 건설사의 수주 잔고는 396.8 조원으로, 이는 2024 년 매출액의 약 3.5 배 수준이며, 이 중 상당 부분이 미착공 정비사업 물량일 것으로 추정된다.

주택가격 상승은 정비사업의 추진 동력이 될 것

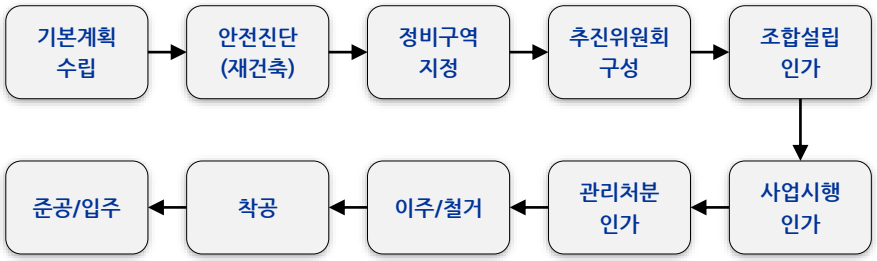
공급 절벽 속에 서울을 중심으로 주택가격이 상승세를 이어가고 있다. 이는 **정비사업의 사업성 개선과 함께 조합원 분담금 완화로 이어질 수 있으며, 정비사업의 추진 동력이 될 것으로 판단한다.**

도표 14. 10 대 건설사 수주잔고 (3Q25 기준)

(단위 : 십억원)	기본도급액	완성공사액	계약잔액	FY24 매출액	FY24 매출액 대비
(1) 삼성물산(건설부문)	95,006	65,327	29,680	18,655	1.6 배
(2) 현대건설(별도)	158,965	90,099	68,866	16,730	4.1 배
(3) 대우건설	76,768	27,964	48,804	10,504	4.6 배
(4) DL 이앤씨	48,981	21,923	27,058	8,318	3.3 배
(5) GS 건설	100,161	35,521	64,640	12,864	5.0 배
(6) 현대엔지니어링	60,253	33,229	27,023	14,760	1.8 배
(7) 포스코이앤씨	77,039	30,336	46,702	9,469	4.9 배
(8) 롯데건설	56,550	15,302	41,248	7,863	5.2 배
(9) SK 에코플랜트	60,163	38,040	22,124	9,318	2.4 배
(10) HDC 현대산업개발	26,000	5,338	20,662	4,256	4.9 배
합 계	759,885	363,078	396,807	112,737	3.5 배

자료: DART, 유진투자증권
주) DL 이앤씨, 포스코이앤씨 연결회사 포함

도표 15. 재건축 · 재개발 정비사업 절차



자료: 도시및주거환경정비법, 부동산 114, 유진투자증권

10.15 대책으로 정비사업 추진이 어려워진다는 시각 존재

정부의 10.15 부동산 대책 이후 정비사업 추진이 어려워질 것이라는 우려도 존재한다. 서울 全 지역과 경기도 12 개 지역이 투기과열지구로 지정되면서, ① 조합원 지위 양도 제한, ② 대출한도 축소로 인한 잔금 납부 부담 증가가 동시에 발생했기 때문이다.

재건축은 조합설립인가 이후, 재개발은 관리처분인가 이후부터 조합원 지위 양도가 제한된다. 10 년 이상 보유, 5 년 이상 거주, 1 세대 1 주택자가 아닌 경우, 사실상 조합원 지위를 양도하기 어려운 상황이다. 이로 인해 일부 조합원은 현금청산 대상자가 될 수 있고, 그 과정에서 분쟁과 소송 리스크가 발생할 수 있다.

조합원이 아닌 사업 측면에서는 사업 추진에 큰 제약은 없을 듯

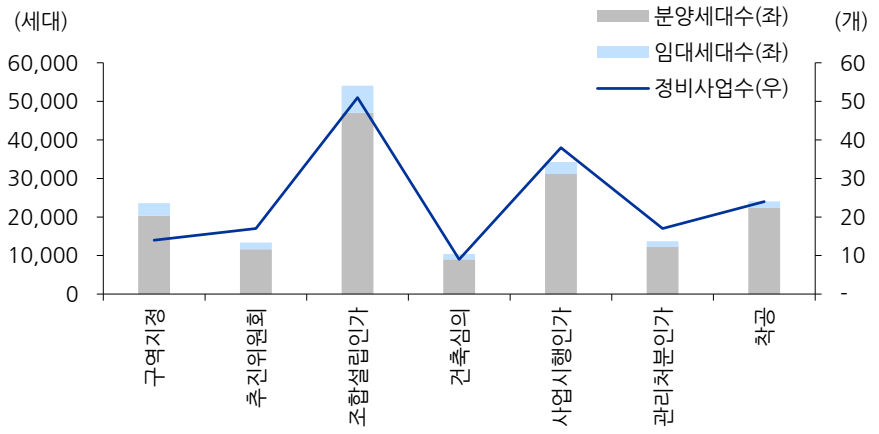
그러나 조합원이 아닌 사업 추진 측면에서는 해석이 다르다. 정비사업은 사업시행계획과 관리처분계획 인가 신청 시, **조합원 총회 과반수 찬성만 확보되면 법정 의결 요건이 충족되어 사업 추진이 가능하다.** 이번 정책은 일부 조합원들에게 분명 부담으로 작용할 수 있다. 그럼에도 정부가 분양가상한제 적용 지역을 확대하지 않는 한, **주택가격 상승이 만들어낸 사업성 개선 흐름은 정비사업의 추진에 우호적인 방향으로 이어질 가능성이 높다.**

도표 16. **재건축 · 재개발 정비사업 절차별 동의요건**

<table>
<tr><th>구 분</th><th>재건축</th><th>재개발</th></tr>
<tr><td>추진위원회 구성</td><td colspan="2">▪ 토지등소유자 과반수 동의</td></tr>
<tr><td rowspan="2">조합설립인가</td><td>[주택단지]
▪ 공동주택의 각 동별 구분소유자의 과반수 동의
▪ 전체 구분소유자의 70% 이상 및 토지면적의 70% 이상의 토지소유자의 동의</td><td rowspan="2">▪ 토지등소유자의 3/4 이상 및 토지면적의 1/2 이상 토지소유자의 동의</td></tr>
<tr><td>[주택단지가 아닌 지역]
▪ 토지 또는 건축물 소유자의 3/4 이상 및 토지면적의 2/3 이상의 토지소유자의 동의</td></tr>
<tr><td>사업시행인가</td><td colspan="2" rowspan="2">[조합원 총회 의결]
▪ 조합원 과반수 찬성 (총회 직접 참석자 20% 이상)
▪ 정비사업비가 10% 이상 늘어나는 경우 조합원 2/3 이상 찬성</td></tr>
<tr><td>관리처분계획</td></tr>
</table>

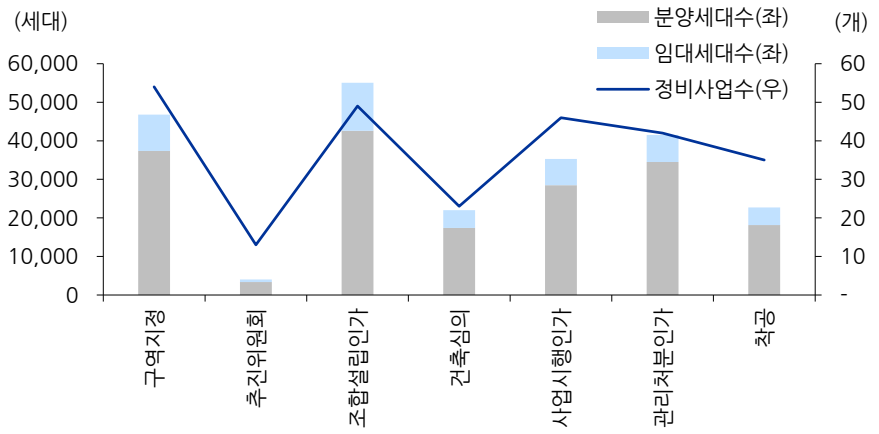
자료: 도시및주거환경정비법, 유진투자증권
주1) 지정개발자가 정비사업을 시행하는 경우, 토지등소유자의 과반수 동의 및 토지면적의 1/2 이상의 토지소유자의 동의 필요
주2) 토지등소유자가 재개발사업을 시행하는 경우, 토지등소유자의 3/4 이상 및 토지면적의 1/2 이상의 토지소유자의 동의 필요

도표 17. 서울시 재건축 정비사업 진행현황 (2025-06 기준)



자료: 서울시, 유진투자증권
주) 아파트지구 재건축 정비계획 수립은 구역지정에 포함

도표 18. 서울시 재개발 정비사업 진행현황 (2025-06 기준)



자료: 서울시, 유진투자증권

돌아온 해외건설, Again 2007

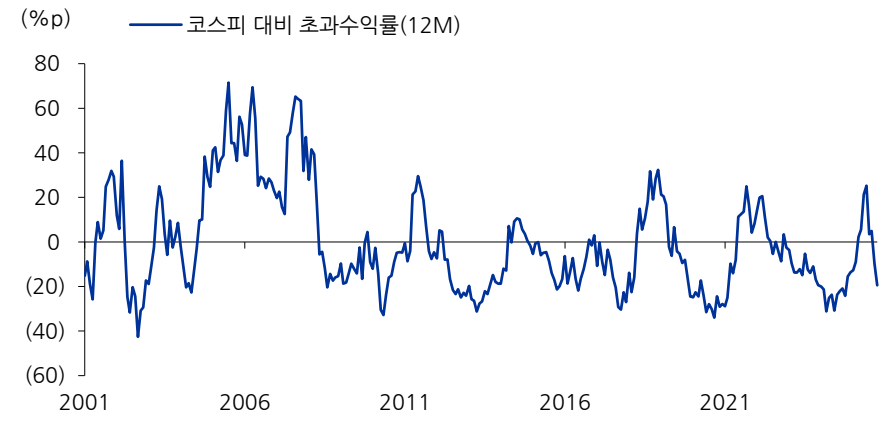
건설주가 BM 을 압도했던 시간

2005~2007 년은 건설주가 코스피를 압도했던 시기였다. 주택시장 호조가 업종 랠리를 이끌었으며, 국내 모멘텀이 약화되기 시작한 이후에는 해외수주가 새로운 성장 동력으로 부상하며 강세 흐름이 이어졌다. 이 기간 건설업 지수는 12 개월 동안 100% 이상 상승했으며, 코스피 대비 50%p 이상의 초과수익률을 기록했다.

도표 19. 코스피 vs 건설업 종가지수 추이

자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 20. 건설업, 코스피 대비 초과수익률(12M)

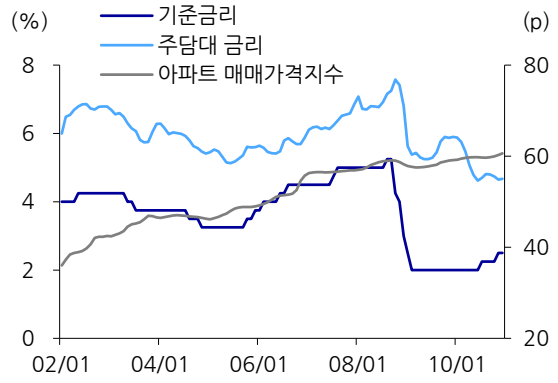


자료: Quantiwise, 유진투자증권

주택시장 활황이 이끈 건설주의 강세

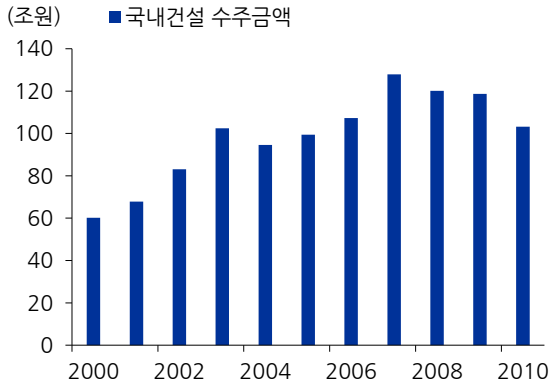
앞서 언급한 바와 같이, 랠리의 시작은 국내 주택시장의 활황이었다. **금리 인하로 유입된 풍부한 유동성이 주택가격 상승을 자극했고, 정부의 국가균형발전 정책과 정비사업 확대 기대감이 더해지며 건설사들의 수주 확대로 이어졌다.** 그러나 2006 년 금리가 상승세로 전환되면서 지방 미분양이 빠르게 누적되었고, 내수경기 체력도 약화되면서 건설주 모멘텀은 점차 둔화되었다.

도표 21. 금리 및 아파트 매매가격지수('02~'10)



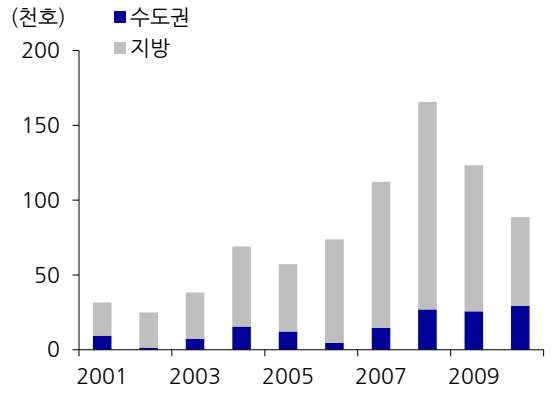
자료: 한국은행, KB 부동산, 유진투자증권

도표 22. 국내건설 수주금액(2000~2010)



자료: 대한건설협회, 유진투자증권

도표 23. 미분양 추이



자료: 통계누리, 유진투자증권

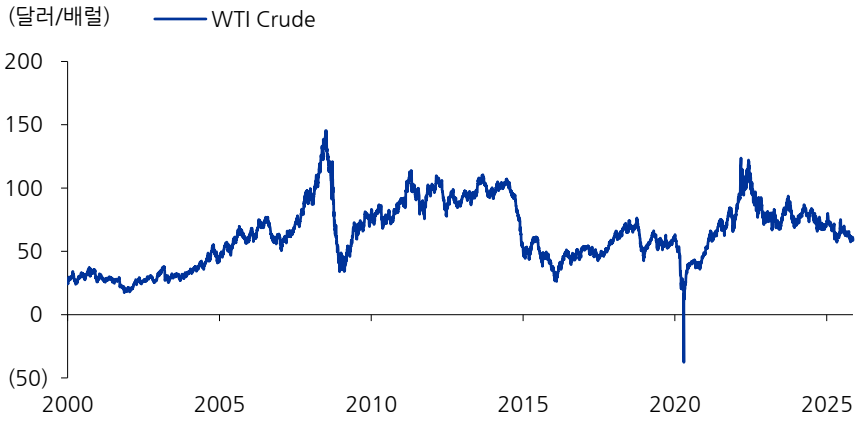
도표 24. 건설경기 실사지수(CBSI)

자료: 한국건설산업연구원, 유진투자증권

건설주 모멘텀은 해외수주로 전환

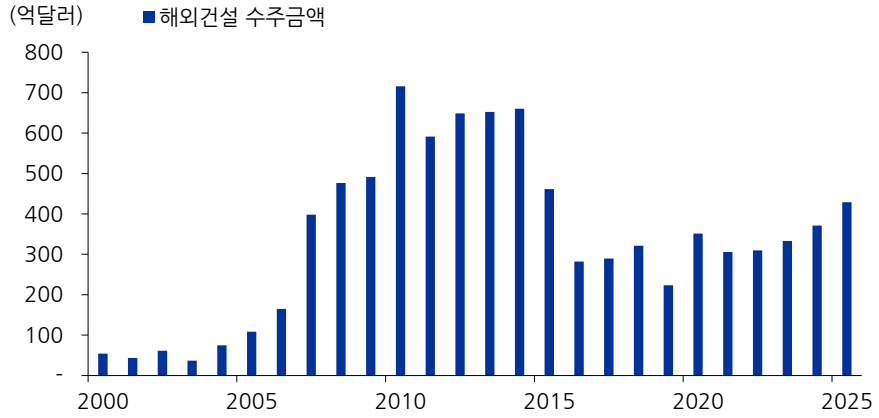
내수의 온기가 점차 식어가던 가운데, 해외수주가 새로운 성장 모멘텀으로 부상했다. **국제유가 급등으로 산유국의 인프라 투자가 확대되면서 국내 대형 건설사들은 중동을 중심으로 해외시장 진출을 본격화했다.** 해외수주액은 2005 년 109 억 달러, 2006 년 165 억 달러(+51.7%yoy), 2007 년 398 억 달러(+141.6%yoy)로 확대되며 건설사들의 성장 기반은 빠르게 글로벌로 이동했다. 이후 일부 프로젝트에서 저가 수주에 따른 손실이 발생했지만, 당시 **해외건설은 내수경기 둔화 국면에서도 업종 전반의 성장 기대를 지탱한 핵심 모멘텀이었다.**

도표 25. 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 26. 해외건설 수주금액



자료: 해외건설협회, 유진투자증권
주) 2025 년은 1~10 월 누계 실적

해외건설 수주금액, 10 년 만의 최대치 기록

2025 년 현재, 국내 건설경기가 좀처럼 회복되지 않는 가운데, 해외수주에서는 의미있는 반등이 나타났다. 2025 년 1~10 월 누적 해외건설 수주금액은 429 억 달러로, 전년 동기 대비 50.3% 증가하며 10 년 만의 최대치를 기록했다.

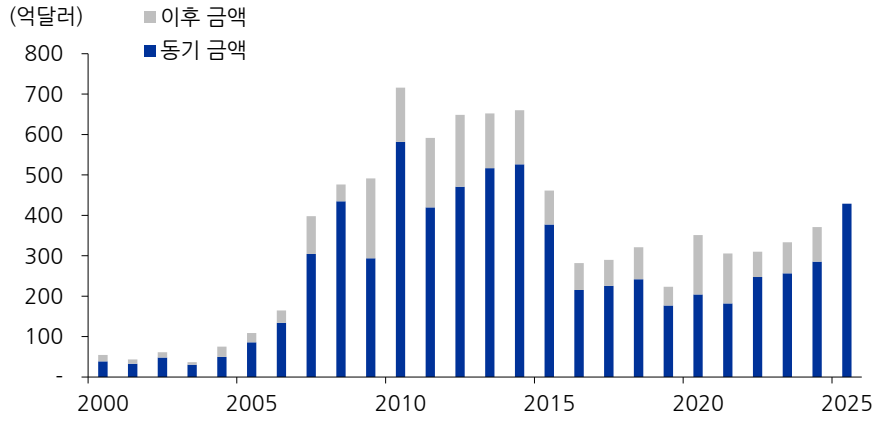
국내 건설사들의 EPC 경쟁력을 입증한 결과

전체 실적의 약 44%를 차지하는 체코 두코바니 원전(187 억 달러)의 기여도가 절대적이지만, 이를 일회성 이벤트로 국한할 필요는 없어 보인다. **국내 기업이 글로벌 시장에서 원전 기술력과 EPC 수행 능력을 입증한 결과로 해석되며, 향후 연쇄 수주 가능성까지 열어둔 의미 있는 신호로 평가된다.**

리스크 관리 기조 속에서 이루어진 수주라는 점에서 더욱 유의미

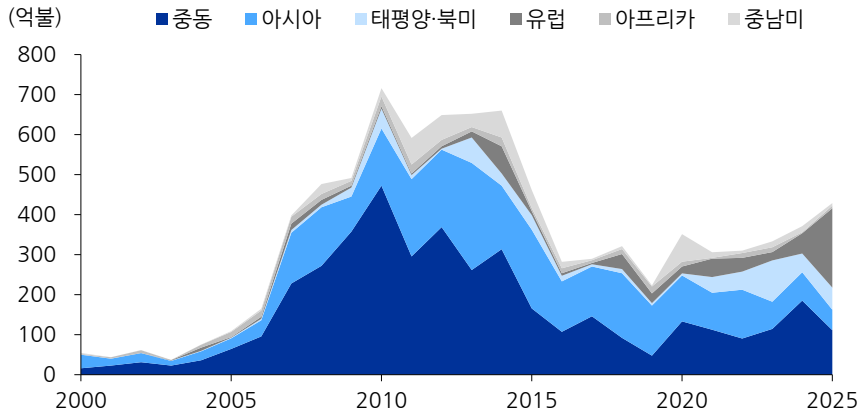
과거 해외사업에서 대규모 손실을 겪은 이후, 대부분의 건설사들은 해외 비중을 축소해왔으며, 해외사업 수주에 보다 보수적으로 접근해왔을 가능성이 높다. 이러한 변화 속에서 최근 수주 성과는 현지 시장에 대한 이해와 현지 기업과의 파트너십 구축을 기반으로 이루어진 것으로 추정된다. **리스크 관리 기조가 유지되는 가운데 확보된 성과라는 점에서, 최근 해외수주 증가는 질적 개선을 수반한 흐름일 가능성이 높으며 업황 모멘텀 측면에서도 의미있는 신호로 판단한다.**

도표 27. 해외건설 수주금액(1~10 월 동기 구분)



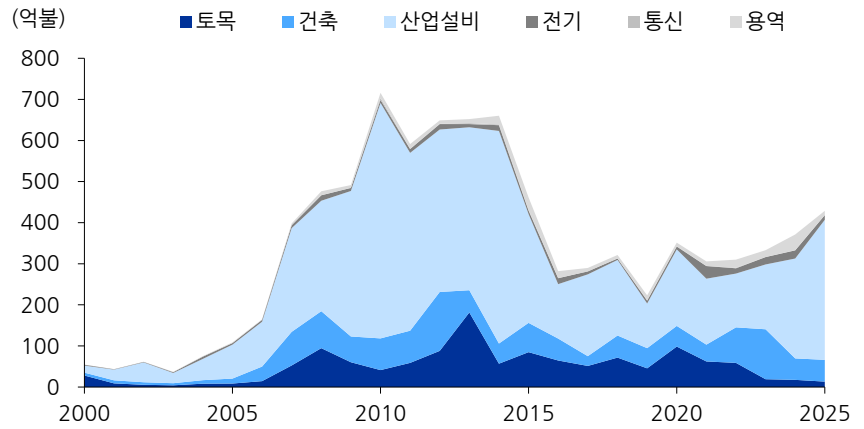
자료: 해외건설협회, 유진투자증권

도표 28. 해외건설 수주금액 (국가별)



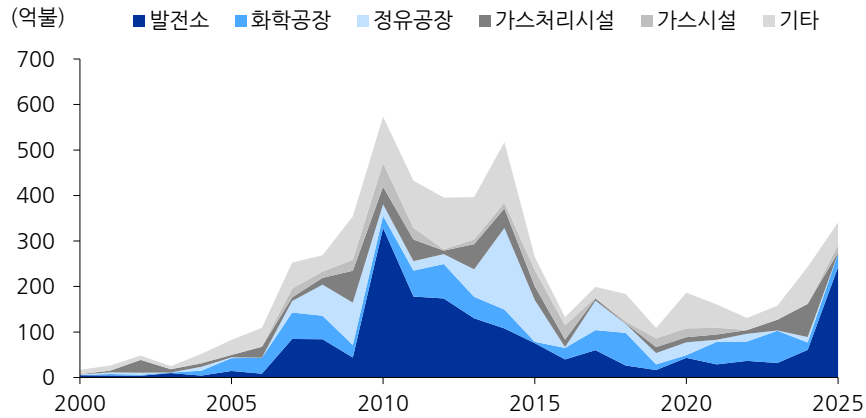
자료: 해외건설협회, 유진투자증권

도표 29. 해외건설 수주금액 (공종별)



자료: 해외건설협회, 유진투자증권

도표 30. 해외건설 산업설비 內 세부공종별 수주금액



자료: 해외건설협회, 유진투자증권

III. 남겨진 숙제

전환의 단서가 분명해지고 있음에도, 건설시장의 회복을 단정하기에는 무리가 있다. ① **해소되지 않은 미분양**, ② **PF 보증의 장기화**, ③ **민간 개발사업 축소** 등 해결되지 않은 문제들이 남아있기 때문이다. 현재 건설업은 회복과 부담이 교차하는 지점에 있으며, 업황 반등을 위해서는 남겨진 숙제들을 해소할 필요가 있다.

버텨낸 미분양, 버텨내야 할 미분양

준공 후 미분양의 역설

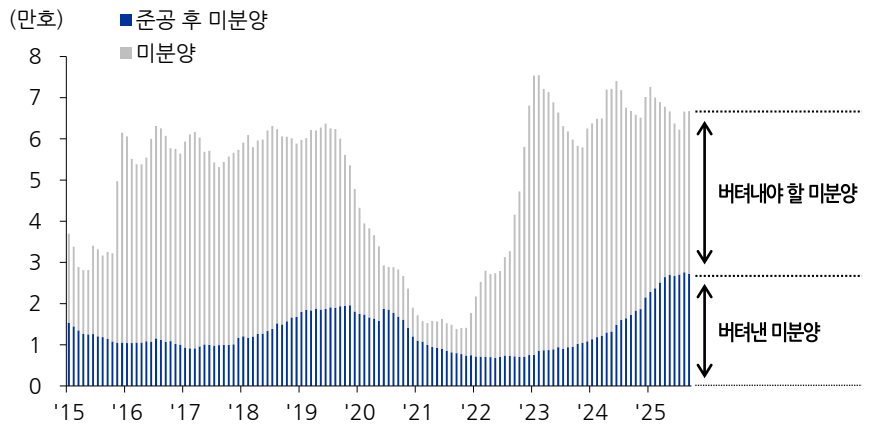
준공 후 미분양은 공사비 투입이 끝났다는 의미

준공 후 미분양은 공사가 완료된 이후에도 분양이 이루어지지 않아 장기간 재고로 남는 주택을 의미하며, 흔히 '악성 미분양'으로 불린다. 그러나 건설사 입장에서 준공 후 미분양이 반드시 최악은 아니다. 이미 공사가 완료되어 추가적인 공사비 지출이 발생하지 않기 때문이다.

오히려 현금흐름을 압박하는 것은 준공 전 미분양

오히려 더 큰 부담은 공사비 투입이 계속되어야 하는 준공 전 미분양일 수 있다. **준공 후 미분양이 이미 '버텨낸 미분양'이라면, 준공 전 미분양은 앞으로 '버텨내야 할 미분양'이다.** 결국, 준공 전 미분양이 모두 준공 후 미분양으로 전환될 때까지 건설사의 현금흐름 부담은 지속될 수밖에 없다.

도표 31. **미분양 주택 추이**



자료: 국토교통부, 유진투자증권

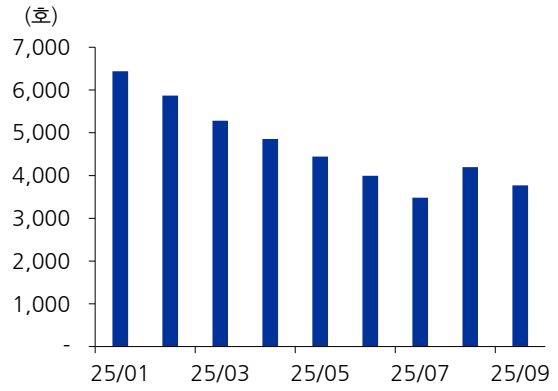
미분양 감소? 살아난 수요가 아니다

가격 하락 국면에서 나타난 미분양 감소

올해 1월 약 7.3만호 수준이었던 전국 미분양 주택은 9월 기준 6.7만호로 감소했다. 같은 기간 동안 미분양 물량의 감소 폭이 가장 컸던 지역은 경기도 평택시(-2,669호)와 인천시 계양구(-1,351호)였다.

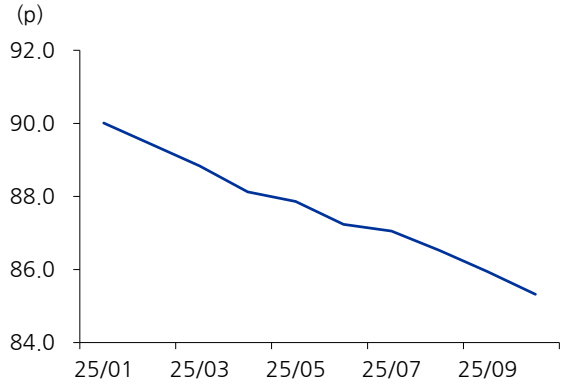
주목할 점은, 이들 지역의 아파트 매매가격지수가 오히려 하락세를 보였다는 것이다. YTD 기준 아파트 매매가격지수 변동률은 평택 -5.21%, 계양 -1.29%로, **가격이 떨어지는 국면에서 미분양이 감소한 것이다.**

도표 32. 평택 미분양 추이



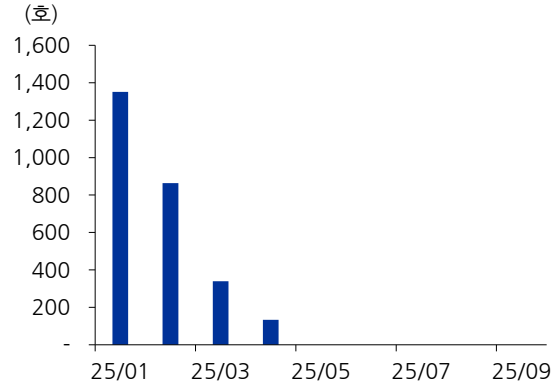
자료: 국토교통부, 유진투자증권

도표 33. 평택 아파트 매매가격지수 추이



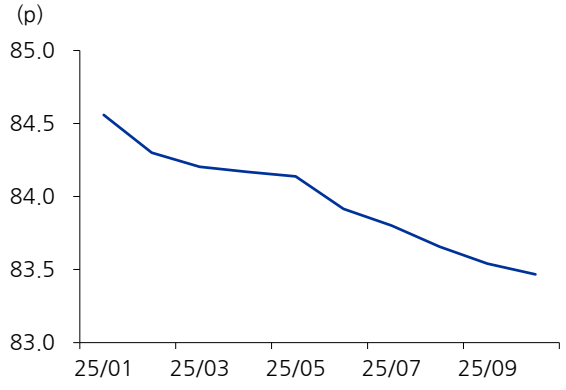
자료: KB부동산, 유진투자증권

도표 34. 계양 미분양 추이



자료: 국토교통부, 유진투자증권

도표 35. 계양 아파트 매매가격지수 추이



자료: KB부동산, 유진투자증권

이러한 현상은 해당 지역에 국한되지 않는다. 미분양 감소폭이 큰 상위 30 개 지역 중, 연초 대비 아파트 매매가격지수가 상승한 곳은 10개 지역에 불과했다. 이는 **현재의 미분양 물량 감소가 수요 회복으로 인한 가격 반등에 의해서만 이루어지지 않았음을 시사한다.**

도표 36. **미분양 감소지역의 아파트 매매가격지수 상승률 (2025-10 기준)**

No.	지역		미분양 (호)			아파트 매매가격지수 상승률 (%)				
			2025-01	2025-09	증감	1M	3M	6M	YTD	비고
1	경기	평택시	6,438	3,769	(2,669)	(0.73)	(1.99)	(3.18)	(5.21)	하락
2	인천	계양구	1,351	-	(1,351)	(0.09)	(0.40)	(0.83)	(1.29)	하락
3	경북	구미시	2,074	1,059	(1,015)	(0.04)	(0.37)	(1.39)	(2.56)	하락
4	울산	남구	1,615	707	(908)	0.26	0.79	1.71	1.99	상승
5	울산	중구	947	229	(718)	0.08	0.39	0.98	1.42	상승
6	강원	원주시	1,095	483	(612)	(0.01)	(0.05)	(0.81)	(1.55)	하락
7	대구	북구	1,794	1,188	(606)	(0.10)	(0.36)	(1.43)	(2.45)	하락
8	경북	경주시	1,360	816	(544)	0.10	(0.81)	(1.30)	(2.11)	하락
9	충북	청주시	597	86	(511)	(0.00)	0.01	0.18	(0.08)	하락
10	경기	광주시	899	485	(414)	0.12	0.34	0.05	(1.23)	하락
11	경기	가평군	686	280	(406)	0.25	(0.42)	(0.26)	(0.79)	하락
12	인천	서구	1,424	1,040	(384)	(0.17)	(0.23)	(0.27)	(0.22)	하락
13	전남	광양시	1,292	917	(375)	(0.21)	(0.90)	(1.82)	(3.25)	하락
14	전남	영암군	357	-	(357)	-	(0.06)	0.01	0.04	상승
15	경기	이천시	1,873	1,522	(351)	(0.22)	(1.17)	(2.95)	(5.54)	하락
16	전북	군산시	1,126	784	(342)	(0.31)	(1.17)	(1.79)	(2.18)	하락
17	경기	오산시	340	4	(336)	(0.21)	(0.63)	(1.00)	(1.46)	하락
18	부산	남구	415	82	(333)	0.08	(0.12)	(0.50)	(1.23)	하락
19	경기	광명시	328	6	(322)	1.32	2.82	3.60	3.14	상승
20	대전	서구	699	401	(298)	(0.01)	(0.42)	(1.01)	(1.74)	하락
21	대전	대덕구	293	3	(290)	(0.08)	(0.43)	(0.84)	(1.05)	하락
22	서울	중랑구	267	-	(267)	0.21	0.56	1.01	0.88	상승
23	전북	익산시	1,173	906	(267)	(0.17)	(1.37)	(2.22)	(3.02)	하락
24	울산	울주군	1,144	907	(237)	0.11	0.55	0.55	0.27	상승
25	경기	수원시	236	0	(236)	0.19	0.60	1.04	1.09	상승
26	강원	속초시	1,020	788	(232)	(0.03)	(0.45)	(0.60)	(0.94)	하락
27	충북	제천시	362	130	(232)	0.04	0.34	0.74	1.42	상승
28	경기	안양시	273	61	(212)	0.92	1.87	3.42	3.57	상승
29	경기	화성시	238	66	(172)	0.05	0.20	0.38	0.32	상승
30	대구	수성구	1,123	954	(169)	(0.09)	(0.83)	(1.51)	(2.11)	하락

자료: 국토교통부, KB 부동산, 유진투자증권
주) 하락/상승은 YTD 를 기준으로 함

가격 상승 지역은 애초에 미분양 규모 자체가 제한적

물론 주택가격이 상승한 지역에서도 미분양 감소는 일부 나타난다. 그러나 아파트 매매가격지수 상승률이 1%를 초과하는 지역의 미분양 물량은 5,666호로 전체의 8.5%에 불과하다. 이는 주택가격이 상승하는 지역의 경우 애초에 미분양 규모가 크지 않았다는 점을 의미한다. 따라서 주택가격 상승만으로 미분양 감소를 설명하기는 어렵다.

도표 37. 아파트 매매가격지수 상승률 1% 초과 지역의 잔여 미분양 물량(1)

No.	지역		아파트 매매가격지수 상승률 (%)				미분양 (호)
			1M	3M	6M	YTD	2025-09
1	서울	광진구	4.46	7.21	13.05	14.92	54
2	서울	양천구	1.52	2.70	10.74	14.30	8
3	서울	강동구	4.17	6.85	11.90	14.20	382
4	서울	마포구	2.96	4.90	9.97	12.15	48
5	서울	용산구	1.24	3.43	8.16	11.53	1
6	경북	상주시	1.12	3.83	5.68	10.71	85
7	경기	성남시	3.22	5.37	9.24	10.31	55
8	서울	중구	1.76	3.65	6.68	7.88	54
9	강원	평창군	0.12	0.98	3.14	6.07	263
10	전북	완주군	0.64	3.41	4.22	5.35	165
11	경북	영주시	0.44	0.95	3.28	5.30	6
12	전남	구례군	-	-	-	5.30	189
13	서울	서대문구	1.21	2.26	4.66	5.29	21
14	경기	하남시	1.47	3.16	4.43	5.10	3
15	전남	고흥군	1.13	3.98	3.98	5.06	11
16	서울	동대문구	1.37	2.37	3.73	4.16	94
17	경기	안양시	0.92	1.87	3.42	3.57	61
18	서울	강서구	0.75	1.55	2.97	3.38	145
19	경기	광명시	1.32	2.82	3.60	3.14	6
20	충북	보은군	-	0.30	0.30	2.79	59
21	서울	관악구	0.73	1.49	2.51	2.71	4
22	세종	세종시	0.16	0.64	3.40	2.62	47
23	경기	용인시	0.56	1.23	2.42	2.46	452
24	전북	전주시	0.32	0.87	1.76	2.32	160
25	경기	양평군	0.45	0.86	1.41	2.22	158
26	서울	구로구	0.38	1.14	2.02	2.21	134
27	충남	서천군	-	0.84	1.17	2.06	6
28	강원	인제군	-	0.56	0.64	2.03	85
29	울산	남구	0.26	0.79	1.71	1.99	707
30	경북	안동시	0.10	0.90	1.77	1.76	216

자료: 국토교통부, KB 부동산, 유진투자증권
주) 2025-10 기준 상승률

도표 38. 아파트 매매가격지수 상승률 1% 초과 지역의 잔여 미분양 물량(2)

No.	지역		아파트 매매가격지수 상승률 (%)				미분양 (호)
			1M	3M	6M	YTD	2025-09
31	충북	옥천군	0.44	0.94	1.04	1.62	247
32	충북	제천시	0.04	0.34	0.74	1.42	130
33	울산	중구	0.08	0.39	0.98	1.42	229
34	경남	밀양시	0.32	0.64	0.86	1.32	219
35	서울	은평구	0.28	0.59	1.29	1.30	20
36	전남	해남군	-	0.67	1.25	1.27	4
37	충남	논산시	0.17	0.46	0.87	1.18	79
38	충남	보령시	0.14	0.29	0.75	1.11	488
39	울산	북구	0.18	0.61	1.05	1.06	245
40	강원	삼척시	0.15	0.30	0.42	1.02	323
41	경북	영천시	0.06	0.55	1.00	1.00	3
합 계							5,666

자료: 국토교통부, KB 부동산, 유진투자증권
주) 2025-10 기준 상승률

미분양 감소는 할인분양과 분양촉진책의 결과일 가능성이 높다

가격 상승 기대감이 약화된 상황에서 나타난 미분양 감소는, **수요 회복에 따른 자연스러운 결과라기보다는 할인분양 또는 분양촉진책의 영향으로 판단한다**.

할인분양은 금융기관의 동의를 전제로

다만 이러한 조치는 사업주(시행사)와 건설사가 임의로 결정할 수 있는 사안이 아니다. PF 사업 구조상 1 순위 우선수익권자는 금융기관이며, 분양가 인하는 담보가치 하락으로 이어져 LTV(담보인정비율)와 Exit 분양률을 상승시키기 때문이다. 따라서 할인분양(또는 분양촉진책)은 대출약정서에 명시된 트리거(Trigger) 조건을 충족하거나, 금융기관의 사전 동의가 있을 때만 제한적으로 가능하다.

할인폭이 커질수록 공사비 지급재원 감소로 이어져

할인폭이 크지 않은 경우에는 사업주의 이익만 일부 감소하는 수준에서 마무리될 수 있다. 그러나 할인폭이 사업이익을 초과하게 되면, 사업주의 투자금 손실과 건설사의 공사비 지급재원 부족으로 이어질 수 있다. 즉, **최근의 미분양 감소는 수요 회복이 아니라, 사업주의 이익과 투자금, 그리고 건설사의 공사비 지급재원을 희생시킨 결과로 보는 것이 타당하다.**

도표 39. **할인분양 및 분양촉진책에 따른 Waterfall**

자료: 유진투자증권

Exit 분양률, 공사비 회수율의 변곡점

분양률이 공사비 회수율을 의미하지 않아

Exit 분양률은 금융기관에게는 대출금, 건설사에게는 공사비, 그리고 사업주에게는 투자금을 회수할 수 있는 최소 분양률을 의미한다. 건설사의 목표는 공사비 Exit 분양률 달성이지만, 그 이전 단계인 대출금 Exit 분양률의 달성 여부 또한 중요하다. 분양률 자체가 곧 공사비 회수율을 의미하는 것은 아니기 때문이다.

대출금 Exit 분양률은 공사비 회수율을 가르는 분기점이다. 일반적으로 준공 전 분양수입금(계약금, 중도금)은 약정된 비율에 따라 대출금 상환과 공사비 등 사업비에 분배된다. 그러나 **준공 후 분양수입금(잔금)은 대출금 상환에 전액 우선 배분되어 대출금 Exit 분양률 달성을 기준으로 공사비 회수율이 크게 달라진다.**

PF 대출원리금을 상환해야만, 그 다음이 있다

할인분양(또는 분양촉진책)을 시행했음에도 대출금 Exit 분양률에 미달할 경우, 준공 후 대출원리금 상환재원이 부족하게 된다. 이 경우, **건설사는 금융기관의 공매 진행을 막기 위해 PF 대출 상환을 지원해야 하는 상황에 놓일 수 있다.**

도표 40. **분양불 구조의 PF 대출 주요 금융조건(예시)**

구분	내용
대출금액 및 금리 / 수수료	대출금: - 억원 금리: - % 취급수수료: - % All-in Cost: 연 - % LTV: - % Exit 분양률: - %
주요 채권보전	▪ 관리형토지신탁 각 순위별 우선수익권 제공 (대출금의 120%) - 1순위 : 대주 (대출금 의 120%) - 2순위 : 시공사 (공사비의 120%) ▪ 시공사의 책임준공확약 및 미이행시 채무인수 ▪ 차주 시행권 포기 및 양도각서 ▪ 시공사 시공권 및 유치권 포기각서
분양수입 배분비율	▪ 분양수입금 납입비율
	구 분 / 계약금 / 중도금 / 잔금 공동주택 / 10% / 60% / 30% 발코니 확장 / 10% / - / 90% 근린생활시설 / 10% / 40% / 50%
	▪ 분양수입금 배분비율
	구 분 / 계약금 / 중도금 / 잔금 대출금 상환 / 20% / 20% / 100% 사업비 / 80% / 80% / -
할인분양	구 분 / 대출금 최초인출일 기준 D+6개월 / D+12개월 / D+18개월 목표 분양률 / 40% / 60% / 75% 할인 분양률주) / 5% / 10% / 15% 주) 최초 분양가 기준으로 산정하며, 할인분양에 상응하는 분양촉진책을 포함

자료: 유진투자증권

PF 보증, 시간은 해결사가 아니다

건설사의 PF 보증 전략

PF 보증은 시공권 확보를 위한 전략적 수단

건설사가 PF 보증을 제공하는 주된 목적은 시공권 확보이며, 경우에 따라 자체사업 또는 지분 투자 사업에서 사업성 제고를 위한 전략적 수단으로 활용되기도 한다. PF 보증은 연대보증, 채무인수, 자금보충 등 다양한 형태를 취하지만, 차주의 채무를 시공사가 대위변제한다는 점에서 경제적 실질은 크게 다르지 않다.

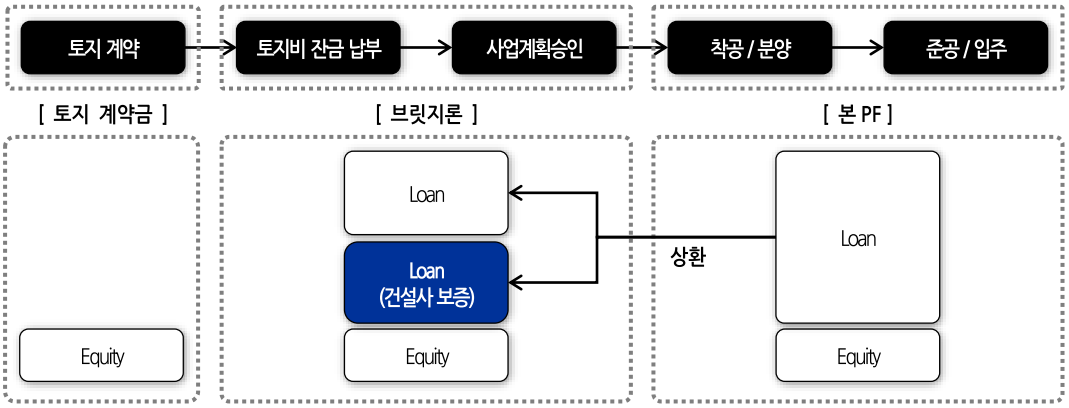
일반적으로 브릿지론 단계에서 보증을 제공

중요한 점은 **건설사가 '어느 시점에 보증을 제공하고, 어떤 방식으로 보증을 해소할 계획이었는가'에 있다.** 일반적으로 사업주(시행사)가 자금조달에 어려움을 겪는 시점은 토지 잔금 지급 시점이다. 이 **브릿지론 조달 단계에서 건설사는 보증을 통해 자금조달을 지원하여 시공권을** 확보하며, 경우에 따라 별도 협약을 통해 사업이익을 공유하기도 한다.

본 PF 전환과 동시에 보증을 해소하는 것이 통상적인 설계

또한 **브릿지론 단계에서 제공된 건설사의 보증은 본 PF 가 실행되는 시점에 해소되는 구조로 설계된 경우가 대부분이다.** 반대로 본 PF 단계에서만 보증을 제공하는 경우는 드물다. 사업성이 확보된 프로젝트는 본 PF 조달이 비교적 원활하며, 금융기관이 건설사의 보증을 요구할 유인이 낮기 때문이다.

도표 41. 건설사의 PF 보증 전략(예시)



자료: 유진투자증권

브릿지론 보증 이후의 시나리오

브릿지론 보증, 불안감과 기대감이 공존하는 구간

일반적으로 브릿지론 보증은 리스크가 높은 단계으로 평가된다. 대출기간 동안 인허가 지연이나 사업성 악화와 같은 불확실성이 집중되는 시기이기 때문이다. 다만 모든 브릿지론 보증이 위험하다고 단정할 수는 없다. 우량한 사업성을 보유한 프로젝트라면 본 PF 전환과 함께 보증이 해소될 가능성이 높기 때문이다.

사업성 악화시, 보증을 해소할 묘수는 없다

브릿지론이 제공된 프로젝트의 사업성이 악화될 경우, 건설사가 선택할 수 있는 방안은 세 가지로 예상된다. ① 브릿지론 보증을 이행하여 채무를 변제하거나, **② 브릿지론 보증을 연장**하면서 사업성 개선을 기대하거나, **③ 본 PF 보증을 제공해 사업을 추진**하는 방법이다.

