건설/부동산/리츠 | 황현정 hj.hwang@koreainvestment.com

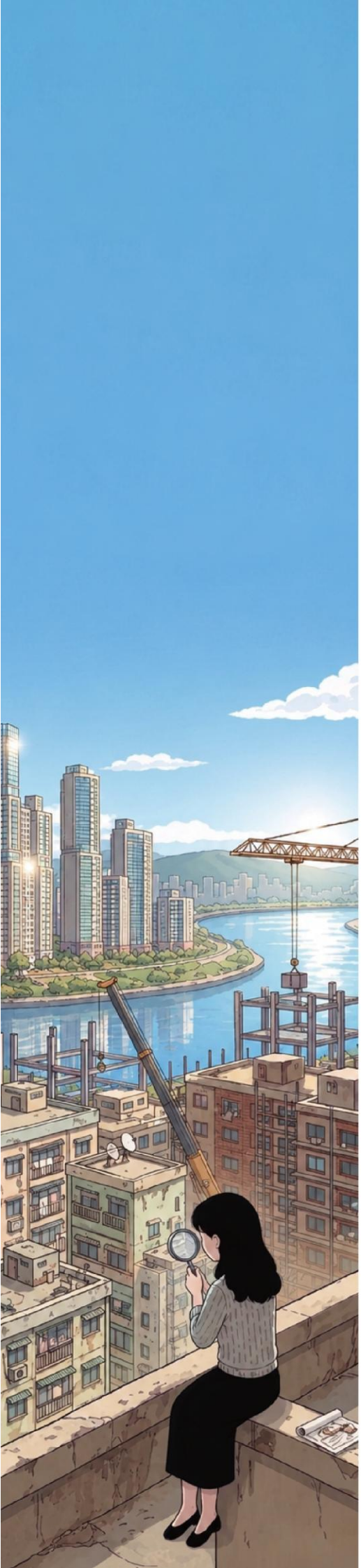
건설

탄탄한 주택 위에 더해질 빠른 일감

GS건설(006360) 현대건설(000720) 삼성E&A(028050)
DL이앤씨(375500) 대우건설(047040)



true friend 한국투자증권



Contents

I. Executive Summary 2

II. 밸류에이션 점검 및 투자 아이디어 6

III. 주택: 주택 마진의 비밀 7

1. 충분한 공사비를 들고 시작할 수 있는 국면
2. 앞으로도 안정적인 공사비 확보 가능할 것
3. 지역별 분양수요 점검
4. 2027년 주택 실적: 외형과 마진 모두 상승

IV. AI 인프라: 빠르고 확실하다 31

1. 반도체 팹, 든든한 그룹사 일감
2. 데이터센터, 외형 좋은 신사업

V. 원전: 느리지만 묵직하다 38

1. 필연적인 미래 에너지원
2. 한국 시공사로 들어올 일감

VI. 기업분석 47

GS건설(006360) 매수(신규)/TP: 53,000원
현대건설(000720) 매수(신규)/TP: 112,000원
삼성E&A(028050) 매수(신규)/TP: 80,000원
DL이앤씨(375500) 매수(신규)/TP: 72,000원
대우건설(047040) 중립

리포트 작성 목적

- 주택: 주택 마진의 구조적 마진 상승, 달라진 체질을 확인할 때
- 비주택: 실적 가시성 높은 데이터센터 우선, 원전은 중장기 모멘텀
- 2027년 건설업종: 주택 위에 빠르게 얹어지는 비주택 일감을 보자
- Top-pick: GS건설, 주택 턴어라운드와 실적가시성 높은 DC 사업에 주목

I. Executive Summary

건설업종 비중확대 제시

건설업종에 대해 비중확대로 커버리지를 개시한다. 주택 이익에 대한 눈높이를 높여야 할 때다. 원가율 개선은 일시적 회복이 아닌 체질 변화의 결과이다. 비주택에 대한 시장의 관심이 이제 뉴스가 아닌 실적으로 옮겨가고 있다. 따라서 주택사업의 체질 변화를 빠르게 실적으로 연결할 수 있고, 신사업도 빠르게 실적으로 가시화되는 기업에 주목한다.

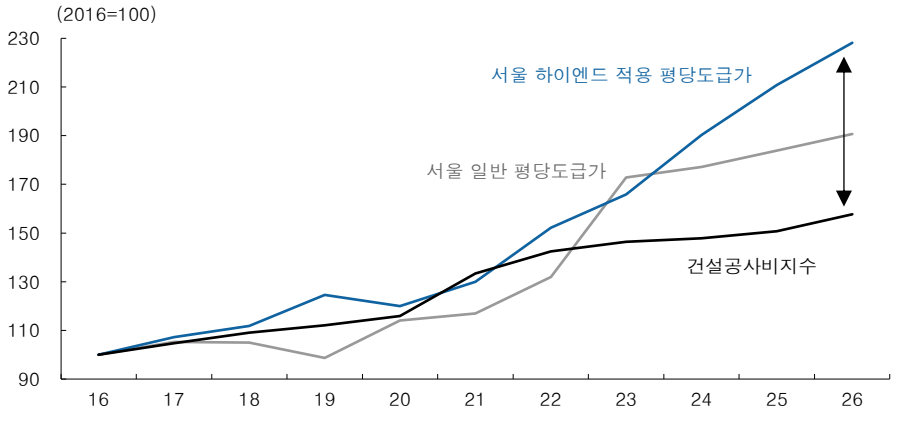
충분한 공사비 확보 가능 국면

건설사가 공사비에 리스크를 충분히 반영하고 출발할 수 있는 국면이라는 점에 주목한다. 건설사의 실적은 얼마나 많이 짓느냐보다 얼마나 남기느냐에 달려 있고, 이는 착공 시점에 예정원가와 예비비를 충분히 확보했느냐가 결정한다. 과거 대규모 손실은 대부분 협상력 없이 저가로 물량을 좇을 때 발생했다. 해외 플랜트 저가수주가 그랬고, 공사비 급등기에 고정된 가격으로 착공한 주택 현장이 그랬다. 하지만 지금은 다르다. 공사비 급등기 이후 건설사들은 보수적인 선별수주 기조를 이어가고 있는 반면, 신규 발주 수요는 지속적으로 늘어나고 있다.

주택: 이익 체질이 달라졌다

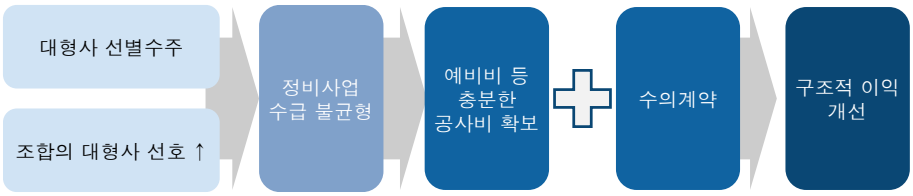
이러한 변화는 주택에서 이미 숫자로 나타나고 있다. 2023년 이후 평당 공사비 상승률은 원가 상승률을 상회하고 있다. 이는 정비사업의 수급 불균형 때문이다. 대형사는 공사비 급등기를 거치며 선별수주를 이어가고 있는 반면, 금융비용 부담이 커진 조합은 기다릴 여유가 없다. 대출규제까지 더해지며 자금력을 갖춘 대형사에 대한 선호도 높아졌다. 그 결과 대형사는 수의계약 위주로 충분한 공사비를 확보하고 있다. 서울 및 수도권 핵심지의 분양 수요도 견조한 만큼, 주택 경상이익에 대한 눈높이를 높여야 한다.

[그림 1] 서울 정비사업 평당도급가 상승률은 건설공사비지수 상회



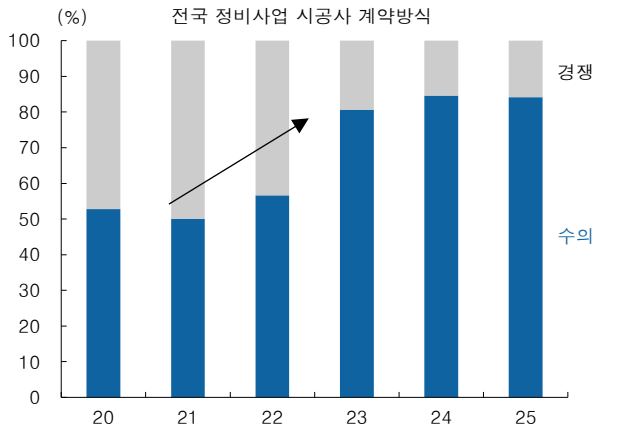
주: 서울시 조합 입찰공고 전수조사 및 분류
자료: 서울시, 집코노미, 한국건설기술연구원, 한국투자증권 추산

[그림 2] 대형사가 주력하는 정비사업 마진 개선의 구조적 원인



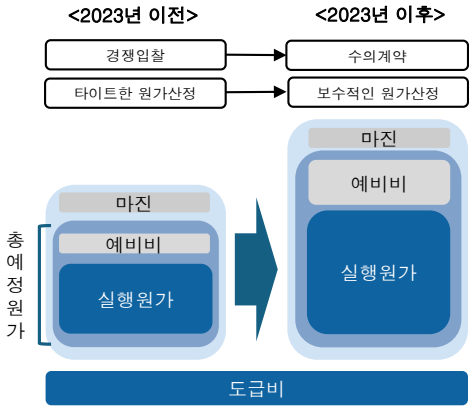
자료: 한국투자증권

[그림 3] 대형사의 선별수주 기조로 수의계약이 대부분



자료: 하우징헤럴드, 한국투자증권

[그림 4] 보수적인 실행원가와 예비비로 리스크 반영 가능



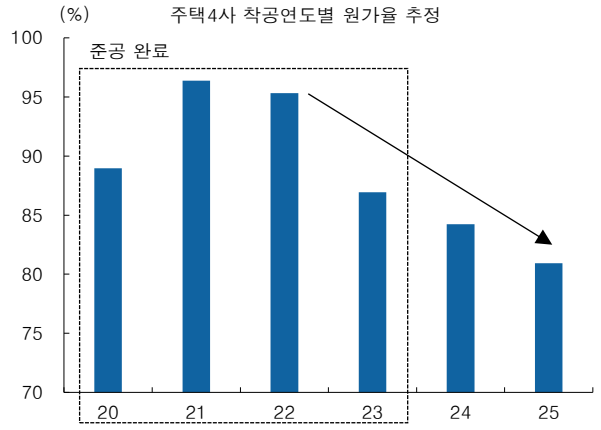
자료: 한국투자증권

<표 1> 주택 현장 이익 구조: 착공 마진 + 실행원가 현실화 + 준공정산

시점	총예정원가	누적원가	진행률	매출	원가	당기이익	이익률
1) 실행원가 현실화(2년차)							
1년 차	90	20	22%	22	20	2	10%
2년 차(현실화)	80	40	50%	28	20	8	**28%**
3년 차	80	60	75%	25	20	5	20%
4년 차	80	80	100%	25	20	5	20%
합계				**100**	**80**	**20**	**20%**
2) 준공정산(준공시점)							
1년 차	90	20	22%	22	20	2	10%
2년 차	90	40	44%	22	20	2	10%
3년 차	90	60	67%	22	20	2	10%
4년 차(정산)	80	80	100%	33	20	13	**40%**
합계				**100**	**80**	**20**	**20%**
3) 처음부터 마진을 높게 책정							
1년 차	80	20	25%	25	20	5	**20%**
2년 차	80	40	50%	25	20	5	**20%**
3년 차	80	60	75%	25	20	5	**20%**
4년 차	80	80	100%	25	20	5	**20%**
합계				**100**	**80**	**20**	**20%**

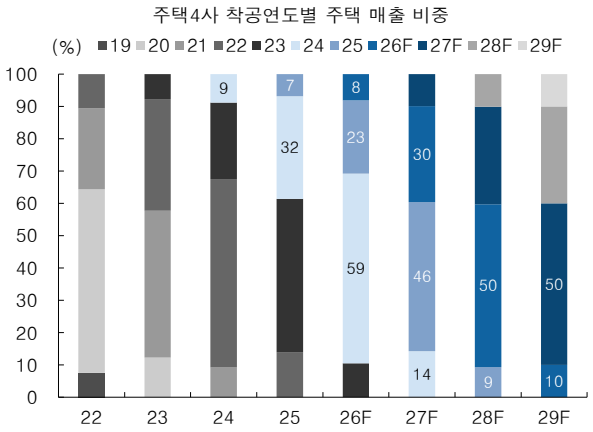
자료: 한국투자증권

[그림 5] 주택 원가율은 2021년 착공분을 정점으로 하락



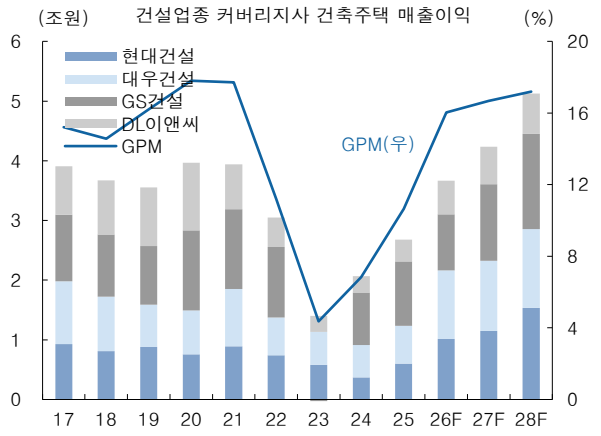
주: 주택4사 연도별 주택 원가율과 착공연도별 매출 비중 추정치로 역산. 공식 수치가 아님
자료: 각 사, 한국투자증권 추정

[그림 6] 고마진 믹스 개선으로 주택 마진 추가 업사이드 가능



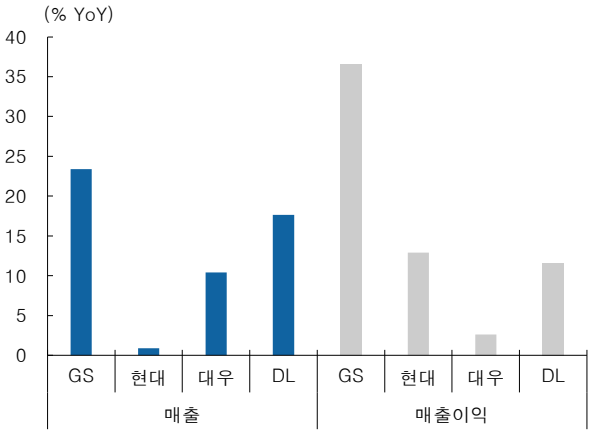
주: 주택4사 분양실적으로 추정. 5%, 30%, 40%, 25% 진행률로 산출. 공식 수치가 아님
자료: 각 사, 한국투자증권 추정

[그림 7] 주택 마진은 일회성 회복 아닌 체질 개선



자료: 각 사, 한국투자증권 추정

[그림 8] 2027년 커버리지 기업의 건축주택 실적

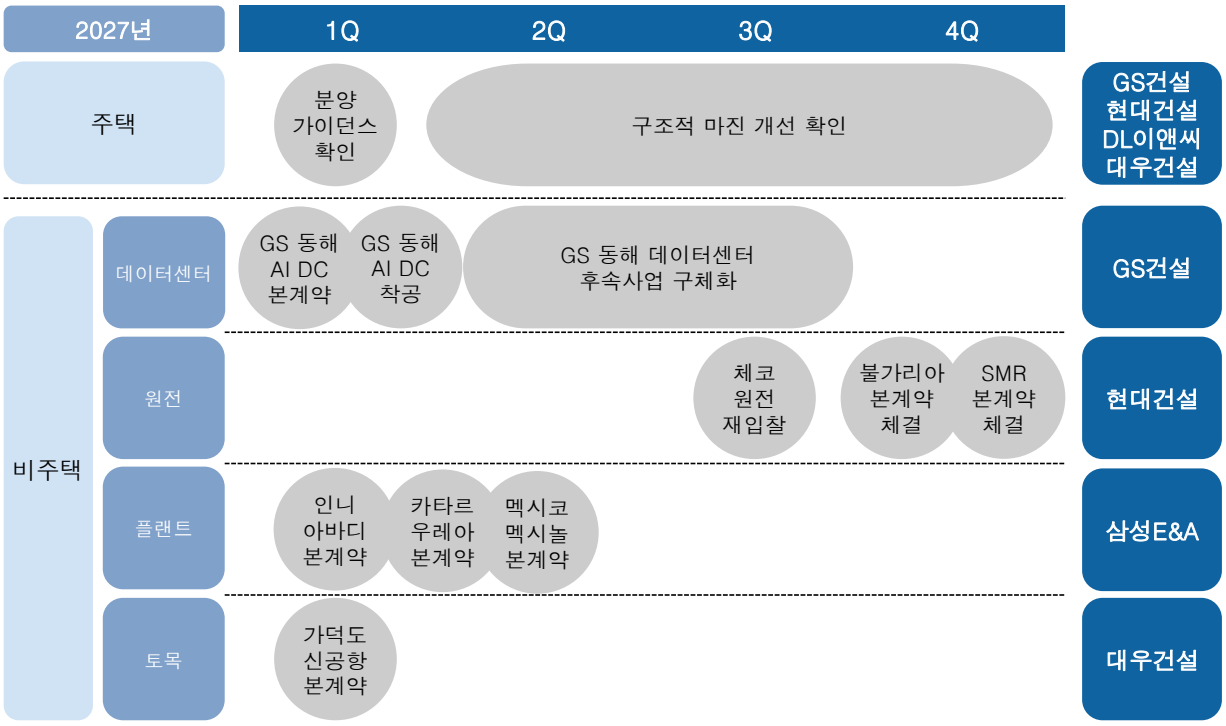


주: 별도기준
자료: 각 사, 한국투자증권 추정

비주택: 빠르고 확실한 일감에 주목

오랫동안 반복된 뉴스에 학습된 시장은 실제 이익으로 이어지는 비주택 사업을 원하고 있으며, 본계약과 실적이 아닌 뉴스에는 더 이상 반응하지 않는 주가가 이를 방증한다. 실적으로 빠르게 반영되는 비주택 사업에 주목해야 하고, 해당 조건을 갖춘 사업이 데이터센터라고 판단한다. 부지와 전력을 확보한 프로젝트는 빠르게 착공할 수 있고, 약 24개월의 짧은 공기로 곧바로 매출이 된다. 규모도 크다. MW당 공사비가 약 100억원으로 100MW 한 곳만 해도 1조원 규모이며, 프로젝트 대형화로 일감은 더 커지고 있다. 대형사와 계열사 중심의 수주 구조로 저가 수주 위험도 낮다. AI 수요가 확대되는 가운데 데이터센터는 건설사의 외형을 키우는 핵심 신사업으로 자리 잡을 것이다.

[그림 9] 2027년 주요 건설업종 이벤트: 내년은 달라진 건설사들의 주택 체질과 비주택의 실적 가시화에 주목



자료: 한국투자증권 추정

<표 2> 국내 건설업종 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 원, x)

		원전			주택				플랜트
		현대건설	삼성물산	대우건설	GS건설	DL이앤씨	IPARK 현대산업개발	아이에스동서	삼성E&A
시가총액	2026-11-05	9,276	47,110	4,479	2,392	2,047	1,661	420	12,603
주가	2026-11-05	83,300	290,500	10,900	27,950	52,900	25,200	14,130	64,300
P/B(컨센서스)	2025A	1.12	1.36	1.06	0.53	0.40	0.51	0.32	2.67
	2026F	**1.03**	**0.53**	**1.14**	**0.48**	**0.37**	**0.48**	**0.30**	**2.41**
	2027F	0.96	0.50	1.01	0.45	0.34	0.42	0.29	2.09
	2028F	0.90	0.46	0.88	0.43	0.32	0.38	0.26	1.78
P/E(컨센서스)	2025A	27.65	21.76	(5,389.48)	22.90	9.10	7.95	(14.05)	20.70
	2026F	**20.90**	**16.36**	**8.20**	**15.12**	**5.30**	**4.37**	**2.78**	**14.41**
	2027F	14.71	13.05	8.42	6.45	4.78	3.02	5.44	11.35
	2028F	11.94	12.56	7.24	5.91	4.15	3.11	2.31	10.22

자료: Quantiwise, Dataguide, 한국투자증권

II. 밸류에이션 점검 및 투자 아이디어

실체에 투자할 때

올해도 뉴스에 따라 오르내린 한 해였다. 원전, 데이터센터, 재건 등 신사업 재료는 다양했으나 건설사의 실제 일감은 일년 전과 그대로다. 내년에는 실제 수주와 실적으로 확인되는 모멘텀에 집중해야 하며 그 중심은 주택의 구조적 이익 개선과 데이터센터다.

2027년 주가 상승 요인
1) 주택 저평가 해소

2027년 건설업종 주가는 주택 저평가 해소와 데이터센터 사업 가시화로 상승할 전망이다. 첫째, 주택 저평가 해소다. 분기실적마다 주택 마진의 구조적 체질 변화가 반복적으로 재확인되며 저평가가 해소될 것이다. 현재 주택 중심 건설사의 12MF PBR은 평균 0.4배에 불과해 주택 마진의 지속성이 확인되면 현재 밸류에이션은 정당화되기 어렵다.

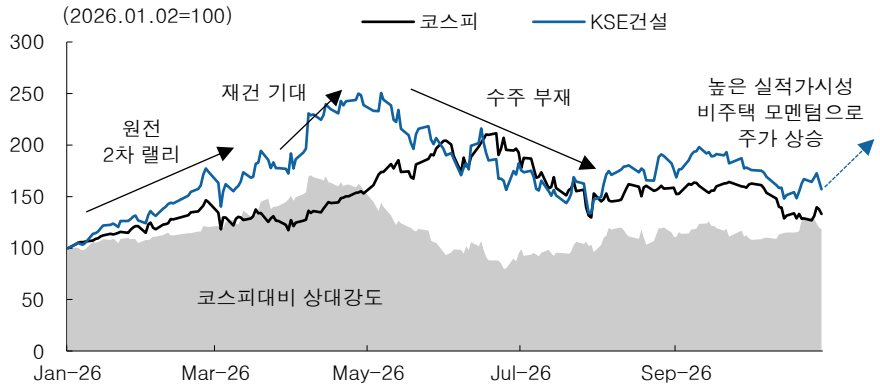
2) DC로 밸류에이션 확장

둘째, 데이터센터 모멘텀이다. AI 토큰 수요 급증으로 전 세계적으로 데이터센터 건설이 시급해지면서 사업 가시화 속도가 빠르다. 데이터센터는 비주택 사업 중 수주와 실적 가시성이 가장 높은 분야로, 프로젝트 규모가 크고 매출 인식 속도도 빨라 실적 기여가 빠르게 나타날 것이다.

최선호주
: GS건설

건설업종 Top-pick으로 GS건설을 제시하며, 투자의견 매수와 목표주가 53,000원(2027년 말 BPS, Target P/B 0.85배)을 제시한다. 이유는 세 가지다. 첫째, 주택 부문의 턴어라운드 폭이 업종 내 가장 크다. 따라서 체질 변화의 수혜가 실적으로 가장 뚜렷하게 나타날 수 있다. 2026년 분양이 16,700세대로 전년대비 약 두 배 늘어난 것에 이어 2027년에도 비슷한 규모의 분양이 예상된다. 둘째, 실적 가시성이 높은 데이터센터가 모멘텀을 더한다. 내년 초 착공 예정인 그룹 AI 데이터센터는 대형 비주택 사업 중 실적 반영 가시성이 가장 높고, 후속 프로젝트 규모도 크다. 당사 추정치에는 1.2GW 중 첫 100MW만 반영했기 때문에, 후속 사업이 진행될수록 추정치 상향 여지가 크다. 미국 중간선거로 다시금 데이터센터 모멘텀이 환기됨에 주목하자. 셋째, 밸류에이션 매력이다. 2027년 영업이익은 6,430억원(+81.3% YoY)으로 급증하고 2027년 ROE도 7.1%로 올해 대비 3.8%p 성장할 전망이지만, 현재 PBR은 0.5배에 불과하다. 내년 주택 턴어라운드와 신사업 모멘텀을 감안하면 최근 주가 하락은 과도하다. 올해로 보수적인 회계 기조를 마무리하고 실적 서프라이즈를 보여줄 기업을 미리 매수할 때다.

[그림 10] 올해 건설업종 주가 추이 분석



자료: Quantiwise, 한국투자증권

III. 주택: 주택 마진의 비밀

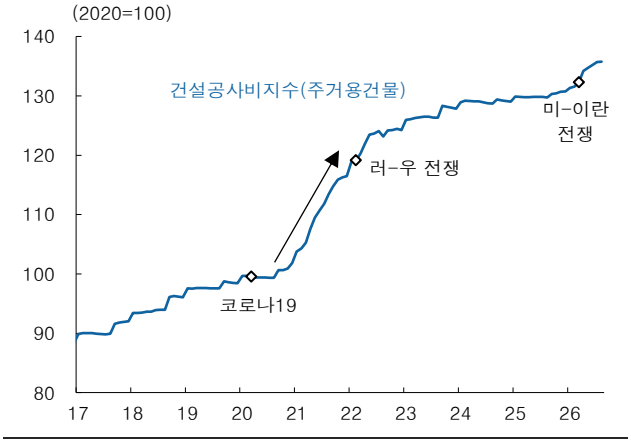
1. 충분한 공사비를 들고 시작할 수 있는 국면

1) 건설사는 4년째 선별수주 지속

2023년 이후 달라진 흐름

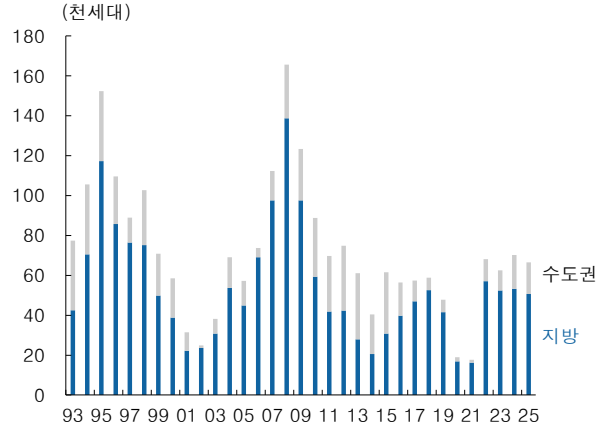
건설사의 주택 수주 전략은 2023년을 기점으로 흐름이 달라졌다. 코로나 이후 공사비가 급등한 가운데 고금리로 분양시장이 얼어붙으면서 미분양이 늘기 시작했다. 공사비 상승을 공사대금에 반영하지 못한 현장은 적자로 돌아섰고, 준공 후에도 분양이 되지 않는 현장은 대손 위험까지 떠안게 됐다. 이에 건설사들은 선별수주로 돌아섰다. 늘어난 공사비를 감당하기 어렵거나 미분양 위험이 있는 사업장에는 참여하지 않기 시작했다.

[그림 11] 코로나로 공사비가 급등하고



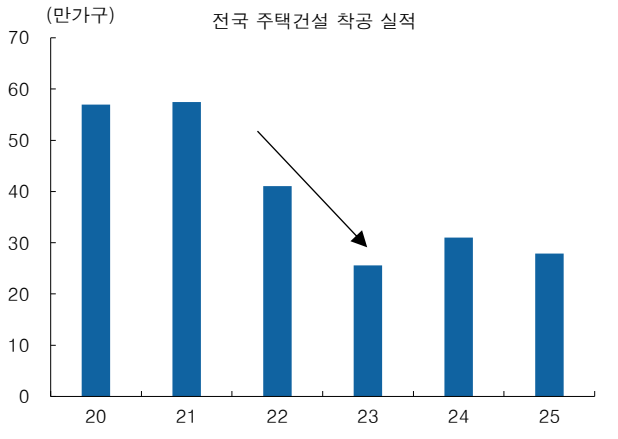
자료: 한국건설기술연구원, 한국투자증권

[그림 12] 분양시장이 급랭하자



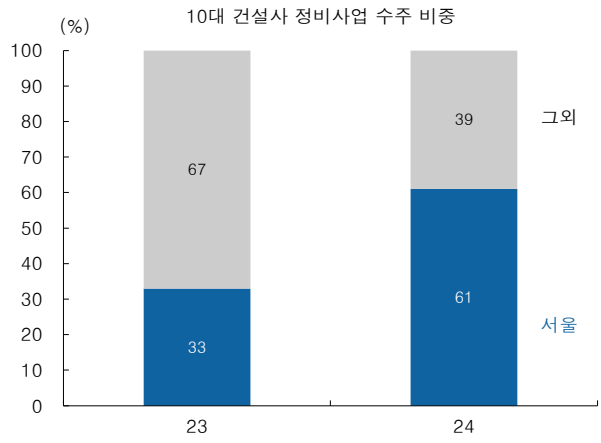
자료: 국토교통부, 한국투자증권

[그림 13] 건설사들은 착공을 줄이고



자료: 국토교통부, 한국투자증권

[그림 14] 핵심지 정비사업 위주로 선별수주 시작

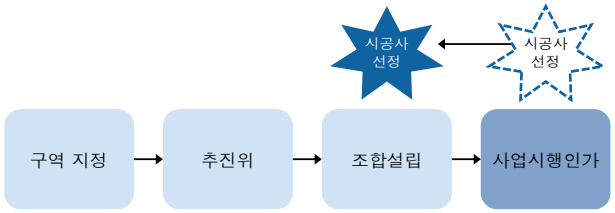


자료: 언론종합, 한국투자증권

수급불균형이 수의계약을 야기

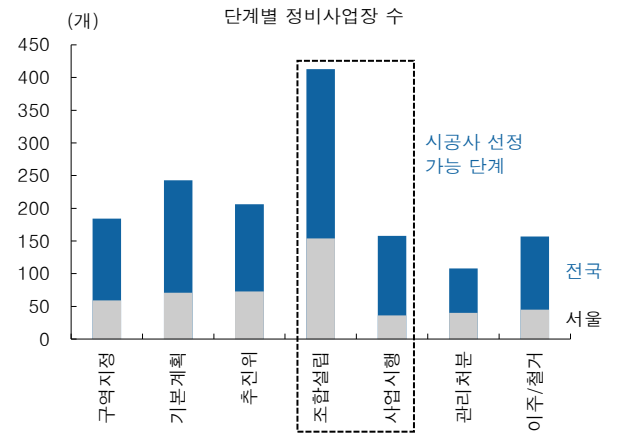
같은 해 7월 서울시 조례 개정으로 시공사 선정 시점이 기존 사업시행인가 이후에서 조합 설립 이후로 앞당겨지면서, 시공사를 선정할 수 있는 사업장은 크게 늘었다. 그러나 건설사들은 미분양 위험이 낮고, 규모의 경제를 누릴 수 있는 서울 및 수도권 핵심지의 대형 단지 위주로 선별수주 기조를 유지했다. 기존보다 높은 평당도급금액을 불러도 시공사 입찰이 유찰되는 사례가 이어졌다. 그 결과 평당 공사비는 원가 상승률을 상회하기 시작했고, 출혈경쟁 없는 수의계약 비중도 높아졌다. 이 흐름은 지금까지 이어지고 있다.

[그림 15] 조례개정 후 시공사 선정이 조합설립 이후 가능해졌고



자료: 한국투자증권

[그림 16] 시공사를 선정할 수 있는 사업장의 범위는 증가



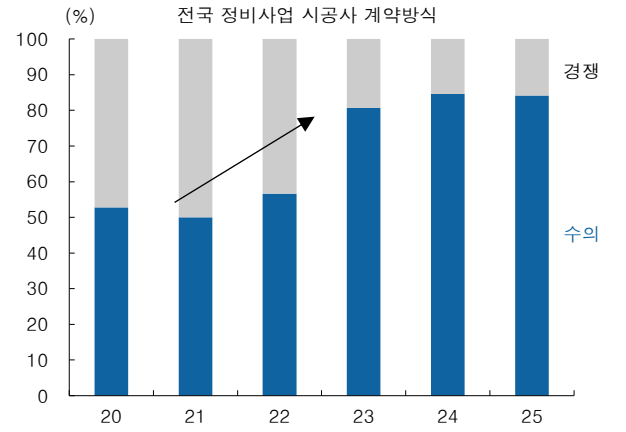
자료: REPS, 한국투자증권

[그림 17] 당시 신규수주 평당가보다 높은 시공사 입찰도 유찰

사업장	첫유찰시기	평당공사비	비고
당시 신규수주 평당가		771	
문래남성아파트	2022년 6월	719	유찰 5회
신당9구역	2023년 1월	840	유찰 4회
노량진1구역	2023년 11월	730	유찰 1회

자료: 언론종합, 한국투자증권

[그림 18] 이후 정비사업 내 수의계약 방식 비중이 늘어남



자료: 하우징헤럴드, 한국투자증권

2) 조합의 대형사 선호는 오히려 강해진다

대형사 선호는 더욱 강해지는 중

건설사가 선별수주를 이어가는 사이 조합의 대형사 선호는 오히려 강해지고 있다. 조합원에게 재건축은 자산가치를 높이는 과정이고 대형사 브랜드는 준공 후 가격 프리미엄을 더해주기 때문이다. 최근 이를 공고히 하는 변수가 더해졌다. 대출 규제와 사업 안정성이다.

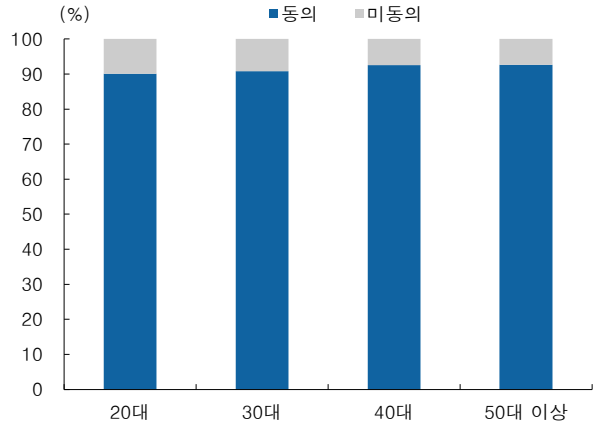
1) 대출 규제

6.27 대책으로 이주비 대출이 6억원으로 제한됐고, 10.15 대책으로 규제지역 LTV는 40%로 낮아졌다. 착공을 위해서는 조합원 이주가 선행되어야 하지만 이주 자금이 부족해진 것이다. 기존 주택담보대출 상환, 세입자 보증금 반환, 이주할 주택의 전세금 마련을 모두 감당하기 어려워 추가 이주비가 사실상 필수가 됐다. 추가 이주비는 건설사가 보증을 서고 대출을 주선하는 방식이기 때문에 시공사의 신용도가 곧 대출금리를 결정한다. 결국 시공사가 얼마나 낮은 금리로 자금을 조달해올 수 있느냐가 조합의 현실적인 부담을 좌우하게 되었고, 자금 조달력을 갖춘 대형사에 대한 선호가 높아지고 있다.

2) 사업 안정성

다음은 사업 안정성이다. 금리, 환율 등의 대외 불확실성 및 공사비 변동 우려가 이어지면서 조합은 공사를 끝까지 책임질 수 있는 시공사를 원하고 있다. 상대적으로 자금력이 약한 중소 건설사의 폐업이 늘면서 시공사의 재무 체력은 더 중요한 기준이 됐고, 공사비 변동을 감당할 자금력과 리스크 관리 능력을 갖춘 대형사에 대한 선호가 높아지고 있다.

