

2026년 03월 04일 | 키움증권 리서치센터  
산업분석 | 건설 Overweight(Maintain)

# 착공, 늘 수 있을까

건설 Analyst 신대현 shin8d@kiwoom.com



Contents



Investment Summary

I. 착공 증가 조건을 갖춰가는

지방 부동산	3
> 돌아서고 있는 아파트 지표들	3
> 지방 부동산에 우호적인 정부 정책 이명박 정부와의 비교	15
> 마지막 남은건 수익성	30

II. 공공, 도시정비, 기업투자

수도권 공급	32
> 수도권 주택 시장 및 공급 점검	32
> 정부의 공공중심 공급정책	39
> 민간 도시정비와 반도체 투자	45

III. 건설업 투자전략

> Top Pick: 삼성E&A, HDC현대산업개발 관심종목: 아이에스동서 제시	51
---	----

기업분석

> 삼성E&A (028050)	54
> HDC현대산업개발 (294870)	60
> 아이에스동서 (010780)	65
> GS건설 (006360)	69
> 금호건설 (010780)	74

Compliance Notice

- 당사는 03월 04일 현재 보고서에 언급된 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

Investment Summary

>>> 착공 증가 조건을 갖춰가는 지방 부동산

지방 부동산 시장은 수도권 선호 현상과 공급 과잉으로 인해 매매가 약세를 보였었으나, 지난 몇 년간의 입주 감소와 정부의 수도권 규제로 인해 매매가 상승이 나타나고 있다. 현재 정부가 준비중인 5극 3특 정책, 2차 공공기관 이전은 과거 '5+2 광역경제권 전략', 1차 공공기관 이전과 비슷한 양상을 띄고 있으며, 당시였던 '10년초 비수도권은 수도권 대비 부동산 강세를 보인바가 있다. 이번 정책은 비수도권 내 아파트 수요를 자극시킬 수 있을 것으로 판단된다. 과거 본격적인 매매가 상승의 시기 착공 증가가 나타난 바가 있으므로 향후 착공 증가가 나타날 수 있을 것으로 판단된다. 다만, 공사비를 전가시킬 수준의 매매가 상승은 아직인 만큼 단기 착공 증가보단, '26년을 저점으로 중장기 착공 증가 사이클에 돌입할 것으로 전망된다.

>>> 공공, 도시정비, 기업투자

수도권의 경우도 전월세 매물이 감소하는 가운데, 아파트 거래량은 회복하는 모습을 보이고 있다. 다만, 주요 지역의 쏠림 현상과 비아파트 선호도 감소로 착공은 늘어나지 못하고 있다. 아파트 선호 현상은 단기간 지속될 것으로 예상되나, 주요 지역 쏠림 현상은 완화될 것으로 전망된다. 다만, 비수도권과 마찬가지로 주요 지역 외에 매매가 상승은 공사비 상승에 비해 여전히 부족한 상황으로 단기적인 착공 증가는 어려울 것으로 판단된다. 따라서, 수도권 공급에 있어서는 정부 정책에 따른 공공주택과 수도권 주요 지역 내의 도시정비에 집중할 필요가 있다. 공공주택 사업에선올해도 내가 민참사업을 확대할 것으로 예상된다. 도시정비 사업은 수도권 규제로 어려움을 겪고 있던 하나 매매가 상승이 가팔랐던 만큼 사업은 점차 진행될 것으로 판단된다. 또한, 최근 반도체 기업들의 투자로 인해 평택과 용인 등에서 미분양 감소와 함께 착공 증가 가능성도 염두할 필요가 있다.

>>> 건설업 투자전략

'26년을 저점으로 점차 착공 세대수는 증가할 수 있을 것이라 판단된다. 이에 주택 건설주에 대한 저평가는 점차 해소될 것으로 판단된다. 다만, 여전히 단기적인 착공 증가는 어렵다고 판단되는 만큼 개별 모멘텀이 있거나, 주택에선 자체 사업을 통해 성장 가시성을 확보한 업체에 집중할 필요가 있다. Top Pick으로는 삼성E&A와 HDC현대산업개발을 제시하며, 관심종목으로 아이에스동서를 제시한다.

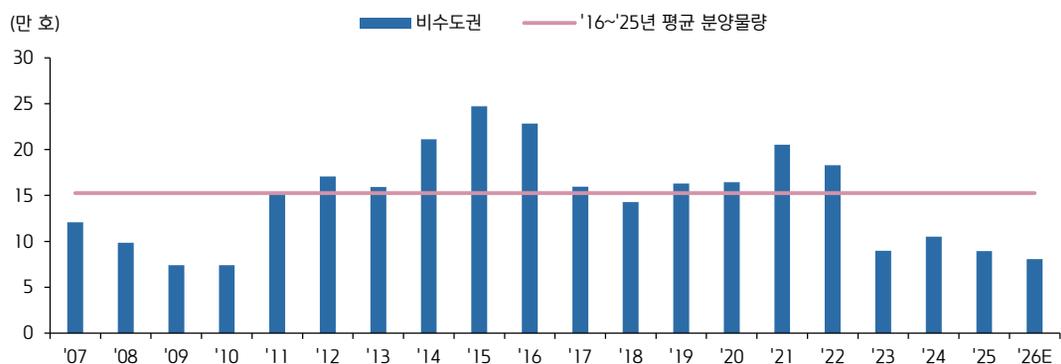
# I. 착공 증가 조건을 갖춰가는 지방 부동산

## >>> 돌아서고 있는 아파트 지표들

### 1) 지방 아파트는 무엇이 문제였을까?

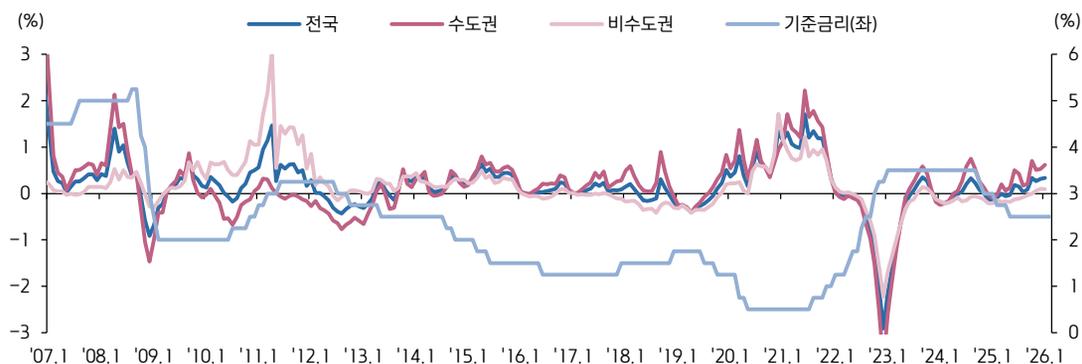
비수도권은 그동안 수도권과 달리 아파트 전세가/매매가 모두 하락세를 보였다. 이는 '10년대 이후로 충분한 공급이 이뤄진 영향 때문이다. 비수도권은 '10년 이후 수도권 대비 높은 매매가 상승을 보이면서 '11년부터 분양 세대수가 증가하게 되었고, '22년까지 꾸준한 분양세대수가 유지되었다. 하지만 '22년 이후 금리 인상과 주택 공급 과잉에 대한 이슈로 비수도권의 매매가는 하락했고, 장기간 회복하지 못했다.

### 20년간 비수도권 분양물량 추이 - '11년 이후 '22년까지 유지된 분양 세대수



자료: HDC렙스(구)부동산114, 키움증권 리서치센터

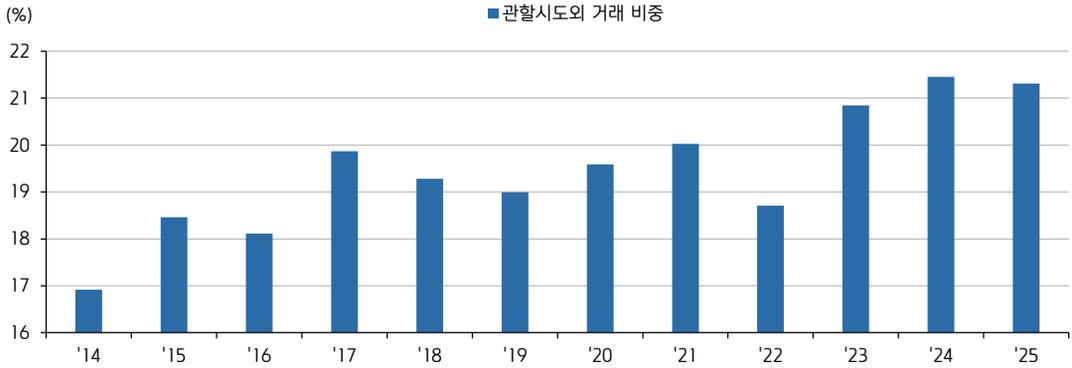
### 전국/수도권/비수도권 아파트 가격과 기준금리 추이



자료: 한국부동산원, 한국은행, 키움증권 리서치센터

특히, 정부의 다주택자 규제 등의 영향으로 인해 뜰뜰한 한채 수요가 증가하면서 수도권 선호 현상이 강화된 영향으로 비수도권 내 투자 수요가 감소하게 되었다. 비수도권의 경우 실거주를 하더라도 전월세를 선호하고 매매가 잘 이뤄지지 않은 것으로 파악된다. 결국 서울 내 뜰뜰한 한채 선호로 인한 지방 매매 기피 현상으로 비수도권 아파트 투심이 악화되었고, '22년 이후 매매가 급락 속에서 회복하지 못하고 있다. 이로 인해 분양 물량은 미분양으로 이어지게 되었다.

서울 아파트 거래 관할시도의 거래 비중(동(호)수 기준) - '16년 이후 타지역 거주자의 서울 거래 증가



자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터

비수도권 미분양, 준공 후 미분양 추이 - 미분양 물량 정체 중



자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터

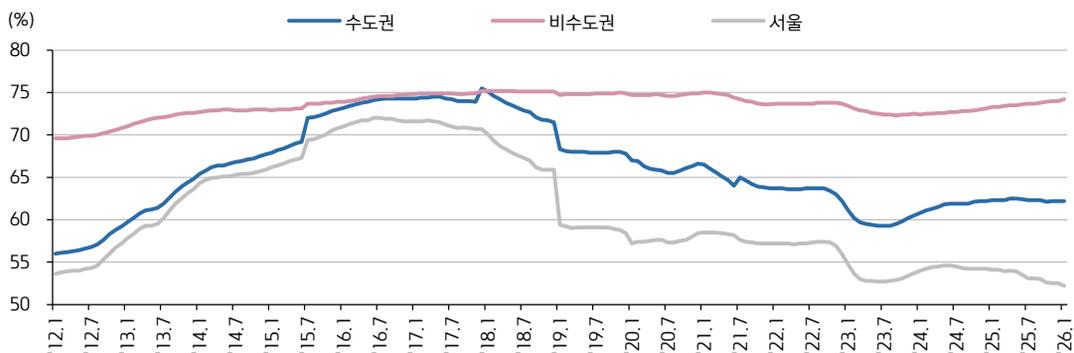
## 2) 지방 아파트 시장에서의 변화 감지

그러나 최근 일부 지방 부동산 시장, 특히 광역시에서 이런 악순환에서 벗어나는 모습이 보인다. 광역시도 서울과 마찬가지로 특정 구(좋은 입지)에 대한 선호가 있다. 부산의 경우 해운대구, 수영구, 동래구를 중심으로 연제구, 남구까지 선호된다. 대구의 경우 수성구, 중구, 서구 등이 선호되며, 대전의 경우 서구, 유성구가 선호되는 지역이다. 광주의 경우 서구, 동구, 광산구가 울산의 경우 남구, 중구와 일부 북구 지역이 선호되는 지역이다. **현재 광역시를 중심으로 매매가 상승과 함께 기존 재고가 감소하고 있고, 특히, 광역시 내 주요 지역에선 이런 현상이 더 잘 나타나고 있다.**

**이런 현상이 나타나는 가장 큰 이유는 1) 분양 물량 감소와 일부 현장들의 공사 지연으로 입주가 감소한 점과, 2) 정부의 수도권 부동산 규제 때문이다.** 먼저, 입주 물량의 감소는 신규 전월세 매물 증가에 직접적인 영향을 미친다. 아파트 준공 시점에 잔금이 부족한 경우 전세를 내놓으면서 자금 부담을 줄이는 경우도 있고, 기존 주택을 처분하지 않은 상태로 기존 주택을 전세로 내놓는 경우가 있기 때문이다. 지방의 경우 입주 물량이 감소함에 따라 전월세 매물이 감소하는 상황에서 매매보단 전월세를 선호하는 현상으로 인해 **시장 내 전월세 매물이 급격하게 감소한 것으로 파악된다.** 특히, 이런 전월세 매물의 감소 현상은 광역시 내에서 더 잘 나타나지만, 그 외 지역에서도 공통적으로 나타나고 있는 현상이다

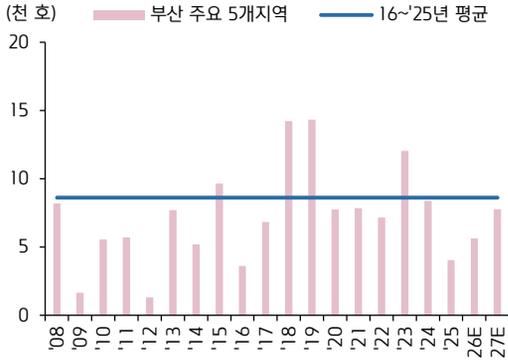
이러한 전월세 매물의 감소는 전세가의 상승을 이끌었다. 모든 광역시들은 주요 선호 지역을 중심으로 '25 년 하반기부터 전세가가 반등하기 시작했다. 최근 비수도권의 아파트 전세가율은 과거 상단인 75.2%에 근접한 74.2% 수준이다. 이런 전세가율의 상승은 결국 비수도권 매매가를 끌어올리게 되었고, '25 년 말부터 광역시 주요 지역들의 매매가 상승세가 확인되고 있다. '26 년에도 여전히 대부분의 광역시의 입주 물량은 제한적인 수준으로 유지될 것으로 전망되는 만큼, 현재의 전세가 상승폭의 추가 상승과 매매가의 상승도 지속될 수 있다고 판단된다.

### 수도권, 비수도권 전세가율 추이(평균값 기준)



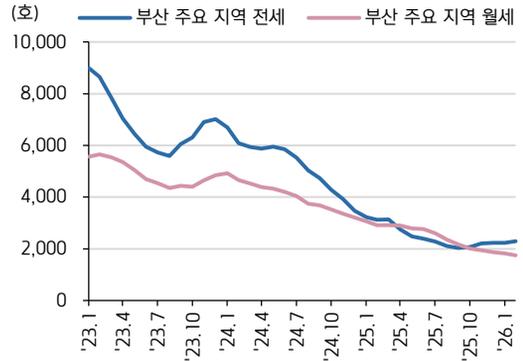
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터

### 부산 주요 지역 입주 추이 - 평균 하회 지속



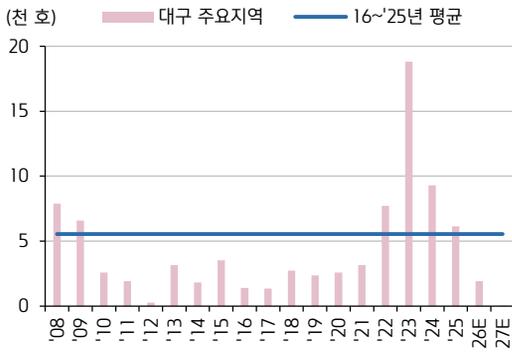
자료: HDC랩스(구)부동산114, 키움증권 리서치

### 부산 주요 지역 전월세 매매 매물 추이



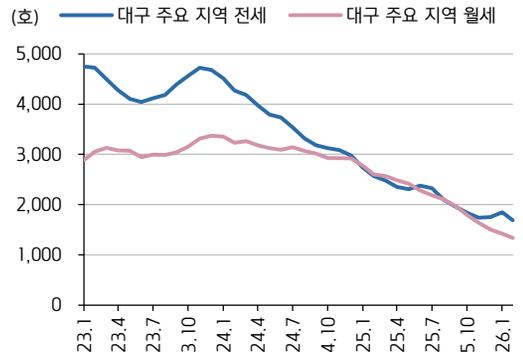
자료: 아실, 키움증권 리서치

### 대구 주요 지역 입주 추이 - '23년 이후 급감



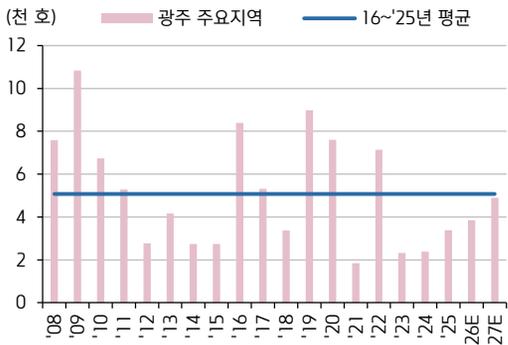
자료: HDC랩스(구)부동산114, 키움증권 리서치

### 대구 주요 지역 전월세 매매 매물 추이



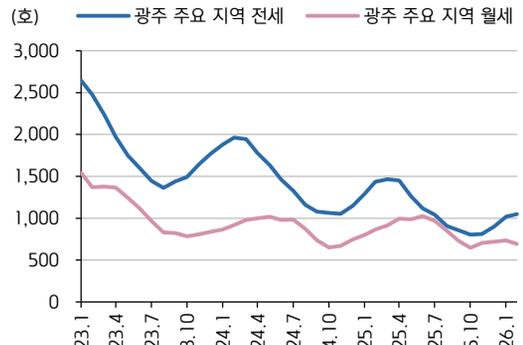
자료: 아실, 키움증권 리서치

### 광주 주요 지역 입주 추이 - 평균 하회 지속



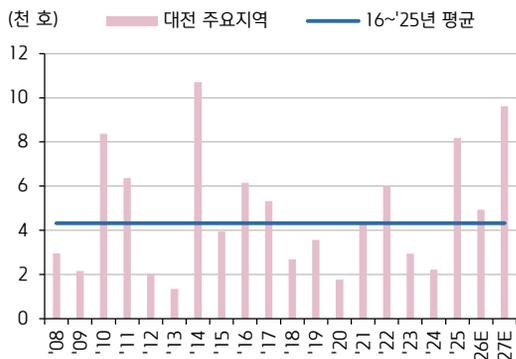
자료: HDC랩스(구)부동산114, 키움증권 리서치

### 광주 주요 지역 전월세 매매 매물 추이



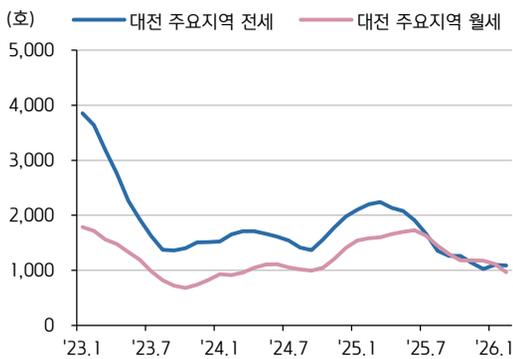
자료: 아실, 키움증권 리서치

### 대전 주요 지역 입주 추이 - '25년부터 평균 상회



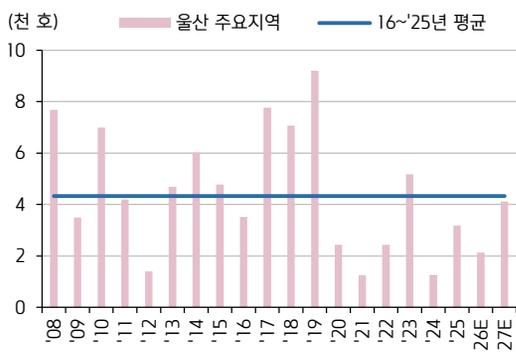
자료: HDC랩스(구)부동산114, 키움증권 리서치

### 대전 주요 지역 전월세 매물 추이



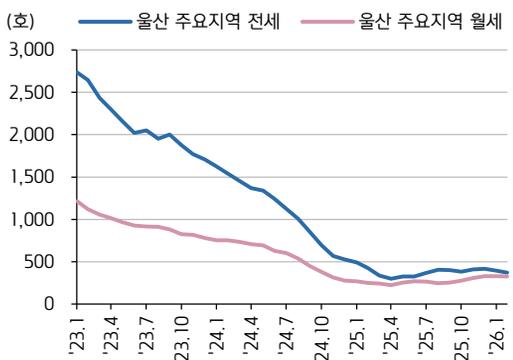
자료: 아실, 키움증권 리서치

### 울산 주요 지역 입주 추이 - 평균 하회 지속



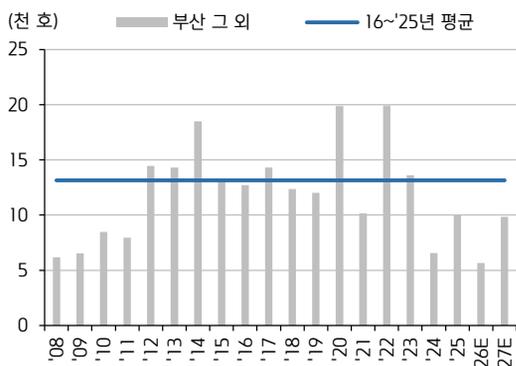
자료: HDC랩스(구)부동산114, 키움증권 리서치

### 울산 주요 지역 전월세 매물 추이



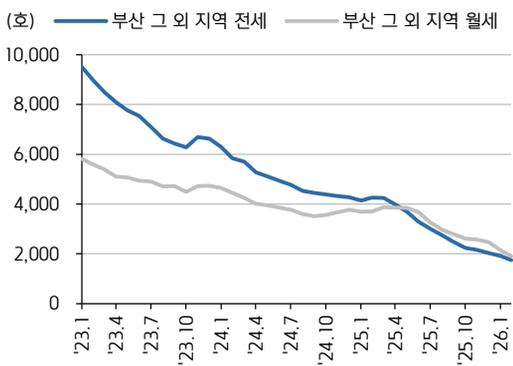
자료: 아실, 키움증권 리서치

### 부산 그 외 지역 입주 추이



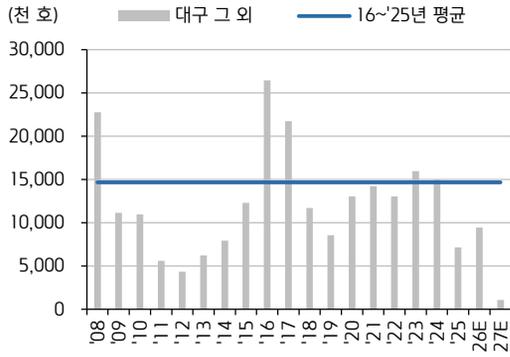
자료: HDC랩스(구)부동산114, 키움증권 리서치

### 부산 그 외 지역 전월세 매매 매물 추이



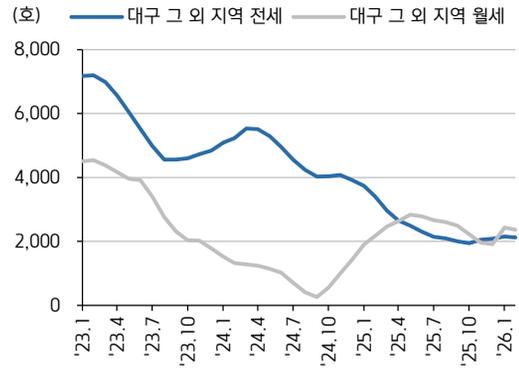
자료: 아실, 키움증권 리서치

### 대구 그 외 지역 입주 추이



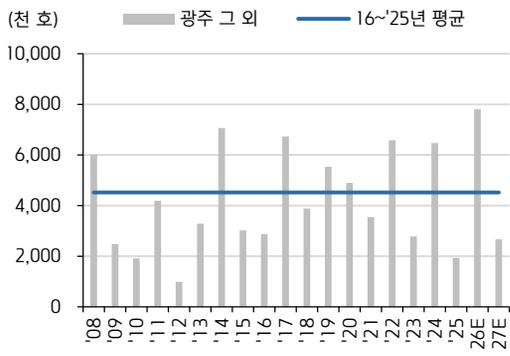
자료: HDC랩스(구)부동산114, 키움증권 리서치

### 대구 그 외 지역 전월세 매물 추이



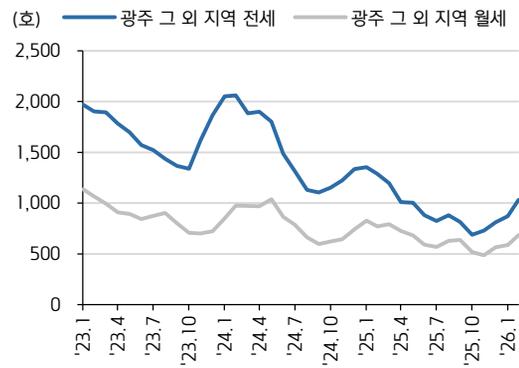
자료: 아실, 키움증권 리서치

### 광주 그 외 지역 입주 추이



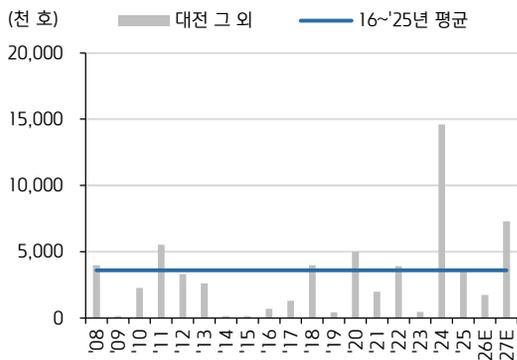
자료: HDC랩스(구)부동산114, 키움증권 리서치

### 광주 그 외 지역 전월세 매물 추이



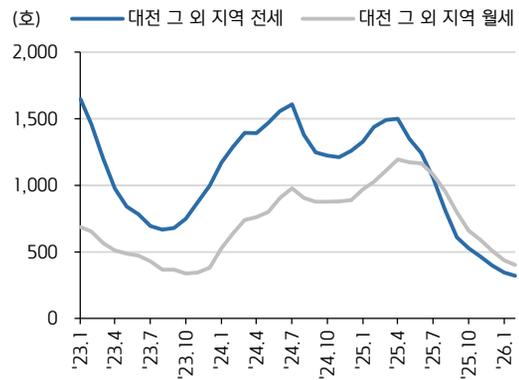
자료: 아실, 키움증권 리서치

### 대전 그 외 지역 입주 추이



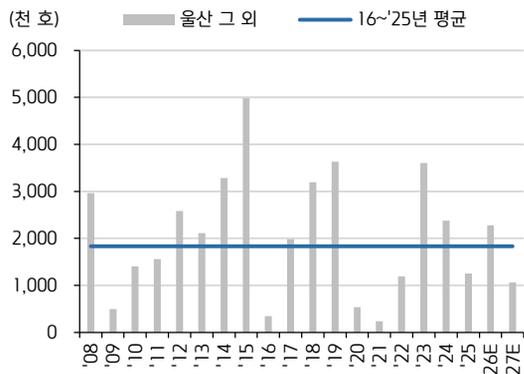
자료: HDC랩스(구)부동산114, 키움증권 리서치

### 대전 그 외 지역 전월세 매물 추이



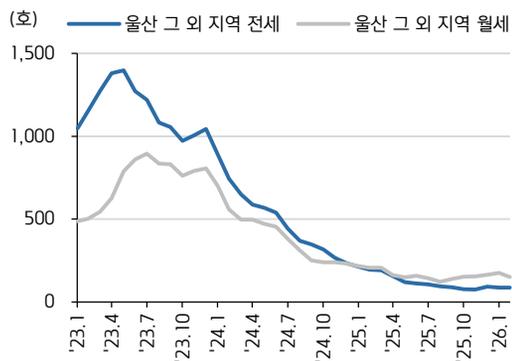
자료: 아실, 키움증권 리서치

### 울산 그 외 지역 입주 추이



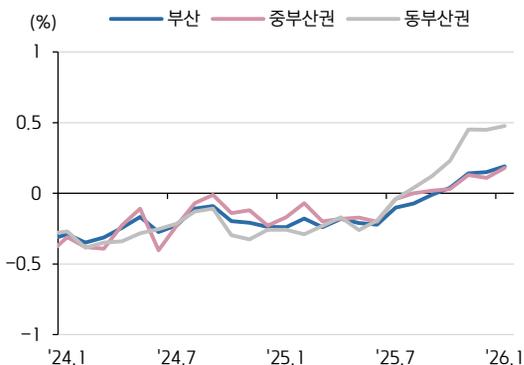
자료: HDC랩스(구)부동산114, 키움증권 리서치

### 울산 그 외 지역 전월세 매물 추이



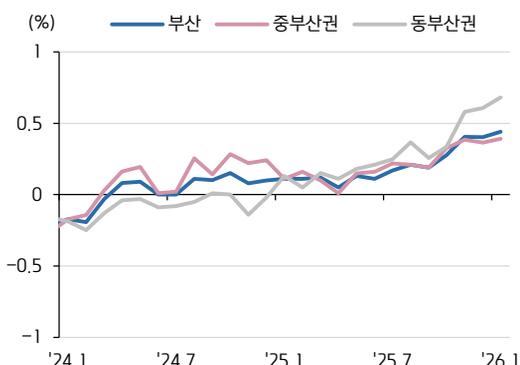
자료: 아실, 키움증권 리서치

### 부산/중부산/동부산권 매매가 MoM 추이



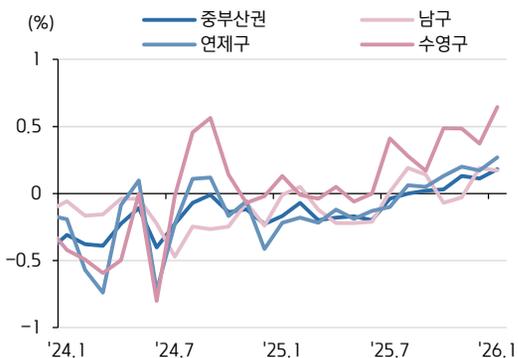
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치

### 부산/중부산/동부산권 전세가 MoM 추이



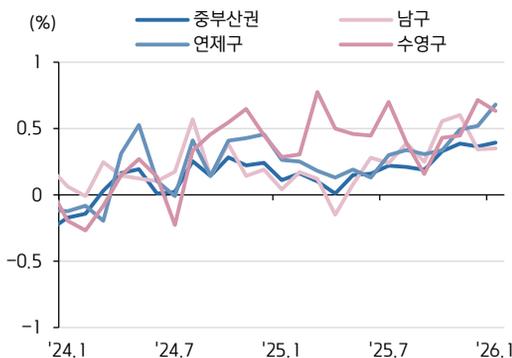
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치

### 중부산권 매매가 추이- 남구, 연제구, 수영구 상승



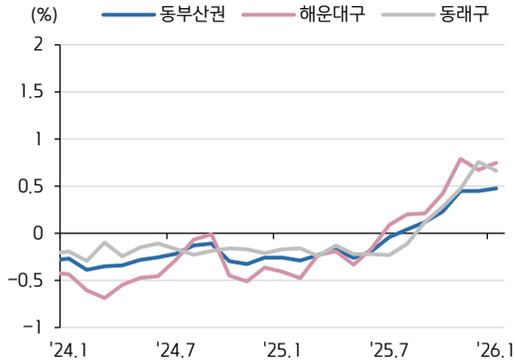
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치  
Y축: MoM 변화율

### 중부산권 전세가 추이- 남구, 연제구, 수영구 상승



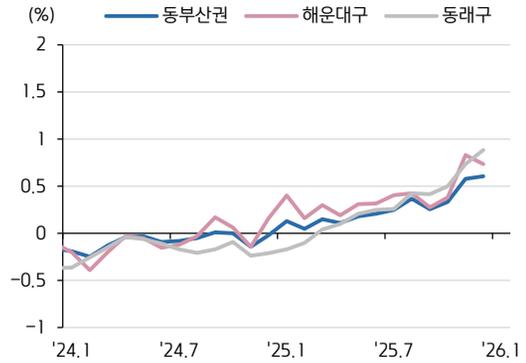
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치  
Y축: MoM 변화율

동부산권 매매가 추이- 해운대구, 동래구 상승



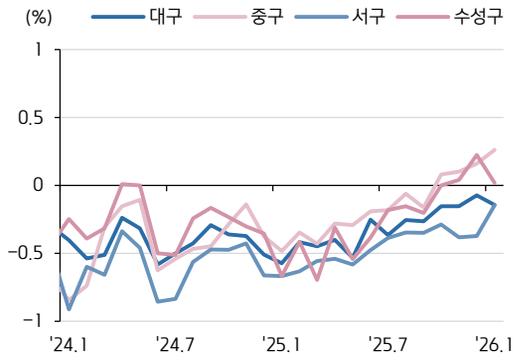
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치  
Y축: MoM 변화율

동부산권 전세가 추이- 해운대구, 동래구 상승



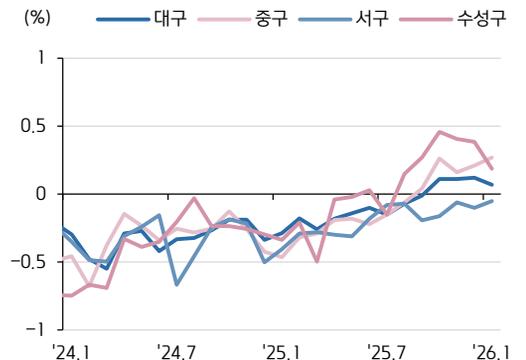
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치  
Y축: MoM 변화율

대구 매매가 MoM 추이- 중구, 수성구 상승 전환



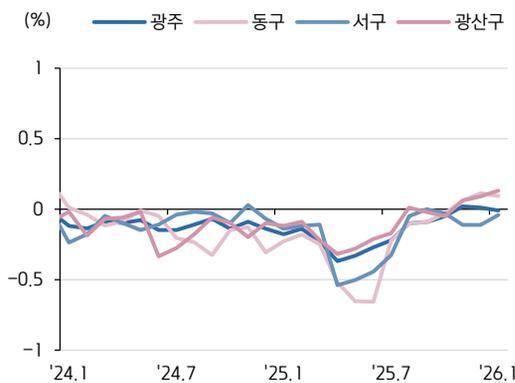
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치

대구 전세가 MoM 추이- 중구, 수성구 상승 전환



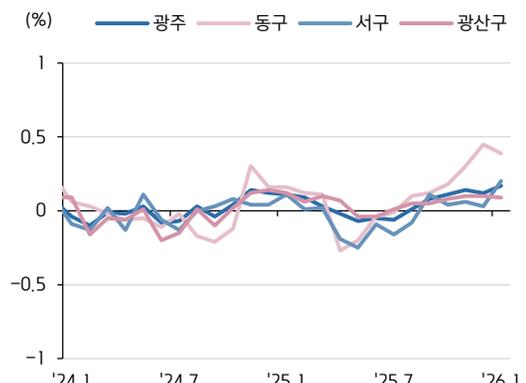
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치

광주 매매가 MoM 추이- 동구, 광산구 상승 전환



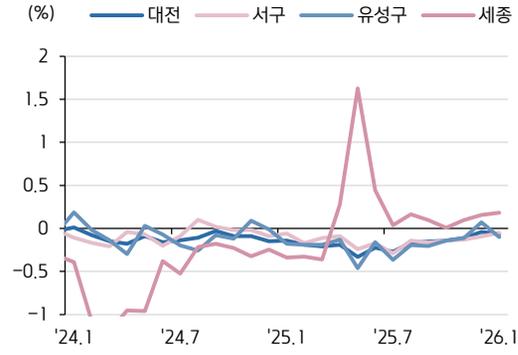
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치

광주 전세가 추이- 동구, 광산구, 서구 상승 전환



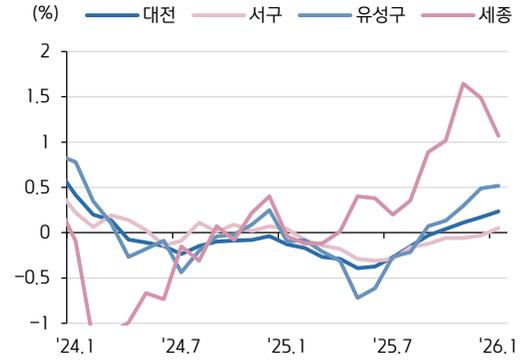
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치  
Y축: MoM 변화율

### 대전 매매가 MoM 추이



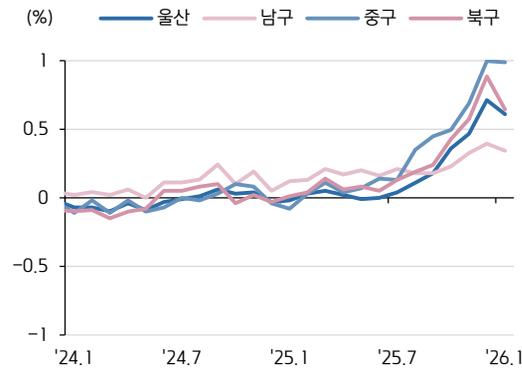
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치

### 대전 전세가 MoM 추이- 서구, 유성구 상승 전환



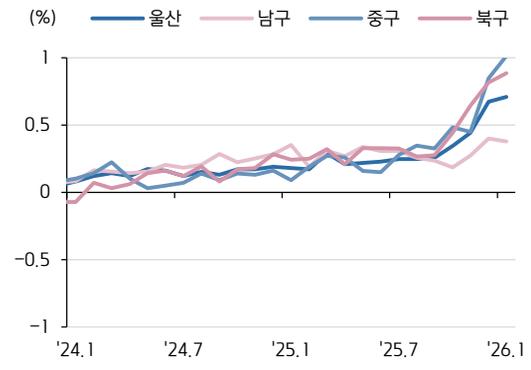
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치

### 울산 매매가 MoM 추이- '24년부터 상승 중



자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치

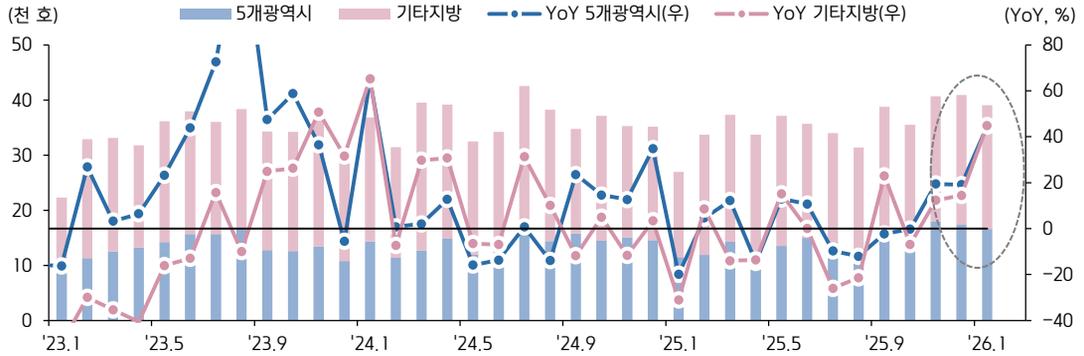
### 울산 전세가 MoM 추이- '24년부터 상승 중



자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치

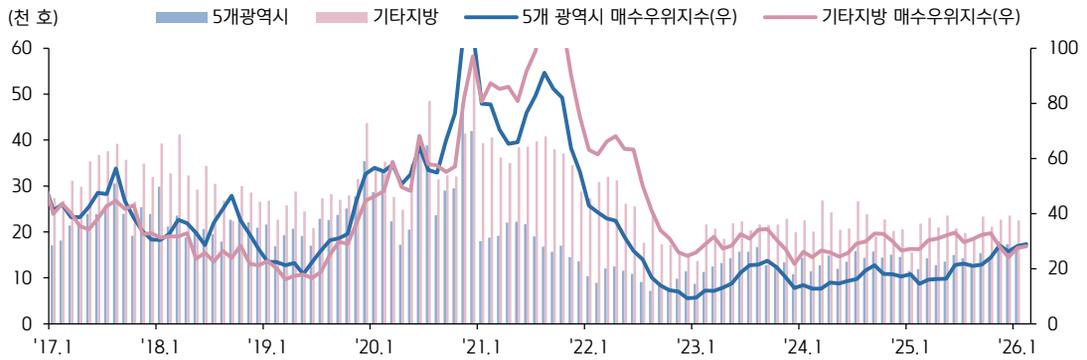
정부의 수도권 규제 또한 기존 재고 감소와 매매가 상승에 영향을 미쳤다. 정부는 6.27 수도권 중심 가계부채 관리 방안과 10·15 수도권 추가 대출 규제 및 규제 지역 확대를 통해 수도권 내 부동산 규제를 확대하고 있다. 특히, **10·15 부동산 규제에서 토지거래허가제 추가와 고액 주택에 대한 대출 규제 강화로 인해 서울 내 선호되는 입지 투자가 어려워진 상황**이다. **이로 인해 일부 아파트 투자 수요가 광역시의 주요 도시로 확산된 것으로 판단**된다. 지방 광역시들의 주요 지역들 매매 매물은 광주를 제외하고 '25 년 10 월을 기점으로 하락하고 있기 때문이다. 최근 비수도권의 거래량도 10 월 이후로 상승하고 있는 만큼 수도권 규제가 지속되거나, 강화된다면 이런 추세는 지속될 것으로 전망된다.