브릿지론 보증을 이행할 경우, 건설사는 시행사의 채무를 대신 변제하고, 시행사로부터 받을 채권을 보유하게 된다. 이 채권은 회수 가능성에 따라 대손으로 반영될 수 있어 실적에 부정적인 영향을 미치지만, 오히려 추가적인 손실을 막기 위한 현명한 선택일 수 있다. 반면, **사업성 개선 방안 없이 브릿지론 보증을 반복 연장할 경우, 금융비용 누적으로 인해 사업성은 더 악화될 수 있다.**

본 PF 보증, 전략이 아니라 사업성 악화의 신호일 수 있어

주목해야 할 것은 본 PF 보증을 통해 사업을 추진하는 경우다. PF 대출은 미래 사업성을 담보로 자금을 조달하는 구조다. 따라서 본PF 단계에서 건설사가 PF보증을 제공한다는 것은, 사업성만으로 자금조달이 원활하지 않다는 신호일 수 있다. 즉, **본 PF 이후까지 보증이 이어진다는 것은 계획된 전략이 아니라, 사업성 악화로 인해 발생한 리스크의 연장 또는 확장으로 보는 것이 합리적이다.**

도표42. **브릿지론 보증 이후의 시나리오**

구분		비고
사업성 高	금융기관 차입만으로 본PF 전환	▪ 브릿지론 보증 리스크 해소 ▪ 분양사업의 경우, 미분양 리스크는 존재
사업성 低	자체적으로 브릿지론 보증 이행 결정	▪ 보증 이행으로 현금 유출(대여금 증가) 발생 ▪ 대여금(채권) 회수 가능성에 따라 대손충당금 반영
	브릿지론 연장 또는 리파이낸싱	▪ 금융비용 누적으로 사업성 악화 가능성 존재 ▪ 차주(시행사) 자금 여력에 따라 대여금 또는 추가 보증 발생
	본PF 보증 제공과 함께 사업 추진	▪ (분양사업) 보증 리스크에서 보증+미분양 리스크로 확대 ▪ (非분양사업) 준공 후 담보대출 보증으로 이어질 가능성 존재

자료: 유진투자증권

실제 PF 보증이 이행될 가능성은 높지 않아

주요 건설사가 보증을 제공한 프로젝트의 사업성이 악화되더라도, 실제 보증이 이행될 가능성은 높지 않을 것으로 보인다. 건설사의 높은 신용도를 바탕으로 보증이 연장되는 한 자금조달은 계속 유지될 수 있기 때문이다. 또한, **보증 규모가 클수록 건설사가 보증 이행을 결단하기는 더 어려워지므로, 실제 이행보다는 보증 연장으로 이어질 가능성이 높다.**

보증 이행을 방지하기 위한 시행사 지원이 이어질 수도

그러나 보증의 장기화는 또 다른 부담을 초래한다. 금융비용을 부담해야 하는 주체는 차주인 사업주(시행사)이지만, 시행사는 자금 여력이 부족한 경우가 많다. PF 보증 이행의 트리거(trigger)는 차주의 채무불이행이나 파산, 건설사의 신용등급 하락(2~3 notch) 등으로 설정되어 있다. 즉, **차주가 금융비용을 감당하지 못하는 순간, 건설사는 불가피하게 보증 이행 가능성에 직면하게 된다.**

이 과정에서 건설사는 차주의 연체나 부실화를 방지하기 위해 ① 시행사에게 직접 자금을 지원하거나, ② 금융비용 조달을 목적으로 보증을 확대하거나, ③ 경우에 따라 시행사를 인수하는 방식이 개입될 수 있다. 하지만 이러한 조치가 반복될수록 **건설사는 대여금의 증가와 함께 대손 부담이 확대되는 악순환에 빠질 수 있다.**

보증 제공 여력이 민간 개발사업 수주 경쟁력의 변수가 될 것

아이러니하게도 개발사업이 위축된 시기일수록, 우량 사업장에 대한 선별적 PF 보증은 수주 기회를 확보하기 위한 핵심 수단이 된다. 그러나 이미 PF 보증 리스크가 과도한 건설사는 추가적인 보증 제공이 부담스러울 것이다. 결국 **보증 제공 여력의 차이가 향후 민간 개발사업 수주 경쟁력의 주요 변수로 작용할 것으로 판단한다.**

줄어드는 파이

사업성 지표 자체는 개선되고 있다

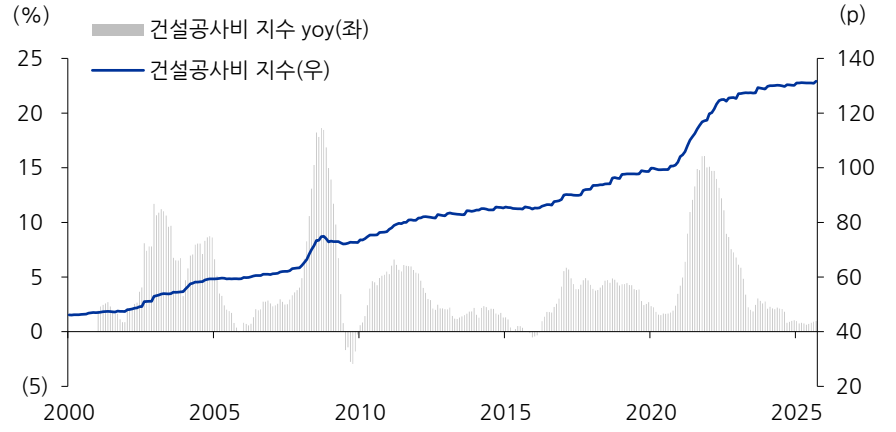
건설업은 본질적으로 '수주 산업'이다. 미래의 매출은 새로운 프로젝트의 수주에서 시작되며, 시장의 파이는 신규 개발사업 기회의 크기에 의해 결정된다.

사업성으로만 보면 개발 여건이 그리 나쁘지 않아

앞서 언급한 바와 같이, 개발사업의 주요 변수들은 긍정적인 방향으로 전환되고 있다. 공사비는 상승세를 멈추고 안정화 국면에 접어들었으며, 저금리 기조와 풍부한 유동성 환경 속에서 서울과 경기 일부 지역을 중심으로 주택가격은 상승세를 이어가고 있다. 주택 공급 부족으로 인한 수급 불균형이 지속되는 가운데, 10/15 부동산 대책으로 인한 풍선효과 가능성까지 고려하면, 수도권 내 비규제 지역의 주택가격도 회복 가능성도 존재한다.

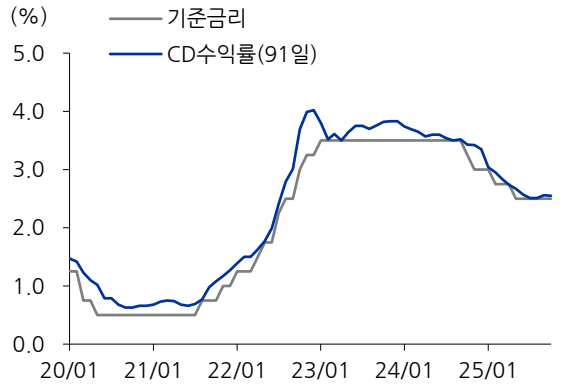
즉, **공사비 안정화와 금리 하락으로 인한 금융비용 절감, 그리고 주택가격의 상승이라는 요인들은 모두 개발사업의 사업성을 끌어올리는 방향으로 작용하고 있다.** 결과적으로, **사업성 지표만 놓고 보면, 개발사업은 최악의 국면을 지나 점진적인 회복세로 전환되고 있다.**

도표 43. 건설공사비 지수 추이



자료: 한국건설기술연구원, 유진투자증권

도표 44. 기준금리, CD 수익률 추이



자료: 한국은행, 채권정보센터, 유진투자증권

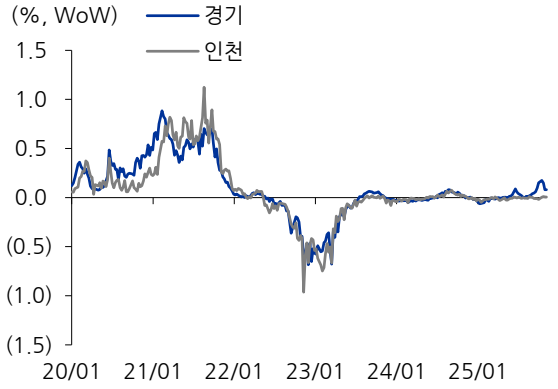
도표 45. M2 증가율

자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 46. 서울 아파트 매매가격지수 추이

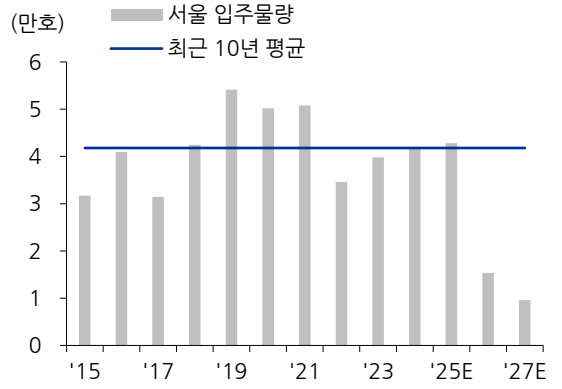
자료: KB 부동산, 유진투자증권

도표 47. 경기 및 인천 아파트 매매가격지수 추이



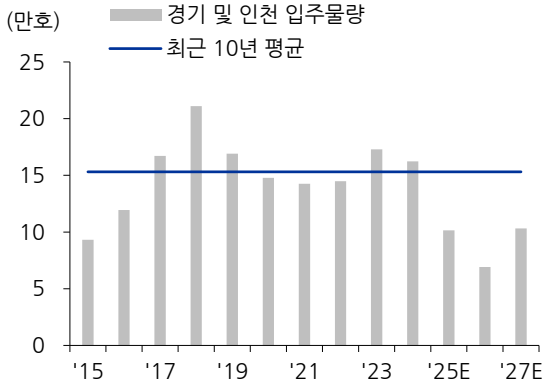
자료: KB 부동산, 유진투자증권

도표 48. 서울 입주물량



자료: 부동산지인, 유진투자증권

도표 49. 경기 및 인천 입주물량



자료: 부동산지인, 유진투자증권

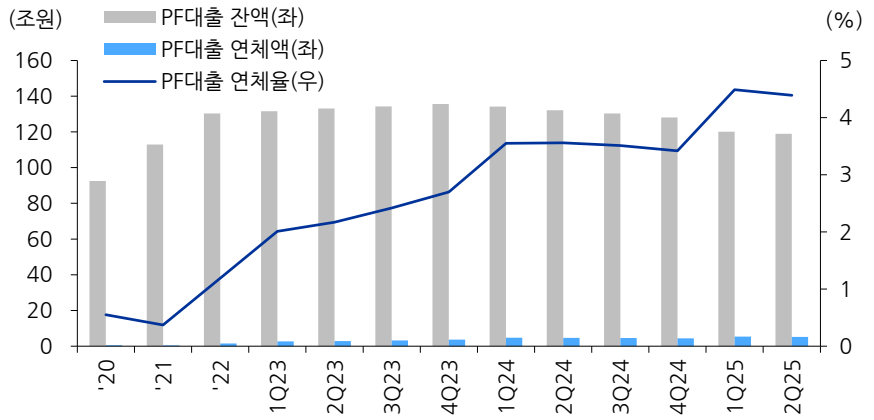
문제는 사업성이 아닌 자금조달에 있다

민간 개발사업은 자금조달이 쉽지 않은 국면

사업성 지표가 개선되고 있음에도 민간 개발사업이 좀처럼 회복되지 않는 근본적인 원인은 자금조달 경색에 있다. 과거 보증 제공을 통해 자금조달을 지원했왔던 건설사들이 신규 보증 제공을 부담스러워하는 만큼, **자금조달 주체인 금융기관 역시 PF 대출을 더 보수적인 기준을 적용하여 취급할 수밖에 없다.**

2025 년 2 분기 기준, 全 금융권 PF 대출 잔액은 118.9 조원, 연체율은 5.2%에 이른다. 여기에 저축은행, 여신전문, 상호금융의 토지담보대출을 포함하면 규모는 133.0 조원, 연체율은 9.4% 수준으로 더 높아진다. 채무보증을 포함한 전체 PF 익스포저는 186.6 조원에 달하며, 이 중 정부의 사업성 평가에 따라 유의·부실 우려로 분류된 익스포져 비중은 11.1% 수준이다.

도표 50. **全 금융권 PF 대출 추이**



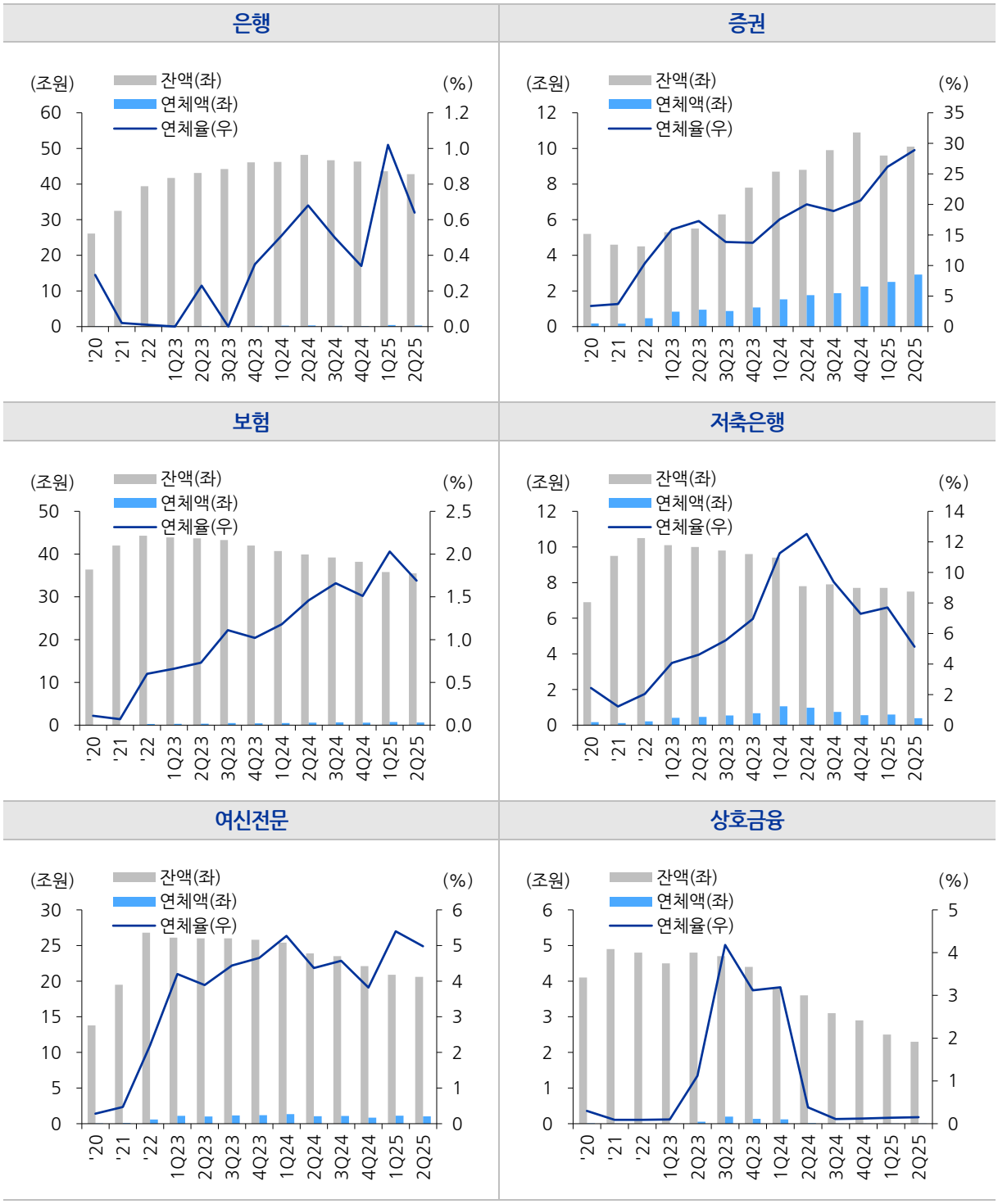
자료: 금융위원회, 유진투자증권
주) 토지담보대출 및 채무보증 미포함(이하 동일)

도표 51. **全 금융권 PF 익스포저 사업성 평가 결과**

(단위 : 조원, %)	전체 (A)	평가대상			C·D 소계 (B)	비중 (B/A×100)
			유의 (C)	부실우려 (D)		
2Q24 (1차 평가)	216.5	33.7	7.4	13.5	21.0	9.7
3Q24 (2차 평가)	210.4	210.4	8.2	14.7	22.9	10.9
4Q24 (3차 평가)	202.3	202.3	5.9	13.3	19.2	9.5
1Q25 (4차 평가)	190.8	190.8	6.6	15.4	21.9	11.5
2Q25 (5차 평가)	186.6	186.6	6.2	14.6	20.8	11.1

자료: 금융위원회, 유진투자증권
주) PF 익스포저는 PF 대출(브릿지론+본 PF), 토지담보대출, 채무보증을 모두 포함

도표 52. 금융업권별 PF 대출 추이



자료: 금융위원회, 금융감독원, 유진투자증권
주) 토지담보대출 및 채무보증 미포함(이하 동일)

신규 대출의 감소는 본 PF 로 전환될 사업 물량의 감소로 이어질 것

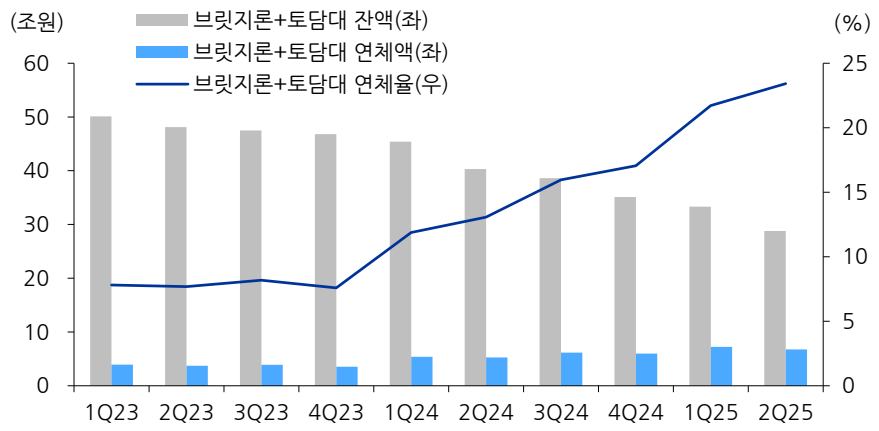
전체 PF 익스포져보다 주목해야 할 지표는 토지 확보 단계에서 사용되는 브릿지론과 토지담보대출의 흐름이며, **연체율이 아닌 대출 잔액의 변화를 보다 유심히 살펴볼 필요가 있다.**

브릿지론과 토지담보대출의 합산 잔액은 2023 년 1 분기 50.1 조원에서 2025 년 2 분기 28.8 조원으로 약 42.5% 감소했다. 이는 일부 상환이나 회수 등의 영향일 수 있으나, 신규 대출 취급 자체가 크게 감소한 결과로도 해석할 수 있다. 토지 확보 단계부터 자금조달 경색되는 흐름은, 결국 **본 PF 로 전환될 사업 물량의 감소로 이어지며, 사업주(시행사)가 민간 개발시장으로 진입할 수 있는 기회의 축소로 귀결될 수밖에 없다.**

자금 조달 경색은 PF 시장 전반의 구조적 변화

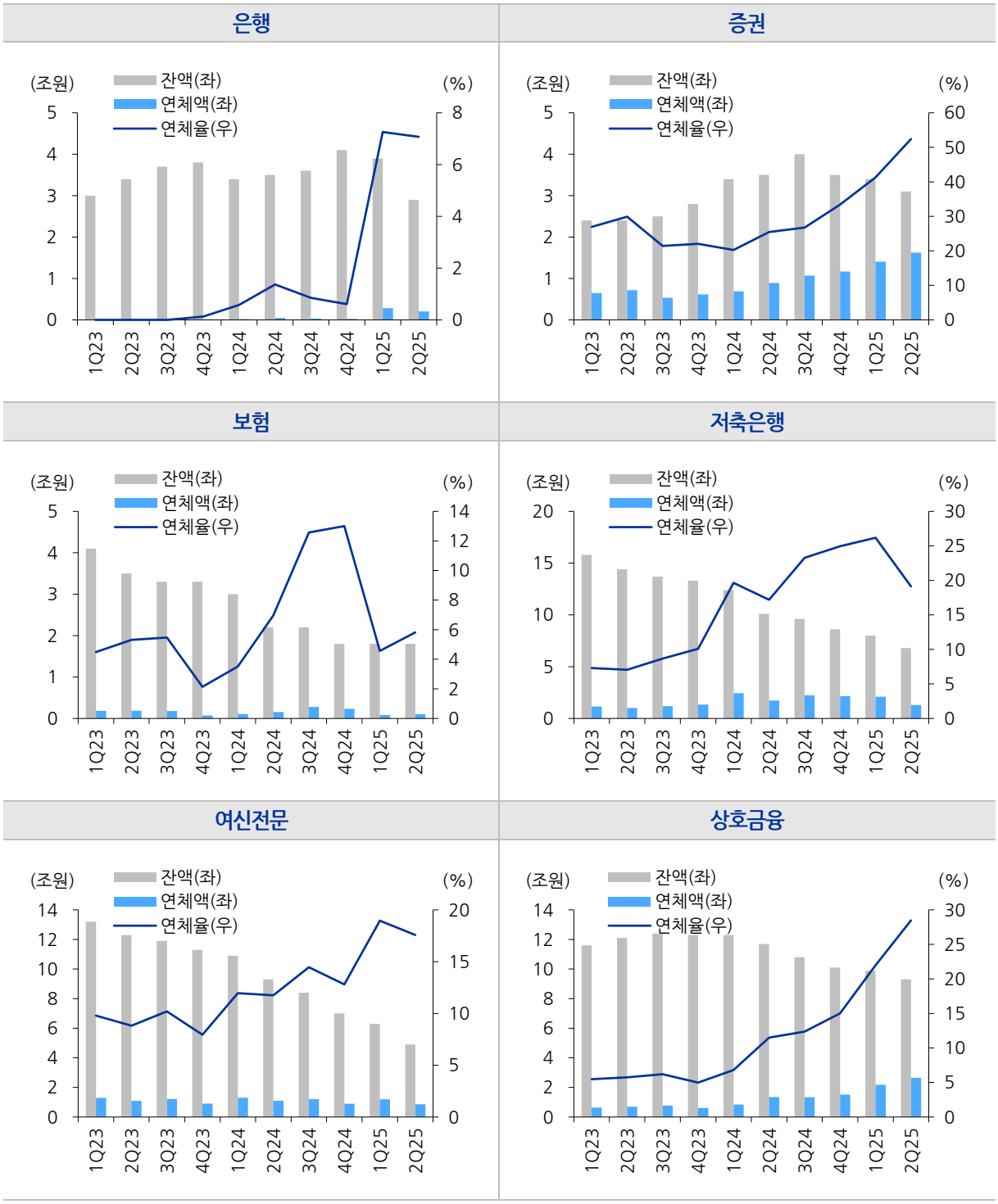
현재 민간 개발사업은 사업성 자체의 문제보다 자금 조달의 어려움에 직면해 있다. 금융기관과 건설사가 리스크 회피 기조를 유지하는 한, 이러한 현상은 일시적인 건설경기 둔화가 아닌 PF 시장 전반의 구조적 변화로 인식해야 한다.

도표 53. 全 금융권 브릿지론+토지담보대출 추이



자료: 금융위원회, 금융감독원, 유진투자증권
주) 채무보증 미포함

도표 54. 금융업권별 브릿지론+토지담보대출 추이



자료: 금융위원회, 금융감독원, 유진투자증권
주) 채무보증 미포함

시행사 폐업, 수주의 출발점이 흔들리다

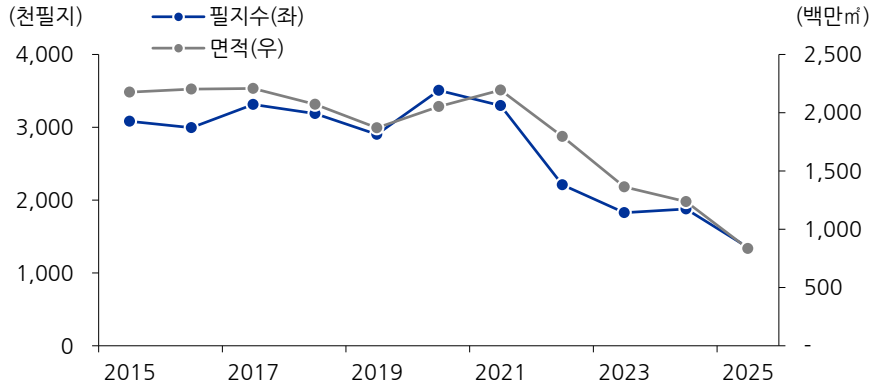
빠르게 감소 중인 토지 거래량

앞서 언급했듯이, **사업성 지표가 개선되고 있음에도 자금조달 경색이 지속되면서 토지 거래량은 빠르게 감소하고 있다.** 면적 기준 토지거래량은 2021 년 2,195 백만㎡에서 2024 년 1,237 백만㎡로 감소했으며, 2025 년 1~9 월 누적 기준 역시 전년 동기 대비 11.2% 감소한 834 백만㎡에 그치고 있다.

건설사 폐업보다 시행사 폐업이 보다 근본적인 문제

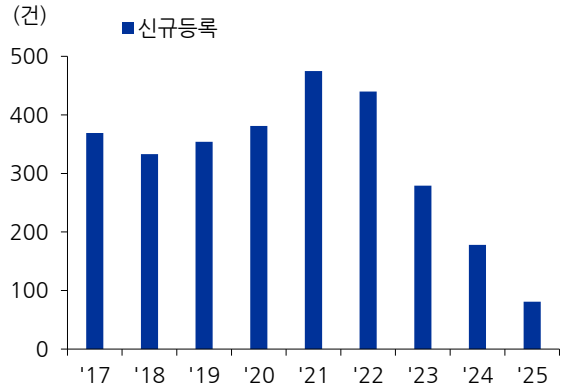
이와 동시에 시행사 폐업 역시 증가세를 보이고 있다. 올해 들어 건설사 폐업이 주목받았지만, **시행사 폐업은 보다 근본적인 문제로 해석할 필요가 있다. 시행사는 개발사업의 주체이며, 건설사의 수주 파이프라인을 형성하는 출발점이기 때문이다.** 결국, 자금조달에 대한 불확실성이 해소되지 않는 한, 건설사들의 신규 수주와 외형 성장에 대한 기대감은 제한적일 수밖에 없다.

도표 55. 토지 거래량



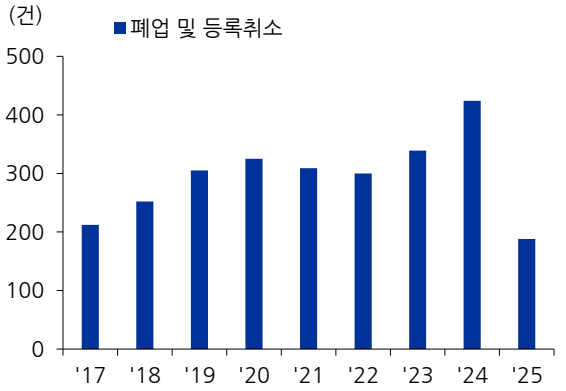
자료: 국토교통부, 유진투자증권
주) 2025 년은 1~9 월 합계

도표 56. 부동산개발업 신규등록 추이



자료: 국토교통부, 유진투자증권
주) 2025 년은 1~7 월 합계

도표 57. 부동산개발업 폐업 및 등록취소 추이



자료: 국토교통부, 유진투자증권
주) 2025 년은 1~7 월 합계

Ⅳ. 마주보는 불편함

현재로서는 신뢰할 수 없는 ROE

이익이 아닌 이익, 자본이 아닌 자본

ROE(Return on Equity, 자기자본이익률)는 기업의 수익성과 자본 효율성을 동시에 평가할 수 있는 가장 단순하고 직관적인 지표다. 그러나 현재 건설사들의 ROE 는 온전히 신뢰하기 어려운 상황이다. **회계상의 이익은 인식되지만 현금 유입이 수반되지 않고, 그 결과 순자산의 질이 점차 저하되고 있기 때문이다.**

매출채권과 미청구공사비가 ROE 신뢰도를 하락시켜

듀퐁(DuPont) 분석에 따라, ROE 는 수익성(순이익/매출액), 효율성(매출액/총자산), 레버리지(총자산/자기자본)의 곱으로 구성된다. 현재 주요 건설사들의 ROE 는 이 세 축 모두에서 왜곡이 발생하고 있다. **① 현금 흐름이 수반되지 않는 회계상의 이익, ② 매출채권과 미청구공사비 누적으로 인한 비효율적 자산 구조, ③ 수익성 확대가 아닌 유동성 확보를 위한 방어적 차입**, 이 세 가지가 맞물리며, ROE 개선의 여지는 존재하지만 그 신뢰도는 점차 낮아지고 있다.

따라서 ROE 가 말하지 않는 부분, 즉 숫자 이면에 존재하는 '불편한 진실'을 정량적으로 들여다볼 필요가 있다. **대손으로 이어질 수 있는 매출채권과 미청구공사비가 적정 수준을 얼마나 초과하고 있는지,** 그리고 **기업별 PF 보증 규모가 어느 정도 수준에 달하는지**를 함께 분석함으로써, 기업별 불확실성의 크기를 가늠하고자 한다.

도표 58. 듀퐁 분석에 따른 ROE

$$\text{ROE} = \text{수익성} \times \text{효율성} \times \text{레버리지}$$

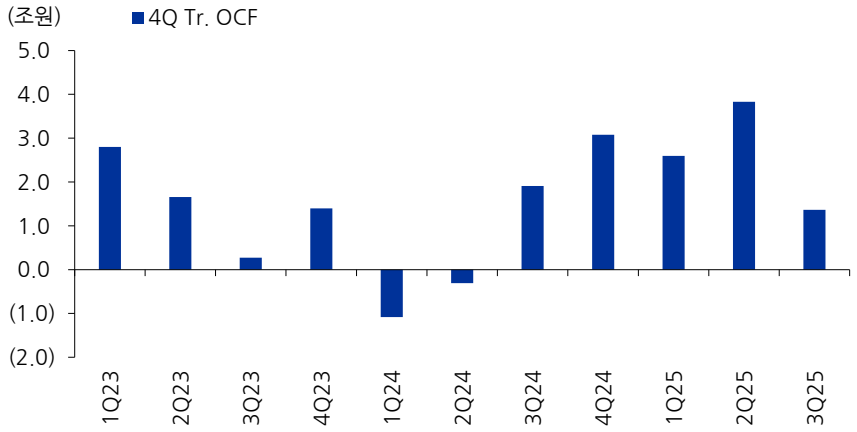
$$\frac{\text{순이익}}{\text{자기자본}} = \frac{\text{순이익}}{\text{매출액}} \times \frac{\text{매출액}}{\text{총자산}} \times \frac{\text{총자산}}{\text{자기자본}}$$

자료: 유진투자증권

불편함의 정량화 - ① 매출채권과 미청구공사비

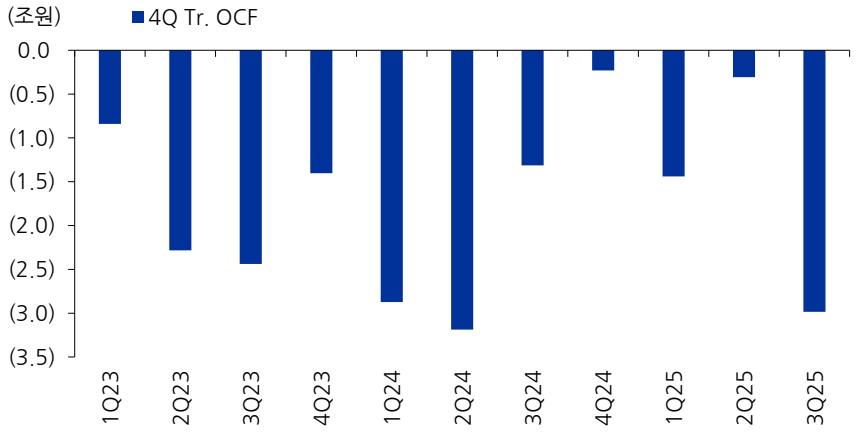
10 대 건설사를 기준으로, 계절성을 요인을 고려하여 4 개 분기 누적 영업활동 현금흐름(OCF)을 살펴본 결과, 3Q25 년 기준 1.4 조원을 기록했다. 그러나 건설 부문 외 매출 비중이 큰 삼성물산을 제외할 경우 -3.0 조원으로, **여전히 영업활동에서 현금 유출 구조가 지속되고 있음을 보여준다.**

도표 59. 10 대 건설사 4Q Trailing OCF 추이



자료: Quantiwise, DART, 유진투자증권
주1) OCF(영업활동 현금흐름)은 4개 분기 누적 기준(4Q Trailing OCF)(이하 동일)
주2) 현대건설은 연결회사에 현대엔지니어링이 포함되어, 별도 기준으로 반영(이하 동일)

도표 60. 10 대 건설사 4Q Trailing OCF 추이(삼성물산 제외)



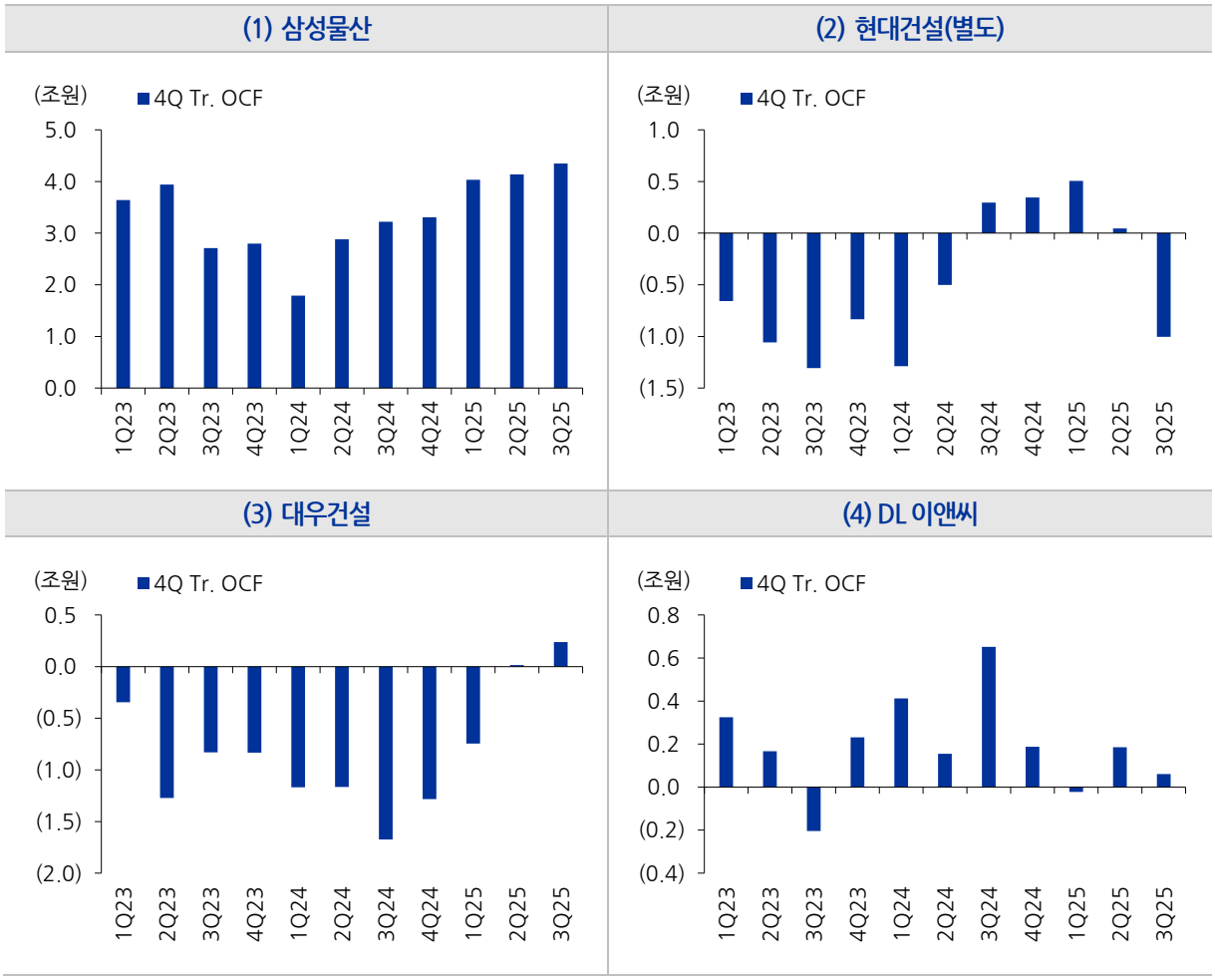
자료: Quantiwise, DART, 유진투자증권

수익성 평가는 현금 기반 수익의 평가 병행이 필요

기업별로 보면, 삼성물산, DL 이앤씨, GS 건설은 비교적 안정적인 영업활동 현금흐름을 유지하고 있어 회계상의 이익이 실제 현금 창출로 이어지는 구조, 즉 수익의 질이 양호한 것으로 판단된다. 반면, 현대엔지니어링과 포스코이앤씨는 영업활동 현금흐름 악화가 장기간 지속되고 있어, 현금창출력 약화에 따른 부담이 큰 것으로 추정된다.

결국 일부 건설사는 손익계산서상 이익이 유지되더라도 실질적인 현금흐름이 뒷받침되지 않는 구조를 보이고 있다. 따라서 건설사의 수익성을 평가할 때는 단순한 이익률 지표가 아니라, 현금흐름 기업 수익의 질적 평가가 병행되어야 한다.

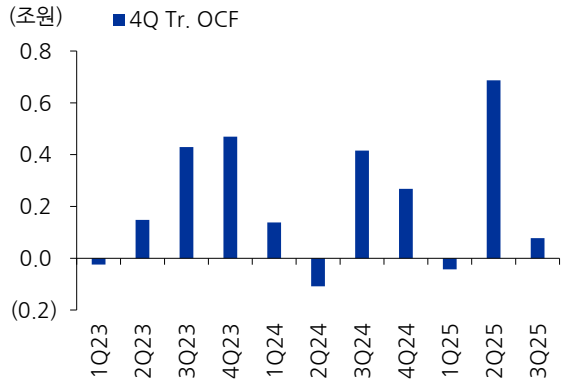
도표 61. 기업별 4Q Trailing OCF 추이(1)



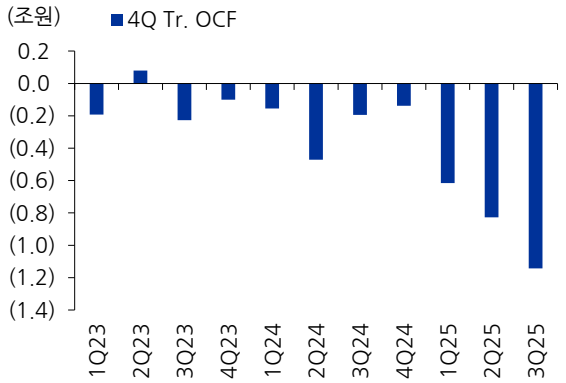
자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 62. 기업별 4Q Trailing OCF 추이(2)

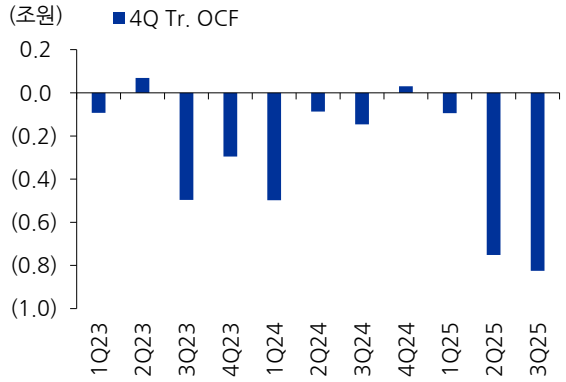
(5) GS 건설



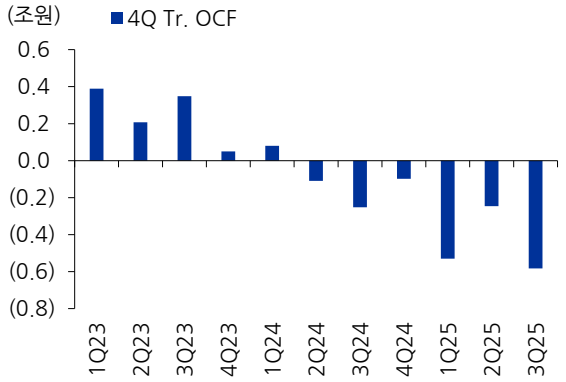
(6) 현대엔지니어링



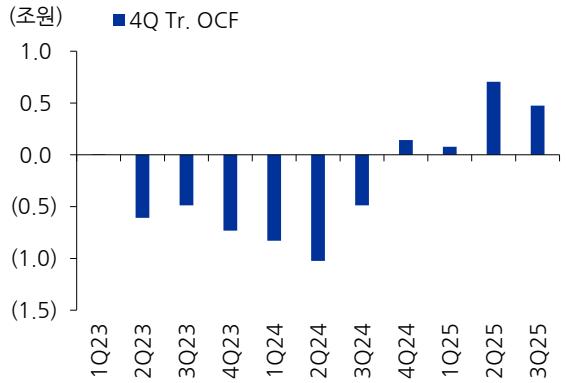
(7) 포스코이앤씨



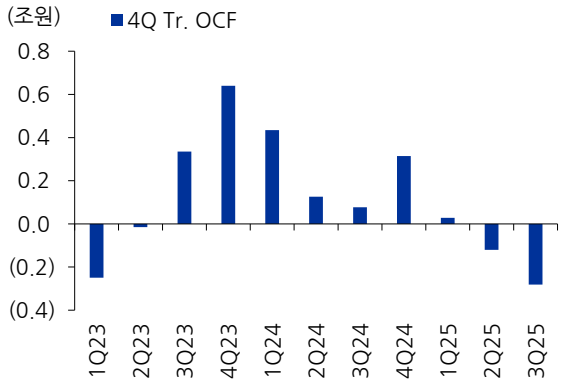
(8) 롯데건설



(9) SK 에코플랜트



(10) HDC 현대산업개발



자료: Quantiwise, 유진투자증권

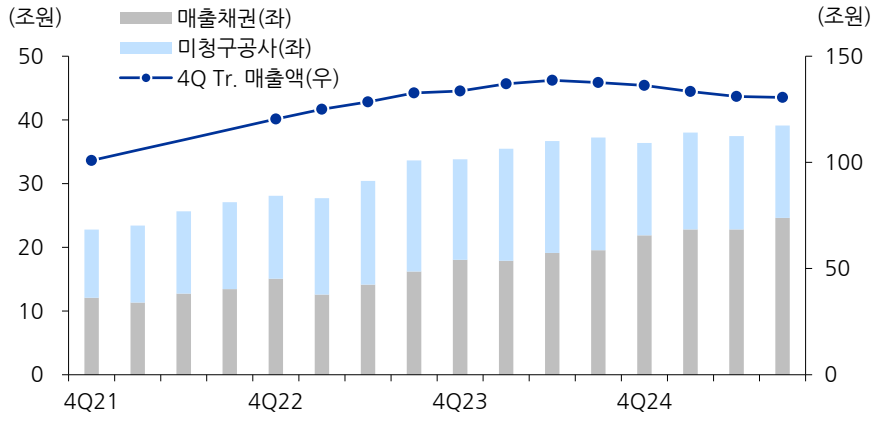
누적된 매출채권과 미청구공사비는 결국 대손 리스크

영업활동 현금흐름이 개선되더라도, **누적된 매출채권과 미청구공사비(계약자산)은 여전히 정리해야 할 숙제로 남아있다.** 해당 자산은 향후 대손상각 및 자산건전성 악화로 이어질 수 있는 잠재 리스크로 작용하기 때문이다.

10 대 건설사의 매출채권회전율 4.4 →3.3 회로 하락

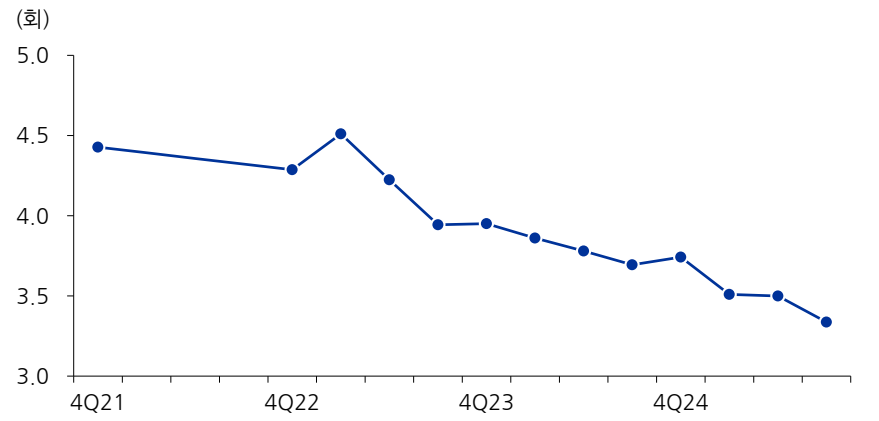
상위 10 대 건설사를 기준으로, **미분양이 본격적으로 증가하기 직전인 4Q21 과 3Q25를 비교**해 보면, 4Q Trailing 매출액은 100.8조원에서 130.5조원(+29.4%)으로 증가한 반면, 매출채권과 미청구공사비의 합계는 22.5 조원에서 39.1 조원(+71.7%)으로 더 빠르게 증가했다. 그 결과 매출채권회전율은 4.4 회에서 3.3 회로 하락했다.

