건설

OVERWEIGHT

Analyst 신동현 dhshin@hmsec.com

선별적 분양사업지의 가치가 부각되는 시기

서울 주요 지역 가격 상승폭 축소

최근 서울은 다주택자 규제 강화의 영향으로 비싼 지역일수록 가격이 더욱 하락하는 경향을 보이고 있다. 서울 강남3구(강남/서초/송파)와 용산구는 가구당 평균가격이 20억원을 초과하는 유일한 지역들이며, 매매가격지수는 3주 연속 하락 중이다. 반면 다른 권역들은 대부분 상승폭을 다시 키워가고 있다. 특히 최근 4주간 가장 많이 상승한 곳은 강서, 성북, 광진, 동대문, 서대문으로, 이들은 대부분 가구당 평균 10억원 내외의 중위권에 위치했다.

5/9부터 조정대상지역(서울 전역, 경기 일부) 내 다주택자의 양도소득세가 중과(기본세율 6~45% + (2주택자)20%p or (3주택 이상)30%p)되는 것이 확정된 상황에서 다주택자들의 고가 주택 매도가 이어짐과 동시에, 상대적으로 가격대가 낮아 LTV가 높게 허용되는 지역에서는 꾸준한 신규수요 유입이 있는 것으로 해석된다.

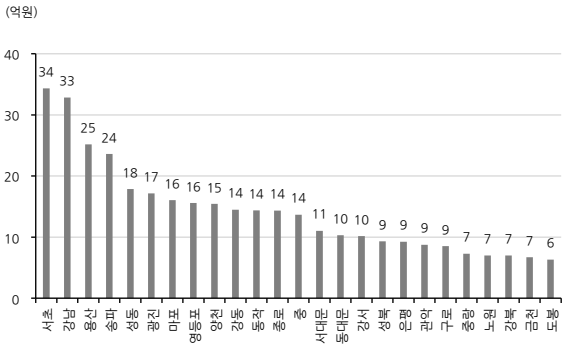
전국적인 분양/착공 증가 징후는 아직

최근의 주택가격 상승이 서울/수도권(택지 부족) 위주였던 탓에 전체적인 분양과 착공이 증가할 환경은 아직 조성되지 않고 있다. 지방 가격 흐름이 나쁜 것은 아니다. 하락폭이 크게 축소되고 있고 부산, 울산, 충북, 전북, 경남 등 일부 지방은 상승전환하기도 했다. 25년 말 기준 지방광역시 미분양도 -12.5% yoy 감소했다. 다만 25년 말부터 시작된 반등이기에 그 지속성을 지켜볼 필요가 있다. 분양 및 착공의 부족이 이어짐에 따라 시멘트 업황 및 주가도 부진한 모습을 이어가고 있다. 착공면적에 약 1년여 후행하는 시멘트 업황 특성 상 선행지표인 분양 및 착공이 전국적으로 반등해야 시멘트주가 주목받을 것이고 그러한 반등을 위해서는 지방 시세 회복 지속이 중요하다.

서울 외곽과 지방 지역의 가격 상승에 주목하자

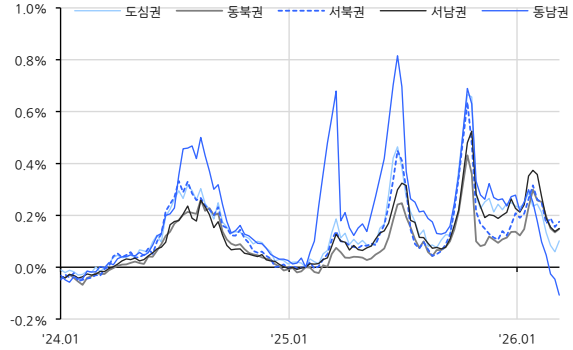
한동안 정부의 다주택자 규제는 이어질 것으로 보이는 바, 서울 내에서 고가 주택 매도세는 불가피하다. 주택 매수 수요 역시 LTV가 높게 적용될 수 있도록 상대적으로 낮은 주택에 집중될 전망이다. 주택사업자 입장에서는 오히려 서울 외곽에서의 사업성이 더 클 것이라 기대할 수 있다. 또한 지방 주택가격 상승 지속될 시 전국 분양 데이터 턴어라운드에 크게 기여가 가능하다. 전국 분양 및 착공이 나아지는 모습이 포착될 때 착공물량에 연동되는 시멘트사 투자심리도 반등 가능하다고 판단된다.

<그림1> 서울 가구당 평균 매매가격(3월 둘째주 기준)



