

# 건설업

# 역사는 반복된다

- 건설업종 주가 회복은 국내 부동산 경기 반전 신호가 우선되어야 함
- 과거 사이클 경향을 볼 때, 확실한 반등 가능 시점은 '25년으로 예상
- 시장 변화에 대응하여 상/하반기 투자전략 및 추천종목을 별도로 설정

## 국내 부동산 시장 공포 확대되며, 소외 받고 있는 건설업종

태영건설 워크아웃 사태 이후 부동산 PF 시장에 대한 공포감이 재차 증가. 지방 중심으로 미분양 물량이 증가함에 따라 신규 착공이 위축되며, 미착공 브릿지론이 누적. 6개월~1년단위로 반복되는 PF 차환 리스크는 우려사항

지난 2년의 선행지표(착공, 수주) 부진에 따른 실적 눈높이 하락과 더불어 시장 침체가 겹치며 건설주에 대한 투자심리 크게 악화. 2월 기준 KOSPI 대비 건설업종 월평균 거래대금 비중은 1.9%로 '00년 이후 역대 최저 레벨

건설업종 주가 회복은 국내 부동산 경기 반전 신호 확인이 먼저 필요. 연내 기준금리 인하 및 PF 재구조화 이벤트가 예고된 상황. 과거 주택 사이클 경향을 바탕으로 향후 시장 전개 방향 및 적절한 건설업종 투자 시점을 전망

## 과거 역사를 볼 때 확실한 반등은 '25년을 전망

과거 1~7차 주택 사이클 주기는 평균 5년이었으며, 최근 사이클일수록 점점 주기가 단축되는 경향성을 보였음. '23년 7월 이후 8차 사이클 확장기에 진입했으며, 최근 사이클의 확장기 기간을 고려할 때 약 27개월 지속 추정

금리~매매가격 관계는 '10년 이후로 강력한 음의 상관관계를 시현 중이며, 약 1년의 시차 발생. 금리~미분양~준공후미분양 증감 사이클 역시 각각 1년의 시차가 나타난 것으로 파악

입주세대는 매매가격 대비 전세가격 증감에 더 유의했음. '25년 입주예정물량은 '24년 대비 -26% 감소 전망. 전세기울 상승이 상승동력으로 작용할 것

정부 정책은 규제 강화보다는 완화 국면에서 상대적으로 실효성이 높았음. 지방 미분양 증가세와 건설업체 유동성 위기는 방치하기 어려움. 본격적인 부동산 PF 재구조화 단계에서 적절한 규제 완화 동반 가능성은 충분

## 상반기: 안전제일주의 / 하반기: 주택 시황 개선 및 경쟁구도 완화에 베풀

상반기는 특별한 시황 변화가 감지되지 않는 시기. 1) 미착공 PF 사업 노출도가 낮고, 2) 올해 안정적인 실적 성장이 가능하며, 3) 비즈니스 확장을 바탕으로 구조적인 중기 성장 가능업체들에 집중

[상반기 추천 종목] 삼성E&A(삼성엔지니어링), DL이앤씨, HDC현대산업개발

하반기는 '25년 시황 개선을 야기할 금리인하, 정부 지원정책 발표 예상. PF 사업 재구조화 과정에서 핵심 건설사 위주의 산업 구조 재편 가능. 이익 및 현금 흐름 대비 소외되어 있는 업체에 주목

[하반기 추천 종목] 현대건설, GS건설, 대우건설



이태환 tashwan.lee@daishin.com

투자 의견

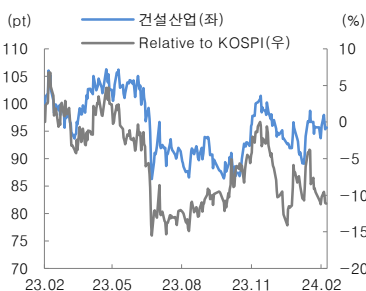
# Neutral

중립, 유지

### Rating & Target

종목명	투자 의견	목표주가
HDC현대산업개발(신규)	Buy	25,000원
삼성엔지니어링	Buy	36,000원
현대건설	Buy	54,000원
GS건설	Marketperform	16,000원
대우건설	Buy	6,000원
DL이앤씨	Buy	55,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.3	-4.5	9.2	-7.6
상대수익률	-0.8	-10.0	3.1	-16.2





## Contents

- I Intro: 멸망의 공포가 지배하는 건설
- II 온고지신(溫故知新) – 주택 사이클 복습하기
- III 투자전략 및 Valuation
- IV 기업분석  
HDC현대산업개발(294870) – 신규

# Summary

## 국내 부동산 시장 공포 확대되며, 소외 받고 있는 건설업종

- 태영건설 워크아웃 사태 이후 PF 시장에 대한 공포감이 재차 증가. 지방 중심으로 미분양 물량이 증가함에 따라 신규 착공이 위축되어 미착공 브릿지론이 누적되고 있으며, 6개월~1년단위로 반복되는 PF 차환 리스크는 우려사항
- 지난 2년의 선행지표 부진에 따른 실적 눈높이 하락과 더불어 시장 침체가 겹치며 건설주에 대한 투자심리 크게 악화. KOSPI 대비 건설업종 월평균 거래대금 비중은 1.9%로 '00년 이후 역대 최저
- 건설업체의 추가 회복은 국내 부동산 경기 반전 신호 확인이 먼저 필요. 연내 금리 인하 및 PF 재구조화 이벤트가 예고된 상황. 과거 주택 사이클 경향을 바탕으로 향후 전개 방향 및 투자 시점 전망

## 과거 역사를 볼 때 확실한 반등은 '25년을 전망

- 과거 1~7차 주택 사이클 주기는 평균 5년이었으며, 최근 사이클일수록 점점 주기가 단축되는 경향성을 보였음. 현재는 '23년 7월을 저점으로 8차 사이클의 확장기에 들어서 약 8개월을 지난 상태이며, 최근 사이클의 확장기 기간을 고려할 때 약 27개월 지속될 수 있다고 추정
- 금리~매매가격 관계는 '10년 이후로 강력한 음의 상관관계를 시현 중. 금리 인하 시작 시점에 매매가격이 즉각 반응하기보다는 약 1년의 시차를 보였던 것으로 파악
- 준공후미분양 증감은 미분양 대비 1년 후행. 한편, 미분양은 금리 변곡점 대비 약 1년 후행하여 증감 반영. '24년 금리인하 시작→'25년 미분양 물량 감소→'26년 준공후미분양 물량 감소 경로 예상
- 입주는 분양대비 2~3년 후행. 입주세대는 매매가격과의 상관관계는 희미했으나, 전세가격과의 상관관계는 유의미했던 것으로 파악. '25년 입주 예정물량은 '24년 대비 -26% 감소 전망. 전세기울 상승이 매매가격 상승 동력으로 작용할 것
- 정부 정책은 상대적으로 규제 강화보다는 규제 완화 정책에서 실효성을 거뒀던 편. 지방 중심의 미분양 증가세와 건설업체 유동성 위기는 방지하기 어려움. 연내 규제 완화 동반 가능성은 충분

## 상반기: 안전제일주의 / 하반기: 주택 시장 개선 및 경쟁구도 완화에 베풀

- 상반기는 특별한 시장 변화가 감지되지 않는 시기. 미착공 PF 사업 노출도가 낮고, 안정적인 실적 성장이 가능하며, 비즈니스 확장을 바탕으로 구조적인 중기 성장 가능업체들에 집중  
[추천 종목] 삼성E&A(삼성엔지니어링), DL이앤씨, HDC현대산업개발
- 하반기는 '25년 시장 개선을 야기할 금리인하, 정부 지원정책 발표 예상. PF 사업 재구조화 과정에서 핵심 건설사 위주의 산업 구조 재편 가능. 이익 및 현금흐름 대비 소외되어 있는 업체에 주목  
[추천 종목] 현대건설, GS건설, 대우건설
- HDC현대산업개발(신규 커버리지 종목): 투자의견 BUY, 목표주가 25,000원 제시
  - 1) '23년 분양성과 바탕으로 낮아진 부동산 PF 우발채무 상태
  - 2) 순차입금 감소로 재무건전성 향상. 자체개발사업 전개 기틀을 마련
  - 3) 자체사업 수주잔고 10.5조원 규모. 연내 4.5조원 광운대역세권 사업 착공 예정

# I. Intro

멸망의 공포가 지배하는 건설

# I. Intro: 멸망의 공포가 지배하는 건설

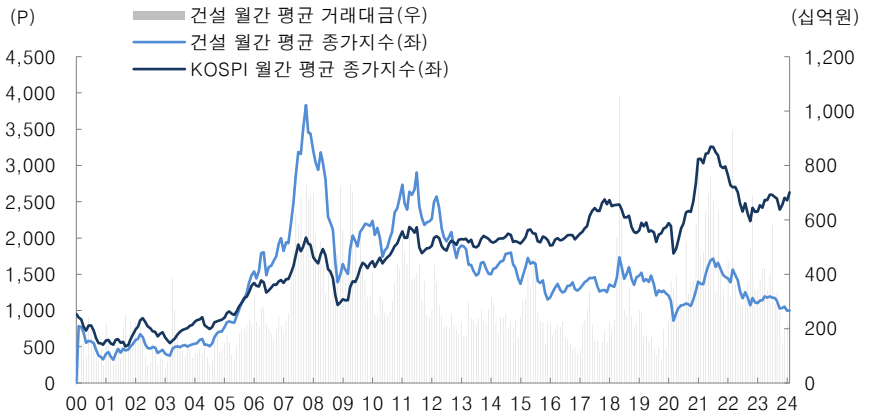
## 기대보다는 우려가 가득한 국내 건설 업황

PF 우발채무,  
미분양 위험 상승으로  
투자심리가 극도로  
악화된 건설업종

2024년 들어 태영건설 워크아웃 개시(24.01.11) 및 건설업체들의 PF 채무 상황기일이 도래하면서 금융 시장에 유동성 위기 업체에 대한 루머가 도는 등 다시금 PF 리스크에 대한 공포가 확대되고 있는 모습이다. 지난해 10월 특례보증자리론 중단 이후 주택 거래량이 다시 감소하면서 매매시장이 얼어붙고 있는 가운데, 연초 지방 청약도 부진한 성과를 보임에 따라 미분양 위험까지 함께 상승하고 있다. 미분양이 늘어날 수록 신규 분양 착공은 더 위축될 수밖에 없어 미착공 브릿지론이 누적되는 것이 불가피하며, 만기 구조상 6개월~1년 단위로 이런 공포가 계속해서 반복될 수 밖에 없다.

2024년은 이미 지난 1~2년간의 선행지표 악화로 인해 주택 매출 감소 시작이 유력하여 건설업체들의 실적 눈높이가 낮아지고 있던 시점이었는데, 연초부터 미분양 위험 상승에 따른 착공 지연 및 유동성 위기까지 더해지면서 국내 건설업체들에 대한 투자심리는 극도로 악화되어 현재는 완전히 소외된 상태라고 보인다. 당사 커버리지 주택업체 5개사의 '24년 평균 PBR은 비슷한 ROE값을 기록했던 과거 2014년의 평균 PBR 0.73배 대비 약 절반 수준의 배수밖에 받지 못하고 있으며, 2월 기준 KOSPI 대비 건설업종의 월평균 거래대금 비중은 1.9%로, 2000년 이후 역대 최저 수준이다.

그림 1. 건설 업종 증가 지수 하락세 및 거래대금 축소



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 1. 주요 커버리지 주택업체 Valuation 지표

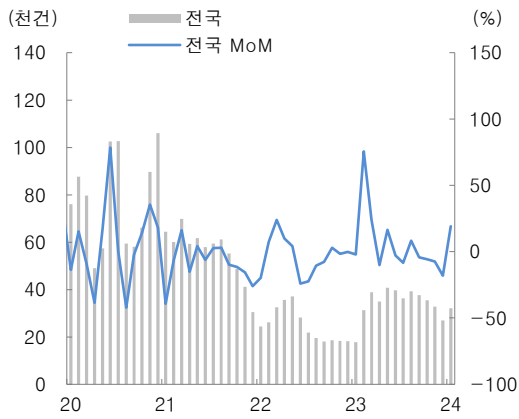
(단위: %, 배)

	ROE		PER		PBR	
	2023A	2024E	2023A	2024E	2023A	2024E
현대건설	6.60	6.70	6.66	6.88	0.47	0.44
GS 건설	-10.70	3.40	-9.30	8.90	0.27	0.30
대우건설	12.90	10.70	3.25	3.68	0.40	0.35
DL 이앤씨	4.30	6.30	6.02	4.44	0.32	0.33
HDC 현대산업개발	5.90	6.60	5.97	5.83	0.32	0.40