도표 63. 10 대 건설사 매출채권, 미청구공사, 4Q Trailing 매출액 추이



자료: Quantiwise, DART, 유진투자증권
주) 롯데건설, SK에코플랜트 1Q21~3Q21 분기, 반기보고서 부재로 4Q Tr. 매출액 일부 미반영(이하 동일)

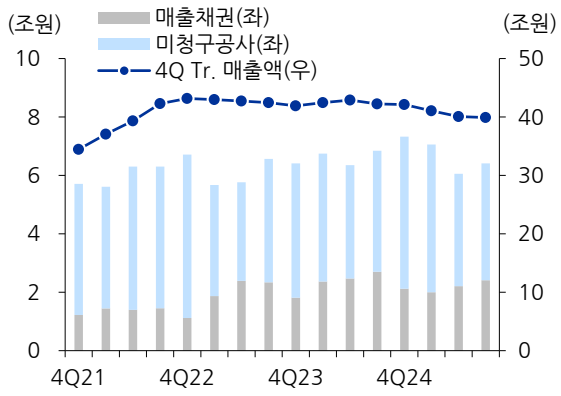
도표 64. 10 대 건설사 매출채권회전율 추이

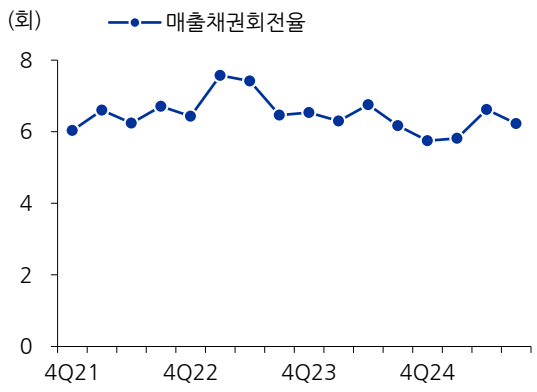


자료: Quantiwise, DART, 유진투자증권
주) 매출채권회전율 = (매출채권 + 미청구공사비) / 4Q Trailing 매출액(이하 동일)

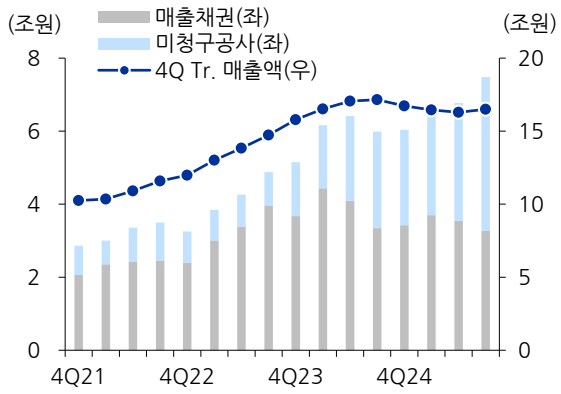
도표 65. 기업별 ① 매출채권, 미청구공사, 4Q Trailing 매출액 및 ② 매출채권회전율 추이(1)

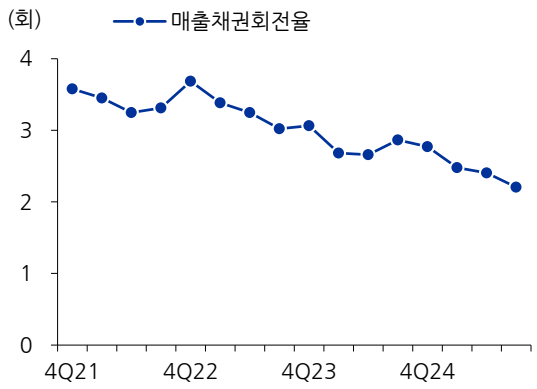
(1) 삼성물산



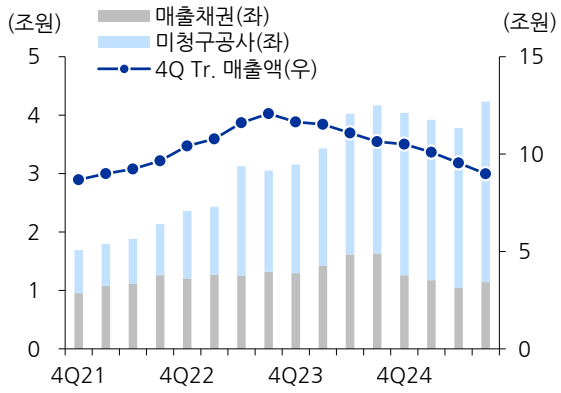


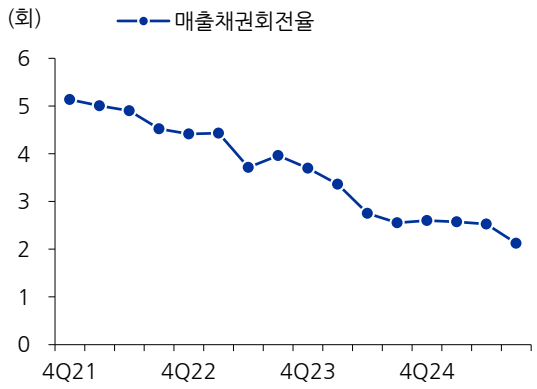
(2) 현대건설(별도)





(3) 대우건설

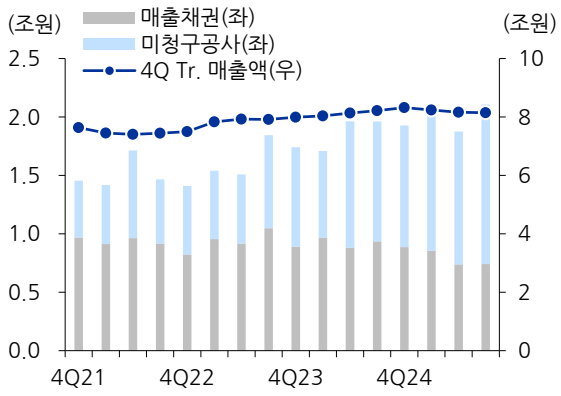


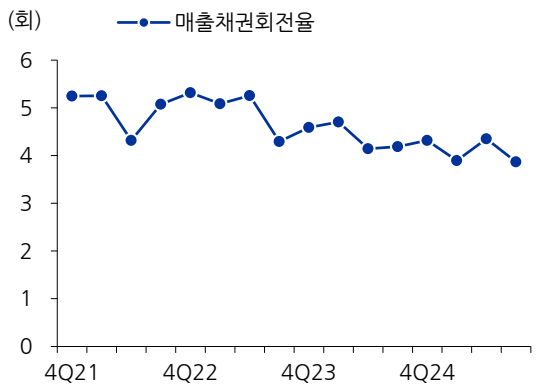


자료: Quantiwise, DART, 유진투자증권

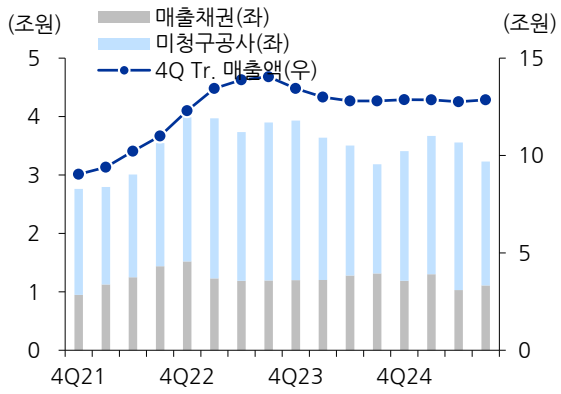
도표 66. 기업별 ① 매출채권, 미청구공사, 4Q Trailing 매출액 및 ② 매출채권회전율 추이(2)

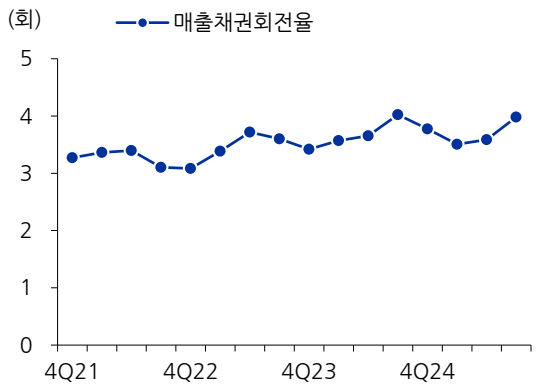
(4) DL 이앤씨



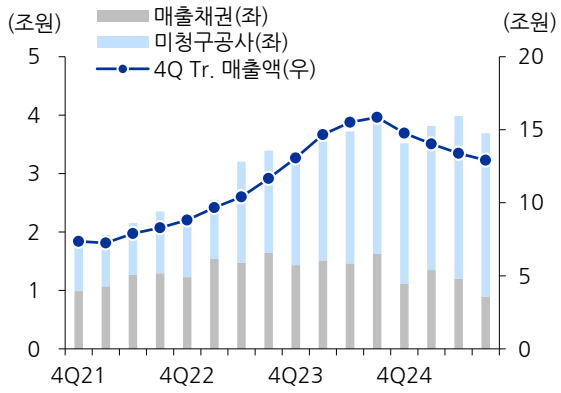


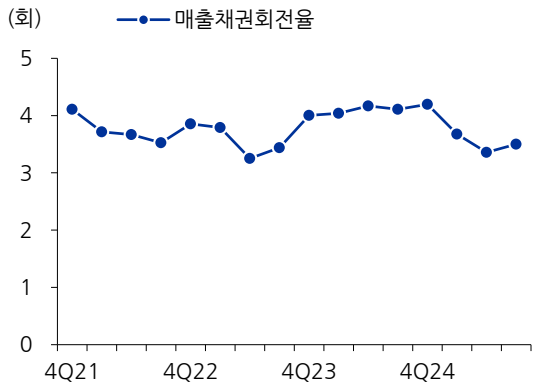
(5) GS 건설





(6) 현대엔지니어링

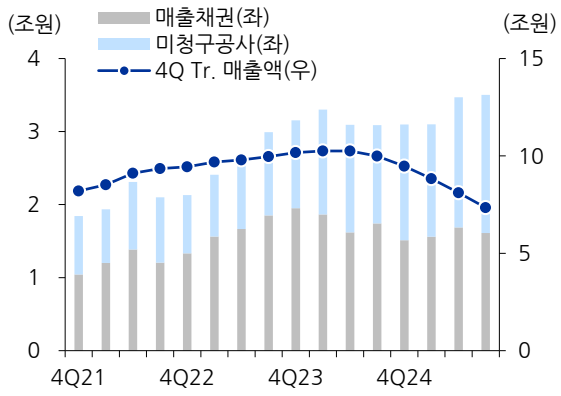


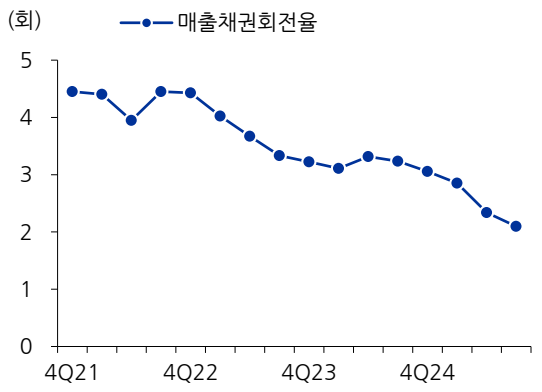


자료: Quantiwise, DART, 유진투자증권

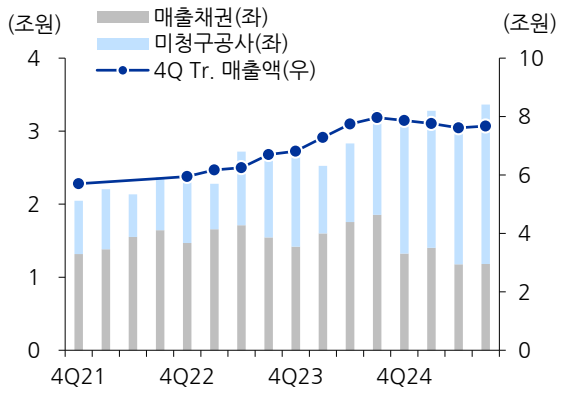
도표 67. 기업별 ① 매출채권, 미청구공사, 4Q Trailing 매출액 및 ② 매출채권회전율 추이(3)

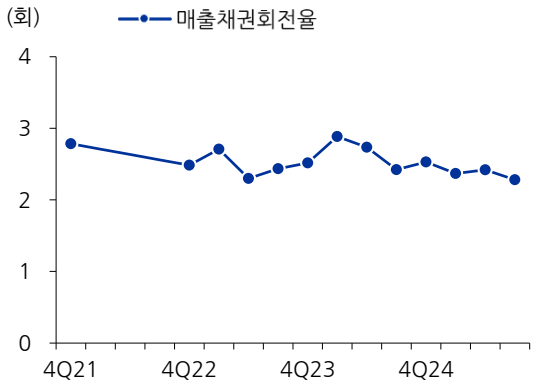
(7) 포스코이앤씨



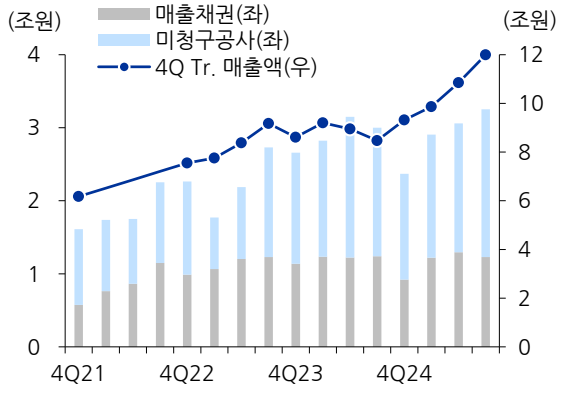


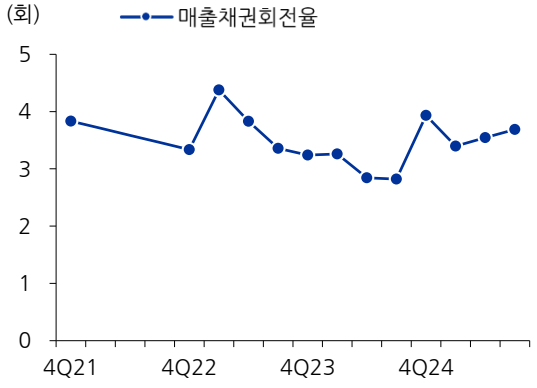
(8) 롯데건설





(9) SK 에코플랜트

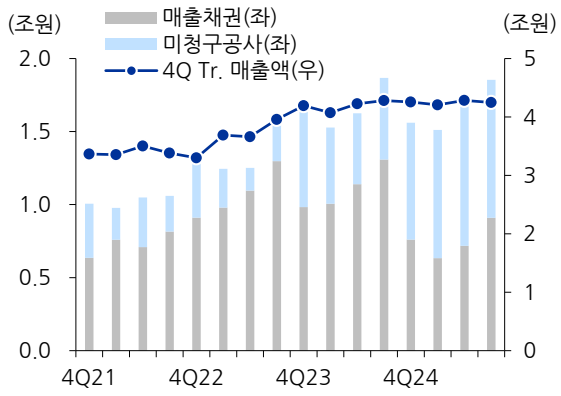


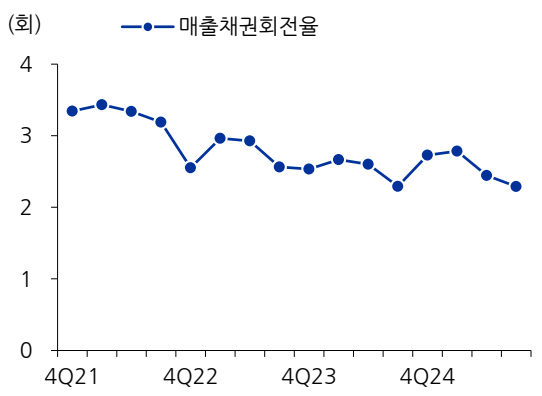


자료: Quantiwise, DART, 유진투자증권

도표 68. 기업별 ① 매출채권, 미청구공사, 4Q Trailing 매출액 및 ② 매출채권회전율 추이(4)

(10) HDC 현대산업개발





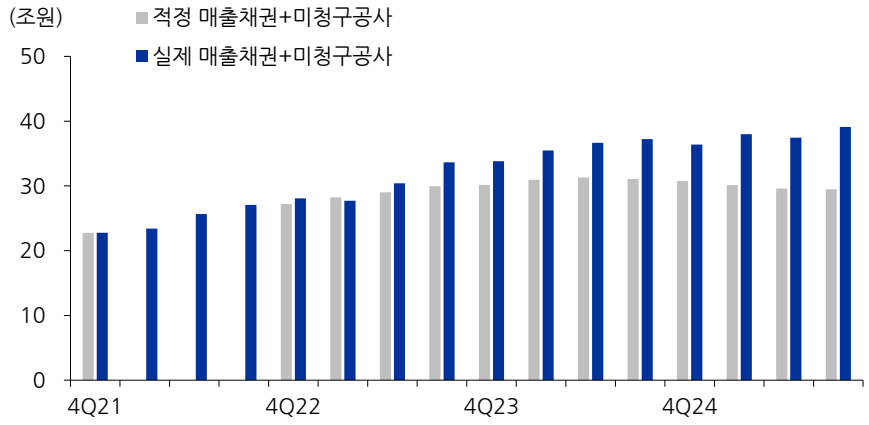
자료: Quantiwise, DART, 유진투자증권

10 대 건설사의 매출채권, 적정 대비 약 9.6 조원 초과

미분양이 본격적으로 증가하기 시작한 시점은 2022 년이었다. 따라서 4Q21 의 매출채권회전율은 기업별 편차가 일부 존재하더라도, 미분양 부담이 본격화되기 이전의 정상 수준을 판단할 수 있는 기준점으로 적절하다고 판단한다.

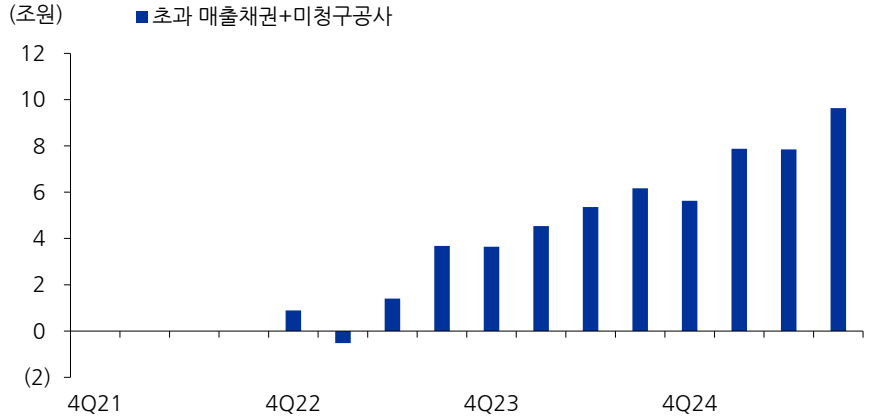
이에 따라 **4Q21 의 매출채권회전율을 적정 수준으로 가정해 역산한 결과, 10 대 건설사의 3Q25 매출채권과 미청구공사비 합계는 적정 수준보다 약 9.6 조원 초과하고 있는 것으로 분석된다.**

도표 69. 10 대 건설사 적정 vs 실제 매출채권 + 미청구공사 추이



자료: Quantiwise, DART, 유진투자증권
주1) 4Q21 매출채권회전율을 적정으로 가정(이하 동일)
주2) 4Q Trailing 매출액을 기준으로 적정 매출채권+미청구공사 규모 역산(이하 동일)
주3) 롯데건설, SK에코플랜트 1Q21~3Q21 분기, 반기보고서 부재로 적정 매출채권+미청구공사 일부 미반영

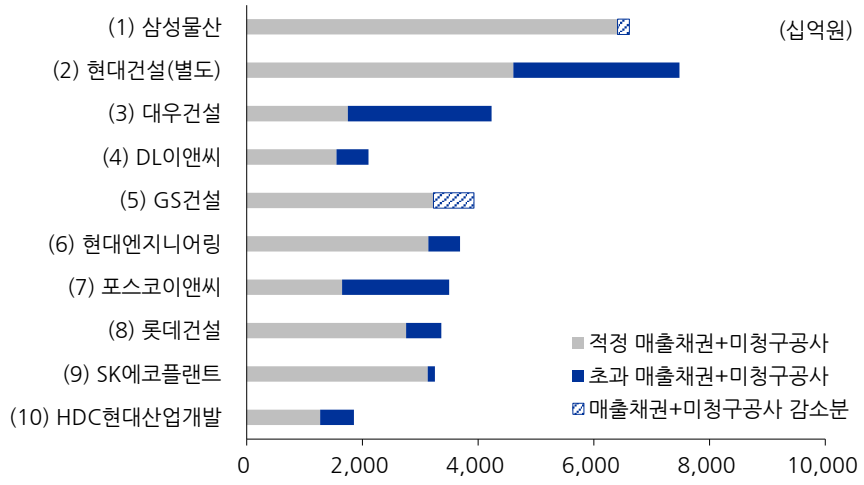
도표 70. 10 대 건설사 적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 추이



자료: Quantiwise, DART, 유진투자증권
주) 롯데건설, SK 에코플랜트 1Q21~3Q21 분기, 반기보고서 부재로 초과 매출채권+미청구공사 일부 미반영

기업별로 보면, 현대건설(별도, +2.9 조원), 대우건설(+2.5 조원), 포스코이앤씨(+1.9 조원) 순으로 적정 대비 초과 규모가 큰 것으로 나타났다. 초과 비율 기준으로는 대우건설(+141.9%), 포스코이앤씨(+112.3%), 현대건설(별도, +62.3%) 순으로, 절대 규모와 상대 비율 간의 차이가 확인된다. 반면, **삼성물산과 GS 건설은 적정 수준 대비 매출채권 및 미청구공사비가 오히려 감소해, 수익과 자산의 질이 개선된 모습을 보였다.**

도표 71. **기업별 적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사**



자료: Quantiwise, DART, 유진투자증권

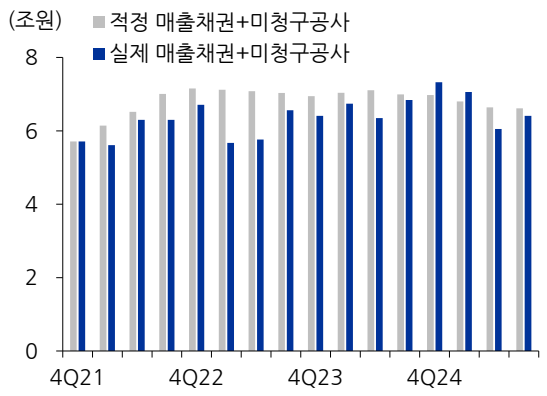
도표 72. **기업별 적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 규모 및 비율**

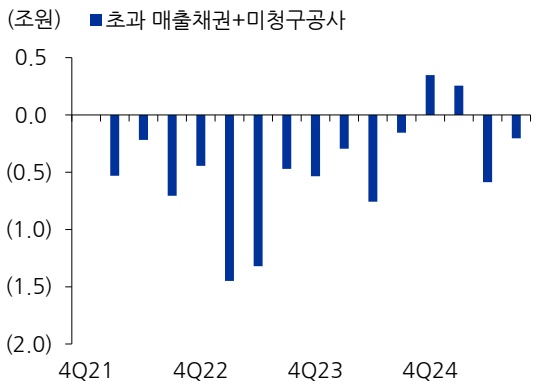
(단위 : 십억원, 회, %)	매출채권회전율 (4Q21)	4Q Tr. 매출액 (3Q25)	매출채권 + 미청구공사		적정 대비 초과	
			적정	실제	규모	비율
(1) 삼성물산	6.0	39,903	6,614	6,409	(205)	(3.1)
(2) 현대건설(별도)	3.6	16,498	4,610	7,480	2,870	62.3
(3) 대우건설	5.1	8,988	1,750	4,233	2,483	141.9
(4) DL 이앤씨	5.2	8,145	1,552	2,106	554	35.7
(5) GS 건설	3.3	12,853	3,928	3,229	(699)	(17.8)
(6) 현대엔지니어링	4.1	12,907	3,141	3,688	548	17.4
(7) 포스코이앤씨	4.5	7,338	1,649	3,501	1,852	112.3
(8) 롯데건설	2.8	7,672	2,755	3,363	608	22.1
(9) SK 에코플랜트	3.8	11,993	3,129	3,252	123	3.9
(10) HDC 현대산업개발	3.3	4,247	1,270	1,854	584	45.9

자료: Quantiwise, DART, 유진투자증권

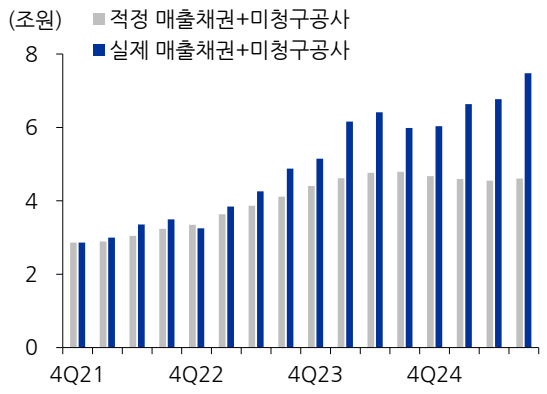
도표 73. 기업별 ① 적정 vs 실제 매출채권 + 미청구공사 및 ② 초과 매출채권 + 미청구공사 추이(1)

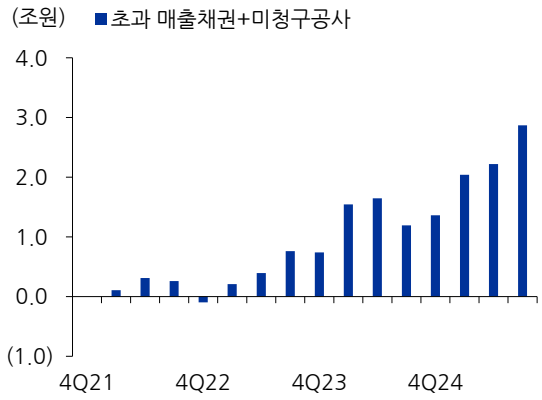
(1) 삼성물산



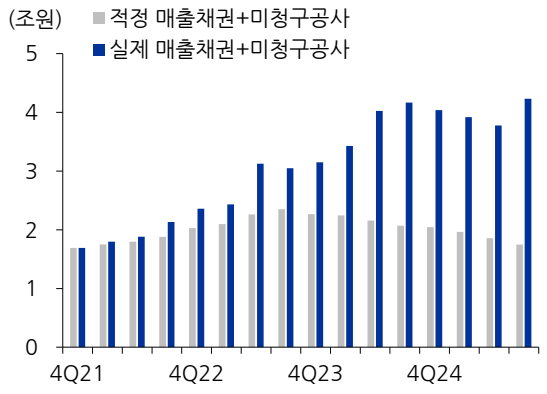


(2) 현대건설(별도)





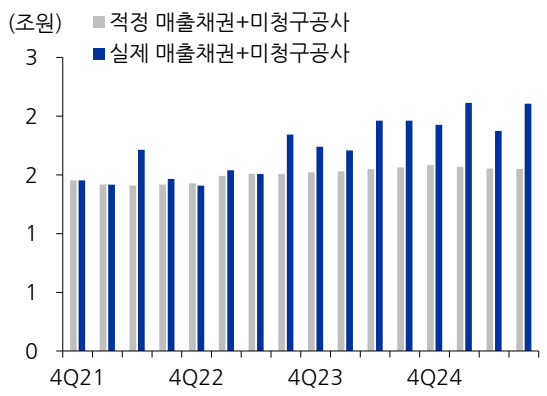
(3) 대우건설

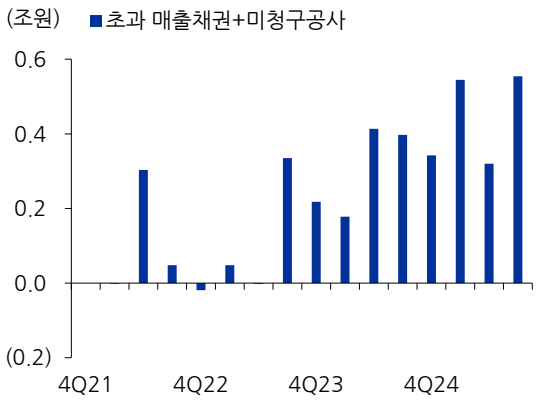


자료: Quantiwise, DART, 유진투자증권

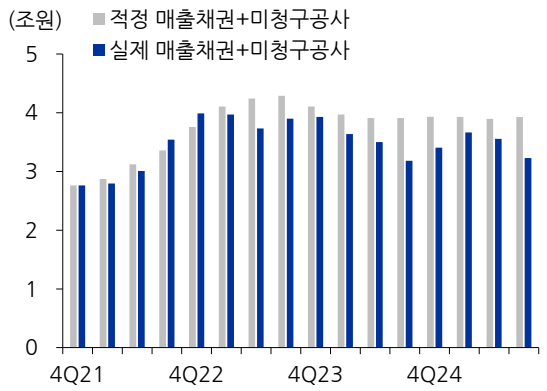
도표 74. 기업별 ① 적정 vs 실제 매출채권 + 미청구공사 및 ② 초과 매출채권 + 미청구공사 추이(2)

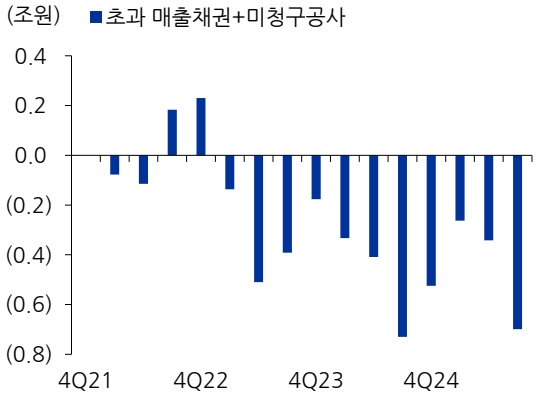
(4) DL 이앤씨



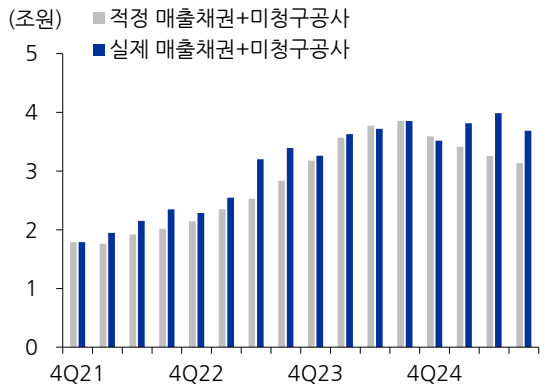


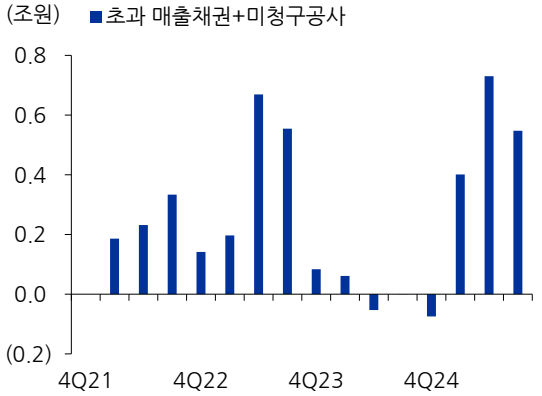
(5) GS 건설





(6) 현대엔지니어링

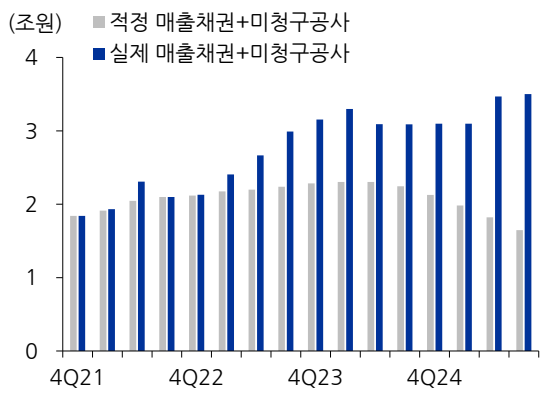




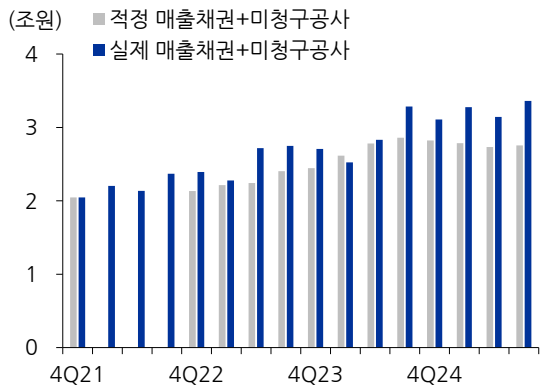
자료: Quantiwise, DART, 유진투자증권

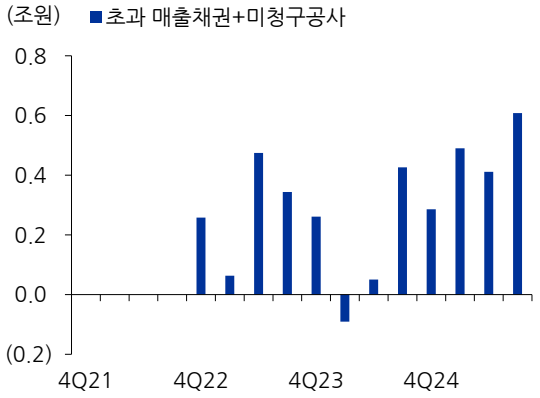
도표 75. 기업별 ① 적정 vs 실제 매출채권 + 미청구공사 및 ② 초과 매출채권 + 미청구공사 추이(3)

(7) 포스코이앤씨

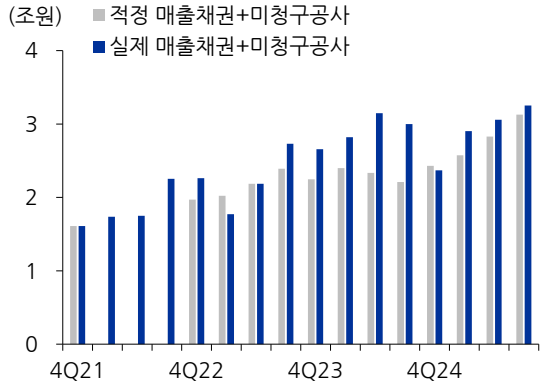


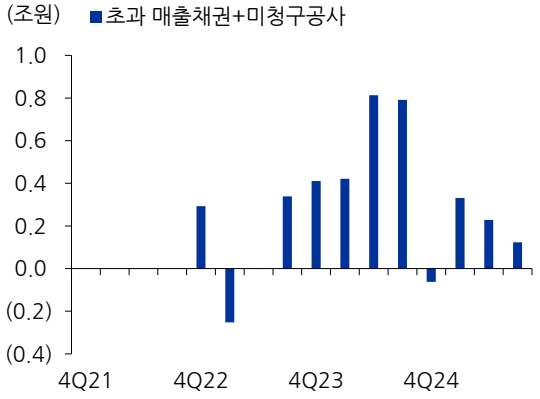
(8) 롯데건설





(9) SK 에코플랜트

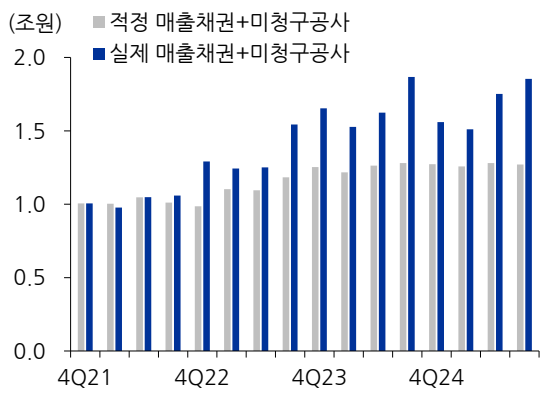


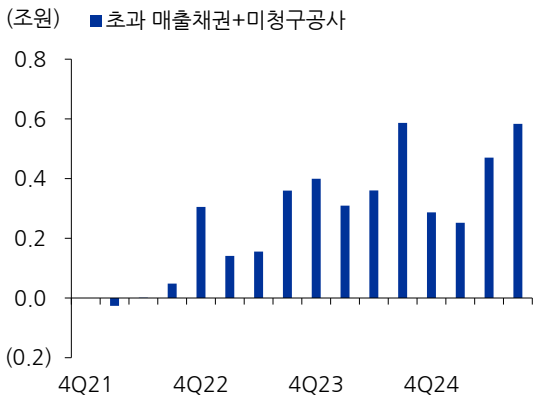


자료: Quantiwise, DART, 유진투자증권

도표 76. 기업별 ① 적정 vs 실제 매출채권 + 미청구공사 및 ② 초과 매출채권 + 미청구공사 추이(4)

(10) HDC 현대산업개발





자료: Quantiwise, DART, 유진투자증권

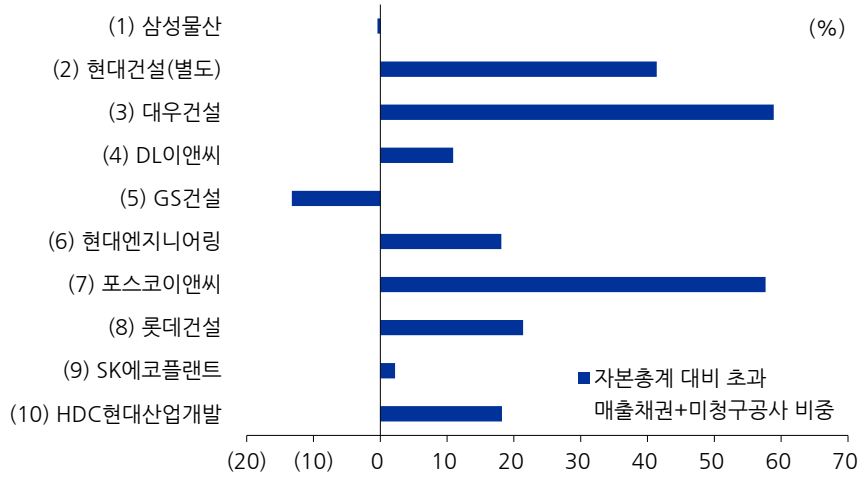
절대 규모보다 자본총계 대비 비율로 리스크의 크기를 볼 필요

다만, 매출채권 및 미청구공사비의 초과 규모나 비율만으로 기업별 리스크의 크기를 단정하기보다는, 자본총계 대비 비율을 함께 살펴볼 필요가 있다. **해당 자산이 모두 대손으로 처리되는 것은 아니지만, 일부라도 회수되지 못할 경우 자본 규모가 작을수록 손실의 영향이 더 크게 나타나기 때문이다.** 자본총계 대비 초과 매출채권 및 미청구공사비의 비율이 큰 기업은 대우건설(58.9%), 포스코이앤씨(57.7%), 현대건설(별도, 41.4%) 순으로 나타났다.

GPM 개선에 비해 OPM 개선은 제한적일 수도

공사비 상승의 여파가 잦아들면서 매출총이익률은 점진적으로 회복될 전망이다. 그러나 누적된 매출채권과 미청구공사비 중 일부는 대손으로 이어질 가능성 또한 존재한다. 결과적으로, **2026 년은 '원가율 정상화'와 '대손의 부담'이 교차되는 시기가 될 가능성이 높다.** 특히 누적 규모가 큰 기업일수록, 매출총이익률이 개선되더라도, 판관비 내 대손상각비의 증가로 영업이익률 개선 폭은 기대에 미치지 못할 것으로 전망한다.

도표 77. 기업별 자본총계 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 비율



자료: Quantiwise, DART, 유진투자증권

불편함의 정량화 - ② PF 보증

3Q25 기준, 10 대 건설사의 전체 PF 보증 규모는 약 32.4 조원 수준이다. 이 중 정비사업을 제외한 기타사업(非정비사업) 보증 규모는 19.3 조원 수준이며, 브릿지론 10.0 조원, 본 PF 8.4 조원, 기타 0.9 조원으로 구성되어 있다.

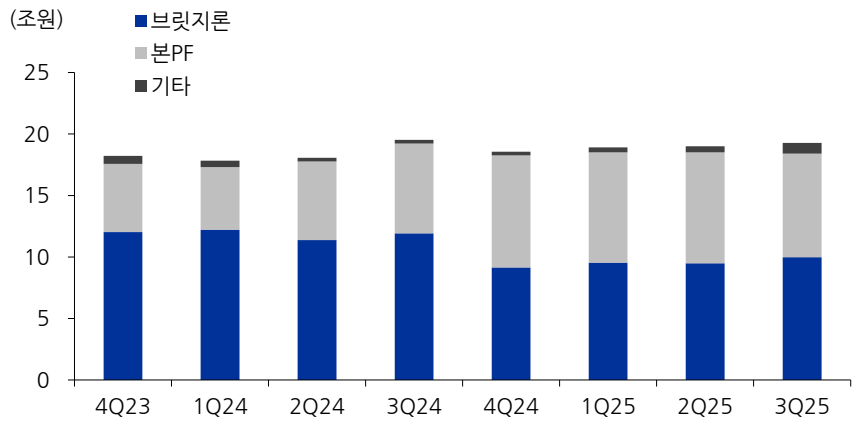
4Q23 대비 PF 보증 규모 약 1.1 조원 증가

PF 관련 우발부채 공시가 비교적 표준화된 형태로 제시되기 시작한 2023 년 사업보고서와 3Q25 분기보고서를 비교하면, 非정비사업의 보증 규모는 18.2 조원에서 19.3 조원(+1.1 조원)으로 증가했다. 세부적으로는 브릿지론 보증이 12.0 조원에서 10.0 조원(-2.0 조원)으로 감소한 반면, 본 PF 보증은 5.5 조원에서 8.4 조원(+2.9 조원)으로 확대됐다.

브릿지론 보증이 해소되지 못하고 본 PF 보증으로 이어진 모습

브릿지론 감소는 표면적으로 본 PF 전환이 이뤄졌다는 점에서 긍정적으로 해석될 수 있다. 하지만 동시에 본 PF 보증이 확대됐다는 것은, 본 PF 전환 과정에서 사업성만으로 금융기관의 자금조달이 어려워, 계획했던 보증 해소가 이뤄지지 않았다는 것을 의미한다.

도표 78. 10 대 건설사 非정비사업 보증 금액



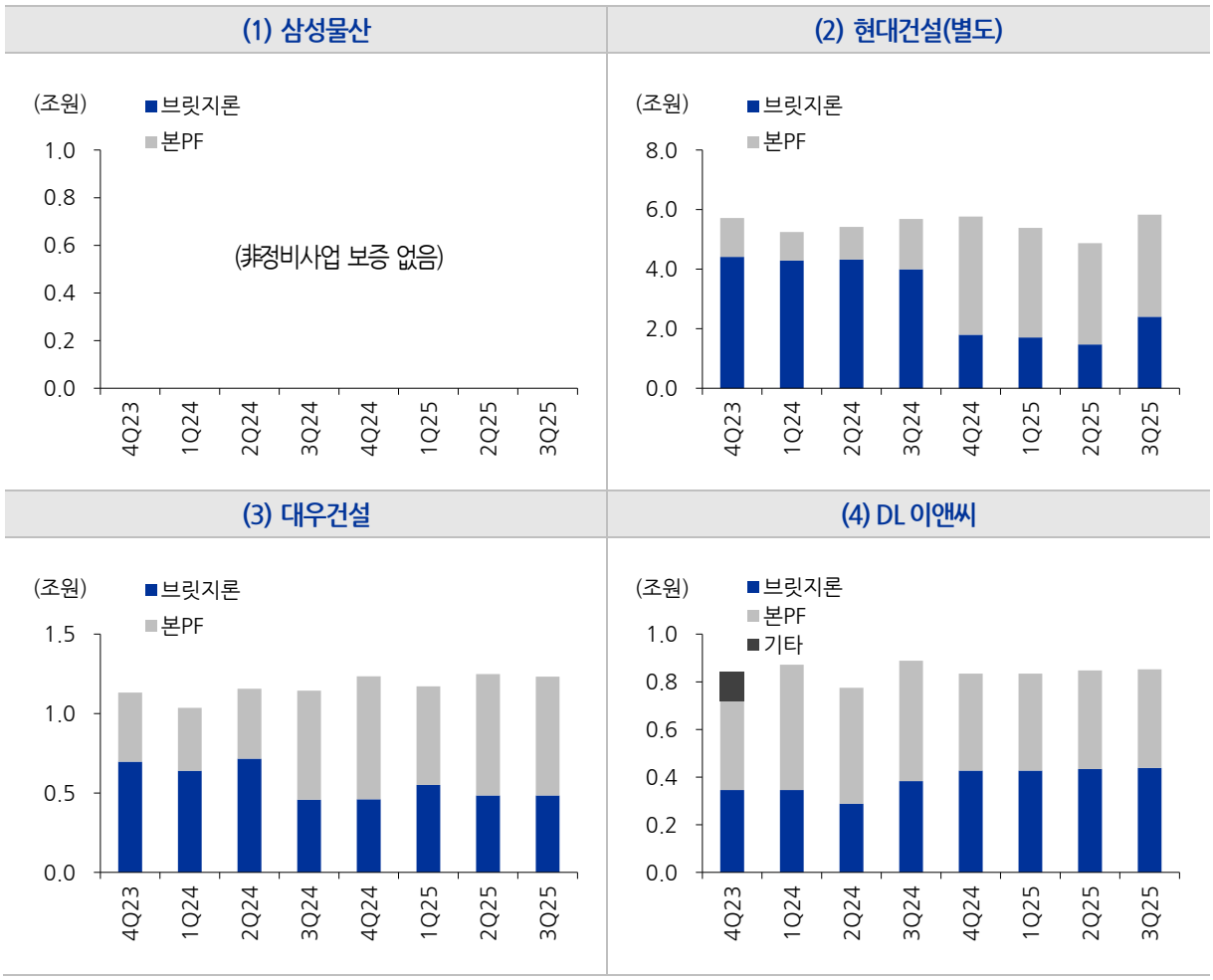
자료: DART, 유진투자증권

기업별로 보면, 非정비사업의 PF 보증 규모는 현대건설(별도, 5.8 조원)이 가장 크며, 롯데건설(3.2 조원), GS 건설(3.0 조원) 순으로 뒤를 잇는다. 유형별로는 보증 규모 순위에 차이가 존재한다. 브릿지론 보증의 경우, 롯데건설(3.1 조원), 현대건설(별도, 2.4 조원), GS 건설(2.3 조원) 순이며, 본 PF 보증은 현대건설(별도, 3.4 조원), SK 에코플랜트(1.3 조원), HDC 현대산업개발(1.1 조원) 순으로 나타났다.