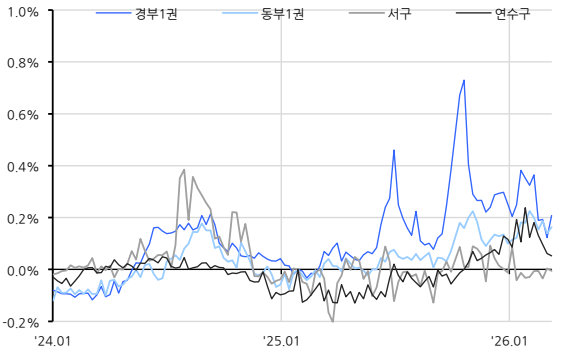
자료: 부동산114, 현대차증권

<그림2> 서울 매매가격지수 wow



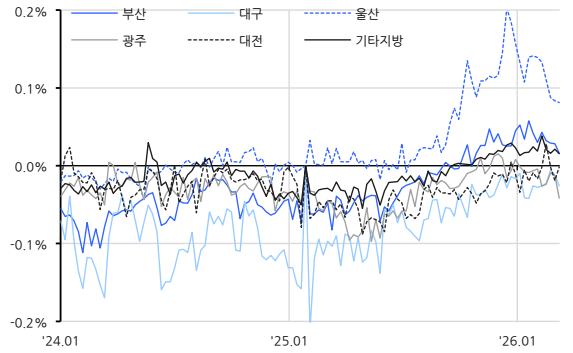
자료: 한국부동산원, 현대차증권

<그림3> 수도권 매매가격지수 wow



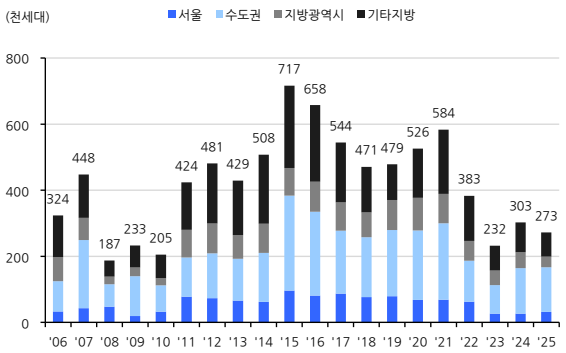
자료: 한국부동산원, 현대차증권

<그림4> 지방 매매가격지수 wow



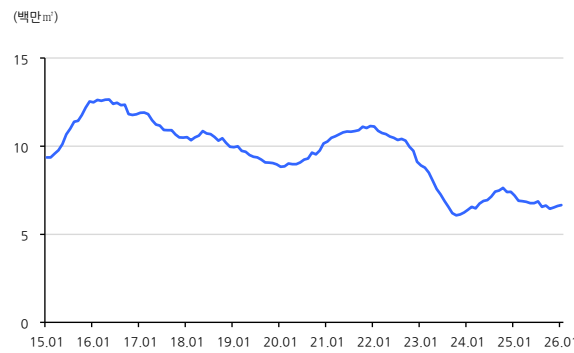
자료: 한국부동산원, 현대차증권

<그림5> 지역별 연간 착공 추이



자료: 국토교통부, 현대차증권

<그림6> 철근및철골조 건축착공면적 12m M/A 추이



자료: 통계청, 현대차증권

아이에스동서(010780)

BUY(신규)

48,000원(신규)

목표주가 48,000원, 투자의견 BUY를 제시하며 커버리지를 개시한다. 동사는 개발사업에 특화된 건설사로, 콘크리트, 환경(폐기물, 폐2차전지) 등 건설 외 사업부문을 보유하고 있으며 최근 건설경기 악화에 따른 외형 축소 및 선별 사업 전략으로 외형이 다소 축소되어 25년 기준 건설 매출액 비중은 약 36%이다.

과거 수 차례 대형 자체개발사업 진행에 따른 큰 폭의 증익 기대감으로 주가가 크게 상승했던 이력이 있으며, 프리미엄 브랜드 '더블유'의 경우 14년 부산 용호동, 19년 대구 범어동에서 분양한 바 있다. 당시 FY2 P/E는 14년 약 13.5배, 19년 약 9.8배까지 상승했다. 현재 대구 수성구 인근의 경산 중산지구에 '펜타힐즈 더블유'를 분양 준비 중이며 총 3,443세대 규모의 세 번째 '더블유' 브랜드 개발사업이다. 평당 2천만원 초반대를 목표로 하고 있고 완판 시 총 분양매출액 약 3.17조원일 것으로 추정한다.

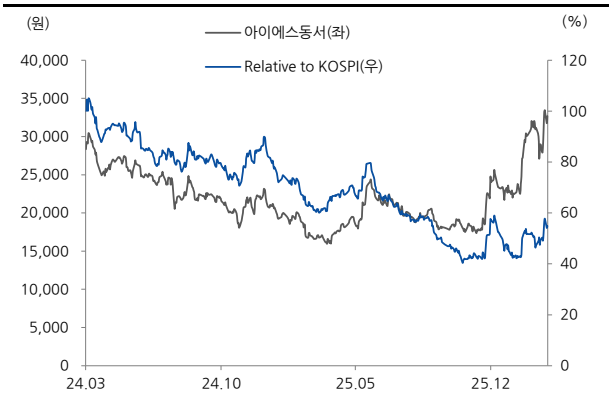
상대적으로 공사원가가 낮은 지방에서 시행하는 자체개발사업인만큼 이익률은 도급사업 또는 타 개발사업 대비 높을 것으로 예상한다. 26년 4월 1차, 10월 2차 분양(각각 약 50%) 예정이며 진행률 가정 시 27년부터 본격적인 매출화가 시작되어 29년 피크를 기록할 전망이다. 목표주가는 27F EPS 4,128원에 Target P/E 11.65x(14년, 19년 FY2 P/E 상단 평균)을 적용한 48,000원을 제시한다.

<표1> 아이에스동서 목표주가 산정

항목	내용	비고
Target EPS (원)	4,128	- 2027F EPS
Target P/E (배)	11.65	- '14년, '19년 FY2 P/E 상단 평균
적정주가 (원)	48,094	- Target EPS * Target P/E
목표주가 (원)	**48,000**	
전일종가 (원)	32,700	- 2026.03.17 종가
상승여력 (%)	46.8	
투자의견	**BUY**	