자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

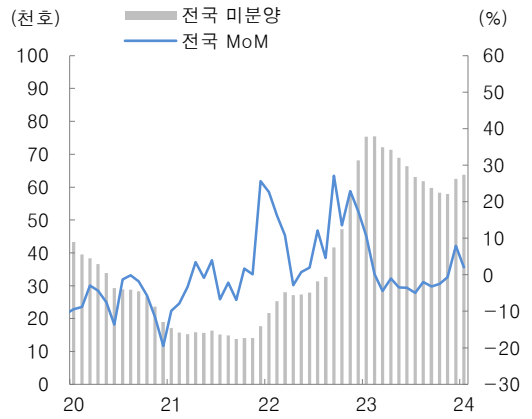


그림 6. 월간 아파트 매매거래량



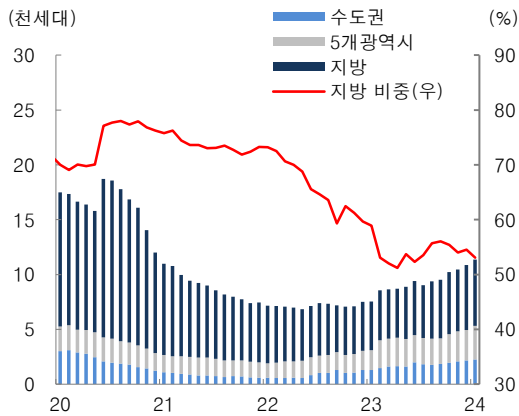
자료: REPS, 대신증권 Research Center

그림 7. 월간 아파트 미분양



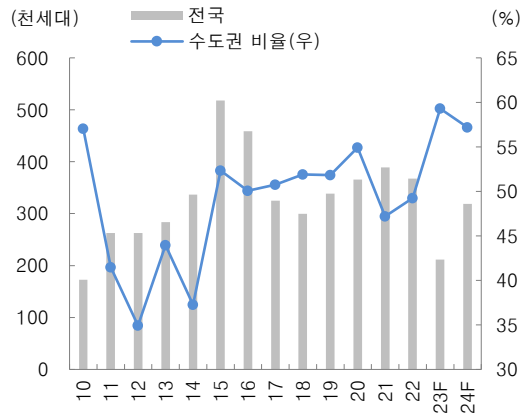
자료: REPS, 대신증권 Research Center

그림 8. 월간 아파트 준공후미분양



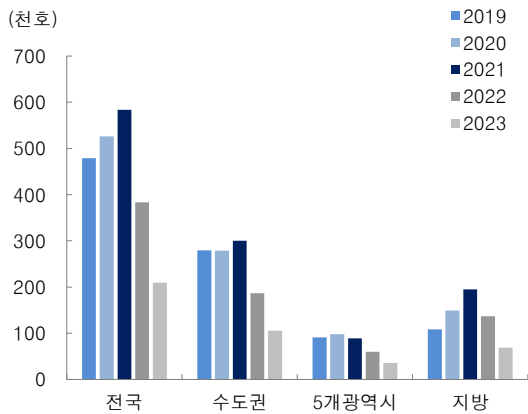
자료: REPS, 대신증권 Research Center

그림 9. 연간 아파트 분양+분양계획



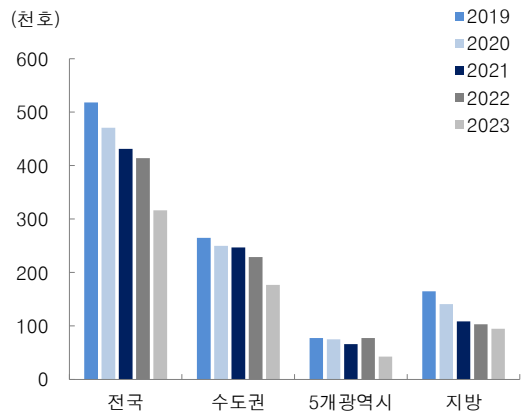
자료: REPS, 대신증권 Research Center

그림 10. 월간 주택건설 착공 실적



자료: 국토교통부, 대신증권 Research Center

그림 11. 월간 주택건설 준공 실적



자료: 국토교통부, 대신증권 Research Center

## 건설주를 왜 투자해요? 언제 사야 되는데요?

건설주 투자 이유를  
찾기 힘든 현재 업황.  
다만 올해 하반기는  
변화가 나타날 것.  
과거 사이클을 통해  
시장 방향을 전망

당사는 지난해 12월 발간했던 [2024년 연간전망-건설업: 계속 두드려야 하는 돌다리]를 통해 국내 주택 시장의 빠른 회복세에 대한 기대감이 조성되는 것을 경계한 바 있으며, 상반기 건설업 투자의 주요 테마는 건설업체들의 리스크 관리 능력과 비주택 수주잔고 기반 성장성이며, 이에 따른 추천 Top-Pick으로 DL이앤씨를 제시했던 바 있다.

문제는 이런 불확실한 국내 부동산 시장에서 굳이 '건설주를 투자할 필요가 있나요?'라는 의문에 대한 선뜻 답을 내기가 어렵다. 국내 대형 건설업체 중 주택시장으로부터 완전히 자유로운 기업은 순수 EPC 업체인 삼성엔지니어링에 불과하고, 이외 건설업체들의 경우 주택/건축 매출비중이 최소 절반 수준에 달하는 상황이다. 건설업체들의 주택 매출 실적이 올해부터 본격적으로 꺾이기 시작하며, 시장 반등 시점을 여전히 가늠하기 어려운 상황에서 개별 리스크 관리 능력과 비주택 기반 성장성만으로는 차별화하기 어렵고 투자 매력은 크게 떨어질 수 밖에 없다. 결국 국내 건설업체들의 향후 주가는 주택 경기가 반전할 수 있다는 신호가 확인되어야 상승 가능하다는 결론이 나온다.

그러면 다시금 '그래서 건설주는 언제 사야 되는데요?'라는 의문에 도달한다. 현재 시점은 정부가 공언한 PF 사업재구조화가 아직 본격화되지 않았고, 연초 청약단지만으로는 올해 분양 시장 분위기를 파악하기 어려운 상황에 있는 것이 분명하다. 다만, 미국 중앙은행 연준(Fed)은 3월 FOMC에서 연내 기준 금리를 3번 인하 전망 관점을 유지한다고 밝혔고, 선물시장은 6월 금리 인하 확률을 70.9%로 높여 잡은 상태이다. 또한, 총선 이후 PF 재구조화에 속도를 내는 과정에서 건설·금융시장 충격을 완화할 수요 개선 정책도 병행이 불가피 할 것으로 추정하고 있다. 앞으로 건설업종에 추가로 등장할 수 있는 악재가 다수 예상되나, 커버리지에 포함된 대형 종합건설사 기준으로 봤을 때 관리가능한 수준에 있으며 현재 기업가치 평가에 상당부분 반영이 되어 있다고 판단한다. 즉, 주가상으로 건설주는 바닥은 바닥이되, 얼마나 바닥이 깊어질지가 관건인 구간이다.

건설업은 결국 시클릭 산업이고, 일정한 주기에 따라 상승과 하락을 반복해 왔다. 과거 역사에서 올해 시장 방향의 힌트를 얻을 수 있을 것으로 판단하여 이 기회에 과거 사이클 구간에서의 주요 지표 상황과 시장 영향을 살펴보는 복습자료 성격의 자료를 발간하였다. 주택시장과 시장 참여자 선택에 영향을 미치는 주요 변수는 워낙 다양하고 복합적으로 적용되는만큼 과거와 현재가 동일한 경로를 보일 것이라고 전망하는 것은 과대해석이 될 수 있겠으나, 과거 경향성을 파악해보는 것이 의미없지는 않을 것으로 판단한다.



## II. 온고지신 (溫故知新)

주택 사이클 복습하기

## II. 은고지신(溫故知新) - 주택 사이클 복습하기

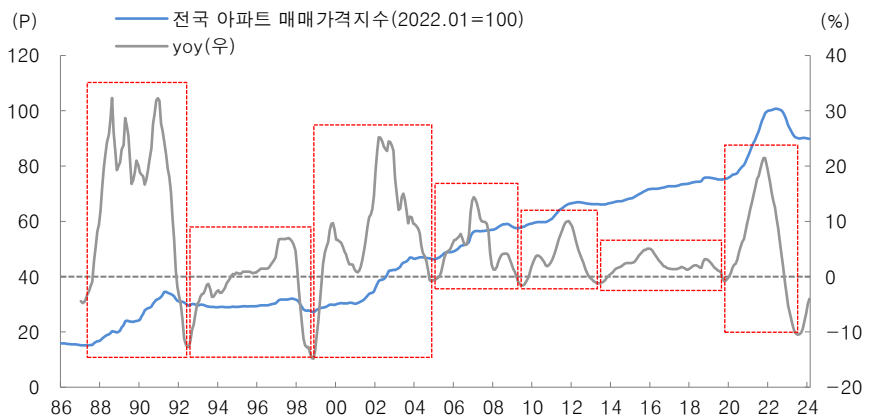
### 주택 경기 사이클 주기는 평균 5년. 점점 단축되는 추세

현재 8차 사이클  
확장기에 진입한 상태  
최근 사이클 주기를  
고려하면 약 27개월  
지속 예상 가능

주택 경기 사이클을 판단하는 주요 지표는 전국 아파트 매매가격의 YoY 변동률로 설정하였으며, 매매가격에 영향을 미치는 주요 변수는 1) 금리, 2) 미분양·준공후미분양 상황, 3) 분양·입주세대, 4) 정부 정책 효과로 판단하였다.

아파트 매매가격 집계가 확인된 1986년 이후 주택경기 사이클은 총 7차례가 있었으며, 현재는 '23년 7월 저점을 기록한 이후 8차 사이클의 확장기에 진입하여 약 8개월 지난 상태로 판단한다. 물론 현재 YoY 변동률이 마이너스 구간에 있기 때문에 확장기로 느껴 지지 않는 것도 사실이나, 과거 사이클 사례를 참고하면 YoY 변동률이 마이너스를 기록한 기간은 최대 33개월을 넘지 않았다. 최근 매매가격 변동률이 마이너스 구간에 들어선 것은 '22년 11월부터로 '24년 3월까지 17개월을 지나온 상태이며, 역사적으로 보면 감소 폭이 점점 줄어들면서 확장기에 들어서는 초입으로 볼 수 있다. 주택 가격이 한번 확장기에 들어서면 평균 37.9개월동안 지속되었던 것으로 확인되나, 최근 사이클로 올 수록 확장기가 점점 짧아지는 경향성을 보이고 있다는 점을 고려하면, 이번 확장기는 약 27개월(4~7차 평균) 정도 지속될 수 있다고 추정할 수 있다.

그림 12. 주요 커버리지 건설업체 주가 추이



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

표 2. 주택 경기 사이클 주기

파동	연도	총 기간	확장	수축
1차	'87.01~'92.07	67개월	48개월	19개월
2차	'92.08~'98.11	76개월	61개월	15개월
3차	'98.12~'04.11	73개월	47개월	26개월
4차	'04.12~'09.07	56개월	26개월	30개월
5차	'09.08~'13.06	47개월	28개월	19개월
6차	'13.07~'19.10	76개월	30개월	46개월
7차	'19.11~'23.06	45개월	25개월	20개월
8차	'23.07~진행 중	TBD	TBD	TBD
<b>전체 평균</b>		<b>62.9개월</b>	<b>37.9개월</b>	<b>25.0개월</b>
<b>4~7차 평균</b>		<b>56.0개월</b>	<b>27.3개월</b>	<b>28.7개월</b>

자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

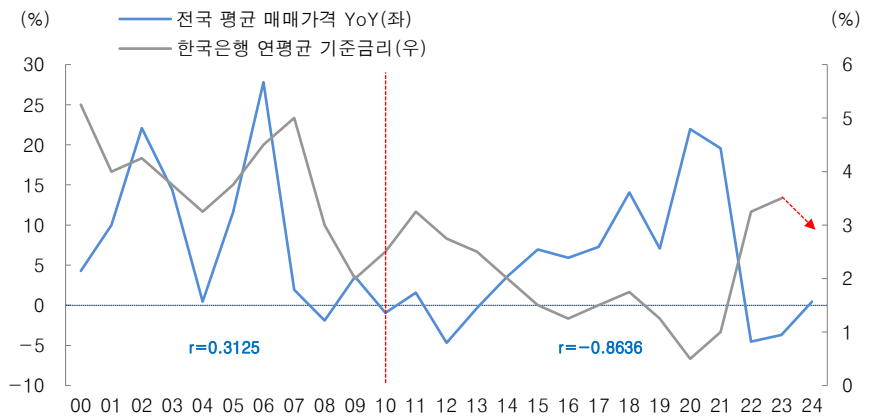
### 변수 1. 금리

금리~주택가격의  
음의 상관관계는  
통계적으로 유의.  
약 1년의 시차 존재

금리는 시중 유동성 변화에 따른 실물자산 물가와 주택 매수 결정 시 예상 금융비용에 영향을 미치기 때문에 주택가격과 음의 상관관계가 있다고 보는 것이 일반적이다.