보증의 장기화는 대여금 증가와 대손 위험 확대로 이어질 것

인허가 지연 또는 사업성 저하로 장기간 유지되는 브릿지론 보증이나, 본 PF 전환 과정에서 해소되지 못하고 이어진 본 PF 보증 모두 보증 이행으로 이어질 가능성은 크지 않다. 다만 **보증이 해소되지 않고 유지될수록, 차주(시행사)의 연체를 막기 위한 대여금 지원이나 금융비용 보전이 불가피해지며, 이는 자연스럽게 대손 부담 확대의 위험을 동반한다.**

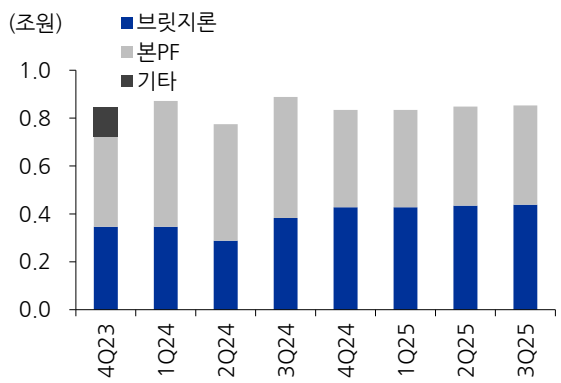
도표 79. **기업별 非정비사업 보증 금액 추이(1)**



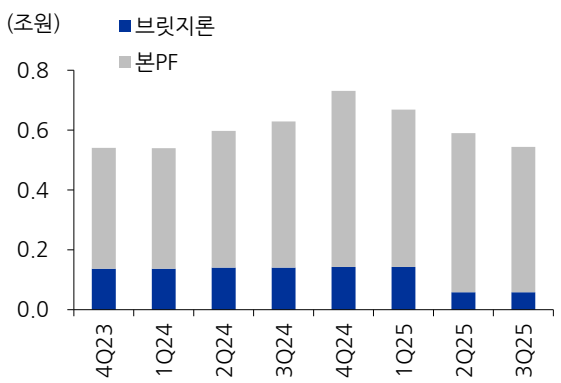
자료: DART, 유진투자증권

도표 80. 기업별 非정비사업 보증 금액 추이(2)

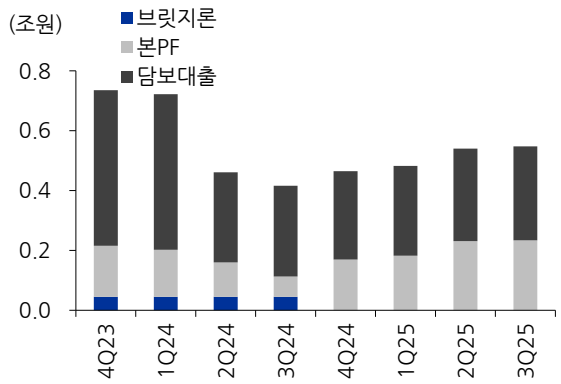
(5) GS 건설



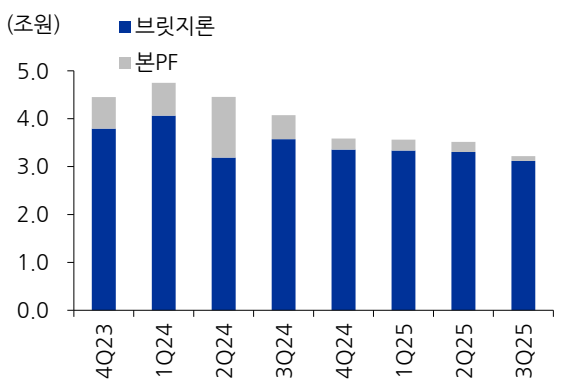
(6) 현대엔지니어링



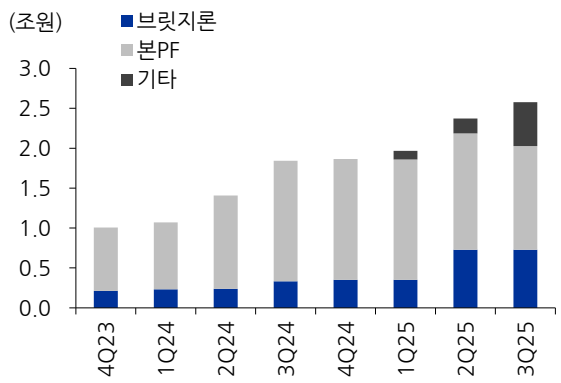
(7) 포스코이앤씨



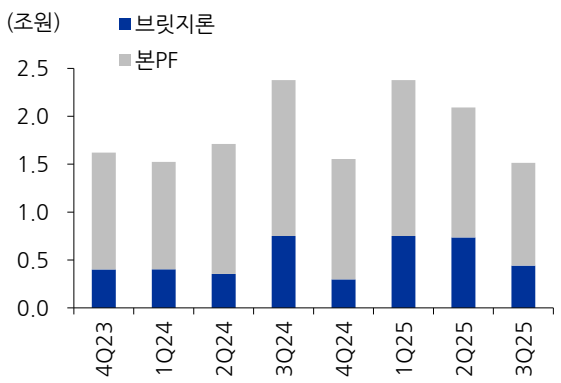
(8) 롯데건설



(9) SK 에코플랜트



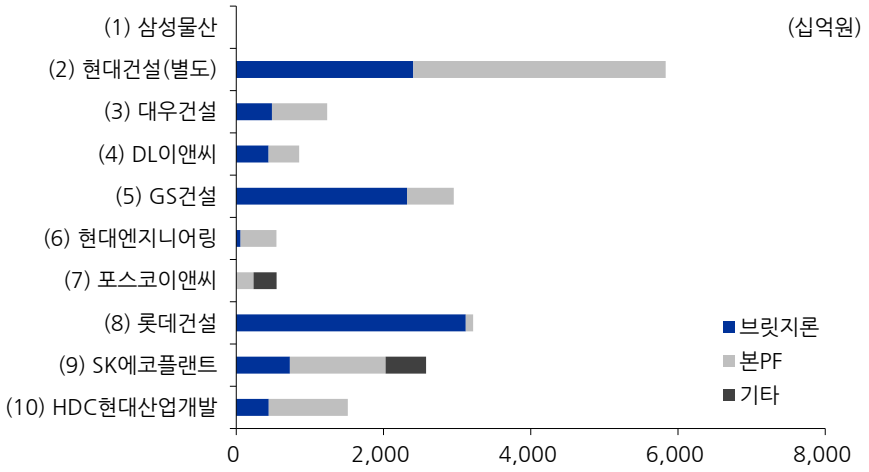
(10) HDC 현대산업개발



자료: DART, 유진투자증권

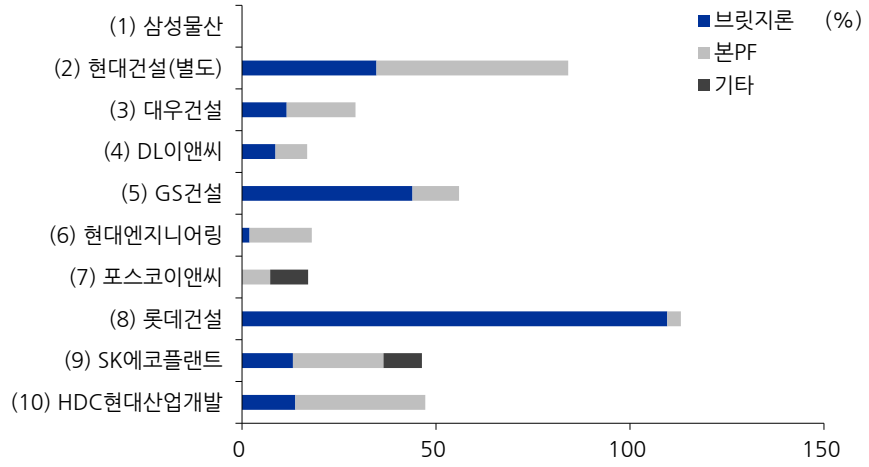
자본총계 대비 非정비사업 PF 보증 규모를 비교해보면, 롯데건설 123.3%, 현대건설(별도) 71.8%, HDC 현대산업개발 66.1% 순으로 나타났다. 자기자본 대비 보증 부담이 큰 기업일수록, 보증 장기화에 따른 잠재적 자본 손실 위험이 더 클 수 있다.

도표 81. 기업별 非정비사업 PF 보증 규모



자료: DART, 유진투자증권

도표 82. 기업별 자본총계 대비 非정비사업 PF 보증 규모



자료: DART, 유진투자증권

모든 보증이 리스크로 해석될 필요는 없다

단순히 보증의 규모만으로 리스크의 크기를 판단하는 것은 과도한 접근일 수 있다. 브릿지론 보증이 제공된 사업장 가운데 우량한 사업성을 가진 프로젝트도 충분히 존재할 수 있기 때문이다. 이 경우 브릿지론 보증은 리스크가 아니라 시공권 확보를 위한 유효한 수주 전략으로 해석해야 한다.

신규로 제공된 브릿지론 보증은 사업성이 양호할 듯

특히 공사비 상승세가 진정된 2023 년 말 이후 신규로 제공된 브릿지론 보증은, 비용 구조가 안정화된 국면에서 설정된 보증이라는 점에서 사업성이 양호할 가능성이 높다. 따라서 해당 시점 이후 신규 제공된 브릿지론 보증은 리스크 평가 대상에서 제외하는 것이 합리적일 것이다.

브릿지론 보증이 제공된 시점별로 선별적 해석이 필요

2023년 사업보고서부터 2025년 반기보고서까지 PF대출 보증 내역을 분석한 결과, 2023 년 이후 신규 사업에 제공된 브릿지론 보증 규모는 약 1.3 조원으로 추정되며, 신규 브릿지론 보증을 제공한 기업은 DL 이앤씨, GS 건설, HDC 현대산업개발로 파악된다. PF 보증을 평가할 때는 공시금액 전체가 아니라, 보증 제공 시점을 감안해 조정된 보증 규모로 바라볼 필요가 있다.

도표 83. **기업별 PF 보증(조정) 규모**

(단위 : 십억원, %)	브릿지론			본 PF (B)	기타 (C)	합계 (A+B+C)
		18 개월 내 신규(추정)	조정 (A)			
(1) 삼성물산	-	-	-	-	-	-
(2) 현대건설(별도)	2,403	-	2,403	3,429	-	5,832
(3) 대우건설	485	-	485	749	-	1,233
(4) DL이앤씨	439	149	290	414	-	704
(5) GS건설	2,318	762	1,556	635	-	2,192
(6) 현대엔지니어링	58	-	58	486	-	544
(7) 포스코이앤씨	-	-	-	234	314	548
(8) 롯데건설	3,117	-	3,117	100	-	3,217
(9) SK에코플랜트	728	-	728	1,299	550	2,578
(10) HDC현대산업개발	441	441	-	1,074	-	1,074

자료: DART, 유진투자증권
주) 2Q25 기준

순자산(Book-Value)의 재평가

건설주는 통상 PBR(주가순자산비율)을 중심으로 밸류에이션이 이루어진다. 그러나 단순한 장부가(Book-Value)는 매출채권 및 미청구공사비의 회수 불확실성이나 PF 보증의 잠재 손실 위험이 고려되지 않는다. 따라서 **잠재적 위험이 내재된 자본 수준을 파악하기 위해, 위험률이 반영된 장부가를 살펴볼 필요가 있다.**

이를 위해 앞서 분석한 ① 적정 수준 대비 초과 매출채권 및 미청구공사비, 그리고 ② 조정된 PF 보증 규모에 대해 각각 손실률(0~20%)을 가정하고, 이를 자본총계에 적용함으로써 자본의 민감도를 산출했다.

본 분석은 밸류에이션 산정 목적이 아닌, 잠재 손실률 변화에 따라 자본총계가 얼마나 민감하게 반응하는지를 정량적으로 파악하기 위한 참고자료다. 건설사의 순자산 안정성과 질적 수준을 가늠하기 위한 보조적 지표로 활용할 수 있다.

도표 84. 기업별 ① 적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 및 ② 조정 PF 보증에 대한 자본총계 민감도(1)

(1) 삼성물산

[3Q25 기준] ▪ 자본총계 : 48,267 십억원 ▪ 적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 : - 십억원 ▪ PF보증 : - 십억원	(단위 : 십억원)		적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 손실률				
			0%	5%	10%	15%	20%
	PF 보증 (조정) 손실률	0%	48,267	48,267	48,267	48,267	48,267
		5%	48,267	48,267	48,267	48,267	48,267
		10%	48,267	48,267	48,267	48,267	48,267
		15%	48,267	48,267	48,267	48,267	48,267
		20%	48,267	48,267	48,267	48,267	48,267

(2) 현대건설(별도)

[3Q25 기준] ▪ 자본총계 : 6,937 십억원 ▪ 적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 : 2,870 십억원 ▪ PF보증(조정) : 5,832 십억원	(단위 : 십억원)		적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 손실률				
			0%	5%	10%	15%	20%
	PF 보증 (조정) 손실률	0%	6,937	6,794	6,650	6,507	6,363
		5%	6,646	6,502	6,359	6,215	6,072
		10%	6,354	6,211	6,067	5,924	5,780
		15%	6,063	5,919	5,776	5,632	5,489
		20%	5,771	5,628	5,484	5,340	5,197

자료: Quantiwise, DART, 유진투자증권

도표 85. 기업별 ① 적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 및 ② 조정 PF 보증에 대한 자본총계 민감도(2)

(3) 대우건설

[3Q25 기준]
- 자본총계 : 4,216 십억원
- 적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 : 2,483 십억원
- PF보증(조정) : 1,233 십억원

(단위 : 십억원)		적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 손실률				
		0%	5%	10%	15%	20%
PF 보증 (조정) 손실률	0%	4,216	4,092	3,968	3,844	3,720
	5%	4,155	4,031	3,906	3,782	3,658
	10%	4,093	3,969	3,845	3,721	3,596
	15%	4,031	3,907	3,783	3,659	3,535
	20%	3,970	3,846	3,721	3,597	3,473

(4) DL 이앤씨

[3Q25 기준]
- 자본총계 : 5,078 십억원
- 적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 : 554 십억원
- PF보증(조정) : 704 십억원

(단위 : 십억원)		적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 손실률				
		0%	5%	10%	15%	20%
PF 보증 (조정) 손실률	0%	5,078	5,050	5,022	4,995	4,967
	5%	5,043	5,015	4,987	4,959	4,932
	10%	5,007	4,980	4,952	4,924	4,897
	15%	4,972	4,945	4,917	4,889	4,861
	20%	4,937	4,909	4,882	4,854	4,826

(5) GS 건설

[3Q25 기준]
- 자본총계 : 5,279 십억원
- 적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 : - 십억원
- PF보증(조정) : 2,192 십억원

(단위 : 십억원)		적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 손실률				
		0%	5%	10%	15%	20%
PF 보증 (조정) 손실률	0%	5,279	5,279	5,279	5,279	5,279
	5%	5,169	5,169	5,169	5,169	5,169
	10%	5,060	5,060	5,060	5,060	5,060
	15%	4,950	4,950	4,950	4,950	4,950
	20%	4,841	4,841	4,841	4,841	4,841

(6) 현대엔지니어링

[3Q25 기준]
- 자본총계 : 3,022 십억원
- 적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 : 548 십억원
- PF보증(조정) : 544 십억원

(단위 : 십억원)		적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 손실률				
		0%	5%	10%	15%	20%
PF 보증 (조정) 손실률	0%	3,022	2,995	2,968	2,940	2,913
	5%	2,995	2,968	2,941	2,913	2,886
	10%	2,968	2,941	2,913	2,886	2,859
	15%	2,941	2,913	2,886	2,859	2,831
	20%	2,914	2,886	2,859	2,832	2,804

자료: Quantiwise, DART, 유진투자증권

도표 86. 기업별 ① 적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 및 ② 조정 PF 보증에 대한 자본총계 민감도(3)

(7) 포스코이앤씨

[3Q25 기준]
- 자본총계 : 3,212 십억원
- 적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 : 1,852 십억원
- PF보증(조정) : 548 십억원

(단위 : 십억원)		적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 손실률				
		0%	5%	10%	15%	20%
PF 보증 (조정) 손실률	0%	3,212	3,119	3,027	2,934	2,841
	5%	3,184	3,092	2,999	2,907	2,814
	10%	3,157	3,064	2,972	2,879	2,787
	15%	3,130	3,037	2,944	2,852	2,759
	20%	3,102	3,010	2,917	2,824	2,732

(8) 롯데건설

[3Q25 기준]
- 자본총계 : 2,845 십억원
- 적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 : 608 십억원
- PF보증(조정) : 3,217 십억원

(단위 : 십억원)		적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 손실률				
		0%	5%	10%	15%	20%
PF 보증 (조정) 손실률	0%	2,845	2,814	2,784	2,753	2,723
	5%	2,684	2,653	2,623	2,592	2,562
	10%	2,523	2,492	2,462	2,432	2,401
	15%	2,362	2,332	2,301	2,271	2,240
	20%	2,201	2,171	2,140	2,110	2,079

(9) SK 에코플랜트

[3Q25 기준]
- 자본총계 : 5,559 십억원
- 적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 : 123 십억원
- PF보증(조정) : 2,578 십억원

(단위 : 십억원)		적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 손실률				
		0%	5%	10%	15%	20%
PF 보증 (조정) 손실률	0%	5,559	5,552	5,546	5,540	5,534
	5%	5,430	5,424	5,417	5,411	5,405
	10%	5,301	5,295	5,289	5,282	5,276
	15%	5,172	5,166	5,160	5,153	5,147
	20%	5,043	5,037	5,031	5,025	5,018

(10) HDC 현대산업개발

[3Q25 기준]
- 자본총계 : 3,206 십억원
- 적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 : 584 십억원
- PF보증(조정) : 1,074 십억원

(단위 : 십억원)		적정 대비 초과 매출채권 + 미청구공사 손실률				
		0%	5%	10%	15%	20%
PF 보증 (조정) 손실률	0%	3,206	3,177	3,147	3,118	3,089
	5%	3,152	3,123	3,094	3,065	3,035
	10%	3,098	3,069	3,040	3,011	2,982
	15%	3,045	3,016	2,986	2,957	2,928
	20%	2,991	2,962	2,933	2,903	2,874

자료: Quantiwise, DART, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

기업분석

★HDC 현대산업개발(294870) - Top Pick
STRONG BUY(신규) / TP 30,000 원
다운사이클 위에 길을 짓다

삼성 E&A(028050)
BUY(신규) / TP 36,000 원
파이프라인은 충분하다

GS 건설(006360)
BUY(신규) / TP 24,000 원
포트폴리오 변화의 초입에서

DL 이앤씨(375500)
HOLD(신규) / TP 46,000 원
곳간만 채우면 된다

대우건설(047040)
HOLD(신규) / TP 3,800 원
돌아온 수익성, 그리고 남겨진 숙제

현대건설(000720)
HOLD(신규) / TP 68,000 원
냉정과 열정 사이

HDC 현대산업개발 (294870)

다운사이클 위에 길을 짓다

투자의견
STRONG BUY(신규)

목표주가
30,000 원(신규)

현재주가
19,000 원(11/17)

시가총액
1,252(십억원)

건설/부동산 류태환_ 02)368-6156_ taehwan.ryu@eugenefn.com

- **투자의견 STRONG BUY, 목표주가 30,000원**으로 커버리지 개시. 목표주가는 2026년 추정 BPS 54,428원에 Target P/B 0.56배 적용(Target P/B는 2017~2025년 P/B-ROE 회귀 결과에 2026년 추정 ROE를 적용)
- **2026년 연간 실적은 매출액 4조 4,586억원(+6.5%yoy), 영업이익 4,508억원(+54.1%yoy)** 전망
- 동사의 2025년 3분기 누적 자체사업 GPM이 30% 이상을 기록하는 가운데, 서울원 아이파크에 이어 또 다른 자체사업인 청주 가경(7,8단지), 천안 아이파크 시티(3단지) 2026년 착공 예정
- 자본총계 대비 PF보증 규모가 큰 편이나, 브릿지론 보증 제공 사업장의 본PF 전환 가능성 높을 것으로 예상되며, 본PF 보증 제공 사업장 또한 비교적 양호한 분양률을 기록하고 있어 PF보증 리스크 제한적
- 민간 개발시장 침체에도 불구하고, 자체사업 및 브릿지론 보증 제공 사업장의 착공이 이어지며 성장 모멘텀 지속

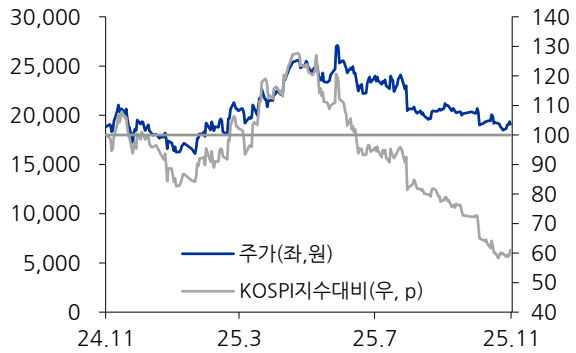
주가(원,11/17)	19,000
시가총액(십억원)	1,252
발행주식수	65,907천주
52주 최고가	27,850원
최저가	15,870원
52주 일간 Beta	0.37
60일 평균거래대금	47억원
외국인 지분율	18.1%
배당수익률(2025E)	3.4%
주주구성	
HDC (외 7인)	43.0%
국민연금공단 (외 1인)	10.0%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-9.1	-79.2	-68.3
절대기준	0.0	-23.5	0.8

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	30,000	-	-
영업이익(25)	293	-	-
영업이익(26)	451	-	-

12 월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	4,191	4,256	4,186	4,459
영업이익	195	185	293	451
세전손익	237	200	278	460
당기순이익	173	156	213	347
EPS(원)	2,626	2,363	3,225	5,259
증감률(%)	243.6	-10.0	36.5	63.1
PER(배)	5.6	7.6	5.9	3.6
ROE(%)	5.9	5.1	6.6	10.1
PBR(배)	0.3	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	8.3	9.3	5.9	3.7

자료: 유진투자증권



투자의견 및 목표주가 산출

당사는 HDC 현대산업개발(294870.KS)에 대해 투자의견 STRONG BUY, 목표주가 30,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2026 년 추정 BPS 54,428 원에 Target P/B 0.56 배를 적용했다.

멀티플은 동사의 P/B - ROE 회귀분석을 통해 산정했다. 회귀분석에는 2017~2025 년 월별 데이터를 사용했으며, 도출된 회귀식에 2026 년 추정 ROE 10.1% 를 적용하여 Target P/B 를 산출했다. 회귀분석 기간은 현재 건설업이 수익성 회복 국면에 진입했으나, 미분양 및 PF 리스크 등 불확실성이 여전히 존재한다는 점을 감안해, 1) 공사비 안정 · 저금리 · 주택가격 상승으로 수익성이 견조했던 시기(2017~2021 년)와 2) 공사비 상승 · 고금리 · 주택가격 조정으로 밸류에이션 변동성이 확대된 시기(2022~2025 년)를 모두 포함했다.

2025 년 3 분기 누적 자체사업 매출총이익률이 30% 이상을 기록하는 가운데, 서울원 아이파크 매출 성장에 힘입어 이익 성장이 기대된다. 국내 주택시장 침체에도, 자체사업과 보증 제공 사업장의 착공을 바탕으로 안정적인 성장이 이어질 것으로 예상된다. 주주환원 정책 역시 긍정적이다. 동사는 2024~2026 년 별도 당기순이익의 20% 이상을 현금배당하는 것을 목표로 하고 있다.

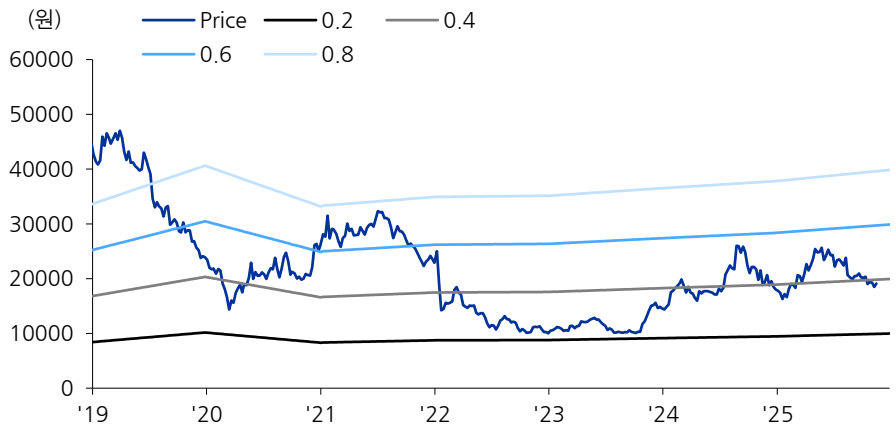
영업정지 처분에 대한 부담은 여전히 남아있다. 제도상 예외 규정이 존재해 동사의 외형 및 이익 성장에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 다만, 시장에서는 해당 리스크를 완전히 해소된 것으로 보기 어렵다는 점을 감안해, 멀티플 프리미엄은 반영하지 않았다.

도표 87. 목표주가 산정 내역

(단위 : %, 배, 원)		비고
ROE	10.1	2026년 추정 ROE
Target P/B	0.56	2017~2025년 P/B-ROE 회귀 결과에 2026년 추정 ROE를 대입
BPS	54,428	2026년 추정 BPS
목표주가	30,000	
현재주가	19,000	2025-11-17기준
상승여력	57.9	

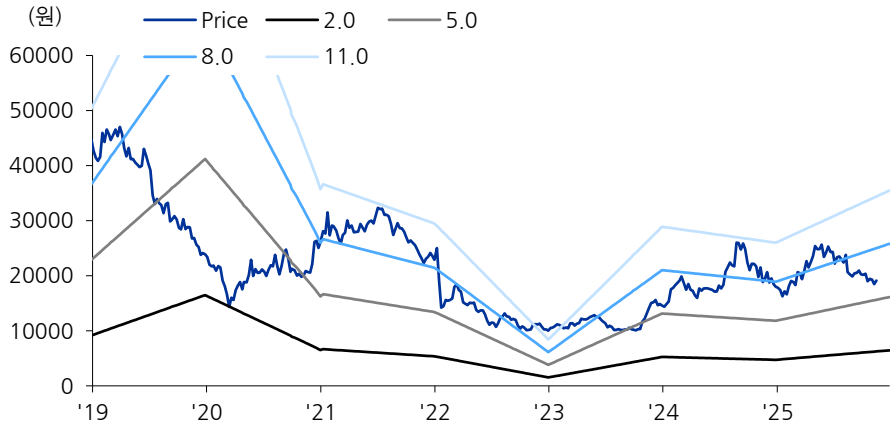
자료: 유진투자증권

도표 88. PBR Band Chart



자료: 유진투자증권

도표 89. PER Band Chart



자료: 유진투자증권

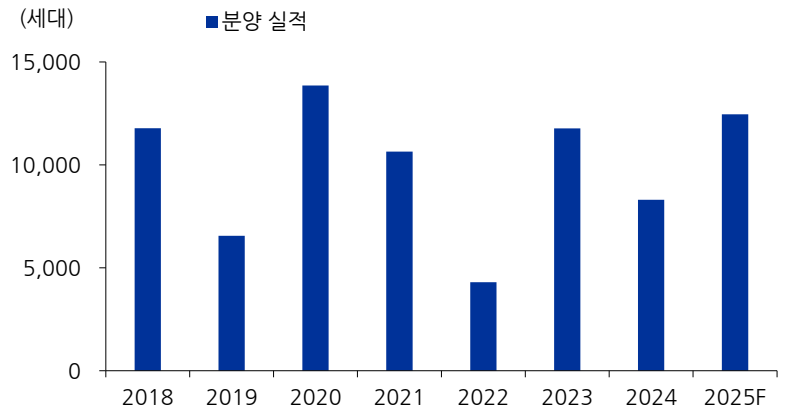
실적 추정

2026 년 연간 실적은 매출액 4 조 4,586 억원(+6.5%yoy), 영업이익 4,508 억원(+54.1%yoy), 영업이익률 10.1%(+3.1%p yoy)를 전망한다. 자체주택 부문 매출은 서울원아이파크 매출 본격화를 고려하여 1 조 980 억원(+10.1%yoy)으로 추정된다. 외주주택 부문은 당해년도 광명 4 지구 재개발, 이문 3 구역 재개발, 잠실 진주 재건축 등의 현장 준공에도 창원 신월 2 구역 재건축, 부산 대연 3 구역 재개발 현장의 매출 본격화로 소폭의 매출 성장이 예상된다. 토목 부문은 수주잔고 감소로 매출의 역성장이 예상되는 반면, 건축 부문은 당초 매출 규모가 크지 않은 상황에서 복정역세권개발, 청라의료복합, 잠실마이스 등 대형 현장의 착공으로 큰 폭의 매출 성장이 기대된다.

고원가율 현장 비중 축소에 따른 Mix 개선 효과로 매출총이익률은 당해 추정치보다 추가적인 개선이 이루어진 15.5(+2.9%p)로 전망한다. 자체주택 부문의 매출총이익률은 당해년도와 유사한 수준인 32.0%를 적용했으며, 외주주택은 저마진 현장 종료와 보증 제공 사업장인 천안 IPC 3~6 단지 착공을 고려하여 10.3%(+2.9%p yoy)을 가정했다.

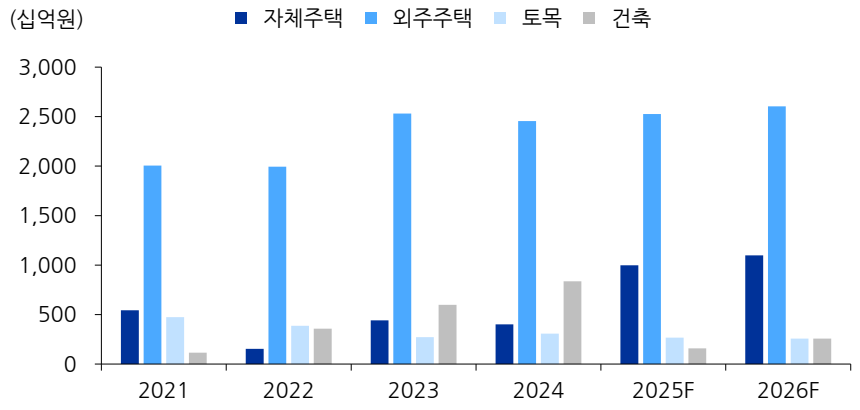
매출채권과 미청구공사비 누적은 전반적으로 크지 않아 대손리스크는 제한적이다. 이에 따라 판관비는 당해년도와 유사한 수준을 가정했으며, 매출 증가에 따른 기저효과로 판관비율은 5.4%(-0.2%p yoy)로 소폭 하락할 것으로 전망한다.

도표 90. 분양 실적 추이



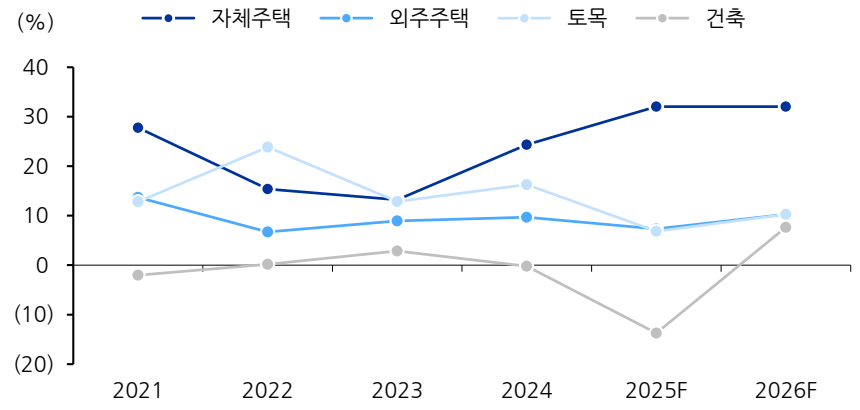
자료: HDC 현대산업개발, 유진투자증권

도표 91. 사업부문별 매출액 추이



자료: HDC 현대산업개발, 유진투자증권

도표 92. 사업부문별 매출총이익률 추이



자료: HDC 현대산업개발, 유진투자증권

주요 사업지 추진 현황

동사는 2024 년 서울원 아이파크(2.8 조원)에 이어, 2025 년 천안 IPC 2 단지(0.3 조원), 파주 메디컬 클러스터(1.1 조원), 시티오씨엘 8 단지(0.4 조원) 등 주요 사업이 착공에 들어갔다. 대규모 사업 추진으로 중장기 매출 및 이익 규모 확대가 이어질 것으로 전망한다.

2026 년에는 청주 가경 7,8 단지(0.8 조원)와 천안 IPC 3~6 단지(총 1.2 조원)가 착공이 예정되어 있다. 특히, 천안 IPC 4~6 단지는 동사가 브릿지론 보증을 제공한 사업장으로, 양호한 분양 실적을 달성할 경우 사업 종료 시점에 사업이익 공유가 가능할 것으로 예상된다.

다만, 복정역세권, 청라의료복합, 잠실 MICE 등의 대규모 복합개발사업은 인허가 및 사업구조 협의 과정이 길어질 가능성이 높아 일정 지연 리스크가 존재한다. 또한 천안 IPC 1 단지는 이미 100% 분양을 완료했으나, 동일한 지역에서 천안 IPC 3~6 단지의 약 3,600 세대를 추가로 소화해야 하는 점은 부담 요인이 될 수 있어, 착공 및 분양 일정이 순연될 가능성이 있다.

도표 93. **주요 사업지 예상 매출 기여**

(단위 : 억원)			매출액	매출 기여 (예상)							공사기간
				2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
자체주택 (4.3 조)	서울원아이파크		28,901								'24.11~'28.07
	청주가경 7,8 단지		8,303								'26 착공 예정
	천안 IPC	3 단지	5,536								'26 착공 예정
외주주택 (4.4 조)		1,2,4,5,6 단지	15,615								'24~'26 착공 예정
	시티오씨엘(1~9 단지)		12,645								'21~'27 착공 예정
	파주메디컬클러스터		11,457								'25.10~'28.12
	용산철도병원부지개발		2,944								'26 착공 예정
	공릉역세권개발		1,408								'26 착공 예정
일반건축 (2.6 조)	복정역세권개발		13,597								'26 착공 예정
	청라의료복합		6,920								'26 착공 예정
	잠실마이스		5,086								'26 착공 예정

자료: HDC 현대산업개발, 유진투자증권

도표 94. 실적 추정

(단위 : 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F	2027F
매출액	906	1,163	1,053	1,064	1,025	1,159	1,070	1,204	4,186	4,459	5,238
YoY (%)	(5.2)	7.0	(3.3)	(5.4)	13.2	(0.3)	1.6	13.1	(1.6)	6.5	17.5
자체주택	227	212	315	243	253	285	264	296	997	1,098	1,227
YoY (%)	205.8	302.5	259.5	30.5	11.1	34.6	(16.3)	22.0	148.8	10.1	11.8
외주주택	504	722	611	689	599	677	625	703	2,527	2,605	2,946
YoY (%)	(1.1)	7.9	0.2	3.4	18.9	(6.3)	2.2	2.0	2.9	3.1	13.1
토목	62	77	65	63	59	67	62	69	266	257	251
YoY (%)	(19.1)	(7.0)	(11.3)	(16.9)	(3.8)	(13.0)	(5.0)	10.2	(13.5)	(3.4)	(2.3)
건축	51	84	10	13	59	67	62	69	158	256	567
YoY (%)	(77.0)	(61.1)	(96.0)	(91.2)	14.9	(20.8)	509.1	444.7	(81.1)	62.0	121.1
매출총이익	107	147	130	143	154	177	169	190	527	690	813
YoY (%)	29.2	30.4	32.9	31.5	44.5	20.4	30.0	32.4	31.1	30.9	17.9
GPM (%)	11.8	12.7	12.3	13.5	15.0	15.3	15.8	15.8	12.6	15.5	15.5
자체주택	73	81	90	75	78	91	86	96	319	352	405
GPM (%)	32.1	38.4	28.5	31.0	31.0	32.0	32.5	32.5	32.0	32.0	33.0
외주주택	34	63	30	59	60	68	66	74	185	267	309
GPM (%)	6.7	8.7	4.9	8.5	10.0	10.0	10.5	10.5	7.3	10.3	10.5
토목	9	8	(3)	4	6	7	6	7	18	26	28
GPM (%)	13.9	10.3	(4.1)	7.0	10.0	10.0	10.5	10.5	6.8	10.3	11.0
건축	(17)	(6)	1	1	4	5	5	6	(22)	20	45
GPM (%)	(34.1)	(7.4)	10.7	7.0	7.0	7.5	8.0	8.0	(13.7)	7.6	8.0
판관비	53	67	57	58	53	68	55	63	234	239	241
판관비율 (%)	5.8	5.8	5.4	5.5	5.2	5.9	5.1	5.2	5.6	5.4	4.6
영업이익	54	80	73	85	101	109	114	127	293	451	571
YoY (%)	29.8	49.1	53.8	104.3	86.2	36.2	56.1	48.8	58.4	54.1	26.8
OPM (%)	6.0	6.9	6.9	8.0	9.8	9.4	10.6	10.5	7.0	10.1	10.9
세전이익	58	74	59	87	103	111	117	129	278	460	585
순이익	54	53	40	66	78	84	88	97	213	347	440
지배주주순이익	54	53	40	66	78	84	88	97	213	347	440
YoY (%)	77.8	11.2	21.9	45.7	43.4	58.5	121.5	47.6	36.5	63.1	27.1
신규수주	1,089	1,766	1,580	3,800	1,290	1,290	1,290	1,290	8,234	5,160	5,240
자체주택	0	100	0	0	150	150	150	150	100	600	600
외주주택	1,052	1,623	1,580	3,800	1,000	1,000	1,000	1,000	8,055	4,000	4,000
토목	36	43	0	0	70	70	70	70	79	280	320
건축	0	0	0	0	70	70	70	70	0	280	320
수주잔고	31,566	32,213	32,798	35,590	35,911	36,104	36,382	36,534	35,590	36,534	36,783
자체주택	9,331	9,211	8,997	8,754	8,651	8,516	8,402	8,256	8,754	8,256	7,629
외주주택	17,693	18,584	19,792	22,903	23,304	23,626	24,001	24,298	22,903	24,298	25,352
토목	1,365	1,308	1,139	1,076	1,087	1,090	1,098	1,099	1,076	1,099	1,168
건축	3,177	3,110	2,870	2,858	2,869	2,872	2,881	2,881	2,858	2,881	2,635

자료: HDC 현대산업개발, 유진투자증권

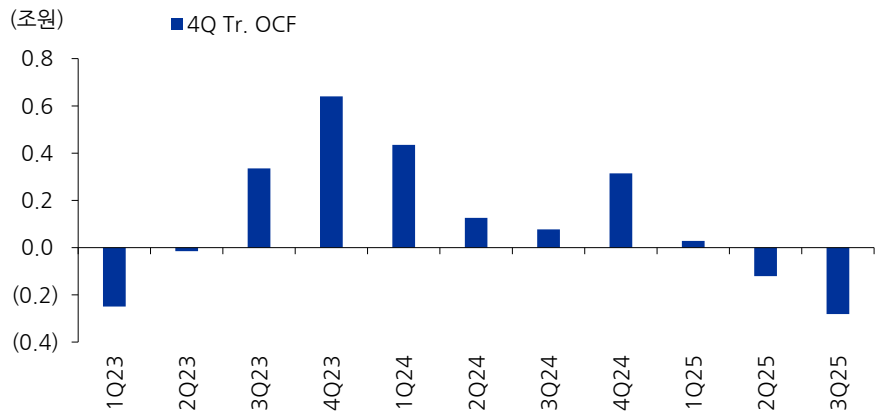
비교적 무난한 현금흐름

계절적 요인을 고려하여, 4 개 분기 누적을 기준으로 동사의 OCF(영업활동 현금흐름)를 살펴본 결과, 다소 변동성이 있기는 하지만 비교적 무난한 흐름을 보이고 있다. 이는 동사의 미분양 물량이 제한적인 수준이라는 것을 의미하며, 매출채권회전율 추이에서도 동일한 흐름이 관찰된다.

미분양이 급증하기 전인 4Q21 대비 3Q25 의 매출채권회전율은 3.3 회에서 2.4 회로 감소한 상태다. 4Q21 당시 매출채권회전율을 적정 수준으로 가정해 역산한 결과, 동사의 3Q25 매출채권 및 미청구공사비는 적정 수준보다 약 0.5 조원(자본총계의 14.9% 수준)을 초과하고 있는 것으로 나타났다.

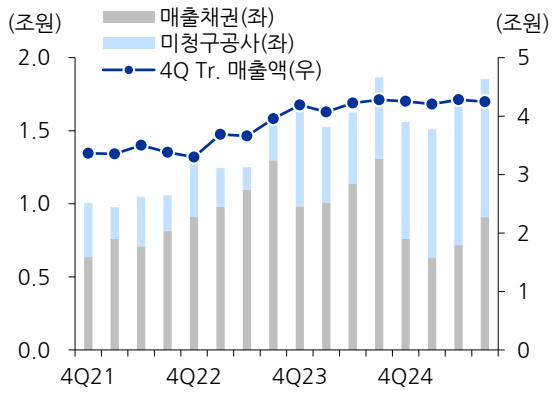
다만, 준공을 앞둔 주요 사업장의 분양률이 양호해, 입주 완료 시점에는 누적된 매출채권 및 미청구공사비 상당 부분이 회수될 것으로 예상된다. 이에 따라 대손 관련 불확실성은 우려할 만한 수준이 아닌 것으로 판단한다.

도표 95. 4Q Trailing OCF 추이



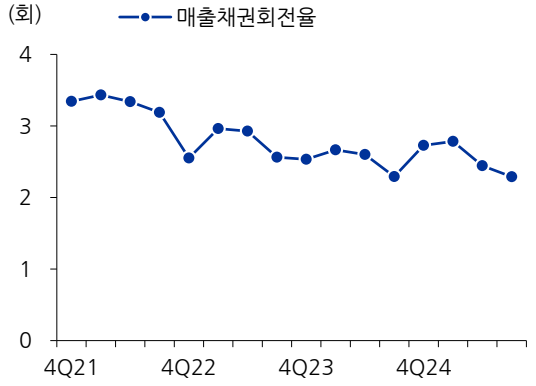
자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 96. 매출채권 및 미청구공사, 매출액 추이



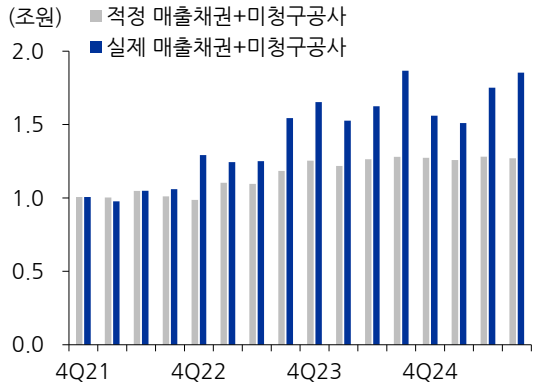
자료: DART, 유진투자증권

도표 97. 매출채권회전율 추이



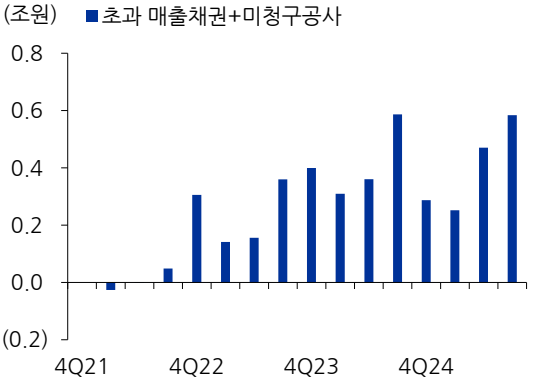
자료: DART, 유진투자증권
주) 매출채권회전율 = (매출채권 + 미청구공사비) / 4Q Trailing 매출액

도표 98. 적정 vs 실제 매출채권 + 미청구공사



자료: DART, 유진투자증권
주1) 4Q21 매출채권회전율을 적정으로 가정
주2) 4Q Tr. 매출액을 기준으로 적정 매출채권+미청구공사 규모 산정

도표 99. 초과 매출채권 + 미청구공사 추이



자료: DART, 유진투자증권
주1) 4Q21 매출채권회전율을 적정으로 가정
주2) 4Q Tr. 매출액을 기준으로 적정 매출채권+미청구공사 규모 산정

우발부채, 위험이 아닌 기회

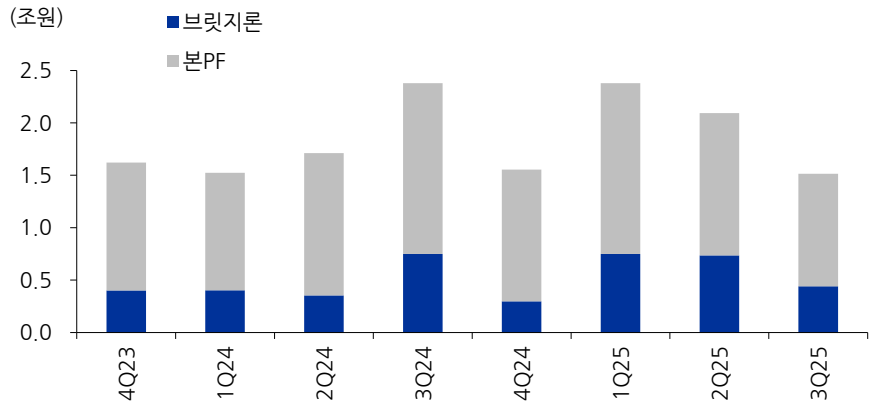
동사의 3Q25 기준 PF 보증 규모는 약 1.5 조원으로, 이는 자본총계 대비 47.2% 수준이다. 수치상으로는 다소 부담이 있는 수준이지만, 3 분기 들어 일부 사업장의 PF 보증 구조에 변화가 있었다.

브릿지론 보증을 제공했던 파주 메디컬 클러스터 사업장이 보증 해소와 함께 본 PF 로 전환되었으며, 본 PF 보증을 제공했던 강동 아이파크 더리버 PF 대출을 동사가 채무인수함에 따라 전체 보증 규모가 감소한 것으로 추정된다.

잔여 브릿지론 보증은 대부분 최근 제공된 사업장으로 사업성이 비교적 양호할 것으로 예상되며, 본 PF 제공 사업장 역시 분양률이 높아 PF 보증 관련 리스크는 낮은 수준으로 판단한다.

동사의 PF 보증은 '위험'이 아닌 '기회'로 이어지고 있다. PF 보증 전략이 중장기 수익성 제고와 시장 내 입지 강화의 수단으로 작용하고 있어, 향후에도 안정적인 성장세를 이어갈 것으로 전망한다.