[그림 19] 브랜드가 집값 상승에 영향을 준다는 인식이 보편적



주: '아파트 브랜드 가치가 집값 상승에 영향을 미친다' 설문조사 항목에 대한 응답
자료: 부동산R114, 한국투자증권

[그림 20] 선호 브랜드는 대형사의 몫

베스트 아파트 브랜드 종합순위(2025)

순위	아파트 브랜드	건설사
1	자이	GS건설
2	힐스테이트	현대건설
3	롯데캐슬	롯데건설
	래미안	삼성물산
4	아이파크	IPARK현대산업개발
5	위브	두산건설
6	푸르지오	대우건설
7	더샵	포스코이앤씨
8	e편한세상	DL이앤씨
9	SK VIEW	SK에코플랜트

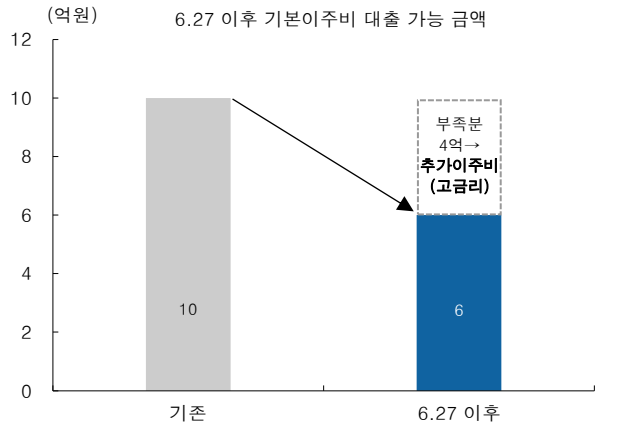
자료: REPS, 한국투자증권

[그림 21] 이주비 대출 규제

	기존	6.27 대책	10.15 대책(현행)
규제지역	강남, 서초, 송파, 용산	강남, 서초, 송파, 용산	서울 전역 +경기12곳
1 주택	LTV 50%	LTV 50%, 6억	LTV 40%, 6억
다 주택	30%	0%	0%

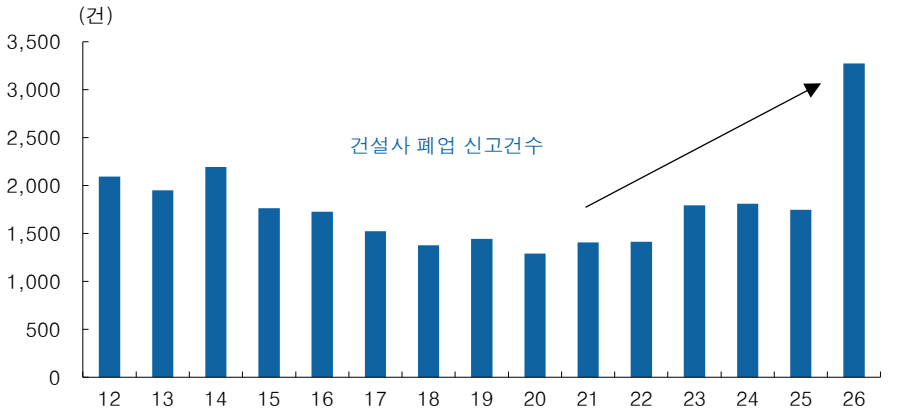
자료: 한국투자증권

[그림 22] 규제 전후 이주비 대출 시뮬레이션



주: 종전·종후 자산평가액 중 높은 금액은 20억, 규제지역 1주택자 기준
자료: 한국투자증권

[그림 23] 건설사 폐업 신고건수: 중소·중견사 위주의 폐업 급증



주: 2026년 3분기 기준. 변경·정정·철회 포함
자료: 건설산업지식정보시스템, 한국투자증권

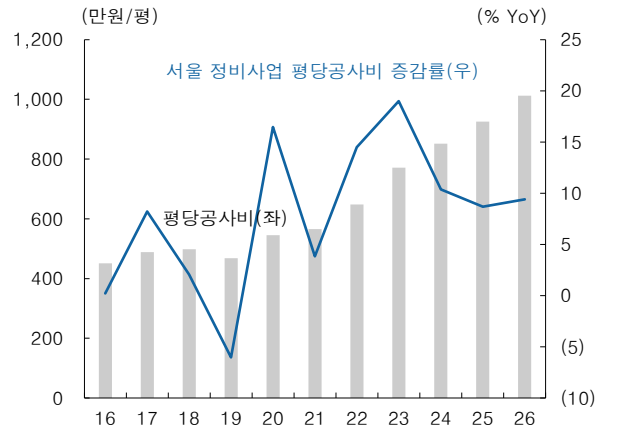
3) 숫자로 확인되는 수급 불균형

수급불균형의 결과

1) 도급단가 상승

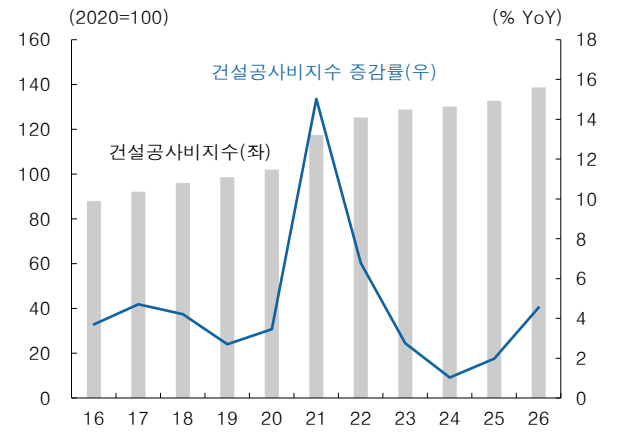
건설사는 골라서 수주하고, 조합은 대형사를 선호하면서 생긴 수급 불균형은 가격에서 확인된다. 중동 전쟁 이후 자재 가격이 다시 오르며 건설공사비지수도 상승하고 있지만, 시공사들은 원가 상승분 이상을 도급단가에 반영하고 있다. 10월 건설공사비지수는 연초 대비 4.6% 상승한 반면, 입찰공고 기준으로 추산한 올해 10월까지 서울 정비사업 평당 도급공사비는 1,012만원으로 9.4% 상승했다. 원가 상승에 대비한 예비비를 충분히 확보할 수 있는 수준으로 도급가격이 책정되고 있는 것이다. 하이엔드 사업장이 늘어난 영향도 있지만, 대형사의 수주 자체가 사업성이 확보된 대단지·하이엔드 위주로 이뤄지고 있으며, 하이엔드 사업장만 따로 보더라도 평당 도급공사비 상승률은 원가 상승률을 크게 웃돈다.

[그림 24] 2022년 이후 평당공사비 증감률은 +8%를 상회하나



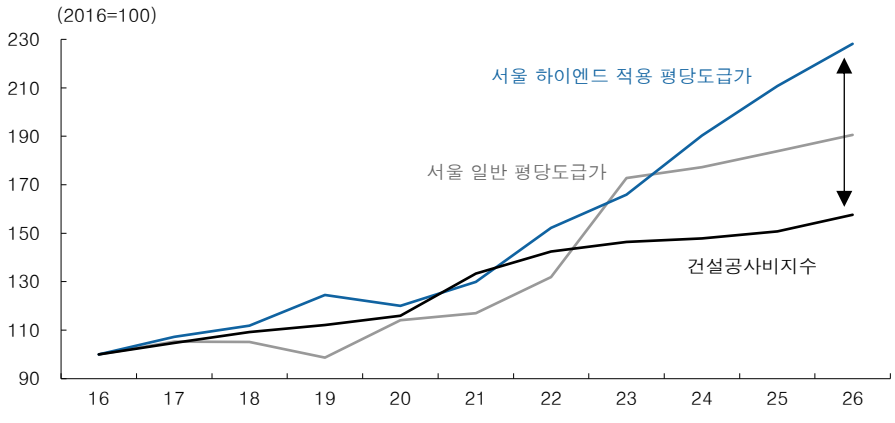
주: 2026년은 서울시 자료 기반 추산
자료: 서울시, 집코노미, 한국투자증권 추산

[그림 25] 건설공사비지수 증감률은 +5% 미만 흐름



자료: 한국건설기술연구원, 한국투자증권

[그림 26] 서울 평당도급가와 건설공사비지수: 하이엔드로 인한 단가 상승 제외해도 원가 상회



주: 서울시 조합 입찰공고 전수조사 및 분류
자료: 서울시, 집코노미, 한국건설기술연구원, 한국투자증권 추산

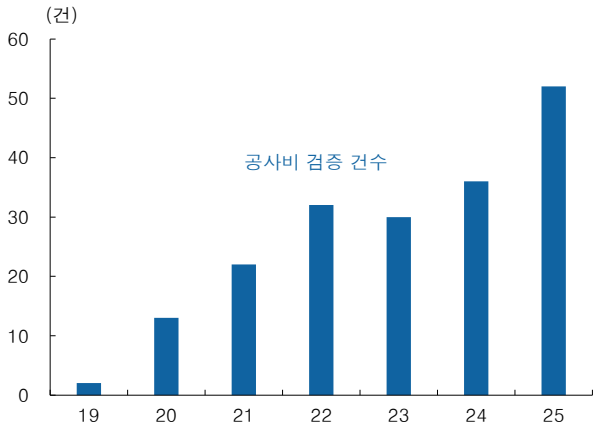
2) 수의계약으로 전환

수급 불균형은 계약 방식에서도 나타난다. 올해 서울에서는 압구정·여의도·목동·성수 등 핵심지의 대형 사업장이 시공사 선정에 나섰지만, 대부분 단독 입찰을 거쳐 수의계약으로 마무리됐다. 9월 기준 올해 10대 건설사가 시공권을 확보한 서울 정비사업 30곳 가운데 경쟁입찰이 성사된 곳은 3곳에 불과했다.

3) 공사비 증액건수 상승

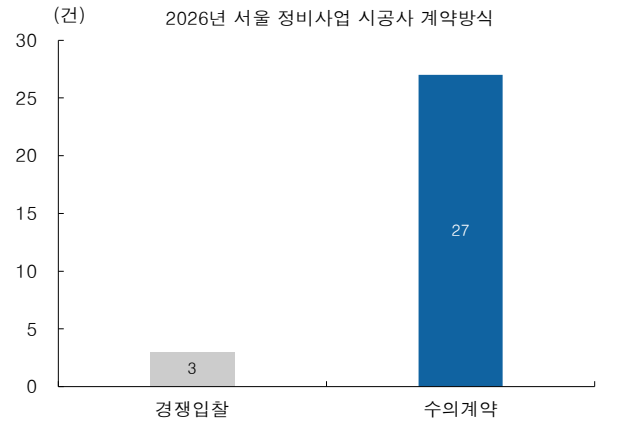
공사비 증액도 조합과 시공사 간 협의를 거쳐 반영되고 있다. 정비사업에서는 조합원 5분의 1 이상이 요청하거나 공사비가 일정 비율 이상 오르면 한국부동산원의 공사비 검증을 반드시 받아야 한다. 다만 조합원 요청에 따른 검증은 드물어, 검증 건수는 사실상 공사비가 기준 이상으로 증액된 사업장 수로 볼 수 있다. 공사비 검증 건수는 2022년 32건에서 2025년 52건으로 늘었다. 검증 결과는 권고 사항으로, 최종 공사비는 조합과 시공사의 협의로 결정된다. 이러한 증액이 가능한 배경에는 집값 상승이 있다. 서울 집값이 오르면서 일반분양가와 조합원 자산가치가 함께 높아졌고, 공사비가 늘더라도 사업성이 유지되는 구조가 만들어졌다. 특히 서울에서 10년 초과 구축과 1~5년 신축의 평당 가격 차이는 약 3,000만원으로 공사비 증액을 감수할 만큼 신축 프리미엄이 크다.

[그림 27] 공사비 증액 건수는 지속적으로 올라가고 있는 중



주: 공사비 검증은 ①조합원 20% 이상 요청, ②공사비 증액률이 사업시행인가 전 시공자 선정 시 10%·인가 후 선정 시 5% 이상, ③검증 이후 3% 이상 추가 증액 시 의무
자료: 한국부동산원, 한국투자증권

[그림 28] 올해 서울 정비사업도 수의계약이 대부분



주: 2026년 9월 기준
자료: 브릿지경제, 한국투자증권

신규 수주 단가는 기존 잔고 공사비에 영향

정비사업은 수주에서 매출 인식까지 5년 이상이 걸리기 때문에 올해 높은 단가로 확보한 신규 수주가 곧바로 실적으로 이어지지는 않는다. 다만 신규 수주 단가는 착공을 앞둔 기존 잔고 현장의 공사비 협상에서 간접적인 영향을 준다. 실제로 2024년 이후 진행된 공사비 증액 협상에서 최종 공사비는 신규 수주 평당 도급가의 90% 수준에서 합의되는 흐름을 보이고 있다.

주택사업의 체질 변화

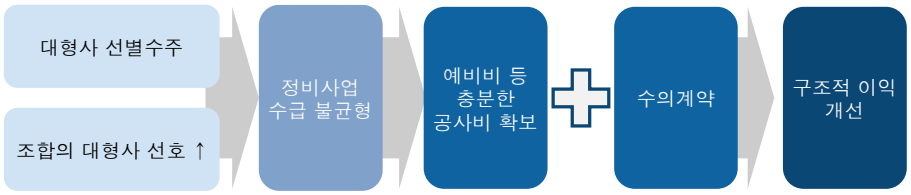
공사비 급등기를 지나며 나타난 구조적 변화로 건설사들이 착공 전 증액을 통해 충분한 공사비를 확보할 수 있게 되었고, 그 결과 주택사업의 체질 전반이 달라지고 있다. 기존의 얇은 도급가가 아닌, 물가상승으로 인한 리스크에 대비한 예비비와 보수적인 실행원가로 예산을 두텁게 설정하고 착공한다. 이는 건설사들이 착공 후 대외 변수로 공사비 충격이 발생하더라도 이를 흡수하고 마진을 챙길 수 있게 되었다는 점이 체질 변화의 핵심이다.

<표 3> 정비사업 공사비 증액 사례: 신규수주의 약 90% 가격으로 책정 (단위: 만원, %)

사업장	수주시기	증액시기	최초 평당공사비	최종 평당공사비	신규수주 평당공사비	비율
반포주공1단지3주구	2020	2023	541	786	771	**101.9**
반포주공1단지 1,2,4주구	2017	2024	548	793	851	**93.1**
청담삼익	2017	2024	482	812	851	**95.4**
홍제3구역	2020	2024	512	784	851	**92.1**
고척4구역	2020	2024	447	700	851	**82.3**
대조1구역	2017	2025	517	745	925	**80.5**
잠실진주	2018	2025	510	847	925	**91.6**
신반포21차	2020	2026	687	1,128	1,012	**111.4**
마천4구역	2021	2026	584	899	1,012	**88.8**

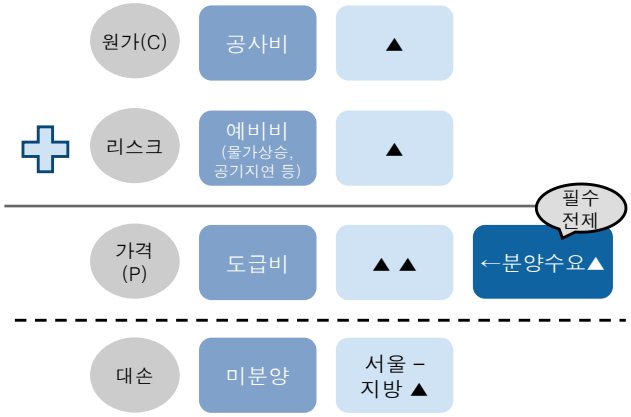
자료: 언론종합, 한국투자증권

[그림 29] 대형사가 주력하는 정비사업의 마진 개선의 구조적 원인



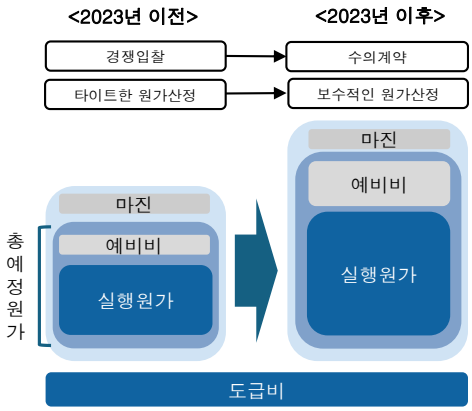
자료: 한국투자증권

[그림 30] 리스크를 충분히 반영하고 갈 수 있는 국면



자료: 한국투자증권

[그림 31] 보수적인 실행원가와 예비비로 리스크 반영 가능



자료: 한국투자증권

<표 4> 주택 현장 이익 구조: 1) 착공 마진, 2) 실행원가 현실화, 3) 준공정산

시점	총예정원가	누적원가	진행률	매출	원가	당기이익	이익률
1) 실행원가 현실화(2년차)							
1년 차	90	20	22%	22	20	2	10%
2년 차(현실화)	80	40	50%	28	20	8	**28%**
3년 차	80	60	75%	25	20	5	20%
4년 차	80	80	100%	25	20	5	20%
합계				**100**	**80**	**20**	**20%**
2) 준공정산(준공시점)							
1년 차	90	20	22%	22	20	2	10%
2년 차	90	40	44%	22	20	2	10%
3년 차	90	60	67%	22	20	2	10%
4년 차(정산)	80	80	100%	33	20	13	**40%**
합계				**100**	**80**	**20**	**20%**
3) 처음부터 마진을 높게 책정							
1년 차	80	20	25%	25	20	5	**20%**
2년 차	80	40	50%	25	20	5	**20%**
3년 차	80	60	75%	25	20	5	**20%**
4년 차	80	80	100%	25	20	5	**20%**
합계				**100**	**80**	**20**	**20%**

자료: 한국투자증권

2. 앞으로도 안정적인 공사비 확보 가능할 것

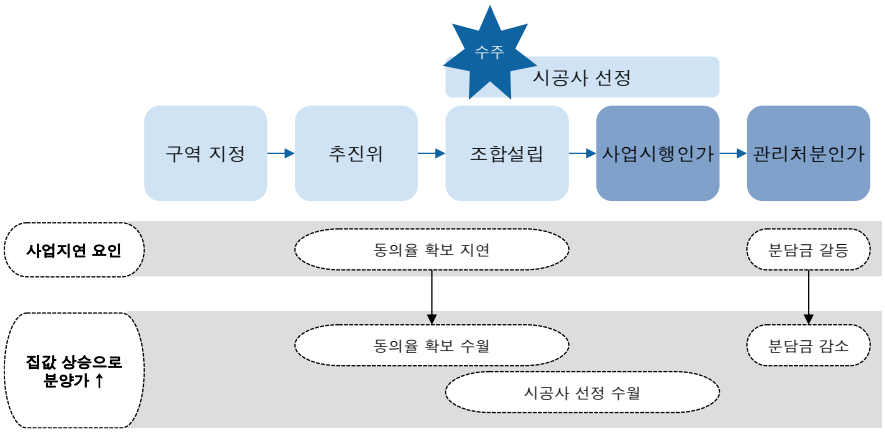
안정적인 공사비 확보 이어질 것

1) 수급불균형 지속

착공 전 공사비 증액은 이제 뉴노멀이다. 수급 불균형을 야기한 요인이 여전히 유효한 만큼, 시공사가 충분한 공사비를 확보한 채 착공하는 흐름은 당분간 이어질 것이다. 서울 집값 상승으로 사업성 기대가 높아진 데다 인허가 절차 단축까지 더해지면서, 재건축·재개발 사업의 초기 동의율 확보가 빨라지고 있다. 이에 따라 시공사 선정이 가능한 조합설립 단계로 넘어오는 사업장은 앞으로 더 늘어날 전망이다. 동시에 집값 상승은 조합의 공사비 부담 여력을 높이고, 시공사 입장에서는 공사비 회수 리스크를 낮춘다.

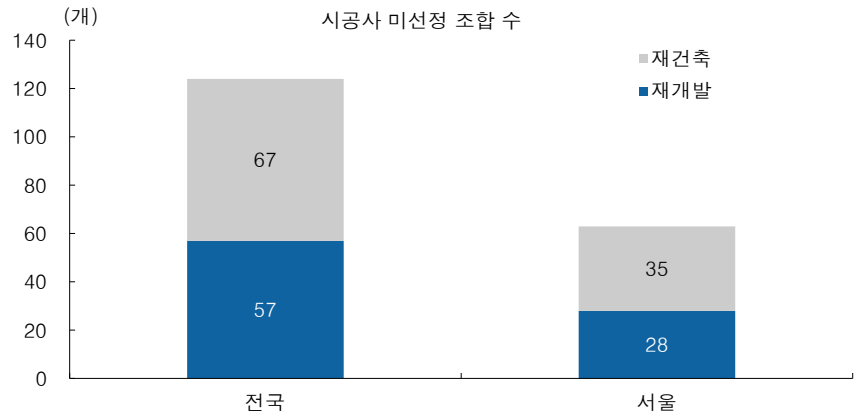
반면 대형사의 선별수주 기조는 유지되고 있다. 주택 손실 현장이 이제 마무리되는 시점이고 지방 주택시장도 아직 회복되지 않은 만큼, 건설사들은 공격적으로 수주에 나설 시기가 아니라고 판단하고 있다. 시공사를 찾는 사업장은 늘어나는데 대형사는 계속 골라서 수주하는 구조가 최소 내년까지는 이어질 것이라고 판단한다.

[그림 32] 집 값 상승은 정비사업 초기 동의율을 높여 조합이 늘어나는 효과



자료: 한국투자증권

[그림 33] 조합설립단계 사업장 내 시공사 미선정 구역 수

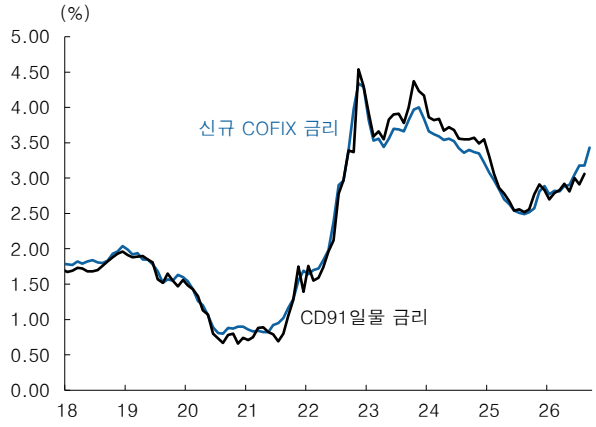


주: 2026년 6월 기준으로 분류
자료: 서울시, 한국투자증권

2) 고금리 환경

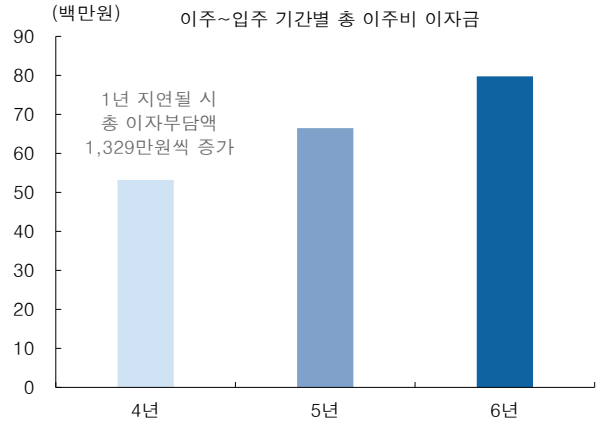
고금리 환경에서는 사업 지연에 따른 조합의 비용 부담이 크다. 2020년 저금리 시기에는 공사비 증액 조건이 맞지 않으면 협상을 미루거나 시공사를 교체하는 경우가 빈번했다. 그러나 지금은 협상이 길어질수록 이주비와 사업비 대출 이자로 조합원 1인당 연간 수천만원의 부담이 늘어난다. 시공사를 교체하더라도 재선정에 시간이 걸리고 그사이 공사비는 더 오르기 때문에, 사업만 지연될 뿐 실익이 크지 않다. 결국 조합은 시공사의 공사비 요구를 수용하고 사업 속도를 높이는 쪽을 택할 수밖에 없으며, 이는 시공사가 안정적인 공사비를 확보하는 기반이 된다.

[그림 34] 코로나와 달리 이주비·사업 대출 금리 부담이 높아짐



자료: ECOS, 은행연합회, 한국투자증권

[그림 35] 이주 후 사업이 1년 지연될 시 이자 부담액 시나리오



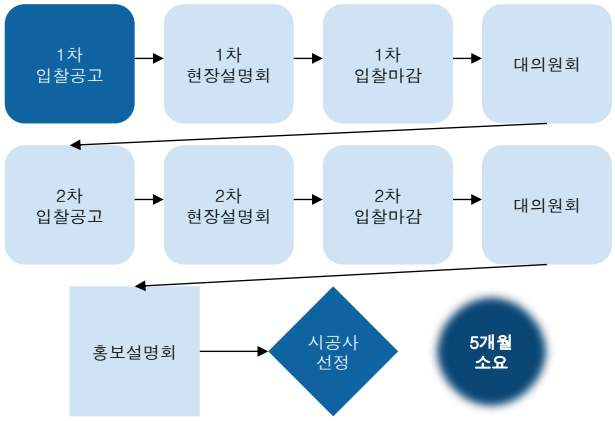
주: 기본이주비 3억 대출 가정. 금리는 9월기준 COFIX 신규취급액에 1%p 가산한 연 4.43%
자료: 한국투자증권 추산

[그림 36] 공사비 증액 협상이 길어질수록 착공이 밀리고



자료: 한국투자증권

[그림 37] 시공사 재선정도 시간이 소요

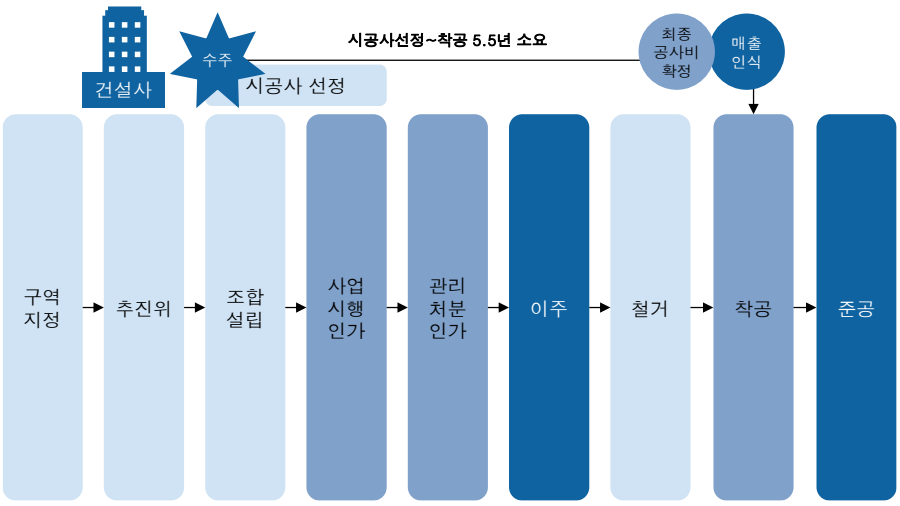


자료: 한국투자증권

3) 제도 변화

제도 변화도 시공사에 유리하게 작용하고 있다. 2023년 7월 서울의 시공사 선정 시점이 사업시행인가 이후에서 조합설립인가 이후로 앞당겨지면서, 시공사 선정부터 착공까지의 기간이 길어졌다. 계약 시점과 착공 시점의 간격이 벌어진 만큼 그사이 원가 변동을 공사비에 반영할 필요성도 커졌고, 실제로 공사비 증액 요청도 늘어나고 있다. 수주 시점의 공사비가 착공 시점에 다시 조정되는 구조가 자리 잡으면서, 시공사는 원가 상승 리스크를 떠안지 않고 착공에 들어갈 수 있게 됐다.

[그림 38] 시공사선정-착공기간 사이의 기간이 길어지며 증액 가능성 상승



자료: 한국투자증권

4) 조항 변화

계약 조항의 변화도 공사비 확보를 뒷받침한다. 과거 정비사업 계약은 소비자물가지수로 공사비를 조정하고 착공 이후 물가 상승분은 반영하지 않아, 2020~22년 원가 급등의 부담을 시공사가 떠안았다. 2024년 1월 국토교통부가 배포한 「정비사업 표준공사계약서」는 건설공사비지수 등을 활용한 지수조정률 방식을 도입하고, 주요 자재 가격이 급등하면 착공 이후에도 물가를 반영할 수 있도록 했다.

[그림 39] 정비사업 표준공사계약서 변경(2024.01): 착공 이후 물가 반영

참 고 「정비사업 표준공사계약서」 주요사항

구분	현행	개선	조항
공사비 조정 (물가변동)	소비자물가지수 변화율 적용 및 착공 이후 물가 반영 배제 * 예) 공사비 산정 기준일부터 실착공일까지 소비자물가지수 변동률에 따라 공사비를 조정한다. 단, 실착공 후 물가상승에 의한 공사비 인상은 없는 것으로 한다.	지수조정률 방식*으로 물가 반영 (합의 시 건설공사비지수** 적용) * 국가계약법에 따른 관급공사 물가 반영 방식 ** 건기연에서 매월 발표하는 건설공사물가지수	제24조 제1항
		착공 이후에도 일부 자재* 가격이 급등하는 경우는 물가 반영 허용 * 공사비의 일정 비율 이상 차지하는 주요 자재	제24조 제3항

자료: 국토교통부, 한국투자증권

3. 지역별 분양수요 점검

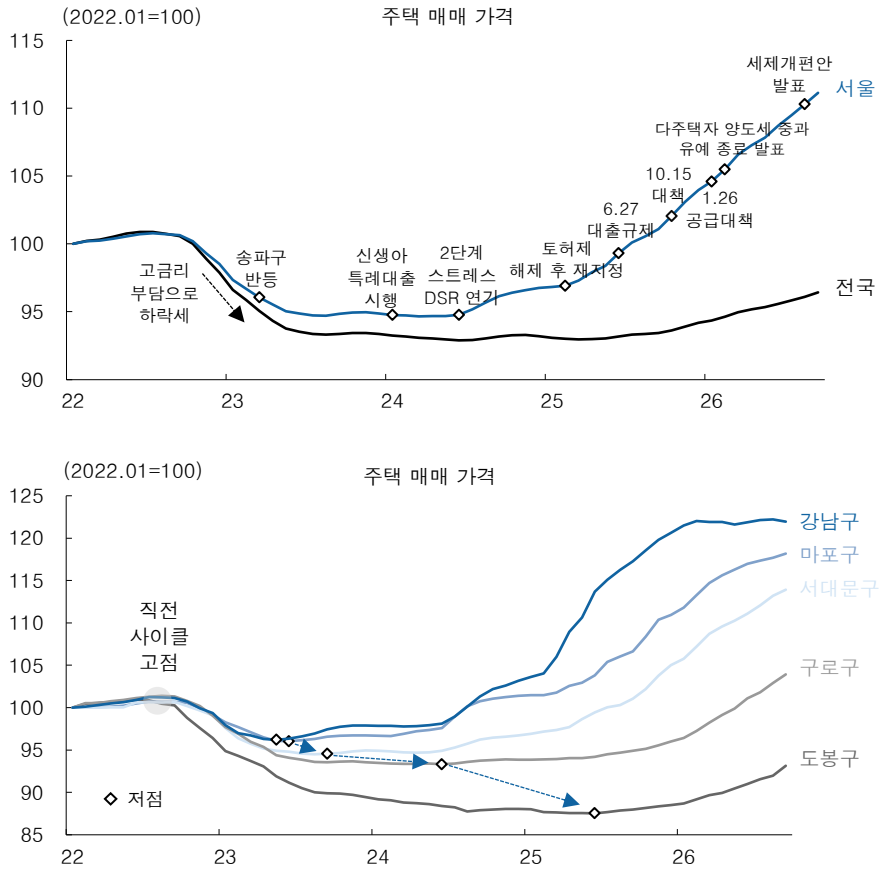
시공사에 유리한 환경이 만들어지더라도, 이것이 실제 공사비 확보로 이어지려면 분양가 상승이 뒷받침되어야 한다. 분양가가 올라야 조합이 늘어난 공사비를 감당할 수 있기 때문이다. 분양 여건은 지역마다 차이가 커 지역별로 점검했다. 경기와 지방은 상대적으로 부진하지만, 대형사의 수주잔고는 분양 여건이 양호한 지역 위주로 채워져 있어 영향은 제한적이다.

1) 서울: 뜨거운 분양이 공사비를 받쳐준다

기존 주택 가격 상승

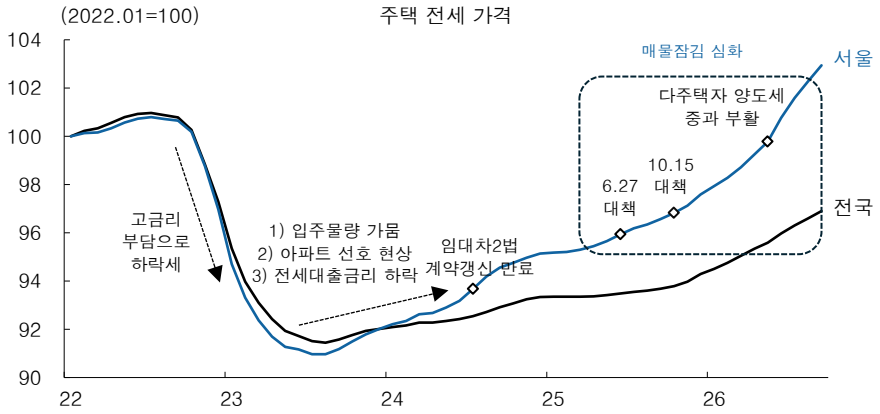
2022년 금리 인상으로 급랭했던 서울 주택시장은 2024년 금리 인하 기대감, 전세가 상승, 공급 부족 우려가 맞물리며 반등했다. 다주택 규제로 자금이 핵심 입지 1주택에 쏠리면서 강남3구가 가파르게 올랐고, 이후 벌어진 가격 격차를 메우며 인접 지역으로 상승세가 퍼졌다. 8월 세제개편안으로 보유세 부담이 커지자 강남3구는 하락 전환했지만, 성북·노원·중랑 등 외곽 중저가 지역이 서울 상승을 이끌고 있다. 보유세로 인한 고가 주택의 급매세가 이어지고 있으나 현재로서는 서울 집값을 끌어내릴 요인이 부족하기 때문에 상승 내지 보합세가 지속될 것으로 전망한다.

[그림 40] 서울 주택 매매 가격: 핵심지에서 외곽으로 상승세 확산



자료: KB부동산, 한국투자증권

[그림 41] 서울 주택 전세 가격: 규제발 매물잠김 심화되는 중

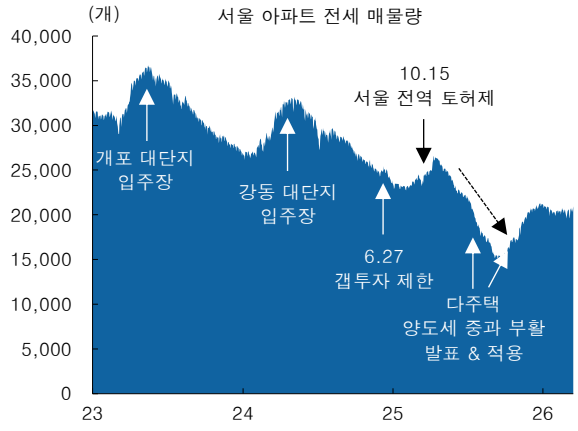


자료: KB부동산, 한국투자증권

전세난으로 추가 상승 가능

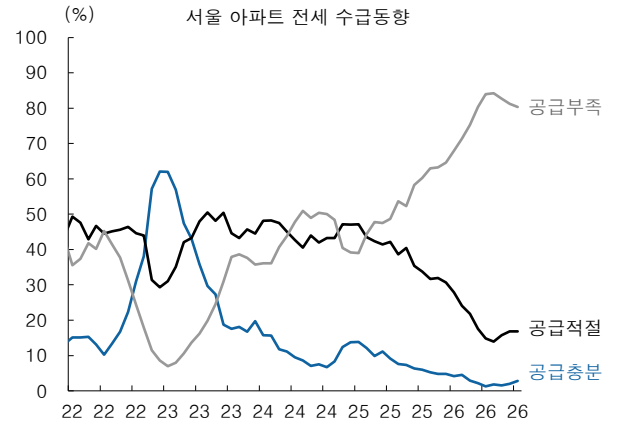
매매 가격에 이어 전월세 가격도 동반 상승하기 시작했다. 6.27 규제로 갭투자가 차단된 데 이어, 10.15 대책으로 서울 전역이 토지거래허가구역으로 묶이며 매수자의 실거주 의무가 강제되면서 전월세 매물이 급감했기 때문이다. 또한, 정비사업 이주 수요까지 더해진다. 서울 정비사업 이주물량은 2028~2030년 연평균 약 4.7만가구인 반면, 10월 기준 같은 기간 예정된 입주물량은 연평균 0.9만가구에 그쳐 전세 수급 불균형은 더욱 가속화될 전망이다. 이와 같은 가파른 전세가 상승은 임차인들의 매수 전환을 자극할 가능성이 크며, 실수요 기반의 매매세가 뒷받침되는 한 매매 가격이 하락세로 돌아서기 어려울 전망이다.