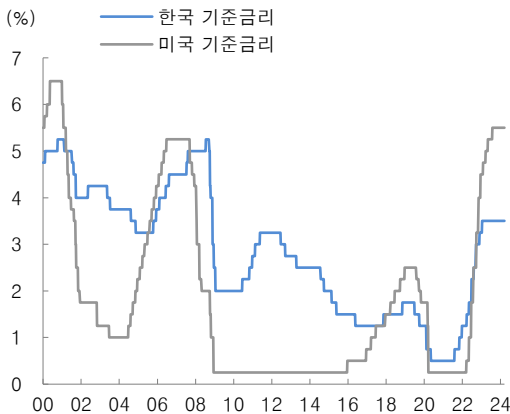
아파트 매매가격과 금리간의 음의 상관관계는 2010년대부터 더 뚜렷해지고 있는 모습이 확인된다. '00년대에는 매매가격과의 상관관계수(Correlation Coefficient)가 0.3125로 약한 양의 상관관계를 보인 반면, '10년대부터는 양 변수간의 상관관계가 -0.8636으로 강력한 음의 상관관계를 나타내고 있어, 최근 데이터를 기준으로 볼 때 '금리가 내리면, 주택가격이 상승할 수 있다'는 추론은 통계적으로 유의미하다고 볼 수 있다. 한국 기준금리는 통상적으로는 미국 기준금리 변동에 후행하는 모습을 보였기 때문에, 미국 기준금리 인하가 6월 개시될 경우 한국은 하반기부터 진행될 것으로 추정된다. 당사에서는 한국 기준금리의 연말 수준을 2.75%로 예상하고 있다. 다만, '07~'08, '11~'12 금리 인하기에도 매매가격 하락이 지속되다가 다음 연도부터 반등이 나타났다는 점을 고려하면, 시장에 인식되기까지 약 1년의 시차가 있었음을 추정할 수 있고, 앞으로 다가올 금리 인하 기반의 주택 매매가격 회복 시점 역시 올해보다는 내년이 유력하다고 판단하고 있다.

그림 13. 연도별 매매가격-기준금리 추이



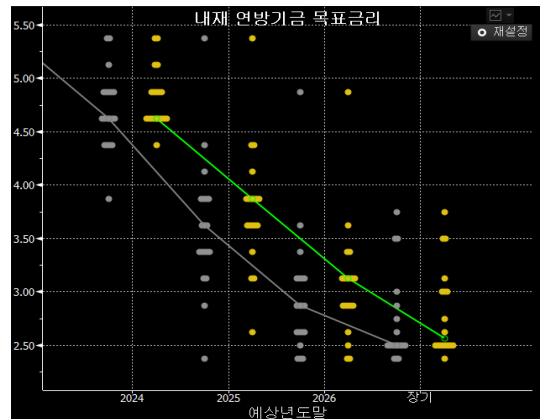
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 14. 한국 vs 미국 기준금리 추이



자료: 한국은행, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 15. 기준 금리 점도표



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

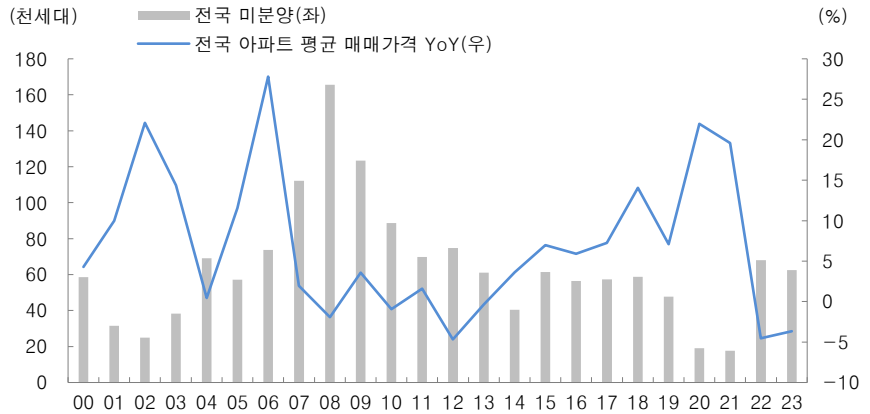
## 변수 2. 미분양, 준공후미분양

금리~  
미분양~  
준공후미분양은  
각각 1년의 시차 발생

미분양, 준공후미분양 물량이 시장에 누적된다는 것은 곧 수요 대비 초과공급을 의미하며, 기타 외부 변수에 의한 수요 확대가 나타나지 않는 이상 기존 분양 가격 대비 할인 분양이 불가피하여 신축 공급 가격은 낮아지고 자연스럽게 구축 가격에도 영향을 주는 구조이다. 특히 악성재고라고 볼 수 있는 준공후미분양 물량을 장기 방치하는 것은 주택 시장에 큰 부담을 주므로 정책적 지원이 뒤따라왔다.

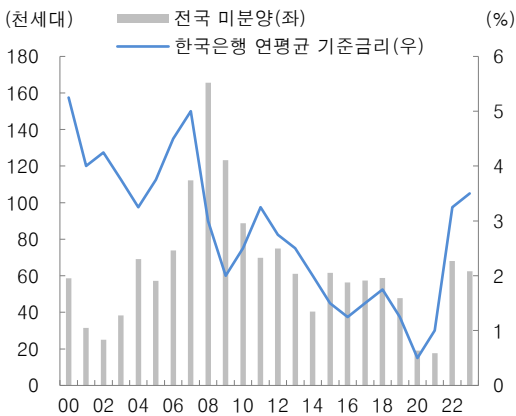
전국 기준 준공후미분양 물량의 증가 시기는 '07~'09, '17~'19으로 증가 추세 초입부터 고점을 찍기까지 통상 3년의 기간이 소요됐던 것으로 파악된다. 준공후미분양의 증감은 미분양 대비 약 1년 후행하여 반영되는 모습이었으며, 현재의 미분양 증가 사이클은 '22년 4분기부터 시작되었기 때문에 앞선 주기를 적용하면 '25년까지는 준공후미분양 증가 추세가 지속될 수 있다. 정책적인 지원은 불확실한만큼 주택 구매력과 연관지을 수 있는 금리 경로와 함께 비교해서 보면, 미분양은 금리 변곡점 대비 약 1년 후행하는 모습이 관찰되었기 때문에 '24년 금리 인하 시작 → '25년 미분양 물량 감소 시작 → '26년 준공후미분양 물량 감소의 경로를 예상할 수 있다.

그림 16. 미분양-주택가격 비교



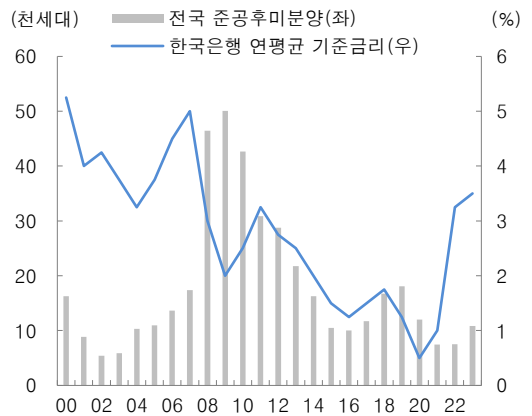
자료: 한국은행, REPS, 대신증권 Research Center

그림 17. 금리-미분양 비교



자료: 한국은행, REPS, 대신증권 Research Center

그림 18. 금리-준공후미분양 비교



자료: 한국은행, REPS, 대신증권 Research Center

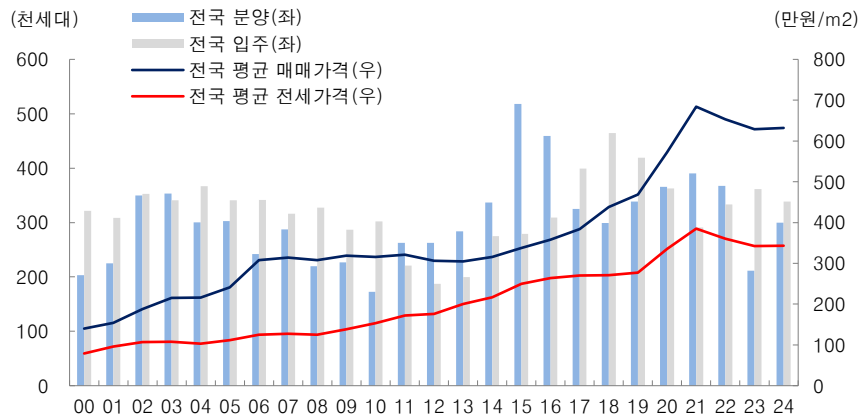
### 변수 3. 분양, 입주세대

입주세대 증감은 전세가격에 유의미한 영향을 주는 변수. '25년 입주 물량은 크게 줄어들 예정

선분양 구조가 대세인 국내 주택시장 특성상 분양과 입주간의 시차가 발생할 수밖에 없으며 건축 기간을 고려할 때 약 3년 이상의 시차가 나타난다. 부동산 가격이 상승하여 수요가 좋을 때 분양은 증가하고, 입주 시점이 되면 신축 입주를 위한 구축 매도 심리가 강화되며 주택 가격은 내려가겠다고 보는 것이 합리적인 추정이라고 볼 수 있다.

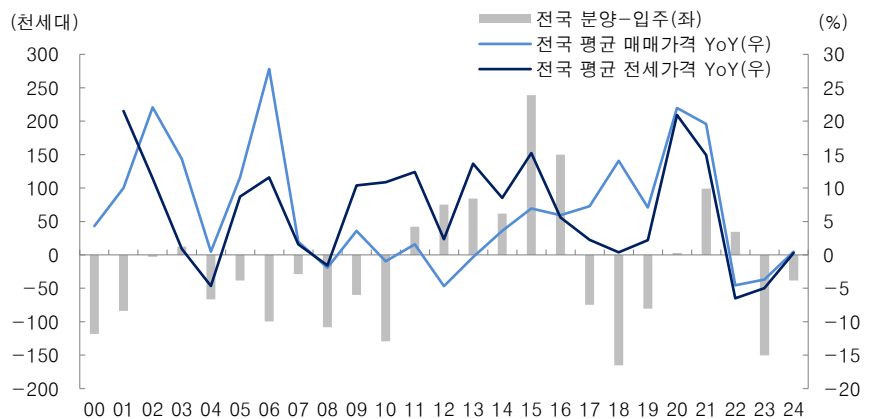
'00년대 이후 분양세대 증감 추이와 입주세대 증감 추이를 비교해 봤을 때 입주가 분양 대비 약 2~3년 후행하는 모습이 확인된다. 아파트 매매가격과 전세가격이 '00년대에는 입주세대가 분양세대 대비 많았던 시점에서 상승률이 확대되는 등 상관관계가 떨어지는 모습을 보였는데, '10년대 이후를 보면 입주세대가 분양세대보다 많았던 시기에 여전히 매매가격과의 상관관계는 희미한 것으로 보이나, 전세가격 하락에는 유의미한 영향이 있었음이 확인된다. '23년 분양 감소 영향으로 '25년 입주 예정물량은 약 25만세대 내외로 '24년 입주예정물량 대비 -26% 감소할 것으로 전망된다. 입주세대 감소로 인해 기존 구축 주택의 전세가격이 오를 가능성이 높아지며, 전세가을(전세가격/매매가격) 상승이 매매가격 상승동력으로 작용할 수 있을 것으로 기대한다.

그림 19. 미분양-주택가격 비교



자료: REPS, 대신증권 Research Center

그림 20. [분양-입주]와 매매-전세가격 비교



자료: REPS, 대신증권 Research Center

### 변수 4. 정부 정책

정부 정책은 시장 가이드라인 제시 및 미래가격 전망에 영향을 주는 역할

주택가격과 매수 판단을 결정하는데 있어 정부 정책도 중요한 요인이 분명하다. 정부의 부동산 정책은 5년이라는 임기 내 시장 가이드라인을 설정하고, 미래 가격 전망에 영향을 미치게 된다. 정부는 거래, 조세, 금융, 공급 등을 조정함으로써 부동산 가격을 안정화하는 것이 목적이라고 할 수 있으나, 과거 사례를 비추어 보면 정책의 유효성이 아주 높았다고 볼 수는 없다. 이번 자료는 정책에 따른 집값 상승/하락이라는 결과가 옳았냐는 것을 판단하기 위함이 아니라, 당시 정부의 정책이 의도했던 방향으로 주택가격이 움직였느냐를 기준으로 살펴보기 위한 것임을 먼저 언급한다.

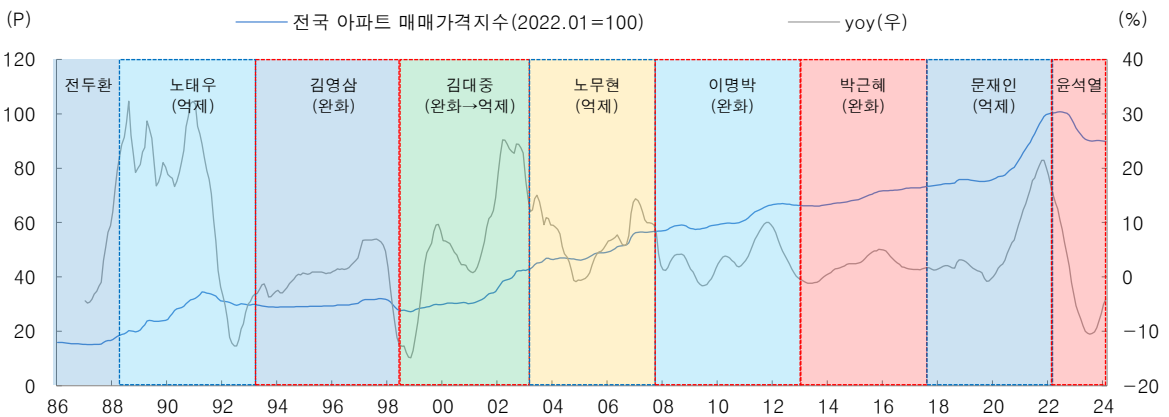
주택가격이 집계된 '86년 이후로 살펴보면, 부동산 시장 억제를 했던 시기는 노태우 정부, 노무현 정부, 문재인 정부 총 3차례가 있었고, 부동산 시장 완화를 했던 시기는 김영삼 정부, 김대중 정부(임기말 억제 전환), 이명박 정부, 박근혜 정부 총 4차례였다.