도표 100. 非정비사업 PF 보증 추이



자료: Dart, 유진투자증권

도표 101. 非정비사업 PF 보증 내역

(단위 : 백만원)	사업구분	사업지역	신용보강 종류	보증한도	보증금액
브릿지론	공동주택	천안시	자금보충	86,600	86,600
		천안시	자금보충	104,600	104,600
		천안시	자금보충	148,600	148,600
		포항시	자금보충	101,000	101,000
	소 계			440,800	440,800
본PF	공동주택	춘천시	자금보충	13,000	13,000
		군산시	자금보충	56,000	56,000
		익산시	자금보충	43,400	43,400
		인천시	자금보충	21,000	21,000
		음성군	자금보충	35,500	35,500
		서울시	자금보충	324,000	315,600
		평택시	자금보충	610,400	589,400
	소 계			1,103,300	1,073,900
합 계				1,544,100	1,514,700

자료: DART, 유진투자증권

도표 102. 우발채무 현황(도급) - 3Q25 실적발표 中

구 분	사업지	지역	분양률	만기	비 고
미착공	천안아이파크시티 4 단지	기타 지방	-	2025 년 11 월	26 년 상반기 분양 예정
	천안아이파크시티 5 단지	기타 지방	-	2025 년 11 월	26 년 상반기 분양 예정
	천안아이파크시티 6 단지	기타 지방	-	2025 년 11 월	26 년 상반기 분양 예정
	포항 2 차	기타 지방	-	2026 년 2 월	26 년 분양 예정
착공	춘천 레이크시티 2 차	기타 지방	100%	2025 년 11 월	차환 예정
	군산 레이크시티 아이파크	기타 지방	78%	2025 년 11 월	차환 예정
	익산 부송 아이파크	기타 지방	100%	2025 년 11 월	차환 예정
	청라 오피스텔	수도권	100%	2025 년 11 월	분양수입금 상환 예정
	음성 아이파크	기타 지방	97%	2025 년 12 월 외	분양수입금 상환 예정
	서울숲 IPARK 리버포레 2 차	서울	100%	2026 년 3 월	분양수입금 상환 예정
	평택 고덕 2 차 아이파크	수도권	100%	2026 년 4 월 외	분양수입금 상환 중

자료: HDC 현대산업개발, 유진투자증권

영업정지 처분, 예외 규정에 주목할 필요

동사는 광주 학동 철거 사고에 대해 영업정지 8 개월 및 과징금 약 4 억원, 광주 화정 아이파크 붕괴 사고에 대해 영업정지 8 개월 및 4 개월이 부과된 상태다. 다만 현재는 법원의 가처분 인용으로 인해 영업활동에는 직접적인 제약이 없는 상황이다.

향후 본안 판결 결과에 따라 처분이 확정될 경우, 일정 부분의 사업 차질은 불가피하겠지만, 제도상 예외 규정이 존재한다. 자체/민간 사업은 영업정지 이전 착공 시 선분양이 가능하며, 도시정비/비주택 사업은 영업정지 이전 계약 시 착공 및 선분양이 가능하다.

이에 따라 자체사업이나 보증을 제공한 민간 수주 사업은 영업정지 기간을 고려해 일정 조율이 가능하며, 보증 제공 사업장 역시 시공권 상실 가능성도 낮을 것으로 보인다. 또한 도시정비사업의 경우 관리처분인가 이후 착공까지 1~2 년의 시차가 존재한다. 영업활동 제약에 대한 리스크는 존재하지만, 동사의 외형 및 이익 성장에 중대한 영향을 미칠 가능성은 낮다고 판단한다.

도표 103. **행정제재 현황**

구 분	통지일자/종류	사 유	제재 내용	경과 및 예정사항
광주 학동	'22.03.30 본처분	건설산업기본법 위반 (부실시공)	영업정지 8 개월	▪ 집행정지 인용 ('22.04.14) ▪ 취소소송 제기 ('22.03.31) 完 ▪ 취소소송 기각 및 항소 제기 ('25.04.21) → 집행정지 가처분 인용 완료(5/21), 항소심 선고까지 처분 효력 정지 → 영업정지 취소 취지 (형사 1심 일부무죄 판결 등 감안)
	'22.04.13 본처분	건설산업기본법 위반 (하수급인 관리의무 위반)	과징금 406 백만원	▪ 영업정지 8개월 → 과징금 변경 (납부 완료, '22.04.25) 完 ▪ 취소소송 제기 ('22.07.13) ▪ 전부 승소에 따른 과징금 부과 취소 판결 선고 ('23.12.19) → 2심 선고 ('25.07.18), 1심 판결(승소) 유지 → 3심 진행 중 ('25.08.11)
광주 화정	'25.05.14 본처분	건설산업기본법 위반 (부실시공, 공중위험발생)	영업정지 8 개월	▪ 집행정지 가처분 인용 ('25.05.31) → 행정처분 취소소송 판결시까지 처분 효력 없음 ▪ 행정처분 취소소송 진행중 ('25.05.20 제기)
		산업안전보건법 위반 (중대재해)	영업정지 4 개월	

자료: HDC 현대산업개발, 유진투자증권

HDC현대산업개발(294870.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	7,016	7,462	7,908	8,443	9,127
유동자산	4,987	5,380	5,454	6,006	6,695
현금성자산	1,035	1,322	1,880	2,021	2,183
매출채권	1,935	1,749	1,702	1,925	2,262
재고자산	1,507	1,854	1,412	1,596	1,782
비유동자산	2,029	2,081	2,454	2,437	2,432
투자자산	1,534	1,585	1,686	1,720	1,754
유형자산	484	485	758	708	670
기타	11	12	10	9	7
부채총계	4,008	4,347	4,624	4,856	5,172
유동부채	3,148	3,510	3,612	3,833	4,140
매입채무	1,117	1,320	1,213	1,431	1,733
유동성이자부채	1,627	1,793	1,997	1,997	1,997
기타	403	398	401	406	410
비유동부채	861	837	1,013	1,022	1,032
비유동이자부채	562	587	762	762	762
기타	298	250	250	260	270
자본총계	3,008	3,115	3,283	3,587	3,955
지배지분	3,008	3,115	3,283	3,587	3,955
자본금	330	330	330	330	330
자본잉여금	1,603	1,606	1,606	1,606	1,606
이익잉여금	1,097	1,199	1,368	1,672	2,040
기타	(22)	(20)	(20)	(20)	(20)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,008	3,115	3,283	3,587	3,955
총차입금	2,189	2,380	2,759	2,759	2,759
순차입금	1,154	1,058	879	739	576

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,191	4,256	4,186	4,459	5,238
증가율(%)	27.1	1.6	(1.6)	6.5	17.5
매출원가	3,810	3,854	3,660	3,769	4,425
매출총이익	381	402	527	690	813
판매 및 일반관리비	185	217	234	239	241
기타영업손익	(7)	17	8	2	1
영업이익	195	185	293	451	571
증가율(%)	67.8	(5.5)	58.5	54.1	26.8
EBITDA	255	243	363	538	654
증가율(%)	57.0	(4.8)	49.5	48.3	21.4
영업외손익	42	16	(15)	10	14
이자수익	95	82	86	91	92
이자비용	45	55	67	67	64
지분법손익	0	0	(3)	0	0
기타영업손익	(8)	(11)	(31)	(14)	(14)
세전순이익	237	200	278	460	585
증가율(%)	96.0	(15.5)	38.7	65.7	27.1
법인세비용	64	45	65	114	144
당기순이익	173	156	213	347	440
증가율(%)	244.3	(9.9)	36.5	63.1	27.1
지배주주지분	173	156	213	347	440
증가율(%)	243.6	(10.0)	36.5	63.1	27.1
비지배지분	(0)	0	0	0	0
EPS(원)	2,626	2,363	3,225	5,259	6,683
증가율(%)	243.6	(10.0)	36.5	63.1	27.1
수정EPS(원)	2,626	2,363	3,225	5,259	6,683
증가율(%)	243.6	(10.0)	36.5	63.1	27.1

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	640	314	245	253	312
당기순이익	173	156	213	347	440
자산상각비	60	58	70	88	82
기타비현금성손익	194	157	88	10	10
운전자본증감	222	13	(104)	(190)	(220)
매출채권감소(증가)	(362)	83	150	(223)	(336)
재고자산감소(증가)	78	(211)	98	(185)	(185)
매입채무증가(감소)	(130)	205	(54)	218	302
기타	637	(64)	(298)	(1)	(1)
투자현금	(143)	(98)	(21)	(91)	(99)
단기투자자산감소	(60)	(12)	92	(20)	(21)
장기투자증권감소	0	(5)	(2)	(5)	(5)
설비투자	65	34	48	36	42
유형자산처분	0	0	1	0	0
무형자산처분	(1)	(3)	(1)	(0)	(0)
재무현금	(504)	47	324	(43)	(72)
차입금증가	(436)	92	368	0	0
자본증가	(60)	(45)	(44)	(43)	(72)
배당금지급	40	45	45	43	72
현금 증감	(6)	266	552	120	141
기초현금	564	558	825	1,376	1,496
기말현금	558	825	1,376	1,496	1,637
Gross Cash flow	426	370	376	444	533
Gross Investment	(139)	73	216	261	298
Free Cash Flow	565	297	160	183	235

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,626	2,363	3,225	5,259	6,683
BPS	45,640	47,257	49,818	54,428	60,011
DPS	700	700	650	1,100	1,350
밸류에이션(배,%)					
PER	5.6	7.6	5.9	3.6	2.8
PBR	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/ EBITDA	8.3	9.3	5.9	3.7	2.8
배당수익율	4.8	3.9	3.4	5.8	7.1
PCR	2.3	3.2	3.3	2.8	2.4
수익성(%)					
영업이익율	4.7	4.3	7.0	10.1	10.9
EBITDA이익율	6.1	5.7	8.7	12.1	12.5
순이익율	4.1	3.7	5.1	7.8	8.4
ROE	5.9	5.1	6.6	10.1	11.7
ROIC	3.9	3.6	5.7	8.5	10.3
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	38.4	34.0	26.8	20.6	14.6
유동비율	158.4	153.3	151.0	156.7	161.7
이자보상배율	4.3	3.3	4.3	6.7	8.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
매출채권회전율	2.5	2.3	2.4	2.5	2.5
재고자산회전율	2.7	2.5	2.6	3.0	3.1
매입채무회전율	3.8	3.5	3.3	3.4	3.3

편집상의 공백페이지입니다

삼성 E&A
(028050)

파이프라인은 충분하다

투자의견	**BUY**(신규)
목표주가	**36,000** 원(신규)
현재주가	**26,300** 원(11/17)
시가총액	**5,155**(십억원)

건설/부동산 류태환_ 02)368-6156_ taehwan.ryu@eugenefn.com

- **투자의견 BUY, 목표주가 36,000원**으로 커버리지 개시. 목표주가는 2026년 추정 BPS 27,433원에 Target P/B 1.32배를 적용해 산정(Target P/B는 2019~2025년 P/B-ROE 회귀 결과에 2026년 추정 ROE를 적용)
- **2026년 연간 실적은 매출액 10조 5,677억원(+20.6%yoy), 영업이익 8,500억원(+21.9%yoy)** 전망
- 사우디 Fadhhili 가스 플랜트(8.3조원) 매출 인식이 본격화됨에 따라 외형 성장 가능할 것으로 전망
- 3분기 누적 신규 수주 4.1조원으로 연간 가이던스 대비 약 36%에 그쳐 수주잔고 부담 존재. 다만, 4분기 수주한 미국 Wabashi 블루암모니아 PJT(0.4조원) 외에 멕시코 Maxinol 그린 메탄올 PJT(20억불), 중동 화공 PJT(수의계약, 25억불), 계열사 PJT(1조원+@) 등의 수주 가시성이 높아 20조원 이상의 수주잔고 유지 가능할 것으로 판단
- 유가 하락 국면에서도 견조한 수주 파이프라인 유지하고 있으며, 지속적인 원가 개선으로 안정적인 수익 창출 기대

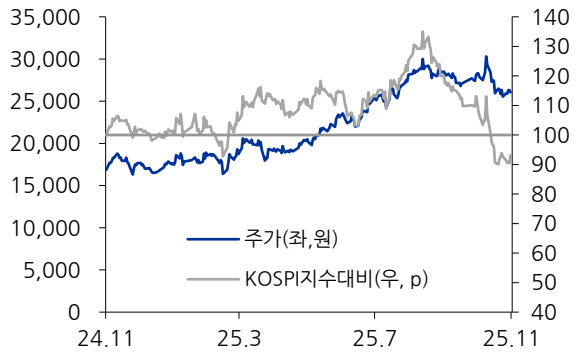
주가(원,11/17)	26,300
시가총액(십억원)	5,155
발행주식수	196,000천주
52주 최고가	30,650원
최저가	16,300원
52주 일간 Beta	0.66
60일 평균거래대금	216억원
외국인 지분율	48.2%
배당수익률(2025E)	2.3%
주주구성	
삼성SDI (외 8인)	20.6%
국민연금공단 (외 1인)	8.3%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-14.6	-25.1	-13.1
절대기준	-5.6	30.5	56.1

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	36,000	-	-
영업이익(25)	697	-	-
영업이익(26)	850	-	-

12 월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	10,625	9,967	8,764	10,568
영업이익	993	972	697	850
세전손익	933	904	814	992
당기순이익	696	639	616	720
EPS(원)	3,846	3,862	3,096	4,006
증감률(%)	13.4	0.4	-19.8	29.4
PER(배)	7.5	4.3	8.5	6.6
ROE(%)	24.4	19.6	13.6	15.6
PBR(배)	1.6	0.8	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	4.1	0.3	1.5	0.7

자료: 유진투자증권



투자의견 및 목표주가 산출

당사는 삼성 E&A(005930.KS)에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 36,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2026 년 추정 BPS 27,433 원에 Target P/B 1.32 배를 적용했다.

멀티플은 동사의 P/B - ROE 회귀분석을 통해 산정했다. 회귀분석에는 2019~2025 년 월별 데이터를 사용했으며, 도출된 회귀식에 2026 년 추정 ROE 15.6%를 적용하여 Target P/B 를 산출했다. 회귀분석에 사용한 기간은 동사의 수익성과 재무구조가 안정적인 흐름을 보인 시기이며, 중·저유가 중심의 환경에서 화공 부문의 발주 여건도 크게 흔들리지 않았다. 코로나 19(2020 년)와 지정학 변수(2022 년)로 유가 변동성이 확대된 구간이 포함되어 있긴 하지만, 화공 EPC 는 단기 유가보다 정유·석화사의 중기 투자계획과 마진 사이클에 더 크게 좌우되는 특성이 있기 때문이다. 이러한 점을 고려해 해당 기간을 회귀분석의 표본으로 활용했다.

동사는 2015 년 대규모 손실 이후 지속적인 수행 혁신을 거치며, 2019 년부터 두 자릿수의 매출총이익률을 유지하고 있어 수익의 안정성과 신뢰도가 높다. 유가 하락 국면에서도 견조한 수주 파이프라인을 유지하고 있으며, 3Q23 실적발표에서 제시한 E/T(Energy Transition) 기반 Sustainable PJT 확대 전략이 실제 성과로 이어지고 있다. 주주환원 정책 역시 긍정적이다. 동사는 2024~2026 년 주주환원을 지배지분 순이익의 15~20% 수준으로 시행할 계획이다.

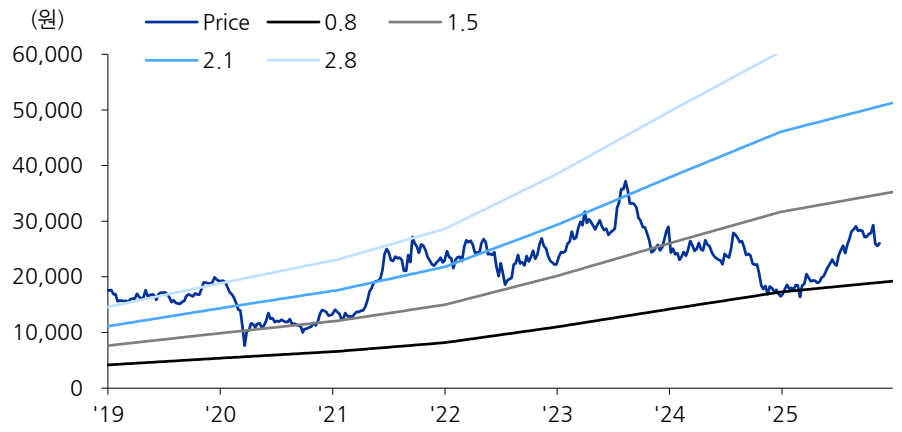
유가 하락세가 지속되면서 산유국 정유·석화사의 Capex 투자 감소가 불가피한 점을 감안하면, 현재 ROE 기준으로 산정한 동사의 멀티플은 합리적인 수준으로 판단한다. 다만, 향후 Energy Transition 기반 Sustainable PJT 수주가 확대될 경우 유가 흐름과 무관하게 멀티플 리레이팅이 가능할 것으로 보인다.

도표 104. 목표주가 산정 내역

(단위 : %, 배, 원)		비고
ROE	15.6	2026년 추정 ROE
Target P/B	1.32	2019~2025년 P/B-ROE 회귀 결과에 2026년 추정 ROE를 대입
BPS	27,433	2026년 추정 BPS
목표주가	36,000	
현재주가	26,300	2025-11-17 기준
상승여력	36.9	

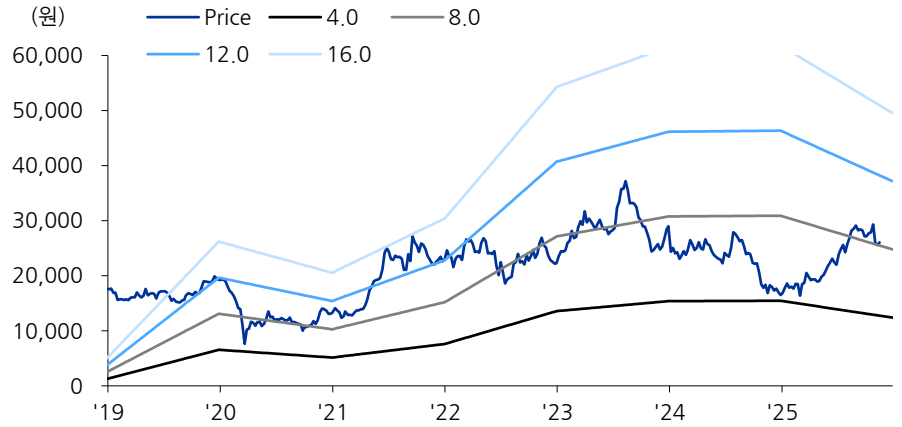
자료: 유진투자증권

도표 105. PBR Band Chart



자료: 유진투자증권

도표 106. PER Band Chart



자료: 유진투자증권

실적 추정

2026년 연간 실적은 매출액 10조 5,677억원(+20.6%yoy), 영업이익 8,500억원(+21.9%yoy), 영업이익률 8.0%(+0.1%p yoy)를 전망한다. 화공 부문은 사우디 Fadhili, 러시아 CC-7, 말레이시아 SAF, UAE Taziz 등의 프로젝트 매출 본격화로 매출액 6 조 8,651 억원(+23.5%yoy)를 예상한다. 비화공 부문 또한 3Q25 신규 수주 1.3 조원을 바탕으로 3 조 7,027 억원(+15.4%yoy)의 매출을 달성할 것으로 추정된다.

동사의 매출총이익률은 당해 추정치보다 다소 하락한 13.3%(-0.9%p yoy)를 전망한다. 화공 부문은 당해 추정치와 유사한 수준인 13.3%의 매출총이익률이 예상되는 반면, 4Q24부터 높은 수준을 유지해왔던 비화공 부문의 매출총이익률을 일회성 정산 이익 및 예비비 환입의 축소 가능성을 고려하여 13.3%(-2.4%yoy)로 가정했기 때문이다. 판관비는 당해 추정치와 유사한 수준으로 추정했으나 외형 성장으로 인해 판관비율은 5.3%(-1.0%p yoy)로 하락할 것으로 예상한다.

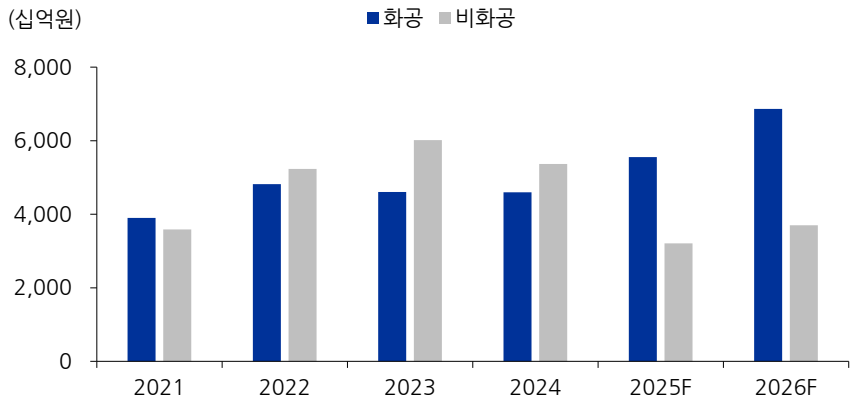
3분기 누적 신규 수주 4.1조원으로 연간 가이던스 대비 약 36%에 그쳐 수주잔고에 대한 부담이 존재한다. 다만, 4 분기 수주한 미국 Wabashi 블루암모니아 PJT(0.4 조원) 외에도 멕시코 Maxinol 그린 메탄올 PJT(20 억불), 중동 화공 PJT(수의계약, 25 억불), 계열사 PJT(1 조원+@) 등의 수주 가시성이 높아 20조원 이상의 수주잔고 유지가 가능할 것으로 판단한다.

도표 107. 매출액 대비 계약고 10% 이상 주요 사업장 진행 현황(3Q25 기준)

(단위 : 억원)	계약일	완공 예정일	기본 도급액	완성공 사액	계약 잔액	매출액 대비 계약고	기성률
[국내]							
평택 전자 P4-PJT	2021-07	2026-06	60,566	35,547	25,019	60.8%	58.7%
기흥 전자 NRD-K PJT	2022-06	2026-12	11,698	10,210	1,488	11.7%	87.3%
[해외]							
Saudi Aramco Jafurah GPF Project	2021-11	2026-02	16,809	14,931	1,878	16.9%	88.8%
말련 Shell Rosmari & Marjoram OGP	2022-07	2026-02	11,548	9,073	2,475	11.6%	78.6%
Ras Laffan Petrochemicals Project	2022-12	2026-08	21,169	13,379	7,790	21.2%	63.2%
사우디 Fadhili 가스	2024-04	2027-09	85,359	19,660	65,699	85.6%	23.0%
CC-7	2022-02	2027-11	17,861	11,968	5,893	17.9%	67.0%
말레이시아 Phoenix Biorefinery (SAF)	2025-01	2028-09	13,845	1,239	12,606	13.9%	8.9%
UAE Taziz 메탄올	2025-02	2029-10	23,703	1,039	22,664	23.8%	4.4%

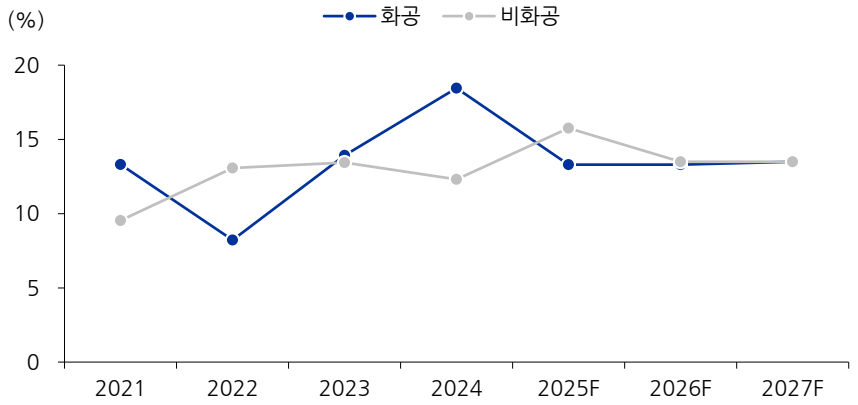
자료: DART, 유진투자증권

도표 108. 사업부문별 매출액 추이



자료: 삼성 E&A, 유진투자증권

도표 109. 사업부문별 매출총이익률 추이



자료: 삼성 E&A, 유진투자증권

도표 110. 삼성 E&A 실적추정

(단위 : 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F	2027F
매출액	2,098	2,178	1,996	2,493	2,431	2,748	2,536	2,853	8,764	10,568	11,282
YoY (%)	(12.0)	(18.9)	(13.9)	(3.3)	15.9	26.2	27.1	14.5	(12.1)	20.6	6.8
화공	1,123	1,362	1,429	1,643	1,579	1,785	1,648	1,854	5,557	6,865	6,882
YoY (%)	19.3	10.7	28.9	24.7	40.6	31.1	15.3	12.8	20.9	23.5	0.2
비화공	975	816	567	850	852	963	889	1,000	3,208	3,703	4,400
YoY (%)	(32.4)	(43.9)	(53.1)	(32.6)	(12.7)	17.9	56.9	17.6	(40.3)	15.4	18.8
매출총이익	294	314	309	327	323	365	337	379	1,244	1,406	1,558
YoY (%)	(12.7)	(20.7)	(7.5)	(26.0)	10.0	16.3	9.3	15.9	(17.6)	13.0	10.8
GPM (%)	14.0	14.4	15.5	13.1	13.3	13.3	13.3	13.3	14.2	13.3	13.8
화공	138	180	208	214	210	237	219	247	739	913	963
GPM (%)	12.3	13.2	14.5	13.0	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	14.0
비화공	156	134	101	114	113	128	118	133	505	492	594
GPM (%)	16.0	16.4	17.8	13.4	13.3	13.3	13.3	13.3	15.7	13.3	13.5
판관비	137	133	132	145	128	136	134	158	547	555	560
판관비율 (%)	6.5	6.1	6.6	5.8	5.3	4.9	5.3	5.5	6.2	5.3	5.0
영업이익	157	181	177	183	195	230	203	222	697	850	997
YoY (%)	(24.9)	(31.1)	(13.4)	(38.2)	24.2	27.0	15.0	21.5	(28.2)	21.9	17.3
GPM (%)	7.5	8.3	8.8	7.3	8.0	8.4	8.0	7.8	8.0	8.0	8.8
세전이익	205	203	187	219	231	265	234	263	814	992	1,154
순이익	157	142	157	159	168	192	170	191	616	720	838
지배주주순이익	151	141	142	174	183	210	185	208	607	785	913
YoY (%)	(7.0)	(55.4)	(13.3)	49.7	21.5	49.1	30.2	19.7	(19.8)	29.4	16.3
신규수주	2,417	231	1,439	6,500	2,200	3,200	3,200	3,200	10,588	11,800	13,200
화공	2,269	50	99	5,000	1,000	2,000	2,000	2,000	7,418	7,000	8,000
비화공	148	181	1,341	1,500	1,200	1,200	1,200	1,200	3,170	4,800	5,200
수주잔고	21,355	18,218	18,043	22,050	21,820	22,272	22,936	23,283	22,050	23,283	25,200
화공	15,543	13,066	12,092	15,449	14,870	15,085	15,437	15,584	15,449	15,584	16,702
비화공	5,812	5,152	5,951	6,602	6,950	7,187	7,499	7,699	6,602	7,699	8,498

자료: 삼성 E&A, 유진투자증권

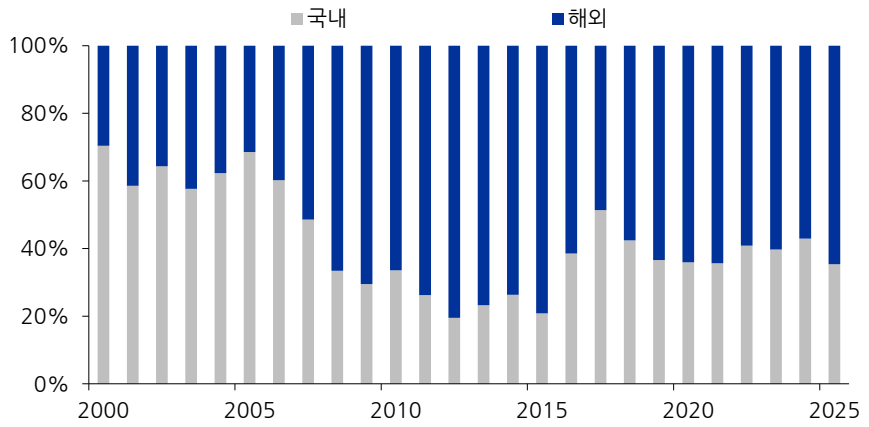
리스크 통제 역량과 안정적인 현금흐름

동사는 최근 수년간 두 자릿수 수준의 매출총이익률을 기록하며 안정적인 수익성과 현금흐름을 유지하고 있다. 이는 지속적인 수행 혁신을 통해 비용 통제 역량을 강화한 결과로 판단하며, 향후 수익성의 지속 가능성에 대한 신뢰를 높이는 요인으로 작용한다.

동사는 과거 대규모 손실이 발생했던 프로젝트를 반면교사 삼아, 현지 시공 환경이 우호적이지 않거나 리스크가 높다고 판단될 경우, 선별적 수주 원칙을 유지하며 사업 리스크를 관리하고 있다. 지난 10/29 수주한 미국 Wabashi 블루암모니아 PJT 에서 볼 수 있듯이, EPC 방식이 아닌 EP+F(Fabrication) 방식을 채택해 시공 단계의 리스크를 효과적으로 통제하고 있다. 공사 수행을 하지 않는 만큼 특정 프로젝트에서 기대할 수 있는 매출 규모가 다소 감소할 수 있으나, 리스크를 고려한 사업 전략인 만큼 수익의 안정성이 높아질 것으로 예상한다.

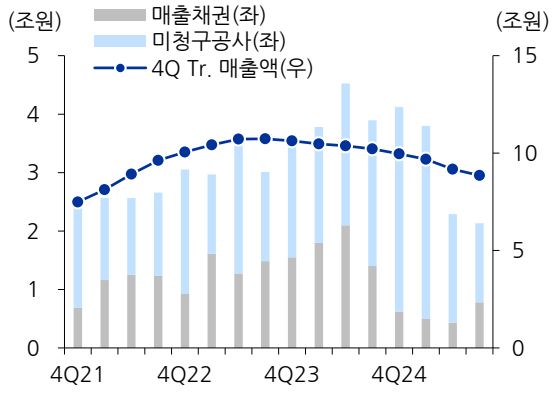
무엇보다 미분양 및 PF 보증 등 국내 부동산 경기와 직결된 비즈니스 모델이 아니라는 점만으로도 상대적인 투자 매력이 부각된다. 또한, 국내 매출 비중이 35% 수준에 불과하고, 국내 프로젝트의 상당수가 계열사 물량인 점을 감안하면, 무리한 공정 단축으로 인한 안전사고 리스크에 대한 부담도 상대적으로 크지 않다.

도표 111. 국내 vs 해외 매출비중 추이



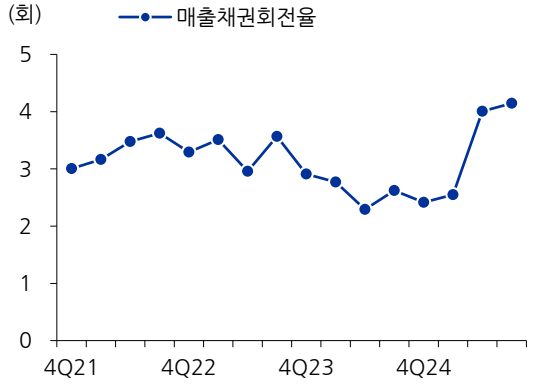
자료: 유진투자증권

도표 112. 매출채권 및 미청구공사, 매출액 추이



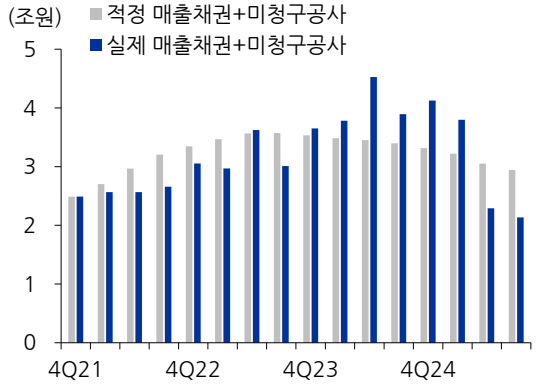
자료: DART, 유진투자증권

도표 113. 매출채권회전율 추이



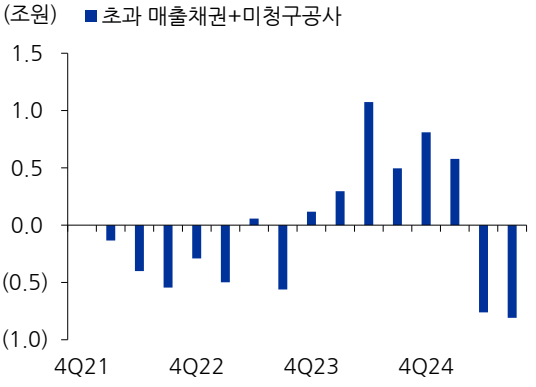
자료: DART, 유진투자증권
주) 매출채권회전율 = (매출채권 + 미청구공사비) / 4Q Trailing 매출액

도표 114. 적정 vs 실제 매출채권 + 미청구공사



자료: DART, 유진투자증권
주1) 4Q21 매출채권회전율을 적정으로 가정
주2) 4Q Tr. 매출액을 기준으로 적정 매출채권+미청구공사 규모 산정

도표 115. 초과 매출채권 + 미청구공사 추이



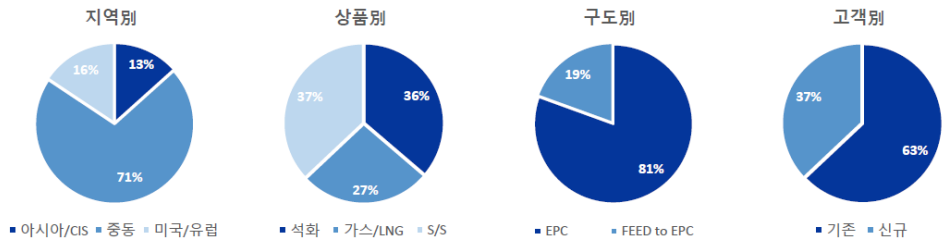
자료: DART, 유진투자증권
주1) 4Q21 매출채권회전율을 적정으로 가정
주2) 4Q Tr. 매출액을 기준으로 적정 매출채권+미청구공사 규모 산정

견조한 수주 파이프라인과 유효했던 중기 사업 전략

동사는 유가 하락 국면에서도 견조한 수주 파이프라인을 유지하고 있다. 특히 3Q23 실적발표에서 제시한 E/T(Energy Transition) 기반 Sustainable PJT 확대 전략이 실제 성과로 이어지고 있다. 2024 년 말레이시아 Sarawak 그린수소, 그린암모니아 PJT에 이어, 이번 미국 Wabashi 블루암모니아 PJT 수주로 전략의 실질적 진전이 확인되었다. 향후에도 E/T 영역 중심의 사업 확장 가능성이 점차 높아질 것으로 판단한다.

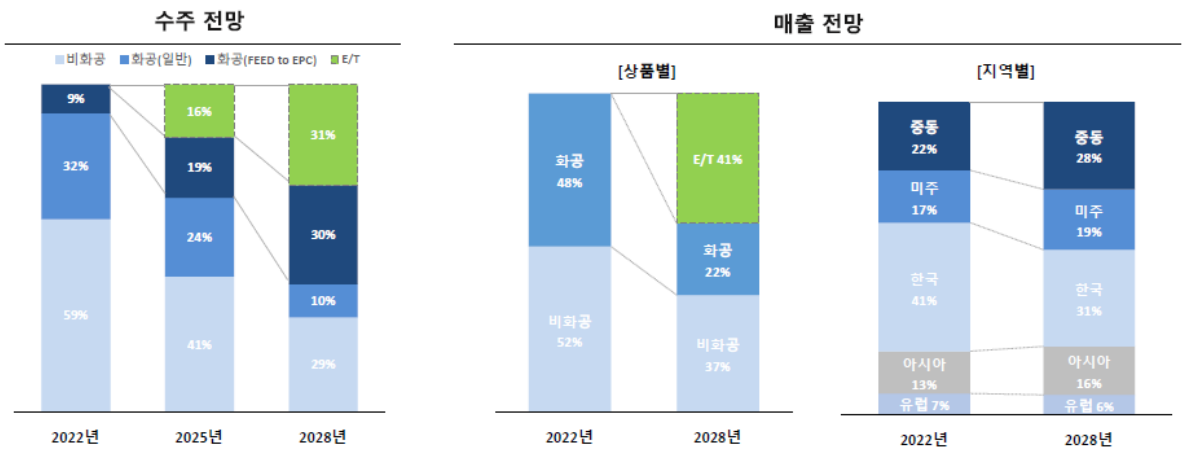
도표 116. 삼성 E&A 수주 파이프라인

가스/LNG	석유화학	Sustainable Solutions	계
사우디 Khafji Pkg.1&2 포함 4건, 70억불	카타르 Urea 포함 3건, 95억불	사우디 SAN-6 블루암모니아, 멕시코 Pacifico Mexinol UAE Falcon PLA 포함 11건, 97억불	• Total 18건, 262억불



자료: 삼성 E&A, 유진투자증권

도표 117. 삼성 E&A 중기 사업 비중 변화 전망 (3Q23 실적발표)



자료: 삼성 E&A, 유진투자증권

삼성E&A(028050.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	7,801	10,013	9,741	10,637	11,443
유동자산	5,965	7,942	7,631	8,474	9,229
현금성자산	1,524	3,127	4,237	4,726	5,286
매출채권	2,351	3,809	2,379	2,723	2,907
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,836	2,071	2,110	2,163	2,214
투자자산	1,326	1,529	1,541	1,572	1,604
유형자산	430	443	453	452	455
기타	81	99	116	138	156
부채총계	4,503	6,118	5,348	5,576	5,615
유동부채	4,217	5,871	5,076	5,294	5,323
매입채무	3,340	4,636	3,784	3,992	4,010
유동성이자부채	133	161	206	206	206
기타	744	1,075	1,085	1,096	1,107
비유동부채	286	246	272	282	292
비유동이자부채	14	18	29	29	29
기타	272	229	243	253	263
자본총계	3,298	3,896	4,393	5,061	5,827
지배지분	3,473	4,232	4,709	5,377	6,143
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	(22)	(22)	(22)	(22)	(22)
이익잉여금	2,430	3,187	3,665	4,332	5,099
기타	85	86	86	86	86
비지배지분	(175)	(336)	(316)	(316)	(316)
자본총계	3,298	3,896	4,393	5,061	5,827
총차입금	148	178	236	236	236
순차입금	(1,377)	(2,949)	(4,001)	(4,490)	(5,050)

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	10,625	9,967	8,764	10,568	11,282
증가율(%)	5.7	(6.2)	(12.1)	20.6	6.8
매출원가	9,174	8,457	7,520	9,162	9,725
매출총이익	1,451	1,509	1,244	1,406	1,558
판매 및 일반관리비	458	538	547	555	560
기타영업손익	21	17	2	2	1
영업이익	993	972	697	850	997
증가율(%)	41.3	(2.2)	(28.2)	21.9	17.3
EBITDA	1,058	1,041	775	933	1,085
증가율(%)	39.3	(1.7)	(25.5)	20.3	16.4
영업외손익	(60)	(68)	117	142	157
이자수익	66	62	107	102	113
이자비용	23	14	1	0	0
지분법손익	0	7	(3)	0	0
기타영업손익	(104)	(123)	14	40	45
세전순이익	933	904	814	992	1,154
증가율(%)	30.3	(3.1)	(9.9)	21.8	16.3
법인세비용	237	265	199	272	316
당기순이익	696	639	616	720	838
증가율(%)	16.8	(8.2)	(3.6)	17.0	16.3
지배주주지분	754	757	607	785	913
증가율(%)	13.4	0.4	(19.8)	29.4	16.3
비지배지분	(58)	(118)	9	(65)	(75)
EPS(원)	3,846	3,862	3,096	4,006	4,660
증가율(%)	13.4	0.4	(19.8)	29.4	16.3
수정EPS(원)	3,846	3,862	3,096	4,006	4,660
증가율(%)	13.4	0.4	(19.8)	29.4	16.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	(460)	1,636	1,498	742	846
당기순이익	696	639	616	720	838
자산상각비	65	69	78	83	88
기타비현금성손익	455	379	58	75	86
운전자본증감	(1,551)	730	952	(136)	(165)
매출채권감소(증가)	(583)	(350)	1,445	(344)	(184)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	(1,097)	807	(454)	207	18
기타	129	273	(39)	1	1
투자현금	16	(50)	(2,041)	(233)	(241)
단기투자자산감소	87	81	(1,845)	(97)	(101)
장기투자증권감소	(10)	(3)	(75)	(7)	(7)
설비투자	28	43	55	46	49
유형자산처분	0	1	1	0	0
무형자산처분	(26)	(43)	(53)	(59)	(59)
재무현금	(123)	(30)	(152)	(118)	(147)
차입금증가	(124)	(29)	(109)	0	0
자본증가	0	(0)	(43)	(118)	(147)
배당금지급	0	0	129	118	147
현금 증감	(497)	1,681	(755)	391	459
기초현금	1,412	915	2,596	1,841	2,232
기말현금	915	2,596	1,841	2,232	2,691
Gross Cash flow	1,216	1,087	797	878	1,012
Gross Investment	1,621	(599)	(755)	272	305
Free Cash Flow	(405)	1,687	1,552	606	707

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	3,846	3,862	3,096	4,006	4,660
BPS	17,721	21,591	24,027	27,433	31,343
DPS	0	660	600	750	850
밸류에이션(배,%)					
PER	7.5	4.3	8.5	6.6	5.6
PBR	1.6	0.8	1.1	1.0	0.8
EV/ EBITDA	4.1	0.3	1.5	0.7	0.1
배당수익율	0.0	4.0	2.3	2.9	3.2
PCR	4.7	3.0	6.5	5.9	5.1
수익성(%)					
영업이익율	9.3	9.7	8.0	8.0	8.8
EBITDA이익율	10.0	10.4	8.8	8.8	9.6
순이익율	6.5	6.4	7.0	6.8	7.4
ROE	24.4	19.6	13.6	15.6	15.9
ROIC	67.8	60.0	158.2	496.9	233.7
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(41.7)	(75.7)	(91.1)	(88.7)	(86.7)
유동비율	141.5	135.3	150.3	160.1	173.4
이자보상배율	43.4	68.9	668.0	-	-
활동성 (회)					
총자산회전율	1.4	1.1	0.9	1.0	1.0
매출채권회전율	4.5	3.2	2.8	4.1	4.0
재고자산회전율	-	-	-	-	-
매입채무회전율	2.9	2.5	2.1	2.7	2.8

GS 건설
(006360)

포트폴리오 변화의 초입에서

투자의견	**BUY**(신규)
목표주가	**24,000** 원(신규)
현재주가	**18,950** 원(11/17)
시가총액	**1,622**(십억원)

건설/부동산 류태환_ 02)368-6156_ taehwan.ryu@eugenefn.com

- **투자의견 BUY, 목표주가 24,000원**으로 커버리지 개시. 목표주가는 2026년 추정 BPS 56,148원에 Target P/B 0.44배 적용(Target P/B는 2017~2025년 P/B-ROE 회귀 결과에 2026년 추정 ROE를 적용)
- **2026년 연간 실적은 매출액 12조 4,347억원(-1.0%yoy), 영업이익 5,894억원(+18.3%yoy)** 전망
- 주택시장 침체로 건축/주택 부문 역성장이 예상되나, 플랜트(동북아 LNG, Aurora 및 사우디 Fadhili), 인프라(호주 NEL, SRL 및 싱가포르 NSC) 사업장 매출 확대가 전사 외형 방어에 기여할 전망. 3Q25 누적 기준 해외 매출 비중도 30%를 상회. 주택 의존도가 낮아진 포트폴리오와 해외 매출 성장은 주가에 긍정적인 요소
- 차입금 규모에 따른 이자비용 부담은 지속되나, GS이니마 매각 완료 이후 상당 부분 해소될 것으로 예상
- GS이니마 매각 이후 발생하는 이익 공백을 메울 추가적인 이익 기반 확보가 리레이팅의 열쇠가 될 전망

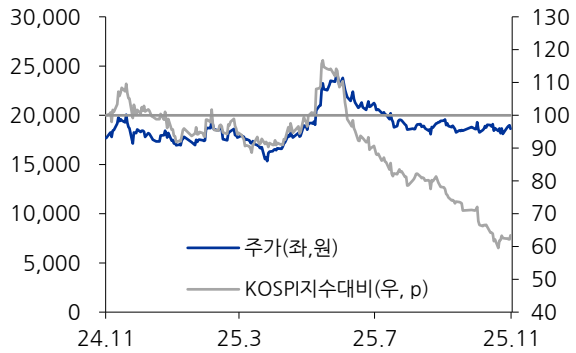
주가(원,11/17)	18,950
시가총액(십억원)	1,622
발행주식수	85,581천주
52주 최고가	24,850원
최저가	15,190원
52주 일간 Beta	0.62
60일 평균거래대금	75억원
외국인 지분율	24.9%
배당수익률(2025E)	1.6%
주주구성	
허창수 (외 17인)	23.6%
국민연금공단 (외 1인)	7.6%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-5.3	-57.0	-62.1
절대기준	3.8	-1.3	7.1

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	24,000	-	-
영업이익(25)	498	-	-
영업이익(26)	589	-	-

12 월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	13,437	12,864	12,562	12,435
영업이익	-388	286	498	589
세전손익	-517	442	190	508
당기순이익	-420	264	115	342
EPS(원)	-5,631	2,869	1,383	3,790
증감률(%)	적전	흑전	-51.8	174.0
PER(배)	-	6.0	13.7	5.0
ROE(%)	-10.5	5.6	2.7	7.0
PBR(배)	0.3	0.3	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	-	9.9	6.9	5.7

자료: 유진투자증권



투자의견 및 목표주가 산출

당사는 GS 건설(006360.KS)에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 24,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2026 년 추정 BPS 56,148 원에 Target P/B 0.44 배를 적용했다.

멀티플은 동사의 P/B - ROE 회귀분석을 통해 산정했다. 회귀분석에는 2017~2025 년 월별 데이터를 사용했으며, 도출된 회귀식에 2026 년 추정 ROE 7.0%를 적용하여 Target P/B 를 산출했다. 회귀분석 기간은 현재 건설업이 수익성 회복 국면에 진입했으나, 미분양 및 PF 리스크 등 불확실성이 여전히 존재한다는 점을 감안해, 1) 공사비 안정 · 저금리 · 주택가격 상승으로 수익성이 견조했던 시기(2017~2021 년)와 2) 공사비 상승 · 고금리 · 주택가격 조정으로 밸류에이션 변동성이 확대된 시기(2022~2025 년)를 모두 포함했다.

동사는 2022~2024 년 건축/주택 부문 매출 비중이 약 75%에 달할 정도로 주택시장 의존도가 높았다. 그러나 2025 년 들어 포트폴리오의 변화가 감지된다. 3Q25 누적 기준 전체 매출은 전년 동기와 유사한 수준을 유지한 반면, 건축/주택 부문 비중은 63.4%로 하락했으며, 해외 매출 비중 30%를 상회하며 확대되고 있다. 국내 주택시장 침체에도 대응이 가능할 것으로 기대된다. 주주환원 정책 역시 긍정적이다. 동사는 2024~2026 년 조정 지배주주순이익의 20% 이상을 배당하는 것을 목표로 하고 있다.