비수도권(5개 광역시, 기타 지방) 거래량 추이 및 YoY 변화율 - 10월 이후 YoY 상승



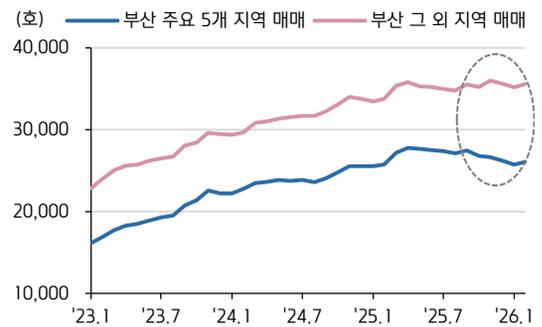
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터

비수도권 거래량 추이 및 매수우위지수 - 매수우위지수 상승 지속, 거래량 상승 지속 전망



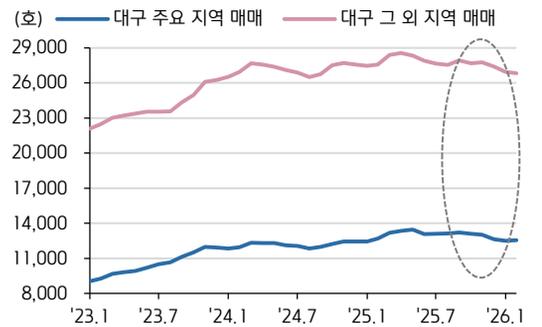
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터

부산 매매 매물 - 10월 이후 주요 지역 하락



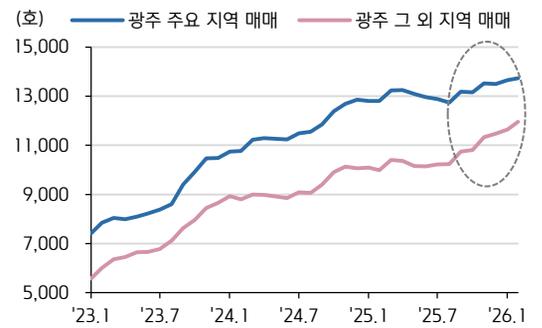
자료: 아실, 키움증권 리서치

대구 매매 매물 - 10월 이후 하락 지속



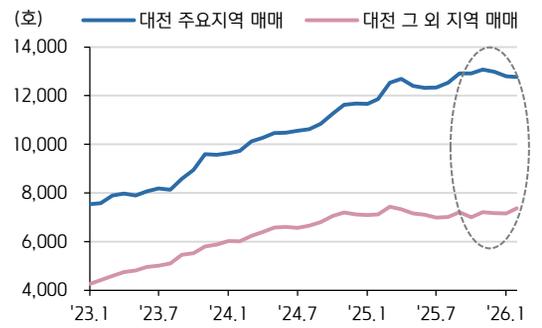
자료: 아실, 키움증권 리서치

광주 매매 매물 - 아직 상승 지속



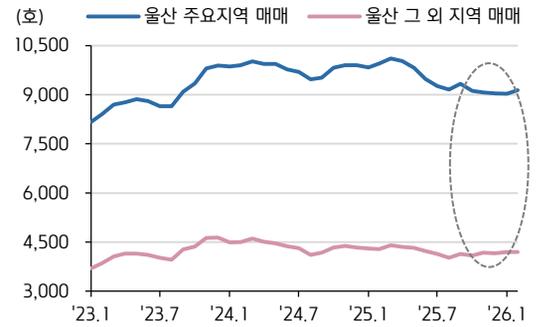
자료: 아실, 키움증권 리서치

대전 매매 매물 - 10월 이후 주요 지역 하락



자료: 아실, 키움증권 리서치

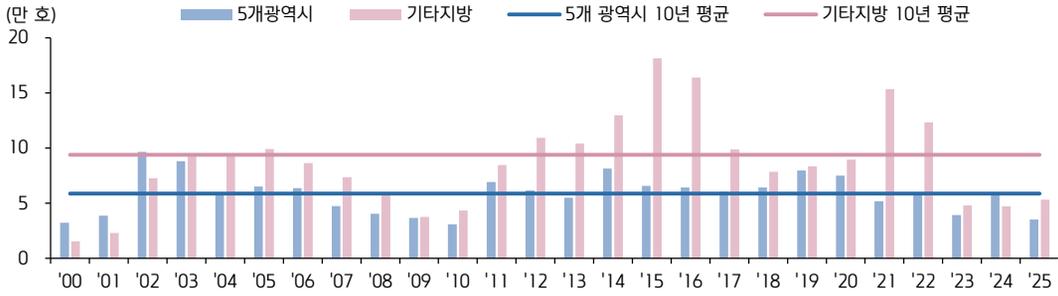
울산 매매 매물 - 주요 지역 '25년부터 하락



자료: 아실, 키움증권 리서치

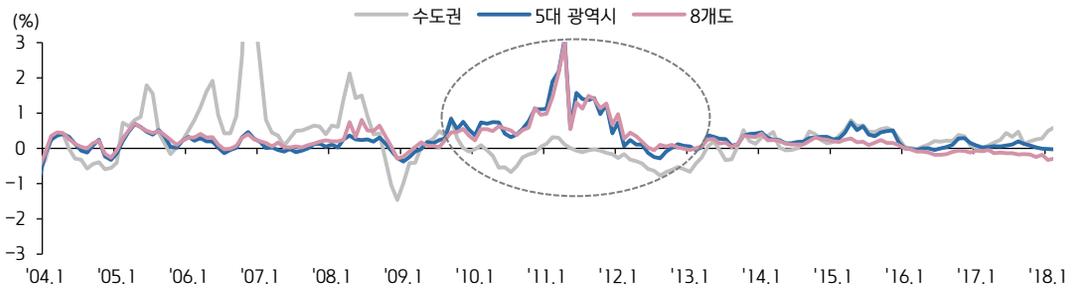
과거 금융위기 당시를 살펴보면, 매매가가 상승을 지속하면 분양을 통해 일정수준 공급이 되더라도 미분양이 감소하는 모습을 보였다. '12~'15 년도 5 개 광역시를 포함한 비수도권 지역에서 분양이 증가하였음에도 미분양 및 준공 후 미분양은 모두 하락세를 보였다. 따라서, 중장기적으로 매매가가 상승한다는 컨센서스가 형성된다면 분양에 있어서의 우려는 감소할 것으로 판단된다.

### 5개 광역시, 기타지방 '00년 이후 분양 세대수 추이



자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터  
주) 10년 평균은 '16~'25년 평균

### '04~'17년 수도권, 5대 광역시, 기타지방(8개도) 매매가 MoM 추이 - 금융위기 이후 비수도권 강세



자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터

### 5개 광역시 미분양/준공 후 미분양 추이



자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터  
주) 파란색: 5개 광역시 아파트 매매가 3% 이상 상승, 빨간색: 5개 광역시 아파트 매매가 1% 이상 하락

### 기타 지방(8개도) 미분양/준공 후 미분양 추이



자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터  
주) 파란색: 기타 지방 아파트 매매가 3% 이상 상승, 빨간색: 기타 지방 아파트 매매가 1% 이상 하락

## >>> 지방 부동산에 우호적인 정부 정책, 이명박 정부와의 비교

### 1) 공공기관 이전과 5극 3특

이재명 대통령은 후보 시절부터 공약목록으로 **5극 3특을 추진할 것**이라 언급했다. 이는 **1) 세종 행정수도 완성**과 **2) 17 개 시도단위 행정체계를 5 극(5 대 초광역권: 수도권, 동남권, 대경권, 중부권, 호남권), 3 특(강원특별자치도, 전북특별자치도, 제주특별자치도)으로 재설계 하는 것**이다. 구체적인 시행 방안으로는 1) 5 극 3 특 중심으로 초광역권 60 분 교통체계를 구축, 2) 지방 인프라(하수관로정비, 도시재생사업, 스마트팜) 등 지원 확대, 3) 국회 세종의사당과 대통령 세종 집무실 건립, 4) 제 2차 공공기관 지방이전, 5) 정부 주도 국민성장펀드 및 벤처투자시장 투자 비수도권 비중 40%까지 확대, 6) 앵커기업 확보, 지방 내 기업 규제 완화 및 기업입지 인근 주거지 개발 등이 포함된다. **전반적인 비수도권의 인프라를 확대하고 일자리 확보를 위해 공공기관 및 민간기업 유치를 위한 방안들이 포함되어 있는 것이다.** 이는 지방 발전을 위해 과거 정부에서 사용한 '1차 공공기관 이전'과 '5+2 광역경제권 전략'과 유사한 부분이 있다.

#### 5극 3특 지역 구분

구분	종류	행정구역
5극(5개 초광역권)	수도권	서울특별시, 경기도, 인천광역시
	충청권	세종특별자치시, 대전광역시, 충청북도, 충청남도
	동남권	부산광역시, 울산광역시, 경상남도
	대경권	대구광역시, 경상북도
	호남권	광주광역시, 전라남도
3특(3개 특별자치도)	강원특별자치도	강원특별자치도
	전북특별자치도	전북특별자치도
	제주특별자치도	제주특별자치도

자료: 키움증권 리서치센터

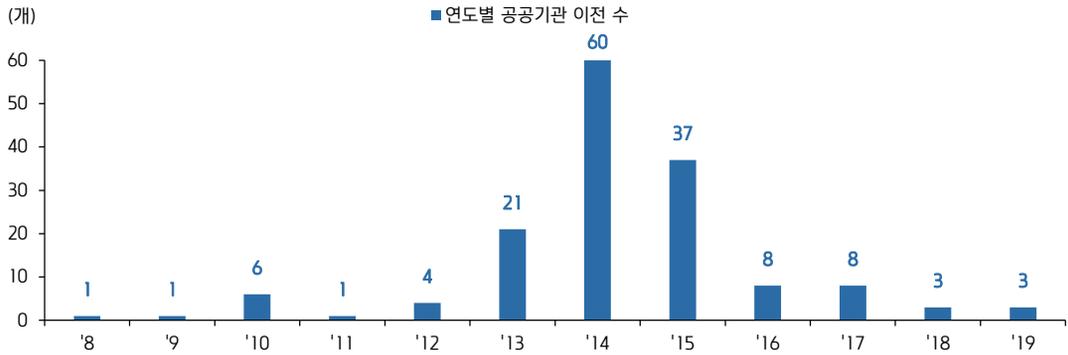
1 차 공공기관 이전은 '03 년 기본구상 발표 이후 '19 년까지 이어진 공공기관 지방이전 정책이다. '05 년 6 월 '공공기관 지방이전 계획'을 통해 혁신도시(공공기관 이전 지역) 및 이전대상 공공기관(175 개) 지정 발표가 되었으며, '07 년 10 개 혁신도시의 개발예정 지구 지정 등이 추진되었다. 이후 이명박 정부와 박근혜 정부 당시 공공기관지방이전추진단에서 매년 공공기관 지방이전계획안들이 결정되었으며, '12.12 월 국토교통인재개발원의 제주혁신도시 이전을 시작으로 본격적인 이전이 시작되어, '14 년까지 94 개, '15 년 36 개, '16 년 9 개, '17 년 8 개, '18 년 3 개, '19 년 3 개 기관 총 153 개 기관이 이전했다.

1차 공공기관 이전 현황- 총 153개 기관 비수도권 이전

지역	이전대상 기관 및 이전시기	이전 기관수
부산	국립수산물품질관리원('15.2), 국립해양조사원('12.12), 한국해양수산개발원('15.3), 한국해양과학기술원('17.12) 주택도시보증공사('14.12), 한국자산관리공사('14.12), 한국주택금융공사('14.11), 한국예탁결제원('14.11) 한국남부발전('14.10), 게임물관리위원회('13.10), 영상물등급위원회('13.9), 영화진흥위원회('13.10), 한국청소년상담복지개발원('14.9)	13 개
	신용보증기금('14.12), 한국산업기술기획평가원('14.9), 한국산업단지공단('14.1) 중앙교육연수원('15.10), 한국교육학술정보원('13.10), 한국사학진흥재단('14.3) 중앙병역판정검사소('12.12), 한국가스공사('14.9), 한국부동산원('13.8), 한국지능정보사회진흥원('15.7) 중앙 119 구조본부('14.11), 한국장학재단('15.11)	12 개
광주/ 전남	한국전력공사('14.11), 한전 KDN('14.12), 한전 KPS('14.12), 한국전력거래소('14.9) 국립전파연구원('14.6), 우정정보관리원('13.3), 한국방송통신전파진흥원('14.2), 한국인터넷진흥원('17.6) 농식품공무원교육원('13.12), 한국농어촌공사('14.9), 한국농촌경제연구원('15.7), 농림식품기술기획평가원('19.1) 한국농수산식품유통공사('14.8), 사립학교교직원연공공단('14.12), 한국문화예술위원회('14.4), 한국콘텐츠진흥원('14.5) 해양경찰교육원('13.11)	17 개
	한국동서발전('14.6), 한국석유공사('14.11), 한국에너지공단('19.2), 에너지경제연구원('14.12) 고용노동부공객상담센터('12.12), 근로복지공단('14.3), 한국산업안전보건공단('14.2), 한국산업인력공단('14.5) 국립재난안전연구원('15.12)	9 개
강원	한국관광업공단('15.8), 대한석탄공사('14.12) 한국보훈복지의료공단('13.12), 건강보험심사평가원('15.12), 국민건강보험공단('15.12), 대한적십자사('14.5) 국립과학사서연구원('13.11), 한국관광공사('14.12), 국립공원공단('17.4), 한국도로교통공단('15.11), 한국지방행정연구원('16.12) 산림항공본부('13.11), 한국광물자원공사('15.7)	13 개
	정보통신정책연구원('14.6), 정보통신산업진흥원('15.6) 국가공무원인재개발원('16.9), 법무연수원('15.3), 한국교육개발원('17.2), 한국교육과정평가원('18.2) 국가기술표준원('14.5), 한국가스안전공사('13.12), 한국고용정보원('14.9), 한국소비자원('14.8), 한국과학기술기획평가원('19.12) 식품의약품안전처('10.12), 질병관리청('10.12), 식품의약품안전평가원('10.12), 한국보건복지인재원('10.11), 한국보건산업진흥원('10.11) 한국토지정보공사('13.11)	16 개
전북	한국농수산대학('15.2), 농촌진흥청('14.7), 국립농업과학원('14.7), 국립식량과학원('15.3), 국립원예특작과학원('15.3), 국립축산과학원('15.3) 지방자치인재개발원('13.8), 국민연금공단('15.6), 한국전기안전공사('14.6), 한국출판문화산업진흥원('15.7), 한국식품연구원('17.9) 한국농업기술진흥원('16.8)	13 개
	한국도로공사('14.11), 한국교통안전공단('14.4) 국립농산물품질관리원('13.12), 농림축산검역본부('15.12), 국립종자원('14.7) 조달품질원('13.12), 우정사업조달센터('13.4), 대한법률구조공단('14.4), 한국법무보호복지공단('14.4), 한국전력기술('15.8) 한국수력원자력('16.3), 한국원자력환경공단(전, 한국원자력환경공단('11.3), 한국건설관리공사('16.4) 한국토지주택공사('15.4), 국토안전관리원('17.12), 주택관리공단('16.6) 중소벤처기업진흥공단('14.7), 한국산업기술시험원('15.3), 한국세라믹기술원('15.3) 중앙관세분석소('13.1), 한국남동발전('14.4), 한국승강기안전공단('16.7), 한국저작권위원회('15.6), 국방기술품질원('14.5) 국토교통인재개발원('12.12), 국세공무원교육원('15.9) 국세청 주류연허지원센터('15.9), 국세상담센터('15.10), 국립기상과학원('13.12), 공무원연금공단('15.9) 한국지능정보사회진흥원('15.7) 한국국제교류재단('18.7), 재외동포재단('18.9)	13 개
경남	한국도로공사('14.11), 한국교통안전공단('14.4) 국립농산물품질관리원('13.12), 농림축산검역본부('15.12), 국립종자원('14.7) 조달품질원('13.12), 우정사업조달센터('13.4), 대한법률구조공단('14.4), 한국법무보호복지공단('14.4), 한국전력기술('15.8) 한국수력원자력('16.3), 한국원자력환경공단(전, 한국원자력환경공단('11.3), 한국건설관리공사('16.4) 한국토지주택공사('15.4), 국토안전관리원('17.12), 주택관리공단('16.6) 중소벤처기업진흥공단('14.7), 한국산업기술시험원('15.3), 한국세라믹기술원('15.3) 중앙관세분석소('13.1), 한국남동발전('14.4), 한국승강기안전공단('16.7), 한국저작권위원회('15.6), 국방기술품질원('14.5) 국토교통인재개발원('12.12), 국세공무원교육원('15.9) 국세청 주류연허지원센터('15.9), 국세상담센터('15.10), 국립기상과학원('13.12), 공무원연금공단('15.9) 한국지능정보사회진흥원('15.7) 한국국제교류재단('18.7), 재외동포재단('18.9)	11 개
	국토교통인재개발원('12.12), 국세공무원교육원('15.9) 국세청 주류연허지원센터('15.9), 국세상담센터('15.10), 국립기상과학원('13.12), 공무원연금공단('15.9) 한국지능정보사회진흥원('15.7) 한국국제교류재단('18.7), 재외동포재단('18.9)	9 개
충남	경찰인재개발원('09.11), 경찰수사연수원('13.3), 국립특수교육원('10.11), 경찰대학('16.2) 관세국경인재개발원(구, 관세국경관리연수원('08.2), 한국중부발전('15.6), 국방대학교('17.8), 한국서부발전('15.12) 국가과학기술연구회('14.12), 한국법제연구원('14.1), 한국조세재정연구원('14.10), 경제·인문사회연구회('14.12) 과학기술정책연구원('14.12), 대외경제정책연구원('14.12), 산업연구원('14.12), 한국개발연구원('13.12), 한국교통연구원('14.12) 한국노동연구원('14.12), 한국보건사회연구원('14.12), 한국직업능력개발원('14.12), 한국청소년정책연구원('14.12) 한국환경정책평가연구원('14.12), 한국해양교통안전공단(구, 선박안전기술공단('15.2) 국토연구원('17.1) 농림수산물교육문화정보원('15.9), 축산물품질평가원('15.8), 가축위생방역지원본부('15.9)	8 개
	경찰인재개발원('09.11), 경찰수사연수원('13.3), 국립특수교육원('10.11), 경찰대학('16.2) 관세국경인재개발원(구, 관세국경관리연수원('08.2), 한국중부발전('15.6), 국방대학교('17.8), 한국서부발전('15.12) 국가과학기술연구회('14.12), 한국법제연구원('14.1), 한국조세재정연구원('14.10), 경제·인문사회연구회('14.12) 과학기술정책연구원('14.12), 대외경제정책연구원('14.12), 산업연구원('14.12), 한국개발연구원('13.12), 한국교통연구원('14.12) 한국노동연구원('14.12), 한국보건사회연구원('14.12), 한국직업능력개발원('14.12), 한국청소년정책연구원('14.12) 한국환경정책평가연구원('14.12), 한국해양교통안전공단(구, 선박안전기술공단('15.2) 국토연구원('17.1) 농림수산물교육문화정보원('15.9), 축산물품질평가원('15.8), 가축위생방역지원본부('15.9)	19 개

자료: 국토교통부, 언론기사, 위키피디아, 키움증권 리서치센터  
주 1) 취소선은 사라진 공공기관

연도별 공공기관 이전 수 - '13~'15년 몰려있음



자료: 국토교통부, 언론기사, 위키피디아, 키움증권 리서치센터

2 차 공공기관 이전은 문재인 정부 당시부터 선거 공약에 포함되며 윤석열 정부까지 논의가 지속되어왔으나, 실질적인 진전이 없었다. 다만, 이재명 정부에 들어서 다시 활발한 논의가 되고 있으며, '26 년 상반기 중 이전 대상을 확대하고 '27 년 이전을 시작하겠다는 계획을 갖고 있다. 현재 이전 대상으로 거론되는 공공기관은 약 350 개 기관이며, 지자체들은 TF 를 꾸려 공공기관 유치에 나서고 있다. 특히, 이번 2 차 공공기관 이전은 5 구 3 특과의 연계 를 통해 주요 대도시권과 거점도시 중심으로 유치되면서, 1 차 공공기관 이전에서의 분산화 문제를 보완할 것으로 전망된다.

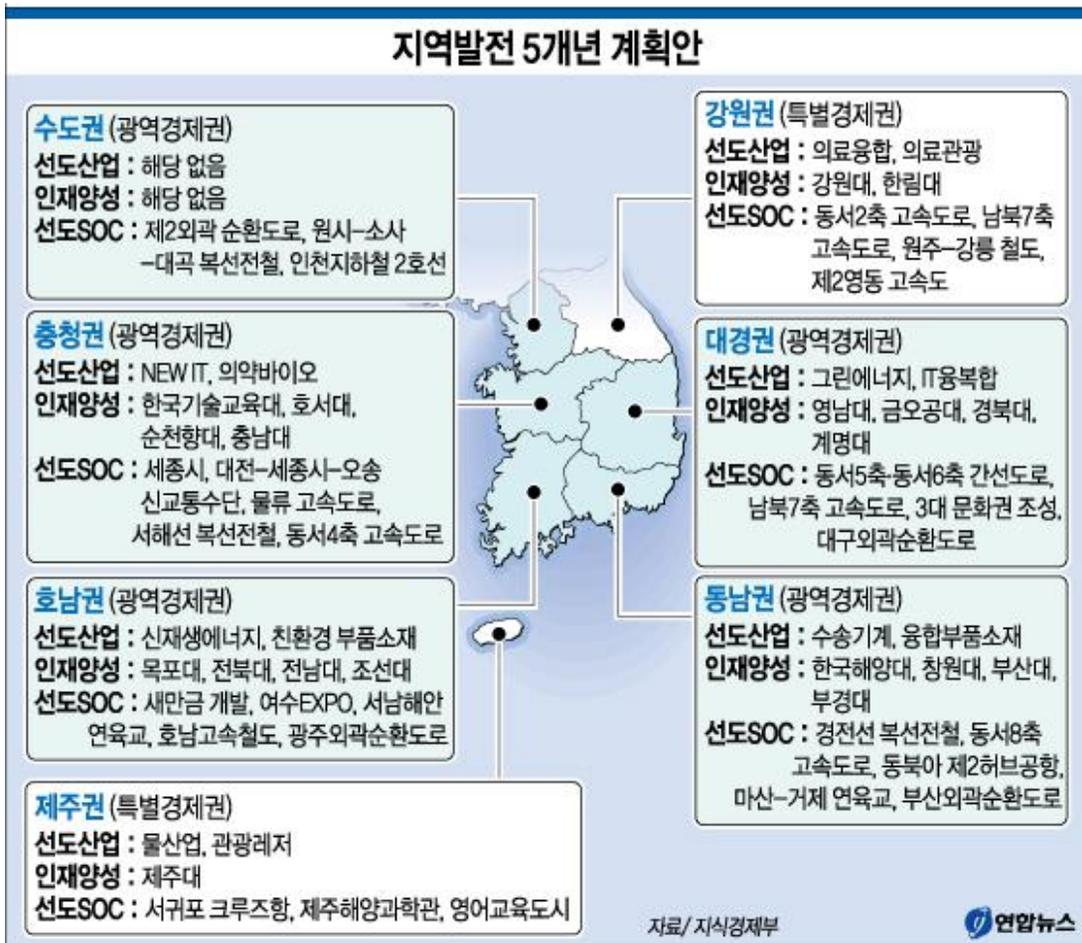
지자체별 2차 공공기관 이전 희망 기관 리스트

지자체	공공기관
강원	한국은행, 금융감독원, 한국지역난방공사, 한국국방연구원, 한국수출입은행 등
경북	농협중앙회, 한국마사회, 새마을운동중앙회, 국토교통과학기술진흥원, 한국철도기술연구원 등
경남	한국우주항공산업협회, 한국지역난방공사, 국방기술품질원 등
전북	농협중앙회, 한국마사회, 한국국방연구원, 국기원, 한국투자공사 등
전남	농협중앙회, 수협중앙회, 한국지역난방공사, 한국환경공단 등
제주	한국공항공사, 한국마사회, 한국교통안전공단 등
충북	한국공항공사, 대한체육회, 한국지역난방공사, 민체육진흥공단 등
충남	한국환경공단, 한국탄소중립진흥원, 한국환경산업기술원, 한국문화예술포육진흥원, 한국투자공사 등
광주	한국에너지기술평가원, 한전 인재개발원, 사회보장정보원, 한국디자인진흥원 등
대구	IBK 기업은행, 한국데이터산업진흥원, 한국산업기술진흥원, 한국에너지기술평가원, 한국환경공단 등
대전	코레일 네트워크, 지식재산연구원, 대한무역투자진흥공사, 과학기술사업화진흥원 등
부산	한국산업은행, 한국수출입은행, 한국투자공사 등
세종	여성가족부, 법무부, 국가인원위원회, 개인정보보호위원회, 한글박물관, 세종학당 등
울산	한국에너지기술평가원, 한국데이터산업진흥원, 한국석유관리원, 한국산업기술연구원 등

자료: 언론기사, 키움증권 리서치센터

참여정부 당시에 수도권 집중 문제 해결을 위해 중앙 정부 주도로 다핵형 선진 국가로 나아가고자 했으나, 소규모 분산 투자로 인해 성공하지 못했던 경험이 있다. 이로 인해 이명박 정부는 '5+2 광역경제권 전략'을 통하여 비수도권 내 중심 도시에 집중 투자를 결정했다. '5+2 광역경제권 전략'이란 16 개 광역시·도를 5 개의 광역경제권(수도권, 충청권, 호남권, 대경권, 동남권)과 2 개의 특별경제권(강원권, 제주권)으로 묶어 개발하는 전략이었다. 이 또한, 1) 권역별로 핵심 선도산업을 선정(광역권별 1~2 개)하고, 2) 권역별 신성장거점 및 교통·물류인프라를 확충하기 위한 SOC 프로젝트를 선정하여 국책과제로 추진했다.

이명박 정부 당시 '5+2 광역경제권 전략' - 지역 발전 5개년 계획안



전승엽 기자 kirin@yna.co.kr/ 20090916

자료: 언론기사, 키움증권 리서치센터

광역경제권 선도산업 육성에 있어서는 1 단계로 총 12 개의 선도 산업 및 20 개의 프로젝트를 선정해 3 년간('09~'11 년) 총 9,000 억원 투자를 계획했고, 2 단계('12~'15 년)에선 22 개 선도산업 및 40 개의 프로젝트가 선정되었다. 1 단계에선 '09 년 2,000 억원을 시작으로, '10 년 약 3,300 억원, '11 년 약 3,800 억원이 예산으로 편성된 후 3 년간 총 7,622 억원을 지원하며 '12 년 4 월까지 R&D 석·박사 전문 인력, 20~30 대 인력 총 19,529 명을 고용하는 성과를 이뤘다. 2 단계에선 '12 년 4,000 억원, '13 년 3,600 억원, '14 년 3,000 억원의 예산을 편성하여 지원했으나, 아쉽게도 '14 년 '국가균형발전 특별법 일부개정법률안 시행으로 광역경제권 지원 사업은 사라지게 되었다.

당시 1 단계, 2 단계 모두 투자되었던 업종은 대부분 국내 미래를 위한 신성장 업종으로 반도체와 디스플레이 등 IT, 의료가 및 바이오, 태양광과 이차전지 등 차세대 에너지가 포함되었다. 이에 대한 R&D 부터 생산·판매에 이르는 투자를 진행했으며, 산학협력 선도대학을 통해 대학과의 연계를 꾀했다. 이에 더해 민간기업들에 대한 법인세율 인하, 세재감면 기간 연장, 사업용 부동산 재산세 감면, 신성장산업동력 및 원전기술 분야에 대한 R&D 세액공제 확대 등을 통해 인센티브를 제공하면서 지방 투자를 독려했다.