[그림 42] 연이은 규제로 전세 매물이 잠기고 있고



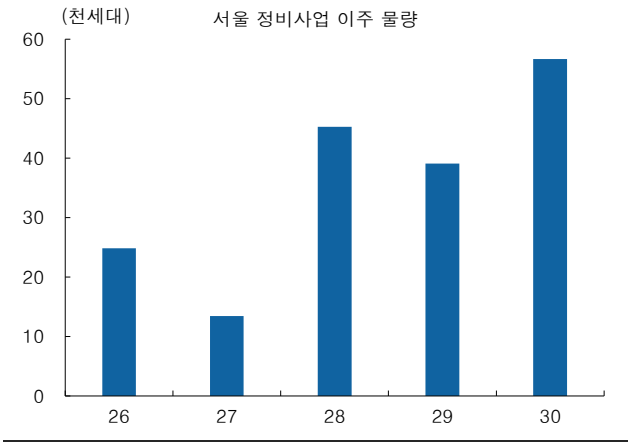
자료: 아파트실거래가, 한국투자증권

[그림 43] 전세난은 심화되는 중



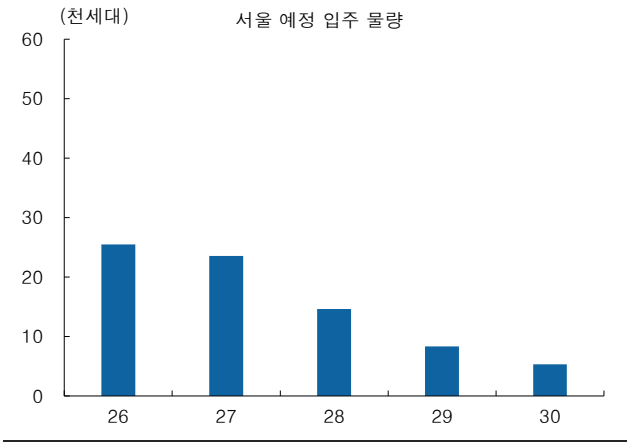
자료: KB부동산, 한국투자증권

[그림 44] 이주 물량은 상승하고 있으나



자료: 서울시, 한국투자증권

[그림 45] 예정된 입주물량은 수요를 한참 밑도는 수준



자료: 한국부동산원, 부동산R114, 한국투자증권

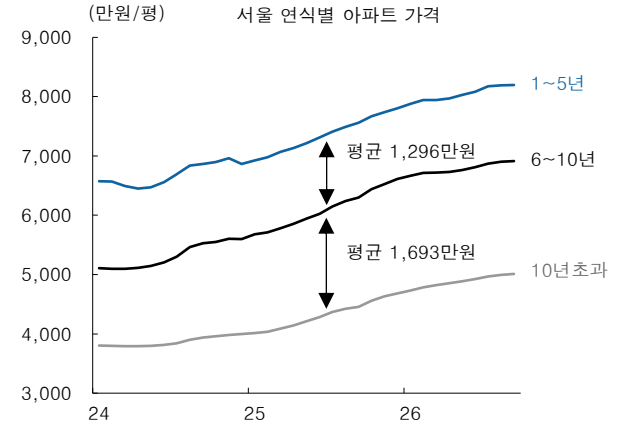
덩달아 폭발적인 분양 시장 수요

분양 시장도 기존 주택 가격의 상승세에 힘입어 수요가 폭발적이다. 아파트 선호도가 절대적인 시장 관행에도 불구하고 입지가 뛰어난 대단지 오피스텔마저 완판되는 등 신축 주거 상품에 대한 수요가 몰리고 있다. 동일한 입지 내에서도 신축 단지의 시세는 구축보다 높게 형성되어 있다. 여기에 어려운 정비사업 절차로 인한 신축 공급 부족과 아파트 노후화가 맞물리며 신축 프리미엄은 한층 더 강화되었다. 이처럼 시장에서 신축 프리미엄의 가치가 높게 평가받으면서 분양을 통해 신축을 선점하려는 청약 수요가 급증하고 있다.

분양가 상승으로 증액이 수월

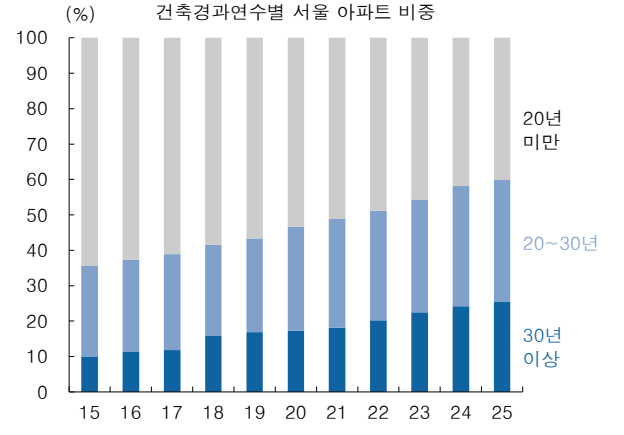
신축이 비싸게 팔릴수록 조합은 일반분양가를 높여 늘어난 공사비를 감당할 수 있다. 서울 전역에서 공사비 증액이 원활하게 반영될 수 있는 여건이 갖춰졌고, 시공사가 충분한 공사비로 착공할 수 있게 됐다.

[그림 46] 신축 프리미엄은 이어지는 중



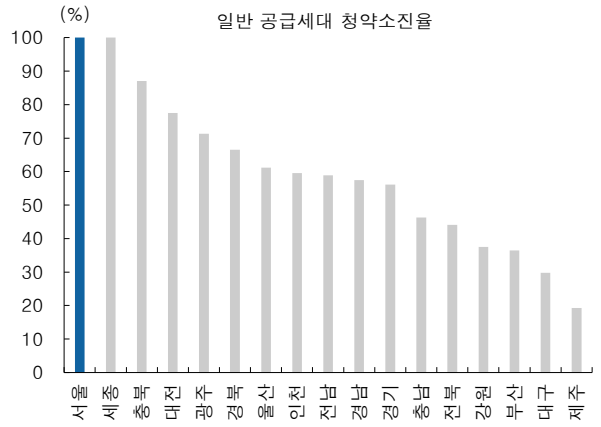
자료: REPS, 한국투자증권

[그림 47] 서울 아파트 노후화 진행 중



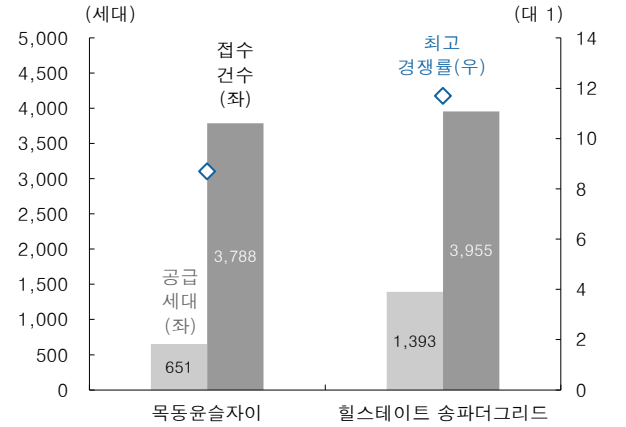
자료: KOSIS, 한국투자증권

[그림 48] 서울은 높은 아파트 청약 수요 지속



주: 100-(미달 세대/최종 일반공급 세대)*100. 2025.10.01-2026.10.08 청약 진행 단지 기준
자료: 한국투자증권

[그림 49] 대단지 신축 오피스텔 청약 수요도 높음



자료: 청약홈, 한국투자증권

<표 5> 2026년 서울 아파트 청약단지: 모두 완판

(단위: 만원, 세대수)

모집공고일	위치	주택명	평당가	분양세대	일반공급	1순위경쟁률	당첨가점	분상제
2026-01-09	서대문구	드파인 연희	4,710	332	151	**44.1**	61	
2026-02-20	노원구	해링턴플레이스 노원 센트럴	3,170	61	29	**7.7**	51	
2026-03-06	강서구	래미안 엘라비네	5,330	272	137	**25.6**	42	
2026-03-12	영등포구	더샵 프리엘라	5,140	138	63	**89.2**	62	
2026-03-20	영등포구	더샵 신길센트럴시티	5,470	477	227	**31.9**	54	
2026-03-20	서초구	아크로 드 서초	7,990	56	30	**1,099.1**	69	적용
2026-03-30	용산구	이촌 르엘	7,390	88	78	**135.0**	69	적용
2026-03-31	서초구	오티에르 반포	7,950	86	43	**710.2**	69	적용
2026-04-03	동작구	라클라체자이드파인	7,850	369	180	**26.9**	56	
2026-04-17	마포구	공덕역자이르네	6,890	177	83	**80.0**	62	
2026-04-27	강북구	더 리치먼드 미아	3,470	99	49	**4.3**	32	
2026-05-13	동작구	아크로 리버스카이	7,890	285	132	**19.9**	53	
2026-05-15	동작구	써밋 더힐	8,870	432	211	**32.5**	62	
2026-06-19	성북구	장위 푸르지오 마크원	5,120	1,032	510	**10.7**	48	
2026-06-19	동작구	드파인 아르티아	7,320	171	87	**18.8**	29	
2026-07-02	동작구	동작 센트럴 동문 디 이스트	6,590	72	34	**114.8**	59	
2026-07-16	노원구	월계 중흥S-클래스 리비에르	4,960	135	62	**48.8**	59	
2026-08-07	영등포구	써밋 클라비온	7,410	176	83	**66.8**	61	
2026-08-07	중구	충정로역자이르네	6,820	186	84	**44.5**	55	

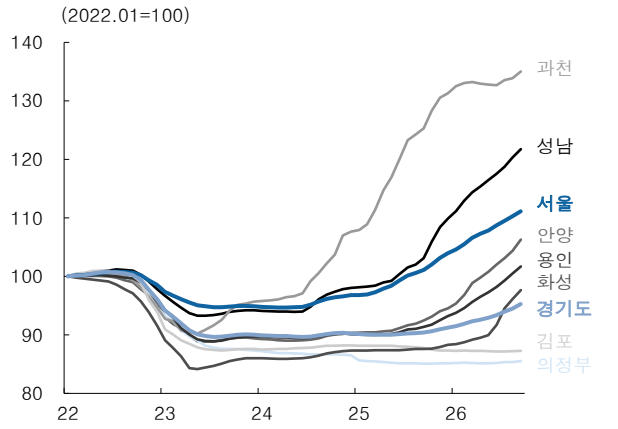
주: 보류지, 조합취소분, 토지임대부 단지 제외
자료: 청약홈, 한국투자증권

2) 경기: 집값 온기 경로를 따라 넓어지는 중

수요:
인접 지역으로
번지는 온기

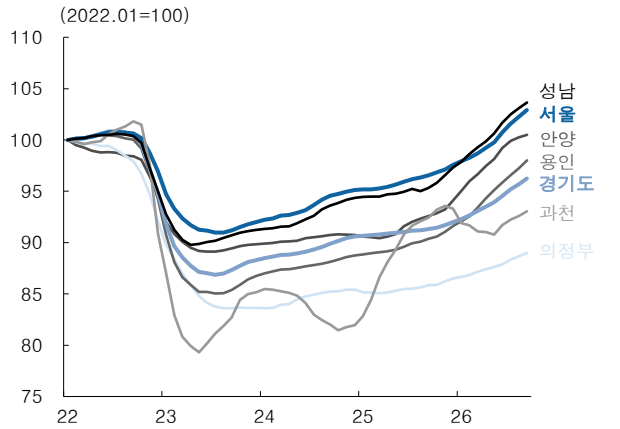
서울에서 시작된 매수세가 권역별로 확산되고 있다. 경기도의 경우 과천에서 시작된 온기가 성남, 광명을 거쳐 안양, 용인, 수원 등 인접 지역으로 연쇄적으로 확산되고 있다. 서울의 매매 및 전세 진입장벽이 높아지자 서울에서 밀려난 실수요자들이 경기권으로 대거 이동하면서 전세 가격 상승을 강하게 자극하고 있다. 청약 시장 역시 이러한 온기 확산 범위에 따라 권역별, 입지별 옥석 가리기가 진행되고 있다. 온기가 닿은 지역에서는 분양가를 올려도 수요가 따라오는 만큼, 서울과 마찬가지로 시공사가 공사비 증액을 받아낼 여지가 생기고 있다.

[그림 50] 경기 주택 매매가격지수



자료: KB부동산, 한국투자증권

[그림 51] 경기 주택 전세가격지수



자료: KB부동산, 한국투자증권

공급:
외곽에 남은 미분양

일부 경기 지역은 수요가 뜨거운 반면, 9월 기준 전체 경기도의 미분양 물량은 1.4만호다. 해당 미분양 물량은 대부분 아직 가격 상승 온기가 닿지 못한 외곽 지역에 집중되어 있다. 경기도는 정비사업 물량이 적어 과거 상승장 사례에 비추어 볼 때, 중심부에서 시작된 온기가 외곽으로 확산함에 따라 해당 미분양 물량은 시차를 두고 점진적으로 해소될 가능성이 높다. 다만, 공급 과잉과 입지적 한계가 중첩된 평택, 이천, 양주, 오산 등 일부 외곽 지역은 물량을 소화하는데 수년이 걸릴 것으로 판단한다. 또한 3기 신도시도 미분양에 부담이다. 미분양이 쌓인 곳에서는 분양가를 올릴 수 없어 증액분이 고스란히 사업 주체의 부담으로 남는다. 이런 지역에서는 시공사가 공사비에 적절한 리스크를 반영하지 못하고, 오히려 공사비 회수가 늦어질 위험을 시공사가 떠안게 된다.

핵심지 정비사업이 관건

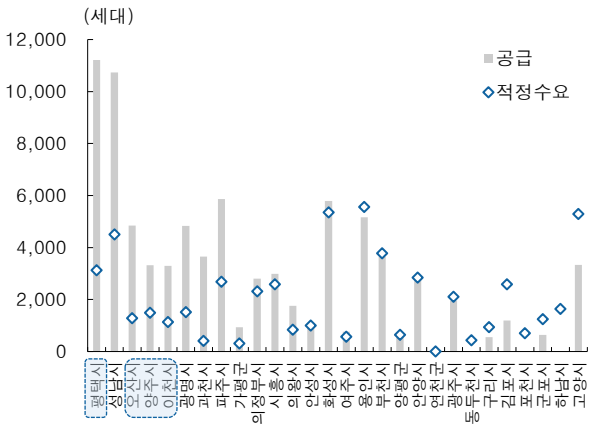
경기도는 수요와 공급이 서로 다른 곳에 있다. 분양 수요는 서울과 가깝거나 자체 개발 호재가 있는 지역에 몰리는 반면, 공급은 아직 수요가 닿지 않은 외곽에 쌓여 있다. 이 간극이 해소되기까지는 시간이 걸릴 것으로 판단하며, 그 전까지 경기도에서 정비사업 외의 신규 사업은 선별적으로 접근할 필요가 있다. 결국 경기도에서 시공사에 유리한 환경은 온기가 확산되는 경로 위에서만 작동한다. 과천, 성남, 광명 등 서울 인접 핵심지의 정비사업을 확보한 건설사는 서울과 비슷한 조건으로 공사비 증액분을 반영할 수 있지만, 외곽 사업장 비중이 높은 건설사에게는 미분양 리스크가 먼저다.

[그림 52] 서울 인접 핵심지부터 가격 상승이 퍼져나가는 양상

	2H23	1H24	2H24	1H25	2H25	1H26	2H26
과천시	5.3	1.5	10.9	11.5	9.5	1.0	1.4
성남시	1.0	(0.2)	4.3	2.4	9.5	6.9	6.5
광명시	1.5	(0.6)	1.0	(0.3)	5.4	11.0	12.0
구리시	(0.7)	(0.2)	0.8	(0.1)	2.6	7.4	8.0
안양시	0.6	(0.4)	1.4	0.9	3.8	7.9	7.5
용인시	0.8	(0.3)	0.7	0.4	3.1	5.4	6.4
수원시	0.3	(0.2)	1.6	0.6	2.2	3.5	7.1
화성시	1.8	(0.0)	1.5	0.1	1.0	3.9	9.5
군포시	(0.6)	(0.1)	2.8	(0.2)	0.9	4.0	6.7
남양주시	(0.6)	(0.6)	(1.1)	(0.3)	0.2	1.2	2.4
부천시	0.0	(0.2)	0.4	0.0	(0.1)	1.3	1.8
고양시	(0.5)	(0.6)	0.3	(0.6)	(0.5)	(0.1)	(0.5)
의정부시	(0.9)	(0.6)	(0.3)	(1.6)	0.0	0.0	0.4
평택시	0.1	(0.4)	(1.9)	(2.6)	(2.4)	(1.4)	(0.9)
안산시	0.4	(0.3)	0.0	(0.4)	(0.1)	(0.2)	(0.1)
시흥시	0.9	(0.7)	0.2	(0.4)	(1.4)	(0.6)	(0.2)
파주시	(0.4)	(0.5)	(0.3)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(0.7)
이천시	(0.9)	(0.6)	(1.3)	(2.4)	(1.7)	(3.1)	(3.1)
김포시	0.0	0.2	0.5	(0.2)	(0.8)	(0.2)	(0.0)

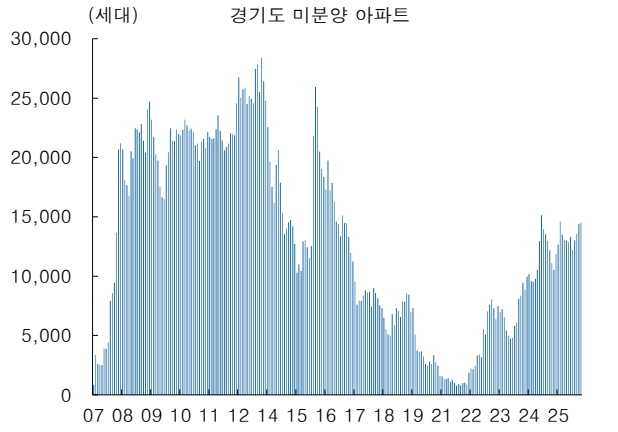
자료: KB부동산, 한국투자증권

[그림 53] 2027년 지역별 공급 예정 물량



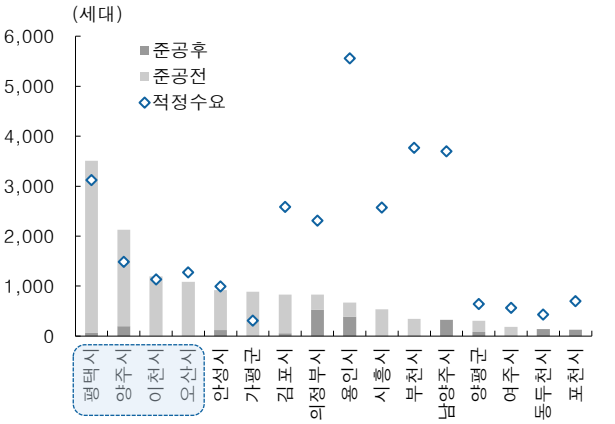
자료: REPS, 한국투자증권

[그림 54] 경기도 미분양 아파트 추이



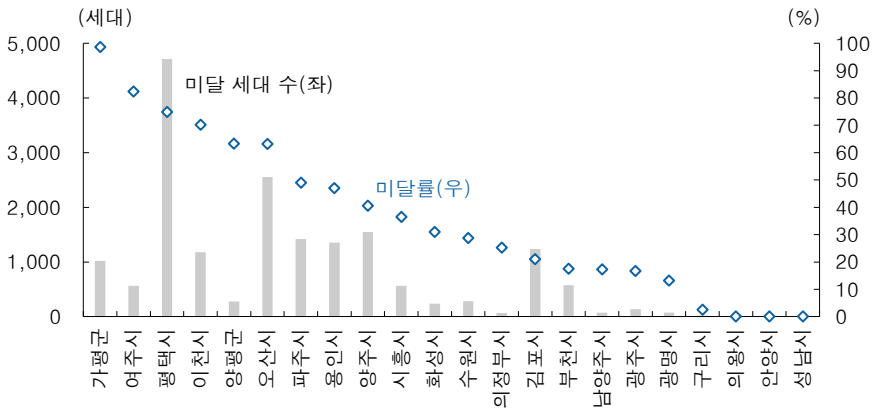
주: 2007년 1월 ~ 2026년 8월
자료: 경기부동산포털, 한국투자증권

[그림 55] 경기도 지역별 미분양 추이



주: 2026년 8월 기준. 적정 아파트 공급 수요는 인구 수x0.005로 산출
자료: KOSIS, 한국투자증권

[그림 56] 경기도 지역별 청약 미달 세대 수 및 미달률



자료: 청약홈, 한국투자증권

<표 6> 2026년 경기도 아파트 청약단지: 지역별로 크게 차이

(단위: 만원, 세대수)

모집공고일	위치	주택명	평당가	분양세대	일반공급	1순위 경쟁률	미달세대
2026-04-30	안양시	안양 에버포레 자연앤 e편한세상(A1BL)	2,840	60	53	**22.0**	-
2026-03-27	안양시	힐스테이트 안양펠루스	3,040	55	33	**4.9**	-
2026-07-10	의왕시	의왕역 SK VIEW	3,270	820	384	**6.5**	-
2026-08-13	의왕시	의왕역 한신더휴	2,680	108	49	**6.5**	-
2026-07-09	김포시	호반써밋 풍무III	2,240	660	266	**9.2**	-
2026-07-30	김포시	한강 푸르지오 리버프론트	2,260	2,432	2,030	**0.6**	541세대(27%)
2026-07-09	남양주시	남양주 진접 서한이다음(S1BL)	1,930	361	210	**3.0**	-
2026-08-13	남양주시	오남역 서희스타힐스 여의재 1단지	2,130	180	146	**0.4**	69세대(47%)
2026-05-22	수원시	수원역 아너스빌 타임원	2,490	114	82	**4.2**	-
2026-09-11	수원시	화서역 호수공원 아너스빌	2,540	476	393	**0.8**	146세대(37%)
2026-04-06	화성시	야목역 서희스타힐스 그랜드힐	1,650	241	219	**0.3**	143세대(65%)
2026-04-16	화성시	동탄 그웬 160 (동탄2 B11BL)	2,450	160	144	**3.4**	-
2026-09-18	광명시	광명 시티프라디움 에듀하임	3,600	426	273	**1.7**	75세대(28%)
2026-04-17	광주시	경기광주역 롯데캐슬 시그니처 1단지	2,500	1,077	814	**2.1**	136세대(17%)
2026-02-11	구리시	구리역 하이니티 리버파크	4,040	1,530	749	**3.9**	19세대(2%)
2026-09-10	부천시	중동역 다채로움 더원	2,380	39	26	**1.9**	2세대(8%)
2026-08-14	부천시	상동역 롯데캐슬 시그니처	4,610	1,859	1,536	**1.7**	161세대(10%)
2026-08-07	용인시	용인반도체클러스터 동일하이빌파크밸리	1,640	589	288	**2.1**	27세대(9%)
2026-04-20	용인시	용인 양지 서희스타힐스 하이뷰	1,630	547	511	**0.1**	424세대(83%)
2026-03-13	시흥시	시흥거모B1 호반써밋	1,770	310	270	**0.3**	135세대(50%)
2026-05-15	시흥시	힐스테이트 시흥더클래스	2,650	430	386	**0.3**	236세대(61%)
2026-04-09	양주시	옥정중앙역 대방 디에트르	1,670	2,807	2,421	**0.9**	585세대(24%)
2026-06-22	양주시	양주 회천지구 A-8BL 로제비앙 엘가	1,550	361	356	**0.0**	343세대(96%)
2026-09-03	여주시	더샵 여주역더퍼스트	1,520	696	685	**0.1**	564세대(82%)
2026-07-10	오산시	오산헤리티지자이 2단지	2,330	714	706	**0.1**	663세대(94%)
2026-07-10	오산시	오산헤리티지자이 1단지	2,350	1,069	958	**0.4**	526세대(55%)
2026-03-26	의정부시	의정부역 센트럴 아이파크	2,140	400	277	**1.4**	70세대(25%)
2026-06-11	평택시	고덕국제신도시 수자인하우스디	1,710	403	390	**0.2**	297세대(76%)
2026-07-09	평택시	평택역 더센트럴45	1,540	99	95	**0.2**	70세대(74%)
2026-03-06	가평군	썬밸리 오드카운티 가평설악	1,420	1,039	1,034	**0.0**	1,020세대(99%)
2026-07-16	이천시	이천 휴먼빌 클래스원	1,670	536	532	**0.0**	505세대(95%)

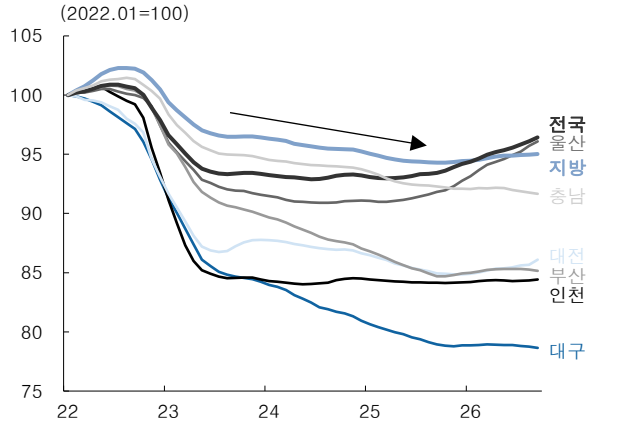
주: 시군별로 최근 공고 2개. 보류지, 조합취소분, 토지임대부 단지 제외
자료: 청약홈, 한국투자증권

3) 지방: 기회는 온다

미분양 지속
끊기는 공급

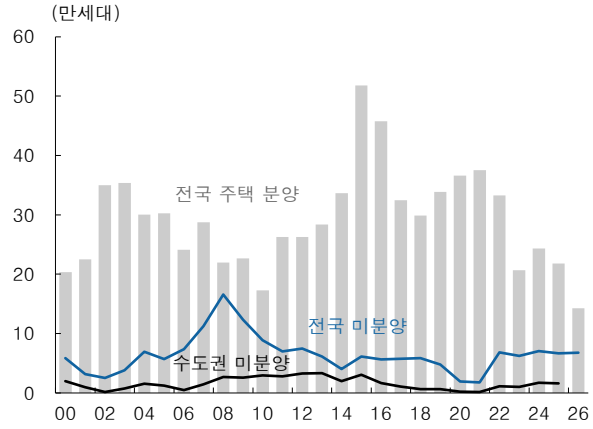
지방은 이전 상승장 이후 주택 가격을 회복하지 못했고, 미분양도 쌓여 있다. 일자리와 인프라 부족에 따른 인구 감소, 다주택자 양도세 중과로 핵심 입지 1주택에 수요가 쏠린 영향이 크다. 그러나 기초 수요는 남아 있는데 미래 공급이 끊기고 있다. 2026년 지방 입주 물량은 9.9만가구로 전년보다 30.5% 줄어 2012년 이후 처음으로 10만 가구를 밑돌 예정이다. 지방 분양 물량은 2021년 20.5만가구에서 2025년 8.8만가구로 급감했다. 앞으로도 지방 공급은 늘어나기 쉽지 않아 보인다. 지난 대세 상승기에 착공한 물량이 아직 미분양으로 남아있어 건설사들이 지방 공급에 신중해졌기 때문이다.

[그림 57] 전혀 올라오지 못하는 지방 집값



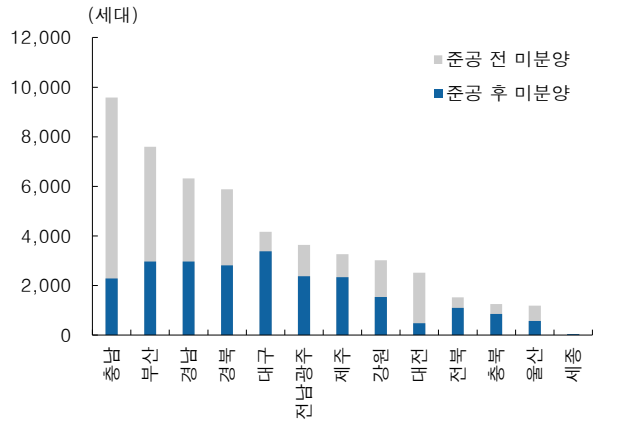
자료: KB부동산, 한국투자증권

[그림 58] 지방을 중심으로 아파트 미분양이 지속되는 중



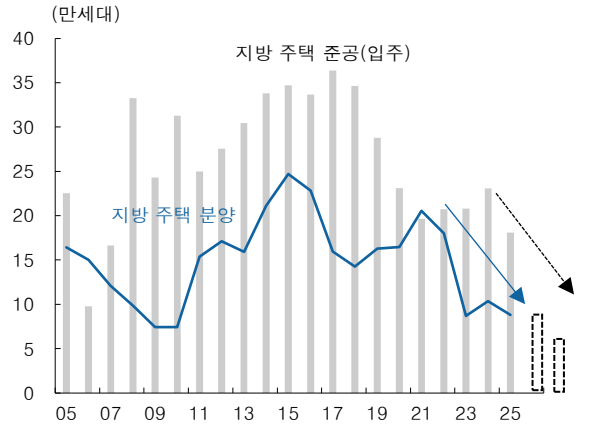
자료: KOSIS, 한국투자증권

[그림 59] 지역별 준공 후 미분양



자료: KOSIS, 한국투자증권

[그림 60] 지방 주택 분양과 준공 동반 하락 중

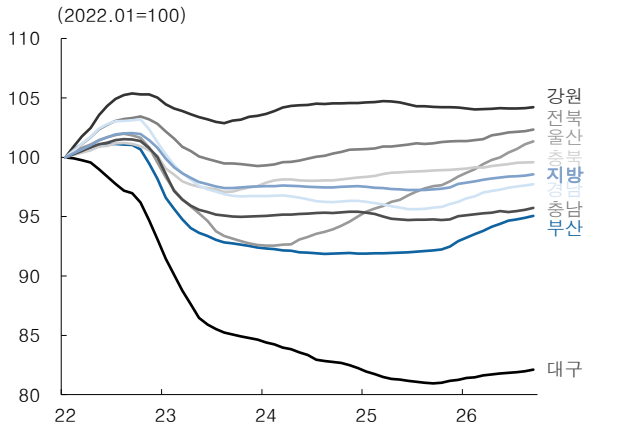


자료: REPS, 한국투자증권

공급이 줄면 신축은 오른다

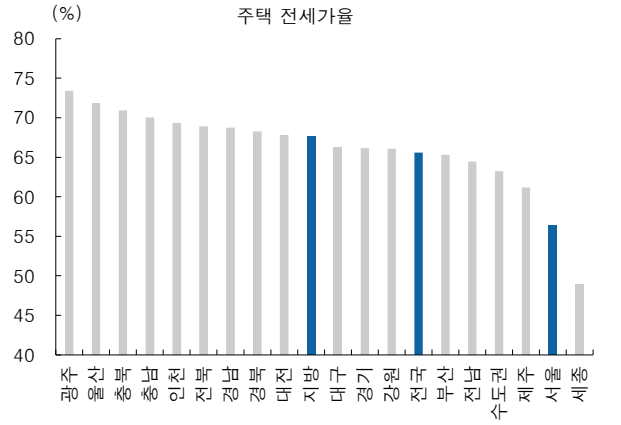
하지만 인구가 늘지 않아도 노후 주택을 대체할 신축 수요는 늘 존재한다. 지방 아파트 전세가율은 9월 기준 67.5%로 경기(66.2%), 서울(56.3%)보다 높아, 공급이 부족해지면 매매 전환이 수도권보다 빠를 수 있다. 다만 기존 주택 거래량 회복이 전제 조건이다.

[그림 61] 지방 전세가는 지역별로 방향이 다양하지만



자료: KB부동산, 한국투자증권

[그림 62] 지방 전세가율은 높은 편. 공급에 민감

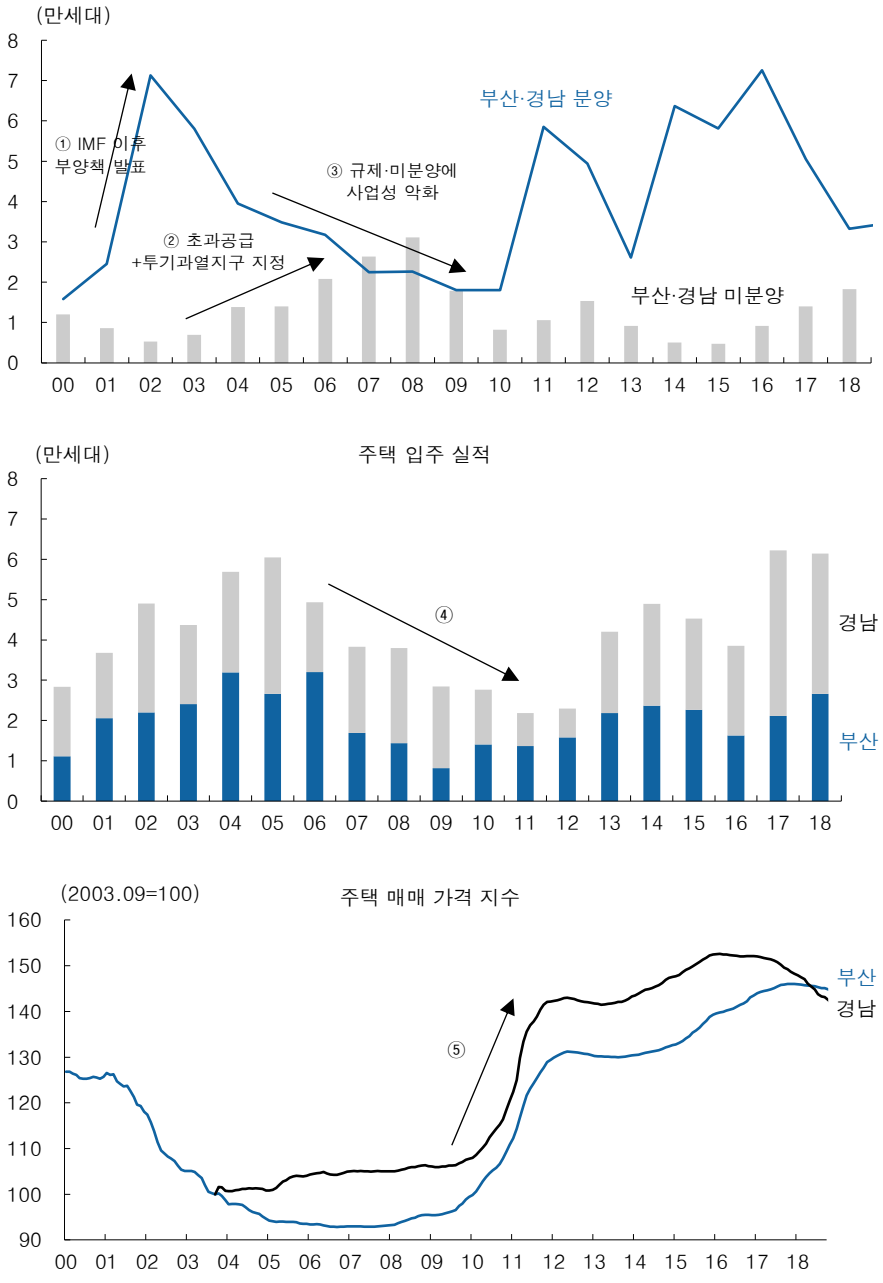


자료: KB부동산, 한국투자증권

역사는 반복된다: 2008~2011년 공급 공백과 지방 상승

주택시장의 분위기 전환은 늘 순식간에 일어난다. 공급이 줄면 지방 핵심지의 내생 수요에 따라 회복될 여지가 있다. 공급이 끊긴 뒤 가격이 오르는 흐름은 과거에도 있었다. 2007년 분양가상한제를 피하려는 막차 분양에 글로벌 금융위기까지 겹치면서, 미분양은 2007년 11.2만가구에서 2008년 16.6만가구로 늘어 역대 최고치를 기록했다. 미분양 대란으로 구조조정을 거친 건설사들이 지방 공급을 끊자 공급 공백이 생겼다. 이후 전세가가 급등했고 매매로 이어졌다. 전세 세입자가 소형 주택을 사고 소형 보유자가 중대형으로 옮겨가는 연쇄 현상이 일어났다. 지방 미분양은 18개월 연속 급감했고, 부산·대구·대전·광주 등 대도시에서 빠르게 소진됐다. 2010년 부산 아파트값은 16.2% 올라 광역자치단체 중 1위를 기록했고, 2011년에도 약 20% 올랐다.

[그림 63] 지방 주택 분양·입주·가격 추이: 공급이 끊기니 가격이 급등했던 사례



자료: KB부동산, 한국투자증권

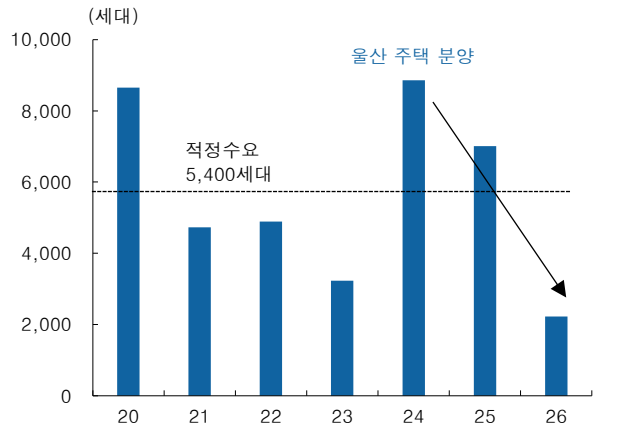
지금 울산·진주·창원에서 먼저

비슷한 흐름이 지방 곳곳에서 나타나고 있다. 울산, 진주, 창원의 경우 신규 공급은 급감했지만 실거주 수요는 그대로 남아 있어, 미분양이 빠르게 줄어들고 매매가격이 오르고 있다. 다만 2010년에는 외곽과 소형까지 지역 전체가 올랐던 반면, 지금은 핵심지와 신축 위주로 상승하는 수준이다.