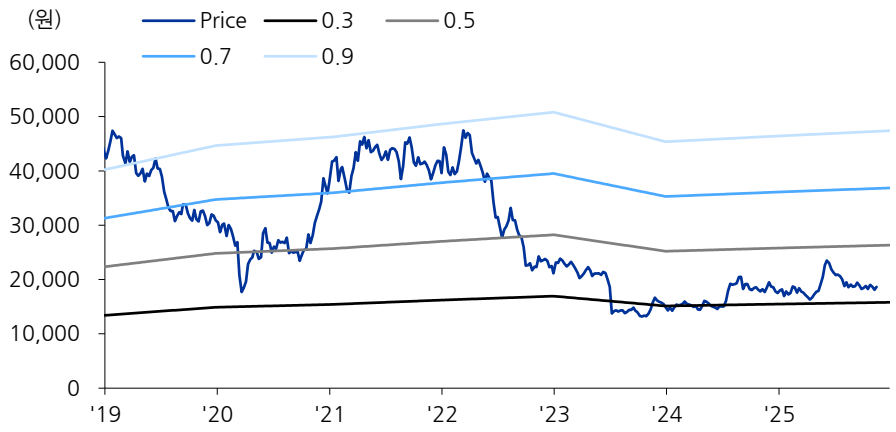
다만, 순차입금 규모로 인한 이자 비용 부담은 여전히 남아 있다. GS 이니마 매각이 완료되면 재무구조는 상당 부분 개선될 것으로 기대되지만, 매각에 따른 이익 공백 가능성이 존재하는 만큼 멀티플 프리미엄은 반영하지 않았다.

도표 118. 목표주가 산정 내역

(단위 : %, 배, 원)		비고
ROE	7.0	2026년 추정 ROE
Target P/B	0.44	2017~2025년 P/B-ROE 회귀 결과에 2026년 추정 ROE를 대입
BPS	56,148	2026년 추정 BPS
목표주가	24,000	
현재주가	18,950	2025-11-17 기준
상승여력	26.6	

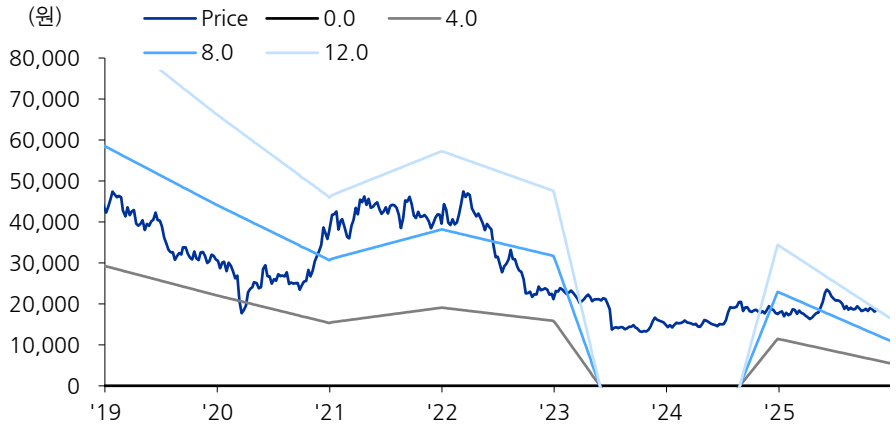
자료: 유진투자증권

도표 119. PBR Band Chart



자료: 유진투자증권

도표 120. PER Band Chart



자료: 유진투자증권

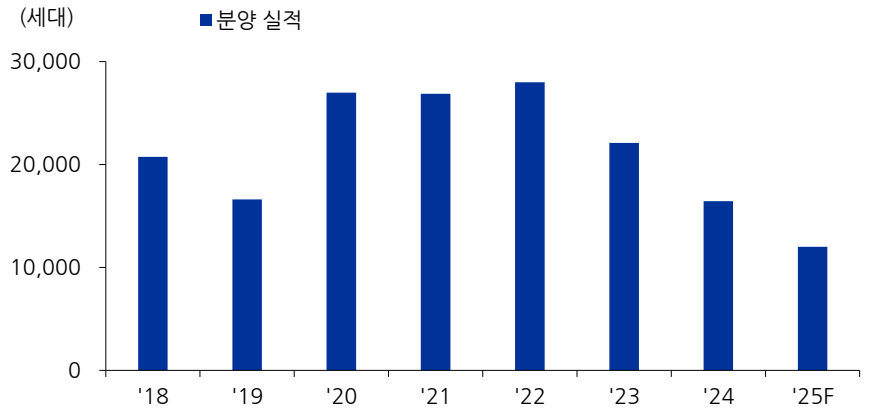
실적 추정

2026년 연간 실적은 매출액 12조 4,347억원(-1.0%yoy), 영업이익 5,894억원(+18.3%yoy), 영업이익률 4.7%(+0.8%p yoy)를 전망한다. 매출 비중이 큰 주택 부문은 분양 실적 감소의 영향으로 7 조 7,634 억원(-2.5%yoy)의 매출액이 예상된다. 신사업 부문은 단우드와 GPC 의 매출 성장에도 불구하고, 엘리먼츠 유럽 청산으로 인해 매출이 소폭 감소할 것으로 예상된다. 플랜트 부문은 동북아 LNG, Aurora 및 사우디 Fadhili 현장의 공정 진행에 힘입어 매출 성장이 기대되며, 인프라 부문 역시 호주 NEL, SRL 및 싱가포르 NSC 현장의 매출 증가로 외형 성장이 이어질 전망이다. 분양 실적의 감소에도 플랜트 및 인프라 부문의 매출 확대가 전사 외형 방어에 기여할 것으로 보인다.

고원가율 현장 비중 축소에 따른 Mix 개선 효과로 매출총이익률은 당해 추정치보다 추가적인 개선이 이루어진 11.2%(+0.7%p)로 전망한다. 매출비중이 큰 주택 부문의 매출총이익률은 11.8%(-0.8%p)로 추정했다. 매출총이익률의 하락은 메이플 자이, 철산 자이 등 당해년도 준공 현장의 공사비 정산 이익이 반영된 기저효과다.

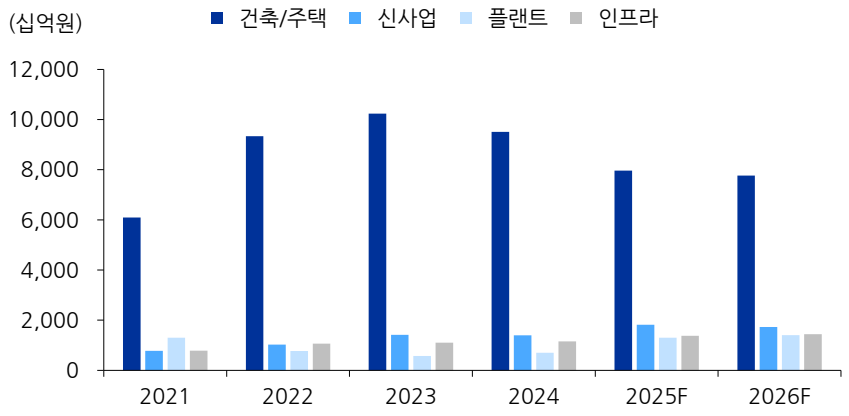
매출채권과 미청구공사비 규모는 매우 안정적인 수준을 유지하고 있어 대손 가능성은 제한적이다. 다만, 수주추진비 등으로 인한 높은 수준의 판관비가 유지된다는 가정을 바탕으로 판관비율을 6.4%(-0.1%p yoy)로 추정했다.

도표 121. 분양 실적 추이



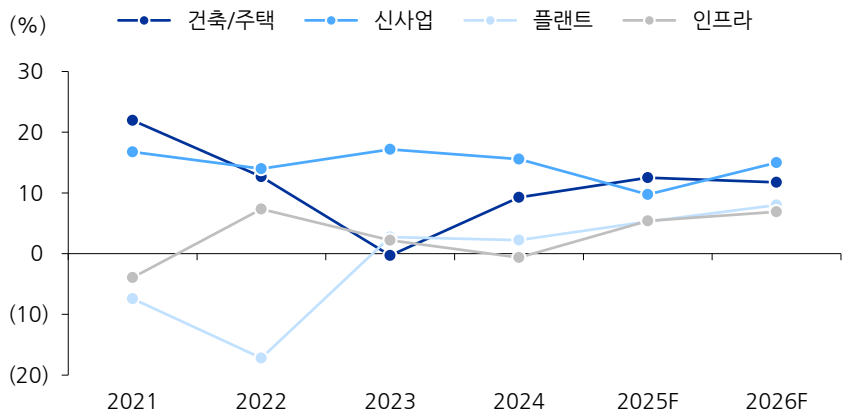
자료: GS 건설, 유진투자증권

도표 122. 사업부문별 매출액 추이



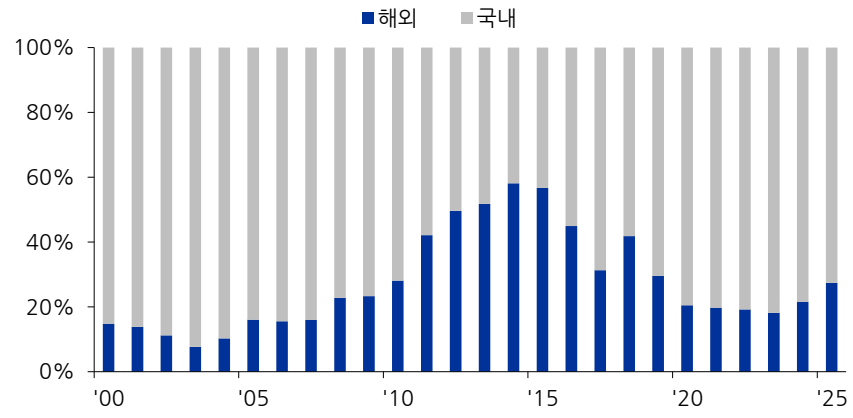
자료: GS 건설, 유진투자증권
주) 그린사업본부+플랜트사업본부 통폐합 반영

도표 123. 사업부문별 매출총이익률 추이



자료: GS 건설, 유진투자증권
주) 그린사업본부+플랜트사업본부 통폐합 반영

도표 124. 국내 vs 해외 매출비중



자료: DART, 유진투자증권

도표 125. 실적 추정

(단위 : 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F	2027F
매출액	3,063	3,196	3,208	3,095	2,860	3,233	2,984	3,357	12,562	12,435	12,542
YoY (%)	(0.3)	(3.1)	3.2	(8.6)	(6.6)	1.2	(7.0)	8.5	(2.3)	(1.0)	0.9
건축/주택	2,010	2,148	1,845	1,962	1,786	2,018	1,863	2,096	7,965	7,763	7,755
YoY (%)	(15.8)	(15.2)	(17.5)	(16.7)	(11.1)	(6.0)	1.0	6.8	(16.3)	(2.5)	(0.1)
신사업	395	371	619	430	397	449	414	466	1,814	1,725	1,751
YoY (%)	37.5	5.9	71.3	9.2	0.6	20.9	(33.1)	8.3	30.3	(4.9)	1.5
플랜트	284	341	340	334	322	364	336	378	1,297	1,400	1,494
YoY (%)	425.2	463.1	231.6	59.7	13.5	6.8	(1.1)	13.3	204.8	7.9	6.7
인프라	346	311	381	340	331	374	345	389	1,378	1,439	1,435
YoY (%)	31.4	20.1	21.8	6.8	(4.2)	20.2	(9.4)	14.2	19.5	4.4	(0.3)
매출총이익	291	299	389	341	314	357	339	381	1,320	1,391	1,439
YoY (%)	5.7	8.9	51.6	10.8	7.9	19.5	(12.9)	11.7	18.5	5.4	3.5
GPM (%)	9.5	9.3	12.1	11.0	11.0	11.0	11.4	11.4	10.5	11.2	11.5
건축/주택	191	363	218	226	205	232	224	252	997	913	931
GPM (%)	9.5	16.9	11.8	11.5	11.5	11.5	12.0	12.0	12.5	11.8	12.0
신사업	37	(42)	118	64	60	67	62	70	177	259	280
GPM (%)	9.4	(11.4)	19.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	9.7	15.0	16.0
플랜트	7	4	31	27	26	29	27	30	68	112	120
GPM (%)	2.4	1.1	9.2	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	5.3	8.0	8.0
인프라	51	(22)	24	22	22	26	24	27	74	99	100
GPM (%)	14.8	(7.2)	6.2	6.5	6.5	7.0	7.0	7.0	5.4	6.9	7.0
판관비	221	137	240	224	187	198	189	227	822	802	809
판관비율 (%)	7.2	4.3	7.5	7.2	6.5	6.1	6.3	6.8	6.5	6.4	6.4
영업이익	70	162	148	117	127	159	150	154	498	589	631
YoY (%)	(0.2)	73.5	81.5	191.7	80.3	(2.1)	0.8	31.5	74.2	18.3	7.0
OPM (%)	2.3	5.1	4.6	3.8	4.4	4.9	5.0	4.6	4.0	4.7	5.0
세전이익	43	(116)	165	98	104	136	129	140	190	508	575
순이익	14	(87)	122	66	70	91	87	94	115	342	386
지배주주순이익	28	(63)	90	63	66	87	82	89	118	324	367
YoY (%)	(79.0)	적전	(24.2)	흑전	133.2	흑전	(8.7)	42.4	(51.8)	174.0	13.1
신규수주	4,655	3,230	4,453	2,900	2,900	2,900	3,100	3,100	15,239	12,000	13,400
건축/주택	3,897	2,542	3,967	2,000	1,800	1,800	1,800	1,800	12,406	7,200	8,000
신사업	622	199	311	300	500	500	500	500	1,432	2,000	2,000
플랜트	24	188	11	200	300	300	500	500	422	1,600	2,000
인프라	113	302	164	400	300	300	300	300	979	1,200	1,400
수주잔고	63,536	62,428	64,640	64,474	64,539	64,234	64,375	64,147	64,474	64,147	65,112
건축/주택	34,427	34,810	37,011	37,049	37,063	36,844	36,781	36,485	37,049	36,485	36,731
신사업	18,094	17,098	17,658	17,528	17,631	17,682	17,768	17,802	17,528	17,802	18,051
플랜트	4,740	4,351	4,037	3,903	3,881	3,817	3,981	4,103	3,903	4,103	4,609
인프라	6,275	6,170	5,936	5,995	5,964	5,890	5,845	5,756	5,995	5,756	5,721

자료: GS 건설, 유진투자증권

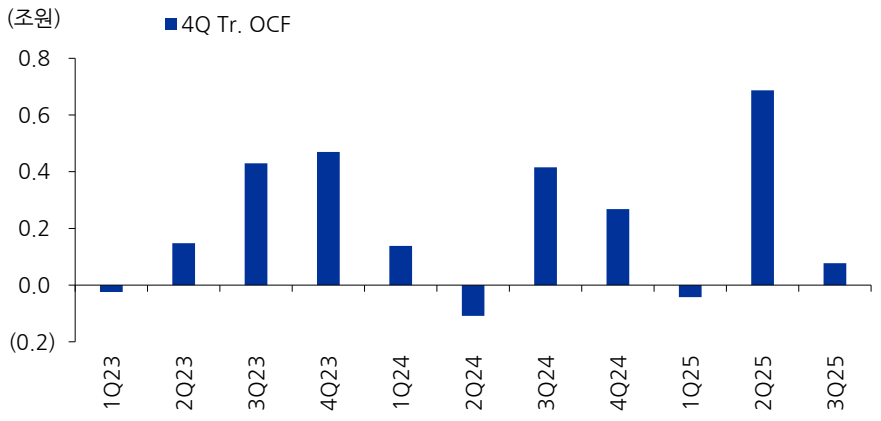
미분양의 흔적이 보이지 않는다

계절적 요인을 고려하여, 4 개 분기 누적을 기준으로 동사의 OCF(영업활동 현금흐름)를 살펴본 결과, 안정적인 흐름을 보이고 있으며, 매출채권회전율 추이에서도 동일한 흐름이 관찰된다.

미분양이 급증하기 전인 4Q21 과 비교하면, 3Q25 의 매출채권회전율은 3.3 회에서 3.6 회로 오히려 상승한 상태다. 4Q21 당시 매출채권회전율을 적정 수준으로 가정해 역산한 결과, 동사의 3Q25 매출채권 및 미청구공사비는 적정 수준보다 약 0.3 조원 적은 수준으로 추정된다.

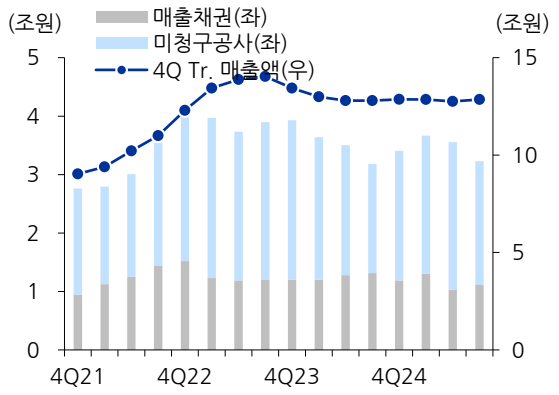
이는 진행 중인 사업장 가운데 미분양 사업장이 거의 없거나, 차입형토지신탁과 같은 안정적인 사업 구조에 참여한 영향으로 판단한다. 선별적 수주를 기반으로 안정적인 영업활동 현금흐름이 유지될 것으로 예상되며, 매출채권 및 미청구공사비 누적에 따른 대손의 가능성 또한 제한적일 것으로 보인다.

도표 126. 4Q Trailing OCF 추이



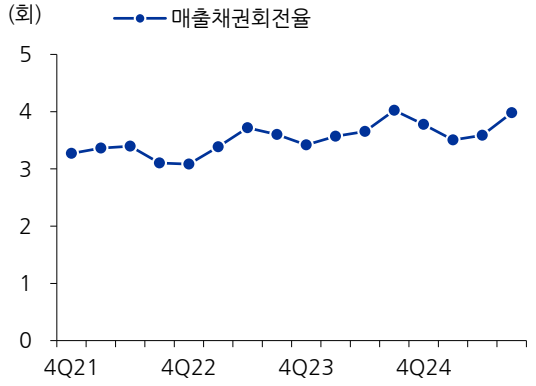
자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 127. 매출채권 및 미청구공사, 매출액 추이



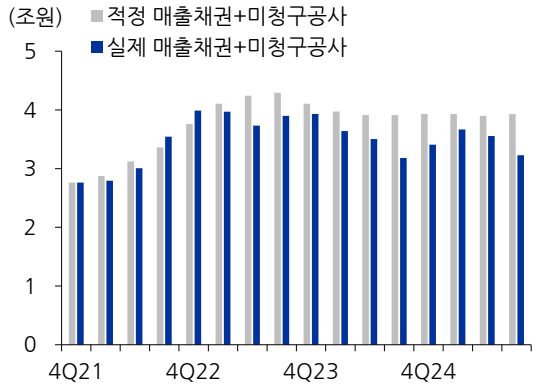
자료: DART, 유진투자증권

도표 128. 매출채권회전율 추이



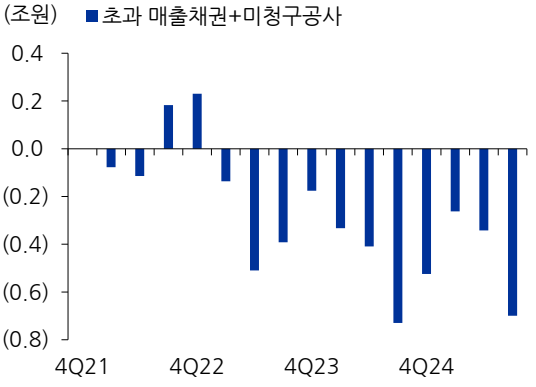
자료: DART, 유진투자증권
주) 매출채권회전율 = (매출채권 + 미청구공사비) / 4Q Trailing 매출액

도표 129. 적정 vs 실제 매출채권 + 미청구공사



자료: DART, 유진투자증권
주1) 4Q21 매출채권회전율을 적정으로 가정
주2) 4Q Tr. 매출액을 기준으로 적정 매출채권+미청구공사 규모 산정

도표 130. 초과 매출채권 + 미청구공사 추이



자료: DART, 유진투자증권
주1) 4Q21 매출채권회전율을 적정으로 가정
주2) 4Q Tr. 매출액을 기준으로 적정 매출채권+미청구공사 규모 산정

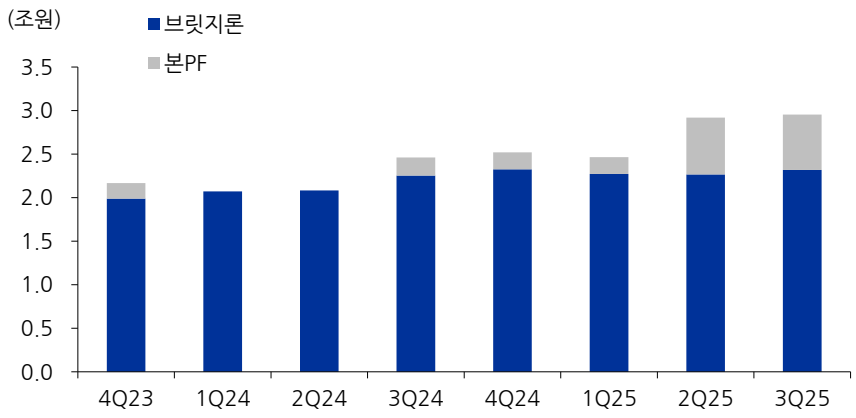
브릿지론 보증 부담 지속

동사의 3Q25 기준 PF 보증 규모는 약 3.0 조원으며, 이는 자본총계 대비 56.0% 수준이다. 이 중 브릿지론 보증은 약 2.3 조원으로 대부분을 차지한다. 사업성이 양호할 것으로 예상되는 2024 년 이후 신규 브릿지론 보증 제공 사업장을 제외하더라도 브릿지론 보증 규모는 상당한 수준이다.

브릿지론이 장기화될수록 이자비용이 누적되어 사업성이 악화될 수 있다. 보증 이행을 방지하기 위한 차주(시행사) 자금 지원 부담이나 브릿지론 연장 과정에서 추가적인 보증 제공이 발생할 가능성이 존재한다.

그나마 다행인 점은 동사가 제공한 브릿지론 보증 사업장이 모두 공동주택이며, 대부분 수도권 및 광역시에 위치해 있다는 것이다. 수도권 주택가격이 상승세를 보이고 있는 만큼, 사업성 개선과 함께 본 PF 전환이 이루어지길 기대한다.

도표 131. 非정비사업 PF 보증 추이



자료: DART, 유진투자증권

도표 132. 非정비사업 PF 보증 내역

(단위 : 백만원)	사업구분	사업지역	신용보강 종류	보증한도	보증금액
브릿지론	공동주택	원주시	연대보증	57,500	57,500
		대전시	연대보증	160,000	160,000
		부산시	연대보증	456,900	456,900
		서울시	연대보증	65,800	65,800
		용인시	연대보증	157,300	157,300
		아산시	연대보증	100,200	100,200
		오산시	연대보증	150,000	150,000
		천안시	연대보증	180,000	180,000
		대전시	연대보증	212,500	212,500
		안산시	연대보증	70,000	70,000
		용인시	연대보증	290,700	290,700
		광양시	연대보증	28,000	28,000
		오산시	연대보증	132,000	132,000
		서울시	연대보증	228,000	228,000
		부천시	연대보증	29,500	29,500
	소 계			2,318,400	2,318,400
본PF	공동주택	음성군	연대보증	207,000	169,395
		아산시	연대보증	180,000	180,000
		대구시	연대보증	286,000	286,000
	소 계			673,000	635,395
합 계				3,173,980	2,953,795

자료: DART, 유진투자증권

GS건설(006360.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	17,707	17,803	18,140	18,316	18,399
유동자산	9,482	8,667	9,061	9,207	9,258
현금성자산	3,266	2,814	3,210	3,408	3,458
매출채권	3,101	2,841	2,834	2,767	2,791
재고자산	1,339	1,280	1,267	1,265	1,224
비유동자산	8,225	9,137	9,079	9,109	9,141
투자자산	5,008	5,434	5,427	5,462	5,498
유형자산	2,256	2,639	2,487	2,463	2,442
기타	961	1,064	1,166	1,184	1,202
부채총계	12,822	12,716	12,917	12,794	12,579
유동부채	8,796	9,032	8,026	7,877	7,634
매입채무	2,842	2,809	2,602	2,583	2,709
유동성이자부채	2,449	3,258	2,429	2,269	1,869
기타	3,505	2,965	2,995	3,025	3,055
비유동부채	4,026	3,684	4,890	4,917	4,945
비유동이자부채	3,324	2,954	4,127	4,127	4,127
기타	702	731	763	790	818
자본총계	4,885	5,087	5,223	5,522	5,820
지배지분	4,314	4,414	4,507	4,805	5,104
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	942	924	924	924	924
이익잉여금	3,046	3,266	3,359	3,658	3,956
기타	(102)	(204)	(204)	(204)	(204)
비지배지분	571	673	717	717	717
자본총계	4,885	5,087	5,223	5,522	5,820
총차입금	5,773	6,211	6,557	6,397	5,997
순차입금	2,507	3,398	3,347	2,988	2,539

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	13,437	12,864	12,562	12,435	12,542
증가율(%)	9.2	(4.3)	(2.3)	(1.0)	0.9
매출원가	13,174	11,750	11,242	11,044	11,102
매출총이익	262	1,114	1,320	1,391	1,439
판매 및 일반관리비	650	828	822	802	809
기타영업손익	(11)	27	(1)	(2)	1
영업이익	(388)	286	498	589	631
증가율(%)	적전	흑전	74.2	18.3	7.0
EBITDA	(195)	495	721	806	846
증가율(%)	적전	흑전	45.7	11.9	5.0
영업외손익	(130)	156	(309)	(81)	(56)
이자수익	208	181	209	210	214
이자비용	306	315	316	289	268
지분법손익	40	123	(36)	0	0
기타영업손익	(71)	166	(166)	(2)	(2)
세전순이익	(517)	442	190	508	575
증가율(%)	적전	흑전	(57.1)	168.2	13.1
법인세비용	(98)	178	75	167	189
당기순이익	(420)	264	115	342	386
증가율(%)	적전	흑전	(56.5)	197.4	13.1
지배주주지분	(482)	246	118	324	367
증가율(%)	적전	흑전	(51.8)	174.0	13.1
비지배지분	62	18	(4)	17	20
EPS(원)	(5,631)	2,869	1,383	3,790	4,286
증가율(%)	적전	흑전	(51.8)	174.0	13.1
수정EPS(원)	(5,631)	2,869	1,383	3,790	4,286
증가율(%)	적전	흑전	(51.8)	174.0	13.1

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	470	268	1,243	631	766
당기순이익	(420)	264	115	342	386
자산상각비	193	209	223	217	216
기타비현금성손익	909	400	1,285	10	8
운전자본증감	27	(367)	(221)	63	155
매출채권감소(증가)	(288)	303	(82)	67	(24)
재고자산감소(증가)	314	189	43	2	40
매입채무증가(감소)	(96)	(93)	(169)	(19)	126
기타	96	(766)	(12)	12	13
투자현금	(763)	(549)	(986)	(272)	(275)
단기투자자산감소	32	56	(47)	(26)	(27)
장기투자증권감소	17	60	(29)	(11)	(12)
설비투자	476	416	181	162	163
유형자산처분	1	48	8	0	0
무형자산처분	(28)	(109)	(57)	(49)	(49)
재무현금	496	77	242	(186)	(468)
차입금증가	(117)	(99)	(84)	(160)	(400)
자본증가	(135)	(32)	(131)	(26)	(68)
배당금지급	135	32	25	26	68
현금 증감	221	(162)	496	173	23
기초현금	2,024	2,245	2,083	2,579	2,753
기말현금	2,245	2,083	2,579	2,753	2,775
Gross Cash flow	683	872	1,640	568	611
Gross Investment	768	972	1,160	184	93
Free Cash Flow	(85)	(100)	480	385	518

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(5,631)	2,869	1,383	3,790	4,286
BPS	50,413	51,578	52,657	56,148	59,633
DPS	0	300	300	800	900
밸류에이션(배,%)					
PER	-	6.0	13.7	5.0	4.4
PBR	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
EV/ EBITDA	-	9.9	6.9	5.7	4.9
배당수익율	0.0	1.7	1.6	4.2	4.7
PCR	1.9	1.7	1.0	2.9	2.7
수익성(%)					
영업이익율	(2.9)	2.2	4.0	4.7	5.0
EBITDA이익율	(1.4)	3.8	5.7	6.5	6.7
순이익율	(3.1)	2.1	0.9	2.7	3.1
ROE	(10.5)	5.6	2.7	7.0	7.4
ROIC	(4.1)	2.3	3.8	5.0	5.4
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	51.3	66.8	64.1	54.1	43.6
유동비율	107.8	96.0	112.9	116.9	121.3
이자보상배율	(1.3)	0.9	1.6	2.0	2.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	4.5	4.3	4.4	4.4	4.5
재고자산회전율	9.5	9.8	9.9	9.8	10.1
매입채무회전율	4.6	4.6	4.6	4.8	4.7

편집상의 공백페이지입니다

DL 이앤씨
(375500)

투자의견
HOLD(신규)

목표주가
46,000 원(신규)

현재주가
40,700 원(11/17)

시가총액
1,575(십억원)

곳간만 채우면 된다

건설/부동산 류태환_ 02)368-6156_ taehwan.ryu@eugenefn.com

- **투자의견 HOLD, 목표주가 46,000원**으로 커버리지 개시. 목표주가는 2026년 추정 BPS 125,948원에 Target P/B 0.37배 적용(Target P/B는 2017~2025년 P/B-ROE 회귀 결과에 2026년 추정 ROE를 적용)
- **2026년 연간 실적은 매출액 7조 1,098억원(-4.9%yoy), 영업이익 4,904억원(+26.1%yoy)** 전망
- 3Q25 토목 부문(별도) 적자 전환을 제외하고는 수익성 개선이 안정적으로 이루어지고 있으며, 선제적인 대손 반영에 따라 2026년 수익성에 대한 신뢰도가 더욱 높아진 상황. 운전자본 부담이 적어 현금흐름 또한 안정적
- 다만, 2023년 주택 착공 실적 감소와 샤힌 프로젝트, 타이 빈2, GTPP 등의 대형 현장 종료가 예정되어 있어, 외형 축소가 불가피할 전망. 매출 공백을 메꾸기 위한 신규 현장 수주 및 착공이 필요
- 수주 확대를 통한 외형 성장 모멘텀이 가시화될 경우, 멀티플 리레이팅 가능할 것으로 판단

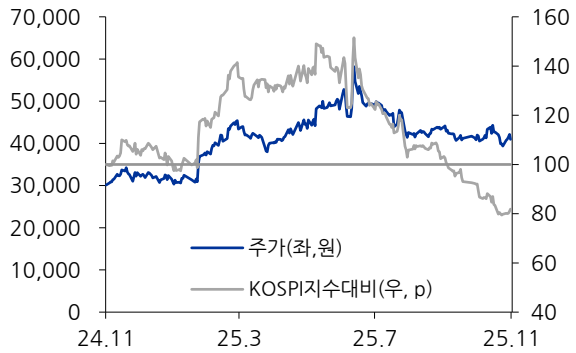
주가(원,11/17)	40,700
시가총액(십억원)	1,575
발행주식수	38,694천주
52주 최고가	59,700원
최저가	30,000원
52주 일간 Beta	0.49
60일 평균거래대금	92억원
외국인 지분율	31.4%
배당수익률(2025E)	1.3%
주주구성	
DL (외 8인)	24.8%
국민연금공단 (외 1인)	9.1%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-8.7	-66.3	-34.2
절대기준	0.4	-10.6	35.0

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	46,000	-	-
영업이익(25)	389	-	-
영업이익(26)	490	-	-

12 월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	7,991	8,318	7,473	7,110
영업이익	331	271	389	490
세전손익	280	354	296	552
당기순이익	202	229	219	386
EPS(원)	4,855	5,924	5,672	9,971
증감률(%)	-54.5	22.0	-4.2	75.8
PER(배)	7.4	5.4	7.2	4.1
ROE(%)	4.1	4.8	4.4	7.4
PBR(배)	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	1.2	1.0	1.8	0.8

자료: 유진투자증권



투자의견 및 목표주가 산출

당사는 DL 이앤씨(375500.KS)에 대해 투자의견 HOLD, 목표주가 46,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2026 년 추정 BPS 125,948 원에 Target P/B 0.37 배를 적용했다.

멀티플은 동사의 P/B - ROE 회귀분석을 통해 산정했다. 회귀분석에는 2017~2025 년 월별 데이터를 사용했으며, 도출된 회귀식에 2026 년 추정 ROE 7.4%를 적용하여 Target P/B 를 산출했다. 회귀분석 기간은 현재 건설업이 수익성 회복 국면에 진입했으나, 미분양 및 PF 리스크 등 불확실성이 여전히 존재한다는 점을 감안해, 1) 공사비 안정 · 저금리 · 주택가격 상승으로 수익성이 견조했던 시기(2017~2021 년)와 2) 공사비 상승 · 고금리 · 주택가격 조정으로 밸류에이션 변동성이 확대된 시기(2022~2025 년)를 모두 포함했다.

동사는 경쟁사 대비 가장 높은 수준의 리스크 통제 역량을 보유하고 있다. 안정적인 현금흐름을 유지하고 있으며, PF 보증 규모 또한 비교적 낮은 수준이다. 이는 동사의 수익성에 대한 신뢰도를 높이는 요인이며, 안정적인 재무구조를 뒷받침한다. 주주환원 정책 역시 긍정적이다. 2024~2026 년 주주환원율은 25%를 목표로 하고 있으며, 현금배당(10%)와 자사주 매입(15%)으로 구성된다.

다만, 보수적인 수주 기조로 인해 외형 성장 기대감은 제한적이다. 대형 현장 종료와 수주 가이던스를 하향 조정(13.2 조 → 9.7 조)에 따라 외형이 축소될 것으로 예상한다. 따라서 현재 ROE 기준 동사의 적용 멀티플은 합리적 수준이라 판단하며, 향후 수주 확대를 통한 외형 성장 모멘텀이 가시화될 경우, 멀티플 리레이팅 가능할 것으로 보인다.

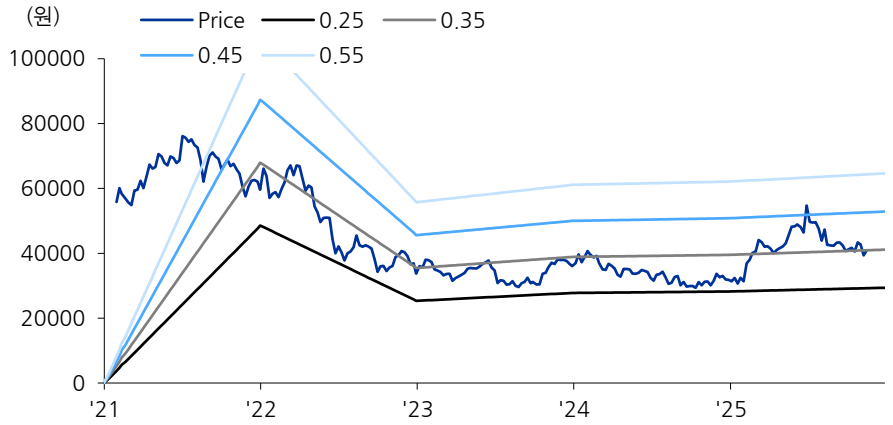
도표 133. 목표주가 산정 내역

(단위 : %, 배, 원)		비고
ROE	7.4	2026년 추정 ROE
Target P/B	0.37	2017~2025년 P/B-ROE 회귀 결과에 2026년 추정 ROE를 대입
BPS	125,948	2026년 추정 BPS
목표주가	46,000	
현재주가	40,700	2025-11-17 기준
상승여력	13.0	

자료: 유진투자증권

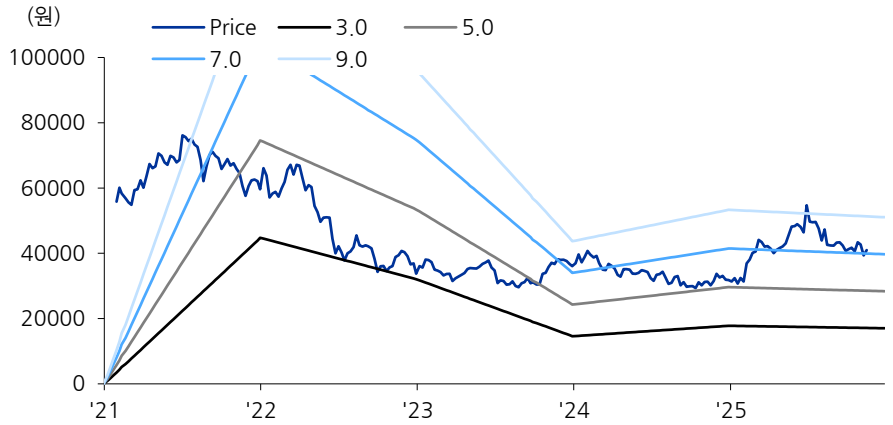
주) P/B – ROE 회귀분석 기간 중 인적분할 이전 기간은 peer 기업 평균치 반영

도표 134. PBR Band Chart



자료: 유진투자증권

도표 135. PER Band Chart



자료: 유진투자증권

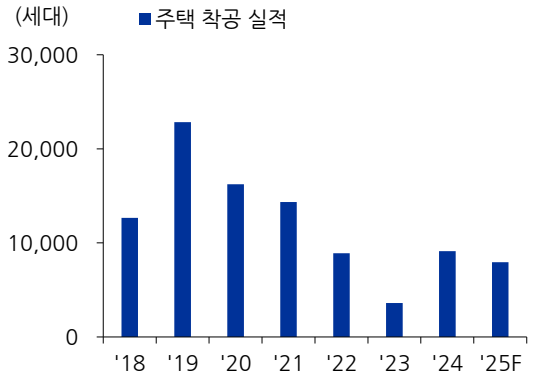
실적 추정

2026 년 연간 실적은 매출액 7 조 1,098 억원(-4.9%yoy), 영업이익 4,905 억원(+26.1%yoy), 영업이익률 6.9%(+1.7%p yoy)를 전망한다. 주택 부문(별도) 매출은 2023 년 주택 착공 실적 감소의 영향으로 인해 2,492 억원(-2.0%yoy)으로 추정된다. 토목 부문(별도)은 수주잔고의 증가로 매출 성장이 기대되는 반면, 플랜트 부문(별도)의 경우 2026 년 중에 샤힌 프로젝트, 타이 빈 2, GTPP 등의 대형 현장 종료가 예정돼있어, 매출 감소가 불가피할 것으로 보인다. 자회사의 분양 실적 또한 2022 년 고점 이후 급격하게 감소한 탓으로 큰 폭의 역성장이 예상된다.

고원가율 현장 비중 축소에 따른 Mix 개선 효과로 매출총이익률은 당해 추정치보다 추가적인 개선이 이루어진 13.5%(+1.5%p)를 전망한다. 매출비중이 큰 주택 부문(별도)의 매출총이익률은 추가적인 원가율 개선을 고려한 14.4%(+0.9%p)을 전망하지만, 토목 부문(별도)은 3Q25 원가율이 크게 상승한 것을 고려하여 다소 보수적인 매출총이익률을 적용했다.

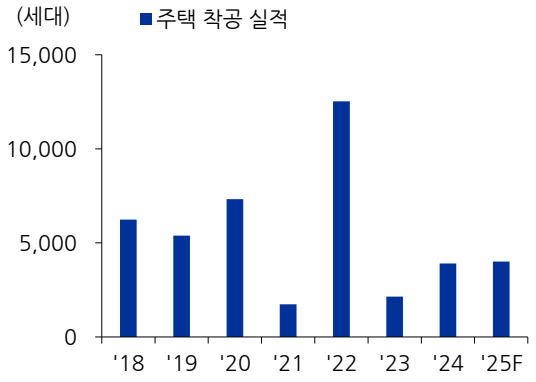
판관비율은 6.5%(-0.2%p yoy)을 예상한다. 매출채권과 미청구공사비 누적은 전반적으로 크지 않은 것으로 판단되지만, 대손을 선제적으로 반영하는 동사의 보수적 기조를 일부 고려했다. 판관비율이 당해 추정치와 크게 차이가 나지 않은 이유는 매출액 감소에 따른 기저효과다.

도표 136. (DL 이앤씨) 주택 착공 실적 추이



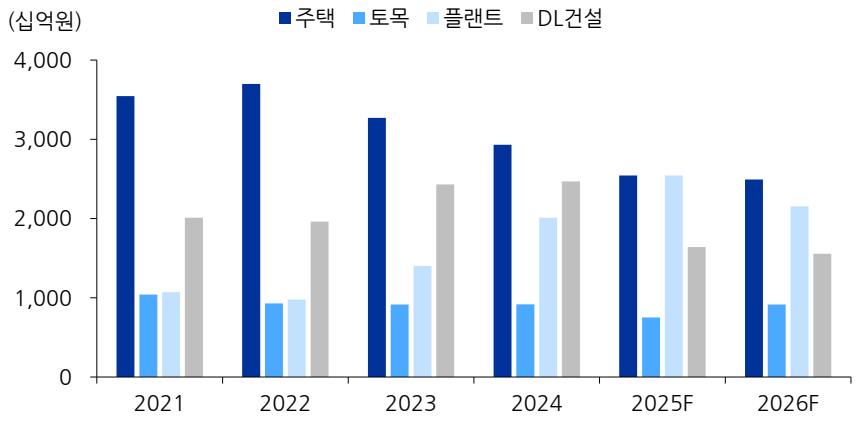
자료: DL 이앤씨, 유진투자증권

도표 137. (DL 건설) 주택 착공 실적 추이



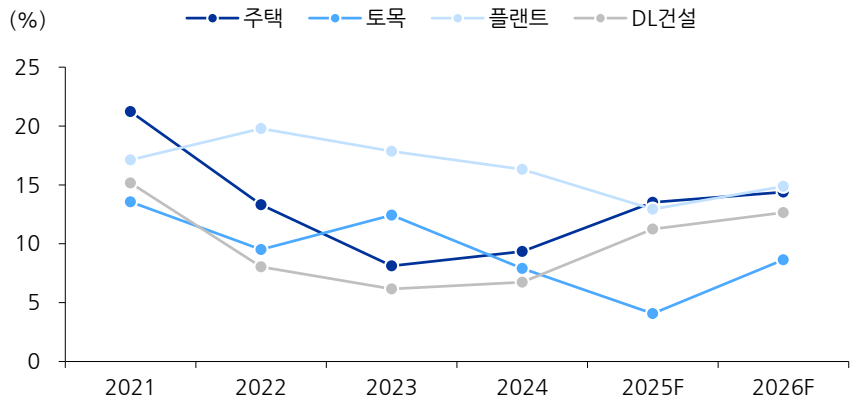
자료: DL 이앤씨, 유진투자증권

도표 138. 사업부문별 매출액 추이



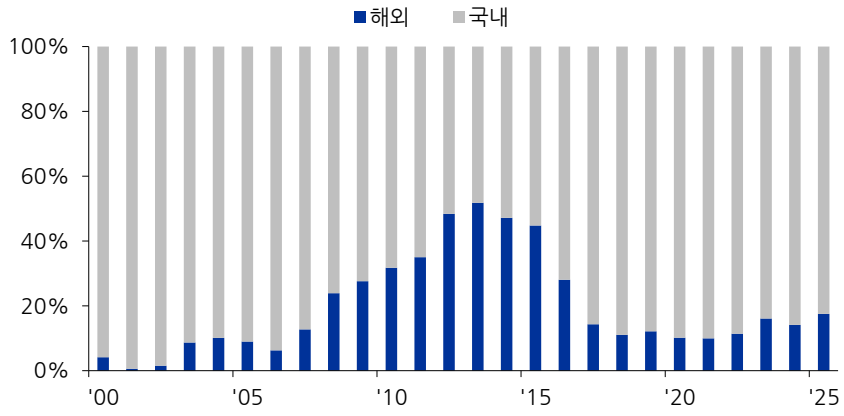
자료: DL 이앤씨, 유진투자증권

도표 139. 사업부문별 매출총이익률 추이



자료: DL 이앤씨, 유진투자증권

도표 140. 국내 vs 해외 매출비중



자료: DART, 유진투자증권

도표 141. 실적 추정

(단위 : 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F	2027F
매출액	1,808	1,991	1,907	1,766	1,635	1,849	1,706	1,920	7,473	7,110	7,544
YoY (%)	(4.4)	(3.8)	(0.6)	(27.6)	(9.6)	(7.2)	(10.5)	8.7	(10.2)	(4.9)	6.1
DL 이앤씨	1,347	1,557	1,536	1,407	1,280	1,447	1,336	1,503	5,846	5,567	5,991
YoY (%)	3.9	11.2	13.7	(22.5)	(4.9)	(7.0)	(13.0)	6.8	(0.3)	(4.8)	7.6
주택	574	659	686	626	573	648	598	673	2,544	2,492	2,825
YoY (%)	(14.8)	(7.8)	7.5	(30.9)	(0.1)	(1.7)	(12.8)	7.6	(13.2)	(2.0)	13.4
토목	193	190	152	218	210	238	220	247	752	915	1,038
YoY (%)	(3.4)	(14.9)	(33.1)	(18.9)	9.3	25.4	44.8	13.1	(18.1)	21.6	13.5
플랜트	578	707	699	560	495	560	517	582	2,544	2,154	2,122
YoY (%)	36.8	53.5	44.1	(12.8)	(14.3)	(20.8)	(26.0)	3.9	26.6	(15.3)	(1.5)
DL 건설	467	438	369	367	358	405	373	420	1,640	1,556	1,566
YoY (%)	(21.9)	(34.9)	(35.3)	(41.7)	(23.3)	(7.5)	1.4	14.4	(33.6)	(5.1)	0.6
매출총이익	193	254	257	192	214	251	233	262	895	959	1,038
YoY (%)	6.7	51.5	22.2	(33.2)	10.9	(1.1)	(9.3)	36.3	5.9	7.1	8.2
GPM (%)	10.7	12.7	13.5	10.9	13.1	13.6	13.6	13.6	12.0	13.5	13.8
DL 이앤씨	142	209	202	154	170	199	185	208	707	762	839
GPM (%)	10.5	13.4	13.1	11.0	13.3	13.8	13.8	13.8	12.1	13.7	14.0
주택	53	84	119	88	80	94	87	98	344	359	424
GPM (%)	9.3	12.8	17.4	14.0	14.0	14.5	14.5	14.5	13.5	14.4	15.0
토목	20	17	(14)	9	17	20	20	22	31	79	93
GPM (%)	10.2	8.8	(9.5)	4.0	8.0	8.5	9.0	9.0	4.1	8.6	9.0
플랜트	67	108	98	56	72	84	78	87	329	321	318
GPM (%)	11.6	15.2	14.1	10.0	14.5	15.0	15.0	15.0	12.9	14.9	15.0
DL 건설	51	45	51	37	44	52	48	54	184	197	199
GPM (%)	11.0	10.2	13.9	10.2	12.4	12.7	12.7	12.7	11.2	12.7	12.7
판관비	112	128	140	127	107	115	114	133	506	469	473
판관비율 (%)	6.2	6.4	7.3	7.2	6.6	6.2	6.7	6.9	6.8	6.6	6.3
영업이익	81	126	117	65	107	136	119	129	389	490	565
YoY (%)	33.0	287.5	40.1	(30.9)	31.8	7.4	1.9	98.4	43.6	26.1	15.2
OPM (%)	4.5	6.3	6.1	3.7	6.5	7.3	7.0	6.7	5.2	6.9	7.5
세전이익	43	25	150	78	123	149	135	146	296	552	645
순이익	30	8	126	55	86	104	94	102	219	386	450
지배주주순이익	30	8	126	55	86	104	94	102	219	386	450
YoY (%)	16.4	(79.6)	179.0	(53.4)	183.0	1,152.0	(25.2)	86.7	(4.2)	75.8	16.8
신규수주	1,527	963	3,017	4,100	2,800	2,800	3,050	3,050	9,606	11,700	12,200
DL 이앤씨	1,316	938	2,478	3,650	2,400	2,400	2,650	2,650	8,381	10,100	10,600
DL 건설	211	25	539	450	400	400	400	400	1,225	1,600	1,600
수주잔고	29,386	28,802	29,914	32,243	33,406	34,355	35,697	36,825	32,243	36,825	41,473
DL 이앤씨	23,377	23,176	24,118	26,364	27,485	28,439	29,754	30,902	26,364	30,902	35,517
DL 건설	6,009	5,626	5,797	5,879	5,921	5,917	5,943	5,923	5,879	5,923	5,957

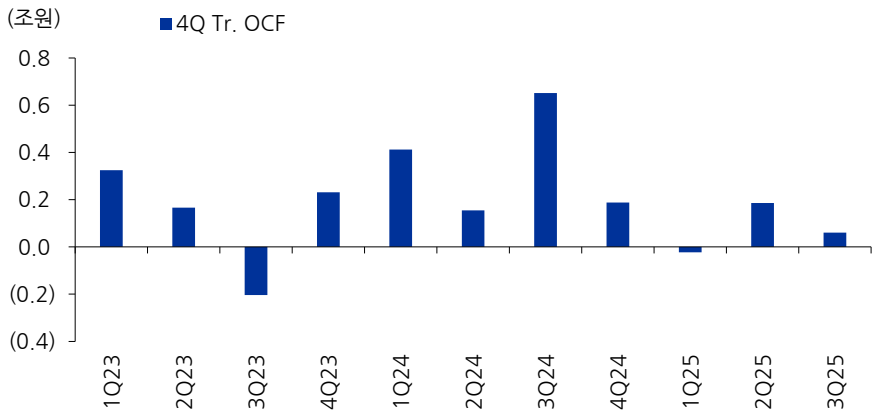
자료: DL 이앤씨, 유진투자증권

양호한 현금흐름과 운전자본

계절적 요인을 고려하여, 4 개 분기 누적을 기준으로 동사의 OCF(영업활동 현금흐름)를 살펴본 결과, 비교적 안정적인 흐름을 보이고 있다. 이는 동사의 미분양 물량이 제한적인 수준이라는 것을 의미하며, 매출채권회전율 추이에서도 동일한 흐름이 관찰된다.