이명박 정부 당시 '5+2 광역경제권 전략' - 1단계('12~'14) 전략산업 및 프로젝트

구분		광역선도산업 1 단계 사업의 선도산업 및 프로젝트 현황			
충청권	선도 산업	NEW IT		의약바이오	
	프로젝트	차세대무선통신	그린반도체	의약바이오허브연계	신약실용화
호남권	선도 산업	신재생에너지		친환경부품소재	
	프로젝트	태양광	풍력	하이브리드카	광기반
대경권	선도 산업	그린에너지		IT 융복합	
	프로젝트	태양전지	수소연료전지	의료기기	실용로봇
동남권	선도 산업	수송기계		융합부품소재	
	프로젝트	그린카	해양플랜트	기계기반	안전편의
강원권	선도 산업	의료융합		의료관광	
	프로젝트	의료융합		의료관광	
제주권	선도 산업	물산업		관광레저	
	프로젝트	물산업		MICE	

자료: 산업통상부, 기움증권 리서치센터

이명박 정부 당시 '5+2 광역경제권 전략' - 2단계('12~'14) 전략산업 및 프로젝트

구분		미래성장동력산업분야(17개)				대표주력산업분야(23개)			
충청권	선도 산업	의약 바이오	차세대에너지			New IT			융합기계부품
	프로젝트	차세대 의약	태양광 (부품)	이차전지	나노융합소재 (화학소재기반)	무선통신융합	반도체	디스플레이	동력기반 기계부품
호남권	선도 산업	신재생에너지		라이프케어		광융복합		친환경 수송기계	
	프로젝트	태양광 (소재)	풍력 시스템/모듈	바이오식품	바이오활성소재	광부품 및 시스템	신광원조명	친환경 차량 및 부품	그린·레저 선박
대경권	선도 산업	그린에너지		IT 융복합		스마트기기 부품		첨단융합소재	
	프로젝트	태양광 (장비)	연료전지	의료기기 (치료/헬스케어기기)	실용로봇	스마트 자동차 부품	스마트 모바일	첨단 금속세라믹소재	하이테크 섬유소재
동남권	선도 산업	에너지 플랜트		그린화학소재		수송 기계		조선해양	
	프로젝트	풍력 부품	원전설비	화학융합소재		지능형 기계부품	친환경 차량부품	항공	해양플랜트 기자재 그린선박 기자재
강원권	선도 산업	기능성 신소재				바이오메디칼		헬스케어	
	프로젝트	세라믹/비철소재부품				의생명바이오		전자의료기기	
제주권	선도 산업	풍력서비스				차세대식품융합		MICE	
	프로젝트	제주형 풍력서비스				청정헬스푸드		뷰티향장	

자료: 산업통상부, 기움증권 리서치센터

이명박 정부 당시 '5+2 광역경제권 전략' 1단계(3개년) 성과

구분	1차년도('09.7~'10.4)		2차년도('10.5~'11.4)		3차년도('11.5~'12.4)		3개년 성과
	목표	달성	목표	달성	목표	달성	
고용(명)	1,498	2,349	3,858	6,527	12,264	10,653	19,529
매출액(억 원)	5,016	6,902	20,162	22,892	63,149	76,064	105,858
수출액(억 불)	2.6	2.1	10.4	9.5	41.6	47.6	59.3
예산(억 원)	2,017		2,755		2,850		7,622

자료: 대통령기록관, 키움증권 리서치센터

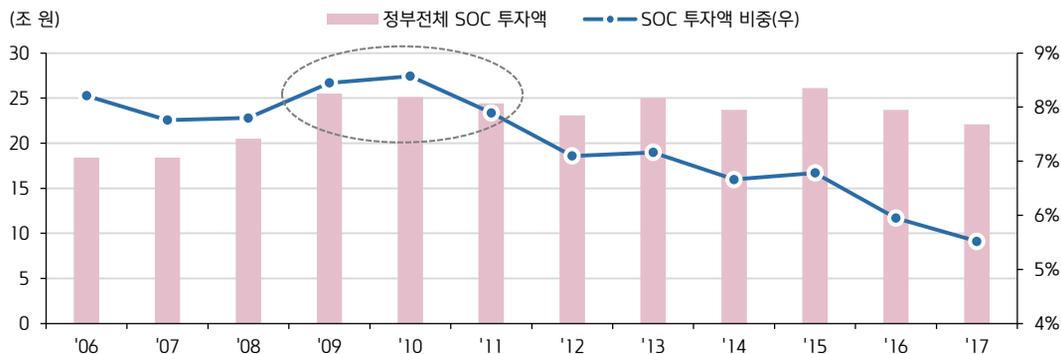
이명박 정부 당시 민간기업 광역경제권 주요 투자 내용

지역	기업명	산업	내용
수도권	삼성바이오로직스	바이오	인천 송도에 3만리터 규모의 바이오의약품 생산 공장 건설 착수
	LG 디스플레이	디스플레이	3.3조원 투자해 파주에 8세대 LCD 생산라인 증설
충청권	LG 화학	2차전지	전기차용 중대형 2차전지 공장 착공/준공
		바이오	2천억 투자로 오송공장 착공 및 준공
	현대제철	철강	5.2조 투자로 추가 일관제철소 건설
	삼성전자	디스플레이	8-1 Ph2 4,846억원 투자, 8-2 라인 3단계 1조원대 증설 투자
	현대중공업	태양광	태양광 R&D 센터 개소
	SK 하이닉스	반도체	청주 제3공장 내 M12 클린룸 착공
호남권	CJ 제일제당	바이오	1500억원 투자로 오송공장 착공 및 준공
	OCI	태양광	풀리실리콘 제2공장 준공 및 제3공장 착공
	포스코	철강	철강제품 생산능력 확대를 위한 광양제철소 내 신규 공장 건설
	기아자동차	자동차	광주공장 62만대 증상 합의 및 투자
대경권	현대중공업	풍력	전북 군산 1057억 투자해 연산 600MW 규모 풍력발전기 생산공장 건설
	한화케미칼	태양광	여수 국가산업단지 내 풀리실리콘 공장 건설
	LG 디스플레이	디스플레이	1.3조 투자해 구미 P6E 라인 증설 투자
	포스코	철강	4고로 개수 착공 및 준공
동남권	도레이첨단소재	IT 소재	1.3조 투자해 구미 4공장 착공
	현대 IHL	자동차	대구공장(지능형 자동차 부품 생산) 착공 및 준공
	웅진폴리실리콘	태양광	1조원 투자해 연간 1만톤 규모 풀리실리콘 상주공장 착공
강원권	S-Oil	석화	1.4조원 투자해 온산공장 확장
	넥센타이어	자동차	넥센타이어 제2공장(창녕 공장) 착공 및 준공
제주권	NHN	인터넷	강원도 춘천으로 본사 이전
	더존비즈온	인터넷	강원도 춘천으로 본사 이전
	네이버	인터넷	강원도 춘천 데이터센터 '각' 착공 및 준공
제주권	카카오	인터넷	제주로 본사 이전
	넥슨네트웍스	게임	제주로 본사 이전

자료: 언론기사, 키움증권 리서치센터

이런 광역경제권 선도산업에는 인프라가 필수적으로 필요한 가운데, 이명박 정부는 '08년 광역권별 30대 SOC 선도 프로젝트를 선정했다. 이들 프로젝트는 수도권 3 개, 충청권 5 개, 호남권 5 개, 동남권 5 개, 대경권 5 개, 강원권 4 개, 제주권 3 개로 이루어졌다. '09년 이전부터 추진된 사업들이 다수 포함되어 있으나, 정부의 SOC 투자 의지에 따라 사업들이 가속화를 이루면서 이들 중 동남권신공항을 제외하고 정상추진되었고, 여주 EXPO의 성공적 개최, 지방~수도권 접근성 개선 등의 성과를 얻었다. 정부는 이들 프로젝트에 5년간('09~'13년) 총 50조원의 집중 투자를 계획했고, 실제로는 공공/민간 합산 총 36.5조원 수준이 투자되며 국내 SOC 예산안도 '09년을 기점으로 크게 상승하는 모습을 보였다.

정부 SOC 투자액 추이와 전체 재정규모 중 SOC 투자액 비중 - '09~'11년 SOC 투자&비중 증가



자료: 기획재정부, 기음증권 리서치센터

30대 선도프로젝트 투자 추이 - '09~'13년 집중적으로 투자됨

구분	사업명	사업기간	총사업비(억 원) (재정/민간)	이명박 정부 당시 추진 상황
<b>합계 (30 건)</b>			1,212,546 (702,954/509,592)	
<b>수도권 (3 건)</b>	1. 제 2 외곽순환도로	'05~'21	114,364 (55,240/59,124)	(세부사업 12 건) 완료 1, 공사중 3 협상 또는 타당성조사 8
	2. 원시-대곡 복선전철	'03~'17	33,270 (3,352/29,918)	(원시-소사) 11.3 착공 (소사-대곡) '12.11 실시협약 협상중
	3. 인천지하철 2 호선	'07~'14	21,6444 (21,644/-)	'09.6 착공
<b>충청권 (5 건)</b>	4. 행정북합도시 건설	'06~'30	225,000 (85,000/140,000)	'08.12 청사 착공/'09.3 첫마을 착공
	5. 서해선(홍성-원시)복선전철	'09~'18	39,284 (39,284/ -)	'11.2 기본 및 실시설계 착수/ '12.12 기본 및 실시설계 완료/'13.2 착공 예정
	6. 대전-행정도시-오송신교통수단	'09~'15	1,920 (1,920/ -)	'07.12 착공
	7. 대체고속도로	'09~'24	90,785 (53,575/37,210)	
	8. 동서 6 축(음성-제천) 고속도로	'05~'14	17,076 (9,673/7,403)	(음성-충주) '07.8 착공 (충주-제천) '09.7 착공
<b>호남권 (5 건)</b>	9. 새만금 개발	'09~'30	80,630 (69,250/11,380)	'10.9 방조제 준공/'12.2 농업용지 조성 착공/ 새만금 신항 '11.12 착공
	10. 여수 EXPO (기반시설 포함)	'97~'14	121,244 (85,478/35,766)	'12.5 박람회 개최
	11. 서남해안 연육교	'09~'19	9,045 (9,045/ -)	(화양-적금) '11.12 착공 (압해-압태) '10.9 착공
	12. 호남고속철도	'06~'17	106,987 (53,493/53,494)	'09.12 착공
	13. 광주외곽 순환도로	'07~'20	4,481 (2,517/1,964)	'12.2 실시설계 착수/'13.6 실시설계 완료 예정
<b>동남권 (5 건)</b>	14. 경전선 복선전철	'03~'18	26,804 (12,443/14,361)	(부전-마산) '12.11 실시협약 협상중 (진주-광양) '09.1 착공
	15. 동서 2 축 고속도로 (함양-울산)	'13~'20	58,862 (31,031/27,831)	'10.9 실시설계 착수/'13.12 실시설계 완료 예정
	16. 동남권 신공항	중단	-	중단
	17. 부산외곽순환도로	'10~'15	20,189 (11,969/8,220)	'10.12 착공/'15.12 준공 예정
	18. 마산-거제국도건설	'11~'19	12,124 (12,124/ -)	(육지구간) '12.7 착공
<b>대경권 (5 건)</b>	19. 동서 4 축 고속국도 (상주-영덕)	'09~'15	27,349 (15,403/11,946)	09.12 착공/'15.12 준공 예정
	20. 동서 5 축(영주-울진)	'04~'17	5,816 (5,816/ -)	(법전-소천) '11.12 준공, (소천-서면) '09.2 착공 (서면-근남) '10.6 착공
	21. 남북 7 축고속도로 (울산-포항-영덕)	'09~'20	29,907 (16,578/13,329)	(울산-포항) '09.7 착공 (포항-영덕) '11.12 기본설계 착수/ '13.4 기본설계 완료 예정
	22. 대구외곽순환도로	'09~'21	13,270 (7,920/5,350)	(안심-지천) '12.12 실시설계 착수/ '13.4 실시설계 완료 예정 (성서-지천) '12.10 타당성조사 완료
	23. 3대 문화권 문화·생태 관광 기반조성	'10~'19	35,309 (31,886/3,423)	'11.4 간이예타 완료
<b>강원권 (4 건)</b>	24. 원주-강릉 복선전철	'97~'18	39,411 (39,411/ -)	'12.6 착공
	25. 동서 8 축 고속도로 (춘천-양양)	'04~'14	28,286 (14,932/13,354)	(춘천-동홍천) '09.12 준공 (동홍천-양양) '08.12 착공
	26. 제 2 영동고속도로 (광주-원주)	'11~'16	15,397 (3,483/11,914)	'11.11 착공
	27. 남북 7 축 고속도로 (동해-속초)	'03~'16	14,526 (8,225/6,301)	(동해-삼척) '09.3 착공 (주문진-속초) '04.12 착공
<b>제주권 (3 건)</b>	28. 서귀포 크루즈항	'09~'14	534 (534/ -)	'11.12 실시설계 완료
	29. 제주해양과학관	'08~'12	1,226 (97/1,129)	'09.12 착공/'12.7 준공
	30. 영어교육도시	'08~'15	17,806 (1,318/16,175)	'10.9 건축 착공/'10.12 지원시설 착공/ '12.12 부지조성공사 준공

자료: 대통령기록관, 키움증권 리서치센터

### 30대 선도프로젝트 투자 추이 - '09~'13년 집중적으로 투자됨

(조 원)	총 사업비	'08	'09	'10	'11	'12	'13	09~'12 소계	총 사업비 대비 비중
합계	121.3	13.3	5.3	6.2	7.6	8.7	8.7	36.5	30.1%
공공	70.3	7.6	3.3	3.1	4	4.7	5.5	20.6	29.3%
민자	51	5.7	2	3.1	3.6	4	3.2	15.9	31.2%

자료: 대통령기록관, 키움증권 리서치센터

현재 정부의 **5극3특** 또한 기존 행정 구획 구분인 시도계획에서 벗어나 **통합 지역을 중심으로 논의**가 되고 있다. 이를 통해 소규모 분산 투자가 아닌 **권역내 대도심권과 거점도시들을 중심으로 투자가 이뤄질 것으로 전망**된다. 초광역 단위 권역별로 앵커기업 이전·유치를 꾀하고 있고, 이를 기반으로 권역별 성장엔진을 발굴 및 육성하는 것이 주요 추진 과제이다.

현재 중앙·지방 정부간의 협력을 통해 권역별 미래 전략산업을 발굴하고 있으며, 현재 지방에서만 91 건, 70 조원 규모의 첨단소재 육성 프로젝트 제안이 올라온 상황이다. 5 극의 각 권역별 후보 성장엔진을 살펴보면, 중부권(충북·충남·대전·세종)은 기존 산업단지들인 바이오 산업(청주·오송·대전), IT&반도체 등 첨단소재(천안·아산), 2차전지(청주·천안·서산)를 성장엔진 후보로 제시하고 있다. 대경권은 미래 모빌리티, 첨단로봇(대구), 첨단 반도체 소재·부품, 2차전지 소재·부품(경북) 등을 성장엔진 후보로 제시하고 있다. 동남권의 경우 관광산업(부산), 조선·항공우주·방산 등의 제조 시설 내 AI(제조 AI·피지컬 AI) 결합(울산·경남) 등을, 호남권은 데이터센터를 포함한 AI 컴퓨팅 인프라(광주), 재생에너지(전남)를 제시하고 있다.

### 5극 중 수도권 제외 지역 내 주요 산업과 사업 제안 내역

지방정부 구분	지역 내 주요 산업	사업 제안 내역	
동남권	부산	관광업	AX, 로봇융합 스타트업 타운조성
	울산	조선, 석유정제 및 석화, 자동차	전고체배터리 핵심 소재 생산시설 확장
	경남	방산, 자동차, 기계부품, 로봇	첨단 방위산업 지원
충청권	충북	바이오, IT&반도체, 2차전지	차세대 전력반도체 생산체계 구축, AI 기반 바이오 치료제 개발
	충남	IT&반도체, 2차전지	배터리 생산설비, 반도체 첨단 이중 직접 패키징
호남권	광주	자동차	주력 사업의 AX 지원, 자율주행 개발사업 지원
	전남	에너지발전	국가 AI 컴퓨팅 센터, 미래차 핵심부품 생산기지 건설
대경권	경북	2차전지, 전기전자, 철강	실리콘 웨이퍼 생산증설
	대구	로봇	미래 모빌리티 시범 사업, 첨단로봇 R&D

자료: 지방시대위원회, 언론기사, 각 행정구역 홈페이지, 키움증권 리서치센터

그 외 3 특에선 강원도의 경우 바이오(춘천·원주), 반도체 소재·부품(강릉) 및 관광산업(폐광 등)을 주요 성장 축으로, 전북의 경우 신재생에너지(새만금), 첨단 AI 모빌리티(군산·완주), 푸드 헬스테크(익산·김제·순창·정읍·남원) 3 개를 주요 성장 축으로 제시했다. 마지막으로 제주도의 경우 에너지, AI, 디지털 등을 신성장 축으로 제시했다.

### 3특 내 주요 산업과 사업 제안 내역

지방정부 구분	지역 내 주요 산업	사업 제안 내역
강원특별자치도	광업, 의료기기, 푸드테크	첨단산업(바이오, 반도체 소부장 등) 육성 프로젝트
전북특별자치도	기계·자동차, 푸드테크	반도체산업 유치
제주특별자치도	관광업, 농림어업	신재생에너지 확대, 제주 기반산업 내 AI 도입

자료: 지방시대위원회, 언론기사, 각 행정구역 홈페이지, 키움증권 리서치센터

이외에도 권역별 관내·외의 산업 협력과 경쟁력을 높일 수 있는 인프라 사업인 권역별 60분 교통체계 구축 및 연결망 강화를 예정하고 있다. 단기적으로는 고속도로를 포함한 도로망을 보완하고 중장기적으로는 광역철도와 도시철도 등 철도망 구축에 힘쓸 것으로 전망된다. 최근 6 개 광역시들의 교통 혼잡도로 개선사업은 발표된 바가 있고, 이번 개선사업은 전차 계획 대비 투자 규모를 33.5% 확대(2,313 억 원 증액)했다.

### 제 5차 대도시권 교통혼잡도로 개선사업 선정 결과 - 6대 광역시 교통 혼잡도로 개선사업

광역시	사업명	연장(km)	차로수	국비(억 원)	총 사업비 (억 원)
	<b>합계(21 건)</b>	<b>54.65</b>	<b>-</b>	<b>11,758</b>	<b>35,022</b>
부산 (4 건)	1. 반송터널	9.10	4	1,348	5,098
	2. 의성로~남해고속도로간 연결도로	0.92	2	83	261
	3. 강변대로~금곡로 연결도로 확장	1.41	2	260	622
	4. 해운대로 지하차도	1.21	2	234	557
대구 (5 건)	5. 북대구 IC~금호워터폴리스	2.15	2	332	938
	6. 남대구 IC~성서산업단지 입체화	1.10	4	237	522
	7. 호국로~동명동호 JC 입체화	1.30	4	349	815
	8. 매천대교~서대구역 네거리	1.60	4	524	1,762
	9. 달서대로 입체화	2.40	4	1,091	2,501
인천 (2 건)	10. 중봉터널 민자사업	4.57	4	512	3,968
	11. 문학 IC~공단고가교	4.00	4	2,031	4,756
광주 (2 건)	12. 풍금로~종합유통단지	1.08	6	542	1,249
	13. 서문대로~봉선동	0.80	4	211	752
대전 (5 건)	14. 갑천 좌안도로	4.30	4	343	1,123
	15. 유성대로~화산교	3.17	6	612	1,581
	16. 비래동~와동	5.70	4	932	2,448
	17. 제 2 도솔터널	2.50	4	543	1,538
울산 (3 건)	18. 산성동~대사동	2.88	4	604	1,738
	19. 문수로 우회도로	2.61	4	464	1,377
	20. 산업로(여천오거리) 우회도로	1.08	4	204	491
	21. 다운~굴화 연결도로	0.77	4	303	927

자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터

향후 철도 건설으로는 제 5 차 국가철도망 구축계획과 연계되어 기존 추진되었던 현장들에 대한 사업 가속화가 예상된다. 수도권은 이미 GTX 와 여러 지하철도망을 통하여 대부분의 생활권이 비교적 단시간내로 이동이 가능하게끔 연결되어있다. 이번 5 국 3 특과 연계된 제 5 차 국가철도망은 비수도권에서도 이러한 메가시티 특유의 연결을 이루고자 계획중이다.

현재 진행중인 철도사업으로는 남부내륙철도, 달빛고속철도, 중부권 동서횡단철도, 부울경 내 BuTX, 부산-양산-울산 광역철도, 충청권 CTX, 대구경북순환철도, 춘천-속초 및 GTX 연장 등이 있으며, 대부분 3·4 차 국가철도망 구축계획에 포함되어있던 사업이다. 향후 추가적인 철도사업(5 차 국가철도망 구축계획)을 통해 중장기적으로 초광역권 내 거점도시를 1 시간 이내 접근 가능하도록 정비할 계획이며, 추가로 가덕도 신공항 추진 가속화도 5 국 3 특 SOC 사업에 포함될 것으로 전망된다.

**현재 진행중인 주요 철도 사업 목록**

국가철도사업	관련지역	내용	길이(km)	비고
<b>CTX</b> (충청권 광역급행철도)	충청권	정부대전청사, 정부세종청사, 조치원, 청주국제공항 연결	64.4	'25.11 민자적격성조사 통과 '28년 착공 목표
<b>중부권 동서횡단철도</b>	충남권, 대경권	서산시~울진군 연결하는 11 개 철도	330	11 개 중 1 개 개통, 2 개 건설중, 5 개 요구중, 3 개 개량중
<b>달빛철도</b>	호남권, 전북, 동남권, 대경권	광주송정역~서대구역 연결 철도	1,435	'25.9 에타면제 확정 촉구 '27년 착공 목표
<b>BuTX</b> (부산행 급행철도)	동남권	부산 내 가덕도신공항~오시리아역 연결 철도	54	'25.10 민자적격성조사 통과 '27년 착공 목표
<b>부산-양산-울산</b> <b>광역철도</b>	동남권	부산 노포역~양산 웅상~울산 무거동~울산 연결 철도	47.4	'25.7 에타조사 통과 '31년 개통 목표
<b>남북내륙철도</b>	동남권, 대경권	경북 김천역~경남 거제역 연결 철도	174.6	'26.2 착공
<b>대구경북순환철도</b>	대경권	기존 5 개 노선에 중부선·경북선·영도선 노선 신설하여 대구·경북 순환철도 구축	488.5	'27년 착공 목표
<b>춘천-속초 GTX 연장</b>	강원	GTX-B 노선 춘천~속초 연장	93.7	'28년 개통 목표

자료: 언론기사, 각 행정구역 홈페이지, 키움증권 리서치센터

이런 권역별 특화산업, 메가특구 기반 기업 재배치, 국토공간 재편을 유도하기 위한 기업 인센티브 확대(세제 및 규제 완화)와 글로벌 생산공장 지방 유치를 추진하고 있으며, 지역투자보조금 규모·한도 확대 등도 계획하고 있다. 최근 언급이 많이 되고 있는 **국민성장펀드 투자(5년간 150조원 이상)와 모험자본 정책을 통한 벤처투자(연 40조원) 모두 각 40% 수준은 비수도권에 투자될 수 있도록 권역별 성장엔진 프로젝트를 발굴하고, 지역성장펀드 및 지역투자 인센티브를 제공하는 등의 계획을 추진하고 있다. 또한, 거점국립대를 중심으로 권역별 인재양성과 R&D 지원 등을 추진할 계획**이다.

5극 3특 국민성장펀드(150조 원 이상) 조성방안 - 비수도권 할당 비율 40% 수준 목표

**【국민성장펀드 조성방안】 ※ 새정부 경제성장전략(25. 8)**

- ① (규모) 첨단전략산업기금, 민간자금(연기금·민간금융·국민 등) 활용 150조원 이상 규모로 조성 → 성장의 과실을 국민과 공유



- ② (투자대상) AI 등 미래전략산업 및 에너지인프라 + 관련 기술·벤처기업  
 ▪ 특히, AI 산업은 지원규모를 별도 할당
- ③ (지원방식) 중소·벤처기업은 장기 지분투자 중심 지원 + 설비투자를 위한 대규모 자금은 초저리대출 등 맞춤형 지원
- ④ (거버넌스) 산업경쟁력장관회의에서 전략산업 판단 등 주요사항 결정 + 세부 펀드운용은 민간중심 운용위원회에서 결정(운용실적 산경장 보고)

자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터

5극 3특 벤처투자(연간 40조원)시장 조성 계획 - 비수도권 투자 비중 확대 인센티브 부여 추진

- (벤처투자) 정부는 대기업 중심 경제구조에서 벤처·스타트업이 신성장동력 창출하는 구조로 전환을 위해 연간 40조원의 벤처투자시장 조성 중
  - 비수도권 투자 비중 확대(40% 수준)를 위해 지역의 투자 인프라 확충, 지역성장펀드 조성 및 지역투자 인센티브 부여 추진

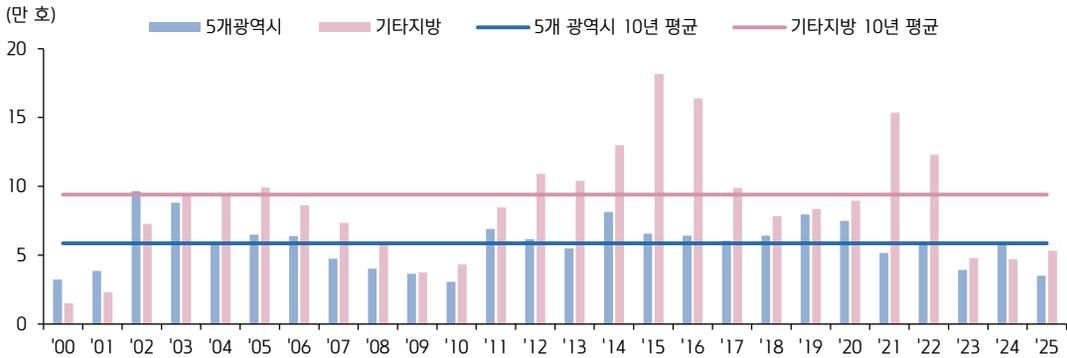
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터

결국, 공공기관 이전과 함께 초광역권 중심의 통합적 산업 육성, 이에 필요한 SOC 사업 지원이라는 점에서 현재 5 극 3 특 정책은 이명박 정부 당시의 공공이전과 5+2 정책과 비슷한 양상을 보인다. 일부 차이로 볼 수 있는 점은 과거 이명박 정부 당시 수도권과 비수도권의 연결성을 고려하였고, 비수도권 산업 재편이 중앙정부 중심으로 이루어졌는데 비해, 이번 5 극 3 축 정책은 지방 정부 자율성과 비수도권 간의 연결성에 더 집중하고 있다는 점이다. 또한, 단순 초광역권 중심의 산업 육성이 아닌 실질적인 행정단위의 통합도 같이 이루고자 한다는 점도 차이가 있다. 다만, 최근 충남-대전 통합특별시에 대한 논의가 긍정적인 방향으로 진전되는 가운데, 중앙 정부도 4 년간 20 조원에 달하는 재정 인센티브를 행정통합을 이룬 지역 우선으로 지원할 것을 시사하였으며, 다른 행정구역들도 통합행정에 대해 다소 긍정적인 의견들이 나오고 있는 것으로 파악된다.

결국 집중 투자를 한다는 점에서 비슷한 모습을 보이고 있으며, 당시 비수도권 R&D 와 산업단지의 개발이 성공적으로 이뤄지고, 지방 투자가 활성화된 만큼 이번에도 긍정적인 효과를 충분히 볼 수 있을 것이라 판단된다. 과거 이명박 정부 당시 주택 공급이 제한된 가운데, 비수도권 또한 주택 공급이 부진한 모습을 보였다. 이로 인해 30~40 대 중심으로 인구 유출이 감소하거나, 순유입이 이루어지면서 부동산의 신규 수요를 만들어냈고, 비수도권 아파트 가격이 전국 아파트 가격 상승을 견인했다. 결국 이번에도 지방에서 자체적인 신성장 동력을 확보한다면 수도권에서의 부동산 수요가 비수도권으로 일부 이전될 수 있다고 판단된다.

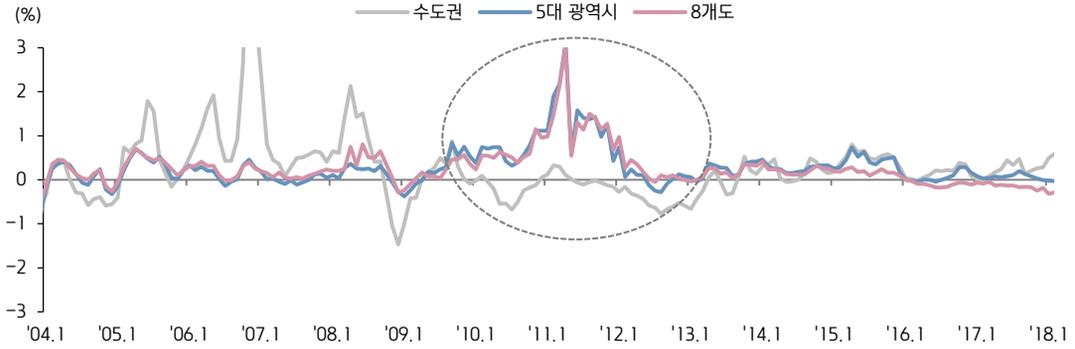
마지막으로 이명박 정부와 이재명 정부 모두 강력한 여대야소 정부 형태를 갖고 있다는 점에서 이런 정책들을 행하는데 빠른 의사결정과 실행력을 갖출 수 있다고 판단된다.

5개 광역시, 기타지방 '00년 이후 분양 세대수 추이



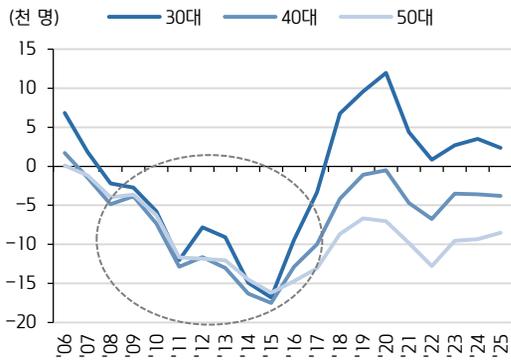
자료: HDC랩스((주)부동산114), 키움증권 리서치센터  
 주1) 10년 평균은 '16~'25년 평균

'04~'17년 수도권, 5대 광역시, 기타지방(8개도) 매매가 MoM 추이 - 금융위기 이후 비수도권 강세



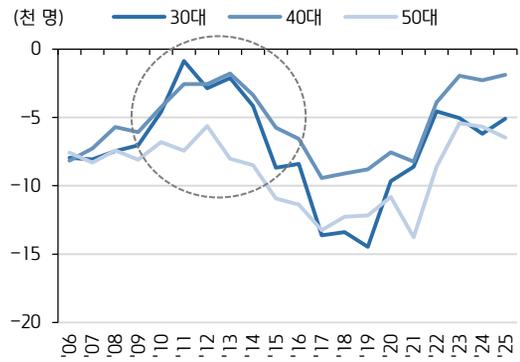
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터

수도권 인구 순유입 추이-'10년대 초 유출 증가



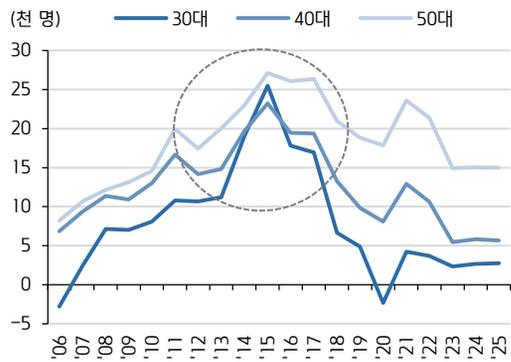
자료: Kosis, 키움증권 리서치

광역시 인구 순유입 추이-'10년대 초 유출 감소



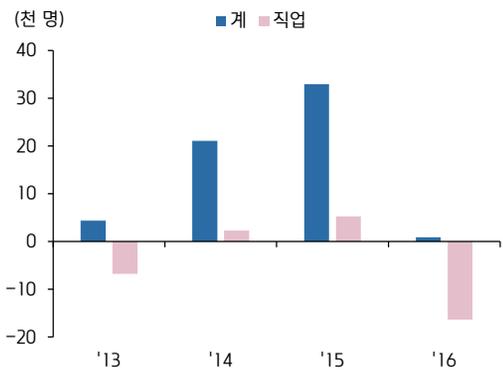
자료: Kosis, 키움증권 리서치

기타지방 인구 순유입 추이-'10년대 초 유입 증가



자료: Kosis, 키움증권 리서치

'10년대 초 직업에 따른 비수도권 인구 유입 증가



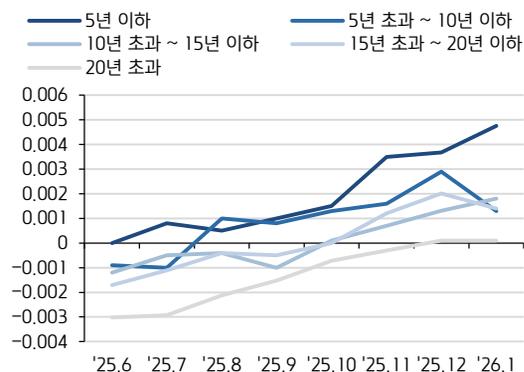
자료: Kosis, 키움증권 리서치

## 2) 수도권 규제 지속과 추가 규제 가능성

이전 이명박 정부 당시와의 다른 큰 차이점은 수도권에 대한 부동산 규제 기조가 다르다. 과거 이명박 정부 당시 부동산을 통한 경기 부양과 글로벌 금융위기로 인한 부동산 가격 하락으로 인해 주택 시장에 대한 규제 완화 기조에 있었다. 현재는 다시 부동산 규제 기조로 돌아선 가운데, 6.27 대책, 9.7 대책, 10.15 대책을 통해 대출, 규제지역 확대 등의 규제 정책이 나오고 있는 상황이다. 최근 정치권에서 지속적으로 수도권과 비수도권 간의 부동산 가격 차이에 대한 부정적인 인식이 증가하고 있으며, **추가적인 규제 정책으로 고가 주택에 대한 보유세 강화나 장기보유특별공제 축소, 법 개정 이후 국토부 장관의 규제지역 추가 편셋 지정 등의 가능성이 있다고 판단된다.**

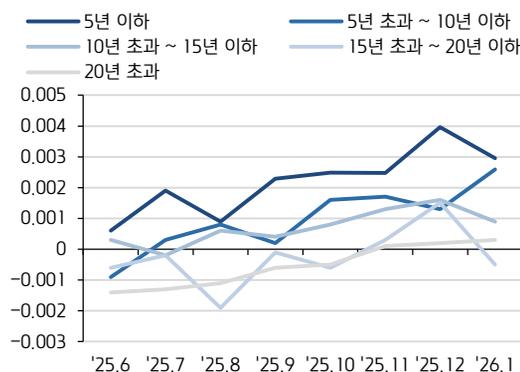
**비수도권에선 주요 지역들을 중심으로 아파트 가격의 강세가 나타나고 있으며, 신축에 대한 부동산 강세도 같이 보이고 있다.** 이런 추세는 **'25년 10월 15일 수도권 시장의 규제지역 확대 이후 비수도권 주요 지역에서 더 확산되는 모습**이 보이고 있다. 현재 비수도권에 대해선 DSR 2 단계 유지('26년 상반기까지 유예), 주담대 한도 제한 부재, 갭 투자 가능성 등에 따라 투자수요가 이전된다면 레버리지 효과로 인해 다시 한번 수요 쏠림에 따른 부동산 시장 강세 가능성을 기대할 수 있다고 판단된다.

5대 광역시 연령별 아파트 매매가 MoM 추이



자료: Kosis, 키움증권 리서치

기타지방(8개도) 연령별 아파트 매매가 MoM 추이



자료: Kosis, 키움증권 리서치

## >>> 마지막 남은건 수익성

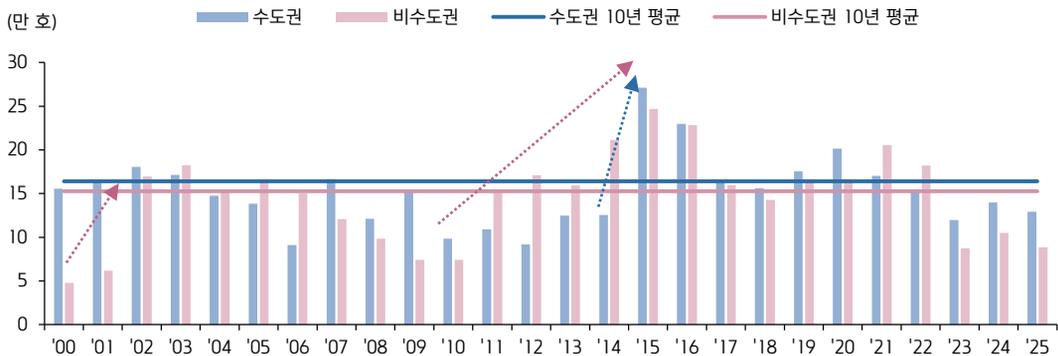
결국 비수도권은 공급이 감소한 영향으로 전월세 가격이 상승이 이뤄지며, 전세가율이 사상 최고치 수준에 가까워지게 되었다. 이로 인해 전세가가 매매가를 끌어올리는 양상을 보이고 있다. 또한, 정부의 수도권 규제 지역 확대에 의해 수도권 주요 지역들의 투자가 어려워져 경기 외곽과 비수도권으로 투자수요가 확산되는 모습이 보이고 있다. 특히, 이런 비수도권 수요는 주요 입지와 신축에 더 몰리고 있으며, 신축 공급이 감소함에 따라 미분양 물량도 가격적 메리트로 재고가 감소되는 모습이 보이고 있다.

과거 비수도권이 분양이 늘었던 '00년대 초, '10년대 초 모두 비슷한 양상을 보이고 있다. 공급 과잉으로 인해 **매매가가 감소한 이후 매매가가 반등하기 시작하였을 때, 특히, 비수도권을 포함한 전국 매매가가 상승하였을 때부터 분양이 같이 증가**하게 되었다. 또한, 미분양 물량의 감소도 같이 이루어졌으며, 분양이 증가하더라도 기존 미분양 물량들은 신규 분양물량 대비 가격 메리트를 가지면서 감소가 지속되었다.

**다만, 건설사들은 아직 외형 성장보단 수익성 유지에 더 집중**하고 있다. 결국 아파트 건설을 위해선 건설사들의 의지가 중요하나, 비수도권에서 분양을 할 시 잘되는지에 대한 의문과 수익성이 유지되는지에 대한 확신은 없는 상황이다. **'20년대 초 유동성 확대와 공급망 병목으로 인해 주택 공사비가 30% 이상 상승**했다. 결국 건설사들도 이런 공사비의 상승이 분양가에 전가될 필요가 있으며, **여전히 비수도권의 매매가 상승률은 이에 뒷떨어져있는 모습**이다. 과거에도 분양 물량이 증가할 당시 기존 매매가의 상승이 공사비의 상승과 비슷한 수준에서 분양이 상승하기 시작했다.

따라서, 단기적으로 빠르게 착공이 증가하지는 않을 것으로 전망되나, 현재 착공이 늘어날 수 있는 환경은 조성되었다고 판단된다. 최근 수도권의 수요가 비수도권으로 확산되고 있는 가운데, **수도권과 비수도권의 가격 기맞추기가 지속된다면, 올해를 저점으로 착공이 증가 사이클로 돌아설 것으로 전망**된다.