지방 분양수요는 선별적으로 진행될 것

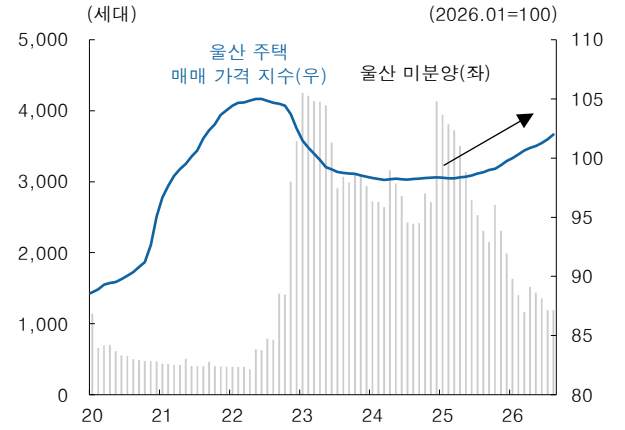
아직 지방 신축 수요는 차갑다. 지방의 가격 상승은 서울의 파급이 아니라 지방 자체의 공급 부족에서 시작될 것이다. 다만 지역별 수요 기반에 따라 편차가 크고, 쌓인 미분양이 먼저 소진돼야 신규 분양이 회복된다는 점에서 수도권보다 완만하고 선별적으로 진행될 것이다.

[그림 64] 울산 공급



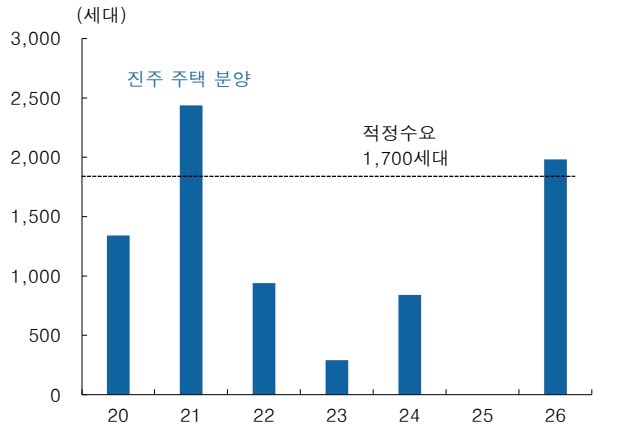
자료: REPS, 한국투자증권

[그림 65] 울산 미분양, 가격



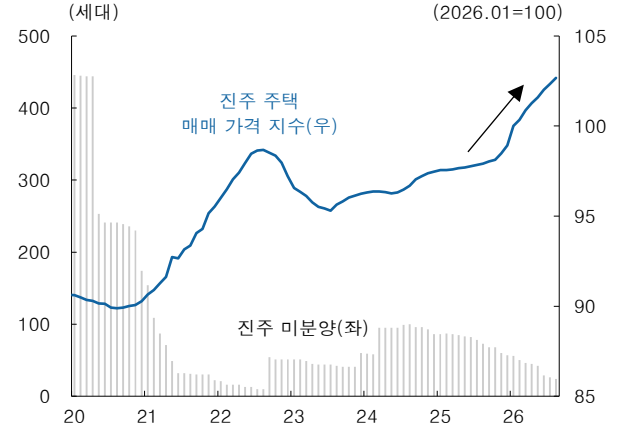
자료: KB부동산, KOSIS, 한국투자증권

[그림 66] 진주 공급



자료: REPS, 한국투자증권

[그림 67] 진주 미분양, 가격



자료: KB부동산, KOSIS, 한국투자증권

4. 2027년 주택 실적: 외형과 마진 모두 상승

달라진 상황
변화된 체질

건설사들은 오랜 기간 경쟁입찰 속에서 최소한의 예비비만 반영해 정비사업을 수주해 왔다. 원가가 안정적이던 시기에는 문제가 드러나지 않았지만, 공사비가 급등하자 얇은 예비비는 그대로 손실로 이어졌다. 지금은 상황이 다르다. 손실을 경험한 대형사들은 선별수주로 돌아섰고, 시공사를 찾는 사업장은 계속 늘고 있다. 이런 수급 불균형 속에서 평당 공사비 상승률은 원가 상승률을 웃돌고 있다. 서울 집값 상승이 조합의 증액 부담 여력까지 지지하면서, 이제 건설사는 리스크를 공사비에 온전히 반영하고 착공에 들어갈 수 있다.

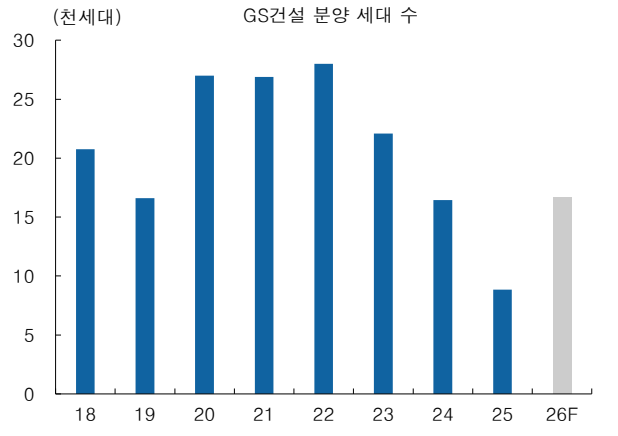
2027년 주택 실적
1) 매출 회복

2027년 건설사 주택 실적에서 달라진 주택 사업의 체질을 확인할 수 있다. 건설사의 건축주택 매출은 회복하지만 그 폭은 건설사의 직전 3개년 착공을 얼마나 늘렸는지에 따라 차별화된다.

2) 추가적인 이익 상승과 달라진 이익 체질

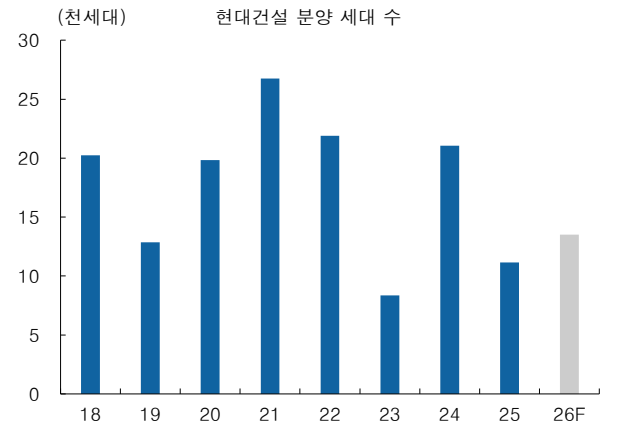
마진은 추가적으로 상승 후 지속될 것이다. 고원가 현장이 모두 정리되고 2025~2026년 착공 현장이 매출을 채우기 때문이다. 2025년부터 이어진 급격한 마진 믹스 개선으로 전과 같은 마진율 상승은 기대하기 어렵지만 회복된 이익이 추가적으로 상승해 유지될 수 있다는 것이 중요하다. 체질 개선으로 얻게 될 추가적인 이익은 경상이익뿐 아니라 준공정산 및 실행원가 현실화의 경로로도 들어오게 될 것인데, 해당 부분이 경상마진에 포함될지 여부는 지켜봐야 한다. 다만 개별 현장으로는 일회성이지만, 충분한 예비비를 확보하고 착공한 현장들이 순차적으로 준공정산을 맞게 되는 만큼 반복적으로 발생할 것이다. 또한 공사비 급등 이후 실행원가를 보수적으로 잡고 들어가는 기조가 이어지고, 실제 현장에서도 원가 절감을 위한 타이트한 관리로 실행원가 현실화 시 또 다른 경로로 이익으로 돌아올 것이다. 경로가 어떠하든 충분한 공사비를 확보할 수 있다는 점이 중요하다. 준공 후 미분양에 따른 비용 부담은 일부 남아 있지만, 구조적인 마진 개선의 방향을 바꾸지는 못할 것이다.

[그림 68] GS건설 분양 세대 수



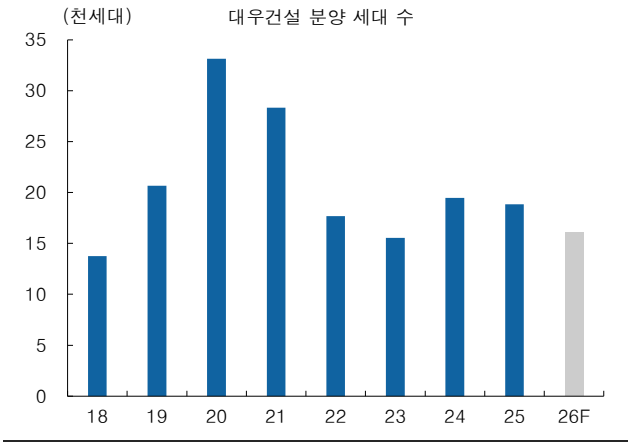
자료: GS건설, 한국투자증권

[그림 69] 현대건설 분양 세대 수



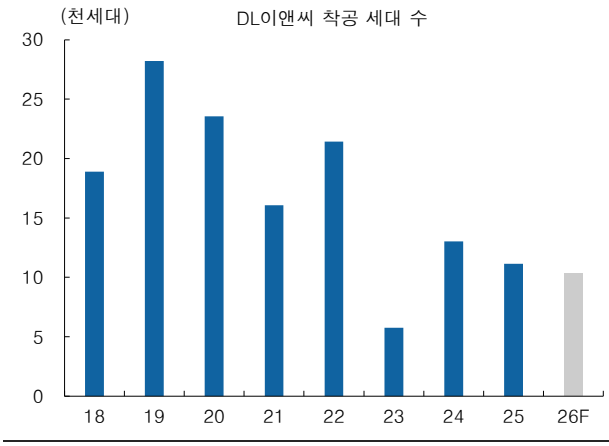
주: 별도 기준
자료: 현대건설, 한국투자증권

[그림 70] 대우건설 분양 세대 수



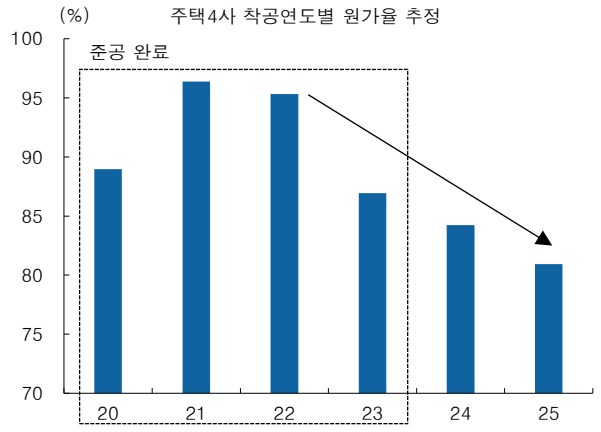
자료: 대우건설, 한국투자증권

[그림 71] DL이앤씨 착공 세대 수



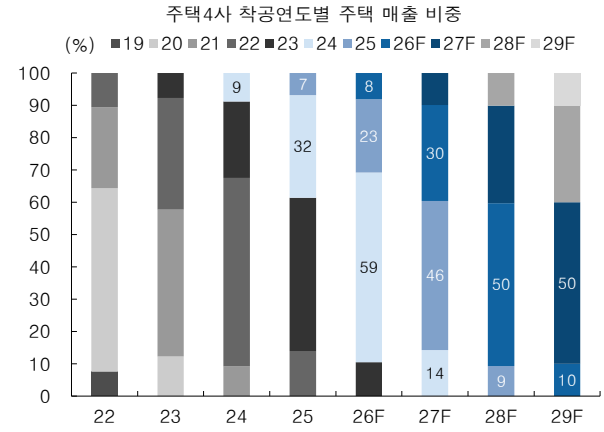
자료: DL이앤씨, 한국투자증권

[그림 72] 주택 원가율은 2021년 착공분을 정점으로 하락



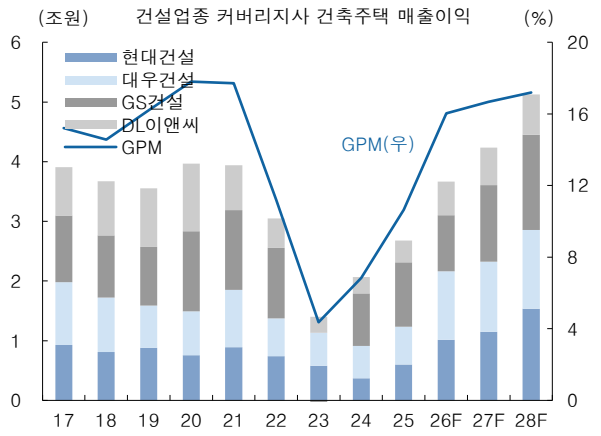
주: 주택4사 연도별 주택 원가율과 착공연도별 매출 비중 추정치로 역산. 공식 수치가 아님
자료: 각 사, 한국투자증권 추정

[그림 73] 고마진 믹스 개선으로 주택 마진 추가 업사이드 가능



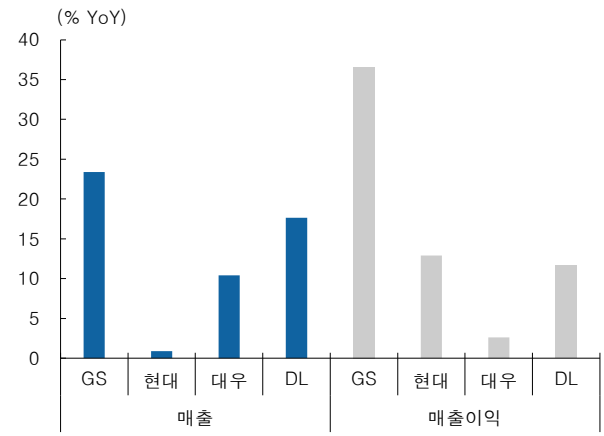
주: 주택4사 분양실적으로 추정. 5%, 30%, 40%, 25% 진행률로 산출. 공식 수치가 아님
자료: 각 사, 한국투자증권 추정

[그림 74] 주택 마진은 일회성 회복 아닌 체질 개선



자료: 각 사, 한국투자증권 추정

[그림 75] 2027년 커버리지 기업의 건축주택 실적



자료: 각 사, 한국투자증권 추정

IV. AI 인프라: 빠르고 확실하다

1. 반도체 팹, 든든한 그룹사 일감

반도체 사이클이 건설로

반도체 슈퍼사이클이 건설 수요로 넘어왔다. AI 메모리 수요에 대응해 국내 반도체 기업들이 평택, 용인, 청주에서 동시에 증설에 나서면서 팹 공사 발주가 빠르게 늘고 있다. 과거에도 반도체 설비투자 사이클은 한 번 시작되면 2~3년씩 이어졌고, 이번에는 용인 클러스터와 서남권 신규 팹까지 대기하고 있어 일감은 더 길게 이어질 전망이다. 개별 프로젝트가 아닌 복수의 거점에서 연쇄적으로 발주가 나오는 구조인 만큼 건설사 입장에서는 단발성 수주가 아닌 중기적인 파이프라인으로 볼 수 있다.

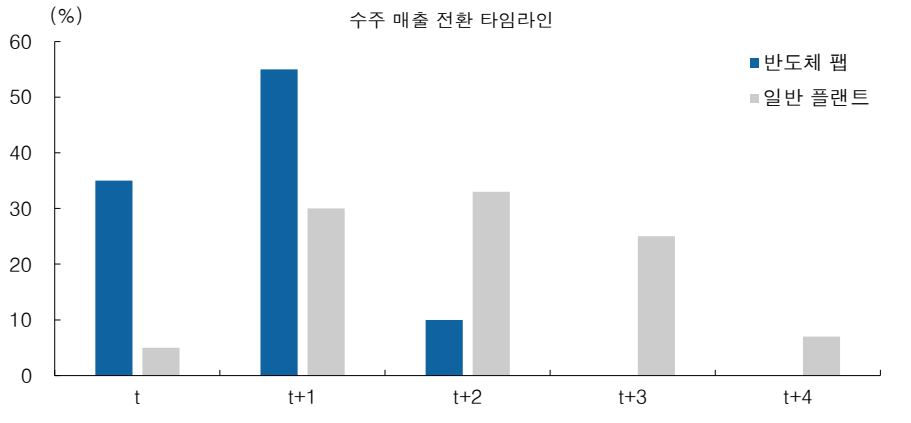
매출 전환이 빠른 것이 핵심

팹 건설의 가장 큰 특징은 매출로의 인식이 빠르다는 점이다. 일반 플랜트는 초기 설계 기간이 길어 착공 2년차부터 본격적으로 매출이 인식되지만, 팹 공사는 수주 후 1.5~2년이면 대부분 매출로 전환된다. 메모리 공급 부족 속에서 삼성전자와 SK하이닉스가 가동 시점을 앞당기기 위해 공기 단축 경쟁에 나서면서 공사가 집중적으로 진행되고, 그만큼 수주가 실적으로 연결되는 속도도 빠르다. 클린룸, 초순수, 폐수처리처럼 기술과 실적이 필요한 공정이 많아 진입장벽이 높고 수익성도 양호하다.

실적 핵심 동력이 될 것

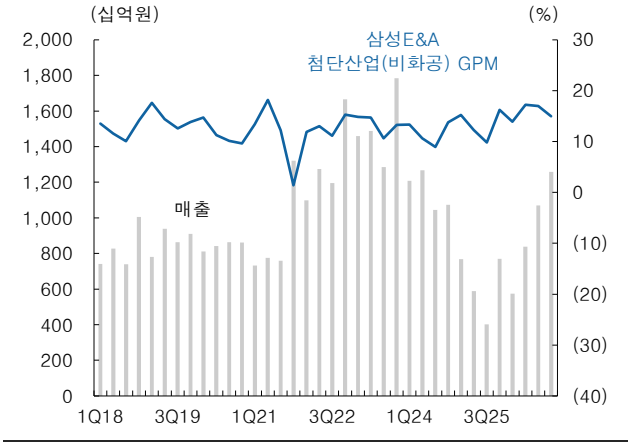
석유화학 업황 부진과 중동 분쟁으로 플랜트 수주가 비어 있는 사이, 팹은 그 공백을 가장 빠르고 확실하게 채워주고 있다. 해외 플랜트가 발주 지연과 원가 부담이라는 불확실성을 안고 있는 반면, 팹 공사는 국내 우량 발주처를 상대로 한다는 점에서 대금 회수 리스크도 낮다. 2026년 하반기부터 쌓이기 시작한 수주가 본격적으로 매출에 반영되는 2027년에는 팹 공사가 실적을 끌어올리는 핵심 동력이 될 것이다.

[그림 76] 반도체 팹은 매출 전환이 일반 플랜트보다 빠름



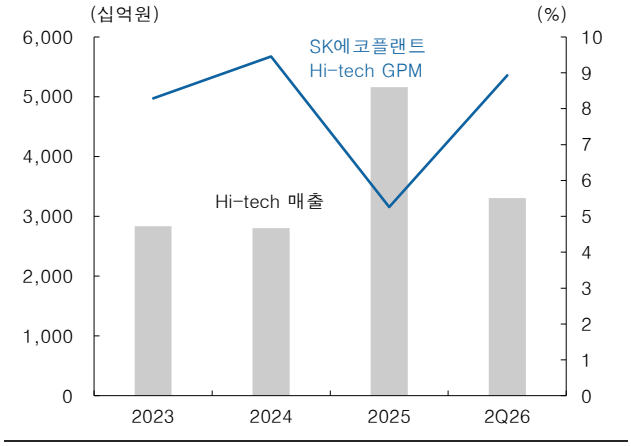
자료: 한국투자증권 추정

[그림 77] 삼성E&A 첨단산업 사업부 실적: 마진도 안정적



자료: 삼성E&A, 한국투자증권

[그림 78] SK에코플랜트 Hi-tech 사업부 실적



자료: SK에코플랜트, 한국투자증권

<표 7> 국내 반도체 팹 증설 타임라인

라인	24	25	26F	27F	28F	29F	30F	31F
삼성전자								
평택								
P1	**가동 중**							
P2	**가동 중**							
P3	**준공**							
P4				**준공**				
P5					**준공**			
P6 (P5 팹2)						**준공**		
기흥·화성								
NRD-K							**준공**	
기흥 D램 신규	**재검토**							
용인								
팹1						**준공**		
팹2~6	**'40 완공목표**							
서남								
광주 팹 2기						**준공 (정부 목표)**		
SK하이닉스								
이천								
M14	**가동 중**							
M16	**가동 중**							
청주								
M15	**가동 중**							
M15X		**준공**						
P&T7					**준공**			
M17								**준공**
용인								
Y1							**준공**	
Y2								**준공**
Y3·Y4	**33년 완공 목표**							
서남								
광주 팹 2기						**준공 (정부 목표)**		

자료: 각 사, 언론종합, 한국투자증권

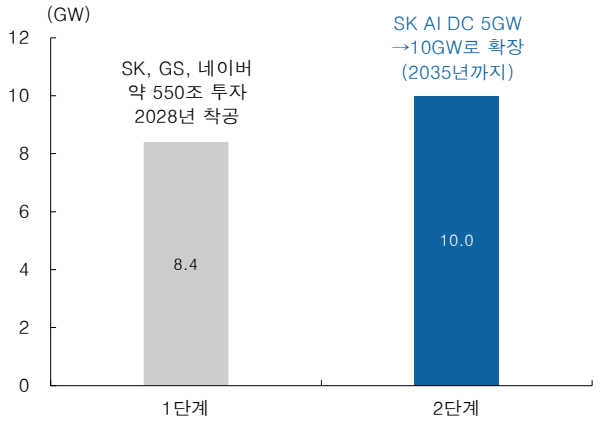
2. 데이터센터, 외형 좋은 신사업

1) AI가 당긴 방아쇠가 건설사 일감으로

AI발 데이터센터 건설 수요도 상승

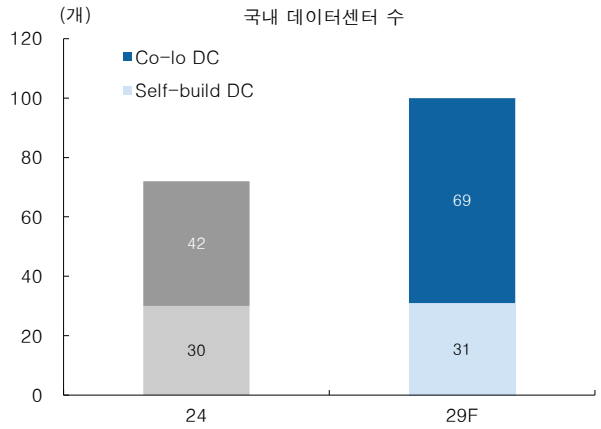
반도체 팹에 이어 AI 인프라의 또 다른 축인 데이터센터도 건설 수요로 이어지고 있다. 6월 29일 정부의 '3대 메가프로젝트'로 본격적인 사업을 알렸다. 1단계로 SK, GS, 네이버가 약 550조원을 투자해 8.4GW 규모를 2028년부터 착공하고, 2단계에서는 SK의 AI 데이터센터가 5GW에서 10GW로 확장한다는 계획을 발표했다. 정부는 AI 핵심 인프라를 확보해 국가경쟁력을 높이겠다는 목적이다. 데이터센터는 원래 클라우드 확산과 함께 꾸준히 지어져 왔지만, AI가 등장하면서 필요한 규모와 속도가 완전히 달라졌으며 정부의 지원까지 더해지며 국내 데이터센터 산업 성장이 가속화될 전망이다.

[그림 79] 정부 3대 메가 프로젝트 中 데이터센터 부분



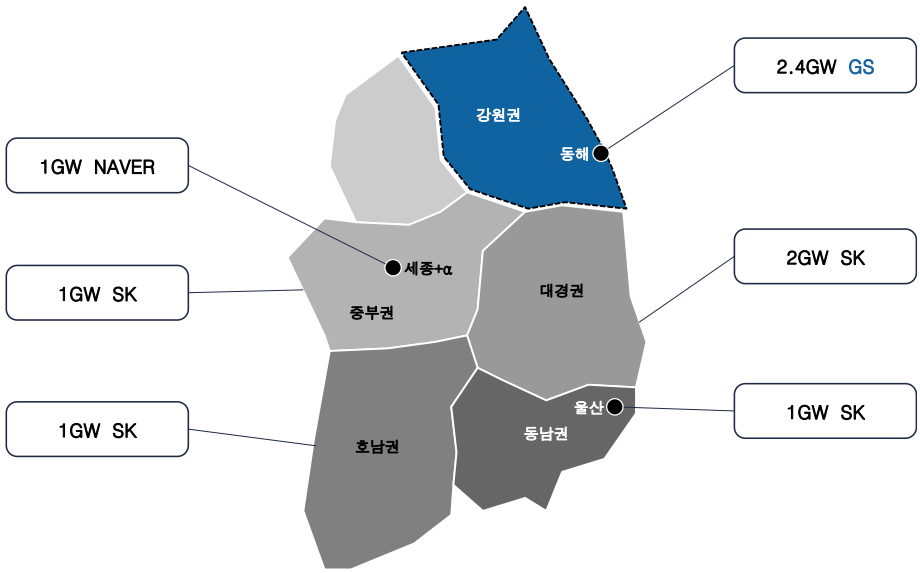
자료: 산업통상부, 한국투자증권

[그림 80] 국내 데이터센터는 지속적으로 준공될 것



자료: 한국데이터센터에너지효율협회, 한국투자증권

[그림 81] 정부의 3대 메가 프로젝트



자료: 산업통상부, 한국투자증권

대형사 위주로 수주

AI 데이터센터는 기존 데이터센터와 완전히 다른 시설이 아니다. 차이는 전력 밀도에 있다. GPU 등 고성능 장비가 들어가면서 랙당 전력 밀도가 30~100kW로 일반 데이터센터(5~10kW)보다 최대 10배 이상 높아졌다. 이를 감당하기 위한 전기·냉각 설비가 커지면서, 원래 공사비의 약 70%를 차지하던 MEP 공종의 비용이 더 늘어나는 구조다. 설비 규모와 난이도가 높아진 만큼, 시공 가능 건설사는 실적을 갖춘 대형사 위주로 좁혀지고 있다.

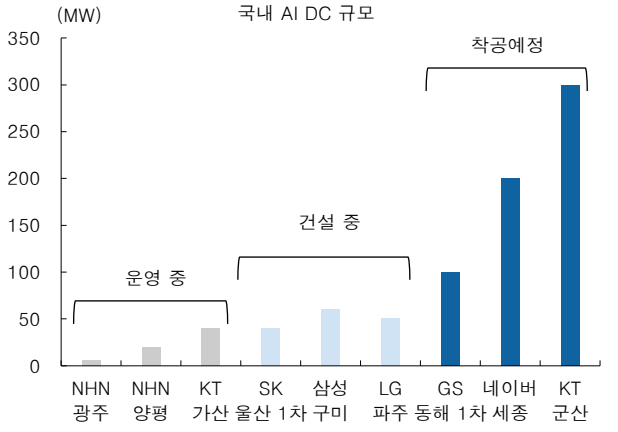
규모가 커지는 중

개별 센터의 규모도 커지고 있다. 현재 운영 중인 AI 데이터센터는 6~40MW 수준이지만, 건설 중인 프로젝트는 40~60MW, 착공 예정인 네이버 세종과 KT 군산은 200~300MW에 달한다. 전력 규모가 커지면서 공사비 수준도 높아지는 추세다. 데이터센터 공사비는 발주 범위에 따라 차이가 크지만, 최근 AI 데이터센터는 MW당 평균 100억원 안팎에서 형성되고 있다.

안정적인 수익원

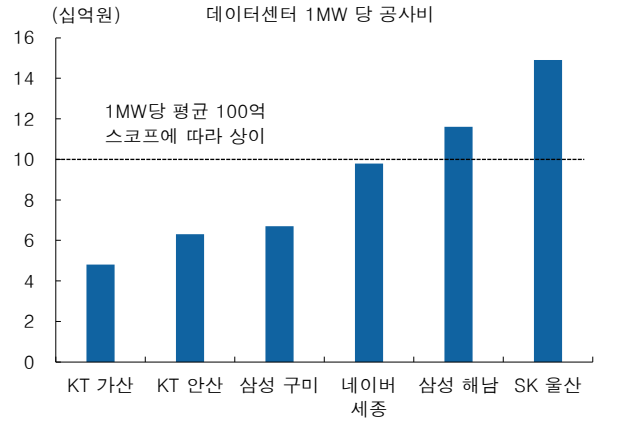
또한 데이터센터는 건설사가 개발 초기 단계부터 참여하거나 계열사 물량을 받는 경우가 많아, 경쟁 입찰에 따른 저가 수주 위험도 낮다. 진입장벽이 높고 수익성까지 확보할 수 있다는 점에서, 데이터센터는 규모와 안정성을 함께 갖춘 새로운 건축 일감이 될 것이다.

[그림 82] 지어지는 AI DC 규모는 점점 커지는 중



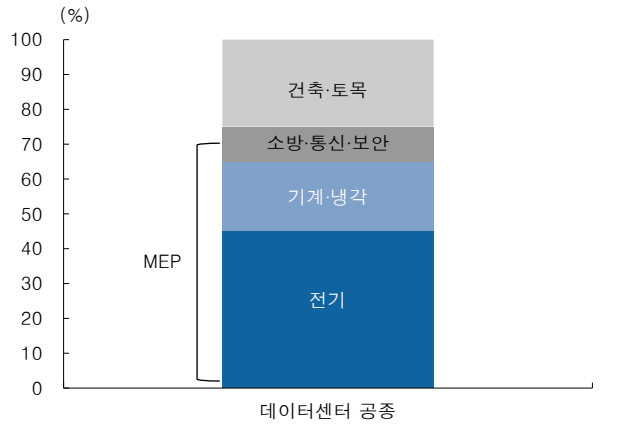
자료: 언론종합, 한국투자증권

[그림 83] 공사비는 스코프에 따라 상이하나 1MW당 100억원



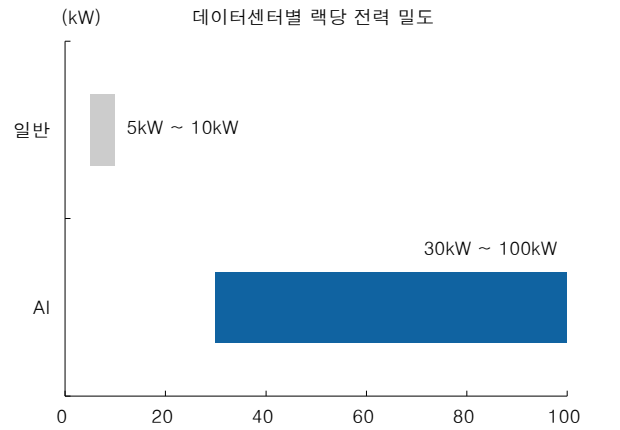
주: 총 도급금액에 전력용량을 나누어 단순 계산
자료: 각 사, 한국투자증권 추산

[그림 84] 데이터센터 공사비 중 MEP 비중이 약 60~70%



자료: 한국투자증권

[그림 85] AI DC는 더 높은 MEP 공사비를 요구



자료: ABB, 한국투자증권

2) 기회는 준비된 자에게 빠르게 온다

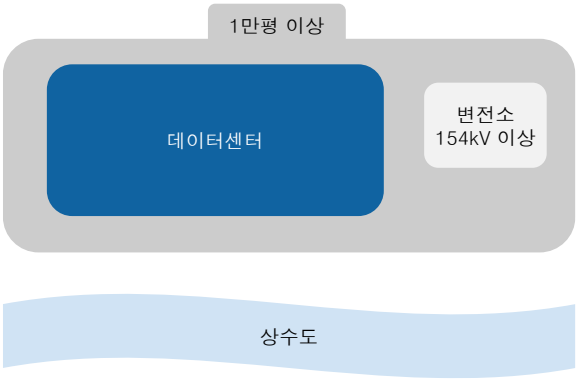
전력망 확보가 가장 중요

AI 데이터센터에서 가장 어려운 단계는 전력을 받을 수 있는 부지를 확보하는 일이다. 좋은 입지가 되려면 세 가지가 필요하다. 대용량 전력을 받을 변전소가 가까워야 하고, 냉각용수를 구할 수 있어야 하며, 통신망을 여러 방향에서 끌어올 수 있어야 한다. 필요한 면적은 설계마다 다르지만 100MW당 약 1~2만 평이다. 계획 중인 프로젝트는 많지만 이 조건을 모두 갖춘 부지는 드물다. 그래서 부지를 미리 확보했는지에 따라 사업 기간이 크게 갈린다. 결국 사업 경쟁력은 계획의 규모보다 조건을 갖춘 땅을 이미 쥐고 있는지에서 나온다.

빠른 인허가

정부차원에서의 인허가도 빠르게 진행된다. GS가 대표적인 사례다. 6월 29일 정부 메가프로젝트 발표로 계획이 처음 알려졌고, 10월 1일 첫 100MW의 건축허가를 받았다. 공개 후 약 3개월 만이다. GS는 연내 착공을 목표로 하고 있으나 착공이 내년 초로 미뤄지더라도 공개부터 착공까지 7개월 안팎이다. 그룹이 부지를 이미 보유하고 있었기 때문에 가능한 속도다.

[그림 86] AI 데이터센터 부지 조건: 면적, 전력, 물 등



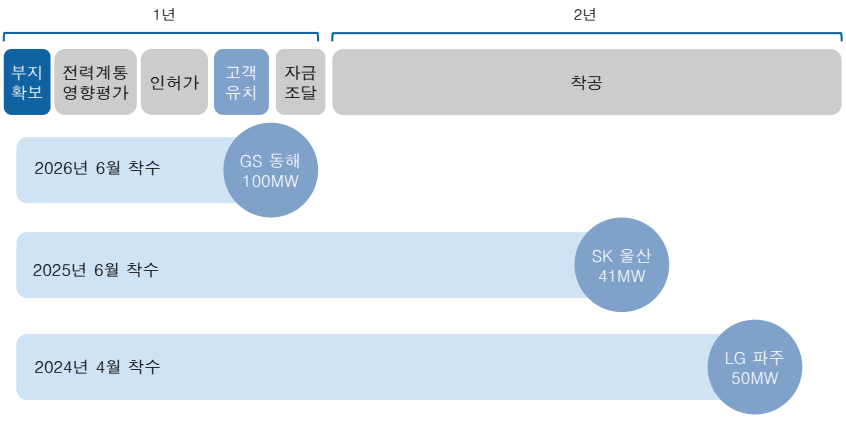
자료: 한국투자증권

[그림 87] GS 동해 AI 데이터센터 사업 타임라인

날짜	내용
2026.06	정부, 3대 메가 프로젝트 공개
2026.07	GS, 강원 부지 18만 평 확보 보도
2026.10	동해시, 1단계 건축허가(수전 100MW, IT 약 70MW)
2026.10	전력인입용 지중선로 공사 착공
2026.10	2·3단계 정보서비스업 허용 관리기본계획 변경 고시
1Q27(예정)	1단계 본공사 실질 착공

자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 88] AI 데이터센터 사업 타임라인: 약 3년의 사업기간 소요



자료: 산업통상부, 한국투자증권

<표 8> 국내 주요 AI 데이터센터

시설	위치	기업	용량	착공	가동
운영 중					
광주 국가AI데이터센터	광주 북구	NHN클라우드	6MW	2021	2023
가산 AI 데이터센터	서울 금천	KT클라우드	40MW	2022	2025
양평 데이터센터	서울 영등포	NHN클라우드	20MW	-	2026
건설 중					
SK AI 데이터센터 울산 1차	울산 남구	SK텔레콤·AWS	40MW	2025	2027
파주 AIDC	경기 파주	LG유플러스	50MW	2025	2027
국가 AI컴퓨팅센터	전남 해남	삼성SDS 컨소시엄	40MW	2026	2028
구미 AI 데이터센터	경북 구미	삼성SDS	60MW	2026	2029
안산 AI 데이터센터	경기 안산	KT클라우드	50MW	2026	2029
계획					
SK AI 데이터센터 울산 증설	울산 남구	SK텔레콤·AWS	40MW→100MW	-	2029
파주 AIDC 증설	경기 파주	LG유플러스	50MW→200MW	-	-
국가 AI컴퓨팅센터 증설	전남 해남	삼성SDS 컨소시엄	40MW→80MW	-	2030
군산 AI 데이터센터	전북 군산	SGC에너지·KT클라우드	60MW→300MW	2026	2028
동해 AI 데이터센터 캠퍼스 1단계-1	강원 동해	GS	100MW	2026	2028
동해 AI 데이터센터 캠퍼스 전체	강원 동해	GS	100MW→2.4GW	-	-
청라 AI 데이터센터	인천 서구	KT클라우드(DBO)	50MW	2026	2030
네이버 각세종 증설	세종	네이버·엔비디아	47MW→200MW	-	2028

자료: 언론종합, 한국투자증권

<표 9> 국내 AI 데이터센터 착공 및 준공 타임라인

프로젝트	지역	사업자	용량	착공	준공	2025	26F	27F	28F	29F	30F
건설 중											
울산 1차	울산 남구	SK텔레콤·AWS	40MW	2025	2027	착공		준공			
파주 AIDC	경기 파주	LG유플러스	50MW	2025	2027	착공		준공			
해남국가AI컴퓨팅센터	전남 해남	삼성SDS 컨소시엄	40MW	2026	2028		착공		준공		
구미	경북 구미	삼성SDS	60MW	2026	2029		착공			준공	
안산	경기 안산	KT클라우드	50MW	2026	2029		착공			준공	
계획											
군산	전북 군산	SGC에너지·KT클라우드	60MW	2026	2028		착공		준공		
동해 1단계-1	강원 동해	GS	100MW	2026	2028			착공	준공		
청라	인천 서구	KT클라우드(DBO)	50MW	2026	2030		착공				준공
각 세종 증설	세종	네이버·엔비디아	47→200MW	-	2028				준공목표		
울산 증설	울산 남구	SK텔레콤·AWS	40→100MW	-	2029					준공목표	
해남 증설	전남 해남	삼성SDS 컨소시엄	40→80MW	-	2030						준공목표
동해 증설	강원 동해	GS	100→2.4GW								
파주 증설	경기 파주	LG유플러스	50→200MW	-	-						

자료: 한국투자증권

3) 건설사의 다음 신사업, AI 데이터센터

AI 데이터센터, 밸류에이션 확장으로

AI 데이터센터는 주택과 플랜트에 집중됐던 건설사의 외형 성장에 새로운 축을 더하는 동시에, 시장에서 신사업으로 인정받으며 건설사 밸류에이션 확장의 근거가 될 것이다.