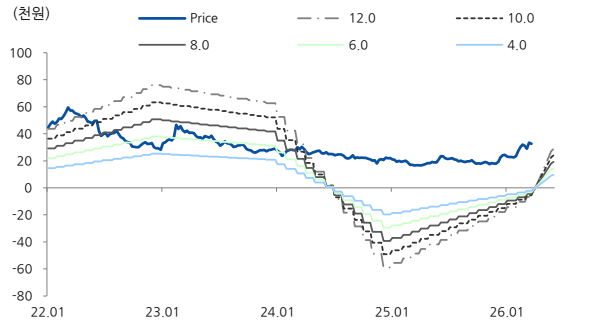
자료: 현대차증권

<그림7> 아이에스동서 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<그림8> 아이에스동서 P/E 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<표2> 아이에스동서 목표주가 산정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F
매출액	**299**	**335**	**271**	**329**	**313**	**335**	**334**	**399**	**1,515**	**1,234**	**1,381**
YoY	-27.6%	-18.2%	-31.0%	9.9%	4.5%	0.0%	23.4%	21.3%	-25.4%	-18.5%	11.9%
>건설	119	142	73	108	110	132	132	195	826	442	569
YoY	-49.3%	-41.8%	-68.0%	-9.4%	-6.9%	-7.1%	79.8%	80.4%		-46.5%	28.8%
>콘크리트	64	73	64	64	62	64	63	64	165	265	252
YoY	35.6%	115.3%	78.6%	34.1%	-2.4%	-13.4%	-2.6%	-0.2%		61.0%	-4.9%
>환경(폐기물)	76	82	93	105	100	100	100	100	382	356	400
YoY	-25.9%	-13.2%	8.4%	5.1%	31.9%	22.1%	7.9%	-5.2%		-7.0%	12.4%
>환경(2차전지)	31	30	31	36	30	30	30	30	116	128	120
YoY	20.4%	-14.1%	-3.6%	51.2%	-1.9%	0.0%	-3.4%	-16.7%		9.7%	-6.0%
>기타/연결조정	11	8	10	15	10	10	10	10	25	44	40
YoY	136.1%	199.0%	-5.6%	92.5%	-4.8%	20.7%	4.0%	-34.9%		72.4%	-8.6%
영업이익	**32**	**54**	**9**	**-29**	**29**	**35**	**35**	**45**	**170**	**66**	**144**
YoY	-59.4%	-4.4%	-63.1%	적전	-9.1%	-35.5%	284.2%	흑전	-50.2%	-61.2%	118.9%
OPM	10.8%	16.1%	3.3%	-8.9%	9.4%	10.4%	10.4%	11.3%	11.2%	5.3%	10.4%
>건설	32	51	3	-48	20	25	25	36	175	38	106
YoY	-55.1%	-8.7%	-90.4%	적전	-36.8%	-50.7%	692.8%	흑전	N/A	-78.0%	175.8%
GPM	26.7%	36.1%	4.3%	-44.0%	18.1%	19.2%	19.2%	18.3%	21.2%	8.7%	18.7%
>콘크리트	-3	3	1	11	3	3	3	3	-13	12	13
YoY	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	-5.2%	476.1%	-69.8%	N/A	흑전	5.4%
GPM	-3.9%	4.6%	0.8%	16.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	-7.9%	4.5%	5.0%
>환경(폐기물)	3	4	7	10	7	7	7	7	27	24	28
YoY	-46.8%	-26.0%	20.6%	-0.3%	111.6%	62.2%	6.2%	-29.4%	N/A	-12.1%	16.0%
GPM	4.4%	5.3%	7.1%	9.4%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.2%	6.8%	7.0%
>환경(2차전지)	0	-3	-1	1	0	0	0	0	-15	-3	1
YoY	-90.7%	적전	적지	흑전	194.1%	흑전	흑전	-70.7%	N/A	적지	흑전
GPM	0.3%	-11.4%	-3.9%	2.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	-13.0%	-2.7%	1.0%
>기타/연결조정	-0	-2	-0	-3	-1	-1	-1	-1	-4	-5	-4
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	N/A	적지	적지
GPM	-1.9%	-19.7%	-0.9%	-22.2%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-17.1%	-12.2%	-10.0%
세전이익	**2**	**30**	**-15**	**-70**	**17**	**22**	**22**	**34**	**-160**	**-53**	**96**
YoY	-94.6%	-10.3%	적지	적지	595.7%	-24.8%	흑전	흑전	적전	적지	흑전
세전이익률	0.8%	8.9%	-5.7%	-21.2%	5.4%	6.7%	6.7%	8.5%	-10.6%	-4.3%	6.9%
당기순이익	**0**	**19**	**-13**	**-59**	**13**	**17**	**17**	**26**	**-160**	**-52**	**72**
YoY	-99.1%	-20.4%	적지	적지	3861.0%	-12.4%	흑전	흑전	적전	적지	흑전
당기순이익률	0.1%	5.7%	-4.7%	-17.9%	4.1%	5.0%	5.0%	6.4%	-10.6%	-4.2%	5.2%

자료: 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,029	1,515	1,234	1,381	1,843
증가율 (%)	-10.9	-25.3	-18.5	11.9	33.5
매출원가	1,524	1,126	921	1,026	1,341
매출원가율 (%)	75.1	74.3	74.6	74.3	72.8
매출총이익	506	389	314	356	502
매출이익률 (%)	24.9	25.7	25.4	25.8	27.2
증가율 (%)	-6.6	-23.1	-19.3	13.4	41.0
판매관리비	165	219	248	212	280
판관비율(%)	8.1	14.5	20.1	15.4	15.2
EBITDA	391	220	116	192	269
EBITDA 이익률 (%)	19.3	14.5	9.4	13.9	14.6
증가율 (%)	-1.5	-43.7	-47.3	65.5	40.1
영업이익	341	170	66	144	222
영업이익률 (%)	16.8	11.2	5.3	10.4	12.0
증가율 (%)	-1.2	-50.1	-61.2	118.2	54.2
영업외손익	-134	-301	-104	-48	-47
금융수익	24	23	12	13	14
금융비용	120	130	100	61	61
기타영업외손익	-38	-194	-16	0	0
종속/관계기업관련손익	14	-28	-15	0	0
세전계속사업이익	220	-160	-53	96	176
세전계속사업이익률	10.8	-10.6	-4.3	7.0	9.5
증가율 (%)	-23.1	적전	적지	흑전	83.3
법인세비용	60	-0	-1	24	44
계속사업이익	160	-160	-52	72	132
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	160	-160	-52	72	132
당기순이익률 (%)	7.9	-10.6	-4.2	5.2	7.2
증가율 (%)	-22.0	적전	적지	흑전	83.3
지배주주지분 순이익	161	-149	-45	68	125
비지배주주지분 순이익	-1	-12	-7	4	7
기타포괄이익	1	2	2	0	0
총포괄이익	161	-158	-50	72	132