표 3. 정부 부동산 정책 패턴

구분	개별 요인	정부 정책 예시	
규제 완화	거래	거래 침체	거래규제 지역 해제
	조세	매출 적체 및 거래량 감소	취등록세 증가 완화, 양도세 증가 배제, 재초환 폐지
	금융	경기 둔화 / 구매력 감소	기준금리 및 대출상품 금리조건 완화, 대출규제 조건(LTV·DTI 등) 완화
	공급	미분양(지방/주거대체상품)	청약 기준 완화, 실거주 의무 폐지, 정비사업 안전기준 완화
규제 강화	거래	투기 과열	토지거래허가제 도입, 투기과열지구 지정
	조세	주택시장 과열	보유세 인상, 공시가격 인상, 규제지역 신규 지정
	금융	가계 부채 급증	대출규제 조건(LTV·DTI 등) 강화, 주담대 가산금리 인상
	공급	인허가/착공 감소, 전세가 상승	공공택지 추가지정, 공공주택 공급, 사전청약 물량 확대

자료: 대신증권 Research Center

그림 21. 미분양-주택가격 비교



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

부동산 억제 정책은 사후적으로 등장하며, 임기 내 실효성이 부족했던 것으로 파악 오히려 폭등으로 이어지기도 했음

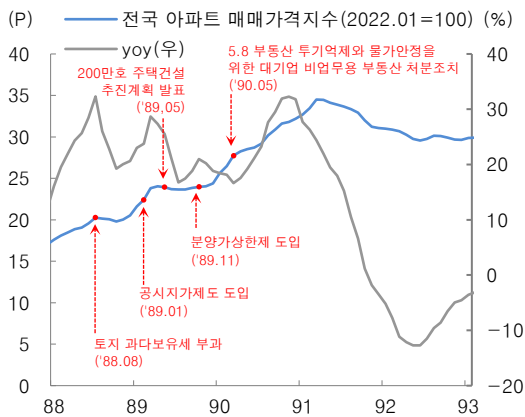
노태우 정권이 '88년~'90년 중점적으로 시행했던 투기억제 대책, 토지공개념 제도, 공급 정책 등은 실효성이 있었다고 평가되나 임기 중 장기간의 가격 급등이 지속되었고, 실제 가격 하락이 나타났던 '91년까지 약 3년간의 시차를 보여 즉효성은 부족했다.

노무현 정부는 이전 정권 막바지부터 본격화된 주택가격 상승을 막기 위해 임기 초반부터 보유세/양도세 강화, 신규 공급 확대 등 다양한 정책을 발표했고, '04년부터 약 1년간 가격이 담보 상태를 보이며 일견 효과적인 것으로 보였다. 하지만, '05년부터 주거선호지역을 중심으로 가격이 재상승하기 시작하자 재건축초과이익환수제, LTV 및 DTI 규제 강화를 추가로 발표했으나 약 3년간의 상승세를 억제하는데 실패했다.

문재인 정부는 신규 주택 공급을 제한하는 가운데 23회 발표된 규제 중심의 정책을 통해 시장을 통제하고자 했으나, 임기 4년차였던 '20년부터 역대급 주택가격 상승률이 나타나기 시작하면서 핀셋 규제가 오히려 풍선 효과로 연결되는 실패로 이어졌다.

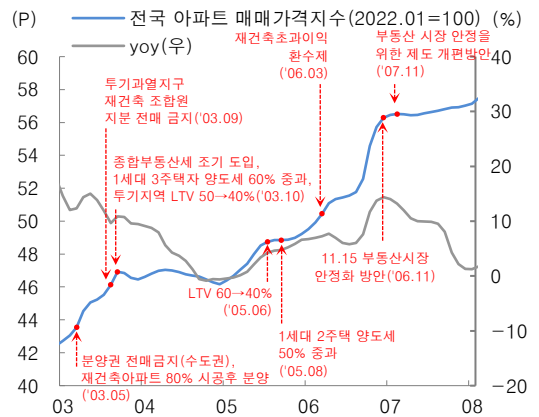
국내 부동산 억제 정책은 사후적으로 등장할 수밖에 없었으며, 이미 상승기에 접어들었을 때 억제 정책이 효과를 발휘하기까지 상당한 기간이 걸렸다. 특히, 공급 증가 없이 거래, 조세에 대한 규제는 시장에 잘못된 신호를 주며 시장 공급물량 감소 이후 의도하지 않았던 폭등으로 이어져 정책 발표에 더 신중함이 필요하다는 결론을 내릴 수 있다.

그림 22. 노태우 정권 기간 주요 사건 및 정책



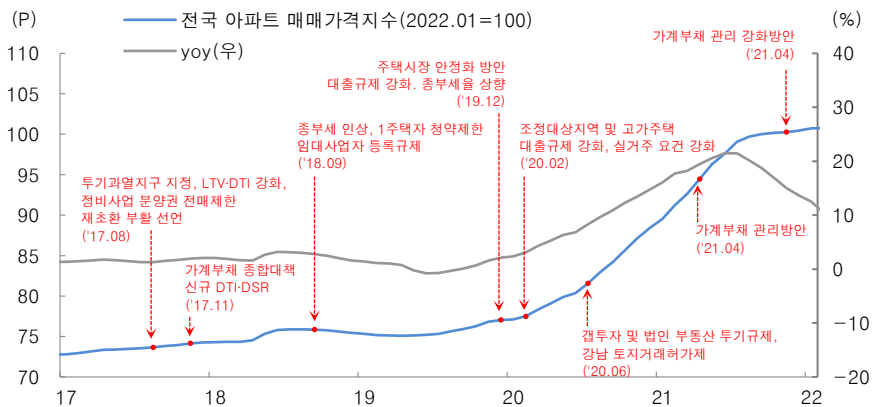
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 23. 노무현 정권 기간 주요 사건 및 정책



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 24. 문재인 정권 기간 주요 사건 및 정책



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

부동산 완화 정책은  
임기내 유효했으나,  
기존 예상 대비  
시장 민감도가 높고  
부작용이 뒤따랐음

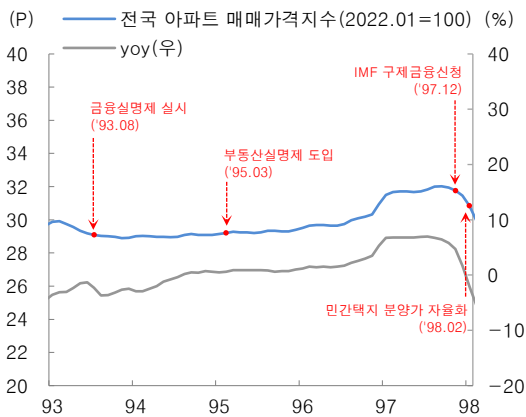
한편, 주택가격 하락기에 적용된 부양책은 상대적으로 임기 내에 유효한 모습이었으나, 시장 민감도가 예상했던 것보다 높고 부작용이 발견되면서 정책 수정이 필요했다.

김대중 정부는 외환위기 발생 이후 급락하고 있던 부동산 가격을 부양하기 위해 분양가 자율화, 양도세 한시 면제, 토지거래 허가제 폐지 등 규제를 대폭 완화하는 정책을 실시했다. 주택가격 하락이 15개월만에 종료되는 성과가 있었으나, '99년부터 본격 상승 전환됨에 따라 '01년도 급등이 나타났고 임기말에는 다시 억제 정책으로 전환해야 했다.

이명박 정부의 과제는 이미 누적되고 있던 지방 미분양과 더불어 임기 초반 발생한 글로벌 금융위기로 인해 금융-실물경기가 위축되며 급격하게 증가한 준공후미분양 물량을 해소하는 것이었다. 김대중 정부와 유사하게 주택관련 규제를 적극 완화하는 한편 공공주택 공급을 대폭 늘렸는데, 서울/수도권 주택 가격은 하락한 대신 지방 가격 급등이 나타나며 전국 주택가격은 점진적으로 상승했다.

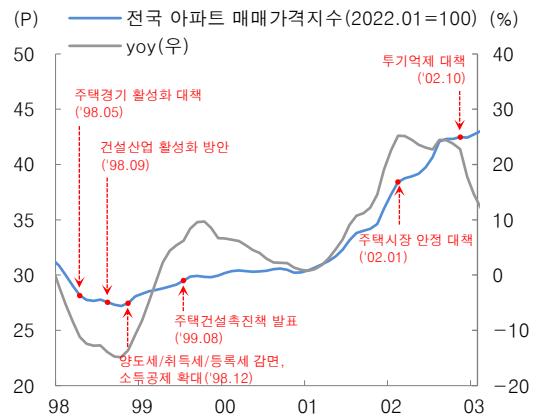
박근혜 정부는 아예 정책 노선을 부동산 시장 부양을 통한 경기 활성화로 잡았던 경우로, '초이노믹스', '부동산 3법 개정'을 바탕으로 주택매입을 유도했다. 결과적으로 2015년부터 주택가격 상승이 본격화되며 의도했던 결과를 얻었으나 그 과정에서 가계부채가 지나치게 급증했으며, 임기말에는 다시 가계대출을 억제하는 관리방안 발표가 있었다.

그림 25. 김영삼 정권 기간 주요 사건 및 정책



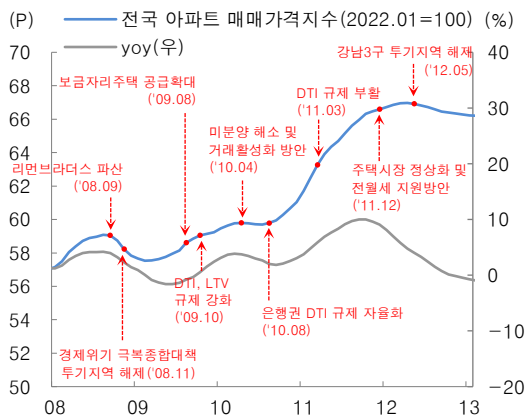
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 26. 김대중 정권 기간 주요 사건 및 정책



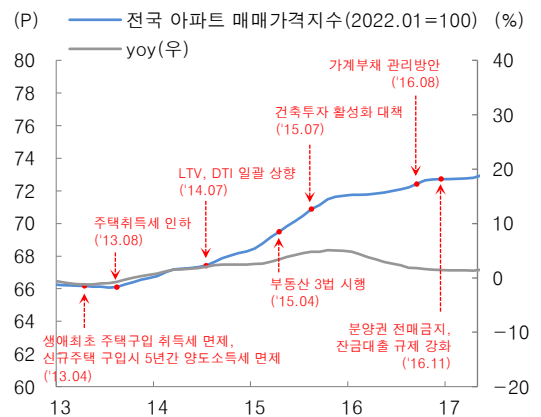
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 27. 이명박 정권 기간 주요 사건 및 정책



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 28. 박근혜 정권 기간 주요 사건 및 정책



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

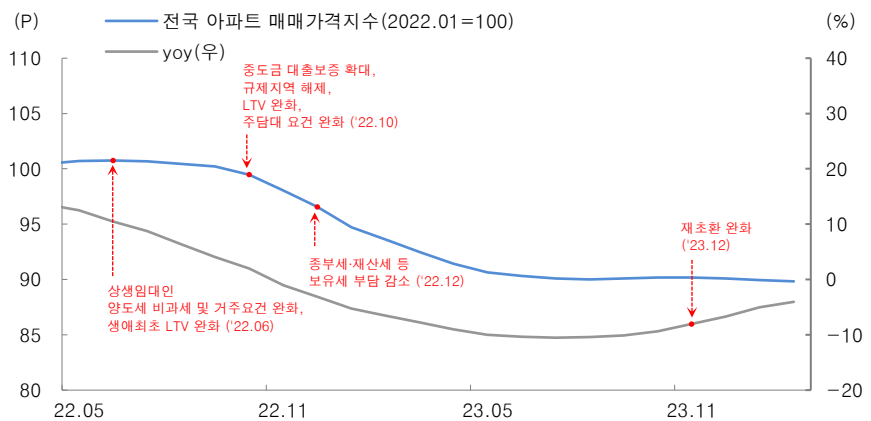
현 정부는 부동산 부양 신호 전달을 경계하고 있으나, 시장 상황을 고려하면 규제 완화 불가피. 시장 민감도 고려하면 실효성이 있을 것

현재 윤석열 정부는 부동산 가격 하강기에서 규제 완화 정책을 취하고 있으나, 가격 안정화 이상의 부양 의도를 주지 않기 위해 정책 속도를 조절하는 단계로 파악된다. 박상우 국토교통부 장관은 ‘집값은 상당기간 하향 안정화가 필요하며, 인위적 부양은 없다’면서도, 건설업계의 삼중고(주택시장 침체, 건설공사단가 인상, 규제)를 이해한다면서 규제 완화 중심으로 부동산 정책 방향을 설계한 상태이다.

이전 정부에서 발표된 대부분의 공급규제가 이미 풀렸고, 여기에 더해 세제개선 정책도 발표된 상황이다. 시장 경색을 막기 위한 목적의 대출규제 완화도 지난해 특례보증자리론이라는 형태로 있었으나, 시장이 반등하는 모습이 확인되자 다시 막아버린 상태이다. 상황적인 측면만 보면, 김대중, 이명박 정부와 유사하게 주택가격 하락기에 정권을 물려받은 것은 동일하나, 금리 환경이 너무 달라 시장 매수심리를 되살리기 어렵고 ‘20년~’21년 집값 급등에 대한 피로 역시 너무 강하기 때문에 일정 기간 가격 조정기를 갖도록 유도하는 상황으로 파악된다.