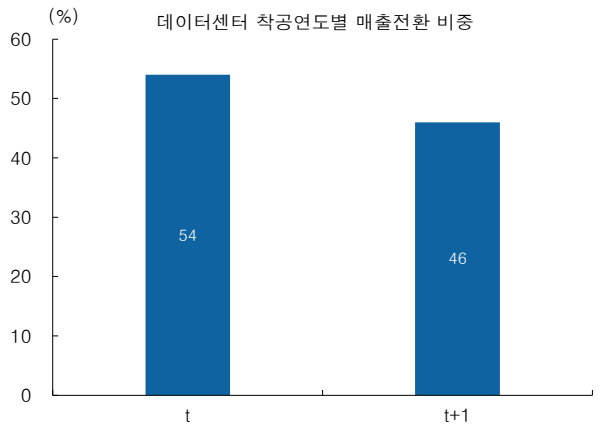
1) 빠른 매출 전환

AI 데이터센터는 두 가지 이유에서 건설사 밸류에이션 확장의 트리거가 될 수 있다. 첫째, 공기가 짧아 매출 전환이 빠르다. 글로벌 고객은 설계 6개월, 수행 18개월 등 약 24개월의 공기를 요구한다. 일반 플랜트보다 공기가 짧아 빠르게 실적에 기여할 수 있다.

2) 안정적인 그룹사 수주

둘째, 계열 건설사 중심 구조가 팹과 닮았다. 반도체 공장은 보안과 공정 연계 때문에 계열사가 주도하는데, AI DC에서도 같은 흐름이 예상된다. 그룹이 부지와 전력, 운영까지 함께 챙기는 사업에서는 시공도 계열사가 맡는 편이 일정 관리와 보안 측면에서 유리하기 때문이다. 대표적으로 구미는 삼성물산, 울산은 SK에코플랜트가 맡았고, GS그룹의 동해 프로젝트도 GS건설의 수주 가능성이 높다. 동해 1.2GW만 해도 MW당 시공비 100억원을 가정하면 총공사비가 약 12조원에 달한다. 계열사의 물량이 확보된 건설사는 저가 수주 부담을 덜면서 안정적인 대형 일감을 확보해 자연스레 수혜를 받을 것이다.

[그림 89] 데이터센터는 매출전환이 빨라 실적에 빠르게 기여



자료: 한국투자증권

[그림 90] 계열사 수주 물량이 안정적으로 확보되는 구조



자료: 한국투자증권

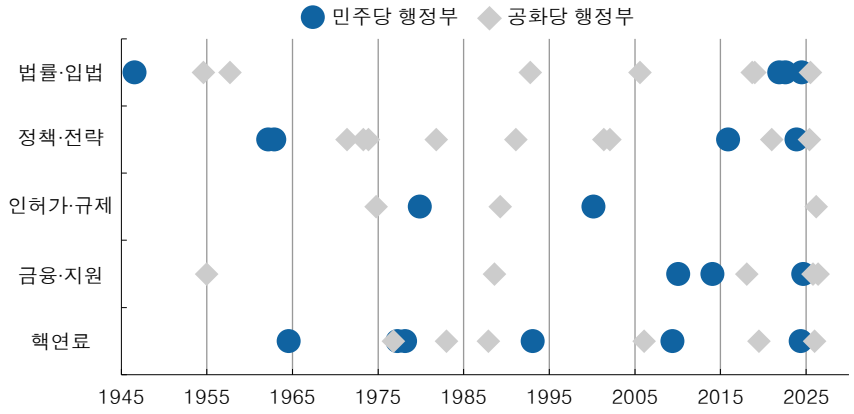
V. 원전: 느리지만 묵직하다

1. 필연적인 미래 에너지원

원자력은 초당적 에너지원

원전은 초당적 에너지원이다. 1954년 아이젠하워 행정부가 원자력법을 개정해 민간 원전을 허용한 이후 70여 년간 정권이 바뀌어도 원전 정책의 방향은 뒤집히지 않았다. 한 정부가 도입한 지원책은 다음 정부로 계승되며 확대돼 왔다. 공화당 부시 행정부의 EPAct 2005가 도입한 대출보증은 민주당 오바마 행정부의 보글 3·4호기 지원으로 이어졌고, 바이든 행정부의 '2050년 원전 3배 확대' 목표는 트럼프 2기 들어 '2050년 400GW'로 오히려 상향됐다.

[그림 91] 정권이 바뀌어도 이어진 원전 정책



자료: 언론종합, 한국투자증권

<표 10> 행정부가 바뀌어도 원전에 대한 수요는 그대로

시기	행정부	정당	내용
1954.08	아이젠하워	공화당	원자력법 개정, 민간 원전 허용
1962.11	케네디	민주당	AEC 대통령 보고서, 원전 경제성·증식로 개발 제시
1973.11	닉슨	공화당	프로젝트 인디펜던스, 원전 확대로 에너지 자급 추진
1979.12	카터	민주당	TMI 사고 이후에도 원전 유지, 안전규제 강화
1981.10	레이건	공화당	원자력 정책 이니셔티브, 인허가 기간 단축 추진
1992.10	조지 H.W. 부시	공화당	EPAct 1992, 통합허가(COL) 법제화
2000.03	클린턴	민주당	첫 원전 수명연장(60년) 승인
2005.08	조지 W. 부시	공화당	EPAct 2005, 신규 원전 세액공제·대출보증 도입
2010.02	오바마	민주당	보글 3·4호기 83억 달러 대출보증
2018.02	트럼프 1기	공화당	신규 원전 생산세액공제 기한 연장
2022.08	바이든	민주당	IRA, 기존·신규 원전 세액공제
2024.07	바이든	민주당	ADVANCE법 서명 (상원 88:2, 하원 393:13)
2024.11	바이든	민주당	2050년 원전 3배 확대 로드맵
2025.05	트럼프 2기	공화당	원자력 행정명령 4건, 2050년 400GW 목표
2025.10	트럼프 2기	공화당	웨스팅하우스와 800억 달러 AP1000 파트너십
2026.06	트럼프 2기	공화당	대형원전 10기용 장납기 기자재 금융

자료: 언론종합, 한국투자증권

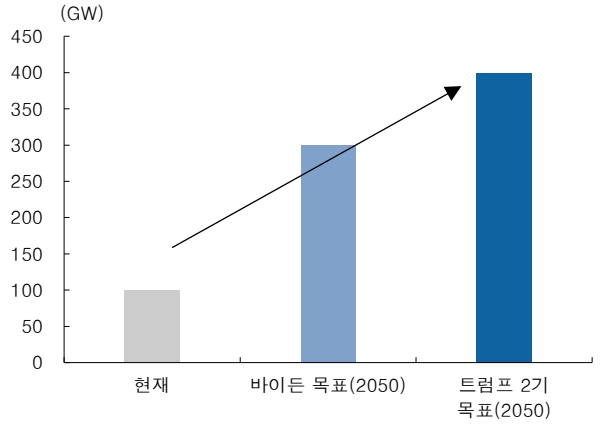
원전 건설 의지는 어느 때보다 구체적

트럼프 2기 들어 원전 정책은 어느 시기보다 구체적이다. 2025년 5월 서명한 원자력 행정명령 4건이 핵심이다. EO 14302로 2030년까지 대형원전 10기 착공이라는 목표와 시한을 정부가 직접 제시했고, 2050년 원전 설비용량을 현재 약 100GW에서 400GW로 늘리겠다는 장기 목표도 세웠다.

목표가 설득력이 있는 이유는 지금 원전을 새로 지어야 하는 상황이기 때문이다. 미국에서 운영 중인 원전 94기 가운데 68기가 가동 40년을 넘었다. 같은 기준으로 중국은 57기 중 48기가 20년 미만이다. 수명연장으로 시간을 벌어 왔지만, 노후 원전을 대체하는 동시에 설비를 네 배로 늘리려면 대규모 신규 건설이 불가피하다.

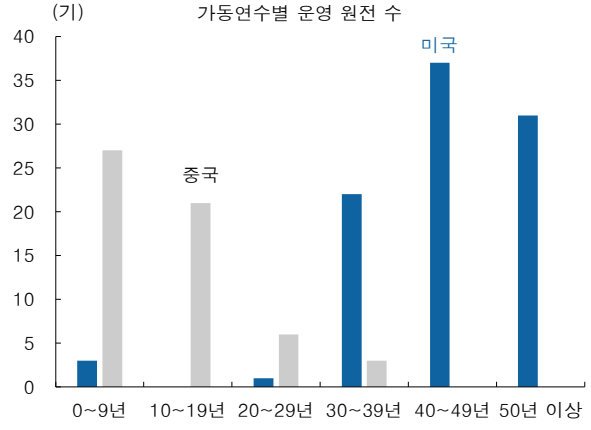
과거와의 차이도 분명하다. 2000년대 '원자력 르네상스' 때 정부의 역할은 세액공제와 대출보증 같은 인센티브 제공에 머물렀고, 20건 가까운 허가 신청 중 완공까지 간 것은 보글 3·4호기뿐이었다. 지금은 정부가 착공 기수와 시한을 제시하고, 웨스팅하우스와 800억 달러 규모의 파트너십을 맺어 사업 수익에 참여하며, 공기를 좌우하는 장납기 기자재 조달에 먼저 자금을 넣고 있다. 다만 발전소를 소유하고 전기를 팔아 투자비를 회수하는 주체는 여전히 유틸리티와 개발사다. 정부는 금융과 인허가로 이들의 발주를 뒷받침하는 후원자 역할을 맡고 있다.

[그림 92] 미국 원전 설비용량 목표, 2050년까지 4배 확대



자료: 백악관, DOE, 한국투자증권

[그림 93] 미국 원전의 72%는 가동 40년 이상



자료: IAEA PRIS, 한국투자증권

<표 11> 2000년대 원자력 르네상스 vs 트럼프 2기: 구체적인 목표와 정책 지원

구분	2000년대 원자력 르네상스	트럼프 2기
정부 역할	세액공제·대출보증 등 인센티브 제공	착공 목표·시한 제시, 사업 금융 직접 참여
정량 목표	2010년 신규 원전 가동(미달성)	2030년 대형원전 10기 착공, 2050년 400GW
인허가	Part 52 통합허가, 장기 심사	18개월 내 결정(EO 14300), Part 53 신설
금융	EPAct 2005 대출보증·생산세액공제	웨스팅하우스 800억 달러 파트너십, 장납기 기자재 금융
사업 주체	유틸리티	유틸리티·개발사 (정부는 금융·인허가 후원)
전력 수요	정체	AI 데이터센터로 급증

자료: 백악관, NRC, DOE, Westinghouse, 한국투자증권

기저에는 원자력 밸류체인 주도권 위기감

미국의 원전 확대는 전력 수요만으로 설명되지 않는다. 그 기저에는 원자력 밸류체인의 주도권을 잃었다는 미국의 위기감이 깔려 있다. 미국은 1970년대 핵확산 우려로 재처리에서 스스로 물러났다. 이후 원전 연료 공급이 자연스럽게 해외에 의존하게 되었고 미국의 2019년 우라늄 수입 의존도는 약 93%에 달했다.

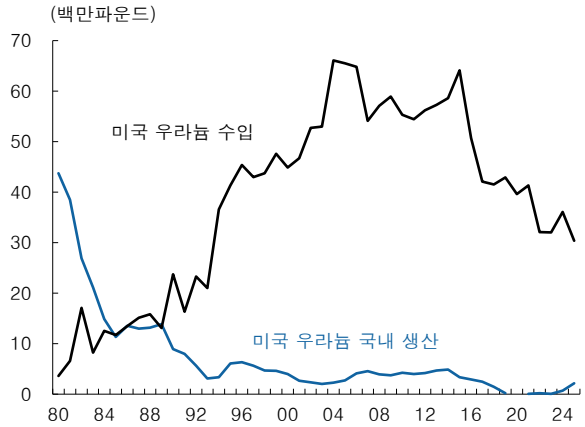
트럼프 2기는 핵연료를 만드는 과정 전체를 다시 세우고 있다. 쓰고 난 연료를 다시 쓰는 재처리 정책을 검토하라고 지시했고, 우라늄 농축을 국내에서 하기 위해 27억 달러를 투입했다. 여기에 과거 전쟁시기 군수물자 생산을 위해 만든 국방물자생산법(DPA)을 근거로 핵연료 생산을 지원하기 시작했다. 미국이 이제 핵연료를 무기처럼 안보상 반드시 확보해야 할 물자로 보고 있다는 뜻이다.

<표 12> 미국 핵연료주기: 이탈에서 재건으로

시기	단계	내용
1977	이탈	카터, 상업 재처리 무기한 연기
1978	이탈	핵비확산법(NNPA): 미국산 핵물질 재처리에 사전동의 요구
1983	이탈	의회, 클린치리버 증식로 예산 거부
1994	이탈	일체형고속로(IFR) 예산 삭감, EBR-II 가동 중단
1993~2013	의존	러시아 탄두 우라늄이 미국 원전 연료의 약 절반 충당
2009	표류	유카산 처분장 사업 중단
2019	위기 인식	우라늄 수입 의존도 약 93%, 핵연료 워킹그룹 설치
2024	재건	러시아산 저농축우라늄 수입 금지
2025	재건	EO 14302: 재처리·재활용 정책 검토 지시
2026	재건	국내 우라늄 농축에 27억 달러
2026	재건	국방물자생산법(DPA) 핵연료주기 컨소시엄 출범

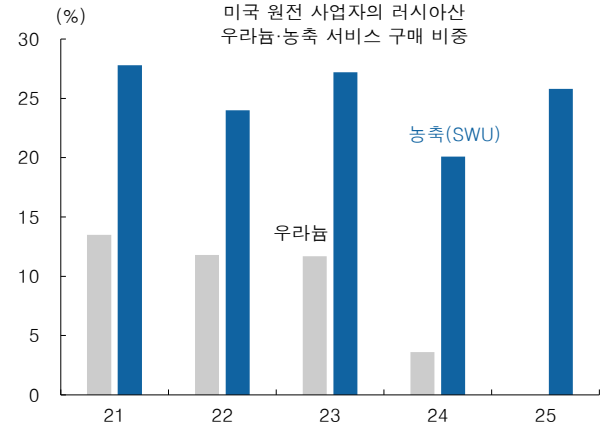
자료: DOE, EIA, 백악관, 한국투자증권

[그림 94] 미국 우라늄 국내 생산 및 수입량 추이



자료: EIA, 한국투자증권

[그림 95] 우라늄 구매는 줄였지만 농축은 줄이지 못함



자료: EIA, 한국투자증권

2. 한국 시공사로 들어올 일감

1) 원전 건설 시장: 미국은 사실상 AP1000, 유럽은 선택지가 좁아지는 중

미국 원전 건설 선택지는 한국 건설사로 좁혀지는 중

미국과 유럽의 원전 계획이 실제 공사로 이어지려면 한국 건설사가 필요하다. 원전은 아무 회사나 지을 수 없다. 중국, 러시아, 프랑스, 일본, 캐나다는 각자 독자 원전 노형을 보유하고 있고, 대부분 자국 노형만 짓는다. 그런데 미국과 유럽이 실제로 고를 수 있는 모델은 많지 않다. 미국은 사실상 자국 노형인 AP1000 하나뿐이다. 러시아와 중국은 안보 문제로 빠지고, 프랑스 모델은 미국 인허가를 받지 못했다. 문제는 노형은 있어도 지을 기업이 없다는 점이다. 수십 년간 원전을 새로 짓지 않으면서 미국 시공사의 역량은 약해졌고, 최근 완공한 보글 3·4호기도 계획보다 7년가량 늦어졌다.

유럽도 마찬가지

유럽은 선택지가 더 많지만 실제로는 좁아지고 있다. 러시아는 사실상 배제됐고, 캐나다 모델은 방식이 달라 쓸 수 있는 나라가 적다. 그 결과 새로 원전을 짓는 나라들의 입찰은 미국 모델(AP1000), 한국 모델(APR), 프랑스 모델(EPR)의 3파전으로 좁혀지고 있다. 다만 프랑스 EDF는 상업운전 기준으로 2007년에 착공한 플라망빌 3호기를 착공 18년 만에 가동하면서 신뢰를 잃었고, 2024년 체코 입찰에서는 한국에 졌다. 이후 프랑스 EDF는 국내 신규 원전 6기에 집중하기 위해 일부 해외 사업에서 철수하기로 했다. 사실상 미국과 한국 모델이 유럽 신규 시장을 이끄는 구도다.

결국 수혜는 한국 시공사

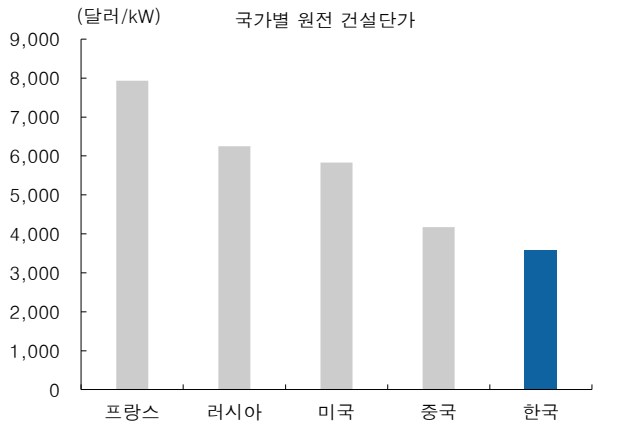
이 두 모델을 모두 지을 수 있는 나라가 한국이다. 한국은 고리 1호기부터 꾸준히 미국 모델을 지어 왔고, 한국 모델로 UAE 바라카 원전 4기를 완공했다. 짓는 비용도 킬로와트당 3,571달러로 미국, 프랑스보다 훨씬 싸다. 미국과 유럽 모두 한국 건설사를 찾을 수밖에 없는 이유다.

[그림 96] 미국과 유럽의 선택지

노형 (국가)	미국	유럽
AP1000 (미국)	O	O
APR (한국)	X	△
EPR (프랑스)	X	△
VVER (러시아)	X	X
화룽원 (중국)	X	X
ABWR (일본)	X	X
CANDU (캐나다)	X	△

자료: 한국투자증권

[그림 97] 나라별 원전 시공 단가



자료: World Nuclear Association(2021), 한국투자증권

2) 한국은 두 갈래로 나뉜다

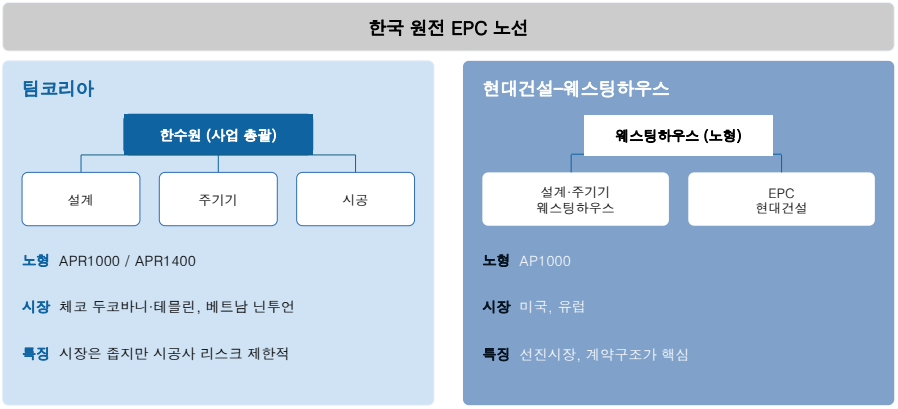
팀코리아와 WEC와 독자진출

한국의 대형원전 해외 진출은 두 가지 노선으로 나뉜다. 첫째는 한수원이 주도하는 팀코리아다. 국내 기업이 설계, 주기기, 시공을 맡아 APR을 수출한다. 한계는 시장이 좁다는 점이다. 2025년 웨스팅하우스와의 지재권 합의로 북미, 체코를 제외한 EU, 영국, 일본 등은 웨스팅하우스만 진출할 수 있게 됐다. 그럼에도 체코 두코바니(약 26조원)를 확보했고, 체코 테믈린과 베트남 등 후속 사업도 남아 있다. 둘째는 웨스팅하우스와 손잡은 현대건설이다. 2022년 국내 건설사 최초로 AP1000 공동 진출 협약을 맺었고, 이후 불가리아, 슬로베니아, 핀란드에 이어 미국 페르미 아메리카 4기와 네덜란드 2기의 설계 단계 계약까지 확보했다. 팀코리아가 들어갈 수 없는 미국·유럽 선진시장을 열고 있는 셈이다.

계약구조가 중요

현 시점 가장 중요한 것은 계약구조다. 주택 손실이 예비비 없이 고정가격으로 착공한 현장에서 나왔듯, 원전의 대규모 손실도 고정가격 계약에서 나왔다. 10년 전 웨스팅하우스는 보글·VC서머 원전의 공사 리스크를 고정가격으로 떠안았다가 2017년 파산했다. 지금은 다르다. AP1000을 지을 수 있는 시공사는 손에 꼽히는데 미국과 유럽 사업이 동시에 쏟아지면서, 시공사가 무리하게 리스크를 떠안기보다 예비비를 확보할 수 있는 구조로 계약할 것으로 전망한다. 두 노선 모두 긍정적이다. 현대건설은 선진시장에서 유리한 계약구조로, 팀코리아는 좁지만 안정적인 시장에서 수익을 더할 것이다.

[그림 98] 한국 시공사의 두 가지 노선: 팀코리아와 웨스팅하우스



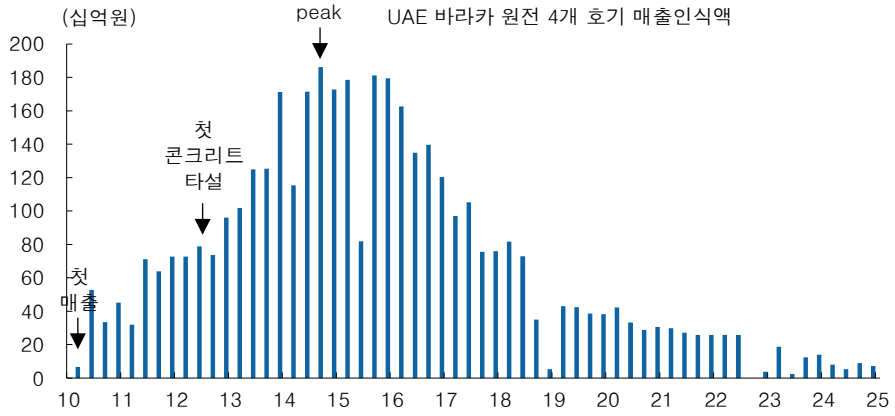
자료: 한국투자증권

3) 느려도 확실한 성장 기회

원래 시간이 필요한 산업

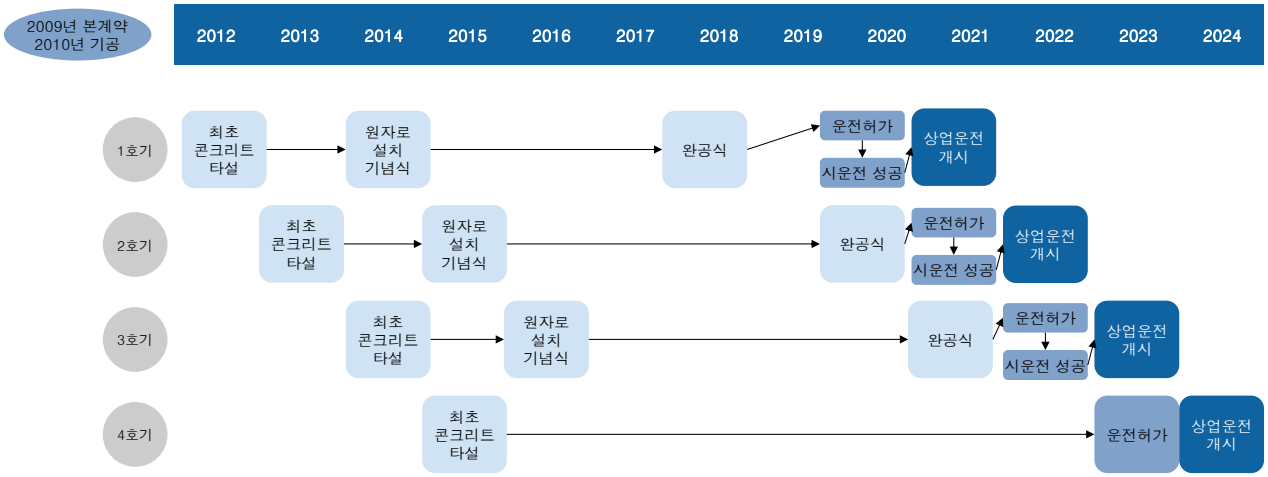
원전 수주는 본계약까지 시간이 오래 걸리고 계약 이후에도 착공까지는 수년이 걸린다. 체코 두코바니만 해도 2025년 본계약 이후 2029년 착공, 2036년 1호기 상업운전이 목표다. 다만 이는 원전 산업의 본래 속성에 가깝다. 중요한 것은 마진이다. 원전의 수익성도 결국 계약 시점에 리스크를 얼마나 공사비에 담았느냐가 결정한다. 지을 수 있는 시공사가 제한된 지금의 구도에서는 시간이 걸리더라도 첫 호기는 충분한 예비비를 확보한 좋은 마진 구조로 계약될 가능성이 높다고 판단한다. 체코 테믈린, 불가리아 코즐로두이, 네덜란드 보르셀, 미국 대형원전으로 이어지는 파이프라인도 열려 있다.

[그림 99] UAE 바라카 원전 매출인식 타임라인: 느려도 장기적으로 큰 외형과 마진 확보 가능



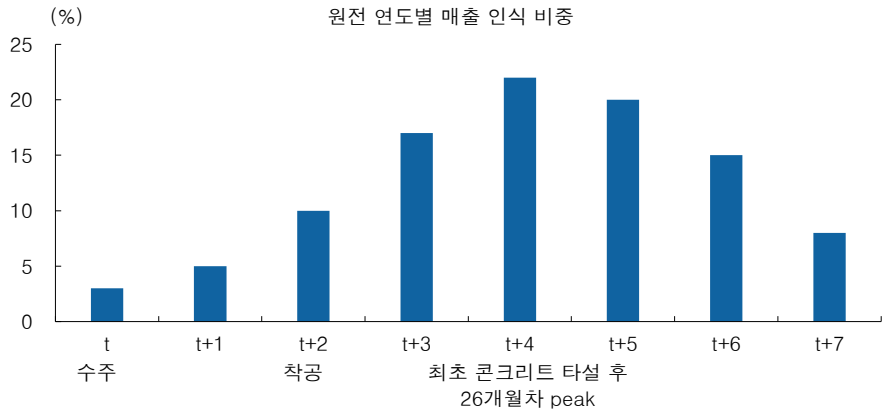
주: 현대건설 기준(시공지분 55%). 매출 인식률=누적 완성공사액/계약금액(반기보고서). 회계상 진행률(누적발생원가/추정총원가)과 상이
자료: 현대건설, 한국투자증권 추산

[그림 100] UAE 바라카 원전 타임라인



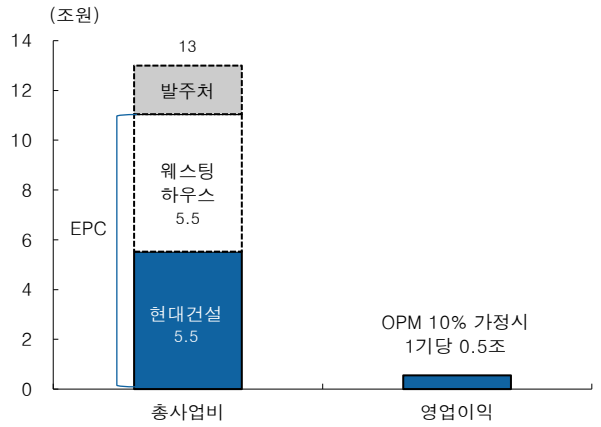
자료: 언론종합, 한국투자증권

[그림 101] 대형원전 수주 이후 원전 매출 인식 타임라인



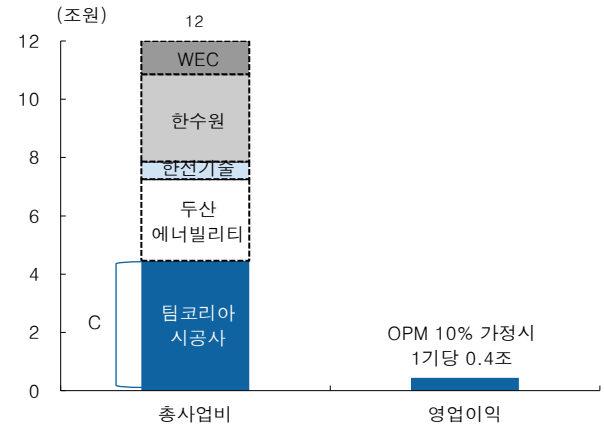
자료: 한국투자증권 추정

[그림 102] 현대건설-웨스팅하우스 1기당 실적 기여



주: 2Q26 카메코는 트윈팩 프로젝트 비용이 200억~260억달러로 발표
자료: Cameco, 한국투자증권 추정

[그림 103] 팀코리아 1기당 실적 기여



자료: 한국투자증권 추정

<표 13> 한국 원전 시공사 노선별 파이프라인 전망

(단위: 조원)

	규모	24	25	26F	27F	28F	29F	30F	31F	32F	33F	34F	35F	36F	37F	38F	39F	40F	41F
■ 현대건설 참여(웨스팅하우스 협업)																			
미국 페르미 마타도르 AP1000×4 (4.4GW)	12.0			FEED	EPC		착공					1호기	2호기	3호기	4호기				
미국 한미 원전 8기 AP1000×6+APR1400×2				MOU															
불가리아 코즐로두이 7·8 AP1000×2 (2.3GW)	8.0				EPC		착공					7호기	8호기						
네덜란드 AP1000×2				FEED					착공										
핀란드 포툼 대형/SMR 미정									사업 초기 단계										
슬로베니아 JEK2 최대 2.4GW									사업 초기 단계										
■ 팀코리아(한전·한수원 주도)																			
UAE 바라카 APR1400×4 (5.6GW)	6.3	완공																	
체코 두코바니 5·6 APR1000×2	6.0	우협			EPC		착공							5호기	6호기				
체코 테믈린 3·4 2기	두코바니 계약 옵션으로 체코의 EPC 행사 권리가 포함. 2027년 건설 여부 결정 예정																		
베트남 닌투언 2 2기 (15~18조원)			日철수	MOU								목표							
한국 영덕 신규 APR1400×2 (2.8GW)				부지												목표			
튀르키예 시놉 4기 거론			MOU																
사우디 2기 거론	중장기 팀코리아 후보지. 입찰이 여러 차례 연기된 프로젝트																		

자료: 각 사, 언론종합, 한국투자증권 추정

This page is left blank intentionally

VI. 기업분석

GS건설(006360)	매수(신규)/TP: 53,000원
현대건설(000720)	매수(신규)/TP: 112,000원
삼성E&A(028050)	매수(신규)/TP: 80,000원
DL이앤씨(375500)	매수(신규)/TP: 72,000원
대우건설(047040)	중립

GS건설(006360)

매수(신규) / TP: 53,000원

주가(11/5, 원)	27,950
시가총액(십억원)	2,392
발행주식수(백만)	86
52주 최고/최저가(원)	43,100/18,110
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	60,003
유동주식비율(%)	75.7
외국인지분율(%)	22.1
주요주주(%) 허창수 외 14 인	23.0
국민연금공단	12.9

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2024A	12,864	286	246	2,893	NM	495	6.0	11.2	0.3	5.6	1.7
2025A	12,450	438	94	1,073	(62.9)	675	18.4	7.9	0.3	2.0	2.5
2026F	10,629	356	163	1,916	78.5	584	14.6	10.3	0.5	3.3	1.8
2027F	11,858	643	365	4,296	124.2	883	6.5	6.8	0.4	7.1	1.8
2028F	12,797	876	517	6,092	41.8	1,131	4.6	5.2	0.4	9.3	1.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

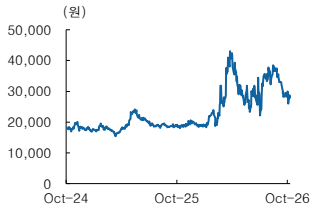
KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
63	72	55	63

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(15.4)	(22.3)	53.8
상대주가(%p)	7.7	0.1	19.4

주가추이



본업과 신사업의 하모니, Xi에 AI를 더하다

GS건설에 대해 건설업종 최선호주로 투자의견 매수, 목표주가 53,000원을 제시한다. 목표주가는 2027년 말 BPS에 Target P/B 0.85배를 적용해 산출했다. 주택 마진 개선과 매출 확대 전망에 신사업 기대감이 더해졌던 2021년과 환경이 유사하다고 판단해, 당시 12MF P/B 상단을 적용했다.

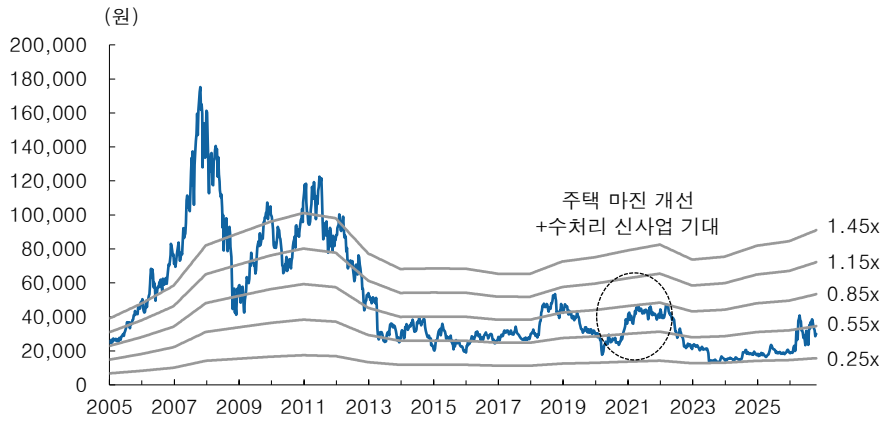
주택의 정석: GS건설은 내년 큰 폭의 주택 턴어라운드와 그룹사 AI 데이터센터의 착공이 기대된다. 현재 PBR은 0.5배로 회복을 넘어 성장 국면에 있는 주택 이익과 비주택 데이터센터 신사업을 감안하면 과도한 저평가 구간이다.

