

CYCLE IS BACK



건설·부동산 (Overweight) 2 Jul. 2026

CONTENTS

03 I. 돌아온 주거용 부동산 사이클

- 03 I-1. 구매력의 상승
- 08 I-2. 저출산에도 불구하고 수요는 상당 기간 유지될 것
- 10 I-3. 임대시장 하방을 보강하는 외국인 체류 수요
- 12 I-4. 공급 불안정
- 21 I-5. 한정된 재고
- 26 I-6. 금융의 제약
- 30 I-7. 수주는 회복, 기성은 지연: 착공 전환이 실적 회복의 관건

33 II. 사이클 재개로 인한 업종 밸류에이션 상황

- 33 II-1. 주거용 부동산 사이클 재개를 고려한 밸류에이션 상황

37 III. 종목별 투자의견

- 38 GS건설 (006360)_Top Pick
- 42 IPARK현대산업개발 (294870)
- 46 삼성E&A (028050)
- 50 DL이앤씨 (375500)
- 54 현대건설 (000720)
- 58 대우건설 (047040)

I. 돌아온 주거용 부동산 사이클

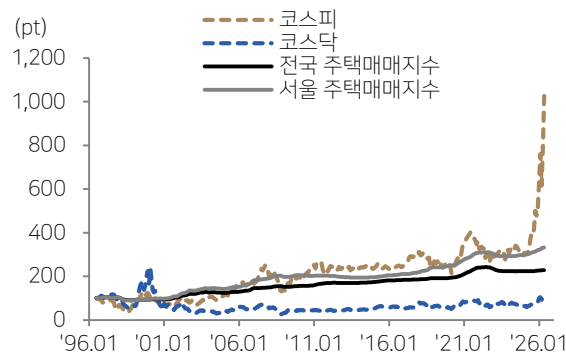
I-1. 구매력의 상승

주식가격 상승의
자산군간
확산 가능성

AI 투자 확대로 반도체 등 유관 산업의 이익 기대치가 상향되면서 주식시장은 큰 폭의 상승세를 보이고 있다. 이익 기대치의 상향이 동반되고 있어 주가 상승의 상당 부분은 펀더멘털 개선 기대에 기반하고 있다. 다만 자산 시장에서는 자산 간 기대수익률의 차이에 따라 수익률의 순환이 발생하곤 한다. 가격의 상승이 내재가치의 상승을 초과하는 경우 이는 기대수익률의 하락을 야기하고, 반대로 사용가치 또는 미래 현금흐름이 크게 훼손되지 않은 자산이라면, 가격이 하락하거나 타 자산 대비 덜 상승한 경우 기대수익률 또는 상대수익률은 높아질 수 있다. 내재가치가 좋은 자산의 수익률이 항상 좋은 것만은 아니며, 때로는 상대적으로 하락 내지는 덜 상승한 자산의 수익률이 좋은 것은 이 때문이다.

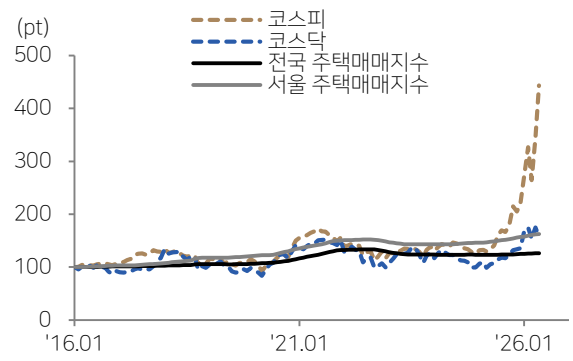
언제가 될지는 시기를 특정하기는 어렵지만 주식시장의 기대수익률이 하락하는 구간이 올 때 자본은 기대수익률이 상대적으로 높은 자산으로 이동할 확률이 높다.

Fig. 1: 주가지수와 부동산가격지수 (1996~2026)



Source: KRX, KB Land, 다올투자증권

Fig. 2: 주가지수와 부동산가격지수 (2016~2026)

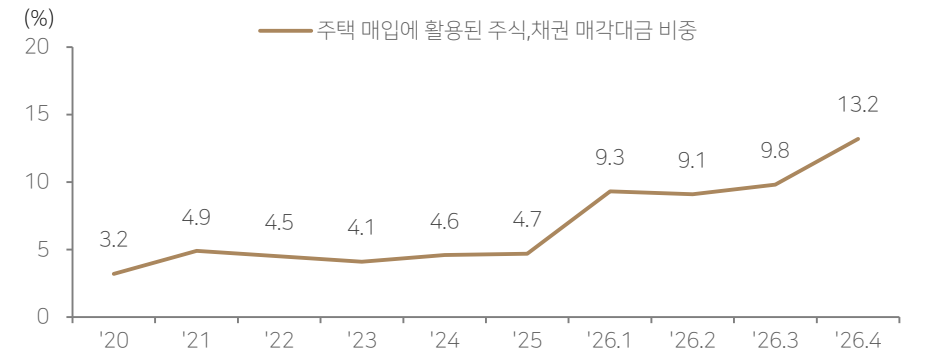


Source: KRX, KB Land, 다올투자증권

자산가격 상승이
주택 구매력을 강화

최근 언론 등을 통해 공개된 자금조달계획서 집계 내용에 따르면 주택 매입에 활용된 주식, 채권 매각대금의 비중이 고가주택 중심으로 큰 폭으로 상승한 것을 확인할 수 있다. 가장 큰 원인은 고가주택의 경우 대출규제로 인해 금융권 차입을 통한 조달이 막혀있어 자기자본 투입 비중을 높여야 한다는 점이다. 그러나 이는 자산가격 상승으로 확충된 자기자본이 구매력을 강화하고 있다는 점을 보여주는 것이기도 하다.

Fig. 3: 주택 매입에 활용된 주식, 채권 매각대금 비중 - 자금조달계획서 집계



Source: 언론보도, 다올투자증권

Note: 김종양 의원이실이 국토교통부로부터 제출 받은 자료를 다수의 언론이 인용 보도

수급만으로 가격
방향이 결정되지는
않지만,

지금은 구매력이
더해진 상태

주거용 부동산과 같이 재화의 절대 가격이 비싼 상품의 가격은 구매력에 크게 영향을 받는다. 후술할 수급의 불안정은 사실 인허가/착공에 의해 이미 상당부분이 결정되어 있었다. 그럼에도 불구하고 경기 침체 등으로 인해 구매력이 받쳐주지 못한다면 수요는 구매력에 맞춰 제한적으로 이동할 가능성이 높기 때문에 현재와 같은 자산 가격 상승이 발생하기 전에는 수급만으로 가격 상승 확률이 높아졌다고 단정하기 어려웠다. 그러나, 현재 자산 시장의 움직임은 구매력을 강화시키는 방향으로 움직이고 있다.

때로는 실수요자가
더 공격적인
포지션 구축

투자자 제어만으로
가격 통제 제한적인
이유

부동산 시장에서 실수요와 투자수요의 구분은 정책적으로는 중요하지만, 가격 형성 측면에서는 항상 명확하게 분리되지는 않는다. 가격 상승 기대가 형성되면 투자자는 기대수익률을 보고 진입하지만, 실수요자는 주거비 상승과 희망 입지 상실 위험을 회피하기 위해 매수를 서두를 수 있다. 특히 매수 기회를 놓칠 수 있다는 FOMO(Fear of missing out)가 커지는 구간에서는 때때로 실수요자가 더 공격적인 매수 포지션을 구축할 때도 있다. 따라서 구매력의 개선은 단순한 자금 여력 확대에 그치지 않고, 가격 상승 기대와 결합될 때 실제 거래 수요로 전환될 것으로 예상할 수 있다.

Fig. 4: 주식과 부동산의 연도별 전년대비 상승률 (%)

			'85	'86	'87	'88	'89	'90	'91	'92	'93	'94	'95	'96	'97	'98	'99	'00	'01	'02	
주식	코스피		15	67	93	73	0	-23	-12	11	28	19	-14	-26	-42	49	83	-51	37	-10	
	코스닥														-19	-23	241	-79	37	-39	
부동산	매매 (주택)	전국		7	13	15	21	-1	-5	-3	0	0	1	2	-12	3	0	10	16		
		서울		2	9	17	24	-2	-5	-3	0	-1	2	2	-13	6	3	13	22		
		경기																			
		인천		3	15	15	15	-1	-7	-1	1	1	2	3	-13	6	1	20	18		
		부산		16	20	11	28	-2	-7	-3	-1	0	0	-3	-10	1	0	8	12		
		울산		21	27	19	12	-1	-5	-5	0	1	0	-3	-14	1	0	3	13		
		대구		21	13	10	18	-5	-4	-3	0	-2	-1	-2	-16	5	-2	11	10		
		광주		2	27	16	5	-2	-1	-1	0	-1	0	-2	-16	-1	-3	-2	6		
		대전		-1	3	10	10	3	-6	-5	0	0	3	6	-4	0	-2	7	10		
		세종																			
		강원																			
		경남																			
		경북																			
		전남																			
		전북																			
		충남																			
		충북																			
	제주																				
전세 (주택)	전국		19	13	18	17	2	8	2	5	4	6	1	-18	17	11	16	10			
	서울		18	7	24	16	4	8	0	5	3	7	-1	-23	22	14	19	11			
		경기																			
		인천		22	23	15	16	4	13	8	6	3	7	3	-20	25	15	28	7		
		부산		21	20	9	25	-1	1	1	7	4	-2	-1	-15	10	10	13	13		
		울산		28	24	22	11	0	-1	-2	1	4	11	2	-22	9	12	7	10		
		대구		31	10	14	18	-9	8	4	3	4	3	0	-18	14	8	17	13		
		광주		6	37	14	3	-5	4	6	4	3	8	-3	-19	9	2	2	10		
		대전		4	9	12	20	-4	15	0	2	2	12	4	-15	10	13	16	16		
		세종																			
		강원																			
		경남																			
		경북																			
		전남																			
		전북																			
		충남																			
		충북																			
	제주																				

Source: KRX, KB Land, 다올투자증권

Fig. 5: 주식과 부동산의 연도별 전년대비 상승률 (%)