### '00년 이후 수도권/비수도권 분양 추이 - '01~'02년, '10~'15년 비수도권 증가, '14~'15년 수도권 증가



료: HDC렙스(구)부동산114, 키움증권 리서치센터  
 주1) 10년 평균은 '16~'25년 평균

'01년 이후 주거용건물 공사비 YoY 추이



자료: Kosis 키움증권 리서치센터

'07~'16년 아파트 매매가 VS 공사비 증가 비교

시기(누적)	수도권	비수도권	주거용건물 공사비
'07~'10년	12%	15%	25%
'07~'11년	13%	36%	32%
'07~'12년	6%	38%	35%
'07~'13년	5%	41%	38%
'07~'14년	8%	46%	41%
'07~'15년	15%	51%	40%
'07~'16년	17%	50%	46%

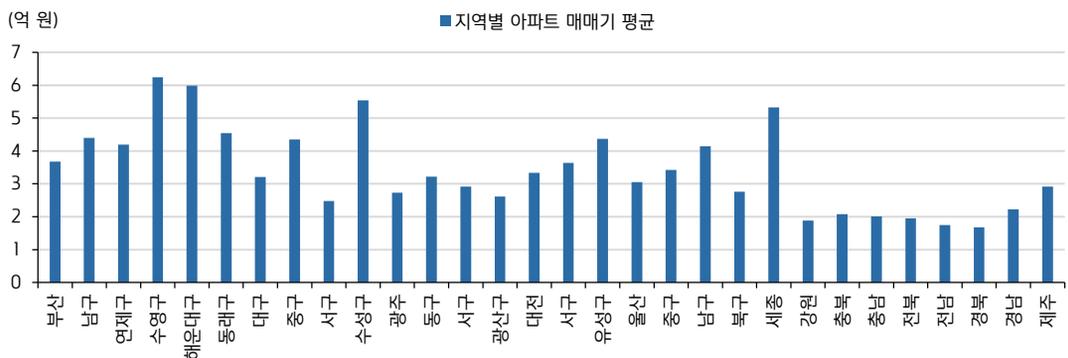
자료: Kosis, 한국부동산원, 키움증권 리서치

현재 아파트 매매가 VS 공사비 증가 비교

시기(누적)	수도권	비수도권	서울	주거용건물 공사비
'19~'20년	9%	3%	4%	6%
'19~'21년	29%	14%	13%	21%
'19~'22년 4월	28%	14%	12%	27%
'19~'23년	11%	2%	2%	33%
'19~'24년	13%	1%	6%	34%
'19~'25년	17%	0%	16%	36%

자료: Kosis, 한국부동산원, 키움증권 리서치

'26년 1월 기준 지방도시 평균매매가



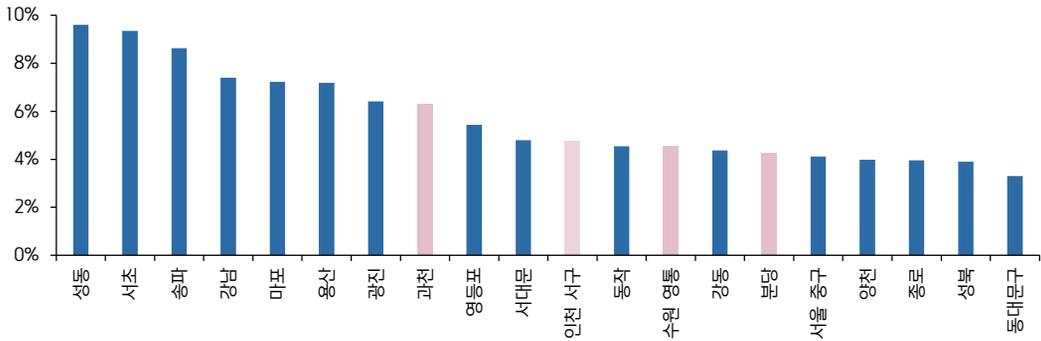
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터

## II. 공공, 도시정비, 기업투자과 수도권 공급

### >>> 수도권 주택 시장 및 공급 점검

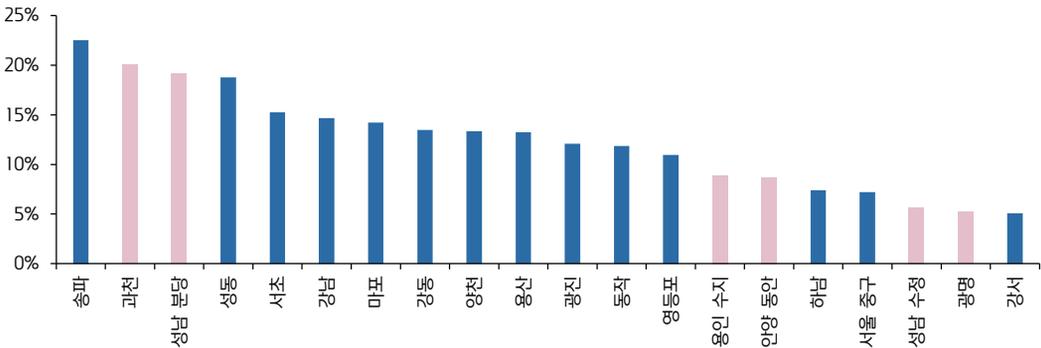
수도권의 경우 서울을 중심으로 주요 입지에 대한 상승이 '24년부터 지속된 가운데, 이재명 정부 출범 이후 아파트 가격 상승폭이 확대되는 모습을 보였다. '25년에는 서울 강남 3구, 마·용·성·광 등 한강벨트 지역 외에도 경기도 분당구와 과천시 등의 상승이 두드러지고, 주변 지역으로까지 매매가 상승이 확대되었다. 특히, 정부의 10.15 규제지역 확대 이후에는 남양주, 구리, 안양 만안, 화성(동탄) 등의 지역으로 풍선효과가 나타나고 있다.

'24년 수도권 매매가 상승률 Top 20 - 강남3구 및 마·용·성·광 등 한강벨트 중심 상승



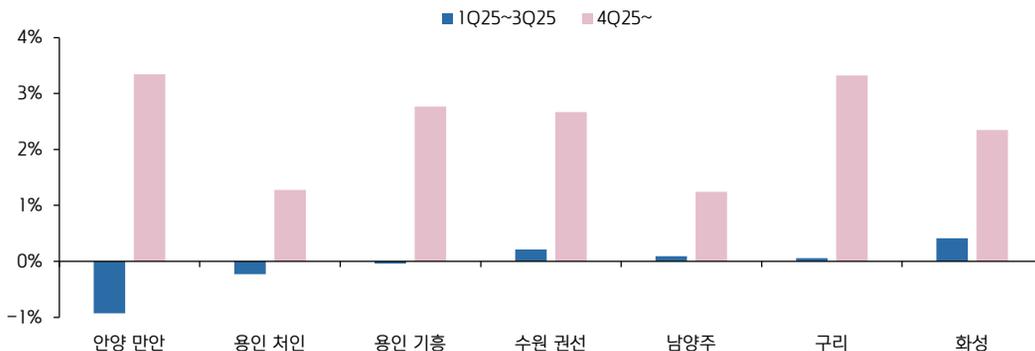
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터

'25년 전국 매매가 상승률 Top 20 - 강남3구 및 마·용·성·광 등 한강벨트 외에 과천, 분당 강세



자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터

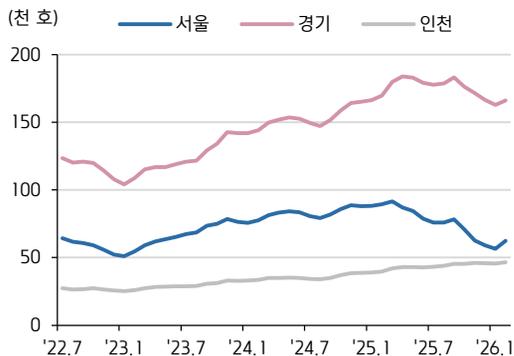
수도권 주요 풍선흐와 지역 - '25년 10월 이후 토허제 지정 피하며 상승률 확연하게 증가한 모습



자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터

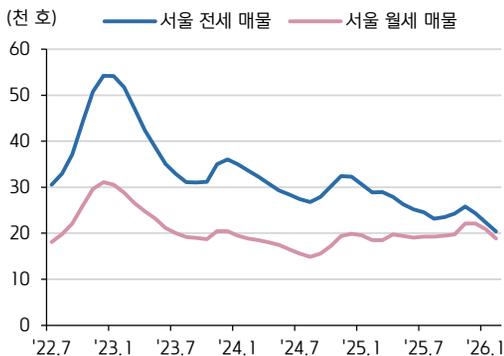
아파트 매매 매물 또한 서울, 경기권은 계절성을 고려할 시 지속적으로 감소 추세에 있으나, 인천 지역은 매물 증가세가 지속되고 있다. 또한, 강남 3 구의 경우 작년말부터 연초까지 입주 물량이 증가함에 따라 매매 매물 상승이 가파른 모습을 보이고 있다. 전월세 매물의 경우 입주 감소와 정부의 토지거래허가제 확대 이후 서울, 경기, 인천 모두 감소하는 모습을 보이고 있다. 다만, 강남 3 구는 매매 매물과 마찬가지로 전월세 매물이 소폭 상승하고 있다. 아파트 거래량 또한, '23년부터 YoY 꾸준히 상승하는 모습을 보이고 있다.

서울/경기/인천 매매 매물 추이



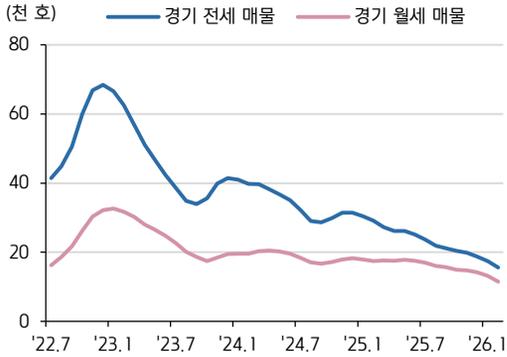
자료: 아실, 키움증권 리서치

서울 전월세 매물 추이



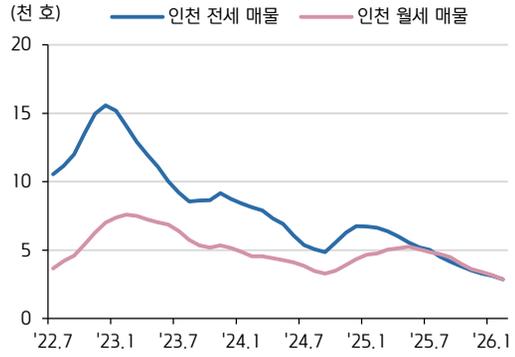
자료: 아실, 키움증권 리서치

### 경기 전월세 매물 추이



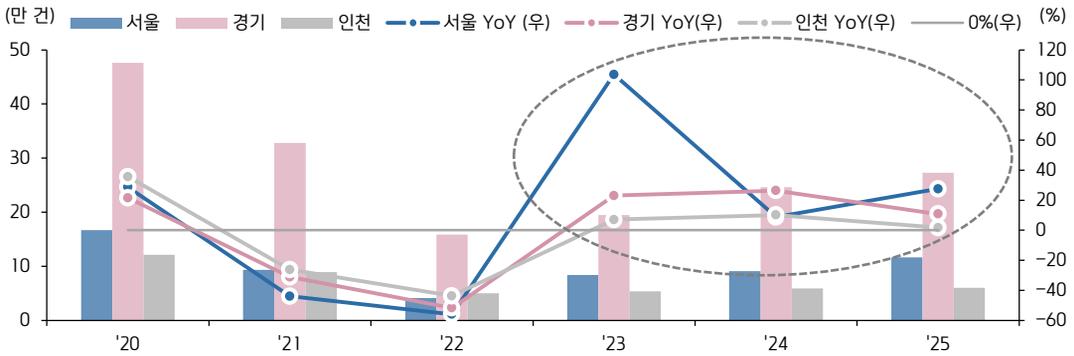
자료: 아실, 키움증권 리서치

### 인천 전월세 매물 추이



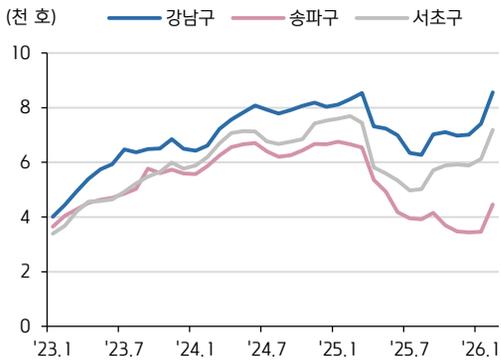
자료: 아실, 키움증권 리서치

### 수도권 아파트 거래량 - '23년부터 반등 중



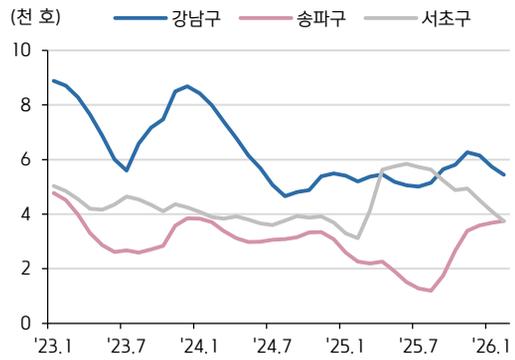
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터

### 강남3구 매매 매물 추이 - 증가중



자료: 아실, 키움증권 리서치

### 강남3구 전세 매물 추이 - 송파 증가 입주 영향



자료: 아실, 키움증권 리서치

이런 부동산 가격의 상승세에도 불구하고 수도권 주택 착공은 크게 늘지 못했다. 이는 상승세가 1) 주요 입지에 한정되었고, 2) 비아파트 주택의 착공이 감소했기 때문이다. 아직 비아파트 주택 착공 정상화까지는 시간이 걸릴 것으로 예상되나, 주요 입지에 한정된 상승세는 완화될 것으로 전망된다. 먼저 정부의 10.15 정책에 따른 15 억 이상 아파트들에 대한 추가 대출 규제에 의한 신규 수요 진입에는 시간이 걸릴 것으로 전망되고, 정부 정책에 따른 은행 주담대 위험가중치 상향과 최근 금융채 금리 상승에 따라 신규 대출의 공격적인 증가가 어려울 것으로 전망되기 때문이다. 또한, '26 년 1 월 잠실르엘(1,865 가구)가 입주한 가운데, 8 월 반포래미안 트리니원(2,091 가구), 9 월 디에이치 방배(3,064 가구) 등의 대단지 입주가 예정되어 있는 만큼 매매 및 전월세 매물이 안정적으로 유지될 가능성이 높다.

'25년 1월부터 서울 내 주요 대단지 입주 현황 및 예정 단지 -주로 강남 3구에 공급이 몰려있음

지역명	단지명	세대수	사업유형	사업형태	입주년월
성동구	서울숲아이파크리버포레 1차	825	민간	지역주택조합	'25.01
동대문구	래미안그린데	3,069	민간	민간분양	'25.01
관악구	힐스테이트광안센트씨엘	997	민간	재개발	'25.01
성북구	장위자이레디언트	2,840	민간	재개발	'25.03
광진구	롯데캐슬이스트폴	1,063	민간	재개발	'25.03
관악구	서울대벤처타운푸르지오	571	민간	민간분양	'25.05
중랑구	리버센 SK 뉴롯데캐슬	1,055	민간	재개발	'25.06
서초구	메이플자이	3,307	민간	재건축	'25.06
서대문구	서대문센트럴아이파크	827	민간	재개발	'25.06
동대문구	휘경자이디센시아	1,806	민간	재개발	'25.06
성동구	라체르보 푸르지오 써밋	958	민간	재개발	'25.07
강남구	청담 르엘	1,261	민간	재건축	'25.11
서초구	래미안 원페들라	1,097	민간	재건축	'25.11
동대문구	이문 아이파크	4,321	민간	재개발	'25.11
성동구	서울숲아이파크리버포레 2차	528	민간	민간분양	'25.12
강동구	더샵 강동센터럴시티	670	민간	재개발	'25.12
송파구	잠실 래미안아이파크	2,678	민간	재건축	'25.12
강동구	e편한세상 강동 프레스티지원	535	민간	재건축	'26.01
송파구	잠실르엘(미성크로바재건축)	1,865	민간	재건축	'26.01
서초구	래미안트리니원	2,091	민간	재건축	'26.08
서초구	디에이치 방배	3,064	민간	재건축	'26.09
은평구	힐스테이트 미디어알레	2,451	민간	재개발	'26.10
성동구	청계리버뷰자이	1,670	민간	재개발	'26.12

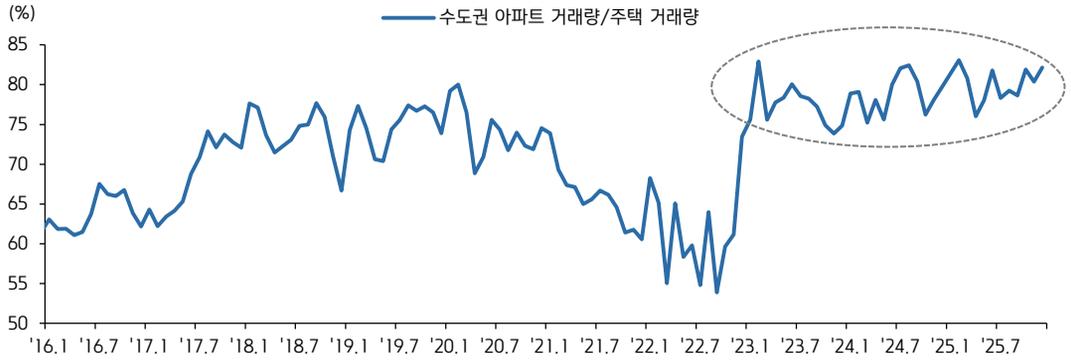
자료: HDC렙스(구)부동산114, 키움증권 리서치센터  
 주1) 파란색 음영은 강남 3구 대단지 입주 몰량

수도권 주택유형별 착공세대수 - 아파트 착공은 증가하나 비아파트 착공 침체



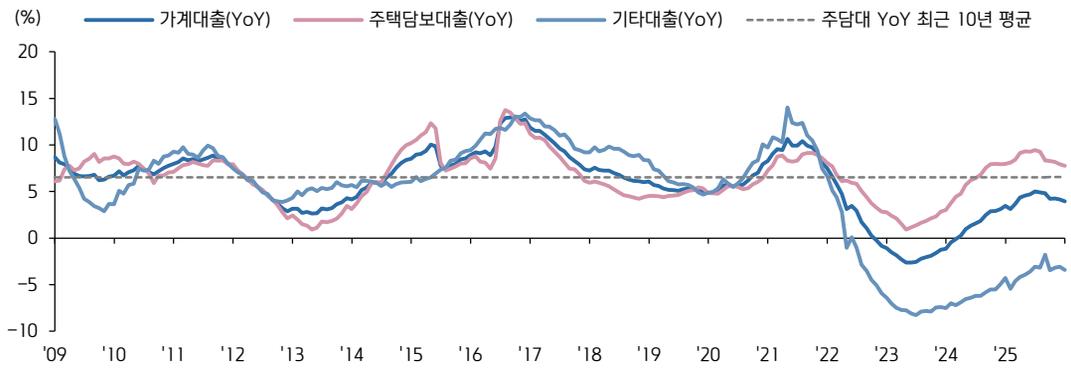
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터

수도권 주택 거래량 중 아파트가 차지하는 비중 - 빌라왕 사태 이후 아파트 선호 현상 지속



자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터

가계대출 YoY 추이 - 주담대 증가량 감소 전망, 수요자들 주요 입지 신규 진입까지 시간이 걸릴 것



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

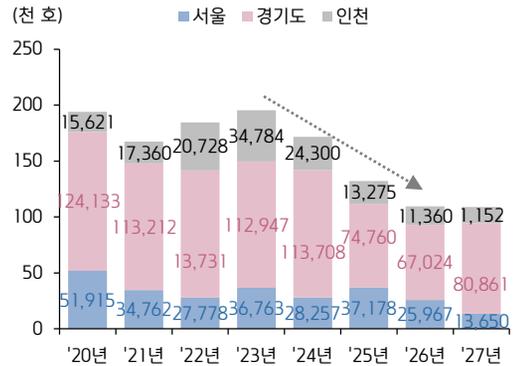
다만, 수도권 내 전체 입주 물량은 제한적이고, 정부는 추경 등 유동성 공급을 지속할 것으로 전망되기 때문에 재정정책 중심의 유동성 증가가 전망된다. 또한 최근 일부 산업에서의 호실적에 힘입어 민간 부문에서도 유동성 공급이 증가하고 있는 가운데, 최근 주식 시장의 강세로 인한 자산 증대로 여전히 수도권 부동산 시장은 전반적인 강세가 유지되면서 주요 입지와 그 외 지역들의 킷추키 장세가 나타날 것으로 전망된다.

수도권 연도별, 행정구역별 착공 세대수



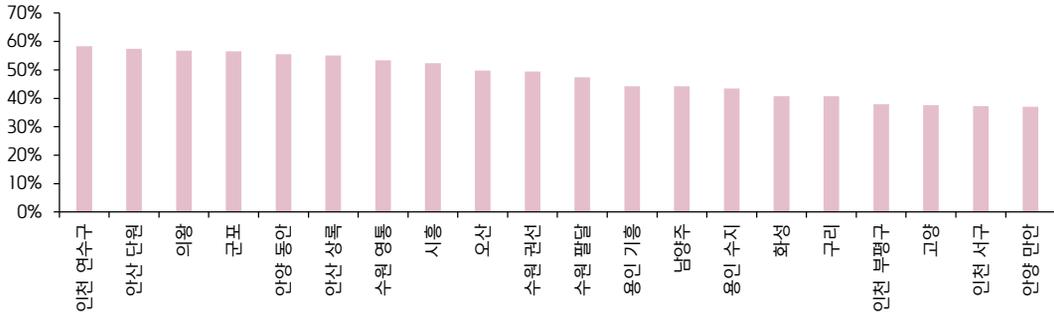
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치

수도권 연도별, 행정구역별 입주 세대수



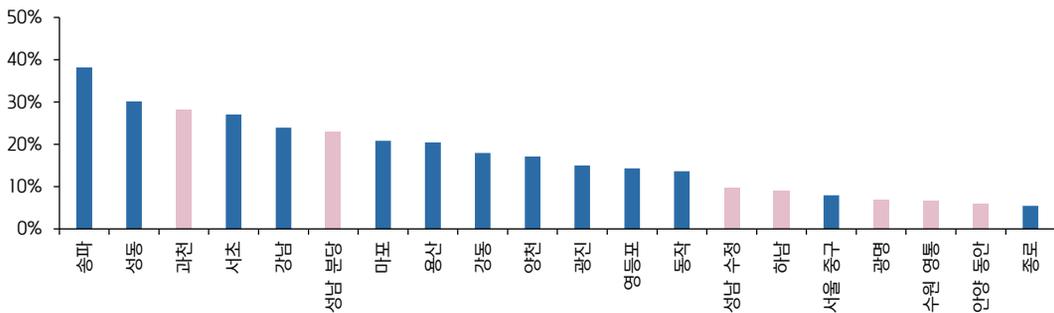
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치

'20~'21년 수도권 아파트 가격 상승 Top 20 - 모두 주요 입지 외 지역이 상승세가 높은 모습



자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터

'23~'25년 수도권 아파트 가격 상승 Top 20 - 수도권 주요 입지 중심으로 상승률이 높은 모습



자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터

결국 주요 입지에 한정되었던 매매가 상승이 주변 지역으로 확대시 주요 입지 외에서 민간부문 착공이 다시금 증가할 여지가 있다. 다만, 아직까지는 비수도권과 마찬가지로 공사비 상승분이 분양가에 전가될 수준만큼의 매매가 상승이 이뤄져야 한다고 판단되며, 경기 외곽 지역의 미분양이 아직 해소되지 못한 상황이다. 따라서 수도권 착공 증가에 있어서는 공공과 도시정비를 중심으로 여전히 관심을 가질 필요가 있다고 판단된다. 또한, 최근 반도체 업체의 투자가 재개됨에 따라 수도권 내 미분양 감소에 도움이 될 것으로 전망된다.

수도권 행정구역별 미분양 현황 - 아직 정체를 보이는 중



자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터

## >>> 정부의 공공중심 공급정책

이재명 정부는 9.7 공급대책을 통해 공공 중심의 공급 정책을 내세웠다. 특히, 수도권 내에 수요가 집중되는 만큼 수도권 공급에서의 공공의 역할을 강조하며, LH 등 주요 공기관들의 직접 시행 및 공공택지 사업속도 가속화로 '30년까지 각 6만호, 4.6만호 공급을 예고했다. 이런 가운데 최근 LH는 민간참여(민참) 공공주택사업을 확대하고 있다. 민참 공공주택사업의 경우 기존 토지 매각 방식보다 상대적으로 수익성은 적으나 공공성을 확보할 수 있고, LH 부채 부담이 지속되는 가운데 직접 설계를 하지 않는 만큼 공공직접개발 대비 상대적으로 비용이 적고 신속하게 사업이 추진 가능하기 때문이다.

### 9.7 수도권 주택 공급 계획 - LH직접 시행을 통한 공공성 확보 및 주택 공급 활성화 방안

- ◆ 수도권 공공택지 사업주체(민간→LH)와 토지용도(非주택→주택)를 전환\*하여 택지사업의 공공성 강화와 함께 공급물량 확대 및 공급속도 제고

\* (주택) LH 직접시행 확대, 토지이용 효율화 (비주택) 용도전환 정례화

☞ LH 직접 시행 등을 통해 '30년까지 수도권에 총 7.5만호 + α 추가 착공



자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터

### 9.7 수도권 주택 공급 계획 - 공공택지 사업속도 제고를 통한 공급여력 확충

- ◆ 택지사업 단계별\* 맞춤형 조기화 전략 마련 및 사업 관리 강화를 통해 전체 사업기간을 2년+α 단축

\* △지구 지정 및 계획 수립단계, △부지 확보단계(보상→이주·철거→문화재조사)

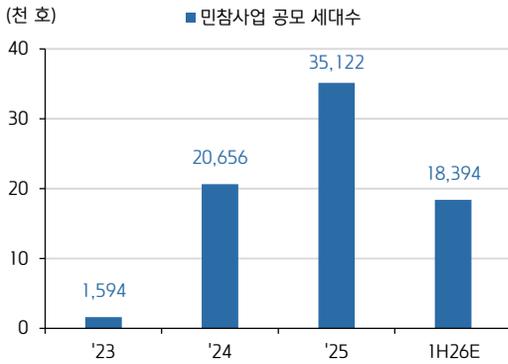
☞ 이를 통해 '30년까지 수도권 4.6만호를 조기화하여 추가 착공



자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터

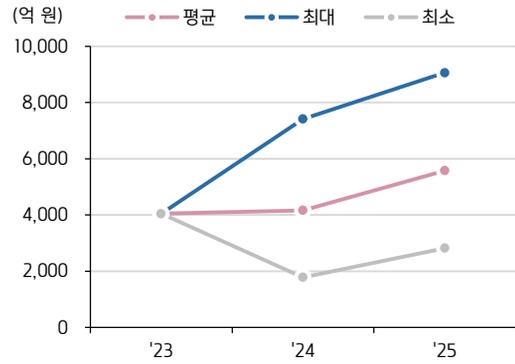
민참 공공주택 사업은 '23년 1개 패키지에 그쳤으나, '24년엔 13개, '25년엔 16개 프로젝트가 공모로 나왔다. 총 세대수를 살펴보면 '23년 총 1,594세대, '24년 2.1만 세대, '25년 3.5만 세대가 공모로 나왔고, 패키지의 평균 예상 사업비도 '23년 4,042억 원 대비 '25년 5,735억 원으로 크게 증가하는 모습을 보였으며, 우선협상대상자 선정 이후 실제 계약 시 도금액은 증액된 이후 체결되는 것으로 파악된다. '26년에는 1월 총 2개 패키지, 2,869세대가 공모로 나온 가운데, 상반기에만 1.8만 세대가 공모로 나올 것으로 전망된다. 1) '25년에 기존 공모 계획이 2.7만가구였음에도 3.5만세대가 나왔다는 점과 2) 정부가 지구 지정을 가속화하고, 기존 지정 지역 내 세대수를 늘리려는 의지가 있다는 점에서 '26년에도 '25년 대비 더 많은 공모가 나올 것으로 전망된다.

연도별 민참사업 공모 세대수 추이



자료: LH, 키움증권 리서치

연도별 민참사업 공모 패키지 사업비 추이



자료: LH, 키움증권 리서치

'23년 LH 민참사업 공모 내용 - 패키지 1개 (수도권 1개)

차수	사업지	세대수	시공사	예상 사업비 (억원)	착공 시점	입주 시점
1차/2차	화성동탄 2C-14BL	894	DL 이앤씨, 태영건설, 동부건설, 유탐엔지니어링, 고덕종합건설	2,515	'24.09	'28.07
	남양주왕숙 A-16BL	700		1,527	'27.12	'31.08
합계	-	1,594	-	4,042	-	-

자료: LH, 키움증권 리서치센터

'24년 LH 민첨사업 공모 내용 - 패키지 13개 (수도권 11개, 비수도권 2개)

차수	사업지	세대수	시공사	예산 사업비 (억원)	착공 시점	입주 시점
1차	하남교산 A-2BL	1,115	대우건설, 계룡건설, 동부건설, 흥한주택종합건설, 파레나	2,799	'25.03	'29.06
	남양주왕숙 B-1BL	569		1,867	'25.07	'28.05
	남양주왕숙 B-2BL	587		1,821	'25.07	'28.06
	남양주왕숙 A-3BL	428		927	'25.09	미정
2차/3차	부천대장 A-5BL	952	DL 이앤씨, 금호건설, 대보건설, HJ 중공업, CNC 종합건설	2,460	'25.03	'27.11
	부천대장 A-6BL	688		1,766	'25.03	'27.11
	인천검단 AA19BL	1,322		2,363	'25.02	'27.10
4차	평택고덕 A-63BL	630	금호건설, 우미건설, 신동아건설, 신흥디앤씨	1,910	'25.12	'28.06
	평택고덕 A-64BL	536		1,265	'25.12	'28.06
	오산세교 2A-12BL	433		1,194	'25.03	'27.11
5차	청주동남 A-2BL	650	코오롱글로벌, 이수건설	1,779	'25.06	'28.03
6차	양산사송 A-6BL	569	계룡건설, 서한, CNC 종합건설	1,513	'26	'29
	양산사송 B-1BL	714		2,034	'26	'29
7차	하남교산 S-11BL	1,198	제일건설, 신동아건설, 대저건설	3,230	'28.12	'31.03
8차	남양주왕숙 S-13BL	1,271	극동건설, HJ 중공업, CNC 종합건설	3,333	'26.12	'29.12
9차	남양주왕숙 A-27BL	925	대보건설, 동부건설, 한양, 신성건설, 브이산업	2,400	'26.12	'30.01
10차	남양주왕숙 S-9BL	1,511	남광토건, HJ 중공업, 신동아건설, CNC 종합건설, 대경건설	3,963	'27.12	'31.03
11차	남양주왕숙 A-25BL	1,298	동부건설, 대우건설	3,232	'27.12	'30.10
12차	남양주왕숙 S-3BL	1,258	극동건설, HJ 중공업, 서한, 대저건설, 엔알비	3,298	'26.12	'29.12
	의왕초평 A-4BL	381		860	'25.07	'27.09
13차	평택고덕 A-31BL	690	현대건설, 금호건설, 계룡건설, 다원엔컴퍼니, SC 건설	2,108	'26	'29
	평택고덕 A-34BL	679		1,714	'26	'29
	평택고덕 A-35BL	753		2,304	'26	'29
14차	평택고덕 A-56BL	1,499	대우건설, 동부건설, 우미건설, 흥한주택종합건설	4,012	'26	'29
합계	-	20,656	-	54,151	-	-

자료: LH, 키움증권 리서치센터  
 주 1) 분홍색 음영은 비수도권

'25년 LH 민첨사업 공모 내용 - 패키지 17개 (수도권 15개, 비수도권 2)

차수	사업지	세대수	시공사	예산 사업비 (억원)	착공 시점	입주 시점
1-1차	평택고덕 Abc-12BL	942	현대건설, 동부건설, 우미건설	3,038	'26	'28.10
	평택고덕 Abc-27BL	602		1,969	'26	'31.01
	평택고덕 A-65BL	837		2,709	'26	'28.10
1-2차	밀양북부 A-1BL	744	BS 한양, 대보건설, 강산건설	1,870	'26	'29
	밀양북부 S-2BL	322		946	'26	'29
2-1차	부천역곡 A-2BL	1,464	남광토건, 중흥토건, 케이알산업, 극동건설, CNC 종합건설	4,016	'26	'29.12
	부천대정 A-2BL	548		1,558	'26	'28.07
	부천대정 A-12BL	795		1,757	'26	'28.08
2-2차	행복도시 52M2BL	622	계룡건설, DL 이앤씨, 대보건설, 이수건설	2,070	'26	'29.09
	행복도시 52L2BL	616		1,234	'26	'29.05
	석문국가산단 B-6BL	1,124		3,554	'26	'29.08
3-1차	남양주왕숙 A-17BL	379	한신공영, 쌍용건설, 고덕종합건설, 대승건설, GI	1,078	'26.06	'29.04
	남양주왕숙 S-18BL	965		2,086	'26.06	'29.01
3-2차	남양주왕숙 PM-3BL	1,391	금호건설, BS 한양, 이수건설, ESI 건설	2,817	'26.03	'31.07
	남양주왕숙 2A-1BL	812		2,262	'26.03	'29.07
3-3차	과천갈현 A-1BL	590	HJ 중공업, 계룡건설, 신성건설	1,649	'29.06	'32.08
	의왕군포안산 A1-3BL	806		1,575	'30.12	'34.04
4-1차	의왕군포안산 S1-1BL	659	동부건설, 대우건설, 흥한건설, 신흥건설	1,970	'30.12	'34.02
	의왕군포안산 S1-3BL	951		2,848	'30.12	'34.02
4-2차	의왕군포안산 A1-1BL	956	금호건설, 이수건설, BS 한양, 플러스건설	2,666	'30.12	'34.07
	의왕군포안산 A1-2BL	963		2,903	'30.12	'34.08
	의왕군포안산 A1-4BL	897		2,481	'30.12	'34.07
4-3차	고양창릉 S-1BL	494	우미건설, 계룡건설, 태영건설, ESI	1,410	'25.12	'29.02
	의정부법조타운 S-2BL	560		1,574	'26.04	'29
5-1차	광명시흥 S1-10BL	1,568	DL 이앤씨, 계룡건설, 태영건설, ESI	4,454	'30.12	'41.11
	광명시흥 B1-3BL	1,148		3,666	'30.12	'37.08
5-2차	광명시흥 A1-1BL	1,655	대우건설, 동부건설, 금호건설, 파레나, 흥한건설, 우호건설	3,369	'31.12	'34.12
	광명시흥 A2-5BL	1,177		3,160	'31.12	'34.10
	광명시흥 B1-7BL	786		2,529	'31.12	'34.08
5-3차	광명시흥 S2-4BL	708	DL 건설, 중흥건설, KR 산업, 풍창건설	2,019	'31.12	'35.02
	광명시흥 S2-6BL	1,231		3,694	'31.12	'35.02
5-4차	광명시흥 S1-11BL	1,066	GS 건설, 대보건설, CNC 건설	3,209	'31.12	'35.03
	광명시흥 S2-2BL	781		2,360	'31.12	'34.10
	시흥거모 A-1BL	801		1,859	'26.12	'29.12
6-1차	남양주왕숙 2A-6BL	510	대보건설, 남광토건, HJ 중공업, 우호건설, 국제건설	1,530	'26.06	'29.03
	남양주왕숙 A-7BL	553		1,971	'26.06	'29.04
6-2차	부천대정 A-9BL	574	극동건설, 중흥건설, 서한건설, 대경건설, 신동아건설, 삼호건설	1,689	'26.06	'29.08
	인천계양 A-16BL	434		1,319	'26.06	'29.07
	인천계양 A-18BL	782		1,624	'26.06	'29.06
6-3차	수원당수 2B-1BL	705	대우건설, 동부건설, 계룡건설, 안택건설	2,153	'26.06	'29.12
	수원당수 2A-1BL	693		1,465	'26.06	'29.10
	수원당수 2A-3BL	911		2,002	'26.06	'30.03
합계	-	20,656	-	96,112	-	-

자료: LH, 키움증권 리서치센터  
주) 분홍색 음영은 비수도권

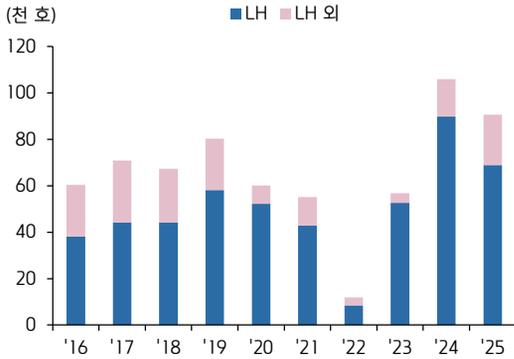
'25년 LH 민참사업 공모 내용 - 패키지 17개 (수도권 15개, 비수도권 2)

차수	사업지	세대수	시공사	예산 사업비 (억원)	착공 시점	입주 시점
1-1차	오산오산 1BL	366	미정	1,270	'26.12	'30.03
	인천검단 AA3 1BL	766		2,288	'26.12	'29.11
	인천영종 A-57BL	272		974	'26.12	'29.12
	인천영종 A-63BL	293		1,049	'26.12	'30.02
1-2차	양주회천 A-23BL	636	미정	2,136	'26.12	'30.08
	양주회천 A-4BL	536		1,555	'26.06	'30.01
1H26 예정 공모지	위례업무 1BL	2,267	미정	-	'27	-
	남양주왕숙 S-20BL			-	'27	-
	성대야국장 1BL	2,100		-	'27	-
	안산장산 A-10BL	1,060		-	'26	-
	성남복정 1B-2BL			-	'26	-
	수원당수 C-5BL	1,734		-	'26	-
	수원당수 2V-1,4BL			-	'26	-
	인천검단 AA-30BL	464		-	'26	-
	평택고덕 2개 블록	1,500		-	'26	-
	평택고덕 2개 블록	1,400		-	'26	-
	평택고덕 1개 블록	1,200		-	'26	-
	4개 지구 7개블록	3,800		-	'26	-

자료: LH, 언론기사, 키움증권 리서치센터

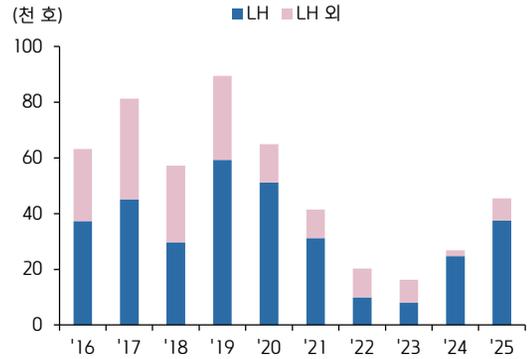
수도권 기준 LH 發 인허가 물량은 '22년부터 증가하기 시작했으며, 착공 물량은 '23년부터 증가하기 시작했다. 여전히 토지보상 등의 문제로 토지가용시기가 불명확하지만, 이전 정부와 다르게 인허가 실적이 아닌 착공 기준으로 공급 기준을 바꾸었다는 점에서 이전대비 착공까지 시기를 앞당길 수 있는 시행책이 나올 것으로 기대되며, 여전히 여러 민참 사업이 착공을 시작하지 않았다는 점에서 공공부문을 통한 건설사들의 수도권 착공 확대는 가능할 것으로 판단된다.