2027년 Preview: 2027년 매출액은 11.9조원(+11.6% YoY), 영업이익은 6,430억원(+81.3% YoY)으로 전망한다. 내년 실적의 특징은 세가지다. 첫째, 매출 믹스가 개선되며 추가적인 마진 상승이 기대된다. 2026년 분양은 16,700세대로 지난해의 약 두 배 수준이다. 이미 마진을 높게 잡고 들어갔거나 실행원가를 현실화했다면 경상이익으로 잡힐 수도 있으나 올해 보수적인 회계기조를 감안할 시 가능성이 낮다. 매출 믹스 개선과 더불어 올해 착공현장들의 실행원가 현실화 이익이 기대된다. 둘째, GS AI 데이터센터가 실적에 반영되기 시작할 것이다. 현재 내년초 착공을 앞두고 있으며, 테넌트와의 협상 단계다. 100MW 가정 시 2027년에 매출 약 5,400억원과 영업이익 432억원이 기대된다. 셋째, 주요 플랜트 대형 현장 3건(사우디 파드힐리, LG화학 오로라, 동북아 LNG)이 모두 순항 중이다. 올해 발생한 플랜트 원가율 상승은 과거 현장의 영향이었으며 예상되는 중장기 손실을 모두 반영하여 향후 추가적인 손실 발생 가능성이 낮다. 회사는 연말까지 보수적인 회계 기조를 유지할 것으로 4분기 원가율에 대한 기대는 낮추었으나 이는 내년 수익성에는 오히려 긍정적으로 작용할 전망이다.

AI DC 착공 가시화: GS건설은 국내 최다 데이터센터 시공 실적을 보유하고 있다. 현재 그룹사 차원에서 진행되고 있는 동해 AI 데이터센터는 건축 부문의 외형 성장을 이끌 미래 성장동력이다. GS가 보유한 부지는 약 18만평으로, 내년 초 착공 예정인 100MW 시설의 부지 면적(약 2만평)과 같은 밀도를 가정하면 약 900MW까지 건설할 수 있다. 전체 계획인 2.4GW를 위한 추가 부지 확보에 시간이 걸리더라도, 수요만 뒷받침되면 900MW까지는 첫 사업과 같이 빠른 절차를 거쳐 착공할 수 있을 것으로 예상한다. 추정치에는 착공이 가시화된 100MW만 반영했다. 내년초까지 잠재 테넌트와 1단계 계약 추진 중이며 중간선거 이후 미국에 데이터센터를 짓기 어려운 환경이 되며 반사 수혜가 기대된다. 후속 사업 진행 상황에 따라 주가 업사이드 모멘텀이 열려 있다.

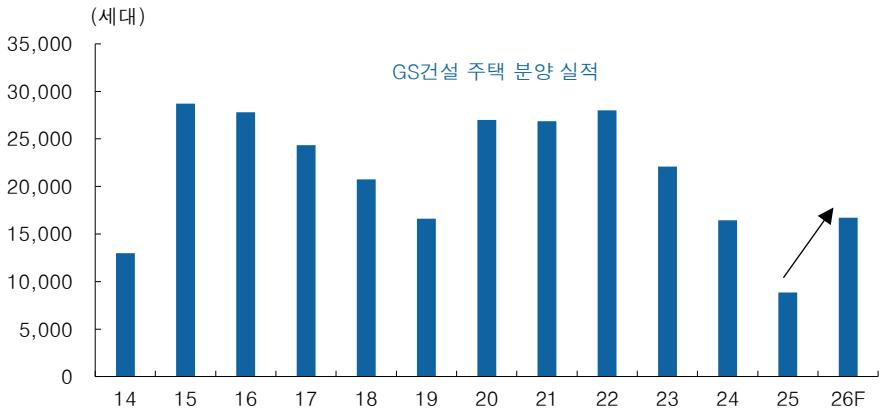
황현정
hj.hwang@koreainvestment.com

[그림 104] GS건설 12MF PB 밴드



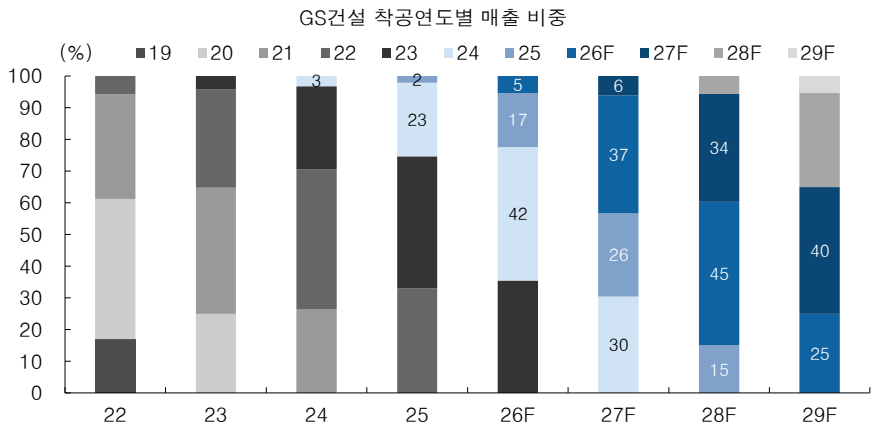
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 105] GS건설 주택 분양 추이



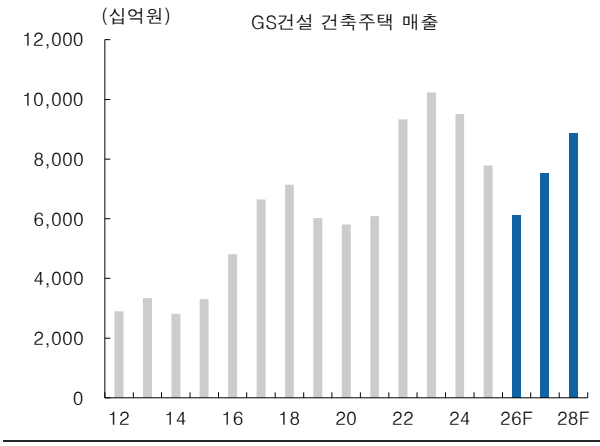
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 106] GS건설 착공연도별 주택 매출 비중



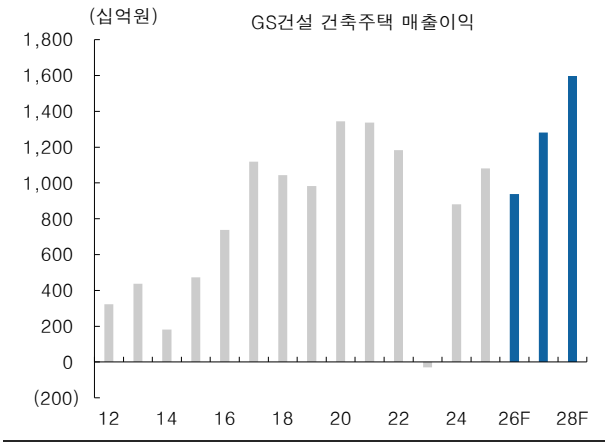
자료: GS건설, 한국투자증권 추정

[그림 107] GS건설 건축주택 매출액



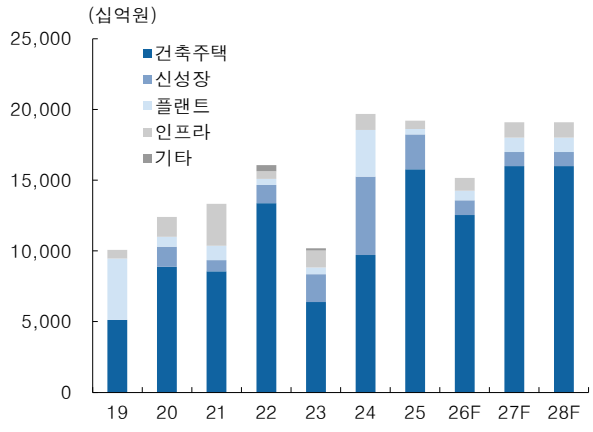
자료: GS건설, 한국투자증권

[그림 108] GS건설 건축주택 매출이익



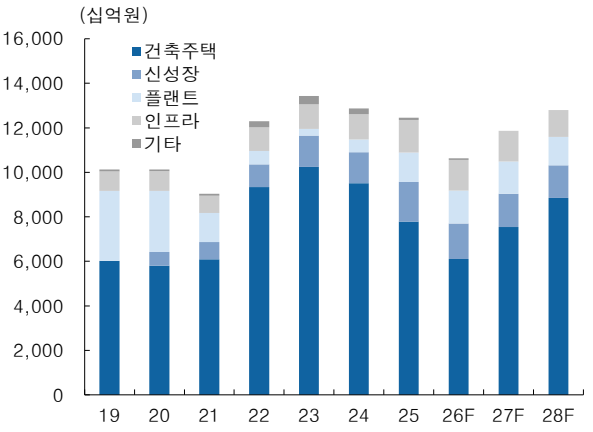
자료: GS건설, 한국투자증권 추정

[그림 109] GS건설 사업부별 신규수주



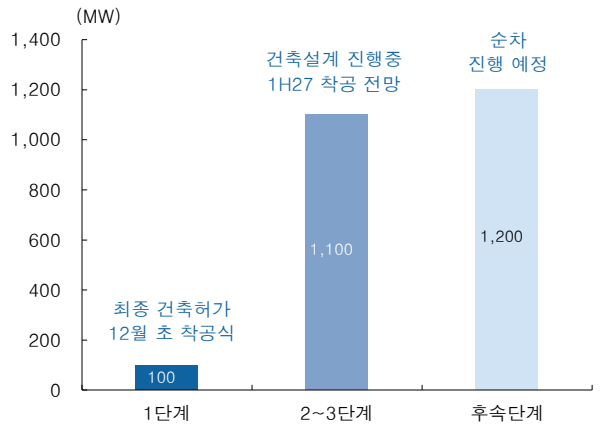
자료: GS건설, 한국투자증권

[그림 110] GS건설 사업부별 매출액



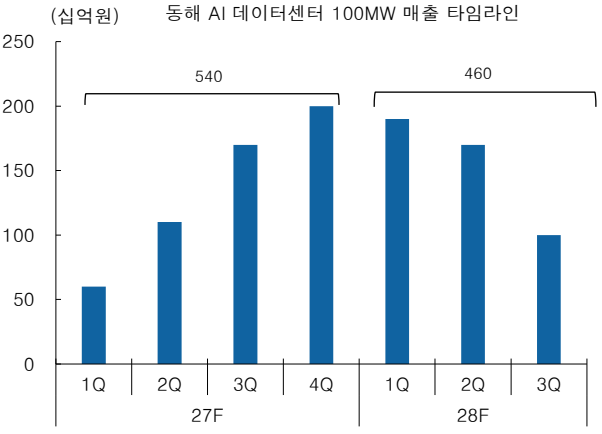
자료: GS건설, 한국투자증권

[그림 111] GS 동해 AI DC 프로젝트



자료: GS건설, 한국투자증권

[그림 112] GS 동해 AI DC 1단계(100MW) 매출 타임라인



자료: GS건설, 한국투자증권 추정

<표 14> GS 동해 AI 데이터센터 프로젝트 타임라인

날짜	내용
2026.06	GS, 데이터센터 전담법인 설립
2026.06	정부, 3대 메가 프로젝트 공개
2026.06	동해시, AI 산업도시 대전환 선언
2026.07	GS, 강원 부지 18만 평 확보 보도
2026.07	강원도-동해시-GS, 민관 MOU
2026.09	동해시, AI위원회 출범
2026.09	동해시, 전력인입용 지중선로 공사 주민설명회
2026.09	GS, 장래사업·경영계획 공시(1.2GW, 투자 약 15조)
2026.10	동해시, 1단계 건축허가(수전 100MW, IT 약 70MW)
2026.10	전력인입용 지중선로 공사 착공
2026.10	북평제2산단 4·5부지(2·3단계) 정보서비스업 허용 관리기본계획 변경 고시
2026.10	단지 전체 1.2GW 전력계통영향평가 승인 고시 최종 완료
2026.10	송변전 인프라 공사 약 2,500억 수주·착공. 100MW 부지 토목(파일 등, 소규모) 발주 예정
2026.11	건축 구역 펜스 설치, 가설사무실 착수. 강원도·동해시·GS 현장 실무회의
2026.11(예정)	동해시-GS, 1단계 주민설명회
2026.12(예정)	GS건설, 1단계 착공식
1Q27(예정)	1단계 본공사 실질 착공
1H27(예정)	2·3단계 착공 가능성(현재 건축 설계 중)
3Q28(예정)	1단계 100MW 운영 개시 목표
2028(예정)	1.2GW 준공 목표
2029(예정)	추가 1.2GW 준공 목표

자료: GS건설, 언론보도, 한국투자증권

<표 15> GS 동해 AI 데이터센터 실적 전망: 보수적으로 가정해도 2028년 영업이익 800억 수준

(단위: 십억원)

	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28	1Q29	2Q29	3Q29	4Q29	2027	2028	2029
준공 타임라인															
100MW	착공						준공								
100MW					착공						준공				
100MW									착공						
매출액															
100MW	60	110	170	200	190	170	100						540	460	
100MW					60	110	170	200	190	170	100			540	460
100MW									60	110	170	200			540
	60	**110**	**170**	**200**	**250**	**280**	**270**	**200**	**250**	**280**	**270**	**200**	**540**	**1,000**	**1,000**
영업이익(8% 가정)															
100MW	4.8	8.8	13.6	16.0	15.2	13.6	8.0						43.2	36.8	
100MW					4.8	8.8	13.6	16.0	15.2	13.6	8.0			43.2	36.8
100MW									4.8	8.8	13.6	16.0			43.2
	4.8	**8.8**	**13.6**	**16.0**	**20.0**	**22.4**	**21.6**	**16.0**	**20.0**	**22.4**	**21.6**	**16.0**	**43.2**	**80.0**	**80.0**

주: 1MW당 100억원, 100MW씩 1년 단위로 300MW만 착공한다는 가정
자료: 한국투자증권

<표 16> GS건설 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2026F				2027F				연간			
	1Q	2Q	3QP	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	2025	2026F	2027F	2028F
신규수주	**2,603**	**3,302**	**3,958**	**5,300**	**4,750**	**4,800**	**4,750**	**4,800**	**19,207**	**15,163**	**19,100**	**19,100**
증가율	*(44.1)*	*2.2*	*(11.1)*	*(22.8)*	*82.5*	*45.4*	*20.0*	*(9.4)*	*(2.4)*	*(21.1)*	*26.0*	*0.0*
건축주택	2,397	2,809	3,343	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	15,774	12,549	16,000	16,000
플랜트	(8)	36	39	600	250	250	250	250	381	667	1,000	1,000
인프라	60	132	315	400	250	300	250	300	592	907	1,100	1,100
신성장	153	326	261	300	250	250	250	250	2,461	1,040	1,000	1,000
수주잔고	**72,131**	**73,474**	**71,703**	**74,277**	**76,153**	**78,020**	**79,825**	**81,519**	**70,553**	**74,277**	**81,519**	**87,822**
건축주택	41,418	42,797	44,672	47,019	49,233	51,362	53,513	55,479	40,661	47,019	55,479	62,626
플랜트	3,638	3,308	2,729	2,975	2,838	2,719	2,615	2,525	3,894	2,975	2,525	2,252
인프라	5,668	5,451	5,276	5,359	5,288	5,271	5,152	5,091	5,678	5,359	5,091	4,983
신성장	21,407	21,918	19,026	18,945	18,816	18,690	18,566	18,445	20,320	18,945	18,445	17,983
매출액	**2,401**	**2,779**	**2,744**	**2,705**	**2,874**	**2,933**	**2,945**	**3,105**	**12,450**	**10,629**	**11,858**	**12,797**
증가율	*(21.6)*	*(13.0)*	*(14.5)*	*(9.3)*	*19.7*	*5.5*	*7.3*	*14.8*	*(3.2)*	*(14.6)*	*11.6*	*7.9*
건축주택	1,421	1,537	1,500	1,653	1,787	1,871	1,849	2,033	7,787	6,111	7,540	8,853
플랜트	254	402	457	355	387	369	353	340	1,320	1,467	1,449	1,274
인프라	326	397	344	317	322	317	369	361	1,462	1,383	1,368	1,208
신성장	371	421	423	381	379	376	374	371	1,779	1,595	1,500	1,461
매출원가	**2,202**	**2,374**	**2,438**	**2,361**	**2,497**	**2,543**	**2,555**	**2,685**	**11,105**	**9,375**	**10,281**	**10,932**
매출원가율	***91.7***	***85.4***	***88.8***	***87.3***	***86.9***	***86.7***	***86.8***	***86.5***	***89.2***	***88.2***	***86.7***	***85.4***
건축주택	*87.6*	*82.4*	*84.4*	*84.4*	*83.0*	*83.0*	*83.0*	*83.0*	*86.1*	*84.6*	*83.0*	*82.0*
플랜트	*124.2*	*107.0*	*95.5*	*95.5*	*95.5*	*95.5*	*95.5*	*95.5*	*93.0*	*103.6*	*95.5*	*95.5*
인프라	*96.1*	*78.0*	*104.5*	*98.0*	*98.0*	*98.0*	*98.0*	*98.0*	*93.8*	*93.4*	*98.0*	*98.0*
신성장	*81.7*	*80.6*	*83.4*	*83.4*	*87.0*	*87.0*	*86.0*	*86.0*	*95.4*	*82.3*	*86.5*	*87.0*
매출총이익	**198**	**405**	**306**	**343**	**377**	**390**	**390**	**420**	**1,345**	**1,254**	**1,577**	**1,865**
판매관리비	**125**	**314**	**211**	**249**	**236**	**226**	**224**	**248**	**907**	**898**	**934**	**989**
판관비율	*5.2*	*11.3*	*7.7*	*9.2*	*8.2*	*7.7*	*7.6*	*8.0*	*7.3*	*8.4*	*7.9*	*7.7*
영업이익	**73**	**91**	**96**	**94**	**141**	**164**	**166**	**172**	**438**	**355**	**643**	**876**
증가율	*4.4*	*(43.6)*	*(35.7)*	*66.0*	*92.2*	*79.6*	*73.9*	*81.8*	*53.1*	*(19.0)*	*81.3*	*36.3*
영업이익률	*3.1*	*3.3*	*3.5*	*3.5*	*4.9*	*5.6*	*5.6*	*5.5*	*3.5*	*3.3*	*5.4*	*6.8*
세전이익	**64**	**47**	**51**	**98**	**120**	**142**	**145**	**150**	**147**	**260**	**557**	**789**
지배주주순이익	**0**	**3**	**95**	**64**	**78**	**93**	**95**	**98**	**94**	**162**	**365**	**517**
증가율	*(99.8)*	*NM*	*6.0*	*68.8*	*142,471.3*	*3,537.3*	*(0.7)*	*53.4*	*(61.9)*	*73.2*	*125.1*	*41.8*

자료: 한국투자증권

<표 17> GS건설 목표주가 53,000원으로 제시

구분		계산(출처)	단위	내용	비고
2027F BPS	ⓐ		원	62,744	
Target P/B	ⓑ		배	0.85	
목표주가	ⓒ	ⓒ=ⓐxⓑ	원/주	53,000	
현재주가	ⓓ		원/주	27,950	2026년 11월 5일 종가
상승여력	ⓔ		%	89.6	

자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

GS건설은 1969년 설립된 종합건설사로, GS그룹 계열사. 사업부문은 건축·주택, 인프라, 플랜트, 신사업으로 구성. 주택 사업은 '자이(Xi)' 브랜드로 운영. 신사업 부문은 수처리 자회사 GS이니마, 모듈러 주택, 베트남 개발사업 등이 포함되며, GS이니마는 매각 계약을 체결해 2027년 매각이 예정

손익계산서

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**12,864**	**12,450**	**10,629**	**11,858**	**12,797**
매출원가	11,750	11,105	9,375	10,281	10,932
매출총이익	1,114	1,345	1,254	1,577	1,865
판매관리비	828	907	898	934	989
영업이익	**286**	**438**	**356**	**643**	**876**
영업이익률(%)	*2.2*	*3.5*	*3.3*	*5.4*	*6.8*
EBITDA	495	675	584	883	1,131
EBITDA Margin(%)	*3.8*	*5.4*	*5.5*	*7.4*	*8.8*
영업외수익	156	(291)	(95)	(86)	(87)
금융수익	396	357	297	304	304
금융비용	617	574	594	496	496
기타영업외손익	384	(83)	197	100	100
관계기업관련손익	(7)	10	6	5	5
세전계속사업이익	**442**	**147**	**261**	**557**	**789**
법인세비용	178	54	91	156	221
연결당기순이익	264	93	169	401	568
지배주주지분순이익	**246**	**94**	**163**	**365**	**517**
지배주주순이익률(%)	*1.9*	*0.8*	*1.5*	*3.1*	*4.0*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	(4.3)	(3.2)	(14.6)	11.6	7.9
영업이익 증가율	NM	53.1	(18.8)	80.8	36.3
지배주주순이익 증가율	NM	(61.9)	73.9	124.2	41.8
EPS 증가율	NM	(62.9)	78.5	124.2	41.8
EBITDA 증가율	NM	36.5	(13.5)	51.1	28.1

재무상태표

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	**17,803**	**18,460**	**18,268**	**18,409**	**19,536**
유동자산	8,667	9,074	8,907	9,098	9,517
현금성자산	2,083	3,016	3,189	3,320	3,583
매출채권및기타채권	2,841	2,664	2,445	2,490	2,559
재고자산	1,280	1,163	1,037	1,067	1,198
비유동자산	9,137	9,386	9,361	9,312	10,019
투자자산	3,032	3,260	3,459	3,396	3,665
유형자산	2,639	1,626	1,743	1,860	1,978
무형자산	1,064	1,191	1,017	949	1,024
부채총계	**12,716**	**12,936**	**12,569**	**12,303**	**12,855**
유동부채	9,032	7,832	7,425	7,029	7,457
매입채무및기타채무	2,809	2,691	2,547	2,563	2,559
단기차입금및단기사채	1,131	991	1,028	1,065	1,103
유동성장기부채	1,997	1,178	1,146	1,114	1,083
비유동부채	3,684	5,104	5,144	5,274	5,399
사채	352	439	402	338	282
장기차입금및금융부채	2,602	3,958	4,084	4,202	4,325
자본총계	**5,087**	**5,524**	**5,699**	**6,106**	**6,681**
지배주주지분	4,414	4,793	4,960	5,326	5,845
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	924	923	923	923	923
기타자본	(98)	98	98	98	98
이익잉여금	3,266	3,342	3,462	3,784	4,259
비지배주주지분	**673**	**731**	**739**	**780**	**835**
순차입금	3,398	2,986	2,906	2,862	2,688

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	**268**	**592**	**331**	**201**	**1,075**
당기순이익	264	93	169	401	568
유형자산감가상각비	181	207	201	214	227
무형자산상각비	28	31	28	26	28
자산부채변동	(367)	(114)	(67)	(519)	167
기타	162	375	0	79	85
투자활동현금흐름	**(549)**	**(247)**	**(208)**	**(56)**	**(796)**
유형자산투자	(416)	(226)	(325)	(338)	(351)
유형자산매각	48	7	7	7	7
투자자산순증	150	(265)	(147)	113	(220)
무형자산순증	(109)	(67)	147	42	(103)
기타	(222)	304	110	120	(129)
재무활동현금흐름	**77**	**574**	**50**	**(14)**	**(17)**
자본의증가	98	12	0	0	0
차입금의순증	(99)	(74)	99	64	77
배당금지급	(32)	(42)	(42)	(42)	(42)
기타	110	678	(7)	(36)	(52)
기타현금흐름	43	15	0	0	0
현금의증가	**(162)**	**933**	**173**	**132**	**263**
FCF	(214)	(521)	356	56	520

주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	2,893	1,073	1,916	4,296	6,092
BPS	51,998	56,462	58,427	62,744	68,857
DPS	300	500	500	500	500
수익성(%)					
ROA	1.5	0.5	0.9	2.2	3.0
ROE	5.6	2.0	3.3	7.1	9.3
배당수익률	1.7	2.5	1.8	1.8	1.8
배당성향	10.4	45.4	26.1	11.6	8.2
안정성					
부채비율(x)	250.0	234.2	220.5	201.5	192.4
차입금/자본총계비율(%)	122.1	120.8	118.8	111.9	103.4
이자보상배율(x)	0.9	1.3	1.0	1.9	2.6
순차입금/EBITDA(x)	6.9	4.4	5.0	3.2	2.4
Valuation(x)					
PER	6.0	18.4	14.6	6.5	4.6
최고	7.5	23.2	23.4	10.4	7.4
최저	4.8	14.2	9.5	4.2	3.0
PBR	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4
최고	0.4	0.4	0.8	0.7	0.7
최저	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	11.2	7.9	10.3	6.8	5.2

현대건설(000720)

매수(신규) / TP: 112,000원

주가(11/5, 원)	83,300
시가총액(십억원)	9,276
발행주식수(백만)	111
52주 최고/최저가(원)	188,700/59,300
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	89,453
유동주식비율(%)	65.1
외국인지분율(%)	26.2
주요주주(%) 현대자동차 외 5 인	34.9
국민연금공단	10.0

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2024A	32,670	(1,263)	(169)	(1,501)	NM	(1,042)	NM	NM	0.4	(2.1)	2.4
2025A	31,063	653	373	3,319	NM	854	21.1	9.4	1.0	4.6	1.1
2026F	26,577	841	461	4,096	23.4	1,043	19.1	8.9	1.0	5.5	1.0
2027F	28,252	1,013	582	5,177	26.4	1,223	15.1	7.7	1.0	6.6	1.0
2028F	30,272	1,291	715	6,362	22.9	1,509	12.3	6.4	0.9	7.7	1.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

달라진 것은 없다

현대건설에 대해 투자의견 매수와 목표주가 112,000원을 제시한다. 목표주가는 2027년 말 예상 BPS에 Target P/B 1.40배를 적용해 산출했다. Target 멀티플은 2010년대 중동 플랜트 발주 사이클의 하단으로 적용했다. 본계약이 현실화되기까지 일정 시간이 필요하는 판단으로, 본계약 가시화에 따라 멀티플을 높여나갈 계획이다.

주택과 원전 모두 유효: 현대건설은 주택과 원전 모멘텀이 모두 유효하다. 주택 경상 마진은 15% 수준으로 안정화될 것이며 내년 하반기는 원전 수주 가능성을 열어두어야 한다. 이익이 안정화되는 시기에 당장 내년의 주택 매출 증가폭은 아쉽지만 대형 복합개발 현장과 내년 주택 착공 증가로 2028년부터는 주택 매출이 턴어라운드 할 것으로 전망한다. 둘째, 원전 모멘텀도 이어지고 있다. 연말 팰리세이즈 SMR 부분 계약이 기대되는 만큼, 원전 업종의 투자심리 환기 가능성에 주목해야 한다.

2027년 Preview: 2027년 연결 매출액은 26.8조원(+2.4% YoY), 영업이익은 1.0조원(+20.2% YoY)으로 전망한다. 주목할 점은 세가지다. 첫째, 하반기 대형 주택현장 준공에 따른 준공정산이 기대된다. 2027년 11월 디에이치반포124(4.0조원) 현장 준공으로 올해에 비해 준공정산 현장 비중이 약 두배 이상 늘어날 것으로 추정한다. 둘째, 복합개발 사업이 본격적인 공사 단계에 진입한다. 이미 착공한 CJ 가양동 부지(1.6조원), 복정역세권(3.0조원)에 이어 현대차 GBC(1.8조원) 현장의 착공이 전망된다. 셋째, 마진을 끌어내리던 플랜트가 매출에서 사라진다. 사우디 아미랄, 국내 샤힌 등 원가율이 높아 전체 이익률을 끌어내리던 현장이 2026년 중 마무리된다.

독보적인 원전 시공사: 최근 본계약 부재와 원전업종 노이즈로 원전에 대한 기대가 일정 수준 내려왔으나, 현대건설의 독자노선은 여전히 유효하며 대체 불가능한 원전 시공 역량은 장기간 대규모 이익으로 돌아올 것이다. 미국 팰리세이즈 SMR, 불가리아 코즐로두이, 페르미 아메리카의 계약이 가시화되면 현대건설은 주택의 안정적인 이익과 원전으로의 성장을 동시에 누리게 된다. 원전 수주가 현실화될 경우 실적과 밸류에이션이 모두 한 단계 높아질 수 있는 만큼, 지금은 하방보다 상승 리스크에 대비해야 할 시점이다.

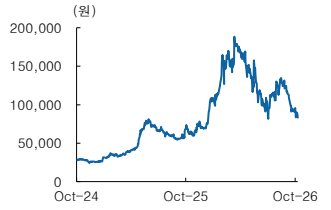
KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
63	74	59	57

주가상승률

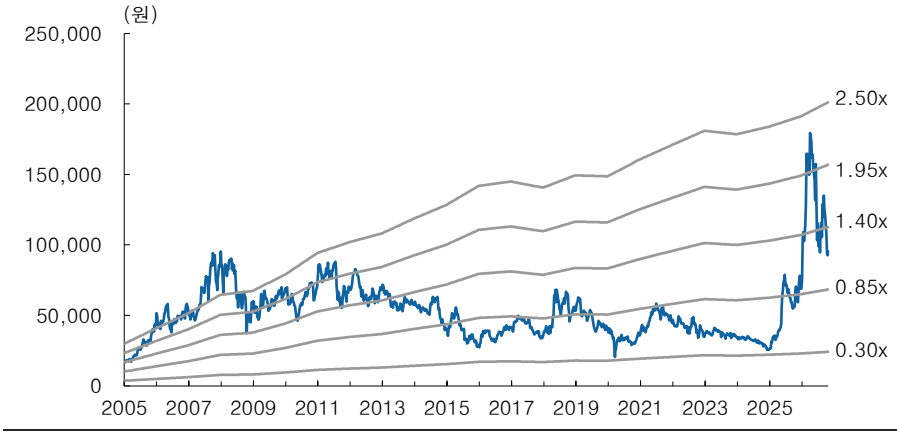
	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(27.2)	(47.7)	29.5
상대주가(%p)	(4.1)	(25.4)	(4.9)

주가추이



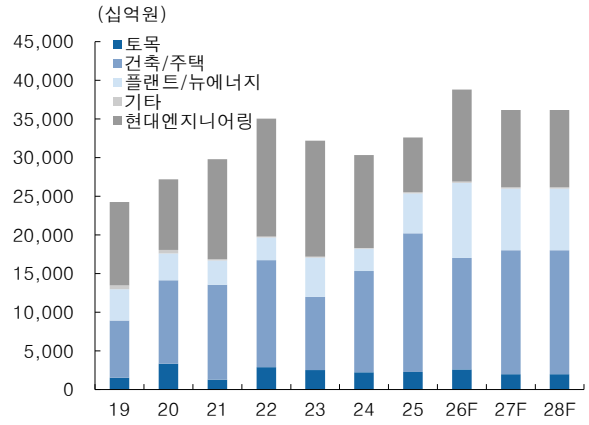
황현정
hj.hwang@koreainvestment.com

[그림 113] 현대건설 12MF PB 밴드



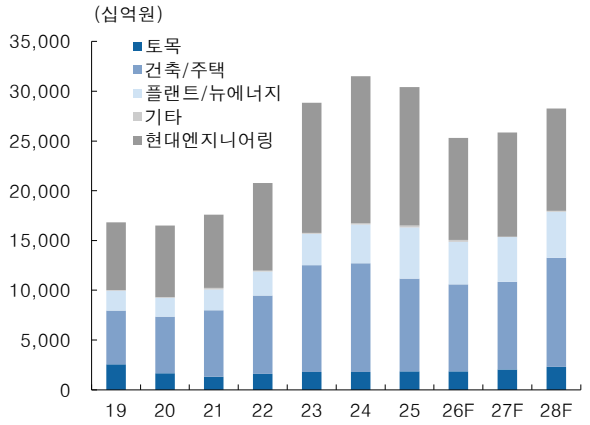
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 114] 현대건설 사업부별 신규수주



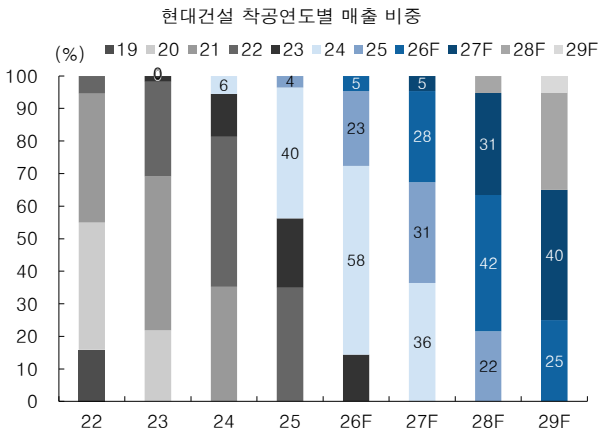
자료: 현대건설, 한국투자증권

[그림 115] 현대건설 사업부별 매출액



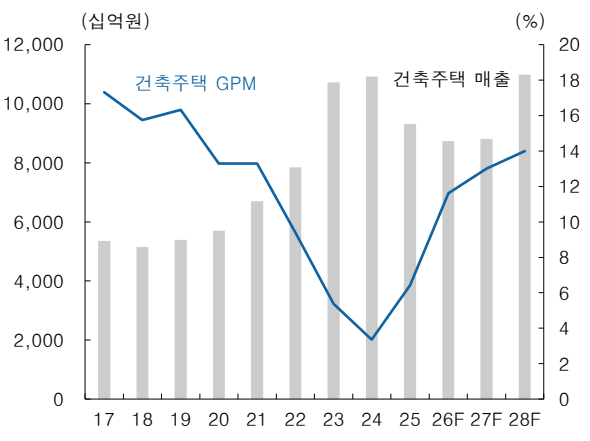
자료: 현대건설, 한국투자증권

[그림 116] 현대건설 착공연도별 매출 비중



주: 별도 기준
자료: 현대건설, 한국투자증권 추정

[그림 117] 현대건설 건축주택 매출 및 GPM



자료: 현대건설, 한국투자증권

<표 18> 현대건설 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2026F				2027F				연간			
	1Q	2Q	3QP	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	2025	2026F	2027F	2028F
신규수주	**3,962**	**18,861**	**6,052**	**10,250**	**9,035**	**9,035**	**9,035**	**9,035**	**33,439**	**39,125**	**36,140**	**36,140**
증가율	*(58.0)*	*158.2*	*(35.5)*	*40.0*	*128.0*	*(52.1)*	*49.3*	*(11.9)*	*9.5*	*17.0*	*(7.6)*	*0.0*
현대건설	2,549	10,752	3,591	8,250	6,535	6,535	6,535	6,535	25,515	25,142	26,140	26,140
토목	532	553	542	1,200	500	500	500	500	2,283	2,826	2,000	2,000
건축/주택	1,806	4,635	2,818	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	17,907	13,259	16,000	16,000
플랜트	177	5,502	184	3,000	2,000	2,000	2,000	2,000	5,167	8,863	8,000	8,000
현대엔지니어링	1,392	8,007	2,416	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500	7,090	13,815	10,000	10,000
수주잔고	**91,735**	**103,870**	**101,652**	**104,903**	**107,425**	**109,883**	**111,837**	**111,738**	**95,090**	**104,903**	**111,738**	**110,546**
현대건설	68,618	75,721	73,462	77,790	80,798	83,664	86,161	86,534	69,736	77,790	86,534	86,685
토목	9,227	9,276	9,005	9,710	9,724	9,738	9,702	9,669	9,043	9,710	9,669	9,376
건축/주택	47,623	50,107	50,834	52,292	54,201	56,033	57,791	59,480	48,018	52,292	59,480	64,500
플랜트	11,768	16,337	13,624	15,738	16,794	17,786	18,541	17,244	12,675	15,738	17,244	12,623
현대엔지니어링	23,117	28,149	28,189	27,113	26,626	26,220	25,676	25,205	24,676	27,113	25,205	23,861
매출액	**6,281**	**6,842**	**6,241**	**7,213**	**6,755**	**6,814**	**7,313**	**7,370**	**31,063**	**26,577**	**28,252**	**30,272**
증가율	*(15.8)*	*(11.4)*	*(20.3)*	*(10.5)*	*7.5*	*(0.4)*	*17.2*	*2.2*	*(4.9)*	*(14.4)*	*6.3*	*7.2*
현대건설	3,613	3,918	3,609	3,922	3,526	3,670	4,038	4,162	16,512	15,063	15,396	17,989
토목	423	504	439	495	485	486	536	534	1,856	1,862	2,041	2,293
건축/주택	1,872	2,279	2,042	2,542	2,092	2,168	2,241	2,312	9,320	8,734	8,813	10,979
플랜트	1,276	1,037	1,063	886	944	1,008	1,245	1,298	5,149	4,262	4,495	4,620
현대엔지니어링	2,537	2,668	2,376	3,076	2,986	2,907	3,044	2,971	13,897	10,657	11,908	11,344
매출원가	**5,776**	**6,297**	**5,737**	**6,723**	**6,218**	**6,269**	**6,738**	**6,785**	**29,083**	**24,533**	**26,009**	**27,631**
매출원가율	***92.0***	***92.0***	***91.9***	***93.2***	***92.1***	***92.0***	***92.1***	***92.1***	***93.6***	***92.3***	***92.1***	***91.3***
현대건설	*92.9*	*95.0*	*93.4*	*92.8*	*90.7*	*90.7*	*91.0*	*90.9*	*94.6*	*93.5*	*90.8*	*89.8*
토목	*91.8*	*105.4*	*106.0*	*102.0*	*97.0*	*97.0*	*97.0*	*97.0*	*94.0*	*101.6*	*97.0*	*97.0*
건축/주택	*95.6*	*86.8*	*87.7*	*85.0*	*87.0*	*87.0*	*87.0*	*87.0*	*93.6*	*88.4*	*87.0*	*86.0*
플랜트	*90.4*	*113.0*	*102.4*	*110.0*	*96.0*	*96.0*	*96.0*	*96.0*	*98.6*	*103.0*	*96.0*	*96.0*
현대엔지니어링	*90.9*	*88.6*	*91.5*	*95.0*	*95.0*	*95.0*	*95.0*	*95.0*	*93.4*	*91.7*	*95.0*	*95.0*
매출총이익	**505**	**545**	**492**	**490**	**537**	**545**	**575**	**586**	**1,980**	**2,045**	**2,243**	**2,641**
판매관리비	**324**	**283**	**270**	**319**	**322**	**253**	**297**	**360**	**1,327**	**1,197**	**1,232**	**1,358**
판관비율	*5.2*	*4.1*	*4.3*	*4.4*	*4.8*	*3.7*	*4.1*	*4.9*	*4.3*	*4.5*	*4.4*	*4.5*
영업이익	**181**	**262**	**222**	**171**	**215**	**292**	**278**	**226**	**653**	**835**	**1,011**	**1,283**
증가율	*(15.4)*	*20.7*	*114.4*	*43.8*	*18.6*	*11.7*	*25.1*	*32.4*	*NM*	*27.9*	*21.0*	*26.9*
영업이익률	*2.9*	*3.8*	*3.6*	*2.4*	*3.2*	*4.3*	*3.8*	*3.1*	*2.1*	*3.1*	*3.6*	*4.2*
세전이익	**274**	**240**	**163**	**245**	**244**	**319**	**234**	**303**	**647**	**922**	**1,100**	**1,347**
지배주주순이익	**174**	**116**	**38**	**130**	**129**	**169**	**124**	**160**	**373**	**458**	**581**	**711**
증가율	*44.1*	*23.2*	*(12.8)*	*13.1*	*(25.8)*	*44.9*	*225.1*	*23.4*	*NM*	*22.6*	*27.0*	*22.4*