	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23	'24	'25	'26
	29	11	54	4	32	-41	50	22	-11	9	1	-5	2	3	22	-17	8	31	4	-25	19	-10	76	101
1	-15	85	-14	16	-53	55	-1	-2	-1	1	9	26	-7	26	-15	-1	45	7	-34	28	-22	36	16	
6	-2	4	12	3	3	1	2	7	0	0	2	4	1	1	3	0	8	15	-2	-5	0	1	1	
7	-1	6	19	5	5	3	-1	0	-3	-1	1	4	3	4	10	3	11	12	-1	-4	2	7	4	
	-4	6	25	4	2	0	-2	1	-3	-1	2	4	2	1	4	0	12	22	-4	-6	0	1	2	
4	-4	0	11	12	14	0	-2	-2	-4	-2	1	5	2	1	1	0	7	24	-3	-6	0	-1	0	
4	-4	-1	-1	0	3	4	11	17	1	0	2	5	3	2	-1	-1	7	12	-1	-5	-2	-2	0	
2	1	4	15	3	-1	2	3	14	8	2	4	5	1	-1	-4	-4	8	9	-1	-4	0	1	1	
2	-2	8	2	-2	-2	-1	1	10	6	9	8	11	-2	0	3	1	9	8	-5	-7	-3	-2	0	
0	1	4	3	0	1	-1	2	19	4	2	3	6	0	1	6	1	4	11	2	-4	-1	-2	-1	
18	0	2	-1	-1	1	5	8	15	-1	1	0	0	0	1	2	5	12	17	-4	-4	0	-1	1	
											1	0	0	2	1	-1	36	7	-11	-4	-4	2	1	
	3	3	1	-2	2	1	3	15	2	1	1	4	3	1	-1	-4	1	12	4	-2	0	-1	0	
	0	3	1	0	1	1	12	18	0	1	3	3	0	-3	-4	-4	3	9	1	-4	-1	-1	1	
	-3	4	4	1	-1	0	0	7	8	8	4	4	-3	-2	-2	-3	2	9	0	-2	-1	-1	0	
	-3	-1	1	1	3	1	4	10	1	-1	-1	0	1	2	2	0	2	4	0	-2	-1	-1	0	
	0	2	4	1	5	4	7	14	1	-1	0	2	1	1	0	-2	1	9	3	-4	0	1	0	
	-1	3	0	1	1	0	0	8	7	3	3	0	-1	-1	-2	-2	3	11	0	-4	-1	-1	0	
	2	5	3	0	1	1	6	16	5	3	5	1	-1	-2	-4	-2	2	12	0	-2	0	0	0	
	-15	-2	-1	-1	-1	3	6	6	5	0	5	10	4	1	0	-3	3	5	1	-1	0	0	0	
-1	-5	3	6	3	2	3	7	12	4	6	4	6	2	0	0	-1	7	9	-2	-5	1	1	1	
-4	-7	2	10	4	1	6	6	11	2	7	4	8	3	2	2	1	10	10	-3	-5	3	3	2	
	-7	7	11	3	1	3	7	13	2	8	5	7	2	0	-1	-1	9	12	-5	-7	3	2	2	
-4	-8	0	9	4	7	2	6	4	2	5	5	6	2	1	0	0	5	14	-3	-8	3	0	1	
0	-6	-2	0	2	3	5	14	15	2	1	2	4	2	1	-1	-1	3	7	-2	-6	-1	1	2	
-2	0	2	14	3	-1	2	5	14	8	3	2	3	1	-1	-5	-4	6	8	0	-7	3	4	2	
-6	-4	8	2	-2	-3	-1	4	13	9	9	7	8	-2	0	1	2	6	7	-7	-9	-3	-1	1	
5	1	3	3	1	2	-1	2	19	6	3	3	5	1	1	3	0	3	5	0	-3	2	0	0	
3	-4	1	0	2	3	8	15	10	0	5	1	1	2	1	1	1	9	11	-4	-3	1	-1	1	
											-3	-1	1	-1	0	0	22	7	-14	-2	-2	5	4	
	2	2	-1	0	0	0	4	16	6	6	2	4	2	1	-1	-4	1	6	6	-1	1	0	0	
	-3	0	1	2	3	2	12	15	2	4	3	2	1	-2	-4	-4	3	8	2	-4	0	0	1	
	-2	3	4	2	-2	-1	1	8	10	8	4	3	-2	-2	-2	-2	2	5	2	-3	-2	0	0	
	-1	1	5	2	4	2	6	11	4	1	0	1	1	1	1	1	2	4	0	-2	0	0	1	
	1	3	5	2	4	4	7	12	3	1	0	1	1	1	1	0	1	5	3	-3	1	1	1	
	-6	7	1	2	3	0	5	12	10	7	4	1	-1	-1	-2	-1	3	8	0	-5	0	0	0	
	1	3	3	0	3	3	8	17	7	5	4	2	1	0	-2	-2	1	8	1	-3	1	1	0	
	-6	-4	0	0	2	3	5	8	3	1	4	10	3	0	0	-3	4	4	1	-1	0	1	0	

Source: KRX, KB Land, 다올투자증권

I-2. 저출산에도 불구하고 수요는 상당 기간 유지될 것

노령화는 의외로 수요 요소로 작용

저출산과 출생아 수 감소는 장기 주거 수요 감소 우려를 불러일으킨다. 한 때 연간 100만명이 넘는 출생아 수가 20만명대로 떨어졌으니 이러한 우려는 일견 합리적으로 보인다. 다만 여기에서 간과된 부분이 있는데, 흔히 우리가 부동산 시장에 부정적 요소로 해석하는 노령화가 동시에 수요 요소로도 작용할 수 있다는 점이다.

현재 주 구매계층, 노령화로 인해 장기간 점유수요로 남아

우리나라에서 가장 인구가 많은 연령대는 41세(1984년생)에서 67세(1958년생) 사이로 연령당 평균 83만명 수준이다. 2024년 생명표 기준 40세 인구의 기대여명은 남성 41.9년, 여성 47.4년이며, 60세 인구도 남성 23.7년, 여성 28.4년의 기대여명을 가진다. 따라서 현재 40~60대 대규모 코호트는 향후 상당 기간 적극적인 신규 구매계층은 아니더라도 주거공간을 점유하는 수요계층으로 남는다.

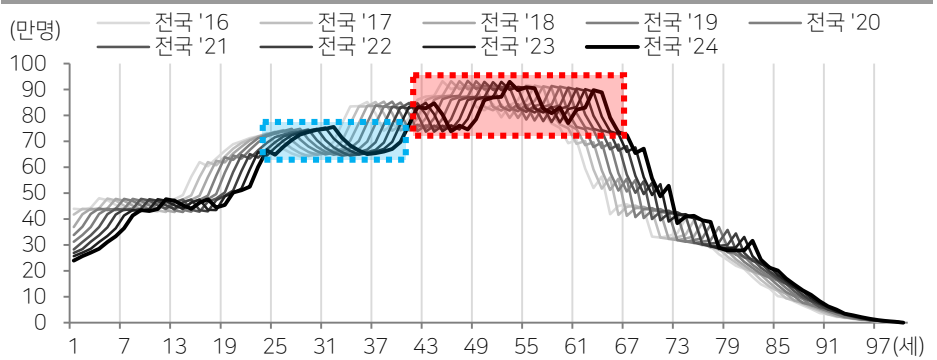
적지 않은 현재 경제활동을 시작하는 연령대 인구

24세(2002년생)에서 40세(1985년생) 사이는 막 경제활동을 시작하거나 시작한지 얼마 되지 않은 계층인데, 해당 연령대의 인구수도 연령당 평균 69만명으로 결코 적지 않다. 적극적인 구매계층을 30~50대로 본다면, 이 계층이 향후 상당 기간동안 핵심 구매계층의 위치를 차지하게 된다.

저출산의 실질적 수요 영향은 향후 20년 정도 추정

물론 현재 40만명대에 그치고 있는 초/중/고등학생이나 20만명대에 불과한 영유아 계층이 핵심 주 구매계층으로 진입하는 시점에서는 현재와는 다른 수급이 형성될 수 있다. 그러나 이는 적어도 핵심 주 구매계층 기준으로 앞으로도 20년 정도 뒤의 이야기다.

Fig. 6: 연도별 연령별 인구 (만명)

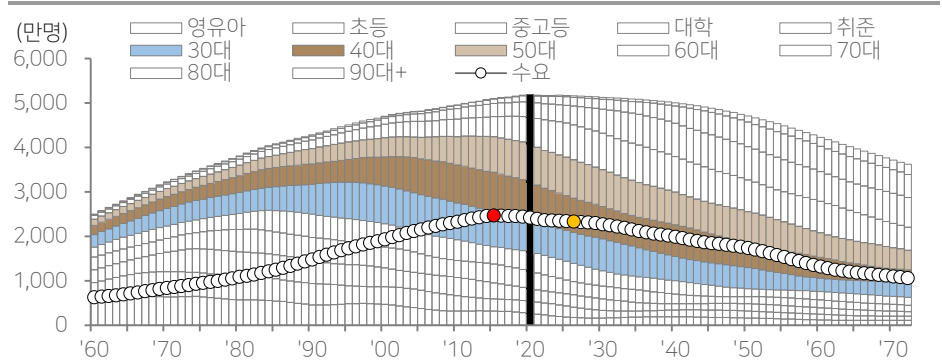


Source: 국가데이터처, 다올투자증권

부동산 점유 수요의
기본 단위인 가구,
2041년까지
증가할 것으로 추정

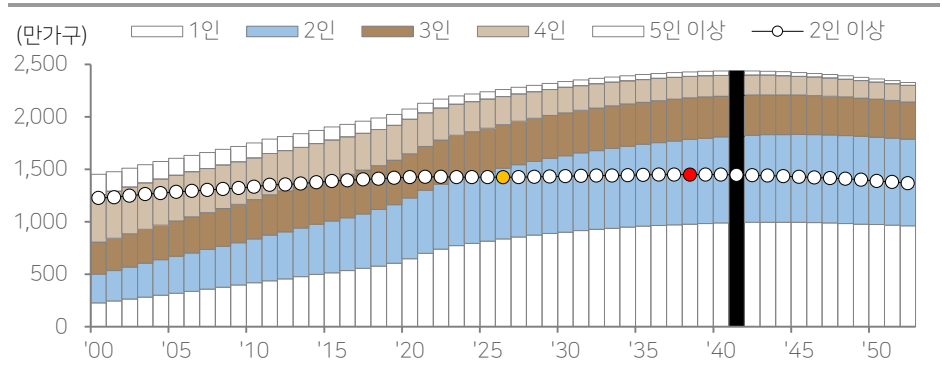
한국의 인구는 2021년 5,183만명을 정점으로 감소하기 시작했다. 이 중 주거용 부동산의 주 구매계층이라 볼 수 있는 30~50대 인구의 수는 이보다 앞선 2015년 2,472만명을 정점으로 감소하고 있다. 그러나 부동산의 실질 사용 단위는 사람이 아닌 가구 단위라는 점에서 인구보다는 가구가 더 중요하다. 인구와 달리 가구의 정점은 아직 도래하지 않았다. 현재의 추계가구상 가구의 정점은 2041년 2,437만가구까지 증가한 후 감소할 것으로 추정되어 있다. 인구의 감소에도 불구하고 가구가 증가하는 것은 가구당 가구원수의 감소에 기인한다. 1인 가구는 주택 유형과 면적 선호가 2인 이상 가구와 상이하므로, 본 자료에서는 일반 아파트 및 가족형 주거 수요를 보수적으로 보기 위해 2인 이상 가구를 별도 지표로 사용하였다. 2인 이상 가구의 수는 2038년경 1,450만 가구로 정점에 도달할 것으로 추정되어 있다.