공공부문 주택건축 인허가 추이 - 과거대비 증가



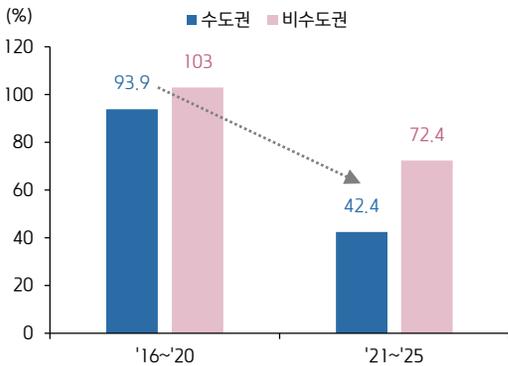
자료: LH, 키움증권 리서치

공공부문 주택건축 착공 추이 - 인허가 대비 낮음



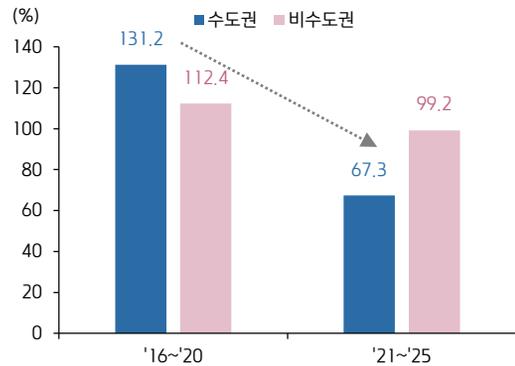
자료: LH, 키움증권 리서치

LH 착공/인허가 비율 - 과거대비 감소한 상황



자료: 국토교통부, 키움증권 리서치

LH 외 착공/인허가 비율 - 수도권 중심으로 감소



자료: 국토교통부, 키움증권 리서치

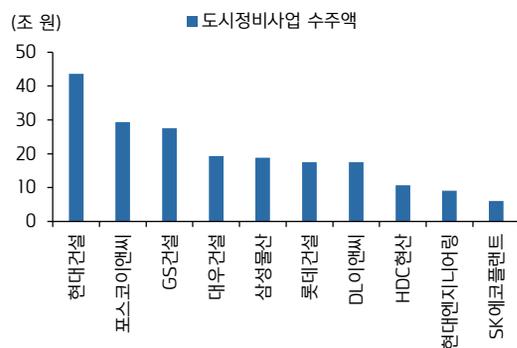
## >>> 민간 도시정비와 반도체 투자

### 1) 도시정비 수주 증가와 향후 주목할만한 현장

정부의 공공택지는 대부분 서울 외의 지역이며 과천을 제외할 시 경기도 권역에서도 가장 선호되는 판교/분당 등과 거리가 있는 편이다. 최근 정부의 1.29 정책에 용산을 포함한 일부 서울 현장들이 포함되었으나, 용산국제업무지구를 제외하면 주택 공급에 유의미한 착공 실적으로 이어지기 어려운 현장들이 많다고 판단된다. 결국 서울 및 경기권의 주요 입지의 실질적인 공급에는 도시정비가 가장 큰 영향을 미칠 것으로 판단된다.

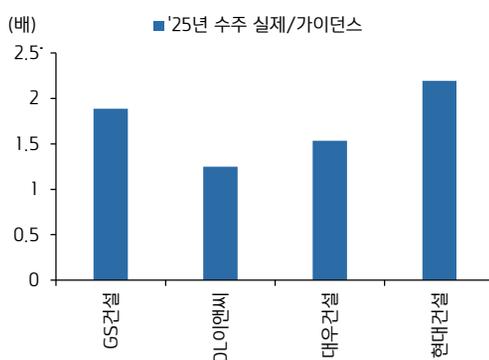
최근 정부의 토지거래허가제, 투기과열지구 지정과 대출 규제로 인해 재건축 시장의 어려움이 지속되고 있는 것은 사실이다. 최근 10 대 건설사들의 시공권 확보 기준 수주 금액은 '23 년 20 조원을 저점으로 '25 년 48.6 조원까지 증가하며 사상 최대치를 기록했다. '25 년 전국 정비사업 수주액은 63.6 조원 수준으로 알려져 있으며 '26 년에는 최대 80 조원까지도 확대될 것으로 파악된다. 또한, '25 년 대형 건설사들의 수주를 볼 시 대부분 주택 부문 수주에서 가이던스를 상회했으며, 이들은 대체로 사업시행인가 이후 수주로 인식한다는 점에서 공사비가 높은 대형, 주요 입지의 사업장에서는 도시정비 사업 진행이 우려대비 관망은 상황이라 판단된다.

'19~'25년 도시정비사업 수주액(시공사 선정 기준)



자료: 국토교통부, 키움증권 리서치

'25년 건설사별 주택건축 수주 가이던스 VS 실제



자료: 각 사, 키움증권 리서치  
 주1) DL이앤씨, 현대건설은 별도 기준  
 주2) 현대건설은 주택 부문만 포함

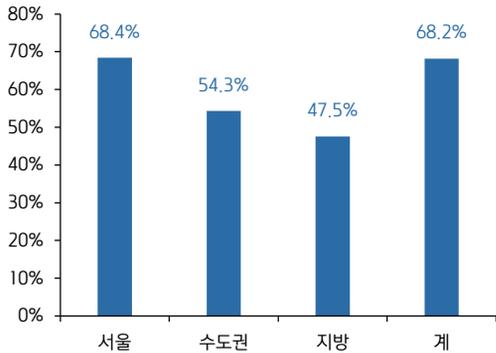
정부의 규제 외에도 도시정비의 주요 장애물은 코로나 이후 급등한 공사비이다. 다만, 주요 입지들의 매매가도 크게 상승했고, 이들 지역은 대체로 부촌인 가운데, 주식과 같은 다른 자산도 같이 상승했기 때문에 진행 가능성이 타지역 대비 높을 것으로 판단된다. 따라서, 올해 도시정비에서는 강남 3구와 목동, 여의도, 성수에 관심을 가질 필요가 있다. 그 외에도 경기지역에서 높은 상승률을 보인 1기 신도시 분당의 경우도 정부의 도시정비 사업 의지가 강한 지역인만큼 관심을 가질 필요가 있다. 이들 지역 중 많은 단지가 올해 시공사 선정에 나설 것으로 예상되며, 이들의 시공사 선정 계획이 '26년 도시정비 시장 확대를 이끌 것으로 전망된다. 건설사들 중 이들 시공권을 확보한 기업들은 중장기적으로 안정적인 주택/건축 수익성과 외형성장 가능성을 가져갈 수 있을 것으로 전망된다.

수도권 주요 재건축 재개발 단지 중 시공사 선정 예정 단지

위치	사업 구분	재건축 현황	시공사	기존 세대수	예정 세대수	예상 공사비	비고
성수 전락정비 1지구	재개발	조합설립인가	미정	-	3,014	2.2 조	GS 건설 1차 단독입찰
성수 전락정비 2지구	재개발	조합설립인가	미정	-	2,609	1.8 조	DL 이앤씨, HDC 현산 경쟁유력 '25년 10월 시공사 선정 응찰 없이 유찰
성수 전락정비 3지구	재개발	조합설립인가	미정	-	2,231	-	대우건설, 삼성물산 관심 1H26 시공사 선정 목표
성수 전락정비 4지구	재개발	조합설립인가	미정	-	1,439	1.4 조	2차 입찰 롯데건설, 대우건설 경쟁유력
압구정 2구역	재건축	조합설립인가	현대건설	1,924	2,571	2.7 조	현대건설 수의계약 확정
압구정 3구역	재건축	조합설립인가	미정	3,934	5,175	7 조	삼성물산, 현대건설, HDC 현산 관심 '26년 5월 30일 시공사 선정총회 개최 예정
압구정 4구역	재건축	조합설립인가	미정	1,341	1,664	2.1 조	삼성물산, 현대건설 관심 '26년 5월 23일 시공사 선정총회 개최 예정
압구정 5구역	재건축	조합설립인가	미정	1,232	1,401	1.7 조	현대건설, DL 이앤씨 관심 '26년 5월 23일 시공사 선정총회 개최 예정
여의도 시범	재건축	조합설립인가	미정	1,578	2,466	1.5 조	대우건설, 현대건설, 삼성물산 관심 1H26 시공사 선정 목표
여의도 대교	재건축	사업시행인가	삼성물산	576	912	0.8 조	삼성물산 수의계약 확정
여의도 삼부	재건축	추진위승인	미정	866	1,735	0.6 조	삼성물산, GS 건설, DL 이앤씨 관심
목동 5단지	재건축	사업시행자지정	미정	1,848	3,930	1.2~3 조 사이	삼성물산 GS 건설 2H26 시공사 선정 목표
목동 6단지	재건축	조합설립인가	미정	1,368	2,173	1.2 조	DL 이앤씨, 현대건설, 삼성물산 관심 '26년 4월 시공사 선정 예정
목동 7단지	재건축	추진위승인	미정	2,550	4,341	1.2~3 조 사이	현대건설, 삼성물산 관심 2H26 시공사 선정 목표
목동 8단지	재건축	추진위승인	미정	1,352	1,881	1.2 조	롯데건설, 포스코이앤씨 관심 2H26 시공사 선정 목표
목동 9단지	재건축	사업시행자지정	미정	2,030	3,957	1.2~3 조 사이	GS 건설, 삼성물산, 포스코이앤씨, HDC 현산 관심 2H26 시공사 선정 목표
목동 10단지	재건축	사업시행자지정	미정	2,160	4,050	1.2~3 조 사이	현대건설, 대우건설, DL 이앤씨, 포스코이앤씨 관심 2H26 시공사 선정 목표
목동 12단지	재건축	추진위승인	미정	1,860	2,810	1.2~3 조 사이	GS 건설 관심 2H26 시공사 선정 목표
목동 13단지	재건축	사업시행자지정	미정	2,280	3,852	1.2~3 조 사이	삼성물산, HDC 현산, 포스코이앤씨 관심 2H26 시공사 선정 목표
목동 14단지	재건축	사업시행자지정	미정	3,100	5,123	3 조	현대건설, 대우건설, 롯데건설 관심 2H26 시공사 선정 목표
분당 시범단지 현대우성	재건축	특별정비구역지정	미정	3,713	6,049	-	현대건설, 대우건설, 삼성물산, DL 이앤씨 관심 2026년 시공사 선정 목표
분당 셋방마을	재건축	특별정비구역지정	미정	2,843	4,800	-	현대건설, 대우건설, GS 건설, HDC 현산, 삼성물산, 롯데건설 관심 2026년 시공사 선정 목표
분당 목련마을	재건축	특별정비구역지정	미정	1,107	2,475	-	현대건설, HDC 현산, 대우건설, 삼성물산, GS 건설, 롯데건설 관심 2026년 시공사 선정 목표
분당 양지마을	재건축	특별정비구역지정	미정	4,392	6,839	-	현대건설, 삼성물산, 포스코이앤씨, DL 이앤씨 관심 2026년 시공사 선정 목표
평촌 A17구역	재건축	특별정비구역지정	미정	1,750	2,875	-	GS 건설, 현대건설, 삼성물산, 대우건설, SK 에코플랜트 관심 2026년 시공사 선정 목표
평촌 A18구역	재건축	특별정비구역지정	미정	1,376	2,395	-	GS 건설, 현대건설, 삼성물산, 대우건설 관심 2026년 시공사 선정 목표
산본 9-2구역	재건축	특별정비구역지정	미정	1,862	3,376	-	현대건설, GS 건설, 대우건설, DL 이앤씨 관심 2H26 시공사 선정 목표
산본 9-11구역	재건축	특별정비구역지정	미정	2,758	3,892	-	현대건설, GS 건설, DL 이앤씨, 포스코이앤씨 관심 2H26 시공사 선정 목표

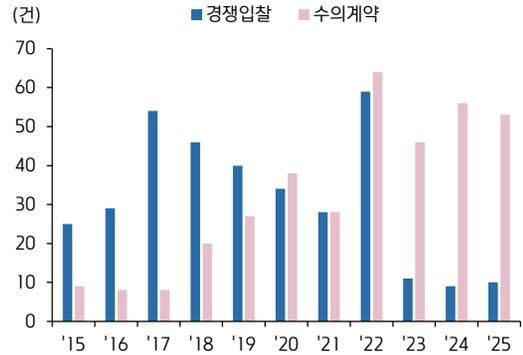
자료: 서울시, 경기도, 언론기사, 키움증권 리서치센터

### 전국 정비구역 공사비 '20~'25년 상승률



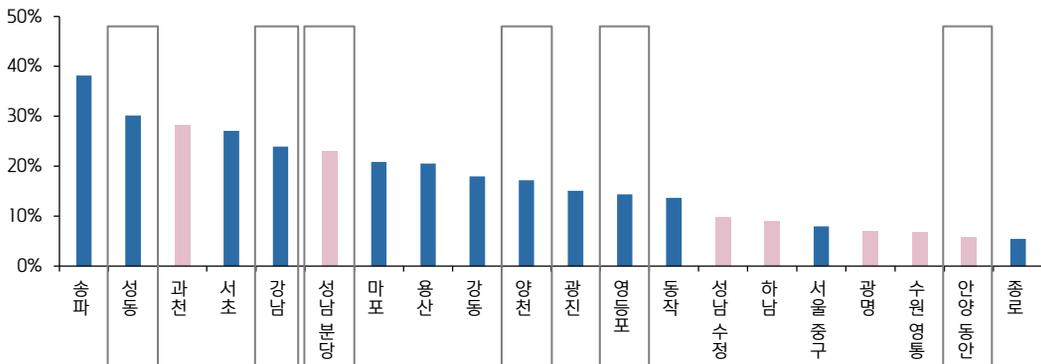
자료: 하우징헤럴드, 키움증권 리서치

### 도시정비 경쟁입찰 VS 수의계약 건수



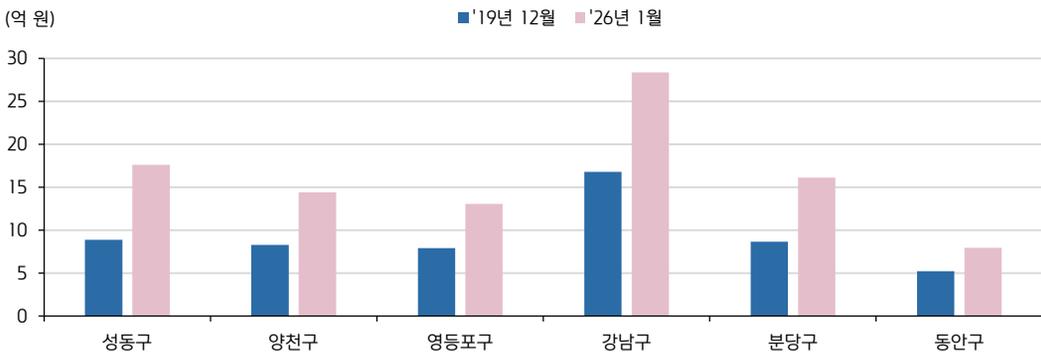
자료: 하우징헤럴드, 키움증권 리서치

### '23~'25년 주요 재건축/재개발 지역(성수, 목동, 여의도, 압구정, 1기 신도시) 아파트 매매가 상승률



자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터

### 주요 재건축/재개발 지역(성수, 목동, 여의도, 압구정, 1기 신도시) 아파트 평균 매매가 변화

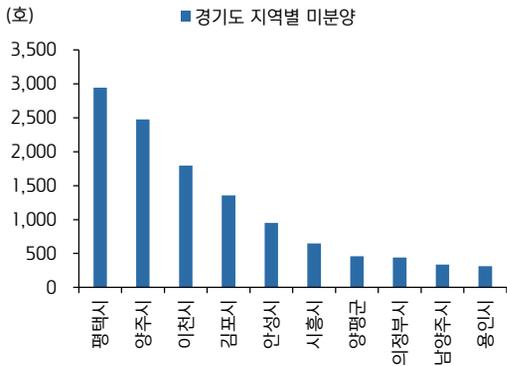


자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터

## 2) 반도체 투자에 따른 경기권 미분양 물량 감소 가능성

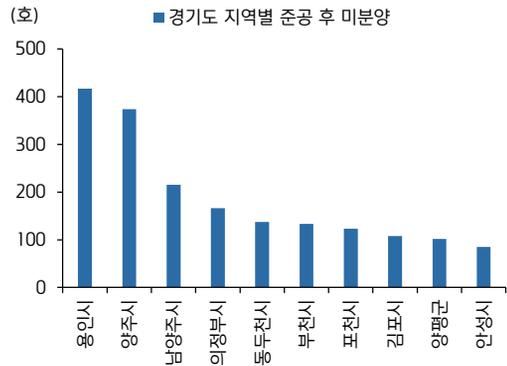
'25년 말 기준 수도권 내에서 가장 미분양이 심한 곳은 평택이고, 준공 후 미분양이 가장 많은 곳은 용인시였다. 이들의 공통적인 특징은 '20년대 초 국내 주요 반도체 투자 예정 지역이었다는 점이다. '20년대 초 반도체 호황에 힘입어 국내 주요 메모리 업체들은 이들 지역에 투자를 할 예정이었으나, '23년 반도체 시장의 불황으로 투자 계획을 미루면서 미분양이 심해졌다. 그러나 '25년 글로벌 AI투자자로 인해 메모리 산업의 전례없는 공급 부족으로 국내 메모리 업체들의 자가 재개되고 있다.

'25년 말 기준 경기도 미분양 주요 지역



자료: 국토교통부, 키움증권 리서치

'25년 말 기준 경기도 준공 후 미분양 주요 지역



자료: 국토교통부, 키움증권 리서치

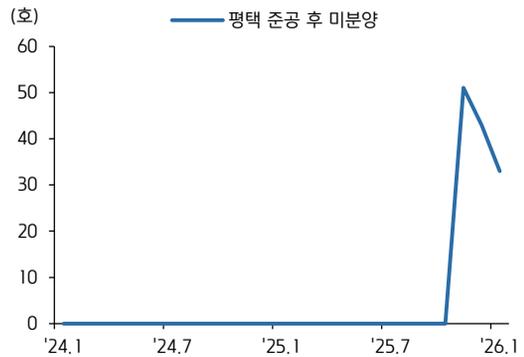
평택의 경우 삼성전자 P4 공사가 '24년 중단된 이후 '25년 하반기부터 재개되었다. 특히, 삼성전자 P4 투자 외에도 P5 투자도 '25년 말부터 재개되면서 평택지역의 건설활동은 활발하게 이루어지고 있다. 최근 삼성전자는 헬 퍼스트 전략을 통해 P5의 클린룸 구축 일정을 3분기 초부터 진행할 것으로 보이며, 수요에 맞추어 탄력적으로 설비투자를 진행할 것으로 판단된다. P5는 '28년 가동을 목표로 하고 있으며, 최근에는 P6 투자에 대한 가능성도 제기되고 있다. '25년부터 평택시의 미분양 물량이 감소하고 있는 가운데, P4 Ph2, Ph4, P5, P6의 공사와 가동 시기에 맞추어 미분양 물량은 추가로 감소할 가능성이 높다고 판단된다.

평택 미분양 물량 추이



자료: 국토교통부, 키움증권 리서치

평택 준공 후 미분양 물량 추이



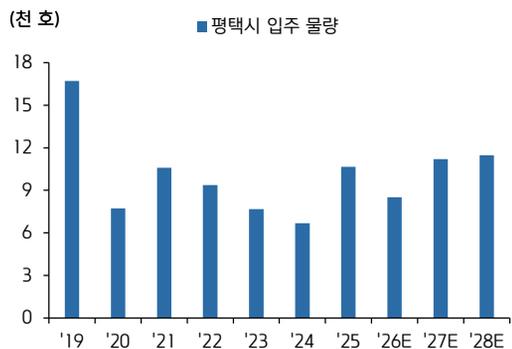
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치

평택 분양 물량 추이



자료: HDC랩스(구)부동산114, 키움증권 리서치

평택 입주 물량 추이



자료: HDC랩스(구)부동산114, 키움증권 리서치

용인의 경우 용인 반도체 클러스터 투자가 가속화될 것으로 판단된다. 이 지역은 '25년 2월 1기 팹 착공을 시작하여 총 4기 팹을 순차적으로 조성할 예정이었다. SK하이닉스는 '24년 7월 1기 팹에 9.4조원을 업무지원동을 포함하여 '28년말까지 투자할 계획을 갖고 있었다. 1기 팹 준공 시점은 '27년 5월에 예정되어있었다. 그러나 하이닉스는 최근 1기 팹 준공 시점을 '27년 초 준공 목표로 변경하였고, 투자금액을 21.6조원 투자로 증액했다. 이는 용적을 완화로 클린룸 면적이 확장되었고, 물가 상승 요인 등을 반영했기 때문이다. 투자 기간은 '26년 3월 1일부터 '30년 말로 계획하고 있다. 회사는 향후 협력사와 생태계 구축에도 속도를 낼 계획이다. 이번 증액은 SK하이닉스의 투자의지를 잘 드러내며 1기 팹 준공 시점을 앞당긴만큼 반도체 클러스터 내 생태계 구축이 가속화된다면 용인 지역의 미분양 물량도 감소할 가능성이 높다고 판단된다.

용인 미분양 물량 추이



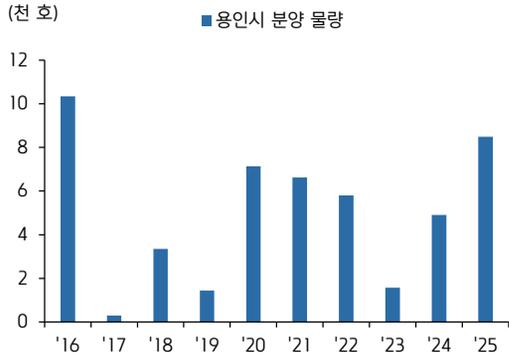
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치

용인 준공 후 미분양 물량 추이



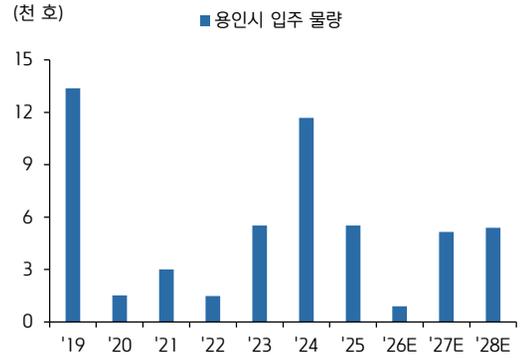
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치

### 용인 분양 물량 추이



자료: HDC랩스(구)부동산114, 키움증권 리서치

### 용인 입주 물량 추이



자료: HDC랩스(구)부동산114, 키움증권 리서치

### III. 건설업 투자전략

#### >>> Top Pick: 삼성E&A 관심종목: GS건설, 아이에스동서 제시

건설업에 대한 Overweight 의견을 유지한다. 그동안 건설사들의 주택/건축 부문은 지속적인 착공 부진으로 인해 외형 하락이 지속된바 있다. 다만, '26 년이 이들 외형 하락의 마지막해라고 판단되며 '27 년부터 주택/건축부문의 매출액 반등이 예상된다. 또한, '26 년은 중장기 착공 증가 사이클상의 시작점이 될 것으로 판단된다. 비수도권은 입주 물량 부족으로 인한 전월세 매물 감소가 지속되면서 매매가 상승이 확산되며, 지속될 것으로 판단된다. 특히, 2 차 공공이전과 5 국 3 특에 따른 주요 비수도권 지역의 집중 투자를 통해 과거 이명박 정부때와 같은 수혜가 예상된다. 또한, 수도권에 대한 부동산 규제가 지속될 것으로 전망되며, 추가 규제 가능성도 남아있는 만큼 지난 수도권에서의 상승세가 비수도권으로 이전될 가능성이 높다고 판단된다. 수도권의 경우 공공 중심의 공급 정책을 중심으로 착공이 늘어날 것으로 전망되고, 도시정비 사업의 경우 매매가 상승이 높았던 지역들 중심으로 사업이 차근차근 진행될 것으로 판단된다.

다만, 단기적인 주택 착공 증가 가능성은 아직 이르다고 판단된다. 건설사들이 수익성 중심의 수주로 돌아선 가운데, 비수도권의 경우 매매가 상승이 상당부분 이뤄져야 건설사들이 주택 착공에 나설 것으로 판단된다. 또한, 수도권의 경우 여전히 비아파트에 대한 수요가 낮은 상황이고, 부동산 규제로 인해 건설사들이 수주한 도시정비 사업의 착공 시점이 늦어질 수 있기 때문이다. 또한, 공공 인허가 물량의 착공이 지속적으로 지연되고 있는 상황도 단기적으론 부담 요인이다. 따라서, 수도권의 경우 재초환 완화나 민간 도시정비 규제 완화(공공기여 축소 혹은 용적을 확대 등)가 시행되는지 여부에 주목할 필요가 있고, 인허가 물량을 빠르게 착공으로 바꿀 시행책 발표에 주목할 필요가 있다.

따라서, 건설업 투자에서 아직은 주택 외의 모멘텀을 갖고 있거나, 수도권, 비수도권 매매가 상승에 따른 미분양 해소와 정부 정책에 대한 수혜를 받을 수 있는 건설사에 집중할 필요가 있다고 판단된다. 이에 Top Pick 으로 삼성 E&A, HDC 현대산업개발을 제시하고, 관심종목으로 아이에스동서를 제시한다.

#### 건설사별 분양/착공 수 추이

(호)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
현대건설(별도)	23,704	21,894	8,362	21,047	11,161	15,075
현대엔지	15,304	9,420	3,556	9,565	895	10,356
대우건설	28,344	17,678	15,540	19,483	18,834	18,536
GS 건설	26,880	28,001	22,098	16,445	8,850	13,200
DL 이앤씨	14,345	8,894	3,601	9,119	7,980	9,292
DL 건설	1,735	12,529	2,144	3,907	4,005	1,000
HDC 현산	10,642	4,302	11,566	8,307	10,835	13,033
금호건설	6,632	3,130	2,726	3,700	1,927	4,152

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

건설사 요약재무표

회사명	구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	YoY	2Q26E	YoY	2025E	2026E	YoY
현대건설 (억 원)	신규수주	94,301	73,043	93,819	73,231	112,923	19.7%	112,923	54.2%	334,394	496,694	48.5%
	수주잔고	981,475	947,613	960,400	950,896	1,022,790	4.2%	1,065,470	12.0%	950,896	1,197,666	26.0%
	매출액	74,556	77,207	78,264	80,601	69,335	-7.0%	70,667	-12.3%	310,628	279,499	-10.0%
	영업이익	2,137	2,171	1,035	1,188	1,823	-14.7%	2,079	75.0%	7,136	8,167	14.5%
	OPM	2.9%	2.8%	1.3%	1.5%	2.6%	-0.2%p	2.9%	1.5%p	2.3%	2.9%	27.2%p
	순이익(지배)	1,204	945	436	1,146	1,054	-12.4%	1,178	2.8%	3,731	4,640	24.4%
대우건설 (억 원)	신규수주	28,238	29,986	53,332	30,799	55,383	96.1%	26,483	-14.0%	142,355	169,516	19.1%
	수주잔고	450,129	449,933	488,038	505,968	541,585	20.3%	547,637	8.2%	505,968	594,744	17.5%
	매출액	20,767	22,733	19,906	17,140	19,766	-4.8%	20,432	19.2%	80,546	80,740	0.2%
	영업이익	1,513	822	566	-11,055	1,506	-0.5%	1,588	-114.4%	-8,154	6,336	특전
	OPM	7.3%	3.6%	2.8%	-64.5%	7.6%	0.3%p	7.8%	72.3%p	-10.1%	7.8%	특전
	순이익(지배)	559	-433	-534	-8,716	930	66.3%	988	-111.3%	-9,124	3,940	특전
GS 건설 (억 원)	신규수주	46,553	32,304	44,529	68,687	36,000	-22.7%	49,000	-28.7%	192,073	161,000	-16.2%
	수주잔고	635,357	624,284	646,404	705,533	713,055	12.2%	732,562	3.8%	705,533	749,180	6.2%
	매출액	30,629	31,961	32,080	29,835	28,747	-6.1%	29,750	-0.3%p	124,505	118,375	-4.9%
	영업이익	704	1,620	1,484	569	1,435	103.8%	1,510	165.4%p	4,378	5,459	24.7%
	OPM	2.3%	5.1%	4.6%	1.9%	5.0%	2.7%p	5.1%	3.2%p	3.5%	4.6%	31.2%p
	순이익(지배)	269	-627	899	380	821	205.3%	874	130.4%	921	3,088	235.3%
DL 이앤씨 (억 원)	신규수주	17,375	9,626	30,167	42,456	27,000	55.4%	28,000	-34.0%	99,624	110,000	10.4%
	수주잔고	293,859	281,632	275,463	284,830	291,987	-0.6%	298,717	4.9%	284,830	312,406	9.7%
	매출액	18,082	19,914	19,070	16,958	16,584	-8.3%	17,837	5.2%	74,024	69,280	-6.4%
	영업이익	810	1,262	1,168	629	1,163	43.6%	1,476	134.7%	3,868	5,245	35.6%
	OPM	4.5%	6.3%	6.1%	3.7%	7.0%	2.5%p	8.3%	4.6%p	5.2%	7.6%	44.9%p
	순이익(지배)	302	83	1,263	2,307	543	79.4%	770	-66.7%	3,956	2,601	-34.3%
삼성 E&A (억 원)	신규수주	24,174	2,310	14,394	22,689	35,000	44.8%	35,000	54.3%	63,567	140,000	120.2%
	수주잔고	213,548	182,184	180,431	177,562	186,159	-12.8%	194,057	9.3%	177,562	211,131	18.9%
	매출액	20,980	21,780	19,956	27,572	26,403	25.8%	27,102	-1.7%p	90,288	106,431	17.9%
	영업이익	1,573	1,809	1,765	2,774	2,151	36.7%	2,233	-19.5%p	7,921	8,639	9.1%
	OPM	7.5%	8.3%	8.8%	10.1%	8.1%	0.6%p	8.2%	-1.8%p	8.8%	8.1%	-7.5%p
	순이익(지배)	1,506	1,407	1,419	1,843	1,749	16.1%	1,813	-1.7%	6,175	7,024	13.7%
HDC 현대산업개발 (십억 원)	신규수주	1,089	1,766	1,580	1,396	1,700	56.2%	1,500	7.4%	5,830	6,600	13.2%
	수주잔고	31,567	32,213	32,798	33,160	34,008	7.7%	34,495	4.0%	33,160	34,008	2.6%
	매출액	906	1,163	1,053	1,025	929	2.5%	1,084	5.7%	4,147	4,233	2.1%
	영업이익	54	80	73	41	110	104.0%	123	198.3%	249	534	114.8%
	OPM	6.0%	6.9%	6.9%	4.0%	11.9%	5.9%p	11.4%	7.3%p	6.0%	12.6%	110.5%p
	순이익(지배)	54	53	40	22	78	43.4%	91	317.4%	169	385	128.2%
금호건설 (십억 원)	신규수주	553	295	639	1,352	700	26.6%	700	-48.2%	2,839	2,800	-1.4%
	수주잔고	7,488	7,534	8,418	9,289	9,504	26.9%	9,711	4.5%	9,289	10,064	8.3%
	매출액	468	531	523	495	485	3.7%	493	-0.3%p	2,017	2,025	0.4%
	영업이익	6	16	15	9	16	174.6%	15	78.7%p	46	70	52.5%
	OPM	1.2%	3.0%	2.9%	1.7%	3.2%	2.0%p	3.1%	1.4%p	2.3%	3.5%	51.9%p
	순이익(지배)	1	10	8	42	6	384.6%	6	-86.1%	62	30	-52.1%

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터



# 기업분석

삼성E&A (028050) BUY(Maintain)/목표주가 48,000원  
여전히 남은 수주 모멘텀

HDC현대산업개발 (294870) BUY(Maintain)/목표주가 34,000원  
서울원 진행률 상승 본격화

아이에스동서 (010780) Not Rated  
펜타힐즈 W 분양 호조 전망

GS건설 (006360) BUY(Maintain)/목표주가 24,000원  
주택 착공 저점, 저평가 해소 시점

금호건설 (002990) BUY(Maintain)/목표주가 5,600원  
공공주택 착공 증가 시 수혜

삼성E&A (028050)



## BUY(Maintain)

목표주가 48,000원  
주가(3/4) 30,900원

건설 Analyst 신대현  
shin8d@kiwoom.com

삼성E&A는 과거 그룹사 투자 사이클 당시 PBR 1.8~2.3배, PER 13~16배를 보인 가운데, 현재 밸류에이션은 저평가라고 판단된다. 또한, 최근 화공 플랜트 LOA를 수령한 가운데, Pacifico Mexinol 그린 메탄을 프로젝트 수주도 상반기 내 나올 것으로 예상되는 만큼 연간 수주 가이드스 달성 가시성은 높을 것으로 판단된다. 목표주가를 48,000원으로 상향하고 업종 Top Pick으로 제시한다.

### Stock Data

KOSPI (3/4)	5,093.54pt	
시가총액	60,564억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	38,950 원	16,380원
최고/최저가대비 등락	-20.7%	
주가수익률	절대	상대
	1M	-3.7%
	6M	11.4%
	1Y	74.6%
		1.5%
		-30.0%
		-12.3%

### Company Data

발행주식수	196,000천주
일평균 거래량(3M)	989천주
외국인 지분율	50.9%
배당수익률(25E)	3.3%
BPS(25E)	23,742원
주요 주주	삼성SDI 외 7인 20.6%

### Price Trend



## 여전히 남은 수주 모멘텀

### >>> 과거 그룹사 투자 사이클 대비 저평가

삼성전자는 P5투자를 재개한 바 있으며, 최근 메모리 반도체 숏티지로 P6 투자에 대한 가능성도 제기되고 있는 상황이다. P5, P6 모두 3층 규모로 과거 P1~P4(2층) 대비 큰 규모 수주가 예상된다. 아직 P5에 대한 삼성E&A의 수주 총액은 5,500억원 수준으로 P3, P4가 각각 5.3조, 6조 수준의 수주 총액을 기록한 것을 고려 시, 추가로 나올 수주가 남아있는 것으로 판단된다. 과거 '21~'22년 반도체 호황에서의 그룹사 투자 사이클 (삼성전자 P4 투자 결정) 당시 PBR은 1.8~2.3배 수준, PER 13~16배 수준을 기록한 바 있다. 현재는 '26년 기준 PBR 1.3배, PER 9.6배 수준으로 여전히 저평가 상태라고 판단된다.