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,622	2,117	2,064	2,137	2,272
현금성자산	641	364	307	673	807
단기투자자산	115	27	30	36	47
매출채권	81	84	146	100	105
재고자산	1,341	1,373	1,316	1,064	1,048
기타유동자산	445	268	265	265	265
비유동자산	1,615	1,437	1,493	1,506	1,535
유형자산	704	726	701	701	701
무형자산	333	144	139	134	129
투자자산	341	299	404	423	456
기타비유동자산	237	268	249	248	249
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	4,237	3,554	3,557	3,644	3,807
유동부채	1,590	1,601	1,635	1,633	1,639
단기차입금	390	540	873	873	873
매입채무	177	96	66	64	70
유동성장기부채	263	566	196	196	196
기타유동부채	760	399	500	500	500
비유동부채	876	396	449	481	536
사채	25	40	35	35	35
장기차입금	687	208	254	254	254
장기금융부채	16	15	15	15	15
기타비유동부채	148	133	145	177	232
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,465	1,997	2,084	2,114	2,175
지배주주지분	1,558	1,359	1,285	1,338	1,433
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	394	397	212	212	212
자본조정 등	-20	-9	-10	-10	-10
기타포괄이익누계액	16	19	20	20	20
이익잉여금	1,152	937	1,047	1,100	1,195
비지배주주지분	214	198	188	192	199
자본총계	1,772	1,557	1,473	1,530	1,632

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	128	-131	105	448	252
당기순이익	160	-160	-52	72	132
유형자산 상각비	40	43	44	43	43
무형자산 상각비	10	8	6	5	4
외환손익	0	-3	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-127	-237	113	328	73
기타	45	218	-6	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-4	24	-97	-68	-87
투자자산의 감소(증가)	225	68	-93	-18	-33
유형자산의 감소	4	1	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-68	-52	-37	-43	-43
기타	-165	7	32	-7	-11
재무활동으로인한현금흐름	106	-173	-65	-15	-30
차입금의 증가(감소)	477	-480	46	0	0
사채의증가(감소)	61	-67	-11	0	0
자본의 증가	3	3	-184	0	0
배당금	0	-45	-30	-15	-30
기타	-435	416	114	0	0
기타현금흐름	-1	2	-0	0	0
현금의증가(감소)	229	-277	-57	365	135
기초현금	412	641	364	307	673
기말현금	641	364	307	673	807

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	5,188	-5,291	-1,724	2,383	4,362
EPS(지배순이익 기준)	5,216	-4,910	-1,494	2,255	4,128
BPS(자본총계 기준)	57,367	51,585	48,790	50,680	54,058
BPS(지배지분 기준)	50,450	45,016	42,567	44,330	47,473
DPS	1,500	1,000	500	1,000	1,000
P/E(당기순이익 기준)	5.6	NA	NA	13.7	7.5
P/E(지배순이익 기준)	5.6	NA	NA	14.5	7.9
P/B(자본총계 기준)	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
P/B(지배지분 기준)	0.6	0.5	0.5	0.7	0.7
EV/EBITDA(Reported)	4.9	8.6	17.3	9.8	6.5
배당수익률	5.2	4.8	2.1	3.1	3.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-21.8	적전	적지	흑전	83.1
EPS(지배순이익 기준)	-17.6	적전	적지	흑전	83.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	9.5	-9.6	-3.4	4.8	8.3
ROE(지배순이익 기준)	10.9	-10.2	-3.4	5.2	9.0
ROA	4.0	-4.1	-1.5	2.0	3.5
안정성 (%)					
부채비율	139.1	128.2	141.5	138.2	133.3
순차입금비율	44.7	68.3	75.6	48.5	36.5
이자보상배율	3.0	1.4	0.7	1.4	2.2

** K-IFRS 연결 기준*

HDC현대산업개발(294870)

BUY(유지)
27,000원(유지)

전국적인 분양 확대를 위한 환경 조성이 늦춰짐에 따라 사업지 선별이 더욱 중요해진 시점이다. 동사는 이미 서울 핵심지 수급 이탈의 반사수혜가 나타나고 있는 서울 노원구에서 대규모 사업을 매출 인식 중이다(25년 말 기준 물량 대부분 분양 완료). 또한 26년 중 천안 아이파크시티 5, 6단지, 청주 가경 아이파크 7, 8단지 등 개발참여 또는 자체개발사업 분양을 진행할 예정이다.

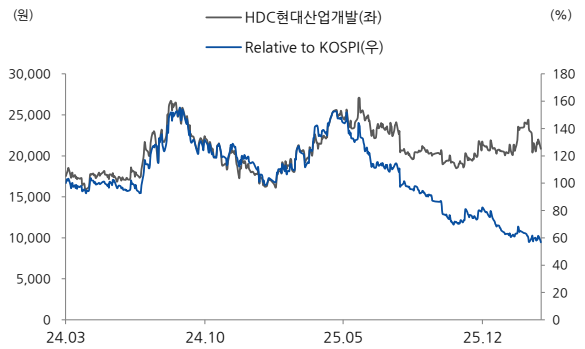
당초 26년 착공 예정이었던 용산 철도병원 부지 개발, 공릉역세권 개발, 청라 의료복합 개발 등이 27년으로 연기된 것은 다소 아쉬우나, 이를 배제하더라도 기존 26년 매출액 및 영업이익 추정치는 거의 훼손되지 않는다. 외주 주택에서의 본격적인 원가율 개선, 기존 자체사업 매출 본격화, 신규 개발사업 착공 전 진행상황 등 아직은 눈으로 확인할 수 있는 가능성 높은 이슈들이 남아 있는 동사에 대해 목표주가 27,000원 및 투자의견 BUY를 유지한다. Target P/B는 기존처럼 주택 경기 피크아웃이 시작되던 22년 평균 P/B를 적용했다.

〈표3〉 HDC현대산업개발 목표주가 산정

항목	내용	비고
Target BPS (원)	53,767	- 12m Fwd. BPS
Target P/B (배)	0.51	- '22년 평균 P/B
적정주가 (원)	27,421	- Target BPS * Target P/B
목표주가 (원)	**27,000**	
전일종가 (원)	21,550	- 2026.03.17 종가
상승여력 (%)	25.3	
투자의견	**BUY**	