Fig. 7: 인구 및 추계인구 (만명)



Source: 국가데이터저, 다올투자증권
Note: 검은색 바=총인구정점, 빨간 점=구매계층정점, 주황색 점= 현재

Fig. 8: 가구 및 추계가구 (만가구)



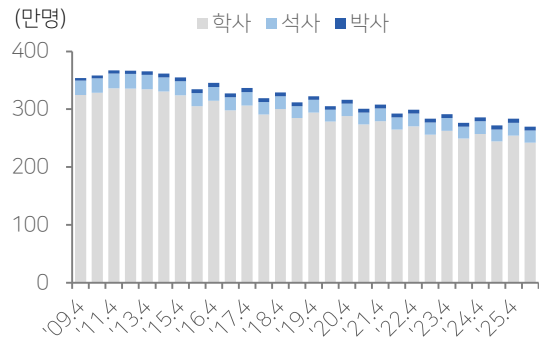
Source: 국가데이터저, 다올투자증권
Note: 검은색 바=총가구정점, 빨간 점=구매계층정점, 주황색 점= 현재

1-3. 임대시장 하방을 보강하는 외국인 체류 수요

학령인구의 감소를
외국인 유학생이
채우는 중

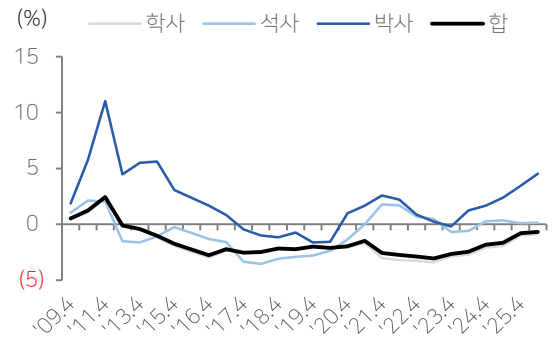
인구의 감소로 인해 내국인 대학/대학원생의 수는 2011년 367만명으로 정점을 찍고 해마다 약 2%씩 감소하고 있다. 반면 외국인 유학생의 수는 가파르게 증가하고 있다. 코로나19로 인한 2020, 2021년의 일시 감소를 제외하면 지속적으로 늘어나고 있고, 코로나19 시기에도 어학연수생만 감소했을 뿐 정규 학위과정인 학사/석사/박사 과정에 소속된 외국인 유학생의 수는 계속 증가했다. 외국인 유학생 증가는 K-컬처 확산과 한국의 거주환경 매력도, 국내 대학의 유학생 유치 확대, 정부의 Study Korea 300K Project 등이 복합적으로 작용한 결과로 보인다.

Fig. 9: 내국인 대학/대학원생



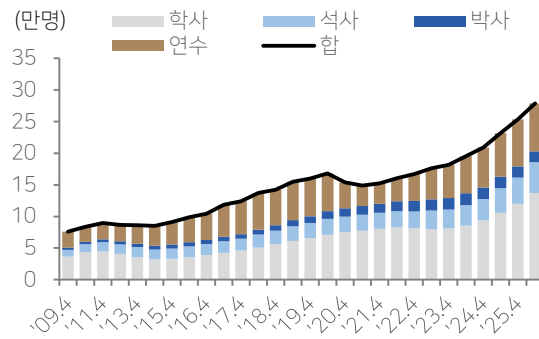
Source: KEDI, 다올투자증권

Fig. 10: 내국인 대학/대학원생 YoY



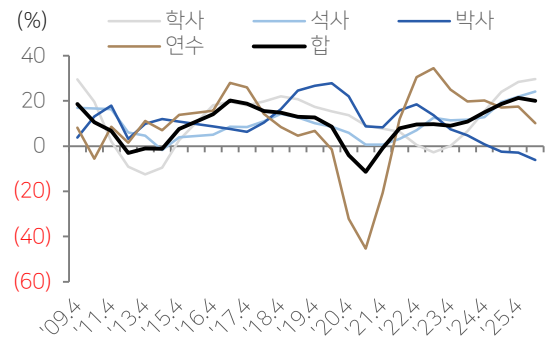
Source: KEDI, 다올투자증권

Fig. 11: 외국인 유학생



Source: KEDI, 다올투자증권

Fig. 12: 외국인 유학생 YoY



Source: KEDI, 다올투자증권

유학생의 정주 결정, 중장기 수요 요소로 작용

이들 유학생의 상당수가 서울 수도권의 상위 대학으로 유입되고 있다. 이들 중 일부가 졸업 후 국내 취업과 정주로 이어질 경우, 단기 임대수요를 넘어 중장기 주거 수요로 전환될 가능성도 있다.

Fig. 13: 2025년 4월 기준 대학별 외국인 유학생수 및 비중 (외국인 유학생 2,000명 이상 대학교) (명, %)

학교	캠퍼스 위치	전체 재적 학생				외국인 유학생						외국인 유학생 비중			
		학위과정				학위과정			연수	전체	학위과정				
		학사	석사	박사	학사	석사	박사	학사			석사	박사			
전국합계		3,016,724	2,664,950	262,573	89,201	179,190	120,150	41,278	17,762	74,244	253,434	6%	5%	16%	20%
가천대학교	경기 성남시	29,621	26,229	2,732	660	5,252	3,605	1,293	354	1,380	6,632	18%	14%	47%	54%
한양대학교	서울 성동구	32,009	22,773	7,010	2,226	3,733	2,112	1,171	450	1,878	5,611	12%	9%	17%	20%
고려대학교	서울 성북구	39,565	28,206	8,440	2,919	3,818	2,929	717	172	1,603	5,421	10%	10%	8%	6%
중앙대학교	서울 동작구	31,585	25,358	5,195	1,032	3,137	2,233	703	201	2,066	5,203	10%	9%	14%	19%
연세대학교	서울 서대문구	34,779	21,060	9,745	3,974	2,530	1,302	960	268	2,602	5,132	7%	6%	10%	7%
서경대학교	경기 양주시	11,488	11,488			4,242	4,242			850	5,092	37%	37%		
세종대학교	서울 광진구	21,467	17,077	3,274	1,116	3,640	1,630	1,405	605	1,214	4,854	17%	10%	43%	54%
성균관대학교	서울 종로구	19,442	14,185	4,488	769	3,008	1,919	960	129	1,354	4,362	15%	14%	21%	17%
경희대학교	서울 동대문구	24,253	18,064	5,271	918	3,364	1,797	1,453	114	733	4,097	14%	10%	28%	12%
동국대학교	서울 중구	22,973	17,623	4,212	1,138	2,519	1,176	1,137	206	1,542	4,061	11%	7%	27%	18%
한국외국어대학교	서울 동대문구	16,189	13,010	2,718	461	2,997	2,108	738	151	755	3,752	19%	16%	27%	33%
계명대학교	대구 달서구	28,247	26,296	1,527	424	1,838	1,351	369	118	1,648	3,486	7%	5%	24%	28%
청주대학교	충북 청주시	18,258	16,356	1,520	382	3,224	1,716	1,231	277	236	3,460	18%	10%	81%	73%
한양대학교	경기 안산시	17,250	15,062	1,422	766	2,901	2,096	534	271	407	3,308	17%	14%	38%	35%
송실대학교	서울 동작구	23,164	19,962	2,648	554	2,471	1,752	689	30	793	3,264	11%	9%	26%	5%
이화여자대학교	서울 서대문구	26,430	19,621	5,745	1,064	2,414	1,344	924	146	794	3,208	9%	7%	16%	14%
아주대학교	경기 수원시	18,470	13,674	4,192	604	1,471	937	486	48	1,474	2,945	8%	7%	12%	8%
우송대학교	대전 중구	13,684	12,840	589	255	2,610	2,008	422	180	326	2,936	19%	16%	72%	71%
서강대학교	서울 마포구	16,585	11,921	3,887	777	1,632	910	673	49	1,169	2,801	10%	8%	17%	6%
선문대학교	충남 아산시	12,088	11,253	679	156	1,630	1,167	436	27	1,033	2,663	13%	10%	64%	17%
국민대학교	서울 성북구	24,347	20,428	3,096	823	2,158	1,130	655	373	403	2,561	9%	6%	21%	45%
건국대학교	서울 광진구	28,633	22,836	4,896	901	1,722	1,415	244	63	813	2,535	6%	6%	5%	7%
서울대학교	서울 관악구	33,239	20,918	6,545	5,776	1,045	180	601	264	1,358	2,403	3%	1%	9%	5%
명지대학교	서울 서대문구	11,989	9,943	1,596	450	1,468	1,204	160	104	923	2,391	12%	12%	10%	23%
인하대학교	인천 미추홀구	28,752	24,862	3,158	732	1,486	1,093	309	84	881	2,367	5%	4%	10%	11%
경성대학교	부산 남구	17,152	16,486	547	119	2,133	1,788	316	29	178	2,311	12%	11%	58%	24%
남서울대학교	충남 천안시	13,026	12,002	762	262	1,423	742	527	154	802	2,225	11%	6%	69%	59%
경북대학교	대구 북구	30,699	24,693	4,709	1,297	1,159	614	316	229	1,057	2,216	4%	2%	7%	18%
영남대학교	경북 경산시	30,032	27,649	1,676	707	1,582	834	425	323	605	2,187	5%	3%	25%	46%
킬빈대학교	경기 용인시	2,820	2,270	316	234	2,101	1,856	131	114	84	2,185	75%	82%	41%	49%
경희대학교	경기 용인시	18,026	14,795	2,603	628	1,751	689	896	166	335	2,086	10%	5%	34%	26%
가톨릭대학교	경기 부천시	11,218	10,055	739	424	1,274	890	178	206	775	2,049	11%	9%	24%	49%
홍익대학교	서울 마포구	21,604	17,085	3,886	633	1,562	937	494	131	457	2,019	7%	5%	13%	21%

Source: KEDI, 다올투자증권

Note: 2026년 4월 기준은 발표 전이나 법무부 자료와 비교시 약 28~30만명 수준으로 증가했을 것으로 추정

I-4. 수급 불안정

이전 자료 ‘NEED MORE HOUSES (2026년 3월 6일 발간)’에서는 신규수요 추정치의 한계를 이유로 교체수요만을 추정해서 분석했다. 금번 자료에서는 가구가 점유의 기본 단위라는 점에서 가구의 증가분을 신규수요로 가정하고 접근한다. 가구의 증가 추정은 통계청의 가구추계를 활용했다.

가구=점유의 기본단위 수요하한 설정 경기민감도 낮음 수요상한 설정 경기민감도 높음	가구의 증가는 반드시 새로운 공간을 요구한다. 새로운 공간 요구에 대응할 수 있는 방법은 기존의 재고(빈집) 또는 신규공급뿐이다. 따라서 가구의 증가를 수요의 하한선으로 잡고 이전 자료에서 언급했던 교체수요를 추가한 것을 수요의 상한으로 설정했다. 가구의 증가는 총가구의 증가를 적용했다. 앞서 I-2에서 가구증가분 중 2인 이상 가구를 예로 들었던 것은 보수적으로 보더라도 주 구매계층의 증가가 이어진다는 점을 확인한 것이다. 총 수급을 계산함에 있어서는 1인 가구의 존재도 공간을 점유한다는 점에서 동일하므로 본 시뮬레이션에서는 1인 가구를 포함한 총 가구의 증가분을 수요의 하한선으로 본다. 수요의 하한선은 경기나 구매력에 의한 영향력이 상대적으로 낮다. 경기 상황에 따라 수요인 가구의 증가 자체가 영향을 받을 수는 있지만 가구가 증가한 상황에서는 공간에 대한 수요는 대응되어야만 하기 때문이다. 반면 수요의 상한선은 경기의 확장 등으로 구매력이 뒷받침될 때 작동할 수요라고 볼 수 있다. 이는 마치 경기 확장 구간에서는 신차수요가 늘어나고 경기 침체 구간에서는 중고차 수요가 늘어나는 것과 유사하다.
---	--

수요하한 = 가구증가분

수요상한 = 가구증가분 + 교체수요

단, 본 자료의 교체수요는 멸실에 따른 강제 이전 수요가 아니라 노후주택 교체, 면적 확대, 입지 개선, 상향 이동 등 자발적 이동 수요로 정의했다. 따라서 멸실물량 차감과 교체수요 가산이 동일 수요를 이중 반영하지 않도록 구분했다.