지방 중심의 미분양 증가세와 착공 지연으로 인한 건설업체 유동성 위기 등 현재 상황을 고려하면, 완전한 방지는 어렵고 분양시장 연착륙을 위한 적절한 규제 완화는 동반될 것으로 전망한다. 대부분의 공급 규제가 풀려있는 점을 고려하면 가능한 것은 조세 혜택 또는 대출규제 완화가 될 것으로 보이며, 현재 가계부채 상황과 과거 시장에 발생했던 부작용을 고려했을 때 대규모 유동성 공급은 어려울 것이다. 역사적으로 부동산 가격 하락기에 시행됐던 규제 완화에 시장이 민감하게 반응했던 부분을 감안하면, 약간의 규제 완화라도 호흡기 역할은 충분히 가능할 것으로 전망한다.

그림 29. 윤석열 정권 기간 주요 사건 및 정책



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center



# III. 투자전략 및 Valuation

### III. 투자전략 및 Valuation

#### 주택 가격의 추세적 상승은 '25년 시점이 유력

- 과거 사이클 분석
- 1) 사이클 주기 단축
  - 2) 가격~금리  
1년 후행
  - 3) 금리인하~  
미분양 하락~  
준공후미분양 하락  
각각 1년 시차
  - 4) 입주 증감은  
전세가격에 유의미
  - 5) 부동산 정책은  
완화책이 실효성이  
상대적으로 높았음

‘온고지신(溫故知新) - 주택 사이클 복습하기’의 결론을 정리하면 다음과 같다.

- 1) 최근 4~7차 사이클 주기를 기준으로 주택 가격은 저점을 찍은 후 약 27개월간 확장기를 갖게 되는데, 현재 시점은 약 8개월이 지나고 있는 상황이다. 주택가격의 YoY 마이너스 구간은 최대 33개월을 넘지 않았는데, 현재 약 17개월간 YoY 마이너스 구간이 지속되고 있다.
- 2) 한국 기준금리는 미국 기준금리에 후행하여 연내 3회 인하되어 연말 2.75%가 될 것으로 전망되는데, 주택가격은 금리 대비 약 1년 정도 후행하여 상승했다.
- 3) 준공후미분양 상승은 고점까지 약 3년간 지속되는 경향이 있었고, 이를 고려하면 ‘25년까지는 상승이 유력하다. 금리 인하~미분양 하락~준공후미분양 하락은 각각 1년 정도의 시차를 보였다.
- 4) 입주세대 증감은 매매가격 대비 전세가격에 더 유의미한 경향을 보이는 것이 확인된다. ‘25년 입주물량이 약 25만세대로 ‘24년 대비 -26% 감소가 예상되는 점을 고려하면, 입주 감소 시점에 전세가격 및 전세가율 상승이 유력하다,
- 5) 노태우 정부~문재인 정부까지의 부동산 정책은 시장 억제책보다는 완화책이 상대적으로 임기내에 유효하게 나타났지만, 시장 민감도가 예상보다 큰 모습을 나타냈다. 윤석열 정부는 규제 완화를 기조로 하되, 지나친 부양 신호를 주지 않기 위해 속도 조절을 할 것으로 보인다.

‘24년은 유의미한 가격 회복 어렵지만, 하반기 금리 인하 및 시장 재편 나타날 것.

‘25년은 주택가격 상승 전환 가능. 지역별 양극화는 지속될 것으로 추정. 이번 상승기의 주택가격 상승률은 제한적일 것

이를 바탕으로 이번 8차 주택 사이클의 시나리오를 예상해보면,

‘24년은 하반기 금리 인하에 따른 주택 구매력 향상이 예상되는 시기이나 주택 시장에 인식되기까지의 시차를 고려할 때 연내 유의미한 회복은 어려울 것으로 보인다. 하반기는 부동산 PF 리스크를 낮추기 위해 PF 사업 재구조화가 본격 진행되는 한편, 분양시장 안정화를 위해 정부의 지원 정책을 기대할 수 있다. 국내 건설시장의 중장기 성장성이 제한적이고 건설업계 구조조정이 불가피한 만큼, 자생력이 없는 건설사는 도태될 가능성이 높고 경쟁강도는 상대적으로 완화되며 핵심 건설사 위주로 구조가 재편될 것으로 전망한다.

‘25년은 금리인하 효과가 주택 시장에 유의미하게 인식되는 한편, 신규 입주물량 급감에 따른 전세가격 상승이 예상되어 주택가격은 점진적인 상승 전환을 나타낼 것으로 예상된다. 전국 미분양도 감소세를 보일 것으로 예상하나, 거주 선호도가 높고 인구 유입이 안정적인 서울/수도권 대비 지방은 미분양 해소가 더딘 양상을 보일 것으로 전망되어 확실한 매수 유인이 없다면 지역별 양극화는 지속될 수밖에 없다. 다만, 서울/수도권 역시 가격 상승에 대한 기존 피로도가 심각한 상황이고, 실수요자 중심의 수요가 반영되며 이번 상승기의 주택가격 상승률은 제한적인 수준에서 그칠 것으로 판단한다.

## 상반기: 안전제일주의 / 하반기: 주택 시장 개선 및 경쟁구도 완화에 베풀

### 상반기는

- 안전한 선택 우선
- PF 부채 관리 상태
- 올해 실적 성장
- 구조적 성장 가능

### [상반기 투자전략/추천종목]

상반기는 특별한 변화가 감지되지 않는다는 점에서 건설주에 대한 투자전략을 기존과 동일하게 가져갈 필요가 있다. 미착공 PF 사업 노출도가 낮고, 안정적인 실적 성장이 가능하며, 비즈니스 확장을 바탕으로 구조적인 중기 성장 가능업체들에 집중하는 것이 옳다.

- 삼성E&A(삼성엔지니어링): 1) 순수 EPC 회사로서, 국내 주택/건설 익스포처가 전무. 2) 파드힐리 프로젝트(60억불)의 조건부 수주통지서를 수령하여 연간 수주 목표(12.6조원) 달성에 청신호가 켜졌으며, 3) 연내 말레이시아 사락와 H2Biscus 사업 등 플래그십 E/T(에너지전환) 사업 수주가 유력하며, 4) 'AHEAD' 혁신을 바탕으로 경쟁력 있는 수주 입찰 가능할 전망
- DL이앤씨: 1) 부동산 PF 우발채무가 약 6천억원(전액 자체사업)에 불과하며, 2) '20~'23 별도 주택 착공 감소에 따른 주택 매출 기저가 낮아진 상태에서 플랜트 매출(사헌, 발틱)이 본격화되며 실적 성장세 유지 가능. 3) 3개년 주주환원 정책 공시를 통해 향후 배당 및 자사주매입 규모의 예측가능성이 높아졌음
- HDC현대산업개발: 1) '23년 지방사업지(부산, 춘천, 강릉 등) 분양에서 성공적인 결과를 얻으면서 도급사업 미착공 PF는 연말 기준 3,485억원 내외로 축소. 2) 광운대 역세권개발(4.5조원)이 8월 중 착공 예정에 있고, 이어서 복정역세권, 잠실 스포츠·MICE, 청라의료복합타운, 광명문화복합단지 등 다양한 개발사업 진행 예정에 있어 중장기 매출·이익 성장 가시성이 높음

### 하반기는

- 시장 변화를 기점으로
- 기존 소외된 업체의
- 재평가 가능성에 주목
- 높은 주택 비중
- 낮은 밸류에이션

### [하반기 투자전략/추천종목]

반면, 하반기는 '25년 주택 시장 개선을 야기할 금리 인하, 정부 지원정책 등이 예상되며, PF 재구조화 과정에서 옥석 가리기가 진행되어 핵심 건설사 위주의 구조 재편이 이루어질 것으로 판단한다. 상반기 투자전략인 '안전제일주의'를 고수하는 것도 괜찮으나, 하반기를 기점으로 주택 시장 변화가 나타날 가능성이 높다는 점에서 이익 및 현금흐름 대비 소외되어 있는 업체들의 주가 상승여력이 높을 것으로 기대한다.

- 현대건설: 1) 양질의 국내외 수주 확보 능력('23년 32.5조원 수주), 2) 전통적인 건설/토목/플랜트 사업 외 원전(SMR, 해체), 해상풍력, 전력중개거대 등 다양한 신사업 포트폴리오 구성, 3) 종합건설사로서 건설 섹터 대장주로 볼 수 있으나 PBR 0.45배, PER 7.0배에 불과
- GS건설: 1) 인천 검단 사고 및 진행 중 현장 예정원가 상승에 따른 충당금을 '23년 실적에 대거 반영함으로써 '24년은 확실한 실적 회복이 진행될 예정이며, 2) 검단 사고로 인한 수주 경쟁력 하락 및 분양성과 악화는 현재까지 관찰되지 않아 펀더멘탈 손상은 크지 않았던 것으로 추정. 3) '23년 가장 많은 주택 분양을 진행함에 따라 '24~'25 주택 매출 감소 우려가 적어 주택시장 회복기에 유리할 것. 4) 영업정지처분 이슈는 당장의 영향은 없으나 지속적 관찰 필요
- 대우건설: 1) 주택 및 베트남 매출 감소로 '24년 실적은 '23년 대비 역성장이 예상되나, 2) 해외 사업장(이라크, 투르크메니스탄, 나이지리아 등)에서 양질의 수주 가시성이 높고, 3) 높은 ROE 대비 PBR 0.39배, PER 3.0배에 불과

삼성엔지니어링 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	7,487	10,054	10,625	10,294	10,065
영업이익	503	703	993	818	839
세전순이익	530	716	933	738	754
총당기순이익	351	595	696	552	555
지배지분순이익	372	665	754	555	558
EPS	1,900	3,392	3,846	2,832	2,845
PER	12.1	6.6	7.5	8.5	8.5
BPS	10,216	13,741	17,721	20,552	23,397
PBR	2.2	1.6	1.4	1.2	1.0
ROE	20.7	28.3	24.4	14.8	12.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
 자료: 삼성엔지니어링, 대신증권 Research Center

DLI앤씨 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	7,632	7,497	7,991	8,910	9,257
영업이익	957	497	331	554	691
세전순이익	909	595	280	511	616
총당기순이익	636	432	202	344	413
지배지분순이익	577	413	188	292	342
EPS	13,556	9,627	4,377	6,823	7,973
PER	4.4	3.5	8.2	5.3	4.5
BPS	97,916	101,345	111,110	117,748	125,251
PBR	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	27.7	9.7	4.1	6.0	6.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
 자료: DLI앤씨, 대신증권 Research Center

HDC현대산업개발 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	3,364	3,298	4,191	4,353	5,055
영업이익	273	116	195	265	342
세전순이익	294	121	237	302	377
총당기순이익	176	50	173	219	274
지배지분순이익	177	50	173	218	274
EPS	2,679	764	2,626	3,315	4,154
PER	8.5	13.1	5.6	5.3	4.2
BPS	43,659	43,913	45,640	48,288	51,764
PBR	0.5	0.2	0.4	0.4	0.3
ROE	6.3	1.7	5.9	7.1	8.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
 자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

## 현대건설 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	18,066	21,239	29,651	29,520	27,360
영업이익	754	575	785	899	1,030
세전순이익	854	754	940	1,086	1,255
총당기순이익	554	471	654	727	835
지배지분순이익	408	409	536	577	658
EPS	3,651	3,637	4,767	5,135	5,858
PER	12.2	9.6	7.3	6.5	5.7
BPS	64,649	68,380	72,383	77,784	85,109
PBR	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
ROE	5.9	5.5	6.8	6.8	7.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
 자료: 현대건설, 대신증권 Research Center

## GS건설 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	9,037	12,299	13,437	13,459	13,431
영업이익	646	555	-388	203	490
세전순이익	658	665	-517	208	397
총당기순이익	429	441	-420	145	276
지배지분순이익	408	339	-482	140	268
EPS	4,793	3,964	-5,631	1,638	3,129
PER	8.3	5.3	NA	9.1	4.8
BPS	54,274	56,457	50,413	52,506	55,817
PBR	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
ROE	9.3	7.2	-10.5	3.2	5.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
 자료: GS건설, 대신증권 Research Center

## 대우건설 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	8,685	10,419	11,648	10,631	10,664
영업이익	738	760	663	612	757
세전순이익	598	713	745	642	831
총당기순이익	485	508	521	458	592
지배지분순이익	485	504	512	449	581
EPS	1,166	1,213	1,231	1,081	1,397
PER	4.9	3.4	3.4	3.5	2.7
BPS	7,728	8,937	9,735	10,336	11,038
PBR	0.7	0.5	0.4	0.4	0.3
ROE	16.5	14.6	13.2	10.8	13.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
 자료: 대우건설, 대신증권 Research Center



# 기업분석

HDC현대산업개발(294870)

# HDC현대 산업개발 (294870)

이태환 tashwan.lee@dajshin.com

투자의견 **BUY**

매수, 신규

6개월  
목표주가 **25,000**

신규

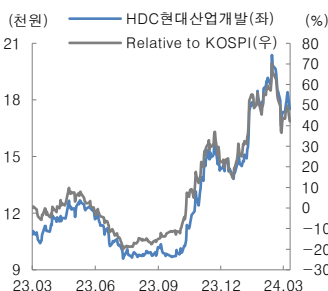
현재주가 **17,860**

(24.03.27)