### >>> 기대할만한 New Energy 실적

삼성E&A는 최근 24억불 규모의 화공 플랜트 LOA를 수령한 바 있다. 이는 지연된 중동 석화 수의계약으로 보이며, 상반기 내에 Pacifico Mexinol 그린 메탄을 프로젝트(20억불) 수주도 나올 것으로 예상되는 만큼 올해 연간 수주 가이드스 달성 가시성은 높을 것으로 판단된다. 중장기적으로는 New Energy 내 수처리 사업에도 관심을 가질 필요가 있다. 삼성E&A는 삼성전자 공장 내 그린동 건설을 통해 폐수처리 노하우를 축적해왔으며, 반도체 산업 특성상 화학물질 사용이 많은 만큼 고도처리 기술을 보유하고 있다고 판단된다.

### >>> 목표주가 48,000원 상향, Top Pick 제시

최근 중동에서의 지정학적 불확실성에 따라, 화공 부문에서의 수주 부담이 생겼을 것으로 판단된다. 다만, 여전히 첨단산업(그룹사) 수주와 더불어 New Energy의 Pacifico Mexinol 수주가 예상되는 만큼 연간 수주 가이드스 달성에는 우리가 없을 것으로 판단된다. 과거 그룹사 투자 사이클 대비 현 주가는 저평가로 판단되며 업종 Top Pick으로 제시한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	10,625	9,967	9,029	10,910	11,503
영업이익	993	972	792	887	928
EBITDA	1,058	1,041	866	964	1,009
세전이익	933	904	830	925	973
순이익	696	639	648	671	705
지배주주지분순이익	754	757	617	720	755
EPS(원)	3,846	3,862	3,150	3,675	3,851
증감률(% YoY)	13.4	0.4	-18.4	16.7	4.8
PER(배)	7.5	4.3	7.6	9.6	9.1
PBR(배)	1.64	0.77	1.01	1.33	1.20
EV/EBITDA(배)	3.9	-0.1	1.3	3.3	2.7
영업이익률(%)	9.3	9.8	8.8	8.1	8.1
ROE(%)	24.4	19.6	13.9	14.7	13.9
순차입금비율(%)	-41.4	-77.0	-75.7	-69.3	-69.7

자료: 키움증권 리서치센터

삼성E&A 키움증권 추정치, 컨센서스 비교 Table

(십 억)	키움추정치			컨센서스			차이		
	1Q26E	2026E	2027E	1Q26E	2025E	2026E	1Q26E	2026E	2027E
매출액	2,640.3	10,909.9	11,502.8	2,452.9	10,330.3	11,016.8	7.6%	5.6%	4.4%
영업이익	215.1	887.1	928.1	197.2	855.3	925.3	9.1%	3.7%	0.3%
지배주주순이익	174.9	720.4	752.3	168.4	694.3	744.9	3.9%	3.8%	1.0%

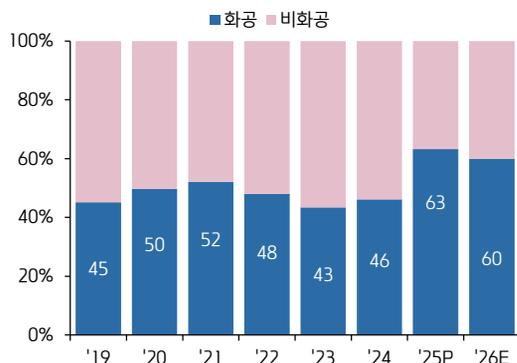
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

삼성E&A 키움증권 추정치 변화 Table

구분 (십억)	매출액				영업이익				YoY	
	'25년	'26년 기준	'26년 신규	변화	'25년	'26년 기준	'26년 신규	변화	매출액	영업이익
1Q	2,385	2,640	2,640	0%	209	215	215	0%	11%	3%
2Q	2,686	2,710	2,754	2%	263	223	227	2%	3%	-13%
3Q	2,317	2,638	2,735	4%	204	213	222	4%	18%	9%
4Q	2,579	2,654	2,781	5%	296	212	223	5%	8%	-25%
연간	9,967	10,643	10,910	3%	972	864	887	3%	9%	-9%

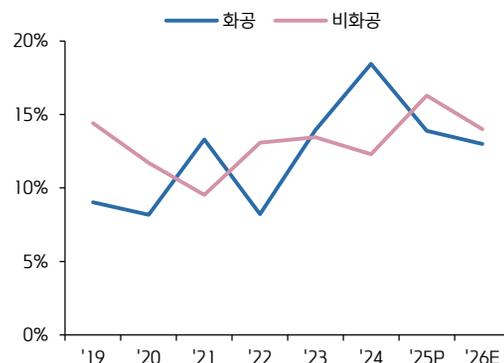
자료: 삼성E&A, Fnguide, 키움증권 리서치센터

삼성E&A 화공, 비화공 매출 비중



자료: 삼성E&A, 키움증권 리서치센터

삼성E&A 화공, 비화공 GPM 추이



자료: 삼성E&A, 키움증권 리서치센터

삼성E&A 수주 파이프라인 - 수주 목표치 달성 가능성 높다고 판단

사업구분	프로젝트명	규모(\$)	예상시기	비고
화공	중동 석화 수의계약	25 억불	1Q26	수의계약
	사우디 Khafji 가스	20 억불	2026	
	카타르 UREA 비료 공장	40 억불	2026	
New Energy	Paci fico Mexinol 그린 메탄올 프로젝트	20 억불	1H26	전략적 협업 계약 체결
	사우디 SAN-6 블루 암모니아	35 억불	1H26	Front-Runner
	UAE Falcon PLA FEED 롤오버	5 억불	2026	Pre-EPC 진행중

자료: 삼성E&A, 키움증권 리서치센터

삼성E&A 과거 삼성전자 향 공사 현장 수주 현황 (DART, 3Q말 기준)

삼성전자 공장 현장	수주일자	계약상완성기한	수주총액 (십 억)	진행률	비고
평택 전자 P3	2020.04	2025.03	5349.7	99.1%	P3 투자금액 50조 추정
평택 전자 P4	2021.07	2026.06	6056.6	58.7%	
평택 전자 P5	2022.07	2027.04	362.1	93.8%	'25년 12/30 5,500억으로 수주 증액
미국 전자 Taylor	2020.09	2025.12	1218.3	90.8%	

자료: DART, 키움증권 리서치센터

삼성E&A 키움증권 추정치, 컨센서스 비교 Table

기업명	OPM(%)			ROE(%)			배당수익률(%)			'26년	'26년
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	PER	PBR
JGC Holding	4.2	4.2	5.2	8.6	8.2	9.0	2.1	1.8	2.0	17.0	1.3
Fluor	2.6	2.9	3.1	12.5	18.0	21.8	0.0	0.3	0.4	17.8	3.2
KBR	10.3	10.4	10.3	33.1	31.4	30.4	1.6	1.8	1.8	10.1	2.9
Technip Energies	7.1	7.3	7.7	19.4	20.0	20.9	3.1	2.8	3.1	12.5	2.5
Maire Technimont	6.0	6.4	6.8	39.4	37.4	36.3	3.6	4.7	5.4	14.1	5.0
Saipem	12.0	12.9	13.0	16.2	16.1	16.6	4.2	4.1	4.4	14.3	2.2
Tecnicas Reunidas	4.5	5.2	5.9	31.5	31.1	28.4	0.0	2.2	3.7	11.2	3.2
L&T	9.4	9.2	9.5	17.0	18.2	19.1	0.0	1.1	1.4	26.5	4.5
삼성 E&A	8.8	8.3	8.3	13.9	13.9	13.8	3.3	2.4	2.6	9.4	1.2

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

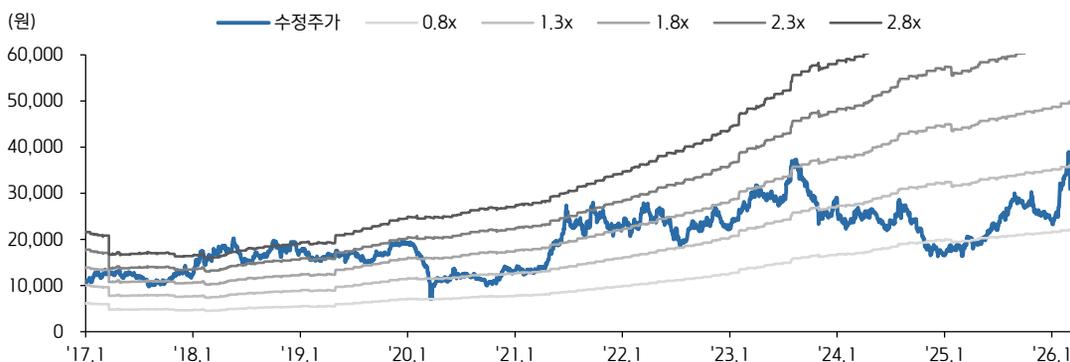
주1) PER, PBR은 '26년 3월 3일 종가 기준

삼성E&A 목표주가 산정표

항목 (배, 원)	목표주가 산정	설명
① 삼성E&A 목표 PER	13.00	'21~'22년 반도체 투자 사이클 초기 PER 적용
② 참조기간 EPS	3,675	키움증권 '26년 EPS 추정
③ 목표주가	48,000	①*②(백의 자리수 반올림)
현재주가	30,900	'26년 3월 4일 종가
상승여력	55%	

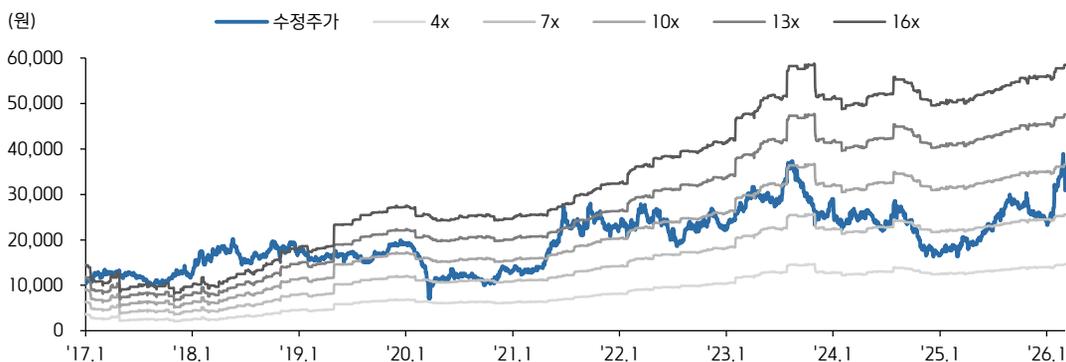
자료: 삼성E&A, 키움증권 리서치센터

삼성E&A 12개월 Forward P/B Chart - '21~'22년 PBR 1.8~2.3배 수준, '23년 중반 고점 PBR 1.8배



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

삼성E&A 12개월 Forward P/E Chart - '21~'22년 PER 13~16배 수준, '23년 중반 고점 PER 13배



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

## 삼성E&amp;A 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
<b>신규수주</b>	2,417	231	1,439	2,269	3,500	3,500	4,000	4,000	6,357	15,000	13,000
화공	2,269	50	99	791	2,500	2,500	2,500	2,500	3,209	10,000	8,000
비화공	148	181	1,341	1,478	1,000	1,000	1,500	1,500	3,148	5,000	5,000
<b>수주잔고</b>	21,355	18,218	18,043	17,756	18,616	19,362	20,628	21,846	17,756	21,846	23,344
화공	15,543	13,066	12,092	11,486	12,367	13,183	14,073	14,949	11,486	14,949	16,235
비화공	5,812	5,152	5,951	6,271	6,248	6,179	6,555	6,897	6,271	6,897	7,108
<b>매출액</b>	2,098	2,178	1,996	2,757	2,640	2,754	2,735	2,781	9,029	10,910	11,503
YoY	-12.0%	-18.9%	-13.9%	6.9%	25.8%	26.4%	37.0%	0.9%	-9.4%	20.8%	5.4%
화공	1,123	1,362	1,429	1,799	1,618	1,685	1,610	1,624	5,712	6,537	6,714
비화공	975	816	567	959	1,022	1,069	1,125	1,157	3,317	4,373	4,789
<b>매출총이익</b>	294	314	309	417	353	369	367	373	1,334	1,462	1,543
YoY	-12.7%	-20.7%	-7.5%	-5.7%	20.2%	17.4%	18.8%	-10.5%	-11.6%	9.6%	5.6%
화공	138	180	208	268	210	219	209	211	793	850	873
플랜트	156	134	101	150	143	150	157	162	541	612	670
<b>매출총이익률</b>	14.0%	14.4%	15.5%	15.1%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	14.8%	13.4%	13.4%
화공	12.3%	13.2%	14.5%	14.9%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.9%	13.0%	13.0%
비화공	16.0%	16.4%	17.8%	15.6%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	16.3%	14.0%	14.0%
<b>판관비</b>	137	133	132	140	138	142	145	150	542	575	615
판관비율	6.5%	6.1%	6.6%	5.1%	5.2%	5.1%	5.3%	5.4%	6.0%	5.3%	5.3%
<b>영업이익</b>	157.3	180.9	176.5	277.4	215.1	227.1	221.8	223.1	792	887	928
YoY	-24.9%	-31.1%	-13.4%	-6.2%	36.7%	25.5%	25.6%	-19.6%	-18.5%	12.0%	4.6%
OPM	7.5%	8.3%	8.8%	10.1%	8.1%	8.2%	8.1%	8.0%	8.8%	8.1%	8.1%
세전이익	205	203	187	235	225	237	231	233	830	925	973
당기순이익	157	142	157	192	163	172	168	169	648	671	705
<b>지배주주순이익</b>	151	141	142	184	175	184	180	181	617	720	755
YoY	-7.0%	-55.4%	-13.3%	59.0%	16.1%	31.0%	26.9%	-1.7%	-18.4%	16.7%	4.8%

자료: 삼성E&amp;A, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	10,625	9,967	9,029	10,910	11,503
매출원가	9,174	8,457	7,695	9,448	9,960
매출총이익	1,451	1,509	1,334	1,462	1,543
판매비	458	538	542	575	615
<b>영업이익</b>	993	972	792	887	928
<b>EBITDA</b>	1,058	1,041	866	964	1,009
영업외손익	-60	-68	38	38	44
이자수익	63	59	62	59	66
이자비용	23	14	24	23	23
외환관련이익	246	374	89	89	89
외환관련손실	331	290	111	111	111
중속 및 관계기업손익	0	7	19	19	19
기타	-15	-204	3	5	4
<b>법인세차감전이익</b>	933	904	830	925	973
법인세비용	237	265	182	254	267
계속사업순손익	696	639	648	671	705
당기순이익	696	639	648	671	705
<b>지배주주순이익</b>	754	757	617	720	755
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	5.7	-6.2	-9.4	20.8	5.4
영업이익 증감율	41.3	-2.1	-18.5	12.0	4.6
EBITDA 증감율	39.2	-1.6	-16.8	11.3	4.7
지배주주순이익 증감율	13.4	0.4	-18.5	16.7	4.9
EPS 증감율	13.4	0.4	-18.4	16.7	4.8
매출총이익율(%)	13.7	15.1	14.8	13.4	13.4
영업이익률(%)	9.3	9.8	8.8	8.1	8.1
EBITDA Margin(%)	10.0	10.4	9.6	8.8	8.8
지배주주순이익률(%)	7.1	7.6	6.8	6.6	6.6

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	5,965	7,942	6,693	7,102	7,626
현금 및 현금성자산	915	2,596	3,056	3,128	3,453
단기금융자산	593	531	454	430	473
매출채권 및 기타채권	2,351	3,809	2,157	2,497	2,633
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	2,699	1,537	1,480	1,477	1,540
<b>비유동자산</b>	1,836	2,071	2,091	2,136	2,175
투자자산	261	318	356	376	395
유형자산	430	443	445	466	483
무형자산	81	99	105	110	113
기타비유동자산	1,064	1,211	1,185	1,184	1,184
자산총계	7,801	10,013	8,784	9,237	9,801
<b>유동부채</b>	4,217	5,871	4,143	4,123	4,190
매입채무 및 기타채무	3,340	4,636	3,390	3,427	3,494
단기금융부채	128	114	185	185	185
기타유동부채	749	1,121	568	511	511
<b>비유동부채</b>	286	246	293	293	293
장기금융부채	14	12	32	32	32
기타비유동부채	272	234	261	261	261
<b>부채총계</b>	4,503	6,118	4,436	4,416	4,483
<b>지배자본</b>	3,473	4,232	4,653	5,176	5,723
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	-22	-22	-22	-22	-22
기타자본	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	85	86	45	4	-37
이익잉여금	2,430	3,187	3,650	4,213	4,802
비지배자본	-175	-336	-305	-355	-404
<b>자본총계</b>	3,298	3,896	4,348	4,821	5,319

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동 현금흐름</b>	-460	1,636	716	524	846
당기순이익	696	639	648	671	705
비현금항목의 가감	520	449	373	450	462
유형자산감가상각비	44	43	42	43	46
무형자산감가상각비	22	26	32	34	35
지분법평가손익	0	-7	-19	-19	-19
기타	454	387	318	392	400
영업활동자산부채증감	-1,551	730	-165	-383	-100
매출채권및기타채권의감소	-583	-350	1,652	-340	-136
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	-1,097	807	-1,246	37	67
기타	129	273	-571	-80	-31
기타현금흐름	-125	-182	-140	-214	-221
<b>투자활동 현금흐름</b>	16	-50	0	-54	-120
유형자산의 취득	-28	-43	-44	-63	-63
유형자산의 처분	0	1	0	0	0
무형자산의 순취득	-26	-43	-38	-38	-38
투자자산의감소(증가)	-13	-51	-19	-1	-1
단기금융자산의감소(증가)	36	62	77	24	-43
기타	47	24	24	24	25
<b>재무활동 현금흐름</b>	-123	-30	-243	-165	-167
차입금의 증가(감소)	-112	-19	-104	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-129	-155	-157
기타	-11	-11	-10	-10	-10
기타현금흐름	70	124	-13	-233	-233
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-497	1,681	460	72	326
기초현금 및 현금성자산	1,412	915	2,596	3,056	3,128
기말현금 및 현금성자산	915	2,596	3,056	3,128	3,453

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,846	3,862	3,150	3,675	3,851
BPS	17,721	21,591	23,742	26,407	29,199
CFPS	6,202	5,547	5,212	5,721	5,953
DPS	0	660	790	800	850
<b>주가배수(배)</b>					
PER	7.5	4.3	7.6	9.6	9.1
PER(최고)	9.8	7.6	9.7		
PER(최저)	5.7	4.2	5.2		
PBR	1.64	0.77	1.01	1.33	1.20
PBR(최고)	2.13	1.36	1.29		
PBR(최저)	1.24	0.75	0.69		
PSR	0.53	0.33	0.52	0.63	0.60
PCFR	4.7	3.0	4.6	6.1	5.9
EV/EBITDA	3.9	-0.1	1.3	3.3	2.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주, 현금)	0.0	20.3	23.9	23.4	23.6
배당수익률(% ,보통주, 현금)	0.0	4.0	3.3	2.3	2.4
ROA	8.9	7.2	6.9	7.4	7.4
ROE	24.4	19.6	13.9	14.7	13.9
ROIC	135.7	119.7	-822.6	319.4	146.7
매출채권회전율	4.5	3.2	3.0	4.7	4.5
재고자산회전율					
부채비율	136.5	157.0	102.0	91.6	84.3
순차입금비율	-41.4	-77.0	-75.7	-69.3	-69.7
이자보상배율	43.4	68.9	33.4	38.1	39.9
<b>총차입금</b>	143	126	216	216	216
<b>순차입금</b>	-1,366	-3,000	-3,293	-3,341	-3,710
<b>NOPLAT</b>	1,058	1,041	866	964	1,009
<b>FCF</b>	-824	1,268	446	236	553

자료: 키움증권 리서치센터

**HDC현대산업개발** (294870)



## BUY(Maintain)

목표주가 34,000원

주가(3/4) 20,450원

건설 Analyst 신대현  
shin8d@kiwoom.com

HDC현대산업개발의 '26년 매출 절반 이상은 서울원 아이파크 단일 현장에서 나올 것으로 판단된다. 따라서 '26년에도 높은 수준의 자체주택 마진은 지속될 것으로 판단된다. 외주주택은 단기 외형 성장이 전망되나 정부 부동산 규제와 5극3특에 따라 중장기 수혜 가능성이 높다고 판단된다. 목표주가 34,000원과 업종 Top Pick을 유지한다.

### Stock Data

KOSPI (3/4)	5,093.54pt	
시가총액	13,478억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	27,100 원	18,080원
최고/최저가대비 등락	-24.5%	
주가수익률	절대	상대
	1M	-4.2%
	6M	0.5%
	1Y	13.1%
		1.0%
		-36.9%
		-43.8%

### Company Data

발행주식수	65,907 천주
일평균 거래량(3M)	321천주
외국인 지분율	17.4%
배당수익률(25E)	3.2%
BPS(25E)	49,028원
주요 주주	HDC 외 6 인 43.0%

### Price Trend



## 서울원 진행률 상승 본격화

### >>> 서울원 아이파크 진행률 상승에 따른 증익

HDC현대산업개발은 4분기 자체주택부문 매출 중 절반이 서울원 아이파크 단일 현장에서 나온 것으로 판단된다. 4Q25까지의 누적 진행률은 16% 수준으로 추산되는 가운데, '26년 진행률은 25% 수준이 전망되며 자체주택부문 매출 절반 이상이 서울원 아이파크 단일 현장에서 나올 것으로 판단된다. 4Q25 기준 서울원 아이파크의 매출 비중은 절반 수준으로 추정되기 때문에 '26년에도 4Q25 보여주었던 높은 수준의 자체주택 마진은 지속될 것으로 판단된다.

### >>> 정부의 부동산 규제와 5극3특 수혜 가능성

외주주택은 고원가 현장의 준공에 따라 올해 외형 감소가 예상된다. 그러나, 최근 수도권 주요 입지 외 매매가 상승이 지속되며, 5극 3특에 따른 비수도권 부동산 수요 회복 시 중장기 외형 성장은 충분히 가능할 것으로 판단된다. 특히, 천안은 첨단 기술 및 산업이 집중되어 있는 지역으로 5극 3특 수혜 강도가 클 것으로 예상되며, 이는 천안 아이파크 시티 분양률 증가에 도움이 될 것으로 판단된다. 수도권 외곽의 풍선효과 영향으로 운정 아이파크 포레(파주)의 분양이 성공적으로 마무리될 시 회사가 보유한 파주 내 용지를 통해 중장기 성장의 발판을 마련할 것으로 전망된다.

### >>> 목표주가 34,000원 유지, Top Pick 유지

HDC현대산업개발은 여전히 '28년까지의 중장기 성장 궤도에 있다고 판단된다. 특히, 올해부터 서울원 아이파크의 진행률이 본격화되는 시점으로 이익 성장이 가파르게 나타날 것으로 전망된다. 현재 주가는 '26년 기준 PBR 0.42배, PER 3.9배로 저평가되어있다고 판단된다. 투자 의견 Buy, 목표주가 34,000원을 유지하고 업종 Top Pick으로 제시한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2025F	2027F
매출액	4,190.8	4,256.2	4,147.0	4,160.1	4,952.9
영업이익	195.3	184.6	248.6	534.7	743.6
EBITDA	255.1	242.7	303.4	584.7	782.1
세전이익	237.0	200.3	220.9	531.0	740.0
순이익	172.9	155.7	168.5	385.0	536.5
지배주주지분순이익	173.1	155.7	168.5	385.0	536.5
EPS(원)	2,626	2,363	2,557	5,842	8,140
증감률(% YoY)	243.6	-10.0	8.2	128.5	39.3
PER(배)	5.6	7.6	8.6	3.9	2.8
PBR(배)	0.32	0.38	0.45	0.42	0.38
EV/EBITDA(배)	8.3	9.3	8.2	3.9	3.0
영업이익률(%)	4.7	4.3	6.0	12.9	15.0
ROE(%)	5.9	5.1	5.3	11.4	14.2
순차입금비용(%)	38.4	34.1	32.5	22.5	21.2

자료: 키움증권 리서치센터

### HDC현대산업개발 키움증권 추정치, 컨센서스 비교 Table

(십 억)	키움추정치			컨센서스			차이		
	1Q26E	2026E	2027E	1Q26E	2026E	2027E	1Q26E	2026E	2027E
매출액	907.4	4,160.1	4,952.9	1,026.5	4,506.8	4,997.4	-11.6%	-7.7%	-0.9%
영업이익	108.3	534.7	743.6	96.0	456.3	575.2	12.8%	17.2%	29.3%
지배주주순이익	76.3	385.0	536.5	73.4	339.6	445.4	4.0%	13.4%	20.4%

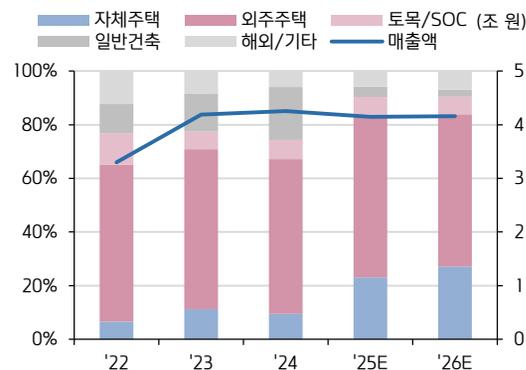
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

### HDC현대산업개발 키움증권 추정치 변화 Table

구분 (십억)	매출액				영업이익				YoY	
	'25년	'26년 기준	'26년 신규	변화	'25년	'26년 기준	'26년 신규	변화	매출액	영업이익
1Q	906	929	907	-2%	54	110	108	-2%	0%	100%
2Q	1,163	1,084	1,067	-2%	80	123	124	1%	-8%	55%
3Q	1,053	1,045	1,027	-2%	73	138	139	0%	-2%	90%
4Q	1,025	1,176	1,158	-1%	41	163	163	0%	13%	295%
연간	4,147	4,233	4,160	-2%	249	534	535	0%	0%	115%

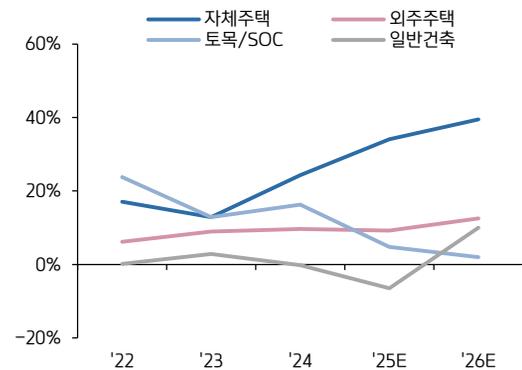
자료: HDC현대산업개발, Fnguide, 키움증권 리서치센터

### HDC현대산업개발 사업부문별 매출 비중 추이



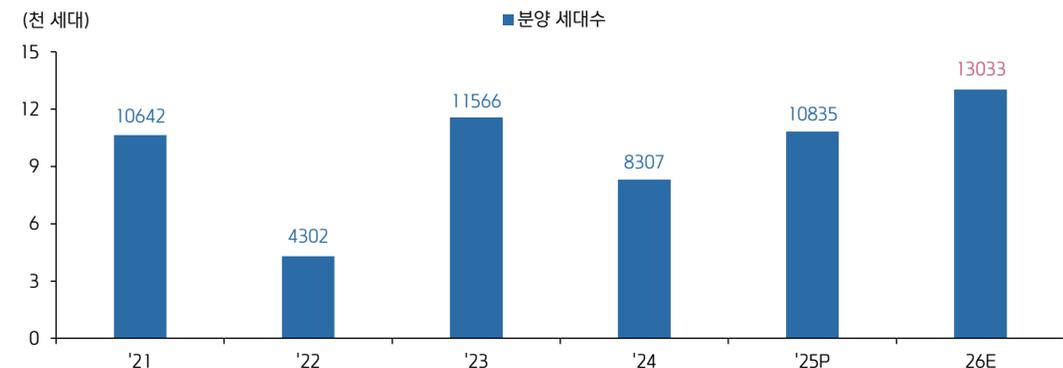
자료: HDC현대산업개발, 키움증권 리서치센터

### HDC현대산업개발 사업부문별 GPM 추이



자료: HDC현대산업개발, 키움증권 리서치센터

### HDC현대산업개발 분양 세대 수 추이



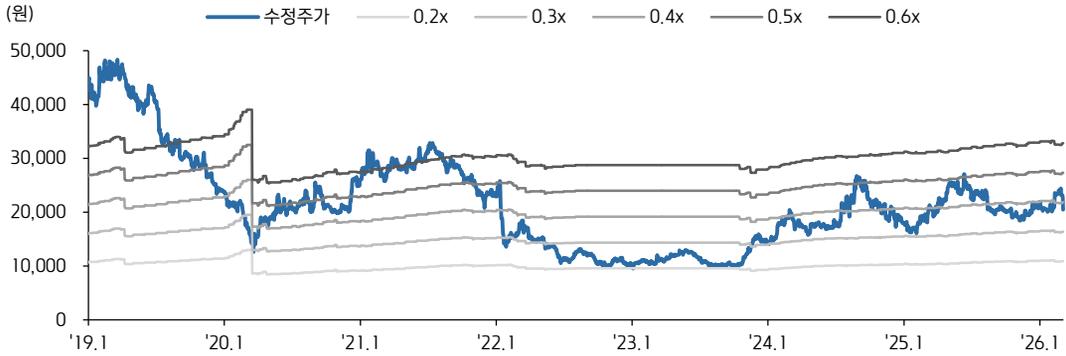
자료: HDC현대산업개발, 키움증권 리서치센터

### HDC현대산업개발 주요사업지 매출 기여 예상

구분	사업지	매출액	매출 기여(예상)						공사기간
			'24년	'25년	'26년	'27년	'28년	'29년	
자체	서울원아이파크	28,901							'24.11~'28.07
주택	청주가경 7, 8단지	8,303							'26 착공 예정
(4.2조)	천안 부성3	4,971							'27 착공 예정
외주	아이파크 성성5, 부대1	13,277							'24~'26 착공 예정
	시티 부성4~6,								
주택	시티오씨엘(2, 6~9단지)	21,025							'21~'27 착공 예정
	(4.9조) 파주메디컬클러스터	10,019							'25.10~'28.12
일반	용산철도병원부지개발	2,944							'27 착공 예정
	공릉역세권개발	1,408							'27 착공 예정
건축	북정역세권개발	13,597							'27 착공 예정
	(2.6조) 청라의료복합	6,920							'27 착공 예정
	잠실마이스	5,086							'27 착공 예정

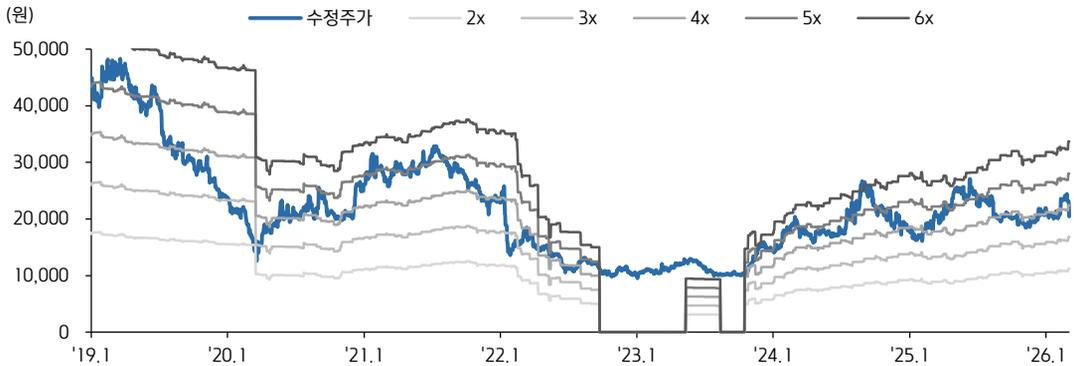
자료: HDC현대산업개발, 키움증권 리서치센터

### HDC현대산업개발 12개월 Forward P/B Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

### HDC현대산업개발 12개월 Forward P/E Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

HDC현대산업개발 연결 실적 추이 및 전망

(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
<b>신규수주</b>	1,089	1,766	1,580	1,396	1,700	1,500	1,700	1,700	5,830	6,600	7,000
자체주택	0	0	0	601	100	100	100	100	601	400	400
외주주택	1,052	1,623	1,580	795	1,400	1,400	1,400	1,400	5,050	5,600	6,000
토목/SOC	36	143	0	0	200	0	100	100	179	400	400
일반건축	0	0	0	0	0	0	100	100	0	200	200
<b>수주잔고</b>	31,567	32,213	32,798	33,160	34,029	34,533	35,275	35,887	33,160	34,029	38,196
자체주택	9,331	9,211	8,997	9,437	9,293	9,115	8,933	8,707	9,437	9,293	7,686
외주주택	17,693	18,584	19,792	19,705	20,603	21,370	22,194	22,948	19,705	20,603	26,270
토목/SOC	1,365	1,308	1,139	1,010	1,140	1,071	1,103	1,134	1,010	1,140	1,252
일반건축	3,177	3,110	2,870	3,008	2,992	2,977	3,046	3,098	3,008	2,992	2,987
<b>매출액</b>	906	1,163	1,053	1,025	907	1,067	1,027	1,158	4,147	4,160	4,953
YoY	-5.2%	7.0%	-3.3%	-8.9%	0.2%	-8.3%	-2.4%	13.0%	-2.6%	0.3%	19.1%
자체주택	227	212	315	202	244	278	282	326	957	1,130	1,421
외주주택	504	722	611	675	502	633	576	646	2,513	2,357	2,677
토목/SOC	62	77	65	75	70	69	69	68	278	276	282
일반건축	51	84	10	12	16	16	31	48	158	110	311
해외/기타	62	68	52	61	76	71	70	70	242	287	261
<b>매출총이익</b>	107	147	130	200	166	197	198	226	583	787	992
YoY	29.3%	30.4%	32.9%	83.4%	55.6%	33.6%	52.8%	13.0%	45.1%	34.8%	26.1%
자체주택	73	81	90	82	95	111	111	129	326	446	554
외주주택	34	63	30	106	60	76	75	84	233	295	375
토목/SOC	9	8	-3	0	1	1	1	1	13	6	8
일반건축	-17	-6	1	12	2	2	3	5	-10	11	31
<b>매출총이익률</b>	11.9%	12.8%	12.5%	19.8%	18.3%	18.4%	19.3%	19.5%	14.1%	18.9%	20.0%
자체주택	32.1%	38.4%	28.5%	40.4%	39.0%	40.0%	39.5%	39.5%	34.1%	39.5%	39.0%
외주주택	6.7%	8.7%	4.9%	15.7%	12.0%	12.0%	13.0%	13.0%	9.3%	12.5%	14.0%
토목/SOC	13.9%	10.3%	-4.1%	-0.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	4.8%	2.0%	3.0%
일반건축	-34.1%	-7.4%	10.7%	103.4%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	-6.5%	10.0%	10.0%
<b>판관비</b>	53	67	57	159	58	72	60	63	335	252	249
판관비율	5.8%	5.8%	5.4%	15.5%	6.3%	6.8%	5.8%	5.4%	8.1%	6.1%	5.0%
<b>영업이익</b>	54	80	73	41	108	124	139	163	249	535	744
YoY	29.8%	49.1%	53.8%	-1.0%	100.5%	55.1%	89.9%	295.1%	34.6%	115.1%	39.1%
OPM	6.0%	6.9%	6.9%	4.0%	11.9%	11.7%	13.5%	14.1%	6.0%	12.9%	15.0%
세전이익	58	74	59	30	105	126	141	158	221	531	740
당기순이익	54	53	40	22	76	92	102	115	169	385	536
<b>지배주주순이익</b>	54	53	40	22	76	92	102	115	169	385	536
YoY	77.8%	11.2%	21.9%	-51.8%	40.9%	74.0%	156.4%	427.0%	8.2%	128.5%	39.3%