자료: 한국투자증권

<표 19> 현대건설 목표주가 112,000원으로 제시

구분		계산(출처)	단위	내용	비고
2027F BPS	ⓐ		원	80,448	
목표 P/B	ⓑ		배	1.40	
목표주가	ⓒ	ⓒ=ⓐxⓑ	원/주	112,000	
현재주가	ⓓ		원/주	83,300	2026년 11월 5일 종가
상승여력	ⓔ		%	34.5	

자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

현대건설은 1947년 설립된 국내 대표 종합건설사로, 현대엔지니어링을 연결 자회사로 두고 있음. 사업은 건축·주택, 인프라, 플랜트·원전으로 구성. 주택 사업은 '힐스테이트'와 '디에이치(THE H)' 브랜드로 운영. 원전 사업은 국내 원전 시공 경험을 기반으로 미국 웨스팅하우스(대형원전), 홀텍(SMR) 등과 협력해 해외 사업 추진 중

손익계산서

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**32,670**	**31,063**	**26,577**	**28,252**	**30,272**
매출원가	32,887	29,083	24,533	26,009	27,631
매출총이익	(217)	1,980	2,044	2,243	2,641
판매관리비	1,046	1,327	1,203	1,230	1,350
영업이익	**(1,263)**	**653**	**841**	**1,013**	**1,291**
영업이익률(%)	*(3.9)*	*2.1*	*3.2*	*3.6*	*4.3*
EBITDA	(1,042)	854	1,043	1,223	1,509
EBITDA Margin(%)	*(3.2)*	*2.7*	*3.9*	*4.3*	*5.0*
영업외수익	277	(6)	87	89	64
금융수익	360	259	302	320	320
금융비용	172	203	227	244	244
기타영업외손익	84	(55)	39	23	2
관계기업관련손익	6	(7)	(27)	(9)	(14)
세전계속사업이익	**(986)**	**647**	**928**	**1,102**	**1,355**
법인세비용	(219)	88	353	375	461
연결당기순이익	(766)	559	575	727	894
지배주주지분순이익	**(169)**	**373**	**461**	**582**	**715**
지배주주순이익률(%)	*(0.5)*	*1.2*	*1.7*	*2.1*	*2.4*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	10.2	(4.9)	(14.4)	6.3	7.2
영업이익 증가율	NM	NM	28.8	20.4	27.4
지배주주순이익 증가율	NM	NM	23.4	26.4	22.9
EPS 증가율	NM	NM	23.4	26.4	22.9
EBITDA 증가율	NM	NM	22.2	17.3	23.4

재무상태표

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	**27,005**	**27,792**	**26,993**	**29,286**	**31,368**
유동자산	21,101	21,958	21,715	23,648	25,400
현금성자산	5,130	4,813	4,917	5,368	5,752
매출채권및기타채권	12,100	13,206	13,023	13,843	14,834
재고자산	777	747	639	679	728
비유동자산	5,905	5,834	5,278	5,638	5,968
투자자산	1,390	1,284	1,128	1,255	1,345
유형자산	1,289	1,225	1,277	1,328	1,380
무형자산	751	765	718	763	787
부채총계	**17,336**	**17,679**	**16,442**	**18,144**	**19,468**
유동부채	14,664	14,843	13,578	15,033	16,086
매입채무및기타채무	9,940	10,716	9,168	9,746	9,839
단기차입금및단기사채	745	1,195	1,645	2,095	2,545
유동성장기부채	1,045	1,014	983	952	921
비유동부채	2,672	2,836	2,864	3,111	3,382
사채	928	1,147	1,366	1,586	1,805
장기차입금및금융부채	784	679	572	543	524
자본총계	**9,669**	**10,113**	**10,552**	**11,142**	**11,900**
지배주주지분	8,025	8,265	8,598	9,052	9,640
자본금	562	562	562	562	562
자본잉여금	1,095	1,095	1,095	1,095	1,095
기타자본	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)
이익잉여금	6,130	6,403	6,774	7,266	7,891
비지배주주지분	**1,644**	**1,848**	**1,954**	**2,090**	**2,259**
순차입금	(2,247)	(1,714)	(1,360)	(1,407)	(1,319)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	**(119)**	**(748)**	**(136)**	**802**	**662**
당기순이익	(766)	559	575	727	894
유형자산감가상각비	211	190	191	199	207
무형자산상각비	10	11	11	11	12
자산부채변동	588	(1,991)	(982)	(315)	(675)
기타	(162)	483	69	180	224
투자활동현금흐름	**212**	**25**	**(27)**	**(724)**	**(629)**
유형자산투자	(179)	(107)	(263)	(271)	(279)
유형자산매각	6	20	21	21	21
투자자산순증	305	(149)	92	(174)	(141)
무형자산순증	(15)	(8)	36	(57)	(36)
기타	95	269	87	(243)	(194)
재무활동현금흐름	**734**	**434**	**267**	**373**	**351**
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	831	505	472	608	620
배당금지급	(95)	(69)	(90)	(90)	(90)
기타	(2)	(2)	(115)	(145)	(179)
기타현금흐름	98	(29)	0	0	0
현금의증가	**925**	**(318)**	**104**	**451**	**384**
FCF	(338)	(489)	(437)	243	87

주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(1,501)	3,319	4,096	5,177	6,362
BPS	71,394	73,523	76,486	80,530	85,759
DPS	600	800	800	800	800
수익성(%)					
ROA	(3.0)	2.0	2.1	2.6	2.9
ROE	(2.1)	4.6	5.5	6.6	7.7
배당수익률	2.4	1.1	1.0	1.0	1.0
배당성향	NM	24.1	19.5	15.5	12.6
안정성					
부채비율(x)	179.3	174.8	155.8	162.8	163.6
차입금/자본총계비율(%)	37.7	40.5	43.3	46.4	48.7
이자보상배율(x)	(12.6)	5.3	5.2	7.2	9.2
순차입금/EBITDA(x)	2.2	(2.0)	(1.3)	(1.2)	(0.9)
Valuation(x)					
PER	NM	21.1	19.1	15.1	12.3
최고	NM	25.6	48.4	38.3	31.2
최저	NM	7.6	16.7	13.2	10.8
PBR	0.4	1.0	1.0	1.0	0.9
최고	0.5	1.2	2.6	2.5	2.3
최저	0.3	0.3	0.9	0.8	0.8
PSR	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	NM	9.4	8.9	7.7	6.4

삼성E&A(028050)

매수(신규) / TP: 80,000원

주가(11/5, 원)		64,300
시가총액(십억원)		12,603
발행주식수(백만)		196
52주 최고/최저가(원)		65,500/23,250
일평균 거래대금(6개월, 백만원)		114,076
유동주식비율(%)		78.3
외국인지분율(%)		41.4
주요주주(%)	삼성SDI 외 6 인	20.6
	국민연금공단	10.0

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2024A	9,967	972	757	3,862	0.4	1,041	4.3	NM	0.8	19.6	4.0
2025A	9,029	792	617	3,150	(18.4)	874	7.6	2.0	1.0	13.8	3.3
2026F	11,187	1,336	843	4,312	36.9	1,432	14.9	6.7	2.4	17.8	1.2
2027F	13,663	1,491	1,174	6,545	51.8	1,601	9.8	6.1	2.0	22.2	1.2
2028F	15,260	1,683	1,311	7,312	11.7	1,802	8.8	5.3	1.6	20.2	1.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

곳간 차니 인심 난다

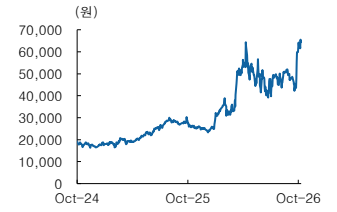
KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
68	67	76	64

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	34.7	16.9	148.7
상대주가(%p)	57.8	39.3	114.3

주가추이



삼성E&A에 대해 투자의견 매수, 목표주가 80,000원을 제시한다. 목표주가는 2027년 예상 BPS에 Target 멀티플 2.45배를 적용해 산출했다. Target 멀티플은 직전 코로나 시기 반도체 사이클 당시 그룹사 수주가 이어지던 시기인 2021년 하반기의 12MF P/B 상단으로 설정했다.

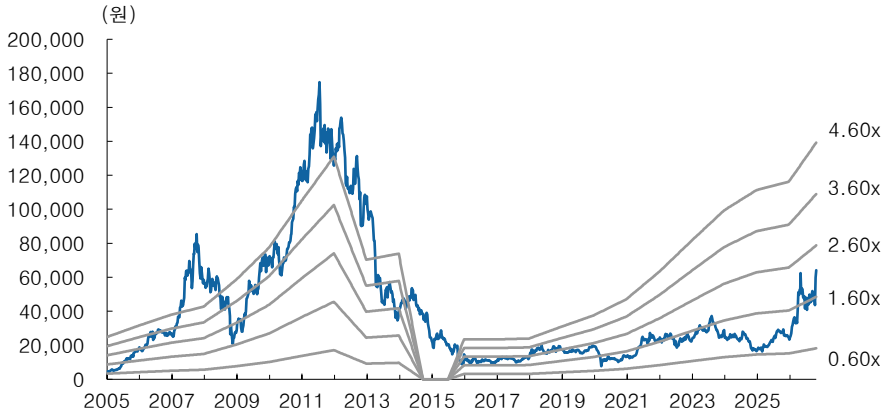
빠르고 확실한: 빠르고 확실하다. 2027년 ROE 22.2%에 빛나는 커버리지 업종 시가총액 1위 기업이다. 수주가 증가하고, 수주가 빠르게 매출화되며, 이익도 안정적이다. 건설업종에서 보기 드문 3가지를 갖추었다. 주주환원 서프라이즈까지 이어지는 현재도 아직 추가 업사이드가 남아있다고 판단한다. 그룹사향 뿐 아니라, 에너지 안보의 중요성이 커지며 빠르고 역량 있는 EPC사가 귀해진 만큼, 우호적인 시장 환경 속에서 회사가 한 단계 도약할 것이다.

2027년 Preview: 2027년 매출액은 13.7조원(+22.1% YoY), 영업이익은 1.5조원(+11.6% YoY)으로 전망한다. 주목할 점은 두가지다. 첫째, 첨단산업이 외형 성장을 이끈다. 첨단산업 신규수주는 2025년 2.7조원에서 2026년 최소 8.0조원으로 3배 가까이 늘어날 전망이다. 회사는 연 7조원 수준의 그룹사 수주가 향후 2~3년 지속될 수 있다고 밝혔고, 매출은 분기당 약 1조원을 웃도는 수준이 반복될 것이다. 둘째, 타겟 목표 상향 가능성이다. 회사는 3분기 컨퍼런스콜에서 4분기 정산 및 환입 예상분을 가이던스에 반영했다고 밝혔다. 일회성 가정을 배제해왔던 회사의 기조와 달리 처음으로 정산이익을 계획에 넣은 것이다. 회사가 소통해 온 10~12% 타겟 마진이 상향될 여지가 있고 이는 매분기 발생하던 정산이익과 예비비 환입이 기본 마진으로 자리 잡을 가능성이 열린 것이다.

기대해도 좋을 이벤트가 가득: 연초부터 주주환원 정책과 타겟 가이던스, 대형 수주 파이프라인까지 주목할 이벤트가 이어진다. 첫째, 내년초 제2기(2027~2029년) 3개년 주주환원 정책을 발표할 예정이다. 이미 6,900억원 규모의 특별 자사주 매입·소각을 발표한 만큼 추가적인 주주환원이 기대된다. 둘째, 타겟 가이던스다. 이번 가이던스 상향의 분위기를 이어 매분기 발생해 온 정산이익이 실질적인 기초 체력으로 인정받을지가 관건이다. 세번째, 내년으로 롤오버 된 파이프라인의 수주다. 올해 예정되어 있던 인니 아바디 LNG 프로젝트, 카타르 에너지의 카타르 우레아 프로젝트, 멕시코 멕시놀 프로젝트 등 대형 수주가 기대된다.

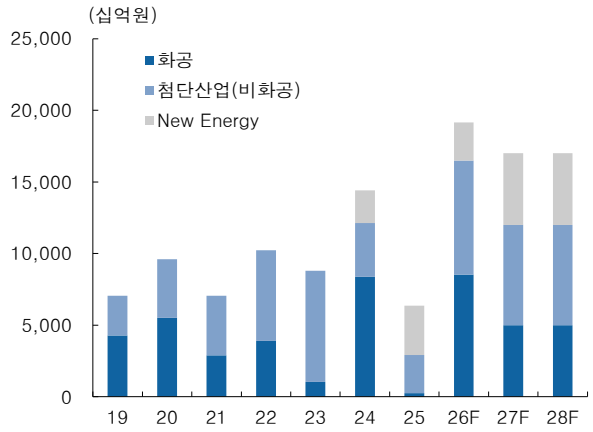
황현정
hj.hwang@koreainvestment.com

[그림 118] 삼성E&A 12MF PB 밴드



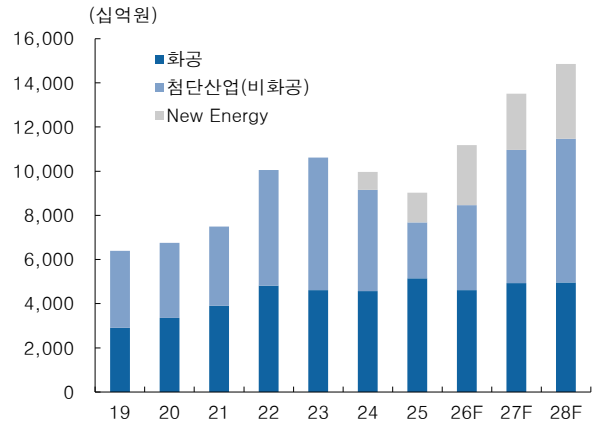
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 119] 삼성E&A 사업부별 신규수주



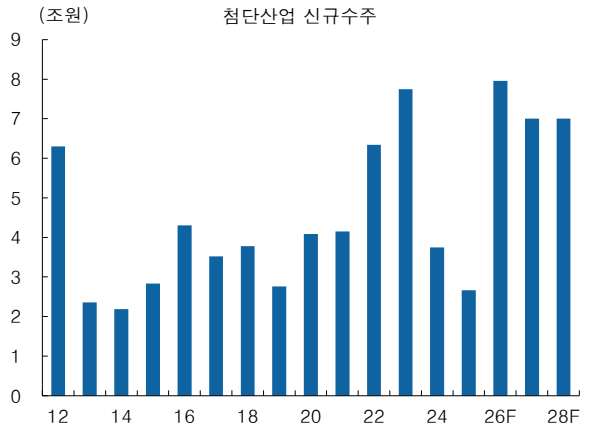
자료: 삼성E&A, 한국투자증권

[그림 120] 삼성E&A 사업부별 매출액



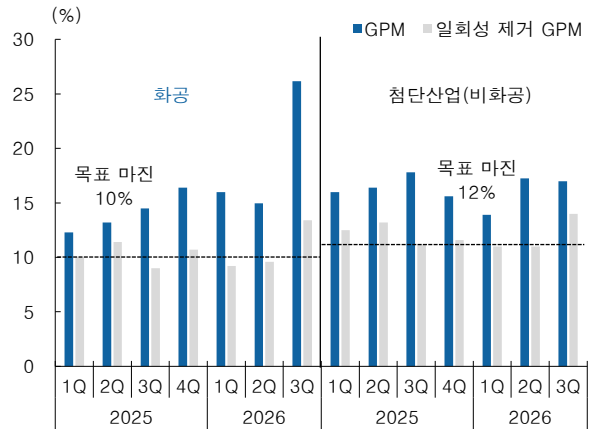
자료: 삼성E&A, 한국투자증권

[그림 121] 삼성E&A 첨단산업 신규수주



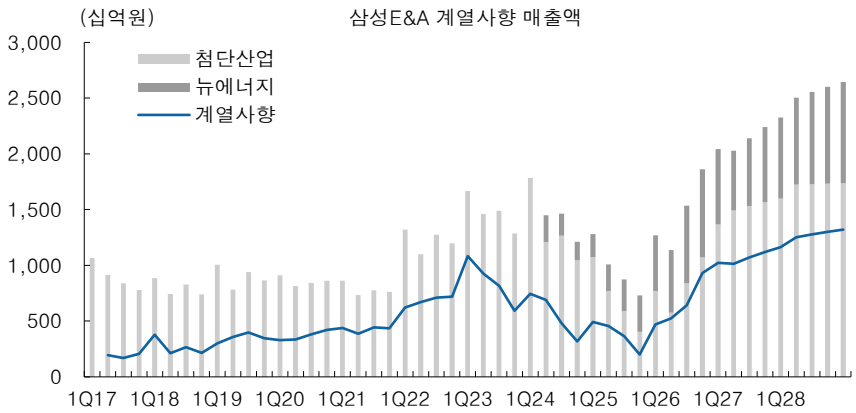
자료: 삼성E&A, 한국투자증권

[그림 122] 삼성E&A 주요 사업부 GPM



자료: 삼성E&A, 한국투자증권

[그림 123] 삼성E&A 계열사향 매출액 추정



주: 삼성전자향
자료: 삼성E&A, 한국투자증권 추정

<표 20> 삼성E&A 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2026F				2027F				연간			
	1Q	2Q	3QP	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	2025	2026F	2027F	2028F
신규수주	**4,628**	**3,007**	**9,421**	**2,100**	**4,250**	**4,250**	**4,250**	**4,250**	**6,357**	**19,155**	**17,000**	**17,000**
증가율	*91.4*	*1,201.5*	*554.5*	*(7.4)*	*(8.2)*	*41.4*	*(54.9)*	*102.4*	*(55.9)*	*201.3*	*(11.3)*	*0.0*
화공	3,174	248	4,911	200	1,250	1,250	1,250	1,250	258	8,533	5,000	5,000
첨단산업	862	1,523	3,871	1,700	1,750	1,750	1,750	1,750	2,661	7,956	7,000	7,000
뉴에너지	592	1,235	639	200	1,250	1,250	1,250	1,250	3,438	2,666	5,000	5,000
수주잔고	**20,624**	**22,676**	**27,156**	**25,857**	**26,850**	**27,728**	**28,505**	**29,194**	**17,756**	**25,857**	**29,194**	**30,933**
화공	9,806	9,023	12,341	11,183	11,203	11,221	11,237	11,250	7,399	11,183	11,250	11,293
첨단산업	5,194	7,023	8,986	9,320	9,579	9,796	9,979	10,132	4,906	9,320	10,132	10,217
뉴에너지	5,625	6,630	5,829	5,353	6,068	6,711	7,290	7,811	5,451	5,353	7,811	9,423
매출액	**2,267**	**2,609**	**2,911**	**3,400**	**3,257**	**3,372**	**3,473**	**3,562**	**9,029**	**11,187**	**13,663**	**15,260**
증가율	*8.1*	*19.8*	*45.8*	*23.3*	*43.6*	*29.2*	*19.3*	*4.8*	*(9.4)*	*23.9*	*22.1*	*11.7*
화공	1,130	1,073	1,049	1,357	1,230	1,232	1,234	1,236	5,151	4,610	4,933	4,958
첨단산업	574	838	1,071	1,366	1,491	1,533	1,567	1,597	2,531	3,849	6,188	6,915
뉴에너지	563	698	791	676	535	607	671	729	1,346	2,729	2,542	3,387
매출원가	**1,923**	**2,197**	**2,285**	**2,849**	**2,733**	**2,829**	**2,914**	**2,988**	**7,695**	**9,255**	**11,464**	**12,804**
매출원가율	***84.8***	***84.2***	***78.5***	***83.8***	***83.9***	***83.9***	***83.9***	***83.9***	***85.2***	***82.7***	***83.9***	***83.9***
화공	*84.0*	*85.0*	*73.8*	*83.0*	*83.0*	*83.0*	*83.0*	*83.0*	*85.6*	*81.6*	*83.0*	*83.0*
첨단산업	*86.1*	*82.8*	*85.0*	*85.0*	*85.0*	*85.0*	*85.0*	*85.0*	*86.0*	*84.1*	*85.0*	*85.0*
뉴에너지	*85.2*	*84.7*	*78.6*	*83.0*	*83.0*	*83.0*	*83.0*	*83.0*	*82.2*	*82.6*	*83.0*	*83.0*
매출총이익	**344**	**412**	**625**	**551**	**524**	**543**	**559**	**574**	**1,334**	**1,932**	**2,199**	**2,456**
판매관리비	**156**	**139**	**125**	**176**	**170**	**175**	**180**	**183**	**542**	**595**	**708**	**773**
판관비율	*6.9*	*5.3*	*4.3*	*5.2*	*5.2*	*5.2*	*5.2*	*5.1*	*6.0*	*5.3*	*5.2*	*5.1*
영업이익	**188**	**273**	**501**	**375**	**354**	**368**	**379**	**390**	**792**	**1,337**	**1,491**	**1,683**
증가율	*19.6*	*51.0*	*183.6*	*35.2*	*88.1*	*34.6*	*(24.2)*	*4.1*	*(18.5)*	*68.8*	*11.6*	*12.8*
영업이익률	*8.3*	*10.5*	*17.2*	*11.0*	*10.9*	*10.9*	*10.9*	*11.0*	*8.8*	*12.0*	*10.9*	*11.0*
세전이익	**209**	**246**	**299**	**379**	**366**	**377**	**387**	**398**	**830**	**1,132**	**1,527**	**1,719**
지배주주순이익	**156**	**181**	**217**	**291**	**281**	**293**	**298**	**303**	**617**	**844**	**1,174**	**1,311**
증가율	*3.3*	*28.9*	*52.7*	*57.6*	*80.3*	*61.6*	*37.3*	*4.2*	*(18.4)*	*36.7*	*39.1*	*11.7*

자료: 한국투자증권

<표 21> 삼성E&A 목표주가 80,000원으로 제시

구분		계산(출처)	단위	내용	비고
2027F BPS	ⓐ		원	32,824	
목표 P/B	ⓑ		배	2.45	
목표주가	ⓒ	ⓒ=ⓐxⓑ	원/주	80,000	
현재주가	ⓓ		원/주	64,300	2026년 11월 5일 종가
상승여력	ⓔ		%	24.4	

자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

삼성E&A는 1970년 설립된 국내 대표 플랜트 EPC(설계·조달·시공) 기업. 화공은 중동 중심의 정유·석유화학·가스 플랜트, 첨단산업은 삼성전자 등 그룹사의 반도체·배터리 생산시설, New Energy는 메탄올·SAF·암모니아·수처리 등 에너지 전환 프로젝트를 수행

손익계산서

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**9,967**	**9,029**	**11,187**	**13,663**	**15,260**
매출원가	8,457	7,695	9,255	11,464	12,804
매출총이익	1,509	1,334	1,932	2,199	2,456
판매관리비	538	542	595	708	773
영업이익	**972**	**792**	**1,336**	**1,491**	**1,683**
영업이익률(%)	*9.7*	*8.8*	*11.9*	*10.9*	*11.0*
EBITDA	1,041	874	1,432	1,601	1,802
EBITDA Margin(%)	*10.4*	*9.7*	*12.8*	*11.7*	*11.8*
영업외수익	(68)	38	(205)	36	36
금융수익	279	242	271	260	260
금융비용	116	135	151	144	145
기타영업외손익	(237)	(87)	(323)	(80)	(80)
관계기업관련손익	7	19	(3)	0	1
세전계속사업이익	**904**	**830**	**1,131**	**1,527**	**1,719**
법인세비용	265	182	279	353	408
연결당기순이익	639	648	852	1,174	1,311
지배주주지분순이익	**757**	**617**	**843**	**1,174**	**1,311**
지배주주순이익률(%)	*7.6*	*6.8*	*7.5*	*8.6*	*8.6*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	(6.2)	(9.4)	23.9	22.1	11.7
영업이익 증가율	(2.2)	(18.5)	68.7	11.6	12.8
지배주주순이익 증가율	0.4	(18.4)	36.6	39.2	11.7
EPS 증가율	0.4	(18.4)	36.9	51.8	11.7
EBITDA 증가율	(1.7)	(16.0)	63.8	11.8	12.6

재무상태표

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	**10,013**	**10,040**	**10,346**	**12,543**	**14,102**
유동자산	7,942	7,659	7,509	9,168	10,327
현금성자산	2,596	862	1,007	1,366	1,526
매출채권및기타채권	3,809	3,301	3,580	4,099	4,578
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,071	2,380	2,836	3,375	3,774
투자자산	321	383	419	485	557
유형자산	443	507	572	636	700
무형자산	99	108	133	163	182
부채총계	**6,118**	**5,593**	**5,918**	**6,943**	**7,283**
유동부채	5,871	5,259	5,502	6,435	6,713
매입채무및기타채무	4,636	4,383	4,475	4,782	5,036
단기차입금및단기사채	104	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	246	335	416	508	570
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	18	25	32	39	46
자본총계	**3,896**	**4,446**	**4,428**	**5,600**	**6,819**
지배주주지분	4,232	4,741	4,713	5,885	7,104
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	(22)	(67)	(67)	(67)	(67)
기타자본	0	0	(780)	0	0
이익잉여금	3,187	3,675	4,379	4,721	5,890
비지배주주지분	**(336)**	**(295)**	**(285)**	**(285)**	**(285)**
순차입금	(2,949)	(2,660)	(1,899)	(2,604)	(2,841)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	**1,636**	**254**	**411**	**1,052**	**653**
당기순이익	639	648	852	1,174	1,311
유형자산감가상각비	43	47	51	54	58
무형자산상각비	26	35	45	55	62
자산부채변동	730	(517)	(573)	(259)	(794)
기타	198	41	36	28	16
투자활동현금흐름	**(50)**	**(1,709)**	**412**	**(891)**	**(602)**
유형자산투자	(43)	(53)	(116)	(120)	(123)
유형자산매각	1	2	2	2	2
투자자산순증	79	(1,620)	10	(16)	(22)
무형자산순증	(43)	(43)	(71)	(85)	(81)
기타	(44)	5	587	(672)	(378)
재무활동현금흐름	**(30)**	**(264)**	**(679)**	**199**	**109**
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(29)	(116)	251	251	251
배당금지급	(0)	(129)	(155)	(140)	(142)
기타	(1)	(19)	(775)	88	0
기타현금흐름	124	(15)	0	0	0
현금의증가	**1,681**	**(1,734)**	**145**	**359**	**160**
FCF	1,759	(66)	345	798	434

주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	3,862	3,150	4,312	6,545	7,312
BPS	21,591	24,187	26,568	32,824	39,623
DPS	660	790	790	790	790
수익성(%)					
ROA	7.2	6.5	8.4	10.3	9.8
ROE	19.6	13.8	17.8	22.2	20.2
배당수익률	4.0	3.3	1.2	1.2	1.2
배당성향	17.1	25.1	16.6	12.1	10.8
안정성					
부채비율(x)	157.0	125.8	133.6	124.0	106.8
차입금/자본총계비율(%)	4.6	7.3	13.0	14.8	15.8
이자보상배율(x)	68.9	479.6	451.0	551.7	640.6
순차입금/EBITDA(x)	(2.8)	(3.0)	(1.3)	(1.6)	(1.6)
Valuation(x)					
PER	4.3	7.6	14.9	9.8	8.8
최고	7.6	9.7	15.7	10.3	9.3
최저	4.2	5.2	5.4	3.5	3.2
PBR	0.8	1.0	2.4	2.0	1.6
최고	1.4	1.3	2.5	2.1	1.7
최저	0.8	0.7	0.9	0.7	0.6
PSR	0.3	0.5	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	NM	2.0	6.7	6.1	5.3

DL이앤씨(375500)

매수(신규) / TP: 72,000원

주가(11/5, 원)	52,900
시가총액(십억원)	2,047
발행주식수(백만)	39
52주 최고/최저가(원)	102,500/38,700
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	30,890
유동주식비율(%)	71.1
외국인지분율(%)	24.0
주요주주(%) DL 외 6 인	24.8
국민연금공단	13.2

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2024A	8,318	271	229	5,413	15.7	356	5.9	0.9	0.3	4.8	1.7
2025A	7,402	387	370	8,746	61.6	461	4.7	1.4	0.3	7.3	2.2
2026F	6,700	542	355	8,602	(1.6)	633	6.1	1.6	0.4	6.5	1.7
2027F	7,129	626	509	12,455	44.8	735	4.2	1.0	0.4	8.6	1.7
2028F	7,352	648	526	12,851	3.2	774	4.1	1.2	0.3	8.1	1.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

내실 끝, 외형 차례

DL이앤씨에 대해 투자의견 매수, 목표주가 72,000원을 제시한다. 목표주가는 2027년 말 BPS에 Target 멀티플 0.48배를 적용해 산출했다. Target 멀티플은 주택 마진 개선 기대감이 커지던 DL(구 대림산업)의 2018년의 12개월 선행 P/B 평균을 적용했다.

알뜰살뜰 내실 1등: DL이앤씨는 수익성과 재무구조 모두 업계 최상위 수준이다. 첫째, 수익성과 재무구조는 강점이다. 공사비 급등기 이후 업계에서 가장 먼저 수익성을 회복했고, 주택 원가율은 2026년 2분기 76.7%까지 내려와 업계 최저 수준이다. 둘째, 성장과 주주환원은 시간이 필요하다. 플랜트와 데이터센터 수주가 본격화되면 외형 성장도 기대할 수 있다. 2027년 초 발표 예정인 새로운 주주환원 정책에서 자사주 처리 방안과 환원 규모를 확인할 필요가 있다.

2027년 Preview: 2027년 매출액은 7.1조원(+6.4% YoY), 영업이익은 6,260억원(+15.4% YoY)으로 전망한다. 주목할 점은 두 가지다. 첫째, 고원가 대형 플랜트 현장이 올해를 끝으로 준공된다. 국내 S-Oil의 샤힌프로젝트가 올해 4분기에 마무리될 예정으로 플랜트 사업부의 수익성 부담이 완화될 것이다. 둘째, 데이터센터 수주다. 회사는 프리콘 계약에서 수의계약으로 이어지는 방식으로 하반기 3건(당진 송산2산단 AI 데이터센터 A동, 나머지 2건은 미공개), 약 2조원의 수주를 추진하고 있다. 세 건 모두 본계약 전으로 수주가 확인될 경우 안정적인 이익과 성장이 기대된다. 당진 AI 데이터센터는 100MW 규모 사업으로 전력공급계약과 건축 변경 인허가가 완료됐다. 수주 규모는 약 1조원으로 추정되며 연계 수주까지 기대해볼 수 있어 주목해야 한다.

남은 과제는 외형: 수익성이 뒷받침되는 만큼 이제 관건은 외형이다. 올해 대형 현장인 샤힌이 잔고에서 빠지게 되며, 샤힌 이후 플랜트 매출을 채울 수주의 향방이 너무나도 중요하다. 올해 제주 청정 LNG 복합화력, 아산 열병합 등 국내 가스발전 수주에 성공했으나 목표 대비 아쉬운 행보다. 후속 대형 현장을 확보한다면 수익성과 재무안정성은 미리 챙겨놓은 만큼, 외형 성장이 더욱 매력적으로 다가올 것이다.