건설업종

KOSPI	2,755.11
시가총액	1,177십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	330십억원
52주 최고/최저	20,400원 / 9,970원
120일 평균거래대금	63억원
외국인지분율	16.81%
주요주주	HDC 외 7 인 43.01% 국민연금공단 6.55%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.1	23.7	74.8	66.0
상대수익률	-11.5	17.3	56.4	45.1



## Initiation

# 확실히 강해졌다

- '23년 분양성과 바탕으로 낮아진 부동산 PF 우발채무 상태
- 순차입금 감소로 재무건전성 향상. 자체개발사업 전개 기틀을 마련
- 자체사업 수주잔고 10.5조원. 연내 4.5조원 광운대역세권 사업 착공

### 투자의견 매수, 목표주가 25,000원으로 커버리지 개시

목표주가 25,000원은 2024E BPS 48,288원에 타깃 PBR 0.53배를 적용. 타깃 PBR은 PBR-ROE에 근거하여 산출한 이론 PBR을 25% 할인. 국내 주택 시장 하강에 따른 분양시장 불확실성을 반영

### 확실히 강해졌다

국내 종합건설사 중 자체사업 비중이 전통적으로 높았으나, 주택 시장 하강 국면에서 도급 사업 비중이 확대되며 수익성은 과거 대비 저하. 하지만, 건설주 소외 국면에서도 차별화된 주가 상승세를 보여주고 있는 종목

- 1) '23년 성공적인 분양 성과(11,566세대) 및 본PF 전환을 통해 미착공 PF 우발채무 규모를 약 4,500억원(도급 3,500억원, 정비 1,000억원) 내외로 안정적으로 관리 중. 남은 사업지도 분양 사업성이 양호한 천안 지역
- 2) '23년 순차입금 감소(-0.4조원)로 별도 기준 부채비율이 120% 내외로 줄어들어 재무건전성이 높아졌으며, 이는 '24년~'26년 중 착공이 예상되는 대규모 자체개발사업을 전개하는데 든든한 버팀목이 될 것
- 3) 동사가 보유한 자체사업 수주잔고는 '23년말 기준 10.5조원 레벨이며, 올해 8월 4.5조원 규모의 광운대 역세권 사업이 착공 예정. 자체사업 매출 인식 회계 기준 변경(인도→진행)에 따라 매출 성장은 당장 올해부터 시작

### 가지고 있어야 할 건설주

불확실한 국내 주택 업황에서도 중장기 이익 성장성이 높으며, 밸류에이션 부담도 여전히 낮은 수준. 상/하반기 어느 시점에도 모두 편안하게 가져갈 수 있는 종목이 될 것. 다만, 소송 진행상황 및 올해 분양률은 관찰 필요

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	3,364	3,298	4,191	4,353	5,055
영업이익	273	116	195	265	342
세전순이익	294	121	237	302	377
총당기순이익	176	50	173	219	274
지배지분순이익	177	50	173	218	274
EPS	2,679	764	2,626	3,315	4,154
PER	8.5	13.1	5.6	5.3	4.2
BPS	43,659	43,913	45,640	48,288	51,764
PBR	0.5	0.2	0.4	0.4	0.3
ROE	6.3	1.7	5.9	7.1	8.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

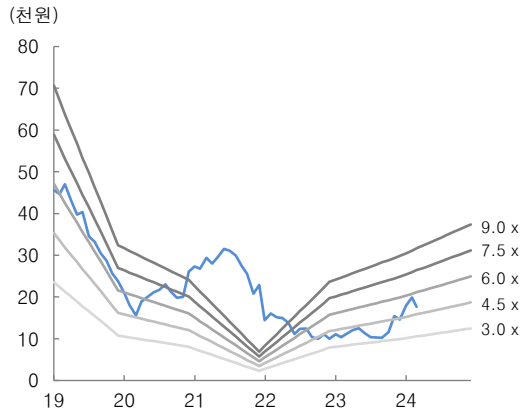
표 1. HDC 현대산업개발 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
BPS	48,288	HDC 현대산업개발 2024E BPS
Target PBR	0.53	적정 PBR 을 25% 할인 적정 PBR = (ROE-g) / (COE-g) 1) HDC 현대산업개발 24E ROE: 7.06% 2) 영구성장률(g): 1.33% 3) 자기자본비용: 9.33% (Rf: 4.0%, Rm: 10%, 104주베타 0.89)
적정주가	25,245	BPS * Target PBR
목표주가	25,000	25,245 ≈ 25,000
현재주가	17,860	2024.03.27. 기준
현재 PBR	0.4	
상승여력(%)	40.0	

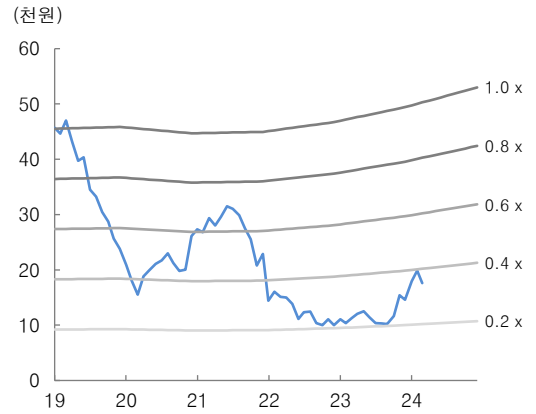
자료: 대신증권 Research Center

HDC 현대산업개발 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

HDC 현대산업개발 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

HDC 현대산업개발 연간/분기 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	(단위)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
<b>연결 매출액</b>	<b>(십억원)</b>	<b>1,075</b>	<b>934</b>	<b>1,033</b>	<b>1,149</b>	<b>931</b>	<b>1,084</b>	<b>1,153</b>	<b>1,184</b>	<b>4,191</b>	<b>4,353</b>
YoY	(%)	-13.4	16.1	11.6	3.1	13.8	17.7	12.2	20.4	27.1	3.9
QoQ	(%)	-19.0	16.5	6.3	2.7	-10.6	20.5	1.4	10.1		
자재주택	(십억원)	320	97	68	100	55	127	161	91	585	434
외주주택	(십억원)	460	557	672	699	590	641	636	680	2,387	2,547
토목	(십억원)	48	67	68	89	59	97	101	132	271	388
일반건축	(십억원)	123	133	149	194	156	153	184	205	599	697
해외	(십억원)	15	9	18	27	29	31	39	48	69	148
기타	(십억원)	105	65	40	42	38	32	28	26	251	124
연결중속	(십억원)	4	6	19	-1	4	4	4	3	28	15
<b>연결 매출총이익</b>	<b>(십억원)</b>	<b>91</b>	<b>59</b>	<b>105</b>	<b>127</b>	<b>94</b>	<b>113</b>	<b>120</b>	<b>124</b>	<b>381</b>	<b>451</b>
GPM	(%)	8.4	6.3	10.1	11.0	10.1	10.4	10.4	10.5	9.1	10.4
자재주택	(십억원)	41	16	3	11	6	14	18	10	71	49
외주주택	(십억원)	37	53	67	60	51	55	55	60	216	221
토목	(십억원)	1	3	12	19	10	16	17	22	35	65
일반건축	(십억원)	-9	-3	8	21	13	12	15	17	17	57
해외	(십억원)	2	-24	3	3	4	4	5	6	-16	19
기타	(십억원)	13	7	6	5	5	4	3	3	31	15
연결중속	(십억원)	5	7	6	7	6	7	6	5	26	25
<b>연결 영업이익</b>	<b>(십억원)</b>	<b>50</b>	<b>6</b>	<b>62</b>	<b>77</b>	<b>54</b>	<b>66</b>	<b>71</b>	<b>74</b>	<b>195</b>	<b>265</b>
YoY	(%)	-153.2	-91.4	-10.8	4.3	7.4	1,055.2	14.6	-5.0	67.8	35.5
QoQ	(%)	-32.6	-88.6	981.8	24.9	-30.6	23.2	7.3	3.6		
OPM	(%)	4.7	0.6	6.0	6.7	5.8	6.1	6.2	6.2	4.7	6.1
<b>연결 지배순이익</b>	<b>(십억원)</b>	<b>41</b>	<b>15</b>	<b>62</b>	<b>55</b>	<b>46</b>	<b>55</b>	<b>59</b>	<b>58</b>	<b>173</b>	<b>218</b>
YoY	(%)	-153.7	-77.5	114.8	85.6	12.7	264.8	-5.0	6.0	243.6	26.2
QoQ	(%)	36.4	-62.7	310.8	-11.3	-17.2	20.9	6.9	-1.0		
NIM	(%)	3.8	1.6	6.0	4.8	4.9	5.1	5.1	4.9	4.1	5.0
<b>[수주잔고]</b>											
수주잔고	(십억원)	30,470	30,231	29,884	30,405	30,422	30,614	30,756	31,204	30,405	31,204
YoY	(%)	-8.4	-2.3	-3.4	-3.9	-0.2	1.3	2.9	2.6	-3.9	2.6

자료: HDC 현대산업개발, 대신증권 Research Center

'23년 공급 실적 및 '24년 공급 계획

(단위: 세대, %)

2023년 공급 실적							
구분	사업지명	지역	세대수			분양률	비고
			도시정비		자체/ 민간수주		
			조합	일반			
1Q	올림픽파크포레온(둔촌주공)	서울		1,197		100%	도시정비
	마포더클래스(아현 2)	서울		27		100%	도시정비
	대구 범어우방 1 차	광역시	275			100%	도시정비
	충북음성아이파크	기타 지방			773	64%	민간수주
2Q	올림픽파크포레온(둔촌주공)	서울	1,550			100%	도시정비
	DMC 가재울아이파크	서울		161		100%	도시정비
3Q	광명센트럴아이파크(광명 4R)	인천/경기		425		100%	도시정비
	부산대연디아이엘	광역시		1,191		100%	도시정비
	춘천 레이크시티 아이파크	기타 지방			874	100%	민간수주
	둔산자이아이파크	광역시		676		100%	도시정비
4Q	강릉 오션시티 아이파크	기타 지방			794	85%	민간수주
	보문센트럴아이파크	서울	112	87		100%	도시정비
	군산레이크시티아이파크	기타 지방			722	60%	민간수주
	이문아이파크자이	서울		822		96%	도시정비
	부산대연디아이엘	광역시	934			100%	도시정비
	청주가경 6 단지	기타 지방			946	100%	자체
소계			2,871	4,586	4,109		
<b>총계</b>				<b>11,566</b>		<b>94%</b>	

2024년 공급 계획							
구분	사업지명	지역	세대수			분양률	비고
			도시정비		자체/ 민간수주		
			조합	일반			
1Q	서산센트럴아이파크	기타 지방			410	100%	자체
	이문아이파크자이(이문 3 구역)(오피스텔)	서울		328			도시정비
	창원신월 2 구역	기타 지방	1,473				도시정비
	익산부송 4 지구 IPARK	기타 지방			511		민간수주
	구의한양연립	서울	108				도시정비
1Q 소계			1,581	328	921		
2Q	광주운암주공 3 단지	광역시		120			도시정비
	구의한양연립	서울		68			도시정비
	대구 범어우방 1 차	광역시		173			도시정비
	창원신월 2 구역	기타 지방		36			도시정비
2Q 소계				397			
3Q	시티오씨엘 6 단지	인천/경기			694		자체
	천안성성 5 지구	기타 지방			1,167		민간수주
	곤지암 역세권	인천/경기			355		민간수주
	홍은 13 구역	서울		409			도시정비
	광운대 역세권	서울			2,078		자체
3Q 소계				409	4,294		
4Q	안양 역세권	인천/경기	254	238			도시정비
	제기 1 구역	서울	224	82			도시정비
	대구 범어우방 2 차	광역시		92			도시정비
	방화 6 구역	서울	255	282			도시정비
	잠실진주	서울	622	338			도시정비
	천안성성 6 지구(천안부대 1 지구)	기타 지방			1,282		민간수주
	안양박달신한	인천/경기	373				도시정비
광주학동 4	광역시		1,445			도시정비	
4Q 소계			1,728	2,477	1,282		
<b>총계</b>				<b>13,417</b>			

자료: HDC 현대산업개발, 대신증권 Research Center

'23년 입주 실적 및 '24년 입주 계획

(단위: 세대, %)

2023년 입주 실적						
구분	사업지명	지역	세대수			비고
			도시정비		자체/ 민간수주	
			조합/임대	일반		
1월	반정아이파크캐슬 4단지	인천/경기			986	민간수주
	반정아이파크캐슬 5단지	인천/경기			1,378	
2월	청주가경 5단지	기타 지방			925	자체
3월	마포더클래시(아현 2)	서울	613	27	570	도시정비
	속초 IPARK SUITE	기타 지방				민간수주
7월	DMC SK 뷰 아이파크 포레	서울	615	124		도시정비
	수원센트럴아이파크자이	인천/경기	324	1,202		도시정비
11월	개포 디에이치 퍼스티어 아이파크	서울	2,847	435		도시정비
	아시아드레이크아운티	광역시	391	1,055		도시정비
	구미아이파크더샵	기타 지방	241	591		도시정비
소계			5,031	3,434	3,859	
<b>계</b>			<b>12,324</b>			