하한수요 대응은
착공이 아닌 준공

공간의 감소를
불러 일으키는
멸실 물량 반영 필요

이러한 수요에 대응하는 방법 중 신규공급은 준공/입주 물량이다. 착공/분양 물량은 당장 거주해야 하는 공간을 해결해주지 못하기 때문에 하한수요에 대응할 수 없다. 준공/입주 물량에서 재건축/재개발 정비사업으로 인해 멸실되는 물량을 제외한 순공급 물량이 하한수요에 직접 대응되는 물량이다. 향후 2년 가량의 준공/입주 물량은 최근 2~3년간의 착공/분양물량으로부터 추정이 가능하다. 공급물량 중 오피스텔은 인구총조사 기준 오피스텔에 거주하는 가구의 수를 활용했다. 실제 오피스텔 재고는 이보다 많지만 오피스텔은 주거용이 아닌 용도로 활용하는 경우도 있는 만큼 전체 오피스텔 재고를 주거용 재고로 보기는 어렵다. 명확한 통계는 없지만 전체 오피스텔 재고 중 약 70% 가량이 주거용으로 사용되고 있는 것으로 추정된다. 멸실물량은 정비사업의 진행속도에 따라 달라질 것인데 일단 과거 3년 평균치 수준으로 멸실 된다고 가정했다.

순공급 = 준공물량 - 멸실물량

순공급이 수요하한
하회하는 지역
다수 발생 전망

이를 통해 각 지역별 연도별 수급을 계산해보면 지역별 연도별로 수급 밸런스의 편차가 있음을 알 수 있다. 그런데 최근 수년간의 착공물량 감소로 인해 올해부터는 순공급이 수요하한선을 하회하는 패턴이 다수의 지역에서 발생할 것으로 보인다. 공사기간을 고려했을 때 최소 향후 2~3년은 이러한 현상이 유지 또는 심화될 것으로 전망한다.

수급, 총 물량이 아닌
생활권 물량 중요

다주택 규제 효과가
제한적인 이유

선호지역 물건 매매시
기존 세입자가
신규 매수자의
기존 주거지로의
이동 가능성 낮음

수급은 전체 수치로 볼 수 없고 생활권을 고려해야 한다. 공급은 고정이지만 수요는 이동이 가능하고, 이동이 가능함에도 불구하고 동시에 현실적인 한계선도 존재한다. 예를 들어 기존에 전월세로 공급되어 임차인 A가 거주하던 다주택자 물건이 매물로 출회하여, 기존에 다른 주택의 전월세 임차인이었던 임차인 B가 해당 주택을 매수하는 경우를 생각해보자. 임차인 B가 새로 매수한 주택으로 이동하게 되면서 기존에 전월세 거주하던 주택이 다시 공실로 시장에 공급된다. 해당 주택에 임차인 A가 들어가게 되면 전월세 수급에는 문제가 없는 상태가 유지된다. 그런데 이런 경우는 임차인 A와 임차인 B가 동일 생활권에서 생활하고 있을 때 가능하다. 해당 생활권이 소비자가 선호하는 지역이라 임차인 B가 선호지역으로 진입하는 경우, 흔히 말하는 상급지 이동을 선택한 경우라면, 임차인 B가 비우고 온 집으로 임차인 A가 이동할 가능성은 높지 않다. 임차인 A는 직장, 교육 또는 의료 등의 이유로 해당 생활권에 거주하고 있을 가능성이 높기 때문이다.

동일지역 내 이동도
실제 경쟁률이
동일 하더라도
수요자가 이를
확인할 방법이 없어
경쟁 강도 심화

동일 생활권 내에서의 이동의 경우라 하더라도 어느 정도 수급에 영향이 존재한다. 10가구의 수요와 10채의 공급이 있을 경우와 5가구의 수요와 5채의 공급이 있을 경우 경쟁 강도는 유사하다고 볼 수도 있지만, 소비자가 체감하게 될 강도는 다르다. 전월세를 구하는 임차인의 경우 경쟁강도를 확인할 수 있는 방법은 매물의 수 밖에 없기 때문이다. 내가 보고 선택할 수 있는 선택지가 5개인지 10개인지는 확인 가능하지만, 나와 마찬가지로 물건을 확인하고 다니는 경쟁자가 얼마나 되는지는 확인할 방법이 없기 때문이다. 균형은 총량상 동일해 보여도 체감 경쟁 강도는 다르다. 시장에 공실이 존재하더라도 이동을 위한 여유 재고가 타이트할 경우 현실적으로 이동을 하기 상당히 까다로워 지는 것과 같다.

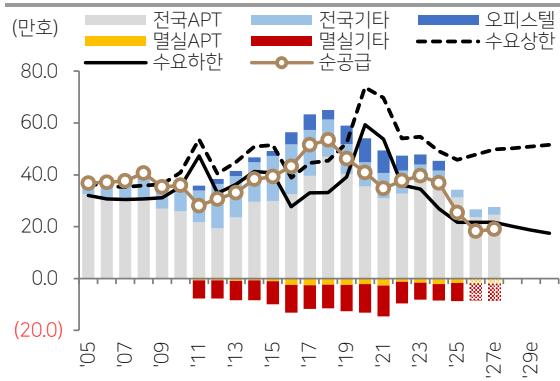
미래 공급을 위한
대규모 착공,
단기간 멸실로 인한
수급 불균형 심화
불가피

서울시의 경우 최근 2031년까지 31만호를 착공하겠다는 정책을 발표했다. 정비사업이 대부분을 차지하는 서울의 특성상 대규모 착공은 상당한 멸실을 수반한다. 서울시는 2031년까지 정비사업을 통해 30.8만호를 착공할 경우 기존 주택 22.1만호가 멸실되고, 결과적으로 순증 물량은 8.7만호가 될 것이라고 설명한 바 있다. 순증 효과는 준공 이후에 나타나는 반면, 멸실은 착공 전후 이주, 철거 과정에서 선행된다. 따라서 중장기 공급 확대를 위해 불가피한 과정이지만, 실제 준공 및 입주가 이뤄지기 전까지는 단기 수급 불안정이 심화될 가능성을 배제하기 어렵다.

수급 불균형은
지방도 발생 가능

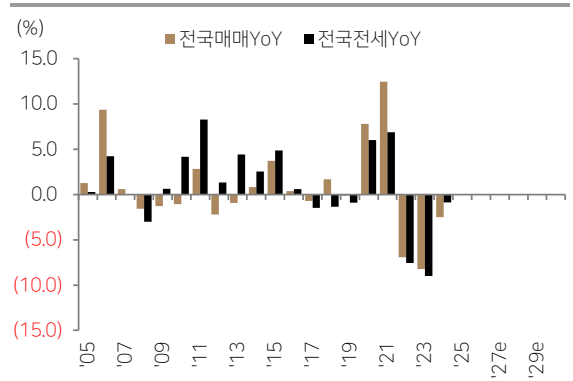
아직은 지방 주거용 부동산에 대한 회의적인 시각이 더 많은 편이나, 일부 지방 광역시와 산업 기반이 유지되는 지역에서는 최근 착공 감소의 영향으로 순공급이 수요하한선을 하회하는 구간이 나타날 수 있다. 일부 지역에서는 올해, 또는 내년부터 순공급이 수요하한선을 하회하기 시작할 것으로 보인다.

Fig. 14: 수급_전국



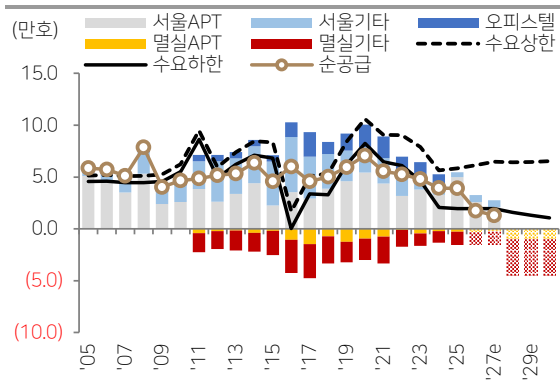
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 15: 매매,전세_전국



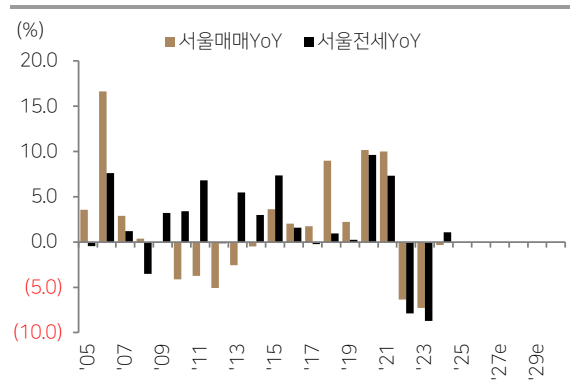
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 16: 수급_서울



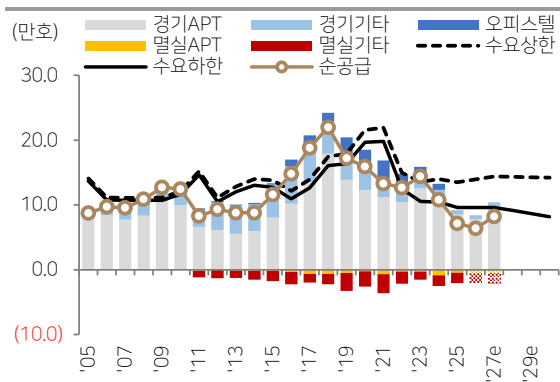
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 17: 매매,전세_서울



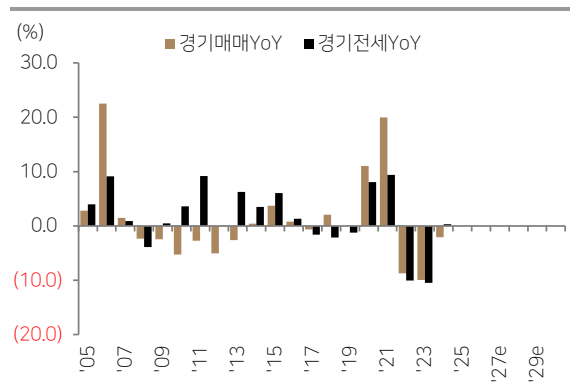
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 18: 수급_경기



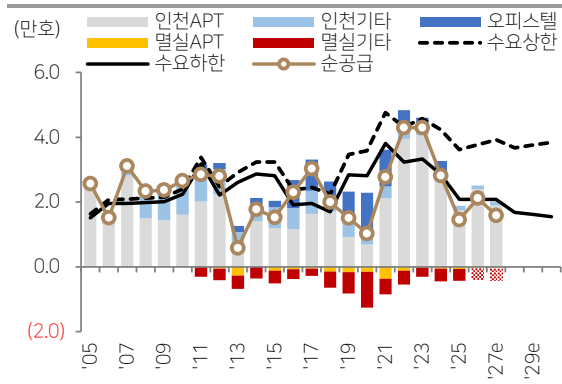
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 19: 매매,전세_경기