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	4,190.8	4,256.2	4,147.0	4,160.1	4,952.9
매출원가	3,810.1	3,854.2	3,563.6	3,373.4	3,960.5
매출총이익	380.7	402.0	583.4	786.7	992.4
판매비	185.4	217.4	334.8	252.0	248.8
<b>영업이익</b>	195.3	184.6	248.6	534.7	743.6
<b>EBITDA</b>	255.1	242.7	303.4	584.7	782.1
<b>영업외손익</b>	41.7	15.7	-27.7	-3.6	-3.6
이자수익	94.7	81.9	78.2	87.2	76.1
이자비용	45.5	55.4	42.4	36.9	30.8
외환관련이익	2.3	2.9	5.6	5.6	5.6
외환관련손실	1.1	8.5	4.2	4.2	4.2
중속 및 관계기업손익	0.5	0.3	-12.6	-4.4	-4.4
기타	-9.2	-5.5	-52.3	-50.9	-45.9
<b>법인세차감전이익</b>	237.0	200.3	220.9	531.0	740.0
법인세비용	64.1	44.6	52.4	146.0	203.5
계속사업손익	172.9	155.7	168.5	385.0	536.5
당기순이익	172.9	155.7	168.5	385.0	536.5
<b>지배주주순이익</b>	173.1	155.7	168.5	385.0	536.5
<b>증감률 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감률	27.1	1.6	-2.6	0.3	19.1
영업이익 증감률	67.8	-5.5	34.7	115.1	39.1
EBITDA 증감률	57.0	-4.9	25.0	92.7	33.8
지배주주순이익 증감률	243.7	-10.1	8.2	128.5	39.4
EPS 증감률	243.6	-10.0	8.2	128.5	39.3
매출총이익률(%)	9.1	9.4	14.1	18.9	20.0
영업이익률(%)	4.7	4.3	6.0	12.9	15.0
EBITDA Margin(%)	6.1	5.7	7.3	14.1	15.8
지배주주순이익률(%)	4.1	3.7	4.1	9.3	10.8

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동 현금흐름</b>	640.2	314.4	955.8	481.6	157.1
당기순이익	0.0	0.0	168.5	385.0	536.5
비현금항목의 가감	253.3	214.7	55.1	121.3	172.2
유형자산감가상각비	57.1	55.3	51.9	47.8	36.8
무형자산감가상각비	2.7	2.8	2.9	2.2	1.7
지분법평가손익	-0.5	-0.3	12.6	4.4	4.4
기타	194.0	156.9	-12.3	66.9	129.3
영업활동자산부채증감	221.9	12.8	548.2	-129.6	-594.0
매출채권및기타채권의감소	-361.8	82.6	371.3	-85.2	-329.7
재고자산의감소	77.7	-210.8	302.2	-28.2	-285.0
매입채무및기타채무의증가	-130.4	204.9	-12.3	7.8	50.9
기타	636.4	-63.9	-113.0	-24.0	-30.2
기타현금흐름	165.0	86.9	184.0	104.9	42.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	-143.1	-97.8	-347.1	189.0	225.6
유형자산의 취득	-65.0	-34.4	-370.1	6.5	39.9
유형자산의 처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.2	-3.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	22.8	-222.5	-169.2	-9.4	-1.3
단기금융자산의감소(증가)	984.0	-20.0	9.9	9.7	4.8
기타	-1,083.7	182.2	182.3	182.2	182.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	-504.4	46.9	-64.1	-125.1	-198.0
차입금의 증가(감소)	-404.4	125.6	14.6	-46.4	-100.0
자본금,자본잉여금의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-20.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-39.5	-44.9	-44.9	-44.9	-64.2
기타	-40.5	-33.8	-33.8	-33.8	-33.8
기타현금흐름	1.3	2.8	-510.5	-327.1	-327.1
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-6.1	266.3	34.0	218.4	-142.3
기초현금 및 현금성자산	564.3	558.2	824.5	858.5	1,076.9
기말현금 및 현금성자산	558.2	824.5	858.5	1,076.9	934.6

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	4,987.3	5,380.4	4,735.6	5,062.4	5,534.6
현금 및 현금성자산	558.2	824.5	858.5	1,076.9	934.6
단기금융자산	474.6	494.6	484.7	475.0	470.3
매출채권 및 기타채권	1,935.1	1,748.7	1,377.4	1,462.6	1,792.3
재고자산	1,507.4	1,854.3	1,552.1	1,580.3	1,865.3
기타유동자산	512.0	458.3	462.9	467.6	472.1
<b>비유동자산</b>	2,029.0	2,081.5	2,737.0	2,685.5	2,603.9
투자자산	593.2	816.0	972.6	977.6	974.4
유형자산	484.1	485.1	803.3	749.0	672.3
무형자산	11.4	11.8	9.0	6.8	5.1
기타비유동자산	940.3	768.6	952.1	952.1	952.1
<b>자산총계</b>	7,016.3	7,461.9	7,472.6	7,747.9	8,138.5
<b>유동부채</b>	3,147.6	3,510.0	3,274.8	3,266.2	3,247.1
매입채무 및 기타채무	1,117.2	1,320.0	1,307.6	1,315.4	1,366.3
단기금융부채	1,626.8	1,792.5	1,683.6	1,667.2	1,597.2
기타유동부채	403.6	397.5	283.6	283.6	283.6
<b>비유동부채</b>	860.7	837.3	966.5	936.5	906.5
장기금융부채	561.9	587.4	711.1	681.1	651.1
기타비유동부채	298.8	249.9	255.4	255.4	255.4
<b>부채총계</b>	4,008.3	4,347.3	4,241.3	4,202.7	4,153.6
<b>지배자본</b>	3,008.0	3,114.6	3,231.3	3,545.2	3,984.9
자본금	329.5	329.5	329.5	329.5	329.5
자본잉여금	1,603.1	1,605.8	1,605.8	1,605.8	1,605.8
기타자본	-20.7	-20.7	-20.7	-20.7	-20.7
기타포괄손익누계액	-1.2	0.7	-6.2	-13.1	-20.0
이익잉여금	1,097.3	1,199.2	1,322.8	1,643.7	2,090.3
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	3,008.0	3,114.6	3,231.3	3,545.2	3,984.9

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,626	2,363	2,557	5,842	8,140
BPS	45,640	47,257	49,028	53,791	60,462
CFPS	6,467	5,620	3,393	7,682	10,753
DPS	700	700	700	1,000	1,400
<b>주가배수(배)</b>					
PER	5.6	7.6	8.6	3.9	2.8
PER(최고)	6.1	11.9	10.9		
PER(최저)	3.5	5.9	6.2		
PBR	0.32	0.38	0.45	0.42	0.38
PBR(최고)	0.35	0.60	0.57		
PBR(최저)	0.20	0.29	0.32		
PSR	0.23	0.28	0.35	0.36	0.30
PCFR	2.3	3.2	6.5	3.0	2.1
EV/EBITDA	8.3	9.3	8.2	3.9	3.0
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	26.0	28.8	26.7	16.7	16.7
배당수익률(% ,보통주,현금)	4.8	3.9	3.2	4.4	6.2
ROA	2.4	2.2	2.3	5.1	6.8
ROE	5.9	5.1	5.3	11.4	14.2
ROIC	4.9	4.8	8.4	13.6	17.3
매출채권회전율	2.5	2.3	2.7	2.9	3.0
재고자산회전율	2.7	2.5	2.4	2.7	2.9
부채비율	133.3	139.6	131.3	118.5	104.2
순차입금비율	38.4	34.1	32.5	22.5	21.2
이자보상배율	4.3	3.3	5.9	14.5	24.1
<b>총차입금</b>	2,188.6	2,379.9	2,394.7	2,348.3	2,248.3
<b>순차입금</b>	1,155.8	1,060.8	1,051.4	796.3	843.4
<b>NOPLAT</b>	255.1	242.7	303.4	584.7	782.1
<b>FCF</b>	359.4	185.7	478.5	314.5	23.5



## Not Rated

주가(3/4) 27,100원

건설 Analyst 신대현  
shin8d@kiwoom.com

아이에스동서는 자체사업인 펜타힐즈 W 분양에 나설 것으로 전망된다. 총 사업비는 역대 최대 규모인 3.5조로, 이번에도 높은 수익성을 기대할 수 있을 것이다. 펜타힐즈 W는 경산 중산지구에 있으나 생활권은 대구에 속하며 입주 시기와 위치를 고려 시 가격 메리트가 있다고 판단된다. 따라서 분양호조가 전망되며 여전히 추가 주가 상승은 가능할 것으로 판단된다.

### Stock Data

KOSPI (3/4)	5,093.54pt		
시가총액	8,181억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	32,050 원	15,960원	
최고/최저가대비 등락	-15.4%	69.8%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	9.5%	15.5%
	6M	39.0%	-12.7%
	1Y	56.1%	-21.6%

### Company Data

발행주식수	30,187 천주
일평균 거래량(3M)	141천주
외국인 지분율	5.0%
배당수익률(24)	4.8%
BPS(24)	45,016원
주요 주주	아이에스지주 외 6 인 55.9%

### Price Trend



## 펜타힐즈 W 분양 호조 전망

### >>> 펜타힐즈 W 사업 설명

아이에스동서는 올해 4월 펜타힐즈 W 1차 분양을 할 것으로 예상된다. 펜타힐즈 W는 아이에스동서의 자체사업으로 1, 2차 나누어 3,443세대를 분양할 계획이다. 이 중 30%가량이 50평형대 이상 대형 단지로 이루어진 프리미엄 단지로, 평당 분양가가 약 2,000만원 수준에서 결정될 것으로 보인다. 총 사업비는 3.5조원 수준으로 주택이 80%, 상업 시설이 20%를 차지할 것으로 보이며, 토지는 '19년 매입하여 과거 아이에스동서가 보여준 높은 수익성을 이번에도 기대할 수 있을 것이다.

### >>> 펜타힐즈 W 분양 호조 전망

펜타힐즈는 대구 수성구 바로 옆 중산지구에 있는 분양 현장으로 기본적인 생활권은 대구 상권을 사용할 것으로 판단된다. 수성구 범어네거리까지 대중교통 40분, 자차 30분 정도로 떨어져있는 지역으로 대구에 가까운 지역이라 할 수 있다. 주변 지역은 30~40평형 대가 주를 이루고 있어, 시세 또한 평당 1,000만원 후반대를 기록하고 있어, 위치와 입주 시기('30년 9월)를 고려 시 격차가 크지 않다고 판단된다. 또한, 대구시 내 최근 분양한 50평형대 이상 대형평수를 보유한 단지들과 비교 시 모두 평당 2,000만원을 넘는 호가를 기록하고 있는 가운데, 5극 3특에 따른 행정통합 시 해당 현장 분양에 수혜가 전망된다.

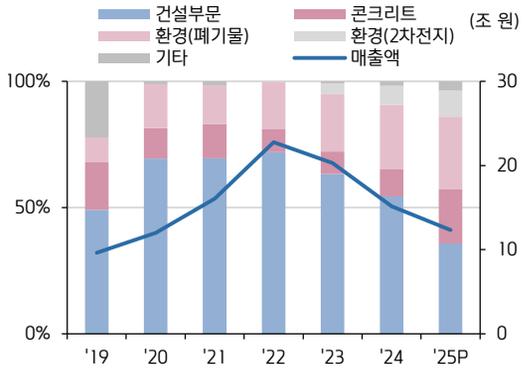
### >>> 추가 주가 상승 가능

펜타힐즈를 통한 아이에스동서의 매출 성장은 '27년부터 본격적으로 나올 것으로 판단된다. 컨센서스 기준 현재 주가는 '27년 PER 6.5X로 과거 분양 매출이 증가하는 시기 PER 10X 수준을 기록했던바가 있는 만큼 추가 주가 상승은 가능할 것으로 판단된다.

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	1,200.4	1,608.4	2,278.4	2,029.4	1,514.6
영업이익	209.0	310.8	345.1	340.5	169.7
EBITDA	261.2	358.5	396.8	391.0	220.3
세전이익	156.5	167.7	286.0	220.0	-160.2
순이익	141.6	110.7	204.9	160.3	-160.2
지배주주지분순이익	124.2	105.0	195.7	161.1	-148.7
EPS(원)	4,022	3,398	6,334	5,216	-4,910
증감률(% YoY)	88.0	-15.5	86.4	-17.6	적전
PER(배)	13.3	13.0	4.5	5.6	-4.3
PBR(배)	1.40	1.10	0.62	0.57	0.46
EV/EBITDA(배)	11.0	7.1	4.8	4.9	8.6
영업이익률(%)	17.4	19.3	15.1	16.8	11.2
ROE(%)	10.9	8.7	14.8	10.9	-10.2
순차입금비율(%)	72.7	67.0	50.4	45.1	69.0

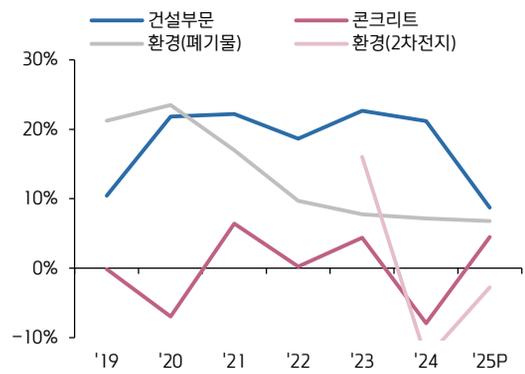
자료: 키움증권 리서치센터

### 아이에스동서 사업부문별 매출 비중 추이



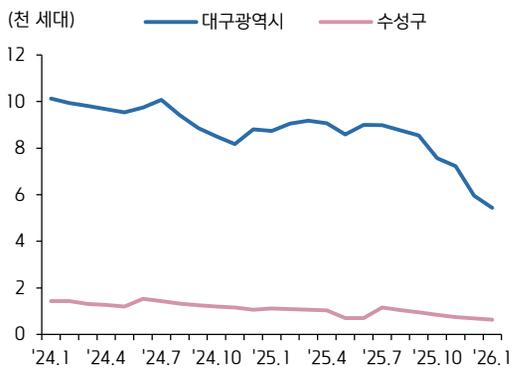
자료: 금호건설, 키움증권 리서치센터

### 아이에스동서 사업부문별 OPM 추이



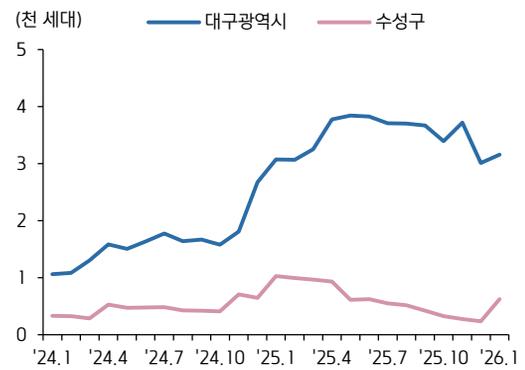
자료: 금호건설, 키움증권 리서치센터

### 대구/대구 수성구 미분양



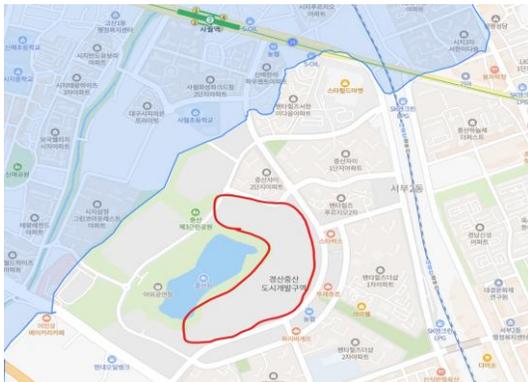
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터

### 대구/대구 수성구 준공 후 미분양



자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터

### 경산 중산지구 위치와 펜타힐즈 W 위치



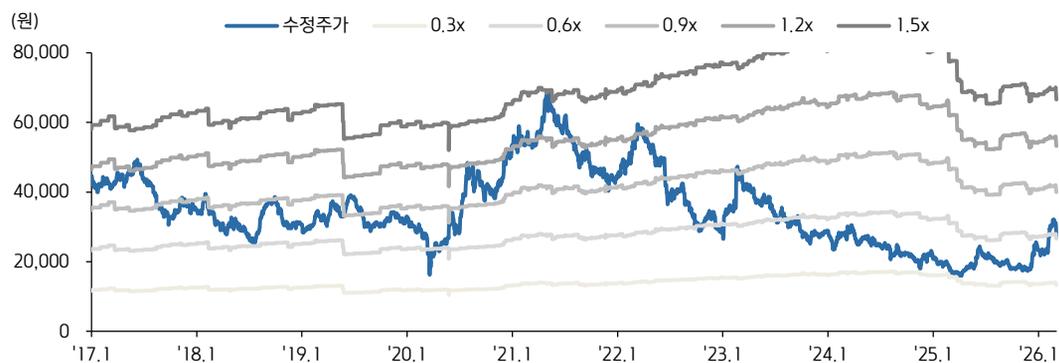
자료: 네이버지도, 키움증권 리서치센터  
주1) 붉은 부분은 펜타힐즈 W위치

### 주변 아파트, 최근 대구 입주 대형평수 평당 호가

구분	단지명	입주	평당호가
대구시내	어나드범어	'26.01	4,197만
	수성포레스트스위첸	'25.01	1,724만
	힐스테이트만촌역	'24.12	4,615만
경산지구	펜타힐즈푸르지오 2차	'24.09	1,521만
	펜타힐즈더샵 1차	'17.08	1,386만
	중산자이 1단지	'23.11	1,732만

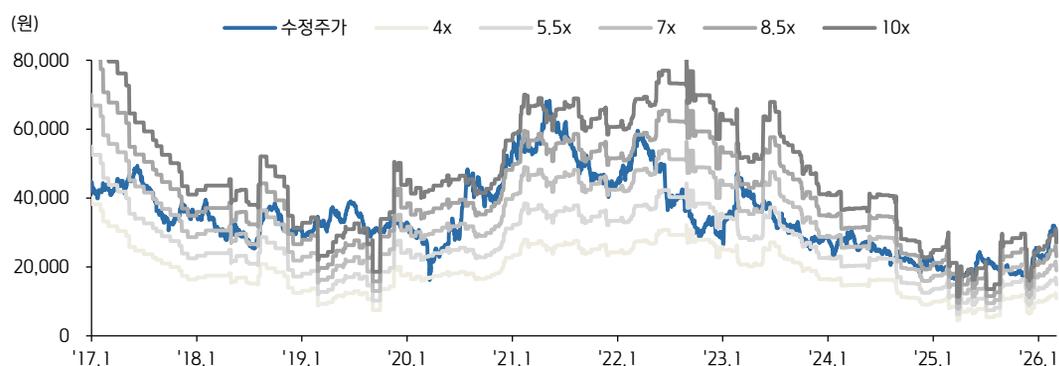
자료: 네이버페이부동산, 키움증권 리서치센터

### 아이에스동서 12개월 Forward P/B Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

### 아이에스동서 12개월 Forward P/E Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
<b>매출액</b>	1,200.4	1,608.4	2,278.4	2,029.4	1,514.6
매출원가	856.9	1,149.3	1,736.1	1,523.6	1,125.5
매출총이익	343.5	459.1	542.3	505.8	389.1
판관비	134.5	148.3	197.2	165.3	219.4
<b>영업이익</b>	209.0	310.8	345.1	340.5	169.7
<b>EBITDA</b>	261.2	358.5	396.8	391.0	220.3
<b>영업외손익</b>	-52.5	-143.1	-59.1	-120.5	-329.9
이자수익	5.7	5.2	13.7	22.1	17.0
이자비용	50.5	76.2	68.0	113.4	117.8
외환관련이익	1.3	1.5	0.7	3.7	5.8
외환관련손실	3.9	2.1	1.4	4.1	1.6
중속 및 관계기업손익	2.2	-57.1	-34.8	14.5	-28.1
기타	-7.3	-14.4	30.7	-43.3	-205.2
<b>법인세차감전이익</b>	156.5	167.7	286.0	220.0	-160.2
법인세비용	47.2	57.0	81.1	59.7	-0.1
계속사업손익	109.4	110.7	204.9	160.3	-160.2
당기순이익	141.6	110.7	204.9	160.3	-160.2
<b>지배주주순이익</b>	124.2	105.0	195.7	161.1	-148.7
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	55.8	34.0	41.7	-10.9	-25.4
영업이익 증감율	192.5	48.7	11.0	-1.3	-50.2
EBITDA 증감율	75.3	37.3	10.7	-1.5	-43.7
지배주주순이익 증감율	88.0	-15.5	86.4	-17.7	-192.3
EPS 증감율	88.0	-15.5	86.4	-17.6	적전
매출총이익율(%)	28.6	28.5	23.8	24.9	25.7
영업이익률(%)	17.4	19.3	15.1	16.8	11.2
EBITDA Margin(%)	21.8	22.3	17.4	19.3	14.5
지배주주순이익률(%)	10.3	6.5	8.6	7.9	-9.8

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
<b>영업활동 현금흐름</b>	-114.4	224.2	428.5	128.5	-130.9
당기순이익	141.6	110.7	204.9	160.3	-160.2
비현금항목의 가감	137.0	256.8	223.0	278.2	428.5
유형자산감가상각비	44.0	41.1	42.1	40.4	42.9
무형자산감가상각비	8.2	6.7	9.6	10.1	7.7
지분법평가손익	-11.7	-73.7	-71.2	-200.2	-59.2
기타	96.5	282.7	242.5	427.9	437.1
영업활동자산부채증감	-315.0	8.1	163.7	-127.1	-236.7
매출채권및기타채권의감소	-189.4	151.1	-73.8	-152.3	182.0
재고자산의감소	61.6	-54.4	291.2	-131.5	-33.3
매입채무및기타채무의증가	25.2	29.7	52.4	-21.9	-111.0
기타	-212.4	-118.3	-106.1	178.6	-274.4
기타현금흐름	-78.0	-151.4	-163.1	-182.9	-162.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	-209.8	-78.7	-325.4	-4.1	24.2
유형자산의 취득	-19.8	-36.5	-76.9	-68.2	-52.0
유형자산의 처분	2.6	6.9	68.2	4.0	0.9
무형자산의 순취득	-1.2	-0.2	-0.2	-0.5	-0.2
투자자산의감소(증가)	-254.5	-58.0	-128.7	48.0	13.9
단기금융자산의감소(증가)	-69.2	63.1	-158.4	76.8	87.8
기타	132.3	-54.0	-29.4	-64.2	-26.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	408.0	-199.2	-21.8	105.7	-172.6
차입금의 증가(감소)	437.8	-169.5	32.0	105.8	-115.4
자본금,자본잉여금의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-10.0	0.0	-29.9	0.0	-10.5
배당금지급	-21.6	-30.4	-36.6	0.0	-45.4
기타	1.8	0.7	12.7	-0.1	-1.3
기타현금흐름	-0.8	0.0	0.0	-0.9	2.4
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	83.0	-53.6	81.3	229.2	-276.9
기초현금 및 현금성자산	301.1	384.2	330.5	411.8	641.1
기말현금 및 현금성자산	384.2	330.5	411.8	641.1	364.2

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
<b>유동자산</b>	2,268.5	2,124.7	2,207.8	2,622.3	2,117.3
현금 및 현금성자산	384.2	330.5	411.8	641.1	364.2
단기금융자산	96.2	33.0	191.5	114.7	26.9
매출채권 및 기타채권	376.4	211.1	301.4	457.6	289.9
재고자산	1,088.5	1,474.1	1,183.2	1,341.0	1,373.4
기타유동자산	323.2	76.0	119.9	67.9	62.9
<b>비유동자산</b>	1,353.0	1,385.0	1,530.0	1,615.1	1,436.7
투자자산	386.2	387.0	476.2	340.5	298.5
유형자산	595.6	627.0	608.6	704.3	726.4
무형자산	157.1	150.6	210.6	332.8	143.6
기타비유동자산	214.1	220.4	234.6	237.5	268.2
<b>자산총계</b>	3,621.5	3,509.8	3,737.8	4,237.4	3,554.0
<b>유동부채</b>	1,156.8	1,499.7	1,659.0	1,589.6	1,601.1
매입채무 및 기타채무	178.1	268.0	338.0	295.2	183.2
단기금융부채	523.5	901.0	1,057.9	820.1	1,191.2
기타유동부채	455.2	330.7	263.1	474.3	226.7
<b>비유동부채</b>	1,074.7	553.2	472.6	875.6	395.7
장기금융부채	967.2	438.2	355.5	735.2	274.7
기타비유동부채	107.5	115.0	117.1	140.4	121.0
<b>부채총계</b>	2,231.5	2,052.9	2,131.7	2,465.2	1,996.8
<b>지배지분</b>	1,177.4	1,240.1	1,397.0	1,558.5	1,358.9
자본금	15.4	15.4	15.4	15.4	15.4
자본잉여금	387.7	390.6	390.8	393.9	396.6
기타자본	-7.4	-5.7	-15.7	-19.5	-8.9
기타포괄손익누계액	2.2	7.0	13.0	16.3	18.9
이익잉여금	779.3	832.7	993.5	1,152.4	936.9
비지배지분	212.7	216.8	209.1	213.7	198.3
<b>자본총계</b>	1,390.0	1,456.9	1,606.1	1,772.2	1,557.2

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,022	3,398	6,334	5,216	-4,910
BPS	38,111	40,141	45,221	50,450	45,016
CFPS	9,018	11,896	13,850	14,193	8,861
DPS	1,000	1,200	0	1,500	1,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	13.3	13.0	4.5	5.6	-4.3
PER(최고)	13.4	20.4	9.6		
PER(최저)	3.9	11.8	4.4		
PBR	1.40	1.10	0.62	0.57	0.46
PBR(최고)	1.42	1.73	1.34		
PBR(최저)	0.41	1.00	0.62		
PSR	1.37	0.85	0.38	0.44	0.42
PCFR	5.9	3.7	2.0	2.0	2.4
EV/EBITDA	11.0	7.1	4.8	4.9	8.6
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	21.5	33.1	0.0	28.3	-18.6
배당수익률(% ,보통주,현금)	1.9	2.7	0.0	5.2	4.8
ROA	4.4	3.1	5.7	4.0	-4.1
ROE	10.9	8.7	14.8	10.9	-10.2
ROIC	7.1	9.1	12.6	12.3	5.5
매출채권회전율	3.4	5.5	8.9	5.3	4.1
재고자산회전율	1.3	1.3	1.7	1.6	1.1
부채비율	160.5	140.9	132.7	139.1	128.2
순차입금비율	72.7	67.0	50.4	45.1	69.0
이자보상배율	4.1	4.1	5.1	3.0	1.4
<b>총차입금</b>	1,490.7	1,339.3	1,413.4	1,555.2	1,465.9
<b>순차입금</b>	1,010.3	975.7	810.1	799.4	1,074.8
<b>NOPLAT</b>	261.2	358.5	396.8	391.0	220.3
<b>FCF</b>	-146.9	203.8	446.4	104.4	-116.9



## BUY(Maintain)

목표주가 24,000원

주가(3/4) 18,750원

건설 Analyst 신대현  
shin8d@kiwoom.com

GS건설은 국내 대표 주택건설주로 도급 사업에 강점을 갖고 있다. '26년을 저점으로 국내 착공은 중장기 반등 사이클에 진입할 것으로 전망되는 만큼 GS건설의 수혜 가능성이 높다고 판단된다. 단기 외형 하락은 불가피하나, 올해도 유의미한 수준의 일회성 이익이 발생할 수 있을 것으로 판단된다. 투자의견 Buy와 목표주가 24,000원을 유지한다.

### Stock Data

KOSPI (3/4)	5,093.54pt		
시가총액	16,047억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	24,150 원	15,340원	
최고/최저가대비 등락	-22.4%	22.2%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-5.0%	0.2%
	6M	-0.3%	-37.3%
	1Y	7.4%	-46.7%

### Company Data

발행주식수	85,581 천주
일평균 거래량(3M)	816천주
외국인 지분율	24.8%
배당수익률(25E)	2.5%
BPS(25E)	51,426원
주요 주주	허청수 외 16인 23.6%

### Price Trend



## 주택 착공 저점, 저평가 해소 시점

### >>> 주택 시장 반등 시 가장 높은 베타

GS건설은 국내 대표 주택건설주로 분류된다. 특히, 도급사업에서 강점을 갖고 있기 때문에 국내 착공이 늘어날 시 가장 큰 수혜를 볼 수 있다. 단기적으로 '26년부터 착공이 크게 증가하기는 어렵다고 판단된다. 다만, 정부의 수도권 규제 정책이 지속되는 가운데, 5급 3특 등 비수도권 정책으로 수도권 외곽 지역과 비수도권 지역에 대한 매매가 상승이 지속될 것으로 전망된다. 또한, 이로 인해 착공은 '26년을 저점으로 중장기 반등 사이클에 접어들 것으로 전망된다. 수도권 주요 지역에서도 GS건설은 주요 도시정비 사업자로 '24년부터 높은 도시정비 수주를 기록한 바 있으며, 올해도 브랜드 자이를 통한 수주 호조는 지속될 것으로 기대된다.

### >>> 분양 부진을 메꿀 높은 주택 수익성

GS건설은 분양 세대수의 감소로 인해 매출액 하락은 지속될 것으로 전망된다. 다만, 작년 하반기 입주 물량이 8,000세대 수준임에도 일회성 이익이 지속되었다는 점에서 현재 공사중인 현장들의 예정 원가율이 높게 잡혀 있을 가능성이 높다고 판단된다. 올해도 약 17,000세대 입주가 예정된 가운데, 유의미한 수준의 일회성 이익이 발생할 수 있을 것으로 판단되며, 10% 초중반의 GPM이 가능할 것으로 추산된다.

### >>> 투자의견 Buy, 목표주가 24,000원 유지

**GS건설에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 24,000원을 유지한다.** 중장기적으로 착공세대수 증가 환경은 조성된 가운데 '26년 기준 PBR 0.00배는 저평가되어있다 판단되며, 착공 세대수 증가 시 밸류에이션 리레이팅이 이뤄질 것으로 전망된다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	13,437	12,864	12,450	11,837	12,156
영업이익	-388	286	438	546	606
EBITDA	-195	495	716	936	1,084
세전이익	-517	442	52	438	499
순이익	-420	264	33	318	362
지배주주지분순이익	-482	246	33	309	351
EPS(원)	-5,631	2,869	380	3,608	4,106
증감률(% YoY)	적전	흑전	-86.7	848.9	13.8
PER(배)	-2.7	6.0	51.8	5.9	5.2
PBR(배)	0.30	0.34	0.38	0.39	0.37
EV/EBITDA(배)	-22.3	11.0	8.3	6.5	5.7
영업이익률(%)	-2.9	2.2	3.5	4.6	5.0
ROE(%)	-10.5	5.6	0.7	6.8	7.3
순차입금비율(%)	51.0	64.6	71.3	67.2	64.7

자료: 키움증권 리서치센터

GS건설 키움증권 추정치, 컨센서스 비교 Table

(십 억)	키움추정치			컨센서스			차이		
	1Q26E	2026E	2027E	1Q26E	2026E	2027E	1Q26E	2026E	2027E
매출액	2,874.7	11,837.5	12,156.3	2,939.6	12,105.2	12,603.5	-2.2%	-2.2%	-3.5%
영업이익	143.5	545.9	606.4	119.4	532.4	621.4	20.2%	2.5%	-2.4%
지배주주순이익	82.1	308.8	351.4	64.1	274.2	365.1	28.1%	12.6%	-3.7%

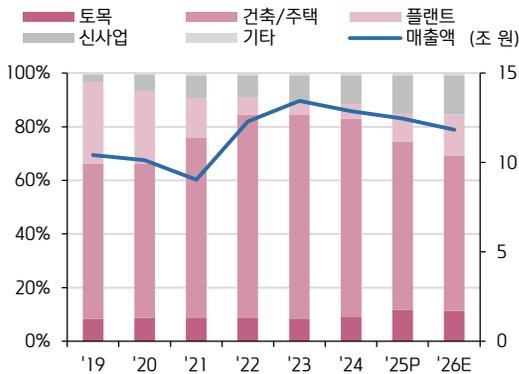
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

GS건설 키움증권 추정치 변화 Table

구분 (십억)	매출액				영업이익				YoY	
	'25년	'26년 기준	'26년 신규	변화	'25년	'26년 기준	'26년 신규	변화	매출액	영업이익
1Q	3,063	2,875	2,875	0%	70	143	143	0%	-6%	104%
2Q	3,196	2,975	2,754	-7%	162	151	151	0%	-14%	-7%
3Q	3,208	2,966	2,735	-8%	148	141	141	0%	-15%	-5%
4Q	2,984	3,022	2,781	-8%	57	110	110	0%	-7%	94%
연간	12,451	11,838	10,910	-8%	438	546	546	0%	-12%	25%