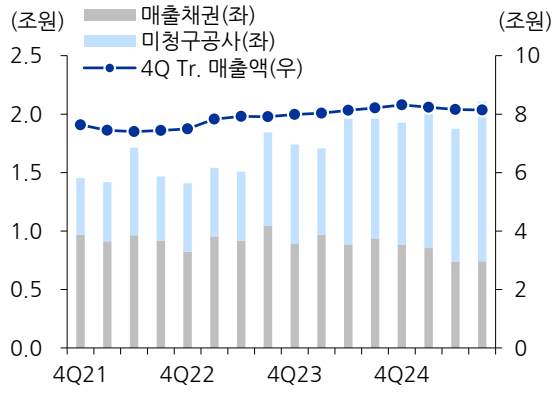
미분양이 급증하기 전인 4Q21 과 비교하면, 3Q25 의 매출채권회전율은 5.2 회에서 4.4 회로 다소 하락한 상태다. 4Q21 당시 매출채권회전율을 적정 수준으로 가정해 역산한 결과, 동사의 3Q25 매출채권 및 미청구공사비는 적정 수준보다 약 0.3 조원(자본총계의 6.4% 수준)을 초과하고 있는 것으로 추정된다. 매출채권 및 미청구공사비 누적 규모는 우려할 만한 수준이 아닌 것으로 판단한다.

도표 142. 4Q Trailing OCF 추이



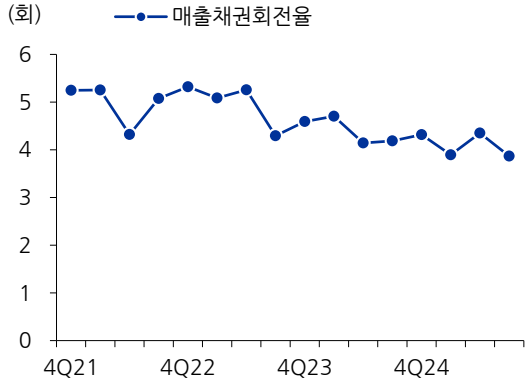
자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 143. 매출채권 및 미청구공사, 매출액 추이



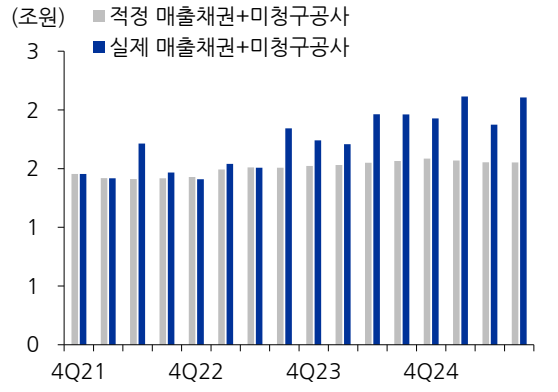
자료: DART, 유진투자증권

도표 144. 매출채권회전율 추이



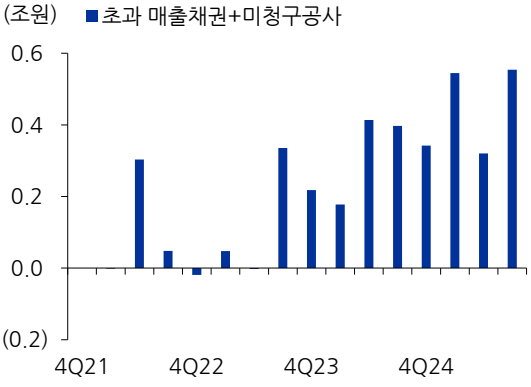
자료: DART, 유진투자증권
주) 매출채권회전율 = (매출채권 + 미청구공사비) / 4Q Trailing 매출액

도표 145. 적정 vs 실제 매출채권 + 미청구공사



자료: DART, 유진투자증권
주1) 4Q21 매출채권회전율을 적정으로 가정
주2) 4Q Tr. 매출액을 기준으로 적정 매출채권+미청구공사 규모 산정

도표 146. 초과 매출채권 + 미청구공사 추이

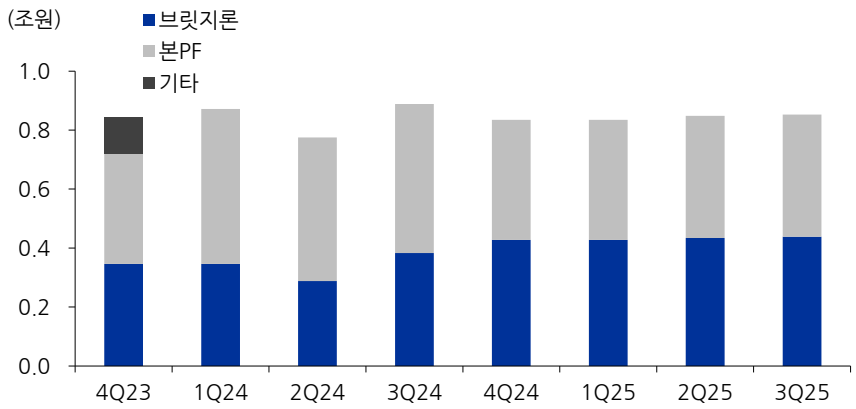


자료: DART, 유진투자증권
주1) 4Q21 매출채권회전율을 적정으로 가정
주2) 4Q Tr. 매출액을 기준으로 적정 매출채권+미청구공사 규모 산정

자본총계 대비 제한적인 PF 보증 규모

동사의 3Q25 기준 PF 보증 규모는 약 0.85 조원이며, 이는 자본총계 대비 16.8% 수준이다. 2024 년 이후 신규 브릿지론 보증을 제공한 사업장들의 사업성이 양호하다고 가정할 경우, 리스크를 고려한 실질 PF 보증 규모는 이보다 낮은 수준일 것으로 예상된다. 설령 일부 보증 이행이 발생하더라도, 안정적인 재무구조를 바탕으로 충분히 대응이 가능할 것으로 보인다.

도표 147. 非정비사업 PF 보증 추이



자료: DART, 유진투자증권

도표 148. 非정비사업 PF 보증 내역

(단위 : 백만원)	사업구분	사업지역	신용보강 종류	보증한도	보증금액
브릿지론	공동주택	광역시	자금보충	114,000	114,000
		광역시	자금보충	149,500	149,500
		광역시	자금보충	26,000	26,000
		시	자금보충	81,000	81,000
		시	자금보충	61,500	61,500
	복합시설	시	자금보충	6,700	6,700
	소 계			438,700	438,700
본PF	오피스	특별시	자금보충	416,000	377,000
	일반건축	광역시	자금보충	30,000	30,000
	주상복합	시	자금보충	7,000	7,000
	소 계			453,000	414,000
합 계				891,700	852,700

자료: DART, 유진투자증권

DL이앤씨(375500.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	9,344	9,712	9,599	10,011	10,501
유동자산	5,783	6,006	5,886	6,300	6,787
현금성자산	2,288	2,163	2,077	2,459	2,878
매출채권	1,332	1,649	1,659	1,623	1,670
재고자산	938	921	864	920	928
비유동자산	3,561	3,707	3,713	3,711	3,714
투자자산	3,400	3,642	3,660	3,665	3,669
유형자산	128	36	30	26	26
기타	33	29	23	20	19
부채총계	4,575	4,867	4,556	4,606	4,684
유동부채	3,749	3,855	3,727	3,772	3,845
매입채무	1,555	1,821	1,456	1,503	1,579
유동성이자부채	594	293	513	493	473
기타	1,599	1,740	1,757	1,775	1,793
비유동부채	827	1,012	830	834	838
비유동이자부채	695	890	693	693	693
기타	132	123	136	141	145
자본총계	4,769	4,846	5,042	5,406	5,817
지배지분	4,769	4,846	5,042	5,406	5,817
자본금	215	229	229	229	229
자본잉여금	3,847	3,831	3,831	3,831	3,831
이익잉여금	990	1,076	1,273	1,636	2,048
기타	(284)	(291)	(291)	(291)	(291)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,769	4,846	5,042	5,406	5,817
총차입금	1,290	1,183	1,207	1,187	1,167
순차입금	(998)	(980)	(871)	(1,272)	(1,711)

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,991	8,318	7,473	7,110	7,544
증가율(%)	6.6	4.1	(10.2)	(4.9)	6.1
매출원가	7,209	7,473	6,578	6,150	6,506
매출총이익	782	846	895	959	1,038
판매 및 일반관리비	451	575	506	469	473
기타영업손익	4	27	(12)	(7)	1
영업이익	331	271	389	490	565
증가율(%)	(33.5)	(18.1)	43.6	26.1	15.2
EBITDA	418	356	447	530	602
증가율(%)	(28.3)	(15.0)	25.9	18.4	13.6
영업외손익	(51)	83	(93)	62	80
이자수익	117	106	114	126	141
이자비용	49	54	44	41	39
지분법손익	25	(8)	17	0	0
기타영업손익	(144)	39	(179)	(22)	(22)
세전순이익	280	354	296	552	645
증가율(%)	(53.0)	26.5	(16.4)	86.8	16.8
법인세비용	78	125	76	167	195
당기순이익	202	229	219	386	450
증가율(%)	(53.2)	13.4	(4.2)	75.8	16.8
지배주주지분	188	229	219	386	450
증가율(%)	(54.5)	22.0	(4.2)	75.8	16.8
비지배지분	14	0	0	0	0
EPS(원)	4,855	5,924	5,672	9,971	11,642
증가율(%)	(54.5)	22.0	(4.2)	75.8	16.8
수정EPS(원)	4,855	5,924	5,614	9,871	11,525
증가율(%)	(54.5)	22.0	(5.2)	75.8	16.8

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	231	188	125	462	518
당기순이익	202	229	219	386	450
자산상각비	88	85	59	40	37
기타비현금성손익	346	326	281	4	5
운전자본증감	(364)	(375)	(452)	32	26
매출채권감소(증가)	(204)	(408)	(274)	36	(47)
재고자산감소(증가)	(51)	18	57	(56)	(7)
매입채무증가(감소)	62	267	(193)	47	76
기타	(170)	(252)	(42)	5	5
투자현금	201	(167)	27	(52)	(55)
단기투자자산감소	280	(60)	(50)	(14)	(15)
장기투자증권감소	(71)	(71)	(17)	(16)	(16)
설비투자	12	10	17	28	30
유형자산처분	7	5	1	0	0
무형자산처분	(4)	(2)	(1)	(5)	(5)
재무현금	(189)	(192)	(337)	(42)	(59)
차입금증가	(73)	(152)	(61)	(20)	(20)
자본증가	(117)	(42)	(297)	(22)	(39)
배당금지급	44	22	23	22	39
현금 증감	252	(140)	(140)	367	404
기초현금	1,752	2,004	1,864	1,725	2,092
기말현금	2,004	1,864	1,725	2,092	2,496
Gross Cash flow	636	640	649	430	492
Gross Investment	442	483	375	6	14
Free Cash Flow	194	157	274	424	478

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	4,855	5,924	5,672	9,971	11,642
BPS	111,110	112,902	117,480	125,948	135,542
DPS	500	540	520	900	1,050
밸류에이션(배,%)					
PER	7.4	5.4	7.2	4.1	3.5
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/ EBITDA	1.2	1.0	1.8	0.8	-
배당수익율	1.4	1.7	1.3	2.2	2.6
PCR	2.4	2.2	2.7	4.1	3.5
수익성(%)					
영업이익율	4.1	3.3	5.2	6.9	7.5
EBITDA이익율	5.2	4.3	6.0	7.5	8.0
순이익율	2.5	2.8	2.9	5.4	6.0
ROE	4.1	4.8	4.4	7.4	8.0
ROIC	7.9	5.7	8.9	10.2	11.9
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(20.9)	(20.2)	(17.3)	(23.5)	(29.4)
유동비율	154.3	155.8	157.9	167.0	176.5
이자보상배율	6.8	5.0	8.8	11.9	14.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
매출채권회전율	6.5	5.6	4.5	4.3	4.6
재고자산회전율	8.9	8.9	8.4	8.0	8.2
매입채무회전율	5.4	4.9	4.6	4.8	4.9

대우건설
(047040)

돌아온 수익성, 그리고 남겨진 숙제

투자의견
HOLD(신규)

목표주가
3,800 원(신규)

현재주가
3,485 원(11/17)

시가총액
1,448(십억원)

건설/부동산 류태환_ 02)368-6156_ taehwan.ryu@eugenefn.com

- **투자의견 HOLD, 목표주가 3,800원**으로 커버리지 개시. 목표주가는 2026년 추정 BPS 11,158원에 Target P/B 0.34배 적용(Target P/B는 2017~2025년 P/B-ROE 회귀 결과에 2026년 추정 ROE를 적용)
- **2026년 연간 실적은 매출액 9조 921억원(+5.8%yoy), 영업이익 5,747억원(+48.5%yoy)** 전망
- 국내 주택시장 위축에도 불구하고, 2023년 저점 대비 분양 실적이 개선된 점과 모잠비크 LNG 등 플랜트 부문 매출 증가를 바탕으로 외형 성장할 것으로 기대. 고원가율 현장 비중 축소에 따른 Mix 개선 효과 또한 이어질 예정
- 현금흐름 개선 여부가 아직 불투명하며, 누적된 매출채권 및 미청구공사비 관련 대손 리스크 지속
- 과거에 비해 높아진 BPS로 인해 원가율 개선이 ROE 정상화로 이어지는데 한계가 존재. 매출채권과 미청구공사비 회수에 이어 배당을 통한 자본 효율화가 이루어질 경우, ROE 개선과 함께 멀티플 리레이팅 가능할 것으로 판단

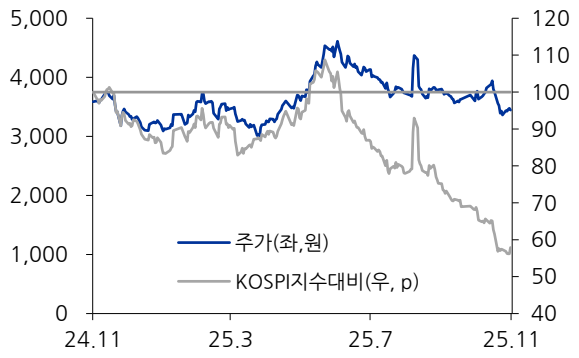
주가(원,11/17)	3,485
시가총액(십억원)	1,448
발행주식수	415,623천주
52주 최고가	4,805원
최저가	2,940원
52주 일간 Beta	0.56
60일 평균거래대금	68억원
외국인 지분율	10.4%
배당수익률(2025E)	0.0%
주주구성	
중흥토건 (외 3인)	50.8%
국민연금공단 (외 1인)	5.7%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-13.1	-61.1	-72.0
절대기준	-4.0	-5.4	-2.8

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	-	-
목표주가	3,800	-	-
영업이익(25)	387	-	-
영업이익(26)	575	-	-

12 월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	11,648	10,504	8,595	9,092
영업이익	663	403	387	575
세전손익	745	358	53	477
당기순이익	521	243	9	348
EPS(원)	1,231	563	12	820
증감률(%)	1.5	-54.3	-98.0	7,032.0
PER(배)	3.4	5.5	303.0	4.2
ROE(%)	13.2	5.6	0.1	7.6
PBR(배)	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	3.5	6.3	7.4	5.1

자료: 유진투자증권



투자의견 및 목표주가 산출

당사는 대우건설(047040.KS)에 대해 투자의견 HOLD, 목표주가 3,800 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2026 년 추정 BPS 11,158 원에 Target P/B 0.34 배를 적용했다.

멀티플은 동사의 P/B - ROE 회귀분석을 통해 산정했다. 회귀분석에는 2017~2025 년 월별 데이터를 사용했으며, 도출된 회귀식에 2026 년 추정 ROE 7.6%를 적용하여 Target P/B 를 산출했다. 회귀분석 기간은 현재 건설업이 수익성 회복 국면에 진입했으나, 미분양 및 PF 리스크 등 불확실성이 여전히 존재한다는 점을 감안해, 1) 공사비 안정 · 저금리 · 주택가격 상승으로 수익성이 견조했던 시기(2017~2021 년)와 2) 공사비 상승 · 고금리 · 주택가격 조정으로 밸류에이션 변동성이 확대된 시기(2022~2025 년)를 모두 포함했다.

동사는 국내 주택시장 위축에도 불구하고, 안정적인 분양 실적을 이어가고 있으며, 해외 매출 비중 또한 20% 이상을 유지하고 있다. 고원가율 현장 비중 축소에 따른 Mix 개선 효과로 수익성이 개선되고 있으며, 이에 따라 외형과 이익의 동반 성장이 기대된다.

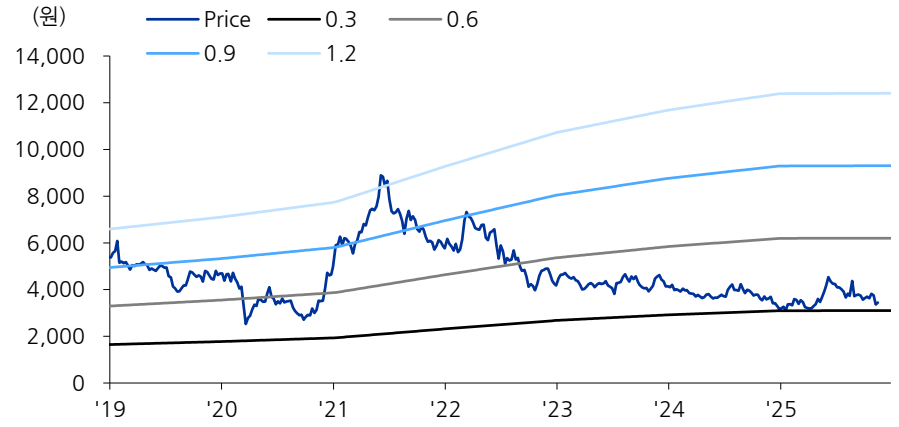
다만, 과거에 비해 크게 높아진 BPS 의 영향으로 ROE 개선 폭은 제한적이다. 누적된 매출채권과 미청구공사비의 회수, 그리고 배당을 통한 자본 효율화가 병행될 경우, ROE 개선과 함께 멀티플 리레이팅이 가능할 것으로 판단한다.

도표 149. 목표주가 산정 내역

(단위 : %, 배, 원)		비고
ROE	7.6	2026년 추정 ROE
Target P/B	0.34	2017~2025년 P/B-ROE 회귀 결과에 2026년 추정 ROE를 대입
BPS	11,158	2026년 추정 BPS
목표주가	3,800	
현재주가	3,485	2025-11-17기준
상승여력	9.0	

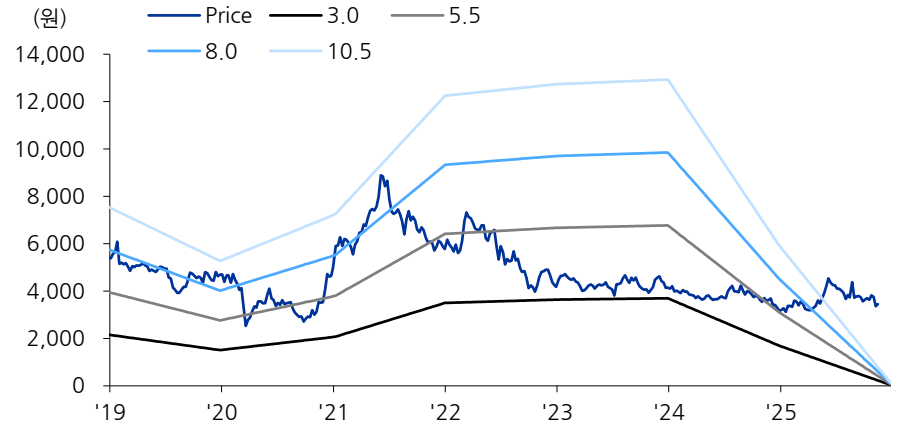
자료: 유진투자증권

도표 150. PBR Band Chart



자료: 유진투자증권

도표 151. PER Band Chart



자료: 유진투자증권

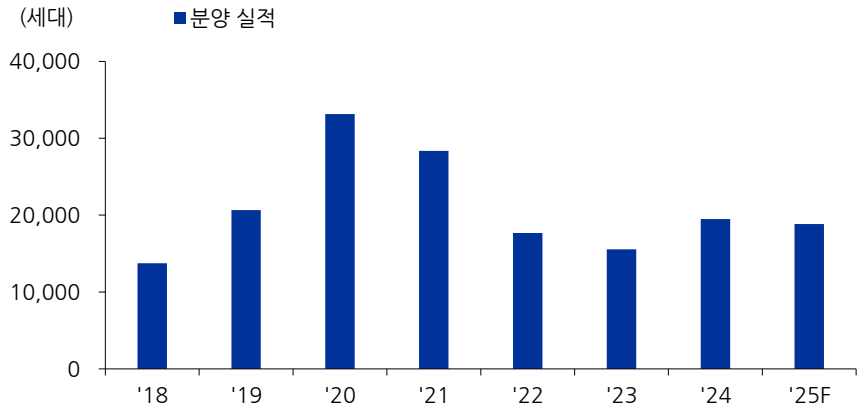
실적 추정

2026 년 연간 실적은 매출액 9 조 921 억원(+5.8%yoy), 영업이익 5,747 억원(+48.5%yoy), 영업이익률 6.3%(+1.8%p yoy)를 전망한다. 토목 부문 매출은 이라크 침매터널 준공에 따른 역성장이 예상되는 반면, 주택/건축 부문은 주택시장 위축에도 불구하고, 분양 실적이 비교적 유지된 점을 고려하여 5 조, 9,581 억원(+5.0%yoy)으로 추정했다. 플랜트 부문은 모잠비크 LNG 프로젝트 공정 진행을 바탕으로 1 조, 2,214 억원(+29.5%yoy)의 매출을 달성할 것으로 전망한다.

고원가율 현장 비중 축소에 따른 Mix 개선 효과로 매출총이익률은 당해 추정치보다 추가적인 개선이 이루어진 12.6%(+1.8%p)로 가정했다. 토목 부문은 이라크 침매터널 준공 지연 등으로 인해 2Q25 적자 전환했으나, 준공 이후 원가율이 회복된다는 가정을 바탕으로 6.4%(+5.3%p)의 매출총이익률을 가정했다. 매출 비중이 가장 큰 주택/건축 부문의 매출총이익률은 고원가율 현장 종료를 고려하여 12.0%(+0.6%p)을 전망한다. 플랜트 부문은 3Q25 원가율 상승을 고려해 1H25 대비 낮은 19.9%의 매출총이익률을 적용했다.

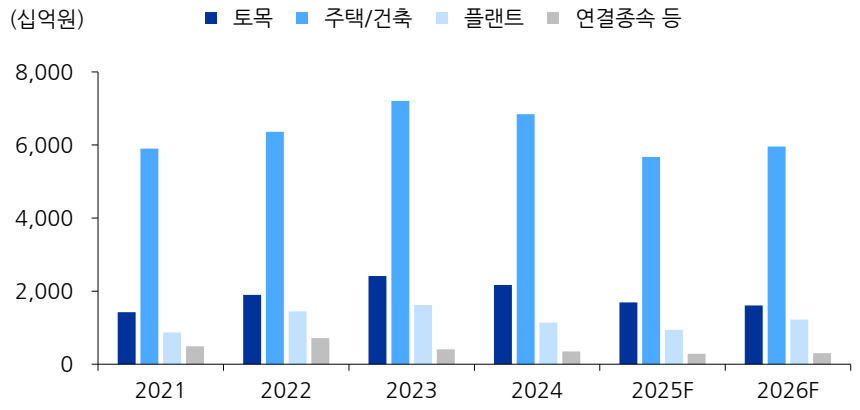
매출채권과 미청구공사비 누적으로 인한 대손 가능성을 고려하여, 매출액 성장에도 불구하고 당해년도와 유사한 판관비율 6.3%(-0.0%p yoy)을 적용했다. 미분양 해소를 위한 할인분양 또는 분양촉진책 시행 여부에 따라 판관비가 추가적으로 상승할 가능성이 존재한다.

도표 152. 분양 실적 추이



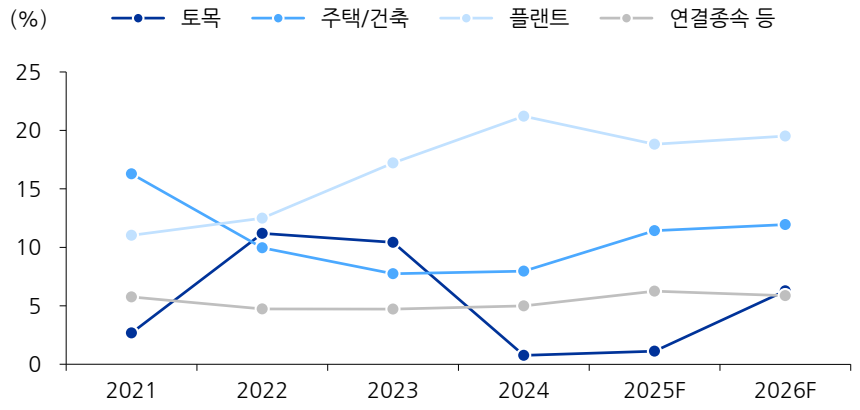
자료: 대우건설, 유진투자증권

도표 153. 사업부문별 매출액 추이



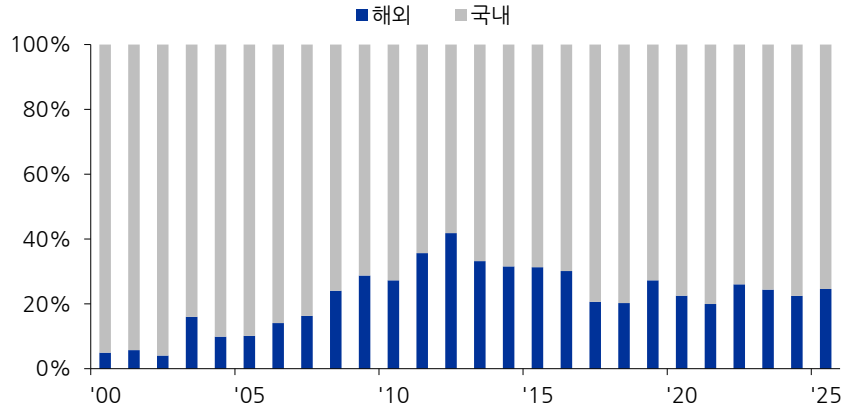
자료: 대우건설, 유진투자증권

도표 154. 사업부문별 매출총이익률 추이



자료: 대우건설, 유진투자증권

도표 155. 국내 vs 해외 매출비중



자료: DART, 유진투자증권

도표 156. 실적 추정

(단위 : 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F	2027F
매출액	2,077	2,273	1,991	2,254	2,091	2,364	2,182	2,455	8,595	9,092	9,623
YoY (%)	(16.5)	(19.4)	(21.9)	(14.8)	0.7	4.0	9.6	8.9	(18.2)	5.8	5.8
토목	415	427	409	440	370	418	386	434	1,692	1,607	1,680
YoY (%)	(24.2)	(20.9)	(20.8)	(22.1)	(10.9)	(2.2)	(5.7)	(1.5)	(22.1)	(5.0)	4.5
주택/건축	1,382	1,476	1,322	1,493	1,370	1,549	1,430	1,609	5,672	5,958	5,964
YoY (%)	(13.5)	(21.4)	(19.6)	(13.3)	(0.8)	5.0	8.2	7.7	(17.1)	5.0	0.1
플랜트	227	259	220	238	281	318	293	330	943	1,221	1,595
YoY (%)	(16.5)	(12.8)	(24.2)	(15.3)	23.8	22.8	33.5	38.6	(17.2)	29.5	30.6
연결종속 등	53	112	40	83	70	79	73	82	288	305	384
YoY (%)	(23.9)	4.5	(59.2)	6.5	32.2	(29.0)	82.2	(0.2)	(18.5)	6.1	25.9
매출총이익	251	248	173	253	257	298	277	312	925	1,143	1,256
YoY (%)	16.7	(10.0)	2.3	(5.6)	2.4	20.1	60.0	23.3	(0.3)	23.6	9.9
GPM (%)	12.1	10.9	8.7	11.2	12.3	12.6	12.7	12.7	10.8	12.6	13.1
토목	36	(13)	(22)	18	18	27	27	30	19	103	118
GPM (%)	8.7	(2.9)	(5.5)	4.0	5.0	6.5	7.0	7.0	1.1	6.4	7.0
주택/건축	149	177	151	172	164	186	172	193	648	715	716
GPM (%)	10.8	12.0	11.4	11.5	12.0	12.0	12.0	12.0	11.4	12.0	12.0
플랜트	51	49	35	43	55	64	59	66	177	243	319
GPM (%)	22.6	18.8	15.8	18.0	19.5	20.0	20.0	20.0	18.8	19.9	20.0
판관비	99	166	117	156	114	169	120	165	538	569	563
판관비율 (%)	4.8	7.3	5.9	6.9	5.5	7.2	5.5	6.7	6.3	6.3	5.9
영업이익	151	82	57	97	142	129	157	146	387	575	693
YoY (%)	31.8	(21.6)	(9.2)	(20.1)	(5.9)	56.8	177.7	51.2	(4.0)	48.5	20.6
OPM (%)	7.3	3.6	2.8	4.3	6.8	5.5	7.2	6.0	4.5	6.3	7.2
세전이익	96	(51)	(56)	64	121	99	135	122	53	477	623
순이익	58	(43)	(53)	46	88	73	99	89	9	348	455
지배주주순이익	56	(43)	(53)	45	87	71	97	87	5	341	445
YoY (%)	(36.7)	적전	적전	250.9	54.6	흑전	흑전	91.0	(98.0)	7,030.9	30.6
신규수주	2,824	2,999	5,333	3,773	2,875	2,886	2,890	3,221	14,928	11,872	11,857
토목	217	386	776	200	600	600	600	600	1,580	2,400	2,400
주택/건축	2,419	1,646	4,382	2,200	1,500	1,500	1,500	1,500	10,648	6,000	6,000
플랜트	160	956	157	1,000	750	750	750	750	2,272	3,000	3,000
연결종속 등	28	10	18	373	25	36	40	371	429	472	457
수주잔고	45,013	44,993	48,804	50,322	51,107	51,628	52,336	53,102	50,322	53,102	55,336
토목	5,671	5,224	5,710	5,470	5,700	5,882	6,096	6,262	5,470	6,262	6,982
주택/건축	35,427	35,428	38,717	39,423	39,553	39,504	39,574	39,465	39,423	39,465	39,501
플랜트	3,869	4,305	4,340	5,102	5,571	6,004	6,460	6,881	5,102	6,881	8,286
연결종속 등	46	37	37	327	283	239	205	494	327	494	567

자료: 대우건설, 유진투자증권

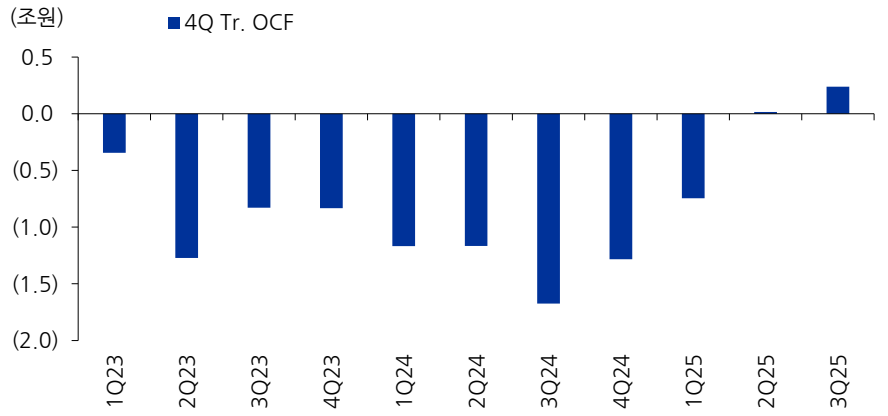
과도하게 누적된 매출채권

계절적 요인을 고려하여, 4 개 분기 누적을 기준으로 동사의 OCF(영업활동 현금흐름)를 살펴본 결과, 4Q24 부터 현금 유출에서 유입 구조로 전환되며 현금흐름이 개선된 모습을 보이며, 이는 매출채권회전율 하락세 둔화를 통해서도 확인이 가능하다. 미분양 사업장의 준공으로, 현금흐름을 압박했던 공사비 부담이 점차 완화되고 있는 것으로 보인다.

다만, 누적된 매출채권과 미청구공사비에 대한 회수가 필요하다. 미분양이 급증하기 전인 4Q21 과 비교하면, 3Q25 의 매출채권회전율은 5.1 회에서 2.5 회로 절반 수준으로 하락했다.

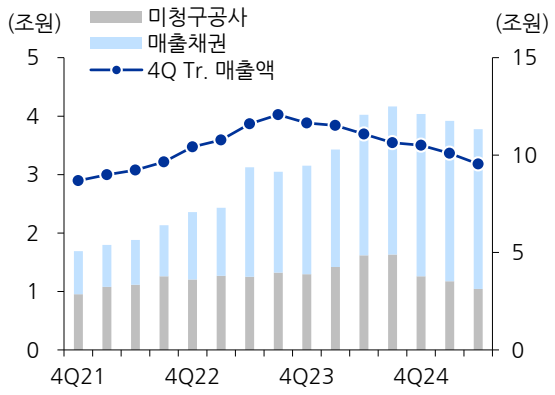
4Q21 당시의 매출채권회전율을 적정 수준으로 가정하고, 이를 매출액에 적용해 역산한 결과, 3Q25 기준 동사의 매출채권 및 미청구공사비는 적정 수준을 약 1.9 조원(자본총계의 45.8%)을 초과하고 있는 것으로 추정된다. 현금흐름이 개선된 점은 긍정적이나, 누적된 매출채권과 미청구공사비로 인한 대손 리스크는 여전히 부담 요인이다.

도표 157. 4Q Trailing OCF 추이



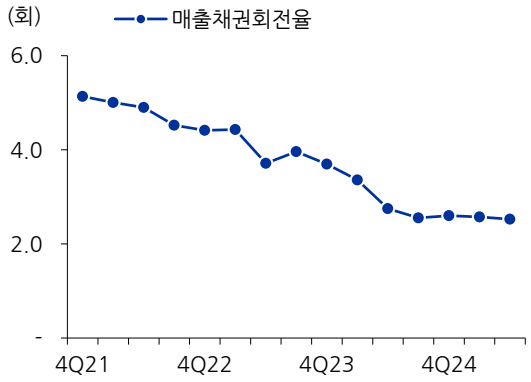
자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 158. 매출채권 및 미청구공사, 매출액 추이



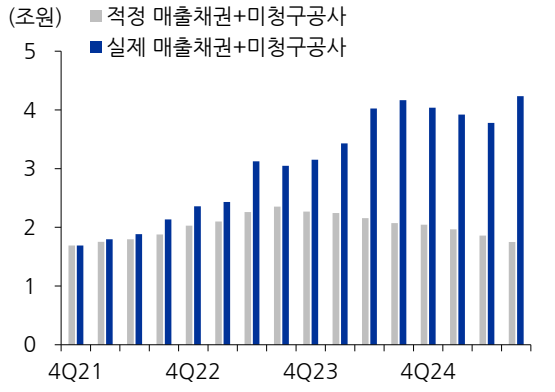
자료: DART, 유진투자증권

도표 159. 매출채권회전율 추이



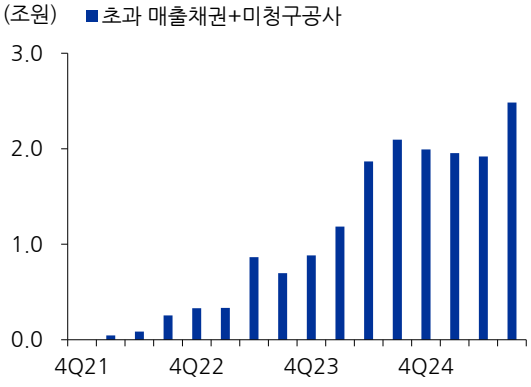
자료: DART, 유진투자증권
주) 매출채권회전율 = (매출채권 + 미청구공사비) / 4Q Trailing 매출액

도표 160. 적정 vs 실제 매출채권 + 미청구공사



자료: DART, 유진투자증권
주1) 4Q21 매출채권회전율을 적정으로 가정
주2) 4Q Tr. 매출액을 기준으로 적정 매출채권+미청구공사 규모 산정

도표 161. 초과 매출채권 + 미청구공사 추이

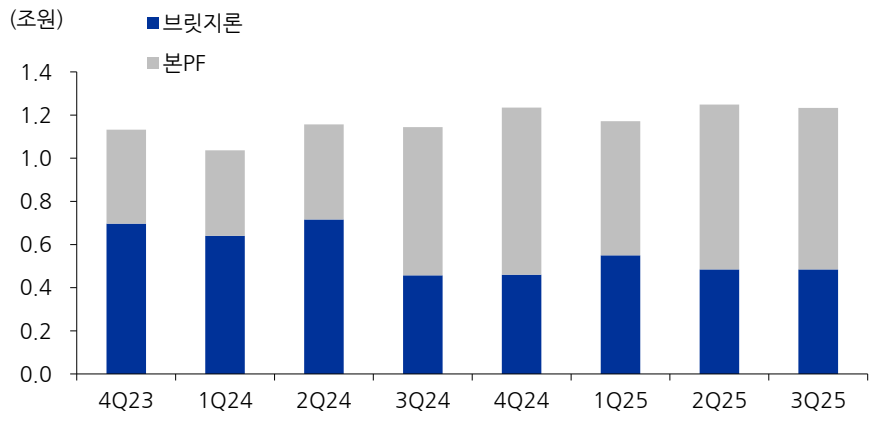


자료: DART, 유진투자증권
주1) 4Q21 매출채권회전율을 적정으로 가정
주2) 4Q Tr. 매출액을 기준으로 적정 매출채권+미청구공사 규모 산정

PF 보증 규모, 관리 가능한 수준이지만 관리가 필요

동사의 3Q25 기준 PF 보증 규모는 약 1.2 조원이며, 이는 자본총계 대비 29.2% 수준이다. 브릿지론 보증의 장기화로 사업성 악화가 다소 우려되며, 본 PF 보증 사업장의 분양 성과와 사업성에 따라 준공 시점에 차주(시행사) 자금 지원 부담이나 추가적인 보증 제공이 발생할 가능성이 존재한다.