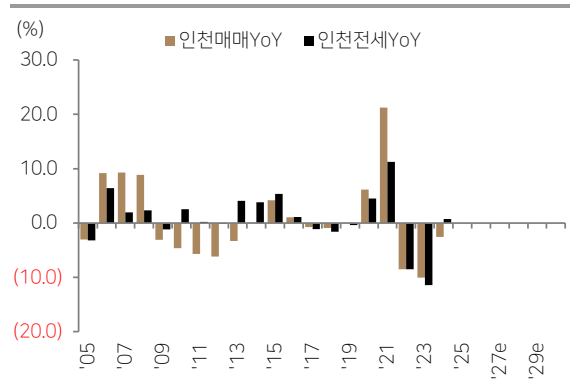
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 20: 수급_인천



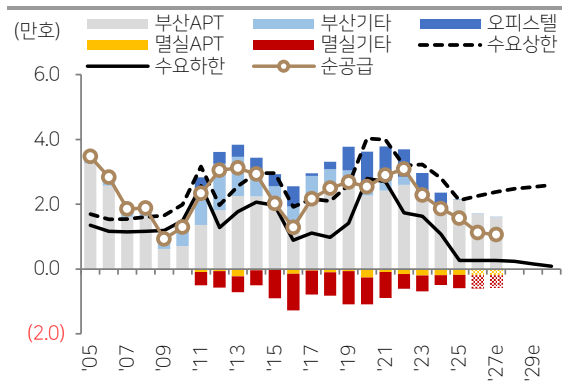
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 21: 매매,전세_인천



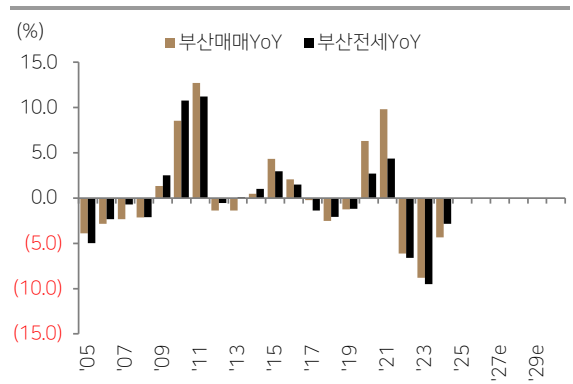
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 22: 수급_부산



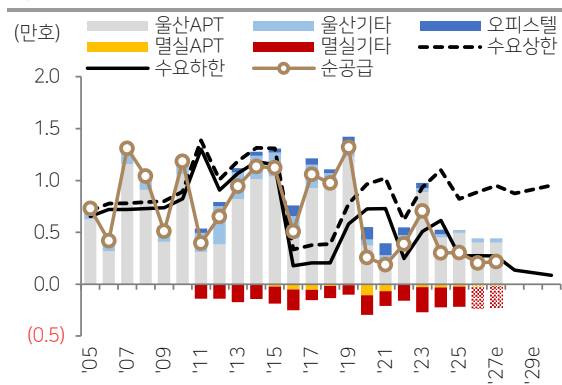
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 23: 매매,전세_부산



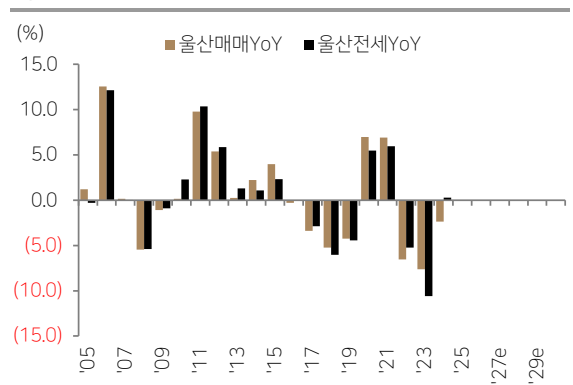
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 24: 수급_울산



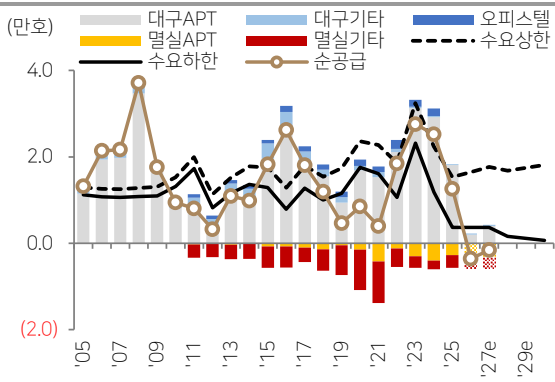
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 25: 매매,전세_울산



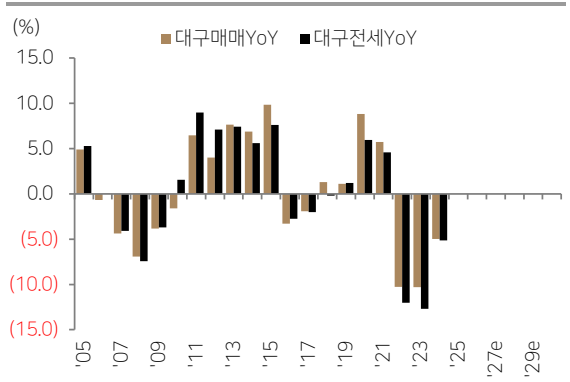
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 26: 수급_대구



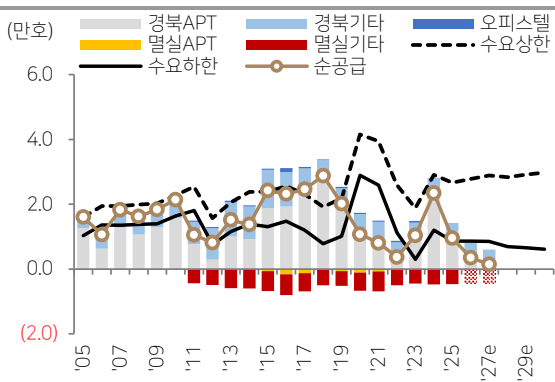
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 27: 매매,전세_대구



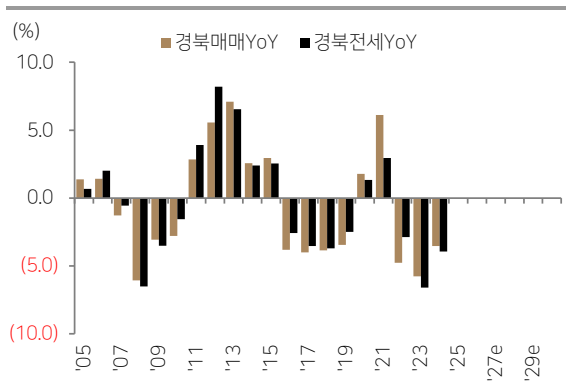
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 28: 수급_경북



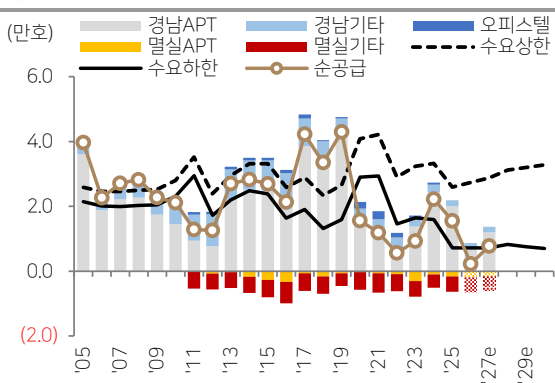
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 29: 매매,전세_경북



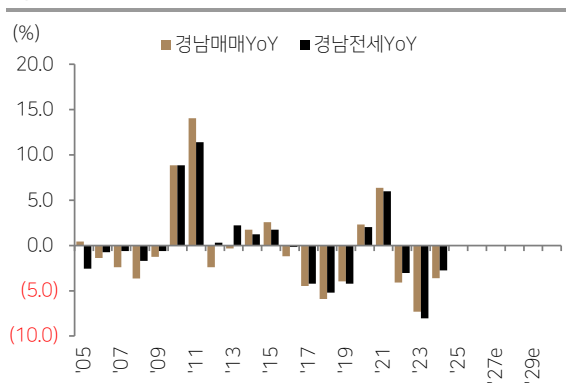
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 30: 수급_경남



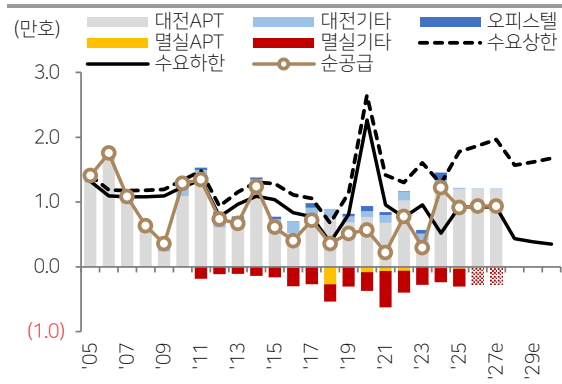
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 31: 매매,전세_경남



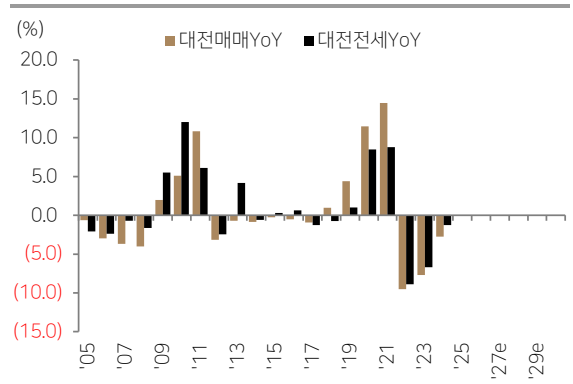
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 32: 수급_대전



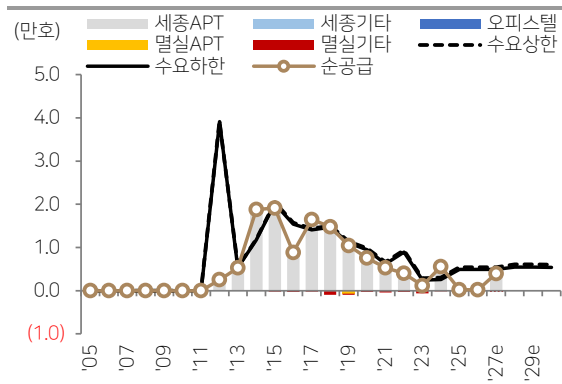
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 33: 매매,전세_대전



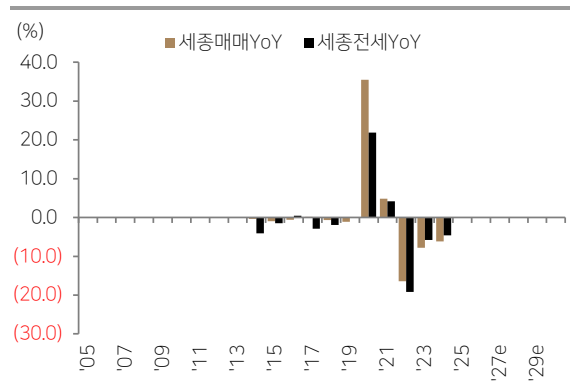
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 34: 수급_세종