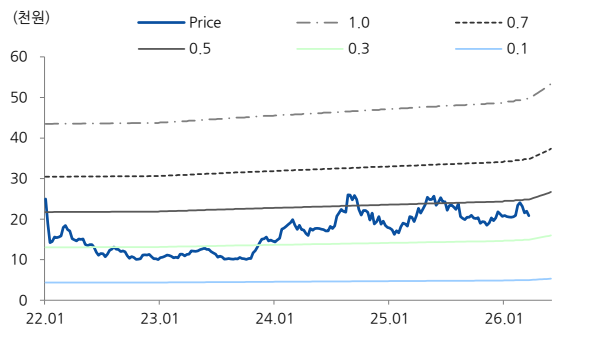
자료: 현대차증권

〈그림9〉 HDC현대산업개발 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림10〉 HDC현대산업개발 P/B 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<표3> HDC현대산업개발 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F
매출액	**906**	**1,163**	**1,053**	**1,025**	**961**	**1,073**	**1,090**	**1,205**	**4,256**	**4,147**	**4,328**
YoY	-5.2%	7.0%	-3.3%	-8.9%	6.1%	-7.7%	3.5%	17.5%	1.6%	-2.6%	4.4%
>자체주택	227	212	315	202	258	254	275	307	401	957	1,094
YoY	205.8%	302.5%	259.5%	8.6%	13.6%	19.8%	-12.7%	51.9%	-9.1%	138.6%	14.4%
>외주주택	504	722	611	675	525	653	682	754	2,456	2,513	2,614
YoY	-1.1%	7.9%	0.2%	1.2%	4.1%	-9.6%	11.6%	11.7%	-3.0%	2.3%	4.0%
>토목	62	77	65	75	44	52	48	58	308	278	202
YoY	-19.1%	-7.0%	-11.2%	-1.4%	-27.8%	-32.1%	-26.6%	-22.7%	13.4%	-9.6%	-27.3%
>일반건축	51	84	10	12	79	60	34	32	836	158	204
YoY	-77.0%	-61.1%	-96.0%	-91.7%	53.5%	-28.8%	232.1%	167.0%	39.6%	-81.2%	29.7%
>해외/기타/연결조정	62	68	52	61	54	54	51	53	256	242	213
YoY	-14.7%	2.7%	-22.0%	18.5%	-11.7%	-19.9%	-0.9%	-12.6%	-26.6%	-5.4%	-11.9%
매출총이익	**107**	**147**	**130**	**208**	**141**	**159**	**174**	**197**	**402**	**592**	**671**
YoY	29.3%	30.4%	32.9%	90.9%	32.0%	8.0%	33.7%	-5.1%	5.6%	47.2%	13.4%
GPM	11.8%	12.7%	12.3%	20.3%	14.6%	14.8%	15.9%	16.4%	9.4%	14.3%	15.5%
>자체주택	73	81	90	82	83	87	97	109	98	326	376
YoY	235.0%	809.1%	596.9%	51.3%	14.4%	7.0%	7.8%	33.3%	67.0%	233.8%	15.5%
GPM	32.1%	38.4%	28.5%	40.4%	32.3%	34.3%	35.2%	35.4%	24.4%	34.1%	34.4%
>외주주택	34	63	30	106	45	59	65	75	237	233	244
YoY	-25.5%	-21.8%	-55.8%	140.8%	32.1%	-6.5%	116.4%	-28.8%	4.9%	-2.1%	4.8%
GPM	6.7%	8.7%	4.9%	15.7%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	9.7%	9.3%	9.3%
>토목	9	8	-3	-0	4	5	5	6	50	13	20
YoY	-35.0%	-55.7%	적전	적전	-48.1%	-34.1%	흑전	흑전	43.4%	-73.2%	50.6%
GPM	13.9%	10.3%	-4.1%	-0.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	16.3%	4.8%	10.0%
>일반건축	-17	-6	1	12	2	1	1	1	-2	-10	4
YoY	적지	적전	흑전	614.6%	흑전	흑전	-37.9%	-94.8%	적전	적지	흑전
GPM	-34.1%	-7.4%	10.7%	103.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	-0.2%	-6.5%	2.0%
>해외/기타/연결조정	9	-3	12	8	7	7	6	7	18	26	26
YoY	38.4%	적전	53.6%	283.6%	-24.9%	흑전	-44.7%	-20.5%	-58.2%	40.8%	1.9%
GPM	14.3%	-4.3%	22.7%	13.7%	12.2%	12.4%	12.7%	12.4%	7.2%	10.7%	12.4%
영업이익	**54**	**80**	**73**	**41**	**85**	**103**	**118**	**140**	**185**	**248**	**446**
YoY	29.8%	49.1%	53.8%	-1.3%	57.4%	28.6%	61.6%	238.8%	-5.5%	34.6%	79.4%
OPM	6.0%	6.9%	6.9%	4.0%	8.8%	9.6%	10.8%	11.6%	4.3%	6.0%	10.3%
세전이익	**58**	**74**	**59**	**23**	**80**	**99**	**114**	**137**	**200**	**213**	**429**
YoY	27.3%	16.7%	24.7%	-48.7%	38.8%	33.9%	91.7%	503.6%	-15.5%	6.6%	101.1%
세전이익률	6.4%	6.3%	5.6%	2.2%	8.3%	9.2%	10.4%	11.3%	4.7%	5.1%	9.9%
당기순이익	**54**	**53**	**40**	**11**	**60**	**74**	**85**	**102**	**156**	**158**	**322**
YoY	77.8%	11.2%	21.9%	-74.7%	10.8%	40.7%	114.1%	796.2%	-9.9%	1.6%	103.5%
당기순이익률	6.0%	4.5%	3.8%	1.1%	6.3%	6.9%	7.8%	8.5%	3.7%	3.8%	7.4%
수주잔고	**31,566**	**32,213**	**32,798**	**33,160**	**33,554**	**33,835**	**34,929**	**35,377**	**31,314**	**33,160**	**35,377**
>자체주택	9,331	9,211	8,997	9,437	9,229	9,025	9,332	9,075	9,541	9,437	9,075
>외주주택	17,693	18,584	19,792	19,705	20,380	20,927	21,745	22,491	17,131	19,705	22,491
>토목	1,365	1,308	1,139	1,010	1,016	1,014	1,016	1,008	1,414	1,010	1,008
>일반건축	3,177	3,110	2,870	3,008	2,929	2,869	2,836	2,804	3,229	3,008	2,804