2024년 공급 계획							
구분	사업지명	지역	세대수			비고	
			도시정비		자체/ 민간수주		일반건축
			조합/임대	일반			
1월	군산호수공원아이파크	기타 지방			665	민간수주	
3월	울산태화강아이파크	광역시			377	자체	
	시티오씨엘 1단지	경기/인천			452	자체	
4월	경산아이파크	기타 지방			977	민간수주	
5월	의왕스마트시티	경기/인천				1,149	일반건축
6월	포항아이파크	기타 지방			1,147	민간수주	
	광주행정타운아이파크	경기/인천			828	민간수주	
8월	대구범어아이파크 1차	광역시	275	173		도시정비	
10월	대전도안센트럴아이파크	광역시			373	자체	
11월	올림픽파크포레온(둔촌주공)	서울	1,550	1,197	128	도시정비	
	수원아이파크시티 10단지	경기/인천				자체	
12월	고덕아이파크디어반	서울			590	일반건축	
	시티오씨엘 3단지	경기/인천			752	자체	
	서울숲아이파크리버포레 1차	서울			825	민간수주	
4Q 소계			1,825	1,370	6,524	1,739	
<b>총계</b>			<b>11,458</b>				

자료: HDC 현대산업개발, 대신증권 Research Center

부동산 PF 우발부채 현황

(단위: 십억원, %)

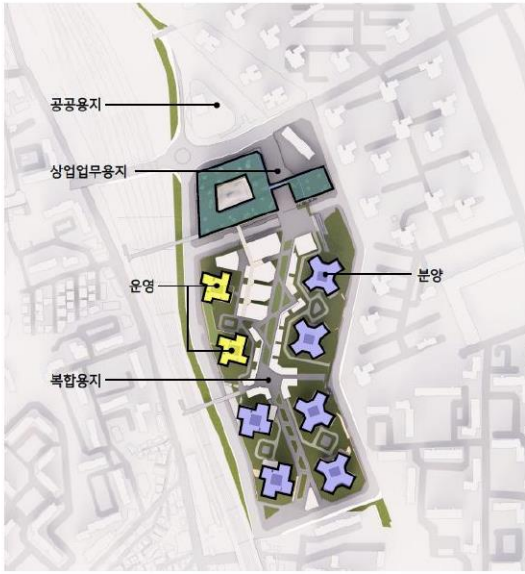
도급사업							
구분	사업지	지역	금액 (십억원)	분양률	만기	비고	
미착공	본 PF 미완료	천안부성 6지구	기타 지방	45	-	2024년 2월	차환 예정
		천안부대 1지구	기타 지방	105	-	2024년 4월	'24년 10월 분양
		천안성성 5지구	기타 지방	63	-	2024년 4월	'24년 8월 분양
		천안성성 5지구	기타 지방	75	-	2024년 7월	'24년 8월 분양
		천안부성 6지구	기타 지방	14	-	2024년 8월	차환 예정
		천안부대 1지구	기타 지방	47	-	2024년 12월	'24년 10월 분양
미착공 소계			349				
착공	본 PF 미완료	익산부송 4지구	기타 지방	48	-	2024년 1월	'24년 하반기 본 PF 추진
		춘천 레이크시티 아이파크	기타 지방	57	100%	2024년 2월	'24년 2월 본 PF 추진
		강릉 오션시티 아이파크	기타 지방	54	85%	2024년 3월	'24년 상반기 본 PF 추진
	본 PF 완료	고덕 IPARK 디어반(중도금)	서울	166	100%	2024년 1월	'24년 1월 30일 차환 완료
		군산 호수공원 IPARK	기타 지방	28	100%	2024년 3월	
		의왕 스마트시티	수도권	50	100%	2024년 7월	
		경산 IPARK 1차	기타 지방	44	100%	2024년 7월	
		포항 IPARK	기타 지방	22	93%	2024년 10월	
		고덕 IPARK 디어반(중도금)	서울	140	100%	2025년 2월	
		고덕 IPARK 디어반	서울	153	100%	2025년 4월	
		서울숲 IPARK 리버포레 1차	서울	187	100%	2025년 5월	
		논산 아이파크	기타 지방	14	86%	2025년 5월	
		청라 국제도시 IPARK	수도권	39	100%	2025년 10월	
		서울숲 IPARK 리버포레 2차	서울	127	100%	2025년 10월	
		음성 본성지구	기타 지방	41	64%	2026년 1월	
군산 호수공원 2차	기타 지방	50	60%	2026년 6월			
착공 소계			1,220				
<b>합계</b>			<b>1,568</b>				

정비사업							
구분	사업지	지역	금액 (십억원)	분양률	만기	비고	
미착공	본 PF 완료	방화 6구역	서울	101	-	2025년 12월	'24년 7월 착공, 10월 일반분양
미착공 소계			101				
착공	본 PF 완료	DMC 가재울아이파크	서울	52	100%	2024년 2월	
		아시아드레이크아운티	광역시	139	100%	2024년 3월	
		구미아이파크더샵	기타 지방	40	100%	2024년 5월	
		범어우방 1차	광역시	97	-	2024년 5월	24년 6월 일반분양
		범어우방 2차	광역시	22	-	2024년 12월	24년 10월 일반분양
		홍은 13구역	서울	155	-	2025년 1월	24년 9월 일반분양
		보문센트럴아이파크	서울	58	100%	2025년 3월	
		광명센트럴아이파크	수도권	214	100%	2025년 7월	
잠실진주	서울	81	-	2025년 12월	24년 11월 일반분양		
착공 소계			857				
<b>합계</b>			<b>958</b>				

자료: HDC 현대산업개발, 대신증권 Research Center

## H1 프로젝트(광운대 역세권 개발사업) 개요

### □ 배치도



### □ 사업개요

구분	복합용지(MXD)	상업업무용지(CB)	합계
대지면적	23,511평	5,952평	29,463평
용적률	500%	600%	
연면적	171,912평	57,923평	229,835평
시설규모	총 3,173세대 분양 : 2,012세대 운영 : 736세대 공공 : 425세대 근린생활시설 7,920평	판매 18,100평 업무 14,600평 호텔 3,000평 (120실 내외)	
사업비	약 3조 6천억	약 9천억	총 사업비 약 4.5조

### □ 추진 일정

구분	내용	비고
'23. 01. 12	지구단위계획 협수 (당사 → 서울시)	
'23. 09. 13	지구단위계획 심의(서울시)	
'23. 11. 16	지구단위계획 결정·고시(서울시)	
'24. 01. 15	교통영향평가 1차 심의	'24. 2. 5 2차 심의 예정
'24. 03	건축심의 완료	
'24. 06	주택사업승인 및 건축허가	
'24. 08	착공(분양)	

자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

## H1 프로젝트(광운대 역세권 개발사업) 조감도

### 조감도



자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

## 북정 역세권 개발사업 개요

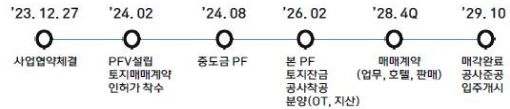
### ■ 사업개요

구분	내용
사업명	북정역세권 복합개발사업
위치	서울시 송파구 장지동, 성남시 수정구 창곡동 일원
대지면적	66,454평 (연면적 약 47.5만평)
설계개요	오피스텔 (1,732실), 판매시설, 숙박시설, 업무시설, 지식산업센터, 근린생활시설, 문화집회시설 등
총사업비	약 11.8조원 (총공사비 약 4.8조원, 당사분 28%)

### ■ 배치(안)



### ■ 추진일정



### ■ 위치도



자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

## 잠실 스포츠·MICE 민간투자사업 개요

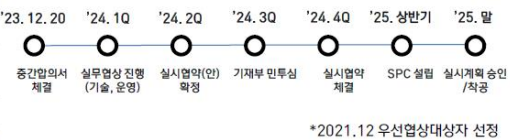
### ■ 사업개요

구분	내용
사업명	잠실 스포츠·MICE 민간투자사업
운영방식	BT0(Build-Transfer-Operate) 당사 컨소시엄 출자 20%, 시공지분 28%
운영기간	운영개시일로부터 40년
설계개요	본시설(전시컨벤션, 돔아구장, 스포츠콤플렉스, 수영장 등) 부속시설(업무시설, 문화상업시설, 숙박시설 등)

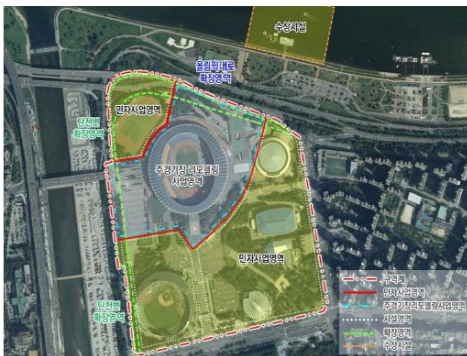
### ■ 배치(안)



### ■ 추진일정



### ■ 위치도



자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

## 청라의료복합타운 조성사업 개요

### ■ 사업개요

구분	내용
사업명	청라의료복합타운 조성사업 (당사분 50%)
위치	인천시 서구 청라동 1-601번지 일원
대지면적	24,024평(연면적 약 146,298평)
설계개요	산업시설용지(의료시설, 교육/연구, 노인복지), 지원시설용지(오피스텔, 메디텔), 학교

### ■ 배치(안)



### ■ 추진일정



### ■ 위치도



자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

## 광명문화복합단지 도시개발사업 개요

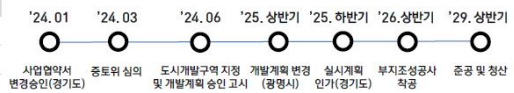
### ■ 사업개요

구분	내용
사업명	광명문화복합단지 도시개발사업
위치	경기도 광명시 가학동 10번지 일원
대지면적	24,024평(연면적 약 146,298평)
설계개요	주거용지, 상업용지, 문화시설용지, 도시기반시설용지(공원, 광장 등)

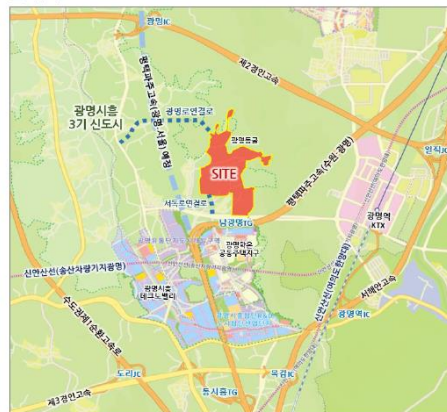
### ■ 배치(안)



### ■ 추진일정



### ■ 위치도



자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

## 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

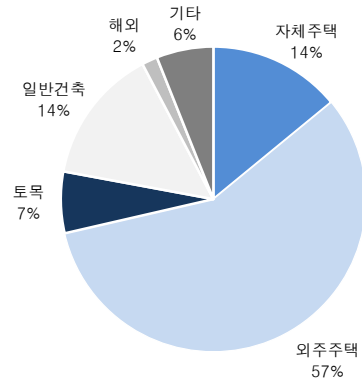
- HDC 그룹 계열 종합 건설회사로서, 전통적으로 자체개발사업 비중이 높은 국내 디벨로퍼 업체
- '아이파크(PARK)' 브랜드를 바탕으로 주택/건축 사업을 영위
- 자산 7조 163억원, 부채 4조 83억원, 자본 3조 80억원
- 발행주식 수: 65,907,330주 / 자기주식수: 1,738,000주

### 주가 변동요인

- 정부 부동산 정책 발표
- 금리 인하 여부
- 부동산 경기 지표 상황

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2023년 12월 기준  
 자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

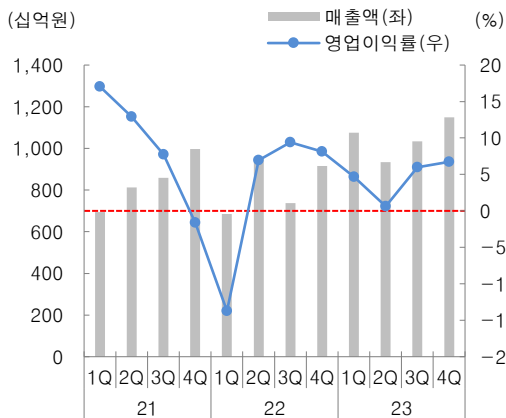
### 매출 비중 현황



주: 2023년 사업보고서 기준  
 자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

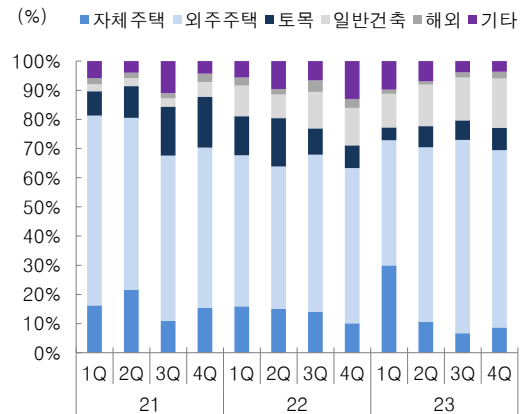
## Earnings Driver

### 별도 매출액 추이



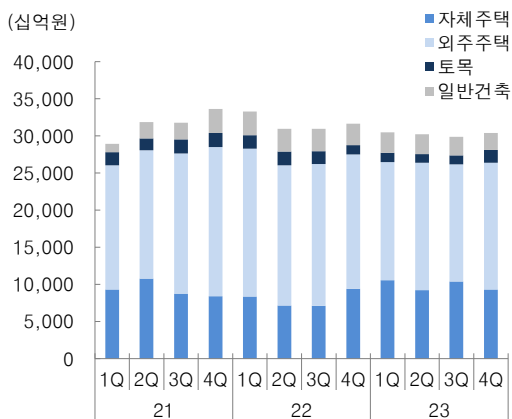
자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