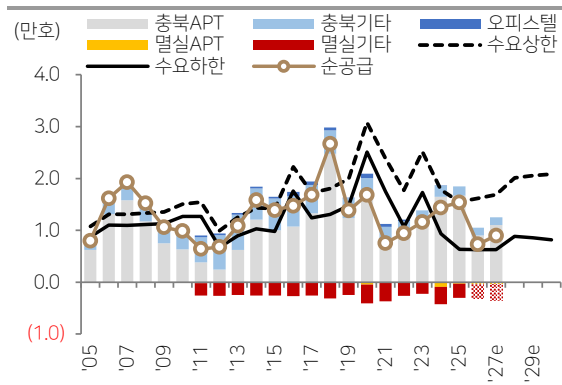
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 35: 매매,전세_세종



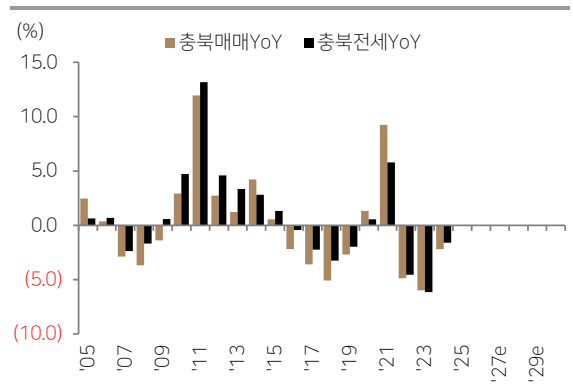
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 36: 수급_충북



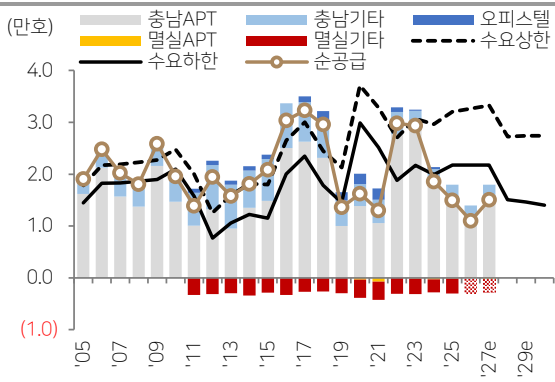
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 37: 매매,전세_충북



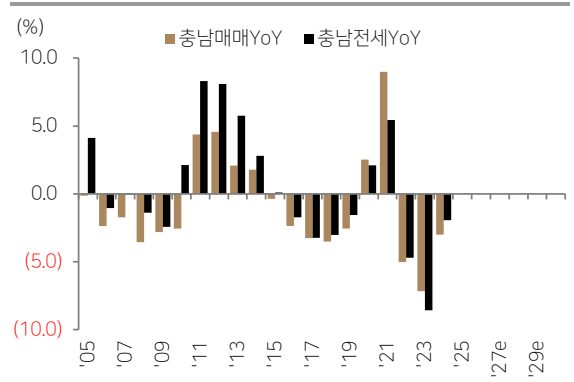
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 38: 수급_충남



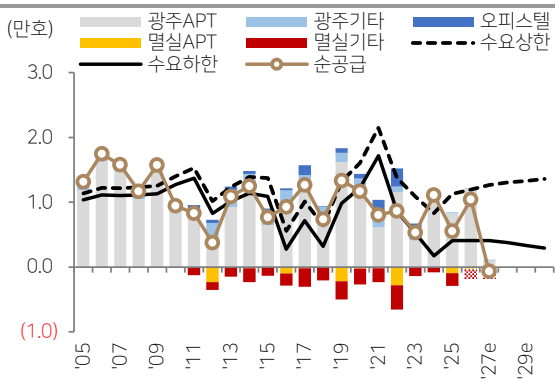
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 39: 매매,전세_충남



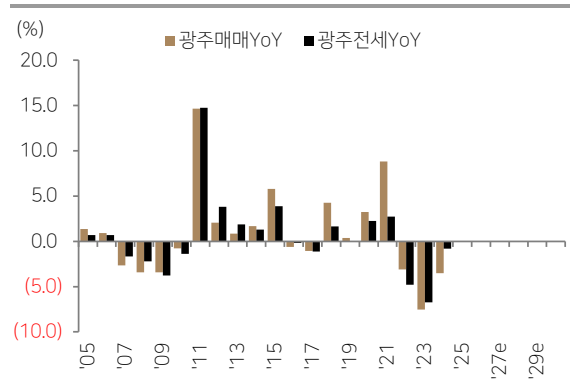
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 40: 수급_광주



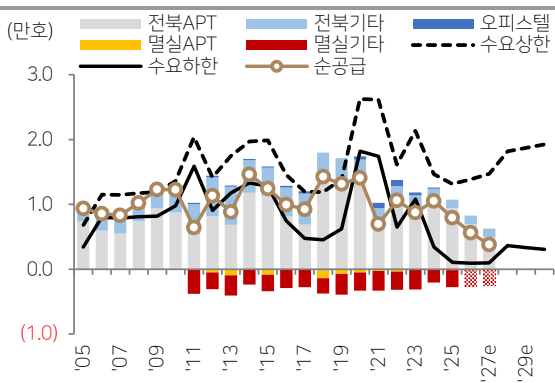
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 41: 매매,전세_광주



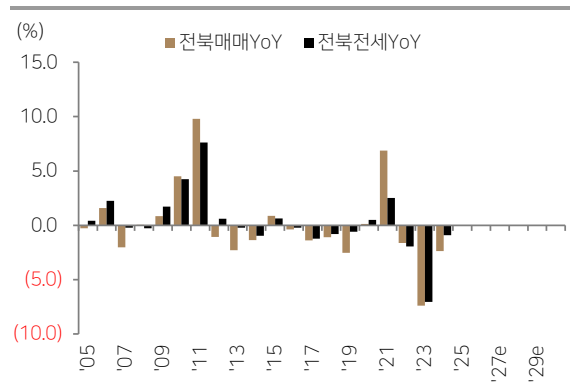
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 42: 수급_전북



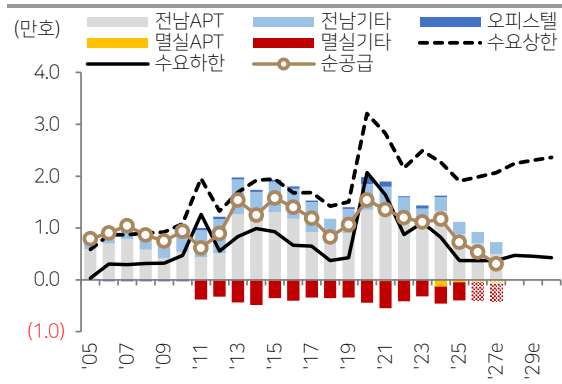
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 43: 매매,전세_전북



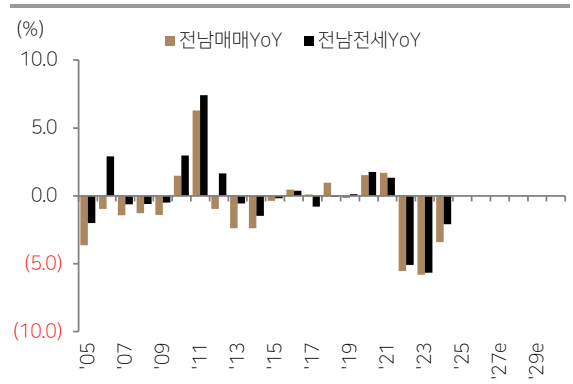
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 44: 수급_전남



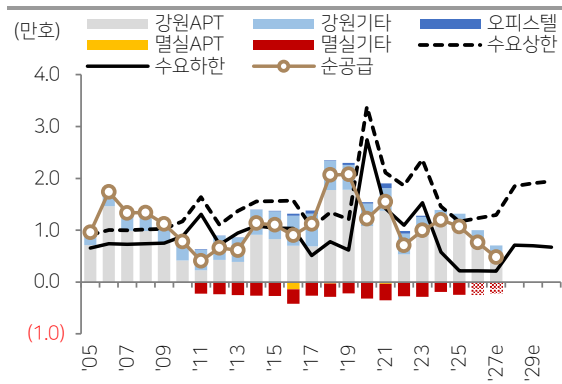
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 45: 매매,전세_전남



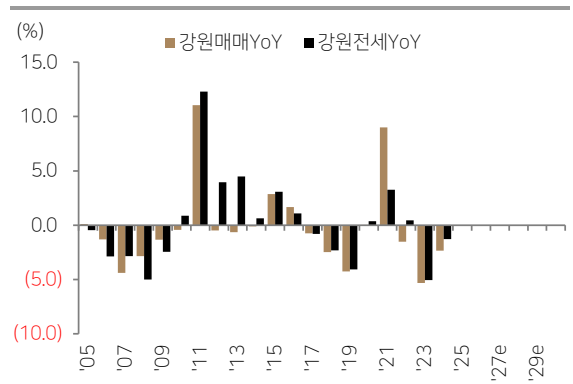
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 46: 수급_강원



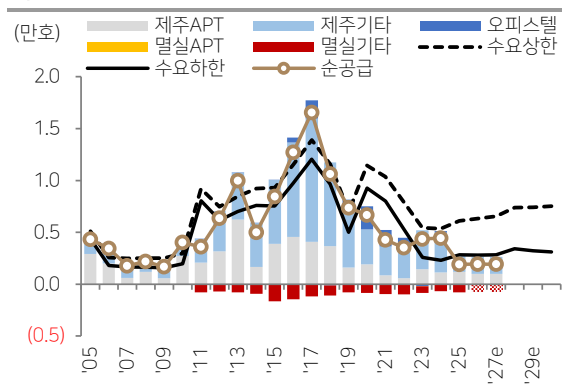
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 47: 매매,전세_강원



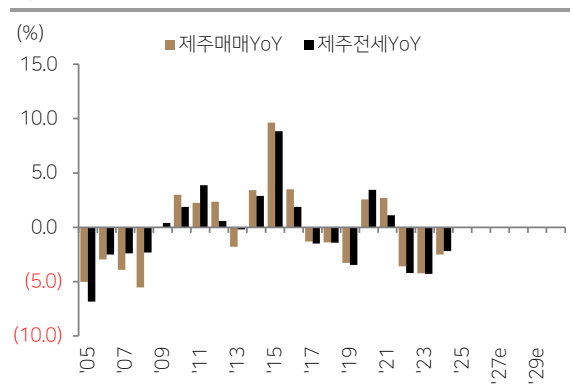
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 48: 수급_제주



Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 49: 매매,전세_제주



Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

I-5. 한정된 재고

많아 보이는 재고
실 활용 가능 여부가
관건

수요 대응의 다른 한 축은 기존의 재고(빈집)다. 2024년 기준 전국에는 160만호의 빈집이 있다. 주택이 부족하다고 인식되는 서울도 10만호의 빈집이 있다. 최근 5년간 연평균 준공 물량이 전국 40만호, 서울 5만호라는 점을 고려하면 엄청나게 많은 빈집이 있는 것처럼 느껴질 수 있다. 그러나 중요한 것은 이 빈집이 실제로 얼마나 활용 가능한 유효재고이나 라는 점이다.