자료: 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	4,191	4,256	4,147	4,328	4,886
증가율 (%)	27.1	1.6	-2.6	4.4	12.9
매출원가	3,810	3,854	3,555	3,658	3,990
매출원가율 (%)	90.9	90.6	85.7	84.5	81.7
매출총이익	381	402	592	671	897
매출이익률 (%)	9.1	9.4	14.3	15.5	18.4
증가율 (%)	20.6	5.5	47.3	13.3	33.7
판매관리비	185	217	343	225	236
판관비율(%)	4.4	5.1	8.3	5.2	4.8
EBITDA	255	243	299	500	714
EBITDA 이익률 (%)	6.1	5.7	7.2	11.6	14.6
증가율 (%)	56.4	-4.7	23.0	67.2	42.8
영업이익	195	185	248	446	660
영업이익률 (%)	4.7	4.3	6.0	10.3	13.5
증가율 (%)	68.1	-5.1	34.1	79.8	48.0
영업외손익	41	15	-25	-16	-16
금융수익	97	85	80	58	53
금융비용	47	64	73	74	69
기타영업외손익	-9	-6	-32	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	-9	0	0
세전계속사업이익	237	200	213	429	644
세전계속사업이익률	5.7	4.7	5.1	9.9	13.2
증가율 (%)	95.9	-15.6	6.5	101.4	50.1
법인세비용	64	45	55	107	161
계속사업이익	173	156	158	322	483
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	173	156	158	322	483
당기순이익률 (%)	4.1	3.7	3.8	7.4	9.9
증가율 (%)	246.0	-9.8	1.3	103.8	50.0
지배주주지분 순이익	173	156	158	322	483
비지배주주지분 순이익	-0	0	0	0	0
기타포괄이익	-6	-7	-1	0	0
총포괄이익	167	149	158	322	483

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	4,987	5,380	5,264	5,461	5,733
현금성자산	558	825	1,130	1,343	1,541
단기투자자산	477	498	596	600	800
매출채권	10	9	12	14	15
재고자산	1,507	1,854	1,025	1,205	1,278
기타유동자산	2,433	2,194	2,500	2,300	2,100
비유동자산	2,029	2,081	2,754	2,764	2,768
유형자산	484	485	810	810	810
무형자산	11	12	11	9	8
투자자산	595	816	981	993	998
기타비유동자산	939	768	952	952	952
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	7,016	7,462	8,018	8,226	8,501
유동부채	3,148	3,510	3,808	3,704	3,543
단기차입금	1,137	1,340	1,723	1,523	1,323
매입채무	236	220	227	267	283
유동성장기부채	462	429	386	386	386
기타유동부채	1,313	1,521	1,472	1,528	1,551
비유동부채	861	837	992	1,027	1,041
사채	249	200	320	320	320
장기차입금	246	332	395	395	395
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	366	305	277	312	326
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	4,008	4,347	4,800	4,731	4,584
지배주주지분	3,008	3,115	3,217	3,495	3,917
자본금	330	330	330	330	330
자본잉여금	1,603	1,606	1,606	1,606	1,606
자본조정 등	-21	-21	-31	-31	-31
기타포괄이익누계액	-1	1	-1	-1	-1
이익잉여금	1,097	1,199	1,314	1,591	2,013
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,008	3,115	3,217	3,495	3,917

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	640	314	-175	525	716
당기순이익	173	156	158	322	483
유형자산 상각비	57	55	48	52	52
무형자산 상각비	3	3	2	2	2
외환손익	-1	-2	-3	0	0
운전자본의 감소(증가)	222	13	-467	149	179
기타	186	89	87	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-143	-98	24	-68	-257
투자자산의 감소(증가)	27	-221	-156	-12	-5
유형자산의 감소	0	0	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-65	-34	-66	-52	-52
기타	-105	157	245	-4	-200
재무활동으로인한현금흐름	-504	47	453	-244	-262
차입금의 증가(감소)	-79	86	63	0	0
사채의증가(감소)	-70	-50	120	0	0
자본의 증가	-2	3	0	0	0
배당금	-40	-45	-45	-44	-62
기타	-313	53	315	-200	-200
기타현금흐름	1	3	3	0	0
현금의증가(감소)	-6	266	306	213	198
기초현금	564	558	825	1,130	1,343
기말현금	558	825	1,130	1,343	1,541

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	2,623	2,363	2,400	4,884	7,334
EPS(지배순이익 기준)	2,626	2,363	2,400	4,884	7,334
BPS(자본총계 기준)	45,640	47,257	48,815	53,025	59,425
BPS(지배지분 기준)	45,640	47,257	48,815	53,025	59,425
DPS	700	700	700	980	1,470
P/E(당기순이익 기준)	5.6	7.6	9.1	4.3	2.8
P/E(지배순이익 기준)	5.6	7.6	9.1	4.3	2.8
P/B(자본총계 기준)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(Reported)	8.0	9.0	8.6	4.2	2.1
배당수익률	4.8	3.9	3.2	4.7	7.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	244.3	-9.9	1.6	103.5	50.2
EPS(지배순이익 기준)	243.6	-10.0	1.6	103.5	50.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	5.9	5.1	5.0	9.6	13.0
ROE(지배순이익 기준)	5.9	5.1	5.0	9.6	13.0
ROA	2.4	2.2	2.0	4.0	5.8
안정성 (%)					
부채비율	133.3	139.6	149.2	135.4	117.1
순차입금비율	36.1	32.1	34.7	20.0	2.6
이자보상배율	4.3	3.3	3.6	6.3	10.1

** K-IFRS 연결 기준*

아세아시멘트(183190)

BUY(유지)
14,000원(유지)