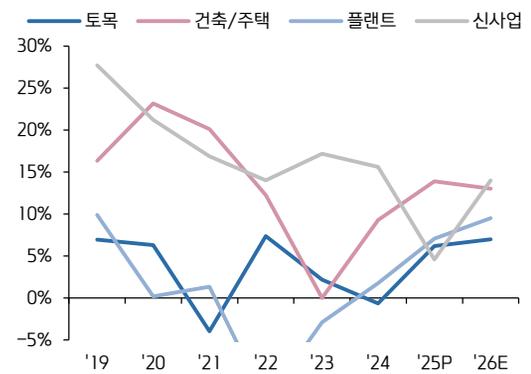
자료: HDC현대산업개발, Fnguide, 키움증권 리서치센터

GS건설 사업부문별 매출 비중 추이



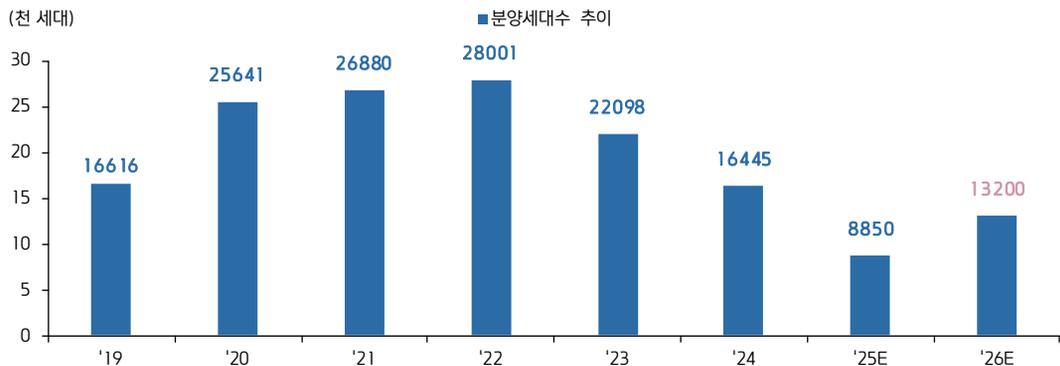
자료: GS건설, 키움증권 리서치센터

GS건설 사업부문별 GPM 추이



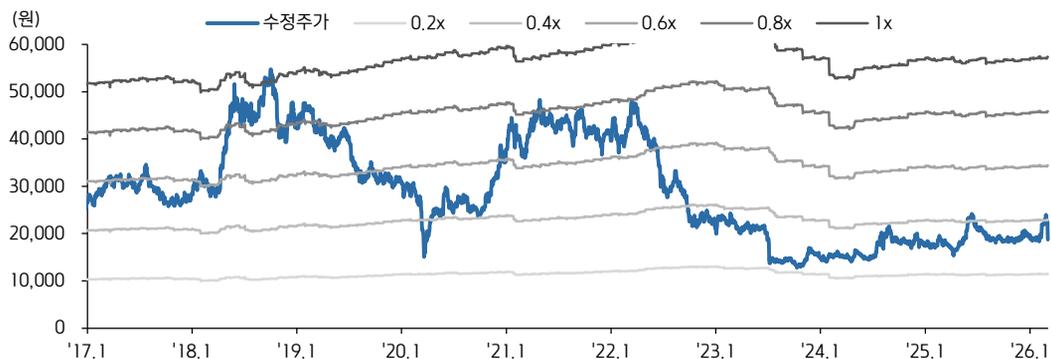
자료: GS건설, 키움증권 리서치센터

GS건설 분양 세대 수 추이



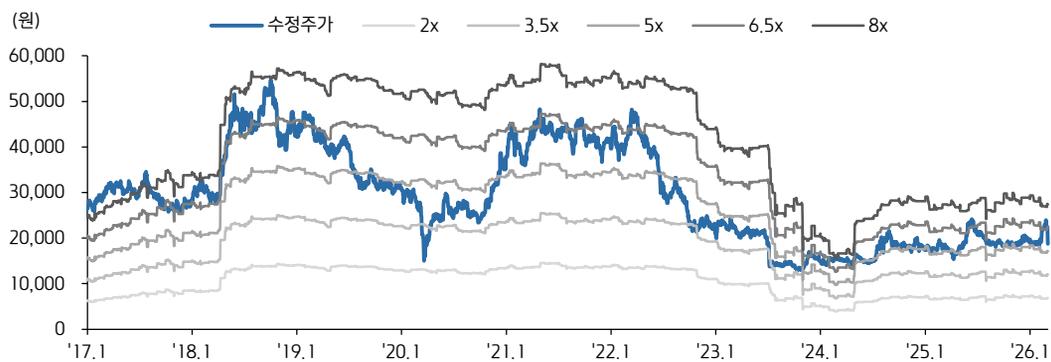
자료: GS건설, 키움증권 리서치센터

### GS건설 12개월 Forward P/B Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

### GS건설 12개월 Forward P/E Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

GS건설 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
<b>신규수주</b>	4,655	3,230	4,453	6,869	3,600	4,900	3,800	3,800	19,207	16,100	16,000
<b>수주잔고</b>	63,536	62,428	64,640	70,553	71,306	73,256	74,114	74,918	70,553	74,918	78,867
<b>매출액</b>	3,063	3,196	3,208	2,984	2,875	2,975	2,966	3,022	12,451	11,838	12,156
YoY	-0.3%	-3.1%	3.2%	-11.9%	-6.1%	-6.9%	-7.6%	1.3%	-3.2%	-4.9%	2.7%
토목	346	311	381	424	341	335	335	331	1,462	1,342	1,385
건축/주택	2,010	2,148	1,845	1,784	1,680	1,731	1,693	1,735	7,787	6,838	6,845
플랜트	284	341	340	356	396	450	484	496	1,320	1,827	1,910
신사업	395	371	619	395	430	433	430	434	1,779	1,727	1,911
기타	25	30	25	24	25	27	26	24	103	102	105
<b>매출총이익</b>	291	299	389	366	345	352	350	358	1,345	1,405	1,481
YoY	5.9%	8.7%	51.6%	19.0%	18.6%	17.8%	-10.0%	-2.4%	20.7%	4.4%	5.4%
토목	51	-22	24	38	24	23	23	23	90	94	97
건축/주택	191	363	218	309	218	225	220	226	1,080	889	890
플랜트	7	4	31	52	38	43	46	47	93	174	181
신사업	37	-42	118	-31	60	61	60	61	82	242	306
<b>매출총이익률</b>	9.5%	9.3%	12.1%	12.3%	12.0%	11.8%	11.8%	11.8%	10.8%	11.9%	12.2%
토목	14.8%	-7.2%	6.2%	9.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	6.2%	7.0%	7.0%
건축/주택	9.5%	16.9%	11.8%	17.3%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.9%	13.0%	13.0%
플랜트	2.4%	1.1%	9.2%	14.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	7.1%	9.5%	9.5%
신사업	9.4%	-11.4%	19.0%	-7.8%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	4.6%	14.0%	16.0%
<b>판매비</b>	221	137	240	310	202	201	209	248	907	859	874
판매비율	7.2%	4.3%	7.5%	10.4%	7.0%	6.8%	7.0%	8.2%	7.3%	7.3%	7.2%
<b>영업이익</b>	70	162	148	57	143	151	141	110	438	546	606
YoY	0.5%	72.5%	81.6%	52.3%	103.8%	-6.8%	-4.8%	93.6%	54.6%	24.7%	11.1%
OPM	2.3%	5.1%	4.6%	1.9%	5.0%	5.1%	4.8%	3.6%	3.5%	4.6%	5.0%
세전이익	43	-116	165	56	117	124	114	83	147	438	499
당기순이익	14	-87	122	45	85	90	83	60	94	318	362
<b>지배주주순이익</b>	27	-63	90	38	82	87	81	59	92	309	351
YoY	-80.1%	적전	-24.2%	흑전	205.3%	흑전	-10.4%	54.5%	-62.7%	235.3%	13.8%

자료: GS건설, 키움증권 리서치

주1) 기존 그린 사업은 플랜트에 포함

주2) 신사업은 Prefab, GS Inima, GPC 등이 포함

**포괄손익계산서**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	13,437	12,864	12,450	11,837	12,156
매출원가	13,174	11,750	11,105	10,433	10,676
매출총이익	262	1,114	1,345	1,405	1,481
판관비	650	828	907	859	874
<b>영업이익</b>	-388	286	438	546	606
<b>EBITDA</b>	-195	495	716	936	1,084
<b>영업외손익</b>	-130	156	-386	-108	-108
이자수익	198	172	151	146	138
이자비용	306	315	280	274	267
외환관련이익	241	541	140	140	140
외환관련손실	233	368	302	302	302
중속 및 관계기업손익	40	-7	40	19	19
기타	-70	133	-135	163	164
<b>법인세차감전이익</b>	-517	442	52	438	499
법인세비용	-98	178	19	121	137
계속사업손손익	-420	264	33	318	362
당기순이익	-420	264	33	318	362
지배주주순이익	-482	246	33	309	351
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	9.3	-4.3	-3.2	-4.9	2.7
영업이익 증감율	-169.9	-173.7	53.1	24.7	11.0
EBITDA 증감율	-125.4	-353.8	44.6	30.7	15.8
지배주주순이익 증감율	-242.1	-151.0	-86.6	836.4	13.6
EPS 증감율	적전	흑전	-86.7	848.9	13.8
매출총이익율(%)	1.9	8.7	10.8	11.9	12.2
영업이익률(%)	-2.9	2.2	3.5	4.6	5.0
EBITDA Margin(%)	-1.5	3.8	5.8	7.9	8.9
지배주주순이익률(%)	-3.6	1.9	0.3	2.6	2.9

**재무상태표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	9,482	8,667	8,599	8,422	8,426
현금 및 현금성자산	2,245	2,083	2,020	2,052	2,007
단기금융자산	1,021	731	738	726	714
매출채권 및 기타채권	3,101	2,841	2,777	2,662	2,710
재고자산	1,339	1,280	1,245	1,180	1,213
기타유동자산	2,797	2,463	2,557	2,528	2,496
<b>비유동자산</b>	8,225	9,137	9,114	9,541	9,881
투자자산	2,503	3,032	3,116	3,116	3,116
유형자산	2,256	2,639	2,494	2,857	3,137
무형자산	961	1,064	1,161	1,225	1,285
기타비유동자산	2,505	2,402	2,343	2,343	2,343
<b>자산총계</b>	17,707	17,803	17,713	17,962	18,307
<b>유동부채</b>	8,796	9,032	7,755	7,726	7,773
매입채무 및 기타채무	2,842	2,809	2,580	2,552	2,599
단기금융부채	2,441	3,222	2,342	2,342	2,342
기타유동부채	3,513	3,001	2,833	2,832	2,832
<b>비유동부채</b>	4,026	3,684	4,884	4,884	4,884
장기금융부채	3,316	2,880	4,034	4,034	4,034
기타비유동부채	710	804	850	850	850
<b>부채총계</b>	12,822	12,716	12,638	12,610	12,657
<b>지배지분</b>	4,314	4,414	4,401	4,670	4,958
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	942	924	924	924	924
기타자본	-37	-98	-98	-98	-98
기타포괄손익누계액	-65	-106	-109	-106	-128
이익잉여금	3,046	3,266	3,257	3,523	3,832
비지배지분	571	673	674	682	693
<b>자본총계</b>	4,885	5,087	5,075	5,353	5,650

**현금흐름표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동 현금흐름</b>	470	268	-42	902	849
당기순이익	-420	264	33	318	362
비현금항목의 가감	1,103	608	419	651	756
유형자산감가상각비	167	181	245	353	435
무형자산감가상각비	26	28	33	38	42
지분법평가손익	-40	-138	-47	-26	-26
기타	950	537	188	286	305
영업활동자산부채증감	27	-367	-358	170	-15
매출채권및기타채권의감소	-288	303	64	115	-48
재고자산의감소	314	189	35	65	-32
매입채무및기타채무의증가	-96	-93	-229	-28	47
기타	97	-766	-228	18	18
기타현금흐름	-240	-237	-136	-237	-254
<b>투자활동 현금흐름</b>	-763	-549	-106	-611	-611
유형자산의 취득	-476	-416	-100	-716	-716
유형자산의 처분	1	48	0	0	0
무형자산의 순취득	-28	-109	-130	-102	-102
투자자산의감소(증가)	-314	-529	-37	26	26
단기금융자산의감소(증가)	-47	290	-7	12	12
기타	101	167	168	169	169
<b>재무활동 현금흐름</b>	496	77	320	67	67
차입금의 증가(감소)	0	0	237	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-135	-32	-25	-42	-42
기타	631	109	108	109	109
기타현금흐름	18	43	-235	-325	-349
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	221	-162	-63	32	-45
기초현금 및 현금성자산	2,024	2,245	2,083	2,020	2,052
기말현금 및 현금성자산	2,245	2,083	2,020	2,052	2,007

**투자지표**

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-5,631	2,869	380	3,608	4,106
BPS	50,413	51,578	51,426	54,569	57,929
CFPS	7,983	10,194	5,278	11,316	13,064
DPS	0	300	500	500	500
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-2.7	6.0	51.8	5.9	5.2
PER(최고)	-4.3	7.6	65.4		
PER(최저)	-2.2	4.8	40.0		
PBR	0.30	0.34	0.38	0.39	0.37
PBR(최고)	0.48	0.42	0.48		
PBR(최저)	0.25	0.27	0.30		
PSR	0.10	0.12	0.14	0.15	0.15
PCFR	1.9	1.7	3.7	1.9	1.6
EV/EBITDA	-22.3	11.0	8.3	6.5	5.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	9.6	128.5	13.4	11.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	1.7	2.5	2.3	2.3
ROA	-2.4	1.5	0.2	1.8	2.0
ROE	-10.5	5.6	0.7	6.8	7.3
ROIC	-12.8	6.2	5.6	8.3	8.7
매출채권회전율	4.5	4.3	4.4	4.4	4.5
재고자산회전율	9.5	9.8	9.9	9.8	10.2
부채비율	262.5	250.0	249.1	235.6	224.0
순차입금비율	51.0	64.6	71.3	67.2	64.7
이자보상배율	-1.3	0.9	1.6	2.0	2.3
<b>총차입금</b>	5,757	6,102	6,376	6,376	6,376
<b>순차입금</b>	2,491	3,288	3,619	3,598	3,656
<b>NOPLAT</b>	-195	495	716	936	1,084
<b>FCF</b>	-770	-386	-60	138	85

자료: 키움증권 리서치센터

금호건설(010780)



BUY(Initiate)

목표주가 5,600원  
주가(3/4) 4,150원

건설 Analyst 신대현  
shin8d@kiwoom.com

금호건설은 민참사업 확대를 통해 외형 성장과 수익성 개선이 지속될 것으로 판단된다. 정부는 공공주택 중심의 공급을 계획중이며, 올해도 민참사업 공모를 늘릴 것으로 기대되며, 금호건설의 수혜가 전망된다. 다만, 민참사업 다수가 착공이 지연된바가 있어 착공에 대한 정부의 시행책이 필요하다고 판단된다. 목표주가 5,600원, 투자의견 Buy를 제시한다.

Stock Data

KOSPI (3/4)	5,093.54pt		
시가총액	1,535억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	5,390 원	2,430원	
최고/최저가대비 등락	-23.0%	70.8%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-4.4%	0.8%
	6M	12.9%	-29.0%
	1Y	69.0%	-16.1%

Company Data

발행주식수	36,997 천주
일평균 거래량(3M)	210천주
외국인 지분율	4.9%
배당수익률(24E)	7.5%
BPS(24E)	7,105원
주요 주주	금호고속 외 3 인 44.2%

Price Trend



공공주택 착공 증가 시 수혜

>>> '26년 외형 성장과 수익성 개선 지속

금호건설은 올해 건축, 주택 중심으로 외형성장이 지속될 것으로 판단된다. 이는 3기 신도시를 포함한 공공주택 수주가 증가한 영향으로 '25년 1.9조원 수준의 수주(우선협상대상 포함)를 달성했기 때문이다. 주택부문 GPM 또한 4Q 17%로 양호한 민참사업 수익성에 힘입어 개선되는 모습을 보였다. 민참사업은 회사의 건축/주택 부문 모두에 반영되므로 민참사업 비중이 증가함에 따라 건축 부문에서도 GPM 개선세가 나타나날 것으로 전망된다. 또한, 4Q25 성과급과 수주추진비에 따른 1회성 비용을 반영된 만큼 '26년 판관비 절감도 전망된다.

>>> '26년 공공주택 중심 수주 호조 전망

정부는 수도권 내에서 공공주택 중심의 공급을 가져갈 계획이다. 특히, 과거와 달리 민참사업의 형태로 수주를 이어갈 것으로 예상된다. '25년 LH는 민참사업 공모 2.7만 가구를 계획했으나, 실제로는 3.5만 가구가 공모되었다. '26년에는 상반기에만 1.8만 가구를 공모할 예정으로, 올해는 작년보다 더 많은 가구가 공모될 것으로 전망된다. '24년 13개, '25년 17개 민참 패키지 중 금호건설은 각각 3개씩 참여한 바 있다. 다만, 민참사업 다수가 여전히 착공이 지연된바가 있는 만큼 이들 패키지의 착공에 대한 정부의 시행책이 필요하다고 판단된다.

>>> 목표주가 5,600원, 투자의견 Buy 제시

금호건설은 정부의 공공중심의 공급정책 가운데 수혜를 받을 것으로 전망된다. '26년에도 민참사업 수주 호조가 지속될 것으로 전망된다. 다만, 민참 사업 공모 후 착공 가속화를 위한 정부의 시행책이 필요하다고 판단된다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,217.6	1,914.2	2,017.3	2,025.5	2,191.0
영업이익	21.8	-181.8	45.8	70.0	101.9
EBITDA	31.3	-172.1	49.9	74.0	104.5
세전이익	-1.6	-275.6	75.5	68.8	108.2
순이익	0.7	-228.5	61.8	49.9	78.4
지배주주지분순이익	1.1	-225.7	61.9	50.1	78.7
EPS(원)	30	-6,060	1,663	1,344	2,112
증감률(% YoY)	-94.8	적전	흑전	-19.2	57.1
PER(배)	174.4	-0.4	2.4	3.6	2.3
PBR(배)	0.41	0.44	0.56	0.63	0.54
EV/EBITDA(배)	8.8	-1.0	1.8	1.4	1.0
영업이익률(%)	1.0	-9.5	2.3	3.5	4.7
ROE(%)	0.2	-64.5	25.1	18.1	25.1
순차입금비율(%)	16.8	33.3	-22.2	-27.8	-22.6

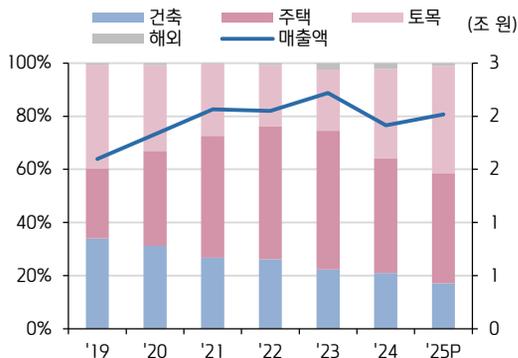
자료: 키움증권 리서치센터

금호건설 키움증권 추정치, 컨센서스 비교 Table

(십 억)	키움추정치			컨센서스			차이		
	1Q26E	2026E	2027E	1Q26E	2026E	2027E	1Q26E	2026E	2027E
매출액	485.1	2,025.5	2,191.0	481.9	2,104.6	2,299.5	0.7%	-3.8%	-4.7%
영업이익	15.8	70.0	101.9	16.0	70.5	86.2	-1.5%	-0.7%	18.2%
지배주주순이익	11.3	50.1	78.7	9.0	42.7	55.5	25.0%	17.2%	41.7%

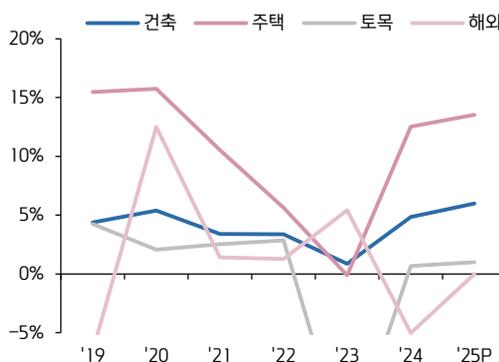
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

금호건설 사업부문별 매출 비중 추이



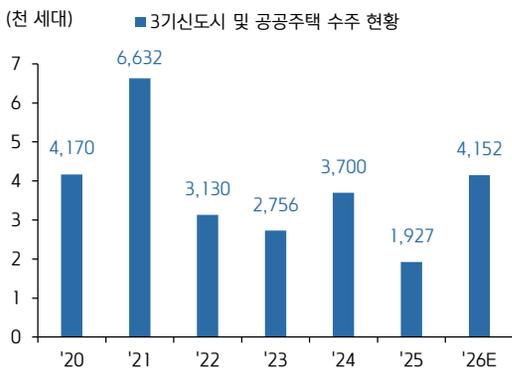
자료: 금호건설, 키움증권 리서치센터

금호건설 사업부문별 GPM 추이



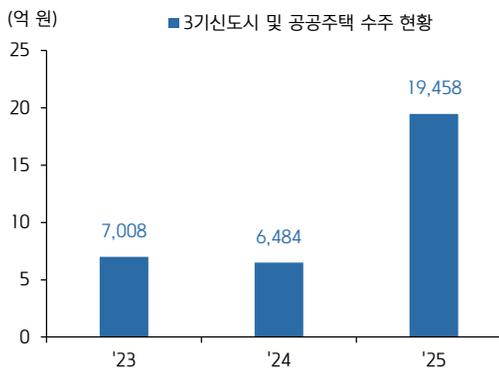
자료: 금호건설, 키움증권 리서치센터

금호건설 분양 세대 수 추이



자료: 금호건설, 키움증권 리서치센터

금호건설 3기 신도시, 공공주택 수주 현황



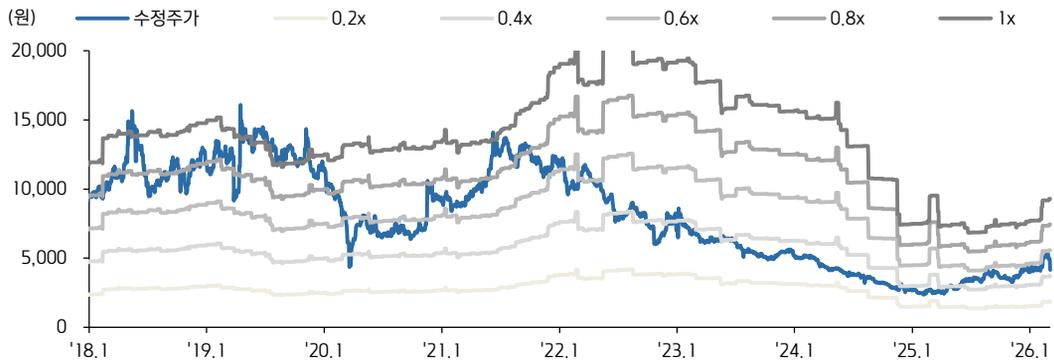
자료: 금호건설, 키움증권 리서치센터  
주1) 우선협상대상자 선정 포함

### 금호건설 12개월 Forward P/B Chart

항목 (배, 원)	목표주가 산정	설명
① 금호건설 ROE	18.12	키움증권 '26년 ROE 예상치
② 금호건설 목표 PBR	0.73	'16년~ 이후 건설사 평균 ROE, 평균 PBR 추이 중상단 반영
③ 참조기간 BPS	7,732	키움증권 '26년 BPS 추정
④ 목표주가	5,600	②*③(십의 자리수 반올림)
현재주가	4,150	'26년 3월 4일 종가
상승여력	35%	

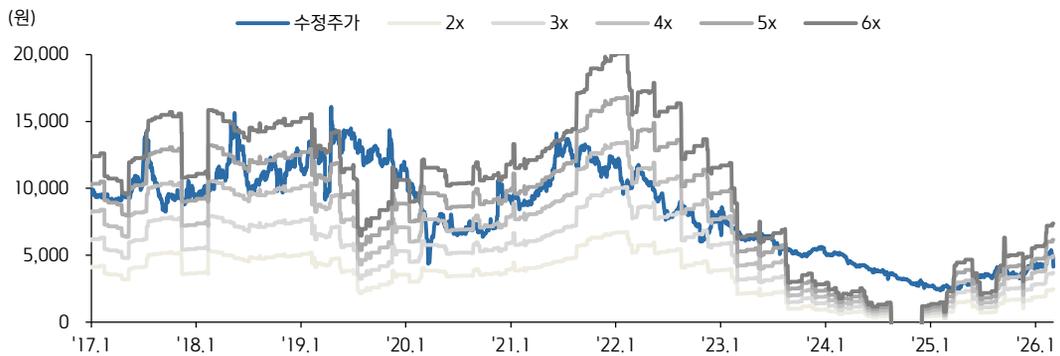
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

### 금호건설 12개월 Forward P/B Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

### 금호건설 12개월 Forward P/E Chart



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

금호건설 연결 실적 추이 및 전망

(십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
<b>신규수주</b>	553	295	639	1,352	700	700	700	700	2,839	2,800	3,000
건축	134	53	271	693	200	200	200	200	1,151	800	1,000
주택	405	31	144	346	300	300	300	300	926	1,200	1,200
토목	14	212	224	312	200	200	200	200	762	800	800
해외	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>수주잔고</b>	7,488	7,534	8,418	9,289	9,504	9,711	9,891	10,064	9,289	10,064	10,873
건축	1,857	1,952	2,131	2,751	2,865	2,976	3,074	3,168	2,751	3,168	3,702
주택	3,448	3,405	4,194	4,147	4,245	4,339	4,419	4,495	4,147	4,495	4,767
토목	2,049	2,048	1,967	2,270	2,278	2,285	2,292	2,298	2,270	2,298	2,317
해외	134	129	126	121	116	112	107	103	121	103	87
<b>매출액</b>	468	531	523	495	485	493	520	527	2,017	2,025	2,191
YoY	-5.4%	3.9%	35.2%	-5.1%	3.7%	-7.1%	-0.7%	6.6%	5.4%	0.4%	8.2%
건축	75	92	94	84	86	89	102	105	345	383	466
주택	198	213	213	214	202	206	220	224	838	851	929
토목	187	220	212	194	192	193	193	194	812	773	780
해외	9	6	4	4	5	5	5	4	22	19	16
<b>매출총이익</b>	20	34	33	39	33	34	39	40	126	146	180
YoY	6.5%	흑전	흑전	38.7%	67.8%	-0.2%	17.4%	1.7%	흑전	15.7%	23.3%
건축	1	5	6	5	5	5	6	6	17	23	33
주택	19	23	27	36	26	27	31	31	105	115	139
토목	0	6	0	-1	2	2	2	2	5	8	8
해외	0	0	0	-1	0	0	0	0	-1	0	0
<b>매출총이익률</b>	4.2%	6.4%	6.3%	7.9%	6.9%	6.9%	7.5%	7.5%	6.2%	7.2%	8.2%
건축	1.6%	5.2%	6.5%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	4.8%	6.0%	7.0%
주택	9.6%	10.8%	12.5%	17.0%	13.0%	13.0%	14.0%	14.0%	12.5%	13.5%	15.0%
토목	-0.2%	2.9%	0.2%	-0.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.7%	1.0%	1.0%
해외	0.0%	0.0%	0.0%	-28.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-5.0%	0.0%	0.0%
<b>판관비</b>	14	18	18	30	18	19	18	22	80	76	78
판관비율	3.0%	3.4%	3.4%	6.1%	3.6%	3.8%	3.4%	4.1%	4.0%	3.7%	3.6%
<b>영업이익</b>	6	16	15	9	16	15	21	18	46	70	102
YoY	280.9%	흑전	흑전	57.4%	174.6%	-5.0%	36.0%	108.5%	흑전	52.5%	45.6%
OPM	1.2%	3.0%	2.9%	1.7%	3.2%	3.1%	4.0%	3.4%	2.3%	3.5%	4.7%
<b>세전이익</b>	1	14	9	51	8	8	14	11	76	69	108
<b>당기순이익</b>	1	10	8	43	6	6	10	8	62	50	78
<b>지배주주순이익</b>	1	10	8	42	6	6	10	8	62	50	79
YoY	흑전	흑전	흑전	1693.7%	384.6%	-42.2%	21.7%	-81.7%	흑전	-19.2%	57.1%

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	2,217.6	1,914.2	2,017.3	2,025.5	2,191.0
매출원가	2,120.6	2,008.6	1,891.3	1,879.7	2,011.3
매출총이익	97.1	-94.4	126.0	145.8	179.8
판매비	75.3	87.5	80.2	75.8	77.9
<b>영업이익</b>	21.8	-181.8	45.8	70.0	101.9
<b>EBITDA</b>	31.3	-172.1	49.9	74.0	104.5
<b>영업외손익</b>	-23.4	-93.8	29.7	-1.1	6.3
이자수익	5.9	3.4	4.1	5.0	4.4
이자비용	16.3	21.2	9.8	10.7	11.2
외환관련이익	0.0	0.1	1.4	1.4	1.4
외환관련손실	1.2	7.4	3.8	3.8	3.8
중속 및 관계기업손익	-7.0	1.2	13.6	2.6	5.8
기타	-4.8	-69.9	24.2	4.4	9.7
<b>법인세차감전이익</b>	-1.6	-275.6	75.5	68.8	108.2
법인세비용	-2.3	-47.1	13.8	18.9	29.7
계속사업손익	0.7	-228.5	61.8	49.9	78.4
당기순이익	0.7	-228.5	61.8	49.9	78.4
지배주주순이익	1.1	-225.7	61.9	50.1	78.7
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	8.3	-13.7	5.4	0.4	8.2
영업이익 증감율	-61.0	-933.9	-125.2	52.8	45.6
EBITDA 증감율	-51.7	-649.8	-129.0	48.3	41.2
지배주주순이익 증감율	-94.8	-	-127.4	-19.1	57
EPS 증감율	-94.8	적전	혹전	-19.2	57.1
매출총이익률(%)	4.4	-4.9	6.2	7.2	8.2
영업이익률(%)	1.0	-9.5	2.3	3.5	4.7
EBITDA Margin(%)	1.4	-9.0	2.5	3.7	4.8
지배주주순이익률(%)	0.0	-11.8	3.1	2.5	3.6

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동 현금흐름</b>	-154.5	80.3	319.2	211.3	198.0
당기순이익	0.7	-228.5	61.8	49.9	78.4
비현금항목의 가감	54.7	191.6	186.8	202.9	210.2
유형자산감가상각비	8.4	8.5	3.0	3.0	1.7
무형자산감가상각비	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
지분법평가손익	-9.7	-1.2	-12.4	-1.4	-4.6
기타	54.9	183.1	195.1	200.3	212.2
영업활동자산부채증감	-209.8	117.1	89.9	-17.0	-54.2
매출채권및기타채권의감소	-210.8	68.2	34.3	-12.7	-52.7
채고자산의감소	41.2	93.8	55.4	-12.6	-22.4
매입채무및기타채무의증가	132.1	0.5	108.7	14.5	27.5
기타	-172.3	-45.4	-108.5	-6.2	-6.6
기타현금흐름	-0.1	0.1	-19.3	-24.5	-36.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	0.0	15.1	-53.3	-62.1	-73.1
유형자산의 취득	-0.7	-0.1	-1.7	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 손취득	-0.6	-0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	102.4	26.2	22.8	12.3	1.3
단기금융자산의감소(증가)	-28.5	62.7	-0.8	-0.8	-0.8
기타	-72.6	-73.6	-73.6	-73.6	-73.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	30.3	-48.0	-126.2	-30.2	-30.2
차입금의 증가(감소)	70.6	-28.6	-106.9	0.0	0.0
지분금, 자본잉여금의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-18.1	0.0	0.0	-10.9	-10.9
기타	-22.2	-19.4	-19.3	-19.3	-19.3
기타현금흐름	-1.0	-7.3	-120.4	-98.8	-98.8
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-125.2	40.1	19.4	20.3	-4.1
기초현금 및 현금성자산	289.0	163.8	203.9	223.2	243.5
기말현금 및 현금성자산	163.8	203.9	223.2	243.5	239.5

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	1,145.2	975.8	935.2	987.9	1,066.3
현금 및 현금성자산	163.8	203.9	223.2	243.5	239.5
단기금융자산	77.8	15.1	15.9	16.7	17.5
매출채권 및 기타채권	572.0	492.3	458.0	470.7	523.4
채고자산	235.4	145.0	89.5	102.1	124.6
기타유동자산	96.2	119.5	148.6	154.9	161.3
<b>비유동자산</b>	547.2	576.9	579.9	565.0	565.7
투자자산	400.6	374.4	364.0	353.0	356.3
유형자산	8.6	8.1	6.9	3.9	2.2
무형자산	12.4	11.4	10.3	9.3	8.4
기타비유동자산	125.6	183.0	198.7	198.8	198.8
<b>자산총계</b>	1,692.4	1,552.8	1,515.1	1,552.9	1,632.0
<b>유동부채</b>	924.8	1,082.6	1,086.2	1,100.7	1,128.2
매입채무 및 기타채무	730.3	734.0	842.7	857.3	884.7
단기금융부채	132.0	198.4	146.3	146.3	146.3
기타유동부채	62.5	150.2	97.2	97.1	97.2
<b>비유동부채</b>	297.8	244.7	168.4	168.4	168.4
장기금융부채	188.2	95.6	34.9	34.9	34.9
기타비유동부채	109.6	149.1	133.5	133.5	133.5
<b>부채총계</b>	1,222.5	1,327.3	1,254.6	1,269.2	1,296.6
<b>지배지분</b>	470.6	229.4	264.6	288.0	340.0
자본금	186.2	186.2	186.2	186.2	186.2
자본잉여금	52.2	52.2	52.2	52.2	52.2
기타자본	-10.3	-10.3	-10.3	-10.3	-10.3
기타포괄손익누계액	-65.5	-80.3	-96.1	-112.0	-127.8
이익잉여금	308.0	81.6	132.7	171.8	239.6
비지배지분	-0.8	-4.0	-4.2	-4.3	-4.5
<b>자본총계</b>	469.8	225.4	260.5	283.7	335.4

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	30	-6,060	1,663	1,344	2,112
BPS	12,635	6,159	7,105	7,732	9,127
CFPS	1,489	-992	6,674	6,789	7,749
DPS	0	0	300	300	300
<b>주가배수(배)</b>					
PER	174.4	-0.4	2.4	3.6	2.3
PER(최고)	294.8	-0.9	2.7		
PER(최저)	164.4	-0.4	1.4		
PBR	0.41	0.44	0.56	0.63	0.54
PBR(최고)	0.69	0.86	0.64		
PBR(최저)	0.39	0.41	0.32		
PSR	0.09	0.05	0.07	0.09	0.08
PCFR	3.5	-2.7	0.6	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.8	-1.0	1.8	1.4	1.0
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	17.4	21.6	13.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	7.5	6.1	6.1
ROA	0.0	-14.1	4.0	3.3	4.9
ROE	0.2	-64.5	25.1	18.1	25.1
ROIC	-42.6	-433.2	-31.3	-30.7	-55.5
매출채권회전율	4.9	3.6	4.2	4.4	4.4
채고자산회전율	8.5	10.1	17.2	21.1	19.3
부채비율	260.2	588.8	481.6	447.4	386.6
순차입금비율	16.8	33.3	-22.2	-27.8	-22.6
이자보상배율	1.3	-8.6	4.7	6.5	9.1
<b>총차입금</b>	320.2	294.0	181.2	181.2	181.2
순차입금	78.7	75.0	-57.9	-79.0	-75.8
NOPLAT	31.3	-172.1	49.9	74.0	104.5
FCF	-231.4	-76.0	130.2	37.7	22.2

**고지사항**

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

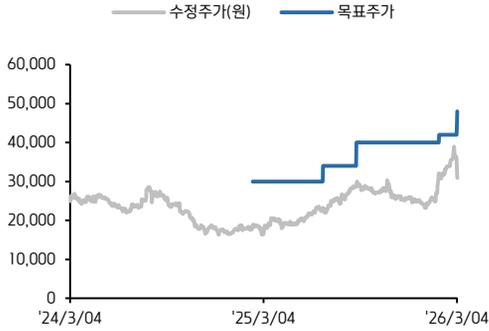
**투자 의견 변동내역 (2개년)**

종목명	일자	투자의견	목표 주가	과리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표 주가	과리율(%)				
				가격 대상 시점	평균 주가 대비					최고 주가 대비	가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비	
삼성E&A (028050)	2025-02-11	Buy(Initiate)	30,000원	6개월	-37.15	-31.33	HC현대산업개발 (294870)	2025-05-27	Buy(Initiate)	34,000원	6개월	-29.16	-20.29	
	2025-04-14	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-36.97	-31.33		2025-07-15	Buy(Maintain)	34,000원	6개월	-29.58	-20.29	
	2025-04-25	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-33.77	-21.50		2025-07-28	Buy(Maintain)	34,000원	6개월	-34.55	-20.29	
	2025-06-24	Buy(Maintain)	34,000원	6개월	-33.53	-31.62		2025-10-17	Buy(Maintain)	34,000원	6개월	-35.22	-20.29	
	2025-07-04	Buy(Maintain)	34,000원	6개월	-30.73	-25.44		2025-10-29	Buy(Maintain)	34,000원	6개월	-36.53	-20.29	
	2025-07-15	Buy(Maintain)	34,000원	6개월	-28.96	-24.12		2025-11-26	Buy(Maintain)	34,000원	6개월	-39.27	-35.59	
	2025-07-25	Buy(Maintain)	34,000원	6개월	-24.76	-15.00		2026-01-29	Buy(Maintain)	34,000원	6개월	-39.19	-35.59	
	2025-08-26	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-29.22	-25.00		2026-02-09	Buy(Maintain)	34,000원	6개월	-38.22	-30.74	
	2025-09-30	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-29.79	-24.25		2026-03-04	Buy(Maintain)	34,000원	6개월			
	2025-10-31	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-33.75	-24.25		금호건설 (002990)	2026-03-04	Buy(Initiate)	5,600원	6개월		
	2026-01-26	Buy(Maintain)	40,000원	6개월	-33.56	-19.63								
	2026-01-29	Buy(Maintain)	42,000원	6개월	-20.97	-13.10								
	2026-03-04	Buy(Maintain)	48,000원	6개월										
	GS건설 (006360)	2025-02-11	Buy(Initiate)	27,000원	6개월	-34.64		-27.56						
		2025-04-14	Buy(Maintain)	23,000원	6개월	-26.51		-21.83						
2025-04-30		Buy(Maintain)	23,000원	6개월	-24.93	-20.65								
2025-05-09		Buy(Maintain)	27,000원	6개월	-28.86	-22.41								
2025-05-27		Buy(Maintain)	27,000원	6개월	-20.97	-10.56								
2025-07-15		Buy(Maintain)	27,000원	6개월	-21.74	-10.56								
2025-07-31		Buy(Maintain)	27,000원	6개월	-24.65	-10.56								
2025-09-16		Buy(Maintain)	27,000원	6개월	-25.22	-10.56								
2025-09-30		Buy(Maintain)	27,000원	6개월	-26.50	-10.56								
2025-11-05		Buy(Maintain)	27,000원	6개월	-28.75	-23.70								
2026-01-12		Buy(Maintain)	24,000원	6개월	-20.96	-17.75								
2026-02-09		Buy(Maintain)	24,000원	6개월	-15.77	-0.21								
2026-03-04		Buy(Maintain)	24,000원	6개월										

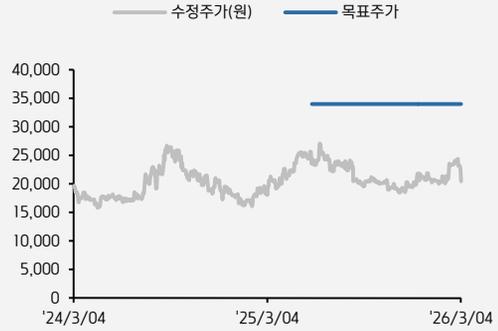
\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

삼성E&A(028050)



HDC현대산업개발(294870)



GS건설(006360)



금호건설(002990)



투자의견 및 적용기준

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

투자등급 비율 통계 (2025/01/01~2025/12/31)

매수	중립	매도
96.39%	3.61%	0.00%