전체 재고 중
자연 유동물량으로
필요한 이사 중 공실,
수리 중 주택,
폐가 제외 시
실질 유효재고
크게 감소

빈집의 세부 내용이 공개된 가장 가까운 통계인 2020년 인구주택총조사에 따르면 동일 시점 총 주택의 수는 1,853만호, 빈집은 151만호로 공실률은 8.2%였다. 그런데 이 중 65만호는 이사 과정에서 발생한 공실이고, 5만호는 수리 중, 9만호는 폐가다. 이사 중 공실은 시장 유동성을 위한 마찰적 공실에 가깝고, 수리 중 주택과 폐가는 즉시 활용 가능한 재고로 보기 어렵다. 따라서 전체 빈집을 모두 수급 완충 재고로 해석하는 것은 과도하다. 이사 중 공실, 수리 중 주택, 폐가를 제외할 경우 당 리서치에서 보는 실질적인 유효재고는 미분양을 포함해 72만호로 유효공실률은 3.9%에 그친다. 서울의 경우 총 주택의 수는 302만호, 빈집은 10만호인데 이중 유효재고는 4만호로 유효공실률은 1.3%에 그친다. 여기에 노후화 요소까지 반영하면 수급은 더 타이트해진다.

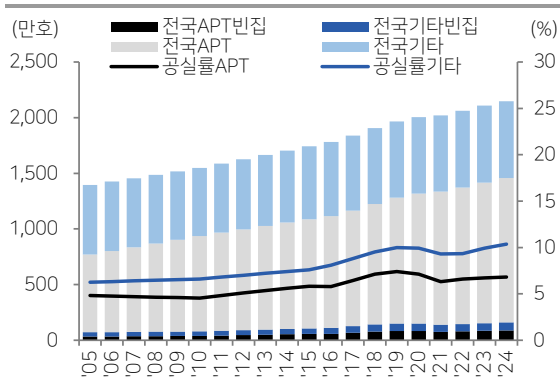
Fig. 50: 2020년 기준 공실(빈집)의 활용 가능 재고 구분

(호, %)

지역	종류	주택수	빈집의 수										공실률									
			무효재고					유효재고					무효재고					유효재고				
			이사	수리	폐가	미분양	일시적	영업용	기타	이사	수리	폐가	미분양	일시적	영업용	기타						
전국	계	1,853	151	79	65	5	9	72	21	41	3	8	8.2	4.2	3.5	0.3	0.5	3.9	1.1	2.2	0.2	0.4
	아파트	1,166	83	45	40	4	2	38	14	19	2	3	7.1	3.9	3.4	0.3	0.1	3.2	1.2	1.7	0.1	0.3
	비아파트	686	68	34	25	1	7	35	7	22	1	4	9.9	4.9	3.6	0.2	1.0	5.0	1.1	3.1	0.2	0.7
서울	계	302	10	6	4	1	1	4	2	2	0	0	3.2	1.9	1.4	0.2	0.3	1.3	0.5	0.5	0.1	0.2
	아파트	177	5	3	2	0	1	2	1	1	0	0	2.9	1.7	1.2	0.3	0.3	1.1	0.4	0.5	0.1	0.2
	비아파트	124	5	3	2	0	0	2	1	1	0	0	3.7	2.2	1.7	0.2	0.3	1.5	0.7	0.6	0.1	0.1
부산	계	128	11	7	6	0	1	4	1	2	0	1	8.9	5.7	4.8	0.3	0.6	3.2	0.9	1.6	0.2	0.5
	아파트	86	6	4	3	0	0	2	1	1	0	0	7.0	4.1	3.8	0.3	0.1	2.9	0.7	1.5	0.1	0.5
	비아파트	42	5	3	3	0	1	2	1	1	0	0	12.8	9.0	7.0	0.2	1.7	3.8	1.3	1.8	0.2	0.5
대구	계	81	4	2	2	0	0	2	0	1	0	0	4.8	2.9	2.3	0.3	0.3	1.9	0.5	1.0	0.1	0.4
	아파트	60	3	2	1	0	0	1	0	1	0	0	4.8	2.8	2.4	0.3	0.1	2.0	0.6	1.0	0.1	0.4
	비아파트	21	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	5.0	3.1	2.0	0.2	0.9	1.9	0.3	1.1	0.1	0.3
인천	계	103	7	4	3	0	0	3	1	1	0	0	6.4	3.8	3.3	0.2	0.3	2.5	0.7	1.4	0.2	0.2
	아파트	66	3	2	1	0	0	1	0	1	0	0	4.2	2.5	2.3	0.2	0.1	1.7	0.4	1.0	0.2	0.2
	비아파트	37	4	2	2	0	0	2	0	1	0	0	10.2	6.2	5.1	0.2	0.8	4.0	1.3	2.2	0.1	0.4
광주	계	54	4	3	2	0	0	2	0	1	0	0	7.7	4.8	3.6	0.4	0.8	2.9	0.8	1.5	0.1	0.4
	아파트	43	3	2	1	0	0	1	0	1	0	0	7.1	4.4	3.4	0.5	0.5	2.7	0.9	1.4	0.1	0.4
	비아파트	11	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	10.1	6.7	4.3	0.3	2.1	3.4	0.8	2.0	0.2	0.4
대전	계	50	3	2	1	0	0	1	0	1	0	0	5.4	3.2	2.7	0.3	0.2	2.3	0.5	1.3	0.2	0.2
	아파트	37	2	1	1	0	0	1	0	0	0	0	4.9	2.8	2.4	0.3	0.1	2.1	0.5	1.2	0.2	0.2
	비아파트	13	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	7.0	4.3	3.3	0.2	0.7	2.7	0.7	1.6	0.2	0.3
울산	계	39	3	2	1	0	0	1	0	1	0	0	7.7	4.4	3.7	0.2	0.5	3.2	1.0	1.9	0.1	0.2
	아파트	29	2	1	1	0	0	1	0	0	0	0	6.8	4.0	3.4	0.3	0.4	2.7	0.9	1.5	0.1	0.2
	비아파트	11	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	10.1	5.6	4.4	0.2	1.0	4.5	1.2	2.8	0.1	0.4
세종	계	14	1	1	1	0	0	1	0	0	0	0	10.5	6.4	5.8	0.5	0.1	4.1	1.5	2.0	0.3	0.3
	아파트	12	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	10.6	6.6	6.0	0.6	0.0	4.0	1.6	1.9	0.3	0.2
	비아파트	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	9.7	5.4	4.3	0.1	1.0	4.3	0.9	2.5	0.2	0.7
경기	계	450	27	15	13	1	1	12	5	5	1	1	6.1	3.4	2.8	0.3	0.3	2.7	1.2	1.2	0.2	0.2
	아파트	315	15	8	7	1	0	7	3	3	1	1	4.9	2.7	2.2	0.3	0.1	2.2	1.0	0.9	0.2	0.2
	비아파트	135	12	7	6	0	1	5	2	2	0	0	8.8	5.0	4.1	0.2	0.7	3.8	1.6	1.8	0.1	0.2
강원	계	64	8	3	3	0	0	5	1	4	0	0	13.1	5.0	4.3	0.3	0.4	8.0	1.6	5.7	0.3	0.5
	아파트	36	5	2	2	0	0	3	1	2	0	0	14.3	6.0	5.5	0.4	0.1	8.3	2.1	5.7	0.1	0.4
	비아파트	28	3	1	1	0	0	2	0	2	0	0	11.5	3.8	2.7	0.2	0.9	7.7	1.0	5.7	0.5	0.6
충북	계	64	8	4	3	0	0	4	1	2	0	0	12.0	5.8	5.1	0.3	0.5	6.2	1.7	3.7	0.2	0.5
	아파트	38	5	2	2	0	0	2	1	1	0	0	12.4	6.4	6.1	0.4	0.0	6.0	2.4	3.1	0.2	0.3
	비아파트	26	3	1	1	0	0	2	0	1	0	0	11.4	4.9	3.5	0.2	1.2	6.5	0.8	4.7	0.2	0.8
충남	계	87	11	5	5	0	1	5	2	3	0	0	12.3	6.3	5.5	0.2	0.6	6.0	1.8	3.5	0.1	0.5
	아파트	48	6	4	3	0	0	3	1	1	0	0	13.0	7.3	6.9	0.3	0.2	5.7	2.3	3.1	0.1	0.2
	비아파트	38	4	2	1	0	0	2	0	2	0	0	11.4	5.0	3.8	0.1	1.1	6.4	1.2	4.1	0.2	0.9
전북	계	74	10	5	4	0	1	5	1	3	0	1	12.9	6.4	5.2	0.3	0.9	6.5	1.6	3.8	0.2	0.9
	아파트	42	5	3	3	0	0	2	1	1	0	0	12.0	6.4	6.0	0.3	0.0	5.6	2.1	3.0	0.1	0.4
	비아파트	32	5	2	1	0	1	2	0	2	0	0	14.0	6.3	4.1	0.2	2.0	7.7	1.0	4.9	0.3	1.5
전남	계	80	12	5	4	0	1	7	1	4	0	1	15.2	6.7	5.1	0.4	1.2	8.5	1.5	5.6	0.2	1.3
	아파트	36	6	3	3	0	0	3	1	2	0	0	15.4	7.6	7.0	0.6	0.0	7.8	2.4	4.8	0.2	0.4
	비아파트	44	7	3	2	0	1	4	0	3	0	1	15.1	6.0	3.5	0.3	2.2	9.1	0.7	6.2	0.2	1.9
경북	계	109	14	6	5	0	1	7	2	5	0	1	12.8	5.9	5.0	0.3	0.7	6.9	1.4	4.4	0.2	0.9
	아파트	54	7	4	3	0	0	3	1	2	0	0	12.3	6.6	6.3	0.3	0.0	5.8	1.9	3.3	0.1	0.4
	비아파트	55	7	3	2	0	1	4	1	3	0	1	13.2	5.3	3.7	0.2	1.4	7.9	1.0	5.4	0.2	1.3
경남	계	130	15	7	6	0	1	8	2	5	0	1	11.6	5.4	4.6	0.2	0.7	6.2	1.8	3.6	0.2	0.6
	아파트	80	8	4	4	0	0	4	2	2	0	0	10.5	5.5	5.1	0.2	0.3	5.0	2.4	2.1	0.2	0.2
	비아파트	50	7	3	2	0	1	4	0	3	0	1	13.5	5.2	3.7	0.2	1.3	8.3	0.8	6.0	0.2	1.2
제주	계	25	4	1	1	0	0	2	1	1	0	0	14.2	5.0	4.4	0.4	0.2	9.2	2.7	5.7	0.3	0.4
	아파트	8	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0	13.1	5.3	4.9	0.4	0.0	7.8	2.8	4.7	0.2	0.2
	비아파트	17	2	1	1	0	0	2	0	1	0	0	14.8	4.9	4.1	0.4	0.4	9.8	2.6	6.2	0.4	0.5