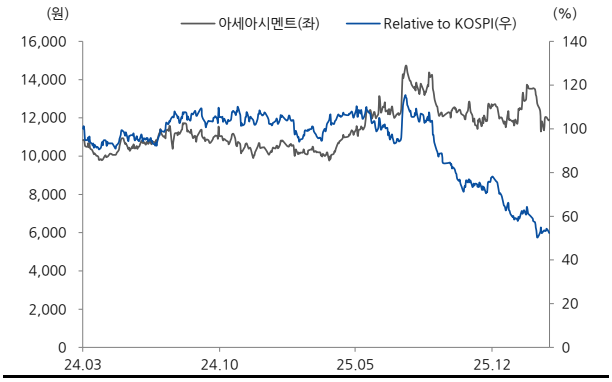
동사의 시멘트 출하량(추정)은 1Q25 -15.7% yoy, 2Q25 -11.1% yoy, 3Q25 -5.9% yoy로 감소폭을 줄여가는 중인 것으로 보인다. 24년 건축착공면적은 전년대비 증가했으므로 4Q25 출하량 감소폭도 제한적일 수 있다. 다만 24년 추석연휴가 3Q25였던 반면 25년에는 4Q로 포함됨에 따라 전년동기대비 매출액이 감소하는 것은 불가피했다. 또한 25년 상반기 착공면적이 다시 -17.4% yoy 감소했기에 26년 유의미한 출하량 증가를 기대하기는 어려울 전망이다. 지방 주택가격 상승 지속, 공공주택 발주 증가 등 착공 증가 기대감이 구체화될 때 시멘트사에 대한 투자심리 역시 회복될 수 있을 것이라고 예상한다. 목표주가는 12m Fwd. BPS 31,224원에 Target P/B 0.45배(착공면적 감소기의 1년 후('17~'20) 평균 P/B, 기존과 동일)를 적용한 14,000원을 유지하며 투자의견 BUY를 유지한다.

〈표5〉 아세아시멘트 목표주가 산정

항목	내용	비고
Target BPS (원)	31,224	- 12m Fwd. BPS
Target P/B (배)	0.45	- 착공면적 감소기의 1년 후('17년~'20년) 평균 P/B
적정주가 (원)	14,051	- Target BPS * Target P/B
목표주가 (원)	**14,000**	
전일종가 (원)	11,870	- 2026.03.17 종가
상승여력 (%)	17.9	
투자의견	**BUY**	

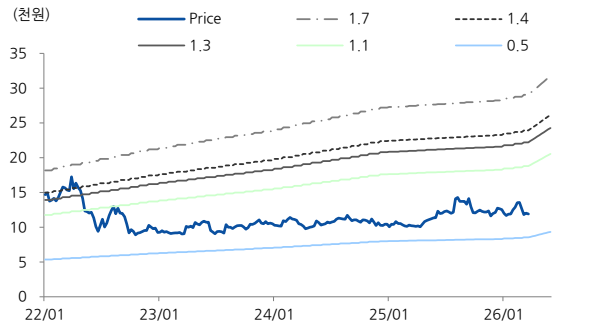
자료: 현대차증권

〈그림11〉 아세아시멘트 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈그림12〉 아세아시멘트 P/B 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈표6〉 아세아시멘트 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F
매출액	**220**	**284**	**244**	**275**	**224**	**273**	**213**	**314**	**1,110**	**1,024**	**1,024**
YoY	-16.1%	-7.2%	-0.9%	-6.7%	1.8%	-4.1%	-12.6%	13.9%	-7.5%	-7.8%	0.0%
영업이익	**10**	**41**	**19**	**8**	**16**	**41**	**20**	**33**	**141**	**77**	**110**
YoY	-69.3%	-28.7%	-33.1%	-66.2%	56.1%	0.7%	5.8%	333.4%	-4.2%	-45.1%	42.4%
OPM	4.5%	14.3%	7.8%	2.8%	7.0%	15.0%	9.4%	10.7%	12.7%	7.5%	10.7%
세전이익	**1**	**30**	**12**	**-18**	**10**	**35**	**14**	**28**	**105**	**26**	**86**
YoY	-93.5%	-36.3%	-42.5%	적전	557.3%	15.5%	14.8%	흑전	-6.9%	-74.9%	227.7%
세전이익률	0.7%	10.6%	5.0%	-6.4%	4.3%	12.8%	6.6%	8.8%	9.4%	2.6%	8.4%
당기순이익	**1**	**24**	**9**	**-15**	**7**	**26**	**11**	**21**	**80**	**18**	**65**
YoY	-93.8%	-34.3%	-48.4%	적전	582.3%	11.1%	23.8%	흑전	-10.5%	-77.9%	265.7%
당기순이익률	0.5%	8.3%	3.5%	-5.6%	3.2%	9.6%	5.0%	6.6%	7.2%	1.7%	6.3%

자료: 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,200	1,110	1,024	1,024	1,076
증가율 (%)	15.4	-7.5	-7.7	0.0	5.1
매출원가	930	851	815	793	839
매출원가율 (%)	77.5	76.7	79.6	77.4	78.0
매출총이익	271	260	209	231	237
매출이익률 (%)	22.6	23.4	20.4	22.6	22.0
증가율 (%)	14.8	-4.1	-19.6	10.5	2.6
판매관리비	124	119	132	121	122
판관비율(%)	10.3	10.7	12.9	11.8	11.3
EBITDA	225	225	169	207	213
EBITDA 이익률 (%)	18.8	20.3	16.5	20.2	19.8
증가율 (%)	17.2	0.0	-24.9	22.5	2.9
영업이익	147	141	77	110	115
영업이익률 (%)	12.3	12.7	7.5	10.7	10.7
증가율 (%)	24.6	-4.1	-45.4	42.9	4.5
영업외손익	-34	-36	-51	-24	-23
금융수익	4	4	3	2	3
금융비용	29	31	28	26	26
기타영업외손익	-9	-9	-26	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	113	105	26	86	92
세전계속사업이익률	9.4	9.5	2.5	8.4	8.6
증가율 (%)	36.1	-7.1	-75.2	230.8	7.0
법인세비용	23	25	9	22	23
계속사업이익	89	80	18	65	69
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	89	80	18	65	69
당기순이익률 (%)	7.4	7.2	1.8	6.3	6.4
증가율 (%)	39.1	-10.1	-77.5	261.1	6.2
지배주주지분 순이익	90	81	17	66	70
비지배주주지분 순이익	-0	-1	0	-1	-1
기타포괄이익	-1	-2	0	0	0
총포괄이익	89	78	18	65	69