도표 162. 非정비사업 PF 보증 추이



자료: DART, 유진투자증권

도표 163. 非정비사업 PF 보증 내역

(단위 : 백만원)	사업구분	사업지역	신용보강 종류	보증한도	보증금액
브릿지론	공동주택	서울시	채무인수	154,500	154,500
		서울시	채무인수	375,000	330,000
	소 계			529,500	484,500
본PF	공동주택	군포시	채무인수	31,800	31,800
		부산시	연대보증	130,000	130,000
		대구시	자금보충	30,000	30,000
	오피스텔	대전시	채무인수	60,000	60,000
	오피스	인천시	채무인수	165,000	165,000
		화성시	채무인수	34,300	34,300
	데이터센터	서울시	연대보증	132,000	132,000
	도시개발	양주시	채무인수	65,000	65,000
		김포시	채무인수	95,600	95,600
	산업단지	당진시	채무인수	4,886	4,886
	소 계			748,586	748,586
합 계				1,278,086	1,233,086

자료: DART, 유진투자증권

대우건설(047040.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	11,243	12,658	12,706	13,131	13,576
유동자산	8,021	9,589	9,724	10,157	10,601
현금성자산	1,736	2,078	1,849	2,017	2,286
매출채권	3,703	4,683	4,809	4,871	4,897
재고자산	1,684	1,945	2,175	2,369	2,508
비유동자산	3,222	3,070	2,981	2,974	2,975
투자자산	2,773	2,626	2,533	2,533	2,534
유형자산	384	380	379	361	352
기타	66	63	70	80	89
부채총계	7,181	8,324	8,347	8,432	8,431
유동부채	5,033	4,544	4,250	4,290	4,243
매입채무	2,944	2,664	2,437	2,521	2,668
유동성이자부채	1,502	1,332	1,260	1,210	1,010
기타	588	548	554	559	565
비유동부채	2,148	3,780	4,097	4,141	4,188
비유동이자부채	1,280	2,769	2,916	2,916	2,916
기타	868	1,011	1,181	1,226	1,272
자본총계	4,062	4,334	4,359	4,700	5,145
지배지분	4,046	4,291	4,297	4,638	5,083
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	550	562	562	562	562
이익잉여금	1,963	2,183	2,189	2,530	2,975
기타	(545)	(532)	(532)	(532)	(532)
비지배지분	16	43	62	62	62
자본총계	4,062	4,334	4,359	4,700	5,145
총차입금	2,781	4,101	4,176	4,126	3,926
순차입금	1,045	2,023	2,327	2,109	1,639

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,648	10,504	8,595	9,092	9,623
증가율(%)	11.8	(9.8)	(18.2)	5.8	5.8
매출원가	10,436	9,576	7,670	7,949	8,367
매출총이익	1,212	928	925	1,143	1,256
판매 및 일반관리비	549	524	538	569	563
기타영업손익	11	(5)	3	6	(1)
영업이익	663	403	387	575	693
증가율(%)	(12.8)	(39.2)	(4.0)	48.5	20.6
EBITDA	790	526	510	704	819
증가율(%)	(9.7)	(33.4)	(3.0)	37.9	16.4
영업외손익	82	(45)	(334)	(98)	(70)
이자수익	143	111	116	120	129
이자비용	150	160	175	171	149
지분법손익	(11)	179	(16)	0	0
기타영업손익	101	(175)	(260)	(47)	(50)
세전순이익	745	358	53	477	623
증가율(%)	4.4	(51.9)	(85.3)	807.7	30.6
법인세비용	223	116	44	129	168
당기순이익	521	243	9	348	455
증가율(%)	2.7	(53.4)	(96.5)	3,985.9	30.6
지배주주지분	512	234	5	341	445
증가율(%)	1.5	(54.3)	(98.0)	7,032.0	30.6
비지배지분	10	9	4	7	10
EPS(원)	1,231	563	12	820	1,072
증가율(%)	1.5	(54.3)	(98.0)	7,032.0	30.6
수정EPS(원)	1,231	563	12	820	1,072
증가율(%)	1.5	(54.3)	(98.0)	7,032.0	30.6

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	(833)	(1,284)	304	340	597
당기순이익	521	243	9	348	455
자산상각비	127	123	123	129	126
기타비현금성손익	398	339	774	37	37
운전자본증감	(1,801)	(1,873)	(584)	(175)	(21)
매출채권감소(증가)	(757)	(884)	(248)	(62)	(27)
재고자산감소(증가)	340	(119)	(126)	(194)	(138)
매입채무증가(감소)	(593)	(193)	129	84	147
기타	(790)	(677)	(339)	(3)	(3)
투자현금	26	104	(168)	(155)	(162)
단기투자자산감소	116	(217)	115	(33)	(35)
장기투자증권감소	146	204	(29)	(9)	(9)
설비투자	70	38	131	100	106
유형자산처분	3	2	3	0	0
무형자산처분	(4)	(6)	(16)	(21)	(21)
재무현금	168	1,170	(264)	(50)	(200)
차입금증가	140	1,137	137	(50)	(200)
자본증가	(0)	(0)	(433)	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(441)	180	(135)	135	235
기초현금	1,423	982	1,162	1,027	1,162
기말현금	982	1,162	1,027	1,162	1,396
Gross Cash flow	1,046	704	1,001	514	618
Gross Investment	1,890	1,551	867	296	149
Free Cash Flow	(844)	(847)	133	218	469

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,231	563	12	820	1,072
BPS	9,735	10,325	10,338	11,158	12,230
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	3.4	5.5	303.0	4.2	3.3
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/ EBITDA	3.5	6.3	7.4	5.1	3.8
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	1.6	1.8	1.4	2.8	2.3
수익성(%)					
영업이익율	5.7	3.8	4.5	6.3	7.2
EBITDA이익율	6.8	5.0	5.9	7.7	8.5
순이익율	4.5	2.3	0.1	3.8	4.7
ROE	13.2	5.6	0.1	7.6	9.2
ROIC	10.6	5.1	1.0	6.7	8.0
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	25.7	46.7	53.4	44.9	31.9
유동비율	159.4	211.0	228.8	236.7	249.8
이자보상배율	4.4	2.5	2.2	3.4	4.7
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	3.6	2.5	1.8	1.9	2.0
재고자산회전율	6.5	5.8	4.2	4.0	3.9
매입채무회전율	3.6	3.7	3.4	3.7	3.7

현대건설
(000720)

냉정과 열정 사이

투자의견
HOLD(신규)

목표주가
68,000 원(신규)

현재주가
63,900 원(11/17)

시가총액
7,116(십억원)

건설/부동산 류태환_ 02)368-6156_ taehwan.ryu@eugenefn.com

- **투자의견 HOLD, 목표주가 68,000원**으로 커버리지 개시. 목표주가는 2026년 추정 BPS 77,328원에 Target P/B 0.44배 적용한 기업가치에, 원전 및 SMR 사업 부문의 가치(약 3.8조원)을 더한 SOTP 방식으로 산정(Target P/B는 2017~2025년 P/B-ROE 회귀 결과에 2026년 추정 ROE를 적용)
- **2026년 실적은 매출액 28조 8,892억원(-8.2%yoy), 영업이익 8,686억원(+32.4%yoy)** 전망
- 사우디 아미랄 프로젝트 등 대형 현장의 매출 본격화에도 주택 착공 실적 감소로 외형은 역성장 예상
- 수익성 개선이 지연되는 가운데, 매출채권과 미청구공사비 누적 및 장기화된 PF보증에 따른 부담 지속
- 지난 10월 미국 Fermi 社와 대형원전 4기 FEED 계약을 체결하며 글로벌 원전 시장에서의 입지 재확인. 원전 프리미엄을 목표주가에 반영한 것은 타당하며, 기존 사업부문 수익성 개선 시 멀티플 리레이팅 가능할 것으로 판단

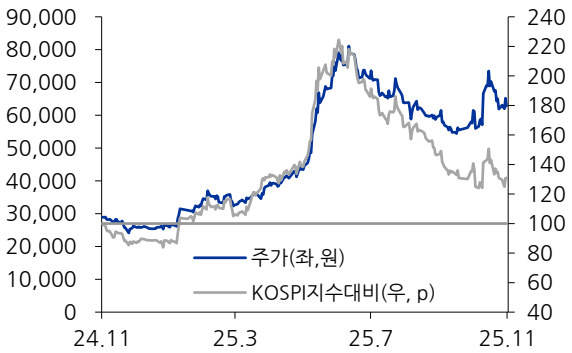
주가(원,11/17)	63,900
시가총액(십억원)	7,116
발행주식수	111,356천주
52주 최고가	85,100원
최저가	24,100원
52주 일간 Beta	0.92
60일 평균거래대금	806억원
외국인 지분율	19.4%
배당수익률(2025E)	1.3%
주주구성	
현대자동차 (외 6인)	34.9%
국민연금공단 (외 1인)	10.0%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	5.0	-12.4	51.9
절대기준	14.1	43.3	121.1

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	-	-
목표주가	68,000	-	-
영업이익(25)	656	-	-
영업이익(26)	869	-	-

12 월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	29,651	32,670	31,465	28,889
영업이익	785	-1,263	656	869
세전손익	940	-986	624	954
당기순이익	654	-766	487	667
EPS(원)	4,813	-1,515	2,945	4,433
증감률(%)	31.1	적전	흑전	50.5
PER(배)	7.3	-	21.7	14.4
ROE(%)	6.8	-2.1	4.0	5.8
PBR(배)	0.5	0.4	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	1.3	-	7.8	5.5

자료: 유진투자증권



투자의견 및 목표주가 산출

당사는 현대건설(000720.KS)에 대해 투자의견 HOLD, 목표주가 68,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2026 년 추정 BPS 77,328 원에 Target P/B 0.44 배를 적용한 기업가치에, 원전 및 SMR 사업 부문의 가치(약 3.8 조원)을 더한 SOTP 방식으로 산정했다.

멀티플은 동사의 P/B - ROE 회귀분석을 통해 산정했다. 회귀분석에는 2017~2025 년 월별 데이터를 사용했으며, 도출된 회귀식에 2026 년 추정 ROE 5.8%를 적용하여 Target P/B 를 산출했다. 회귀분석 기간은 현재 건설업이 수익성 회복 국면에 진입했으나, 미분양 및 PF 리스크 등 불확실성이 여전히 존재한다는 점을 감안해, 1) 공사비 안정 · 저금리 · 주택가격 상승으로 수익성이 견조했던 시기(2017~2021 년)와 2) 공사비 상승 · 고금리 · 주택가격 조정으로 밸류에이션 변동성이 확대된 시기(2022~2025 년)를 모두 포함했다.

원전 및 SMR 부문의 가치는 별도로 산정했다. 동사가 글로벌 원전 시장에서 빠르게 사업을 확장하고 있음에도 불구하고, 매출 인식 시점이 늦어 P/B - ROE 기반 멀티플에 반영되기 어렵기 때문이다. 이에 따라 원전 및 SMR 프로젝트의 예상 NOPAT 을 할인한 현재가치(약 3.8 조원)을 기업가치에 추가로 반영했다.

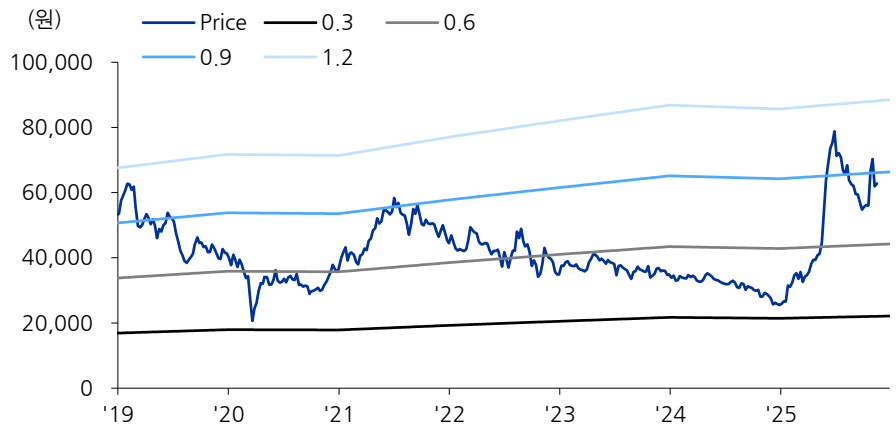
동사는 해외 포트폴리오를 꾸준히 유지해온 점과 원전 사업의 확장을 고려했을 때, 중장기적으로 지금과는 다른 성장이 기대된다. 2025~2027 년 총 주주환원율은 25% 이상을 목표로 하고 있으며, 현금배당 및 자사주 매입·소각을 탄력적으로 운영할 계획이다. 다만, 수익성 회복이 지연되고 있다는 점을 고려할 때, 현재 시점에서 멀티플 프리미엄을 부여하기에는 다소 신중할 필요가 있다고 판단된다.

도표 164. 목표주가 산정 내역

(단위 : %, 배, 원)		비고
ROE	5.8	2026년 추정 ROE
Target P/B	0.44	2017~2025년 P/B - ROE 회귀 결과에 2026년 추정 ROE를 대입
BPS	77,328	2026년 추정 BPS
산출주가 ①	34,000	P/B - ROE 회귀 기반으로 산출된 주가
산출주가 ②	34,000	원전/SMR 프로젝트 예상 NOPAT의 현재가치(약 3.8조원) ÷ 주식 수
목표주가	68,000	산출주가 ① + 산출주가 ②
현재주가	63,900	2025-11-17기준
상승여력	6.4	

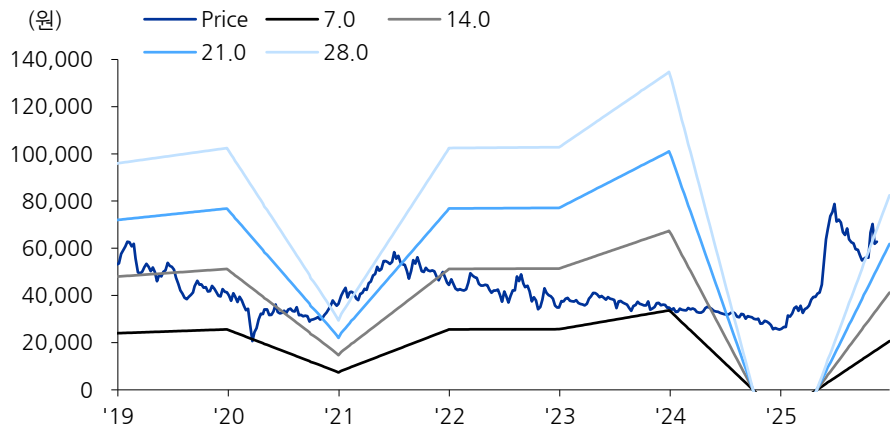
자료: 유진투자증권

도표 165. PBR Band Chart



자료: 유진투자증권

도표 166. PER Band Chart



자료: 유진투자증권

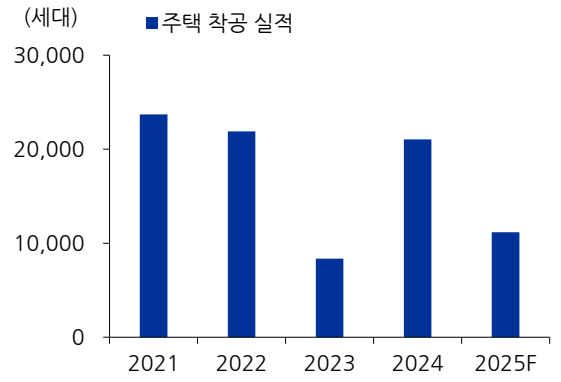
실적 추정

2026 년 연간 실적은 매출액 28 조 8,892 억원(-8.2%yoy), 영업이익 8,686 억원(+32.4%yoy), 영업이익률 3.0%(+0.9%p yoy)를 전망한다. 토목 부문은 신안우이 해상풍력 착공과 함께 당해 추정치보다 상승한 1 조 9,522 억원(+3.9%yoy)의 매출이 예상된다. 건축/주택 부문은 2023 년 주택 착공 실적 감소의 영향으로 9 조 564 억원(-8.4%yoy)의 매출을 달성할 것으로 전망한다. 플랜트 부문은 사우디 마잔 오일/가스 처리시설, 이라크 카르발라 정유공장 등 대형 현장 준공에도 불구하고, 이라크 해수처리시설 착공과 사우디 아미랄 프로젝트 매출 본격화를 고려하여 5 조 3,189 억원(+4.0%yoy)으로 추정했다. 자회사인 현대엔지니어링은 주택 착공 실적 감소와 미국 대형 사업장 등의 종료로 인해 외형 축소가 불가피할 것으로 예상되어 매출액 12 조 1,358 억원(-11.6%yoy)을 전망한다.

매출총이익률은 당해 추정치보다 추가적인 개선이 반영된 7.0%(+1.3%p)로 전망한다. 고원가율 현장 비중 축소에 따른 Mix 개선 효과를 고려하여 현대건설(별도) 6.6%(+2.2%p yoy), 현대엔지니어링 7.2%(+1.0% yoy)로 추정했다.

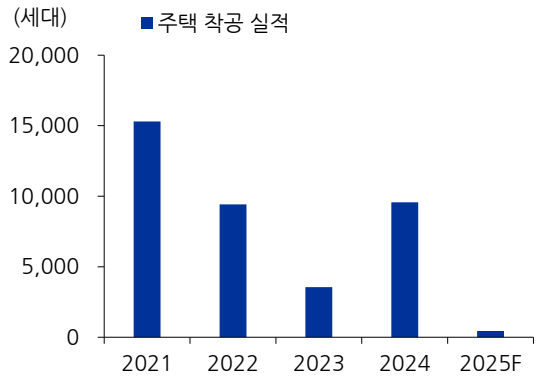
매출채권과 미청구공사비 누적으로 인한 대손 가능성을 고려하여 판관비율은 당해년도보다 상승한 4.0%(+0.4%p yoy)로 가정, 영업이익률을 보수적으로 추정했다. 미분양 해소를 위한 할인분양 또는 분양촉진책 시행 여부에 따라 판관비가 추가적으로 상승할 가능성이 존재한다.

도표 167. (현대건설) 주택 착공 실적 추이



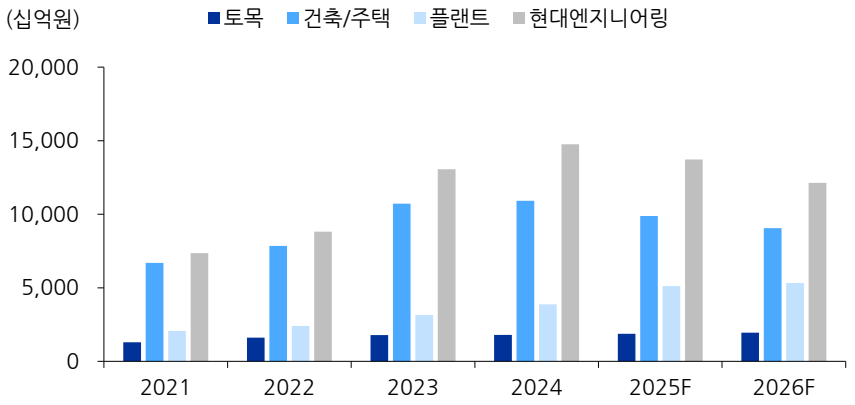
자료: 현대건설, 유진투자증권

도표 168. (현대엔지니어링) 주택 착공 실적 추이



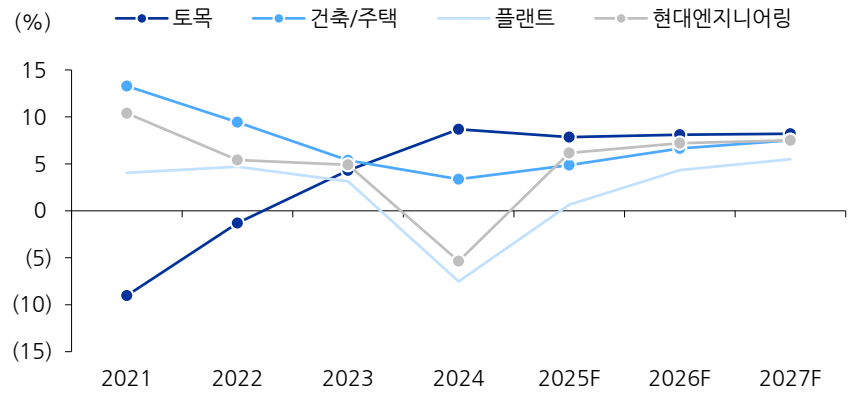
자료: 현대건설, 유진투자증권

도표 169. 사업부문별 매출액 추이



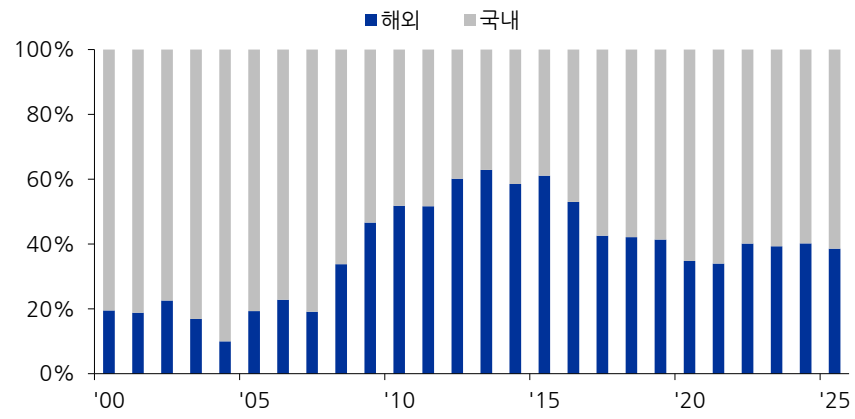
자료: 현대건설, 유진투자증권

도표 170. 사업부문별 매출총이익률 추이



자료: 현대건설, 유진투자증권

도표 171. 국내 vs 해외 매출비중



자료: DART, 유진투자증권

도표 172. 실적 추정

(단위 : 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F	2027F
매출액	7,456	7,721	7,826	8,462	6,645	7,511	6,933	7,800	31,465	28,889	28,681
YoY (%)	(12.8)	(10.4)	(5.2)	16.8	(10.9)	(2.7)	(11.4)	(7.8)	(3.7)	(8.2)	(0.7)
현대건설	3,891	4,154	4,342	4,635	3,789	4,283	3,953	4,447	17,023	16,472	18,324
YoY (%)	(6.7)	(3.9)	5.1	12.8	(2.6)	3.1	(9.0)	(4.1)	1.7	(3.2)	11.2
토목	419	421	491	548	449	508	469	527	1,879	1,952	2,017
YoY (%)	(3.4)	13.7	(11.5)	23.2	7.1	20.6	(4.6)	(3.7)	4.2	3.9	3.3
건축/주택	2,299	2,404	2,556	2,629	2,083	2,355	2,174	2,445	9,886	9,056	10,363
YoY (%)	(17.6)	(18.1)	(1.8)	1.6	(9.4)	(2.0)	(14.9)	(7.0)	(9.4)	(8.4)	14.4
플랜트	1,138	1,284	1,269	1,423	1,223	1,383	1,277	1,436	5,113	5,319	5,797
YoY (%)	23.4	30.9	35.4	36.9	7.5	7.7	0.6	0.9	31.8	4.0	9.0
현대엔지니어링	3,367	3,412	3,314	3,632	2,791	3,155	2,913	3,277	13,725	12,136	10,121
YoY (%)	(17.8)	(16.0)	(12.5)	29.1	(17.1)	(7.5)	(12.1)	(9.8)	(7.0)	(11.6)	(16.6)
매출총이익	514	468	390	431	428	521	508	578	1,803	2,035	2,184
YoY (%)	(3.7)	36.9	11.9	흑전	(16.6)	11.2	30.2	34.3	흑전	12.9	7.3
GPM (%)	6.9	6.1	5.0	5.1	6.4	6.9	7.3	7.4	5.7	7.0	7.6
현대건설	212	184	174	182	231	275	272	314	752	1,092	1,366
GPM (%)	5.4	4.4	4.0	3.9	6.1	6.4	6.9	7.0	4.4	6.6	7.5
토목	36	26	47	38	36	41	38	43	147	158	165
GPM (%)	8.6	6.1	9.6	7.0	8.0	8.0	8.2	8.2	7.9	8.1	8.2
건축/주택	100	133	130	118	125	153	152	171	481	601	778
GPM (%)	4.3	5.5	5.1	4.5	6.0	6.5	7.0	7.0	4.9	6.6	7.5
플랜트	51	(3)	(15)	0	46	55	57	72	33	231	319
GPM (%)	4.5	(0.3)	(1.1)	0.0	3.8	4.0	4.5	5.0	0.6	4.3	5.5
현대엔지니어링	239	234	173	200	181	227	218	246	846	873	759
GPM (%)	7.1	6.9	5.2	5.5	6.5	7.2	7.5	7.5	6.2	7.2	7.5
판관비	300	251	286	309	288	283	267	327	1,146	1,166	1,179
판관비율 (%)	4.0	3.3	3.7	3.6	4.3	3.8	3.9	4.2	3.6	4.0	4.1
영업이익	214	217	104	122	140	238	240	251	656	869	1,005
YoY (%)	(14.8)	47.3	(9.4)	흑전	(34.6)	9.5	132.1	105.8	흑전	32.4	15.7
OPM (%)	2.9	2.8	1.3	1.4	2.1	3.2	3.5	3.2	2.1	3.0	3.5
세전이익	205	200	84	134	164	255	257	279	624	954	1,122
순이익	167	159	68	94	115	178	180	195	487	667	784
지배주주순이익	120	94	44	69	85	132	133	144	328	494	580
YoY (%)	(22.5)	(37.2)	(13.7)	흑전	(29.6)	39.6	205.0	107.5	흑전	50.5	17.5
신규수주	9,430	7,304	9,382	5,435	7,959	7,958	8,057	8,052	31,551	32,026	32,222
현대건설	6,832	6,677	7,070	3,400	5,400	5,400	5,500	5,500	23,979	21,800	22,000
현대엔지니어링	2,533	565	2,237	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500	7,335	10,000	10,000
수주잔고	98,148	94,761	96,040	93,049	94,397	94,881	96,039	96,330	93,049	96,330	100,019
현대건설	63,938	64,079	68,698	67,499	69,143	70,298	71,880	72,971	67,499	72,971	76,794
현대엔지니어링	33,991	30,447	26,972	25,339	25,048	24,393	23,980	23,204	25,339	23,204	23,082

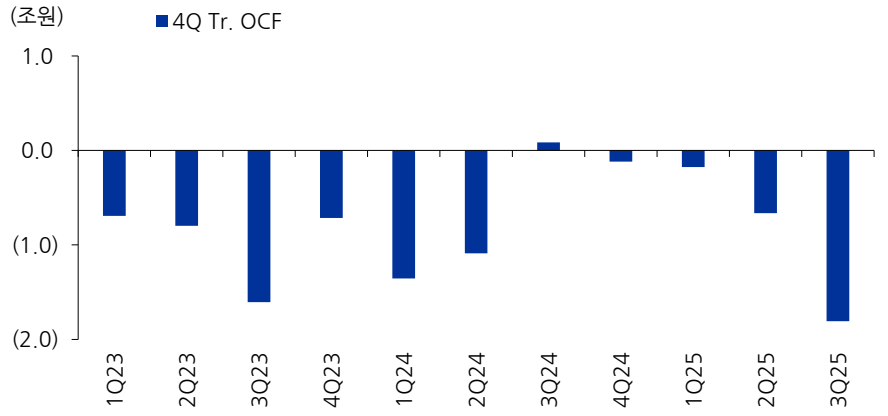
자료: 현대건설, 유진투자증권

현금흐름 악화와 매출채권 누적 지속

계절적 요인을 고려하여, 4 개 분기 누적을 기준으로 동사의 OCF(영업활동 현금흐름)를 살펴본 결과, 현금 유출이 지속되고 있는 것으로 나타났다. 자회사에 공사가 진행 중인 미분양 사업장이 다수 존재할 것으로 추정된다.

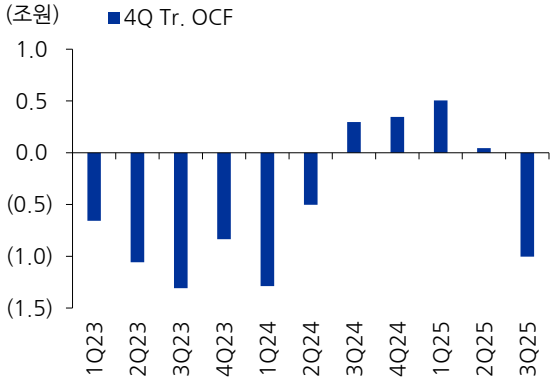
미분양이 급증하기 전인 4Q21 대비 3Q25 의 매출채권회전율은 3.7 회에서 2.8 회로 감소한 상태다. 4Q21 당시 매출채권회전율을 적정 수준으로 가정해 역산한 결과, 동사의 3Q25 매출채권 및 미청구공사비는 적정 수준보다 약 2.2 조원(자본총계의 32.7% 수준)을 초과하고 있는 것으로 나타났다. 매출채권 및 미청구공사비가 누적되는 만큼 대손의 불확실성은 더욱 커질 것으로 판단된다.

도표 173. (연결 기준) 4Q Trailing OCF 추이



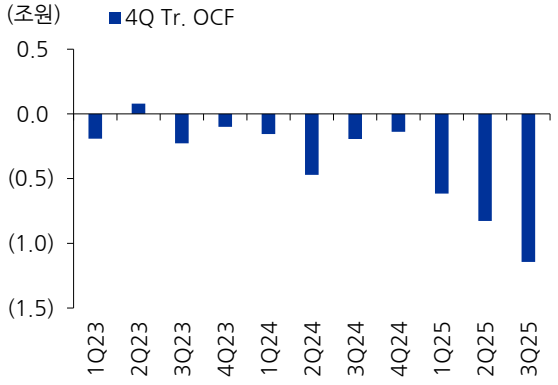
자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 174. (현대건설) 4Q Trailing OCF 추이



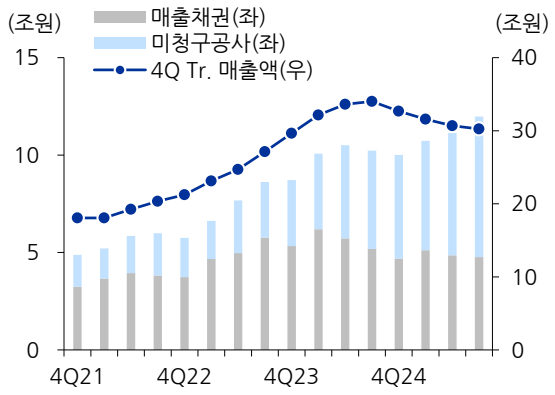
자료: DART, 유진투자증권

도표 175. (현대엔지니어링) 4Q Trailing OCF 추이



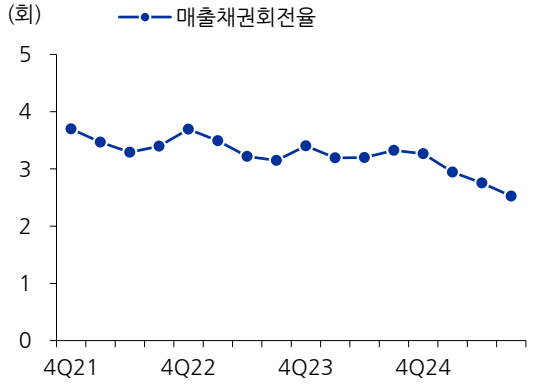
자료: DART, 유진투자증권

도표 176. 매출채권 및 미청구공사, 매출액 추이



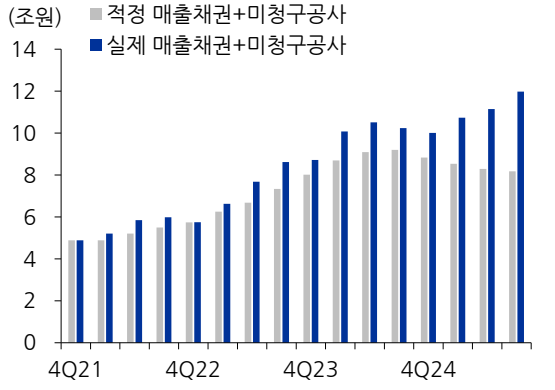
자료: DART, 유진투자증권

도표 177. 매출채권회전율 추이



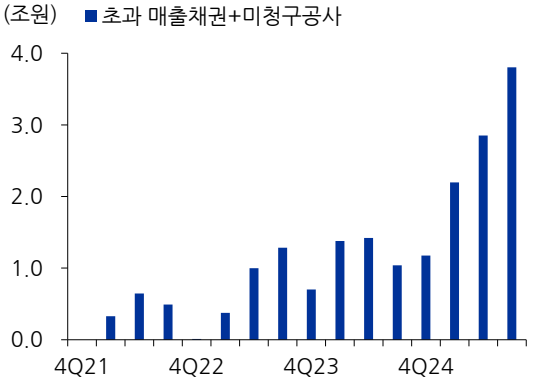
자료: DART, 유진투자증권
주) 매출채권회전율 = (매출채권 + 미청구공사비) / 4Q Trailing 매출액

도표 178. 적정 vs 실제 매출채권 + 미청구공사



자료: DART, 유진투자증권
주1) 4Q21 매출채권회전율을 적정으로 가정
주2) 4Q Tr. 매출액을 기준으로 적정 매출채권+미청구공사 규모 산정

도표 179. 초과 매출채권 + 미청구공사 추이



자료: DART, 유진투자증권
주1) 4Q21 매출채권회전율을 적정으로 가정
주2) 4Q Tr. 매출액을 기준으로 적정 매출채권+미청구공사 규모 산정

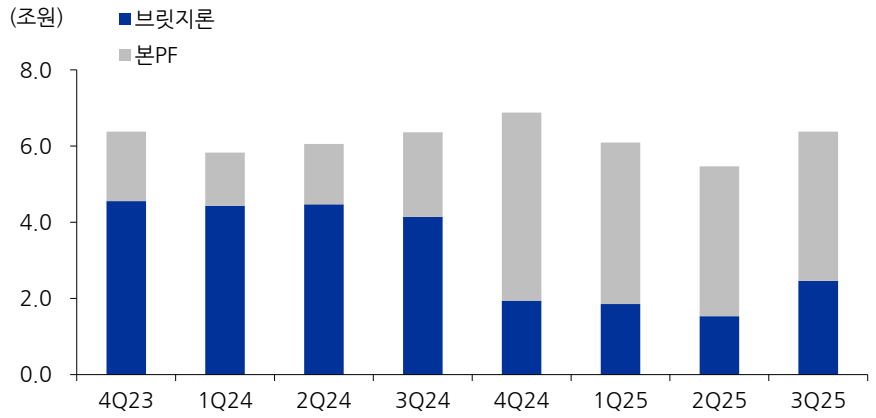
과도한 PF 보증 규모, 해소가 필요하다

동사의 3Q25 기준 PF 보증 규모는 약 6.4 조원으로, 이는 자본총계 대비 64.3% 수준이다. 보증의 구성은 브릿지론 보증 2.5 조원, 본 PF 보증 3.9 조원으로 이루어져 있다. 4Q24 에 브릿지론 보증 사업장이 본 PF 로 전환되었으나, 보증 해소가 이루어지지 않은 것으로 추정되며, 3Q25 에 브릿지론 보증이 다시 증가된 모습도 확인된다.

브릿지론 보증의 장기화는 해당 사업장의 사업성이 기대보다 더디게 회복되고 있음을 의미한다. 본 PF 보증 사업장의 경우에도 분양 성과 및 사업성에 따라 준공 시점에 차주(시행사) 자금 지원 부담이나 추가적인 보증 제공이 발생할 가능성이 존재한다.

다만, 동사는 단기 유동성 측면에서 재무 여력이 충분하며, 재무구조 또한 매우 안정적이다. 따라서 일부 사업에서 보증 관련 비용이나 차주 지원 부담이 발생하더라도 충분히 관리가 가능할 것으로 판단된다. 그럼에도 불구하고 자본 대비 높은 수준의 보증 잔액은, 향후 새로운 사업 기회를 확보하는 과정에서 부담 요인으로 작용할 수 있다. PF 보증의 점진적 해소는 동사의 재무 여력을 강화하고, 장기적인 수주 경쟁력 제고를 위해 필요한 과제로 판단된다.

도표 180. 非정비사업 PF 보증 추이



자료: DART, 유진투자증권

도표 181. 非정비사업 PF 보증 내역

(단위 : 백만원)	사업구분	사업지역	신용보강 종류	보증한도	보증금액
브릿지론	공동주택	서울시	자금보충	195,267	195,267
	오피스텔, 업무시설	서울시	연대보증, 자금보충	1,060,000	1,060,000
	지식산업센터	서울시	연대보증	932,000	932,000
	기타			274,260	274,260
	소 계			2,461,527	2,461,527
본PF	공동주택	서울시	자금보충	166,000	166,000
		서울시	연대보증	211,600	211,600
	오피스텔	천안시	연대보증	150,810	150,810
	지식산업센터	서울시	자금보충	1,200,000	1,200,000
		서울시	자금보충	250,000	250,000
		서울시	자금보충	250,000	250,000
	업무시설	서울시	연대보증	240,000	240,000
	물류센터	시흥시	연대보증	165,000	150,000
	도시개발	경주시	연대보증	220,260	220,260
	기타			1,101,375	1,076,055
	소 계			3,955,045	3,914,725
합 계				6,416,572	6,376,252

자료: DART, 유진투자증권

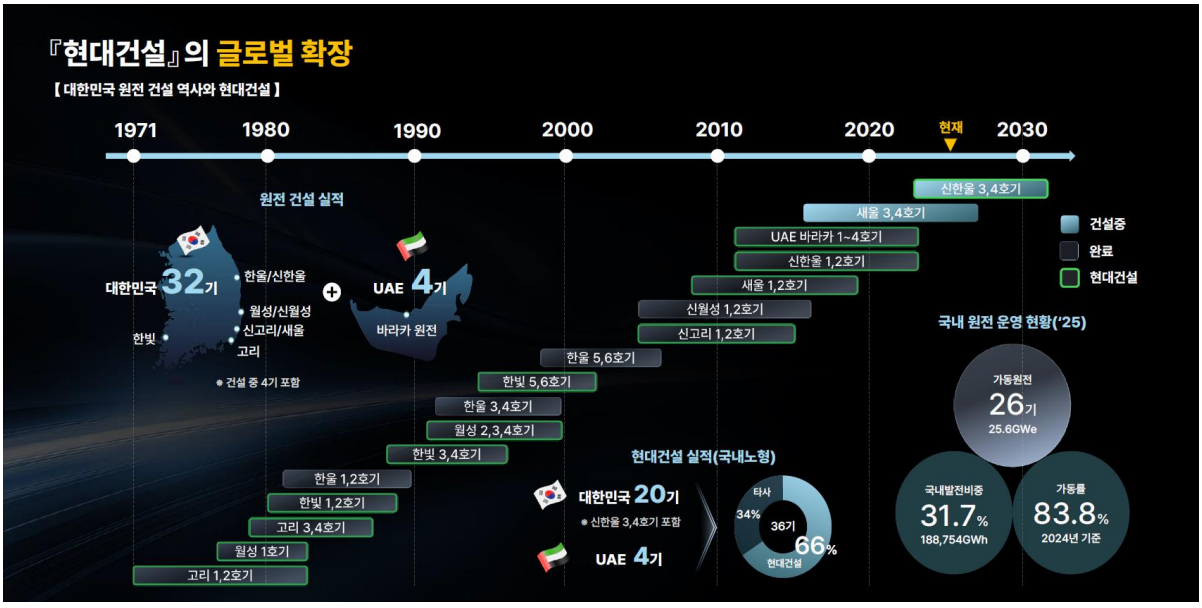
글로벌 원전 시장, 그 중심에 서다

동사는 1971 년 고리 1 호기를 시작으로 현재까지 꾸준히 원전사업을 수행해왔으며, 'On Time, On Budget' 원칙을 유지하며 글로벌 시장에서의 신뢰도를 쌓아왔다. 원전 시장에서 축적된 경험은 단순한 기술력 이상의 경쟁력으로, 리스크 관리, 품질 확보, 공정 운영 효율성 측면에서 명확한 '초격차'를 형성하고 있다.

건설은 경험의 산물이다. 축적된 경험은 단순한 기록이 아니라, 시행착오를 통해 더 나은 해법을 찾아가는 과정이며, 이러한 'Lesson Learned'의 반복은 이후 프로젝트의 운영 및 관리의 효율성을 비약적으로 높인다.

동사는 2024 년 불가리아 코즐로두이 대형원전 설계 계약을 체결했으며, 지난 10월에는 미국 Fermi社와 대형원전 4기 건설에 대한 FEED 계약을 체결하며 국내 최초로 미국 대형원전 시장에 진출했다. 이외에도 핀란드, 슬로베니아 등 유럽 지역의 신규 원전 프로젝트 초기 단계에 참여하며 글로벌 원전 시장에서의 입지를 확대하고 있다. 매출실적 가시화까지는 시간이 필요하겠지만, 동사가 글로벌 원전 시장의 중심에 있다는 사실은 분명하다.

도표 182. 현대건설 원전 수행 실적



자료: 현대건설, 유진투자증권

현대건설(000720.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	23,714	27,005	27,359	27,039	27,526
유동자산	18,613	21,101	21,454	21,123	21,597
현금성자산	5,230	5,880	3,930	4,711	5,286
매출채권	10,659	12,100	14,376	13,251	13,155
재고자산	816	777	781	770	742
비유동자산	5,101	5,905	5,906	5,916	5,929
투자자산	3,172	3,865	3,868	3,893	3,918
유형자산	1,205	1,289	1,269	1,249	1,231
기타	724	751	769	774	780
부채총계	13,259	17,336	17,295	16,571	16,591
유동부채	10,357	14,664	14,977	14,229	14,223
매입채무	7,715	9,940	9,924	9,148	9,263
유동성이자부채	644	1,932	2,234	2,234	2,084
기타	1,997	2,791	2,819	2,847	2,876
비유동부채	2,902	2,672	2,318	2,343	2,368
비유동이자부채	1,899	1,712	1,340	1,340	1,340
기타	1,003	960	978	1,003	1,028
자본총계	10,456	9,669	10,064	10,468	10,935
지배지분	8,137	8,025	8,289	8,692	9,160
자본금	562	562	562	562	562
자본잉여금	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095
이익잉여금	6,420	6,130	6,394	6,797	7,265
기타	59	238	238	238	238
비지배지분	2,319	1,644	1,775	1,775	1,775
자본총계	10,456	9,669	10,064	10,468	10,935
총차입금	2,543	3,644	3,573	3,573	3,423
순차입금	(2,687)	(2,236)	(356)	(1,138)	(1,862)

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	29,651	32,670	31,465	28,889	28,681
증가율(%)	39.6	10.2	(3.7)	(8.2)	(0.7)
매출원가	27,949	32,887	29,663	26,854	26,497
매출총이익	1,703	(217)	1,803	2,035	2,184
판매 및 일반관리비	917	1,046	1,146	1,166	1,179
기타영업손익	(2)	14	10	2	1
영업이익	785	(1,263)	656	869	1,005
증가율(%)	36.6	적전	흑전	32.4	15.7
EBITDA	982	(1,042)	872	1,101	1,234
증가율(%)	29.7	적전	흑전	26.3	12.1
영업외손익	154	278	(32)	86	117
이자수익	200	219	217	226	243
이자비용	64	101	115	110	104
지분법손익	(5)	242	(5)	0	0
기타영업손익	23	(83)	(129)	(31)	(22)
세전순이익	940	(986)	624	954	1,122
증가율(%)	24.6	적전	흑전	53.0	17.5
법인세비용	285	(219)	137	287	338
당기순이익	654	(766)	487	667	784
증가율(%)	38.9	적전	흑전	37.0	17.5
지배주주지분	536	(169)	328	494	580
증가율(%)	31.1	적전	흑전	50.5	17.5
비지배지분	118	(598)	159	173	204
EPS(원)	4,813	(1,515)	2,945	4,433	5,210
증가율(%)	31.1	적전	흑전	50.5	17.5
수정EPS(원)	4,813	(1,515)	2,937	4,423	5,198
증가율(%)	31.1	적전	흑전	50.6	17.5

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	(715)	(119)	(1,914)	1,114	1,079
당기순이익	654	(766)	487	667	784
자산상각비	196	221	216	232	229
기타비현금성손익	360	36	(253)	(149)	(179)
운전자본증감	(1,816)	588	(2,678)	364	244
매출채권감소(증가)	(2,886)	(1,540)	(2,683)	1,125	96
재고자산감소(증가)	54	43	(1)	11	28
매입채무증가(감소)	536	1,621	(35)	(777)	116
기타	480	464	41	5	5
투자현금	563	212	(308)	(277)	(277)
단기투자자산감소	434	111	(64)	(34)	(35)
장기투자증권감소	(7)	109	(5)	(11)	(12)
설비투자	222	179	216	202	201
유형자산처분	38	6	9	0	0
무형자산처분	(13)	(15)	(14)	(16)	(16)
재무현금	366	734	231	(90)	(262)
차입금증가	461	831	57	0	(150)
자본증가	(95)	(95)	176	(90)	(112)
배당금지급	95	95	67	90	112
현금 증감	232	925	(2,037)	747	539
기초현금	3,974	4,206	5,130	3,093	3,840
기말현금	4,206	5,130	3,093	3,840	4,380
Gross Cash flow	1,211	(508)	678	750	835
Gross Investment	1,687	(689)	2,923	(121)	(3)
Free Cash Flow	(477)	181	(2,245)	871	837

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	4,813	(1,515)	2,945	4,433	5,210
BPS	72,383	71,394	73,737	77,328	81,489
DPS	600	600	800	1,000	1,200
밸류에이션(배,%)					
PER	7.3	-	21.7	14.4	12.3
PBR	0.5	0.4	0.9	0.8	0.8
EV/ EBITDA	1.3	-	7.8	5.5	4.3
배당수익율	1.7	2.4	1.3	1.6	1.9
PCR	3.2	-	10.6	9.6	8.6
수익성(%)					
영업이익율	2.6	(3.9)	2.1	3.0	3.5
EBITDA이익율	3.3	(3.2)	2.8	3.8	4.3
순이익율	2.2	(2.3)	1.5	2.3	2.7
ROE	6.8	(2.1)	4.0	5.8	6.5
ROIC	8.4	(13.0)	6.4	6.8	8.1
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(25.7)	(23.1)	(3.5)	(10.9)	(17.0)
유동비율	179.7	143.9	143.2	148.5	151.8
이자보상배율	12.3	(12.6)	5.7	7.9	9.6
활동성 (회)					
총자산회전율	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1
매출채권회전율	3.2	2.9	2.4	2.1	2.2
재고자산회전율	35.5	41.0	40.4	37.2	37.9
매입채무회전율	4.1	3.7	3.2	3.0	3.1

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

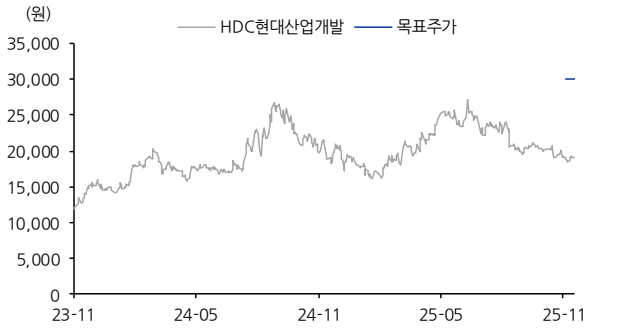
		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ⊠ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2025-11-18	STRONGBUY	30,000	1년		

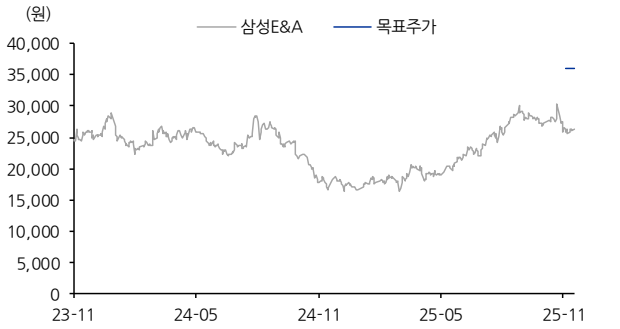
HDC현대산업개발(294870.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 류태환



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

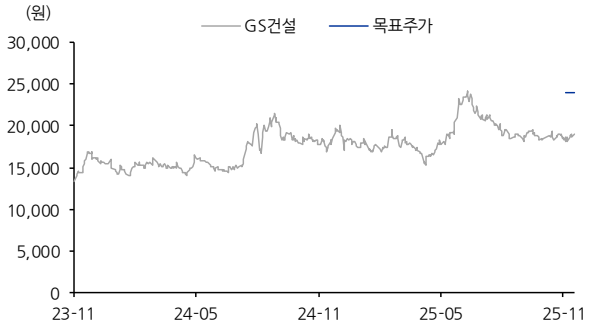
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2025-11-18	Buy	36,000	1년		

삼성E&A(028050.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 류태환



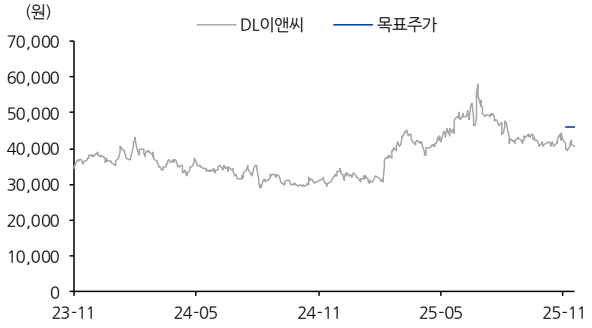
과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2025-11-18	Buy	24,000	1년		

GS건설(006360.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 류태환



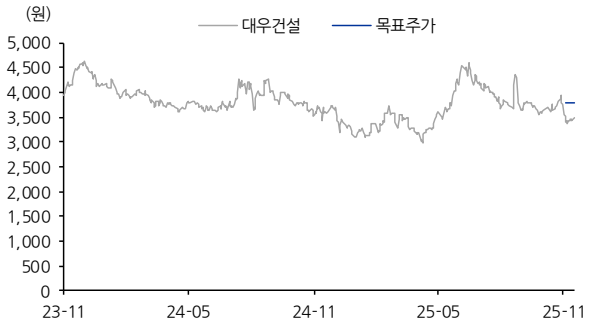
과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2025-11-18	HOLD	46,000	1년		

DL이앤씨(375500.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 류태환

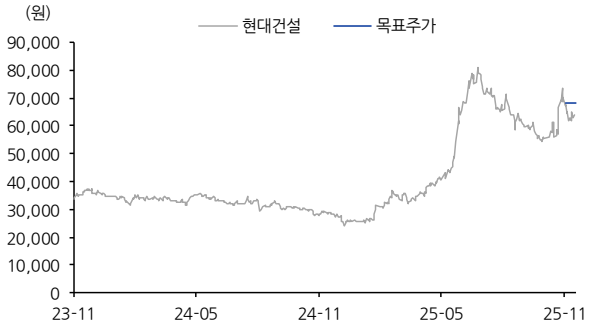


과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2025-11-18	HOLD	3,800	1년		

대우건설(047040.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 류태환



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2025-11-18	HOLD	68,000	1년		

현대건설(000720.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 류태환