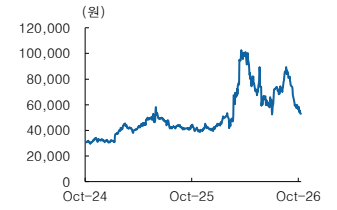
KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
67	77	60	67

주가상승률

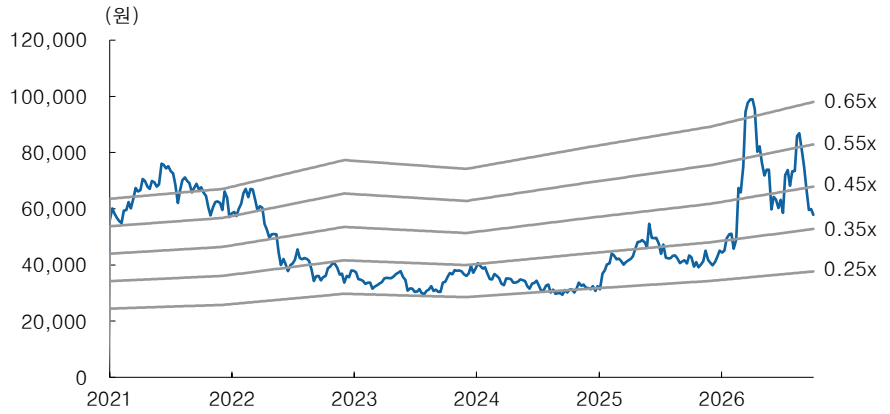
	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(29.5)	(42.1)	32.6
상대주가(%p)	(6.3)	(19.7)	(1.9)

주가추이



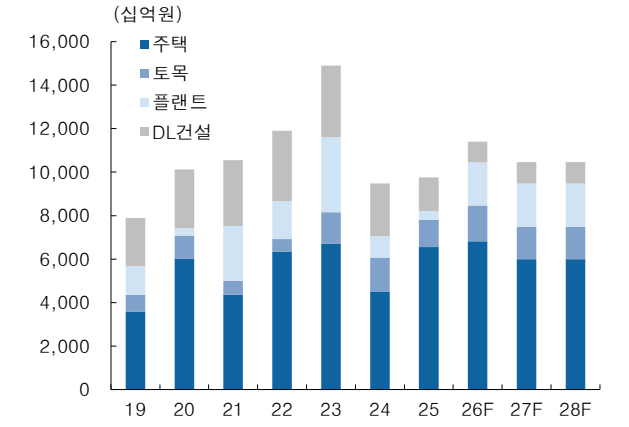
황현정
hj.hwang@koreainvestment.com

[그림 124] DL이앤씨 12MF PB 밴드



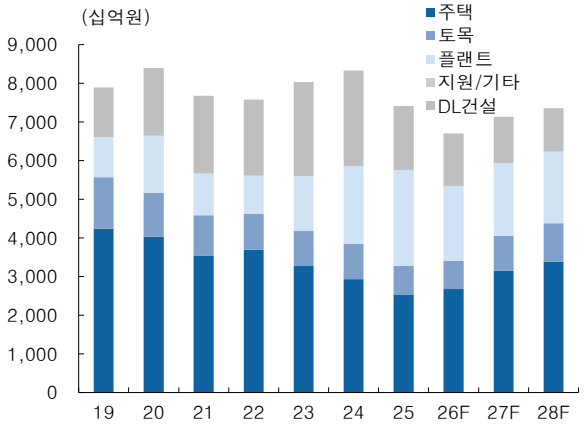
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 125] DL이앤씨 사업부별 신규수주



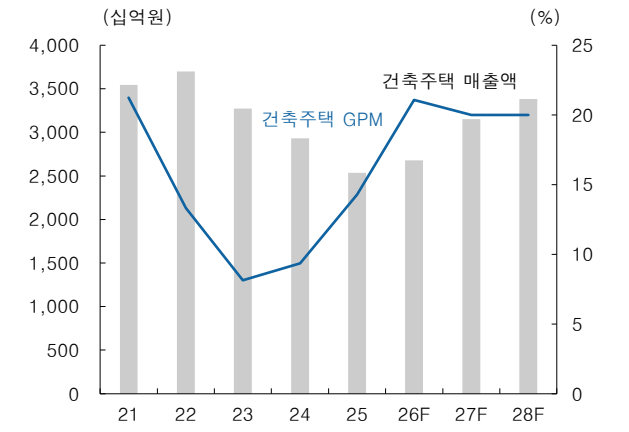
자료: DL이앤씨, 한국투자증권

[그림 126] DL이앤씨 사업부별 매출액



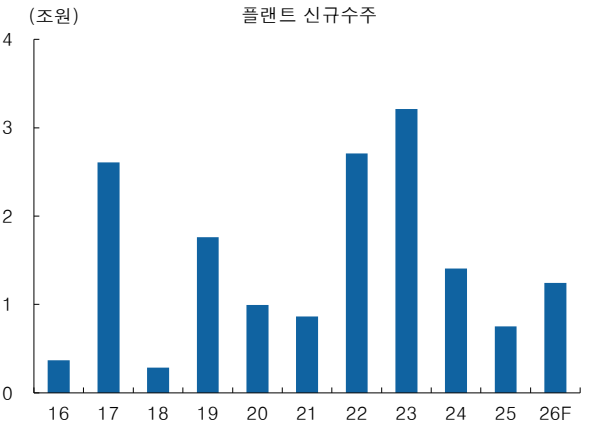
자료: DL이앤씨, 한국투자증권

[그림 127] DL이앤씨 건축주택 GPM



자료: DL이앤씨, 한국투자증권

[그림 128] DL이앤씨 플랜트 신규수주



자료: DL이앤씨, 한국투자증권

<표 22> DL이앤씨 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2026F				2027F				연간			
	1Q	2Q	3QP	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	2025	2026F	2027F	2028F
신규수주	**2,127**	**3,118**	**1,962**	**4,200**	**2,615**	**2,615**	**2,615**	**2,615**	**9,752**	**11,407**	**10,460**	**10,460**
증가율	39.3	223.9	(35.0)	(1.1)	23.0	(16.1)	33.3	(37.7)	2.9	17.0	(8.3)	0.0
DL이앤씨+해외법인	1,869	2,876	1,702	4,000	2,370	2,370	2,370	2,370	8,209	10,446	9,480	9,480
주택	1,333	2,296	1,193	2,000	1,500	1,500	1,500	1,500	6,556	6,821	6,000	6,000
토목	373	30	244	1,000	370	370	370	370	1,247	1,647	1,480	1,480
플랜트	163	550	265	1,000	500	500	500	500	406	1,979	2,000	2,000
DL건설	258	242	260	200	245	245	245	245	1,542	960	980	980
수주잔고	**27,495**	**28,855**	**30,040**	**32,574**	**33,410**	**34,221**	**35,082**	**35,905**	**28,188**	**32,574**	**35,905**	**39,013**
DL이앤씨+해외법인	23,178	24,673	25,943	28,598	29,498	30,366	31,279	32,148	23,514	28,598	32,148	35,399
주택	17,070	18,661	20,140	21,415	22,166	22,890	23,589	24,263	17,270	21,415	24,263	26,880
토목	3,979	3,839	3,840	4,652	4,808	4,957	5,099	5,234	3,742	4,652	5,234	5,716
플랜트	2,129	2,173	1,963	2,531	2,525	2,520	2,592	2,651	2,501	2,531	2,651	2,803
DL건설	4,316	4,181	4,097	3,976	3,912	3,855	3,803	3,757	4,675	3,976	3,757	3,613
매출액	**1,725**	**1,803**	**1,507**	**1,666**	**1,778**	**1,804**	**1,754**	**1,792**	**7,402**	**6,700**	**7,129**	**7,352**
증가율	*(4.6)*	*(9.5)*	*(21.0)*	*(1.8)*	*3.1*	*0.1*	*16.4*	*7.6*	*(11.0)*	*(9.5)*	*6.4*	*3.1*
DL이앤씨+해외법인	1,352	1,436	1,216	1,345	1,470	1,502	1,458	1,501	5,759	5,349	5,930	6,229
주택	606	715	634	725	750	776	801	826	2,537	2,679	3,152	3,383
토목	167	183	190	188	214	221	228	235	744	727	898	998
플랜트	579	538	393	432	506	505	428	441	2,476	1,942	1,880	1,848
DL건설	376	371	284	321	308	302	297	291	1,653	1,351	1,199	1,124
매출원가	**1,462**	**1,492**	**1,270**	**1,414**	**1,509**	**1,530**	**1,484**	**1,516**	**6,502**	**5,637**	**6,039**	**6,227**
매출원가율	**84.7**	**82.7**	**84.3**	**84.9**	**84.8**	**84.8**	**84.6**	**84.6**	**87.8**	**84.1**	**84.7**	**84.7**
DL이앤씨+해외법인	85.5	82.3	84.5	84.9	84.8	84.8	84.5	84.5	88.0	84.3	84.7	84.6
주택	79.9	76.7	79.3	80.0	80.0	80.0	80.0	80.0	85.7	78.9	80.0	80.0
토목	90.2	89.5	86.8	92.0	92.0	92.0	92.0	92.0	93.7	89.6	92.0	92.0
플랜트	90.2	87.4	91.9	90.0	89.0	89.0	89.0	89.0	88.7	89.7	89.0	89.0
DL건설	82.4	83.4	82.6	84.8	84.8	84.9	85.0	85.1	87.5	83.3	84.9	85.2
매출총이익	**264**	**311**	**237**	**252**	**270**	**274**	**270**	**276**	**900**	**1,063**	**1,090**	**1,126**
판매관리비	**106**	**152**	**129**	**133**	**116**	**117**	**114**	**116**	**513**	**521**	**463**	**478**
판관비율	6.2	8.4	8.6	8.0	6.5	6.5	6.5	6.5	6.9	7.8	6.5	6.5
영업이익	**157**	**159**	**107**	**119**	**154**	**157**	**156**	**159**	**387**	**543**	**626**	**648**
증가율	94.3	26.3	(8.1)	88.5	(2.1)	(1.6)	45.5	34.2	42.8	40.3	15.4	3.4
영업이익률	9.1	8.8	7.1	7.1	8.7	8.7	8.9	8.9	5.2	8.1	8.8	8.8
세전이익	**212**	**172**	**(20)**	**122**	**165**	**168**	**167**	**170**	**117**	**486**	**670**	**692**
지배주주순이익	**160**	**130**	**(27)**	**93**	**125**	**128**	**127**	**130**	**370**	**356**	**509**	**526**
증가율	429.5	1,464.5	NM	(54.9)	(21.7)	(1.7)	NM	39.9	61.5	(3.9)	43.2	3.2

자료: 한국투자증권

<표 23> DL이앤씨 목표주가 72,000원으로 제시

구분		계산(출처)	단위	내용	비고
2027F BPS	ⓐ		원	150,807	
목표 P/B	ⓑ		배	0.48	
목표주가	ⓒ	ⓒ=ⓐxⓑ	원/주	72,000	
현재주가	ⓓ		원/주	52,900	2026년 11월 5일 종가
상승여력	ⓔ		%	36.1	

자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

DL이앤씨는 2021년 1월 대림산업의 건설사업부문이 분할해 설립된 종합건설사로, DL그룹 계열사이며 DL건설을 연결 자회사로 두고 있음. 사업부문은 주택, 플랜트, 토목으로 구성. 주택 사업은 'e편한세상'과 '아크로(ACRO)' 브랜드로 운영. 신사업으로는 미국 SMR 기업 X-energy에 투자하고 SMR 관련 협력을 추진

손익계산서

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**8,318**	**7,402**	**6,700**	**7,129**	**7,352**
매출원가	7,473	6,502	5,637	6,039	6,227
매출총이익	846	900	1,063	1,090	1,126
판매관리비	575	513	521	463	478
영업이익	**271**	**387**	**542**	**626**	**648**
영업이익률(%)	*3.3*	*5.2*	*8.1*	*8.8*	*8.8*
EBITDA	356	461	633	735	774
EBITDA Margin(%)	*4.3*	*6.2*	*9.4*	*10.3*	*10.5*
영업외수익	83	(270)	(57)	44	44
금융수익	203	147	180	160	160
금융비용	66	134	142	76	76
기타영업외손익	(45)	(285)	(88)	(40)	(40)
관계기업관련손익	(8)	2	(7)	0	0
세전계속사업이익	**354**	**117**	**485**	**670**	**692**
법인세비용	125	(253)	130	161	166
연결당기순이익	229	370	355	509	526
지배주주지분순이익	**229**	**370**	**355**	**509**	**526**
지배주주순이익률(%)	*2.8*	*5.0*	*5.3*	*7.1*	*7.2*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	4.1	(11.0)	(9.5)	6.4	3.1
영업이익 증가율	(18.1)	42.8	40.2	15.5	3.4
지배주주순이익 증가율	22.0	61.5	(4.1)	43.5	3.2
EPS 증가율	15.7	61.6	(1.6)	44.8	3.2
EBITDA 증가율	(15.0)	29.7	37.2	16.1	5.3

재무상태표

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	**9,712**	**9,669**	**10,015**	**11,695**	**12,140**
유동자산	6,006	5,635	6,030	7,057	7,279
현금성자산	1,864	1,844	2,144	2,638	2,720
매출채권및기타채권	1,649	1,547	1,608	1,782	1,838
재고자산	921	886	871	998	1,029
비유동자산	3,707	4,035	3,984	4,638	4,861
투자자산	1,433	1,484	1,438	1,640	1,691
유형자산	36	42	49	55	62
무형자산	29	21	19	20	21
부채총계	**4,867**	**4,425**	**4,367**	**5,489**	**5,359**
유동부채	3,855	3,727	3,664	4,775	4,639
매입채무및기타채무	1,821	1,628	1,608	1,996	1,985
단기차입금및단기사채	160	160	160	160	160
유동성장기부채	70	359	648	937	1,226
비유동부채	1,012	699	703	714	720
사채	419	175	154	132	111
장기차입금및금융부채	471	382	405	429	451
자본총계	**4,846**	**5,244**	**5,648**	**6,206**	**6,781**
지배주주지분	4,846	5,244	5,648	6,206	6,781
자본금	229	229	229	229	229
자본잉여금	3,831	3,831	3,831	3,831	3,831
기타자본	(16)	(51)	(51)	(51)	(51)
이익잉여금	1,076	1,423	1,741	2,214	2,703
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
순차입금	(981)	(1,010)	(1,085)	(1,398)	(1,213)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	**188**	**232**	**111**	**701**	**(23)**
당기순이익	229	370	355	509	526
유형자산감가상각비	76	68	86	104	121
무형자산상각비	9	6	4	5	5
자산부채변동	(375)	(347)	(342)	77	(677)
기타	249	135	8	6	2
투자활동현금흐름	**(167)**	**(52)**	**(47)**	**(443)**	**(139)**
유형자산투자	(10)	(17)	(95)	(112)	(130)
유형자산매각	5	2	2	2	2
투자자산순증	(126)	(18)	125	(116)	34
무형자산순증	(2)	3	(2)	(6)	(5)
기타	(34)	(22)	(77)	(211)	(40)
재무활동현금흐름	**(192)**	**(222)**	**236**	**236**	**244**
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(152)	(193)	273	273	281
배당금지급	(22)	(23)	(37)	(37)	(37)
기타	(18)	(6)	0	0	0
기타현금흐름	31	22	0	0	0
현금의증가	**(140)**	**(20)**	**300**	**493**	**83**
FCF	101	966	24	435	(213)

주요 투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	5,413	8,746	8,602	12,455	12,851
BPS	114,139	126,050	137,241	150,807	164,767
DPS	540	890	890	890	890
수익성(%)					
ROA	2.4	3.8	3.6	4.7	4.4
ROE	4.8	7.3	6.5	8.6	8.1
배당수익률	1.7	2.2	1.7	1.7	1.7
배당성향	10.0	10.0	10.4	7.2	7.0
안정성					
부채비율(x)	100.4	84.4	77.3	88.4	79.0
차입금/자본총계비율(%)	24.4	21.4	24.7	26.9	28.7
이자보상배율(x)	5.0	8.7	11.3	17.4	18.0
순차입금/EBITDA(x)	(2.8)	(2.2)	(1.7)	(1.9)	(1.6)
Valuation(x)					
PER	5.9	4.7	6.1	4.2	4.1
최고	8.2	6.8	12.4	8.6	8.3
최저	5.3	3.4	4.6	3.2	3.1
PBR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
최고	0.4	0.5	0.8	0.7	0.6
최저	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	0.9	1.4	1.6	1.0	1.2

주: K-IFRS (연결) 기준

대우건설(047040)

중립

주가(11/5, 원)		10,900
시가총액(십억원)		4,479
발행주식수(백만)		411
52주 최고/최저가(원)		37,150/3,360
일평균 거래대금(6개월, 백만원)		155,680
유동주식비율(%)		48.5
외국인지분율(%)		9.8
주요주주(%)	중흥토건 외 2 인	51.3
	국민연금공단	5.8

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2024A	10,504	403	234	570	(54.2)	526	5.4	6.2	0.3	5.6	0.0
2025A	8,055	(815)	(912)	(2,220)	NM	(701)	NM	NM	0.5	(23.9)	0.0
2026F	7,764	898	592	1,443	NM	1,047	7.6	6.0	1.1	16.3	0.0
2027F	8,465	947	635	1,546	7.2	1,131	7.1	5.6	1.0	15.1	0.0
2028F	9,727	1,042	707	1,720	11.2	1,262	6.3	5.0	0.9	14.6	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

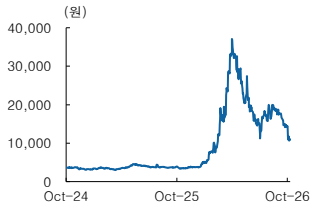
KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
62	68	56	62

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(38.1)	(66.1)	221.5
상대주가(%p)	(15.0)	(43.7)	187.1

주가추이



주택 성장은 유효, 아쉬운 원전

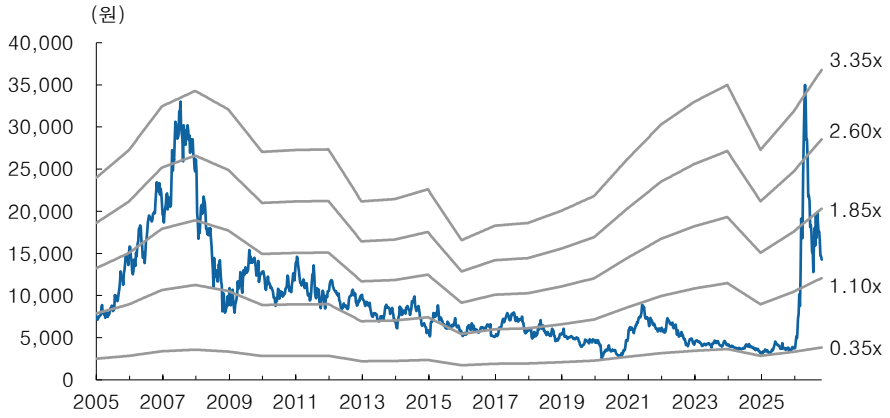
원전 프리미엄 향방: 주택 이익 개선만으로는 상승 여력이 제한적이다. 첫째, 원전 시공의 불확실성이 커졌다. 대우건설은 주택과 원전을 함께 가져갈 수 있다는 점에서 매력적이었으나, 체코 원전 시공 계약이 결렬됐고, 재입찰까지 시차가 있다. 둘째, 본업 개선만으로는 현재 주가에 부여된 프리미엄 공백을 메우기 어렵다. 주택 마진 개선과 외형 성장은 여전히 유효하고 가덕도 신공항도 내년 1분기 계약이 예상되지만, 추가적인 상승을 이끌기 부족하다. 원전 사업의 새로운 계약 경로가 확인되면 투자의견을 다시 검토할 계획이다.

2027년 Preview: 2027년 매출액은 8.5조원(+9.0% YoY), 영업이익은 9,470억원(+5.4% YoY)으로 외형과 이익이 함께 성장할 것으로 전망한다. 주목해야 할 점은 세 가지다. 첫째, 가덕도 신공항의 본계약이다. 현재 본계약 전 공사비 증액을 두고 프로젝트가 답보상태에 놓여있으나 내년 1분기에는 타결될 것으로 전망한다. 가덕도 신공항 프로젝트는 최대 규모의 토목사업으로 장기적인 매출을 안겨줄 것이다. 둘째, 플랜트 대형 현장의 본격적인 매출 인식이다. 올해 하반기 단기적으로 마무리되는 현장이 다수 존재하여 매출이 감소했다. 하지만 내년 모잠비크 LNG Area1과 투르크메니스탄 비료공장이 초기 설계를 마무리하고 본격적인 공사에 돌입하면서 내년부터 매출 인식이 크게 반등할 것이다.

본업은 여전히 유효: 2027년에도 본업은 순항한다. 주택의 경우, 대우건설은 3년간 주택 분양 실적이 주택 4사 중 가장 높다. 그만큼 꾸준하게 본업을 이어오고 있다는 뜻이며 올해 건축 원가율은 78.5%로 전년대비 10%p 개선되며 이익도 큰 폭으로 개선됐다. 자체개발 사업도 눈에 띈다. 대표적인 국내 현장인 블랑써밋74(1.7조원)와 서면써밋더뉴(1.5조원)는 핵심 입지의 프리미엄 수요를 겨냥해 어려운 지방 분양 환경에서도 100% 분양을 완료했으며, 현재 공사가 진행 중이다. 준공 시 수익성 높은 매출이 반영될 것으로 기대된다. 다만 두 현장 모두 초기 분양률이 낮아 일부 물량은 인도 시점에 매출로 인식되므로, 실제 매출 인식 시점은 지켜볼 필요가 있다.

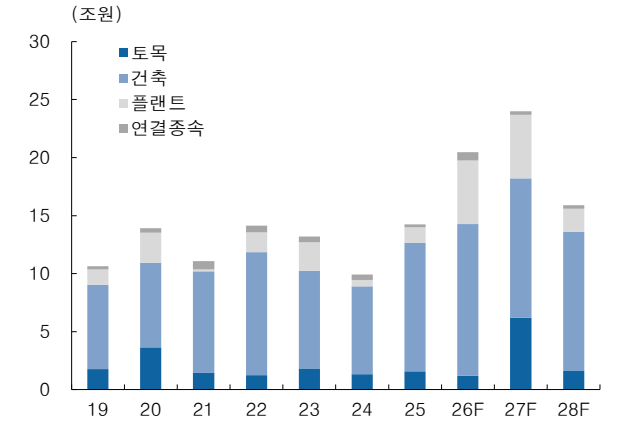
황현정
hj.hwang@koreainvestment.com

[그림 129] 대우건설 12MF PB 밴드



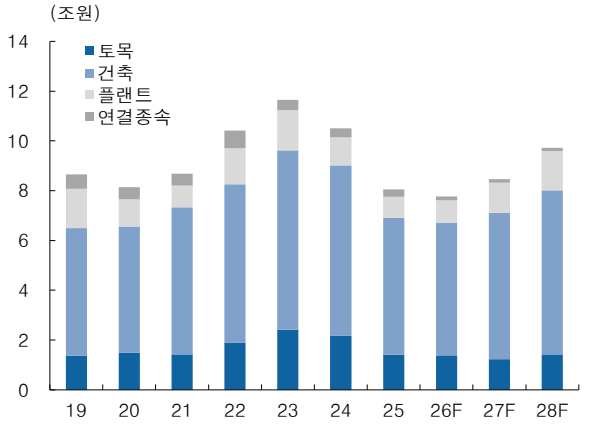
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 130] 대우건설 사업부별 신규수주



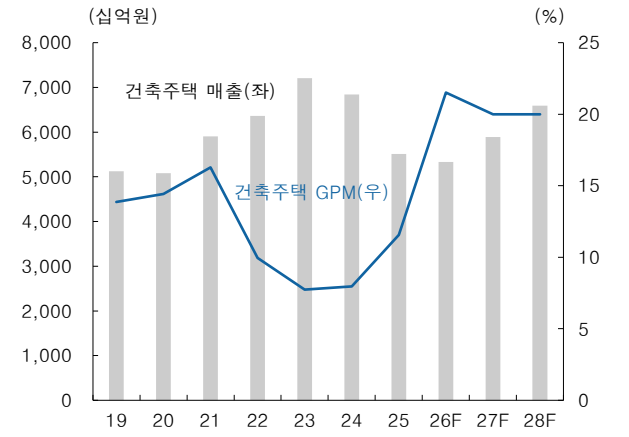
자료: 대우건설, 한국투자증권

[그림 131] 대우건설 사업부별 매출액



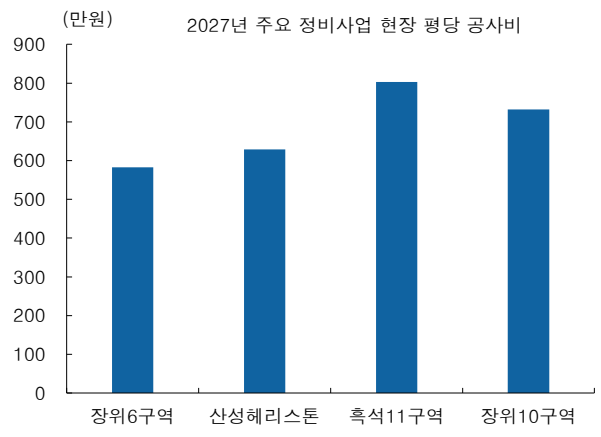
자료: 대우건설, 한국투자증권

[그림 132] 대우건설 건축주택 매출 및 GPM



자료: 대우건설, 한국투자증권

[그림 133] 대우건설 2027년 주요 현장 평당 공사비



자료: 언론보도, 한국투자증권

<표 24> 대우건설 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2026F				2027F				연간			
	1Q	2Q	3QP	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	2025	2026F	2027F	2028F
신규수주	**3,422**	**3,708**	**5,348**	**8,000**	**8,575**	**7,475**	**3,975**	**3,975**	**14,236**	**20,478**	**24,000**	**15,900**
증가율	*21.2*	*23.7*	*0.3*	*159.7*	*150.6*	*101.6*	*(25.7)*	*(50.3)*	*43.6*	*43.9*	*17.2*	*(33.8)*
토목	176	22	580	400	5,000	400	400	400	1,575	1,178	6,200	1,600
건축	3,078	3,665	3,855	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000	11,063	13,098	12,000	12,000
플랜트	143	13	312	5,000	500	4,000	500	500	1,364	5,468	5,500	2,000
수주잔고	**51,890**	**53,402**	**54,855**	**60,829**	**67,496**	**72,840**	**74,477**	**76,064**	**50,598**	**60,829**	**76,064**	**81,936**
토목	5,524	5,320	4,999	5,074	9,897	9,950	10,002	10,052	5,986	5,074	10,052	10,235
건축	41,678	43,530	45,601	46,733	48,331	49,881	51,385	52,843	39,938	46,733	52,843	58,252
플랜트	4,362	4,228	3,909	8,714	8,996	12,771	12,888	13,001	4,323	8,714	13,001	13,422
매출액	**1,951**	**2,044**	**1,842**	**1,926**	**1,832**	**2,056**	**2,263**	**2,313**	**8,055**	**7,764**	**8,465**	**9,727**
증가율	*(6.0)*	*(10.1)*	*(7.4)*	*12.4*	*(6.1)*	*0.6*	*22.8*	*20.1*	*(23.3)*	*(3.6)*	*9.0*	*14.9*
토목	351	393	316	325	178	346	348	350	1,404	1,384	1,222	1,417
건축	1,273	1,392	1,300	1,368	1,402	1,450	1,496	1,542	5,508	5,334	5,890	6,591
플랜트	284	228	187	195	218	225	383	387	841	894	1,212	1,580
매출원가	**1,588**	**1,694**	**1,473**	**1,576**	**1,490**	**1,689**	**1,878**	**1,919**	**7,816**	**6,330**	**6,976**	**8,063**
매출원가율	***81.4***	***82.9***	***80.0***	***81.8***	***81.3***	***82.1***	***83.0***	***83.0***	***97.0***	***81.5***	***82.4***	***82.9***
토목	*91.2*	*90.4*	*87.0*	*91.0*	*91.0*	*91.0*	*91.0*	*91.0*	*135.4*	*90.0*	*91.0*	*91.0*
건축	*79.2*	*78.4*	*76.3*	*80.0*	*80.0*	*80.0*	*80.0*	*80.0*	*88.4*	*78.5*	*80.0*	*80.0*
플랜트	*83.4*	*96.7*	*93.7*	*95.0*	*95.0*	*95.0*	*95.0*	*95.0*	*101.7*	*91.5*	*95.0*	*95.0*
매출총이익	**364**	**350**	**369**	**351**	**342**	**367**	**385**	**394**	**238**	**1,433**	**1,489**	**1,665**
판매관리비	**108**	**118**	**186**	**123**	**117**	**132**	**145**	**148**	**1,054**	**535**	**542**	**623**
판관비율	*5.5*	*5.8*	*10.1*	*6.4*	*6.4*	*6.4*	*6.4*	*6.4*	*13.1*	*6.9*	*6.4*	*6.4*
영업이익	**256**	**232**	**183**	**227**	**225**	**236**	**240**	**246**	**(815)**	**898**	**947**	**1,042**
증가율	*68.9*	*182.6*	*223.9*	*NM*	*(12.0)*	*1.5*	*31.0*	*8.2*	*NM*	*NM*	*5.4*	*10.1*
영업이익률	*13.1*	*11.4*	*9.9*	*11.8*	*12.3*	*11.5*	*10.6*	*10.6*	*(10.1)*	*11.6*	*11.2*	*10.7*
세전이익	**267**	**212**	**106**	**202**	**200**	**211**	**215**	**221**	**(1,209)**	**787**	**847**	**942**
지배주주순이익	**194**	**166**	**80**	**152**	**150**	**158**	**161**	**166**	**(912)**	**592**	**635**	**707**
증가율	*247.3*	*NM*	*NM*	*NM*	*(22.8)*	*(4.9)*	*102.8*	*9.3*	*NM*	*NM*	*7.3*	*11.2*

자료: 한국투자증권

기업개요

대우건설은 1973년 설립된 종합건설사. 사업부문은 주택건축, 토목, 플랜트로 구성. 주택 사업은 '푸르지오'와 '푸르지오 써밋' 브랜드로 운영. 해외에서는 나이지리아, 이라크, 모잠비크, 투르크메니스탄 등에서 LNG·비료 플랜트와 인프라 사업을 수행

손익계산서

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**10,504**	**8,055**	**7,764**	**8,465**	**9,727**
매출원가	9,576	7,816	6,330	6,976	8,063
매출총이익	928	238	1,433	1,489	1,665
판매관리비	524	1,054	535	542	623
영업이익	**403**	**(815)**	**898**	**947**	**1,042**
영업이익률(%)	*3.8*	*(10.1)*	*11.6*	*11.2*	*10.7*
EBITDA	526	(701)	1,047	1,131	1,262
EBITDA Margin(%)	*5.0*	*(8.7)*	*13.5*	*13.4*	*13.0*
영업외수익	(45)	(394)	(111)	(100)	(100)
금융수익	104	124	106	120	120
금융비용	160	183	232	180	180
기타영업외손익	12	(289)	36	(40)	(40)
관계기업관련손익	0	(46)	(22)	0	0
세전계속사업이익	**358**	**(1,209)**	**787**	**847**	**942**
법인세비용	116	(293)	193	212	236
연결당기순이익	243	(916)	594	635	707
지배주주지분순이익	**234**	**(912)**	**592**	**635**	**707**
지배주주순이익률(%)	*2.2*	*(11.3)*	*7.6*	*7.5*	*7.3*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	(9.8)	(23.3)	(3.6)	9.0	14.9
영업이익 증가율	(39.2)	NM	NM	5.4	10.1
지배주주순이익 증가율	(54.3)	NM	NM	7.2	11.2
EPS 증가율	(54.2)	NM	NM	7.2	11.2
EBITDA 증가율	(33.4)	NM	NM	8.0	11.6

재무상태표

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	**12,658**	**13,359**	**13,171**	**13,772**	**15,226**
유동자산	9,589	9,923	9,742	10,010	11,017
현금성자산	1,162	1,829	1,941	1,947	2,140
매출채권및기타채권	4,683	4,276	4,122	4,232	4,669
재고자산	1,945	2,428	2,340	2,370	2,529
비유동자산	3,070	3,436	3,429	3,762	4,209
투자자산	1,009	1,189	1,175	1,281	1,375
유형자산	380	452	523	594	666
무형자산	63	64	62	68	78
부채총계	**8,324**	**9,884**	**9,134**	**9,133**	**9,912**
유동부채	4,544	5,111	4,345	4,178	4,813
매입채무및기타채무	2,664	3,095	2,329	2,539	2,821
단기차입금및단기사채	659	366	422	479	535
유동성장기부채	542	586	629	672	715
비유동부채	3,780	4,773	4,789	4,955	5,099
사채	306	653	796	939	1,082
장기차입금및금융부채	2,463	2,408	2,342	2,277	2,212
자본총계	**4,334**	**3,475**	**4,037**	**4,639**	**5,314**
지배주주지분	4,291	3,348	3,908	4,511	5,185
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	562	562	562	562	562
기타자본	(99)	(99)	(99)	(99)	(99)
이익잉여금	2,183	1,277	1,870	2,505	3,211
비지배주주지분	**43**	**127**	**129**	**129**	**129**
순차입금	2,021	1,662	1,754	1,871	1,755

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	**(1,284)**	**463**	**168**	**283**	**545**
당기순이익	243	(916)	594	635	707
유형자산감가상각비	114	106	141	175	210
무형자산상각비	8	8	8	9	10
자산부채변동	(1,873)	591	(570)	(606)	(315)
기타	224	674	(5)	70	(67)
투자활동현금흐름	**104**	**172**	**(234)**	**(457)**	**(532)**
유형자산투자	(38)	(100)	(223)	(258)	(292)
유형자산매각	2	11	11	11	11
투자자산순증	(21)	296	(40)	(138)	(126)
무형자산순증	(6)	(10)	(6)	(14)	(20)
기타	167	(25)	24	(58)	(105)
재무활동현금흐름	**1,170**	**57**	**178**	**180**	**180**
자본의증가	33	92	0	0	0
차입금의순증	1,137	(35)	180	180	180
배당금지급	(0)	(3)	0	0	0
기타	0	3	(2)	0	0
기타현금흐름	190	(25)	0	0	0
현금의증가	**180**	**667**	**112**	**6**	**193**
FCF	(988)	866	8	94	316

주요 투자지표

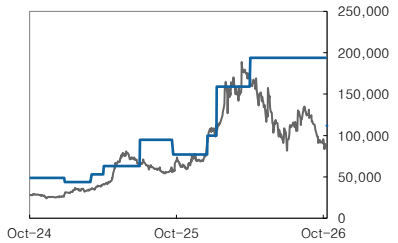
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	570	(2,220)	1,443	1,546	1,720
BPS	10,444	8,148	9,511	10,978	12,619
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	2.0	(7.0)	4.5	4.7	4.9
ROE	5.6	(23.9)	16.3	15.1	14.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
부채비율(x)	192.1	284.5	226.3	196.9	186.5
차입금/자본총계비율(%)	94.6	119.3	107.1	97.1	88.2
이자보상배율(x)	2.5	(4.5)	3.9	5.3	5.8
순차입금/EBITDA(x)	3.8	(2.4)	1.7	1.7	1.4
Valuation(x)					
PER	5.4	NM	7.6	7.1	6.3
최고	8.7	NM	28.0	26.1	23.5
최저	5.4	NM	2.5	2.3	2.1
PBR	0.3	0.5	1.1	1.0	0.9
최고	0.5	0.6	4.2	3.7	3.2
최저	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
PSR	0.1	0.2	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.2	NM	6.0	5.6	5.0

주: K-IFRS (연결) 기준

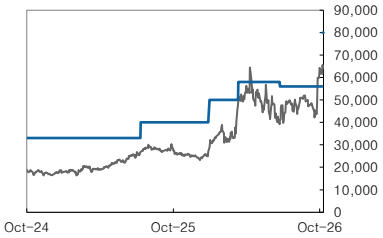
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
현대건설(000720)	2024.01.09	매수	49,000원	-35.7	-27.1		2026.07.21	매수	56,000원	-12.1	14.6
	2025.01.09	1년경과		-46.0	-41.9		2026.11.04	NR	-	-	-
	2025.01.23	매수	44,000원	-23.2	-15.9		2026.11.06	매수	80,000원	-	-
	2025.03.31	매수	53,000원	-28.2	-22.4	GS건설(006360)	2024.09.30	매수	27,000원	-30.4	-10.6
	2025.04.30	매수	63,000원	3.6	28.7		2025.09.30	1년경과		-2.3	59.6
	2025.07.29	매수	95,000원	-36.0	-25.1		2026.09.30	1년경과		10.8	25.7
	2025.10.20	매수	77,000원	-11.6	18.3		2026.11.04	NR	-	-	-
	2026.01.13	매수	100,000원	5.4	13.0		2026.11.06	매수	53,000원	-	-
	2026.02.05	매수	125,000원	-11.7	-8.6	대우건설(047040)	2024.01.12	중립	-	-	-
	2026.02.10	매수	159,000원	-1.5	18.7		2025.01.12	1년경과		-	-
	2026.04.29	매수	194,000원	-38.6	-12.7		2025.01.31	NR	-	-	-
	2026.11.04	NR	-	-	-		2026.01.31	1년경과		-	-
	2026.11.06	매수	112,000원	-	-		2026.11.06	중립	-		
삼성E&A(028050)	2024.10.15	매수	33,000원	-39.6	-19.1	DL이앤씨(375500)	2024.09.30	매수	47,000원	-14.9	23.8
	2025.08.08	매수	40,000원	-33.3	-24.3		2025.09.30	1년경과		-12.2	-4.0
	2026.01.26	매수	42,000원	-28.1	-28.1		2025.12.30	매수	50,000원	33.9	105.0
	2026.01.28	매수	50,000원	-31.3	-4.4		2026.11.04	NR	-	-	-
	2026.04.08	매수	58,000원	-14.3	11.0		2026.11.06	매수	72,000원	-	-

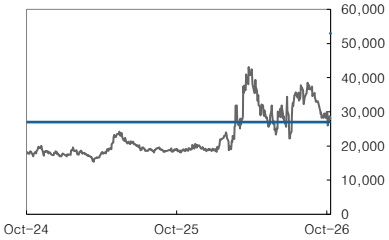
현대건설(000720)



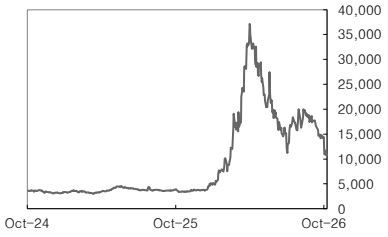
삼성E&A(028050)



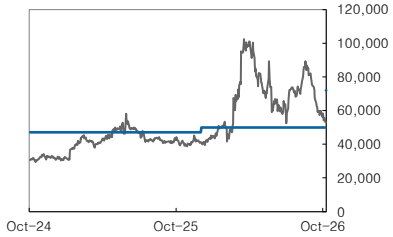
GS건설(006360)



대우건설(047040)



DL이앤씨(375500)



■ Compliance notice

- 당사는 자료 공표일 현재 현대건설, GS건설, 삼성E&A, 대우건설, DL이앤씨 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 현대건설, 삼성E&A, 대우건설 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.
- 당사는 현대건설 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.
- 당사 금융투자분석사 황현정은 2026년 8월 20일 현대건설 강릉 Analyst Day 행사에 현대건설로부터 체재비(식사비, 이동편 등)를 지원 받아 참석한 사실이 있습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2026. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
88.3%	11.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.