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	442	438	407	518	598
현금성자산	140	117	63	129	190
단기투자자산	1	1	1	1	1
매출채권	179	172	182	208	219
재고자산	111	114	131	149	157
기타유동자산	8	7	7	8	8
비유동자산	1,678	1,757	1,759	1,767	1,774
유형자산	1,007	1,066	1,091	1,103	1,115
무형자산	489	488	480	474	469
투자자산	78	65	67	69	69
기타비유동자산	104	138	121	121	121
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,120	2,195	2,167	2,285	2,372
유동부채	408	752	387	414	426
단기차입금	106	158	158	158	158
매입채무	79	66	57	65	69
유동성장기부채	74	378	31	31	31
기타유동부채	149	150	141	160	168
비유동부채	663	337	673	708	723
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	425	68	423	423	423
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	238	269	250	285	300
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,071	1,089	1,060	1,123	1,149
지배주주지분	1,035	1,094	1,094	1,150	1,212
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	573	573	506	506	506
자본조정 등	-8	-8	-10	-10	-10
기타포괄이익누계액	1	2	2	2	2
이익잉여금	450	509	577	633	695
비지배주주지분	14	12	13	12	11
자본총계	1,049	1,106	1,107	1,162	1,223

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	198	168	67	177	174
당기순이익	89	80	18	65	69
유형자산 상각비	72	78	85	91	92
무형자산 상각비	7	7	6	6	6
외환손익	-0	1	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	13	-18	-42	15	6
기타	17	20	0	0	1
투자활동으로인한현금흐름	-129	-146	-91	-104	-105
투자자산의 감소(증가)	12	13	-2	-2	-1
유형자산의 감소	1	1	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-143	-129	-118	-102	-104
기타	1	-31	28	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-31	-45	-30	-6	-8
차입금의 증가(감소)	-46	-356	355	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	-66	0	0
배당금	-10	-10	-10	-9	-9
기타	25	321	-309	3	1
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	39	-23	-54	66	61
기초현금	101	140	117	63	129
기말현금	140	117	63	129	190

(단위:원, 배, %)

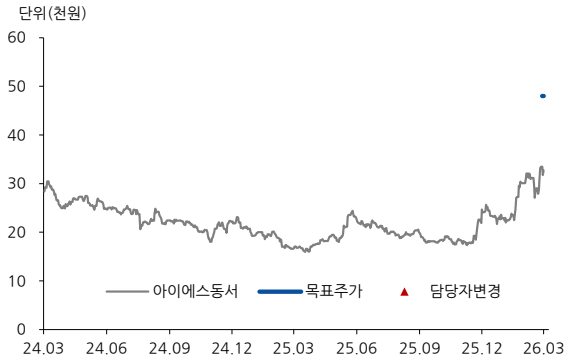
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	2,296	2,077	473	1,768	1,896
EPS(지배순이익 기준)	2,300	2,112	463	1,798	1,927
BPS(자본총계 기준)	26,930	29,242	29,968	31,840	33,492
BPS(지배지분 기준)	26,574	28,913	29,620	31,518	33,202
DPS	255	260	250	250	250
P/E(당기순이익 기준)	4.6	4.9	25.4	6.7	6.3
P/E(지배순이익 기준)	4.6	4.9	26.0	6.6	6.2
P/B(자본총계 기준)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(Reported)	4.0	3.9	5.9	4.5	4.1
배당수익률	2.4	2.5	2.1	2.1	2.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	40.0	-9.5	-77.2	273.6	7.2
EPS(지배순이익 기준)	41.1	-8.2	-78.1	288.3	7.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	8.8	7.4	1.6	5.7	5.8
ROE(지배순이익 기준)	9.0	7.6	1.6	5.9	6.0
ROA	4.3	3.7	0.8	2.9	3.0
안정성 (%)					
부채비율	102.1	98.4	95.8	96.6	94.0
순차입금비율	45.8	43.5	49.2	41.4	34.4
이자보상배율	5.6	5.3	3.0	4.3	4.5

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.12.01	종목편출	종목편출		
2026.03.18	담당자변경	담당자변경		
2026.03.18	BUY	48,000		

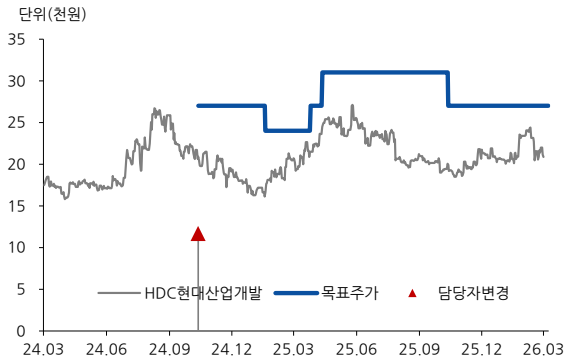
▶ 최근 2년간 아이에스동서 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.10.29	BUY	27,000	-30.78	-20.37
2025.02.04	BUY	24,000	-17.46	-5.63
2025.04.11	BUY	27,000	-16.78	-12.41
2025.04.28	BUY	31,000	-27.18	-12.58
2025.10.28	AFTER 6M	31,000		
2025.10.29	BUY	27,000	-23.13	-9.63
2026.03.18	BUY	27,000		

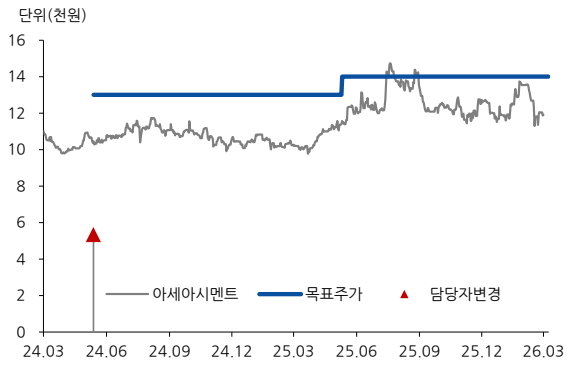
▶ 최근 2년간 HDC현대산업개발 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.05.29	BUY	13,000	-16.01	-9.85
2024.11.29	AFTER 6M	13,000	-19.49	-11.00
2025.05.27	BUY	14,000	-9.17	5.29
2025.11.27	AFTER 6M	14,000	-11.99	-1.86
2026.03.18	BUY	14,000		

▶ 최근 2년간 아세아시멘트 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 신동현의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	90.7%
보유	15건	9.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.