### 사업별 매출액 비중 추이



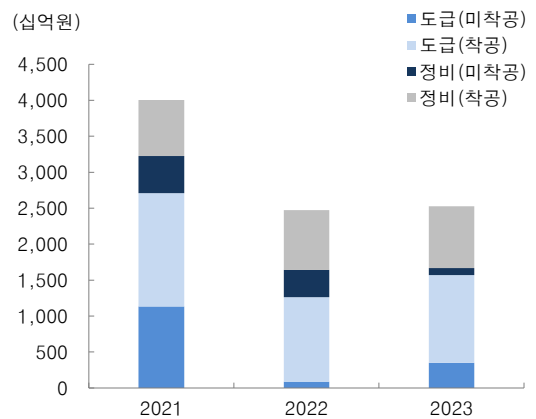
자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

### 사업별 수주잔고 추이



자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

### 부동산 PF 우발채무 추이



자료: HDC현대산업개발, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	3,364	3,298	4,191	4,353	5,055
매출원가	2,868	2,982	3,810	3,901	4,499
매출총이익	496	316	381	451	556
판매비와관리비	223	200	185	187	214
영업이익	273	116	195	265	342
영업이익률	8.1	3.5	4.7	6.1	6.8
EBITDA	312	163	255	316	396
영업외손익	21	5	42	37	35
관계기업손익	-4	8	0	4	4
금융수익	67	107	97	89	88
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-37	-63	-47	-35	-34
외환관련손실	1	0	1	0	0
기타	-5	-48	-9	-20	-23
법인세비용차감전순손익	294	121	237	302	377
법인세비용	-118	-71	-64	-84	-104
계속사업순손익	176	50	173	219	274
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	176	50	173	219	274
당기순이익률	5.2	1.5	4.1	5.0	5.4
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	177	50	173	218	274
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	1	-1	1	-1
포괄순이익	182	56	167	225	267
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	182	56	167	225	267

Valuation 지표

(단위: -%)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
EPS	2,679	764	2,626	3,315	4,154
PER	8.5	13.1	5.6	5.3	4.2
BPS	43,659	43,913	45,640	48,288	51,764
PBR	0.5	0.2	0.4	0.4	0.3
EBITDAPS	4,733	2,466	3,870	4,800	6,004
EV/EBITDA	3.5	7.7	9.2	7.4	6.1
SPS	51,040	50,045	63,586	66,046	76,694
PSR	0.4	0.2	0.3	0.3	0.2
CFPS	6,056	4,649	6,467	7,457	8,622
DPS	600	600	700	700	700

재무비율

(단위: -%)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	-8.3	-2.0	27.1	3.9	16.1
영업이익 증가율	-53.3	-57.4	67.8	35.5	29.2
순이익 증가율	-19.9	-71.5	244.3	26.4	25.3
수익성					
ROC	12.1	3.0	7.8	10.0	12.1
ROA	4.3	1.7	2.7	3.8	4.8
ROE	6.3	1.7	5.9	7.1	8.3
안정성					
부채비율	127.6	152.8	133.3	118.5	112.1
순차입금비율	-14.3	20.3	39.5	36.7	37.0
이자보상비율	7.7	1.8	4.3	7.6	10.3

재무상태표

(단위: 억원)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
유동자산	4,956	5,443	4,987	4,918	5,194
현금및현금성자산	351	564	558	641	653
매출채권 및 기타채권	1,112	1,447	1,969	2,067	2,172
재고자산	848	1,575	1,507	1,566	1,818
기타유동자산	2,645	1,856	953	644	550
비유동자산	1,611	1,894	2,029	2,037	2,043
유형자산	353	441	484	499	512
관계기업투자금	62	71	71	75	79
기타비유동자산	1,195	1,382	1,474	1,463	1,453
자산총계	6,566	7,336	7,016	6,954	7,237
유동부채	2,847	3,459	3,148	3,147	3,180
매입채무 및 기타채무	1,242	1,099	1,117	1,126	1,166
차입금	877	1,512	1,137	1,137	1,137
유동성채무	290	349	462	462	462
기타유동부채	437	499	431	422	415
비유동부채	834	975	861	625	645
차입금	593	645	495	259	279
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	241	331	365	365	365
부채총계	3,681	4,434	4,008	3,772	3,825
지배자분	2,877	2,894	3,008	3,183	3,412
자본금	330	330	330	330	330
자본잉여금	1,605	1,605	1,603	1,603	1,603
이익잉여금	954	974	1,097	1,271	1,500
기타자본변동	-11	-14	-22	-21	-21
비지배자분	8	8	0	0	0
자본총계	2,885	2,902	3,008	3,183	3,412
순차입금	-414	588	1,187	1,167	1,262

현금흐름표

(단위: -원)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	30	-1,735	640	1,049	941
당기순이익	0	0	0	219	274
비현금항목의 가감	223	256	253	273	294
감가상각비	38	46	60	52	54
외환손익	-2	0	-1	0	0
지분법평가손익	4	-8	0	-4	-4
기타	182	219	195	225	244
자산부채의 증감	-349	-1,971	222	587	422
기타현금흐름	157	-21	165	-29	-49
투자활동 현금흐름	-150	1,271	-143	240	24
투자자산	74	-13	-19	-4	-4
유형자산	-17	-82	-65	-65	-65
기타	-207	1,366	-59	308	93
재무활동 현금흐름	-59	677	-504	-321	-65
단기차입금	45	644	-367	0	0
사채	100	0	0	0	0
장기차입금	48	585	468	-236	20
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-40	-40	-40	-45	-45
기타	-212	-512	-565	-40	-40
현금의 증감	-176	213	-6	83	12
기초 현금	527	351	564	558	641
기말 현금	351	564	558	641	653
NOPLAT	164	48	142	191	248
FCF	184	10	136	178	237

자료: HDC 현대산업개발, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이태환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견

Overweight(비중확대):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutra(중립):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):

:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

Buy(매수):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):

:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

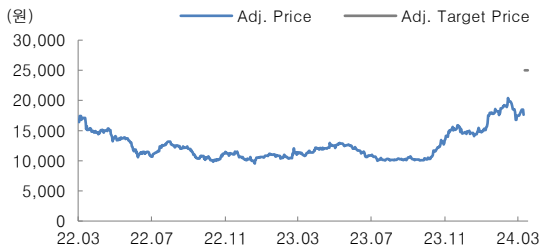
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.0%	9.0%	0.0%

(기준일자: 20240325)

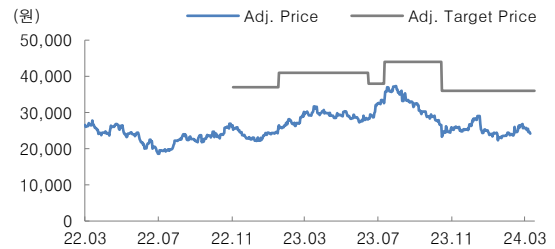
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

HDC현대산업개발(294870) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



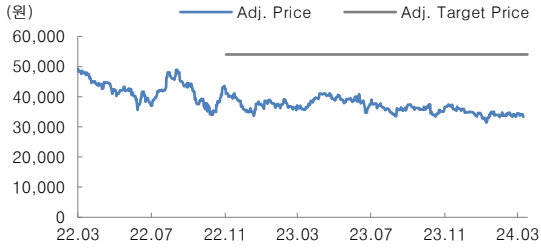
제시일자	240329
투자의견	Buy
목표주가	28,000
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

삼성엔지니어링(028050) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



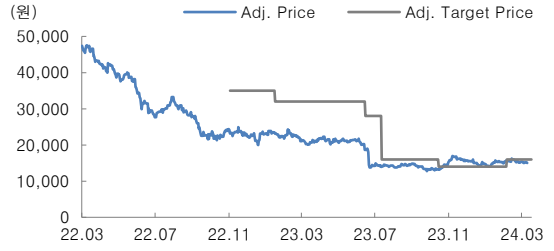
제시일자	240329	240131	231222	231207	231202	231030
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000	36,000
과리율(평균%)		(30.26)	(29.59)	(28.90)	(29.84)	(29.84)
과리율(최대/최소%)		(19.44)	(19.44)	(21.25)	(27.22)	(27.22)
제시일자	230727	230630	230511	230507	230405	230201
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	44,000	38,000	41,000	41,000	41,000	41,000
과리율(평균%)	(26.11)	(17.45)	(29.96)	(29.97)	(30.06)	(31.34)
과리율(최대/최소%)	(15.23)	(11.97)	(22.68)	(22.68)	(22.68)	(22.68)
제시일자	221208	221117				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	37,000	37,000				
과리율(평균%)	(36.62)	(33.05)				
과리율(최대/최소%)	(29.86)	(29.86)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

현대건설(000720) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



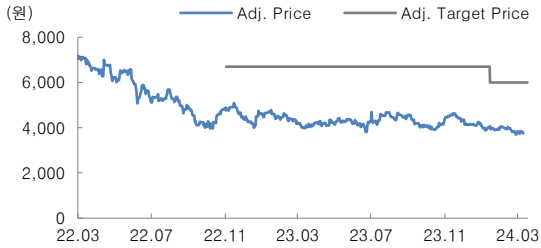
제시일자	240329	240124	240111	231228	231207	231202
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	54000	54000	54000	54000	54000	54000
과리율(평균%)	(37.53)	(39.00)	(36.60)	(33.32)	(33.17)	(33.17)
과리율(최대/최소%)	(34.91)	(36.02)	(35.74)	(27.78)	(27.78)	(27.78)
제시일자	231023	230724	230628	230517	230511	230424
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	54000	54000	54000	54000	54000	54000
과리율(평균%)	(33.16)	(32.72)	(31.17)	(27.33)	(29.94)	(30.06)
과리율(최대/최소%)	(27.78)	(27.78)	(27.78)	(24.44)	(23.80)	(23.80)
제시일자	230120	230112	221208	221117		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	54000	54000	54000	54000		
과리율(평균%)	(30.62)	(30.58)	(30.38)	(25.81)		
과리율(최대/최소%)	(23.89)	(23.89)	(23.89)	(23.89)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

GS건설(006360) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



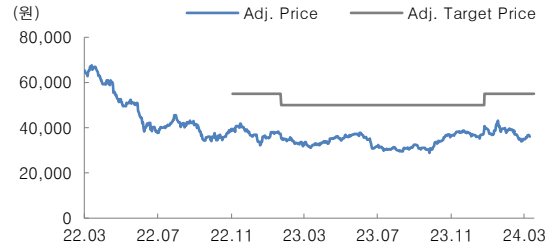
제시일자	240329	240220	240115	231207	231202	231030
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	16000	16000	14000	14000	14000	14000
과리율(평균%)			8.41	9.21	9.74	8.89
과리율(최대/최소%)			(6.00)	(6.00)	(6.00)	21.21
제시일자	230828	230727	230630	230511	230507	230131
투자의견	Marketperform	Marketperform	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	16000	16000	28000	32000	32000	32000
과리율(평균%)	(12.37)	(11.65)	(46.34)	(32.88)	(32.13)	(32.07)
과리율(최대/최소%)	(7.25)	(8.69)	(32.07)	(24.06)	(24.06)	(24.06)
제시일자	221117					
투자의견	Buy					
목표주가	36000					
과리율(평균%)	(34.73)					
과리율(최대/최소%)	(28.86)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

대우건설(047040) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	240329	240130	240111	231207	231202	231029
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	6,000	6,000	6,700	6,700	6,700	6,700
과리율(평균%)	(33.98)	(40.21)	(35.47)	(35.15)	(35.22)	(35.22)
과리율(최대/최소%)	(32.42)	(37.24)	(29.93)	(29.93)	(29.93)	(29.93)
제시일자	231012	230727	230710	230517	230511	230507
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	6,700	6,700	6,700	6,700	6,700	6,700
과리율(평균%)	(35.07)	(34.12)	(36.15)	(36.95)	(34.46)	(34.34)
과리율(최대/최소%)	(29.93)	(29.93)	(29.93)	(34.03)	(24.03)	(24.03)
제시일자	230202	221117				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	6,700	6,700				
과리율(평균%)	(34.31)	(31.71)				
과리율(최대/최소%)	(24.03)	(24.03)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

DL이앤씨(375500) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	240329	240130	240111	231207	231202	231029
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	6,000	6,000	6,700	6,700	6,700	6,700
과리율(평균%)	(33.98)	(40.21)	(35.47)	(35.15)	(35.22)	(35.22)
과리율(최대/최소%)	(32.42)	(37.24)	(29.93)	(29.93)	(29.93)	(29.93)
제시일자	231012	230727	230710	230517	230511	230507
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	6,700	6,700	6,700	6,700	6,700	6,700
과리율(평균%)	(35.07)	(34.12)	(36.15)	(36.95)	(34.46)	(34.34)
과리율(최대/최소%)	(29.93)	(29.93)	(29.93)	(34.03)	(24.03)	(24.03)
제시일자	230202	221117				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	6,700	6,700				
과리율(평균%)	(34.31)	(31.71)				
과리율(최대/최소%)	(24.03)	(24.03)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						