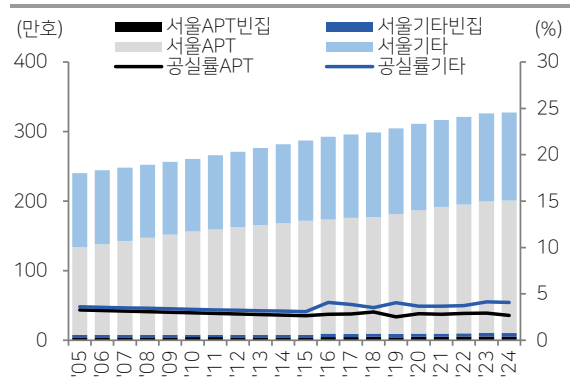
Source: 국가데이터터치, 다올투자증권

Fig. 51: 공실률_전국



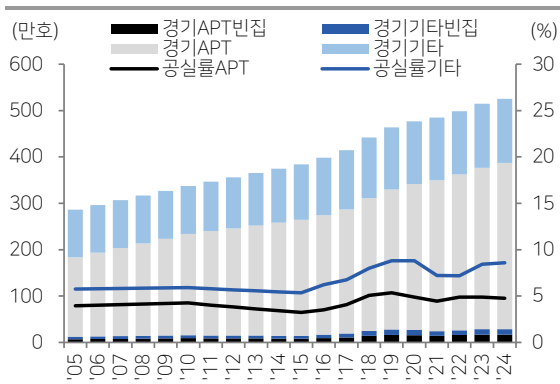
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 52: 공실률_서울



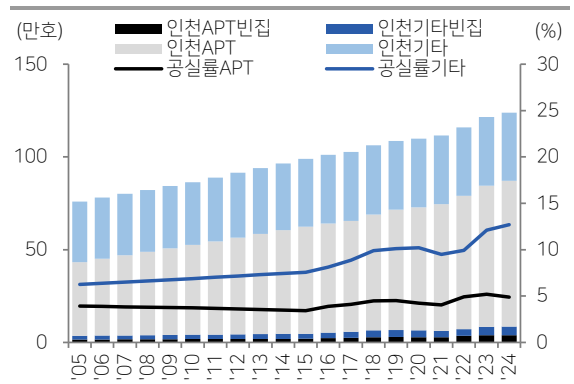
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 53: 공실률_경기도



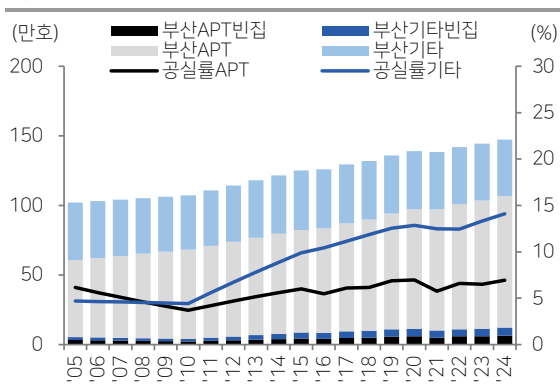
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 54: 공실률_인천



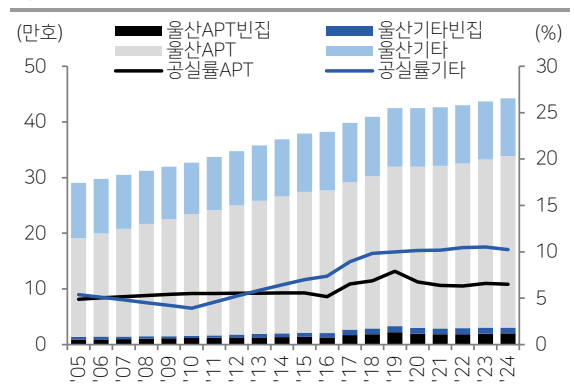
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 55: 공실률_부산



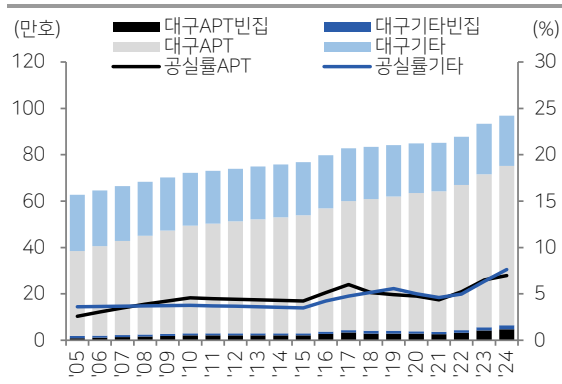
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 56: 공실률_울산



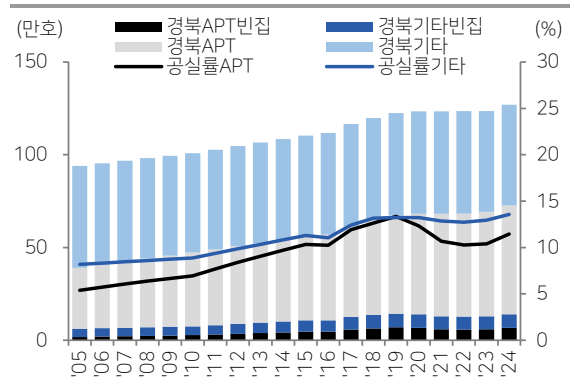
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 57: 공실률_대구



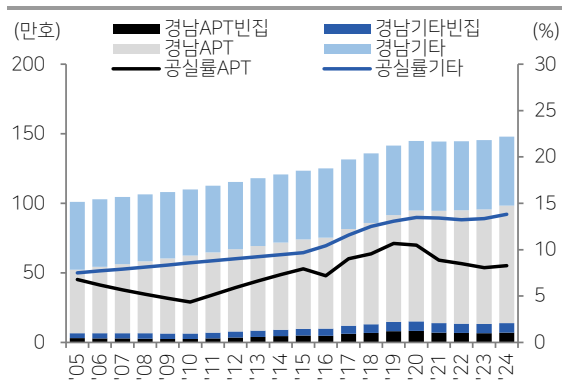
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 58: 공실률_경북



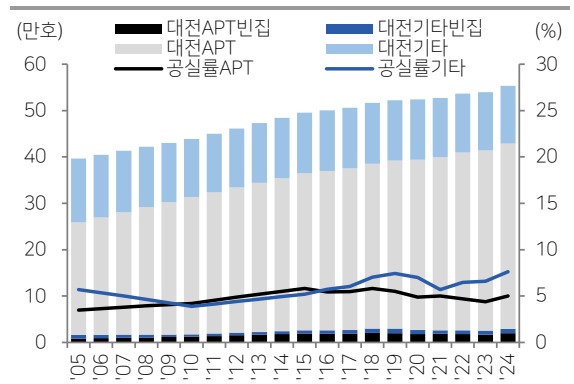
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 59: 공실률_경남



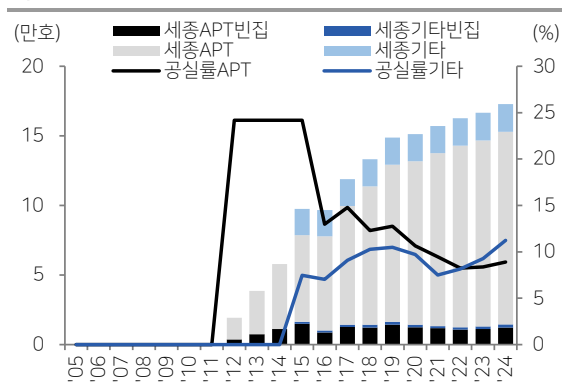
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 60: 공실률_대전



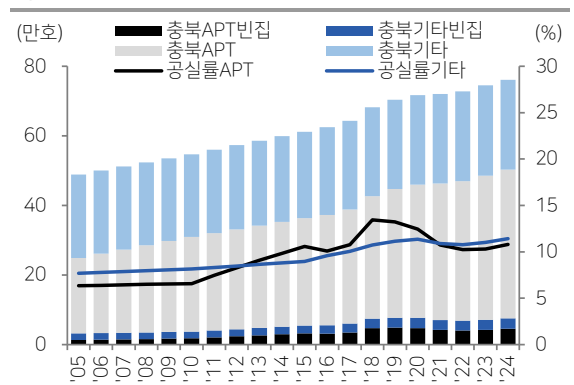
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 61: 공실률_세종



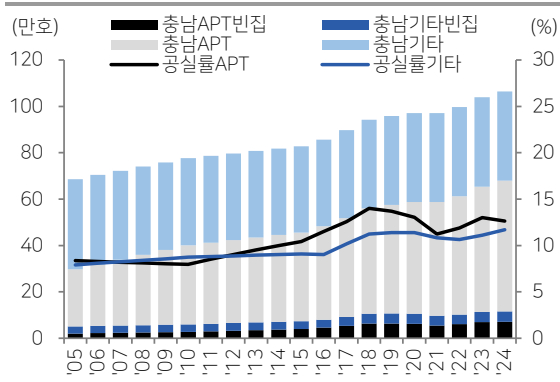
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 62: 공실률_충북



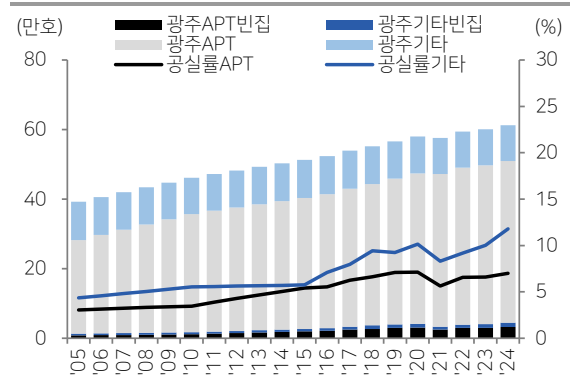
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 63: 공실률_충남



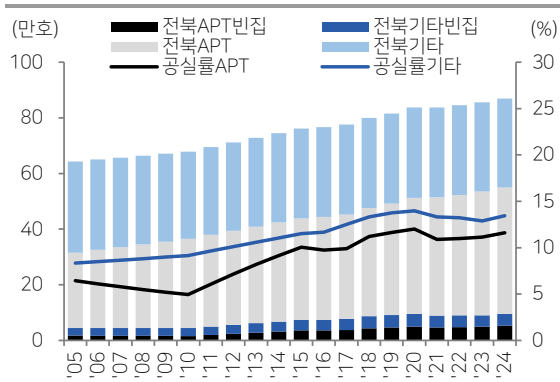
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 64: 공실률_광주



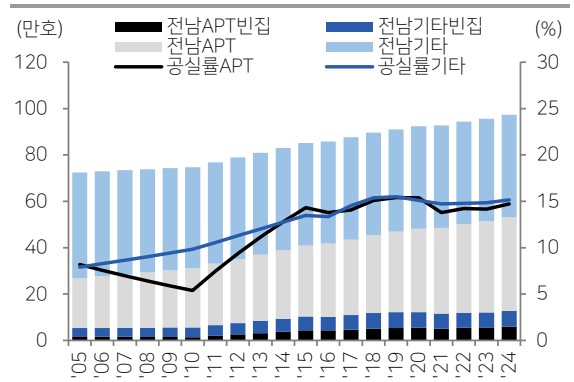
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 65: 공실률_전북



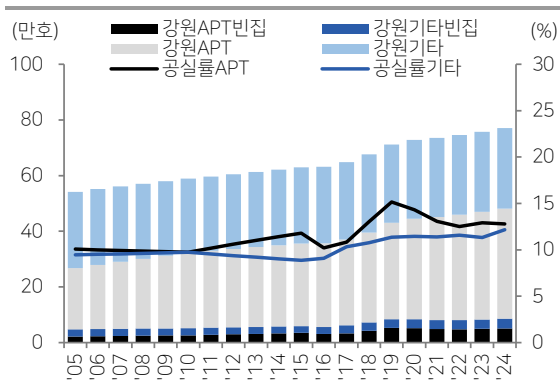
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 66: 공실률_전남



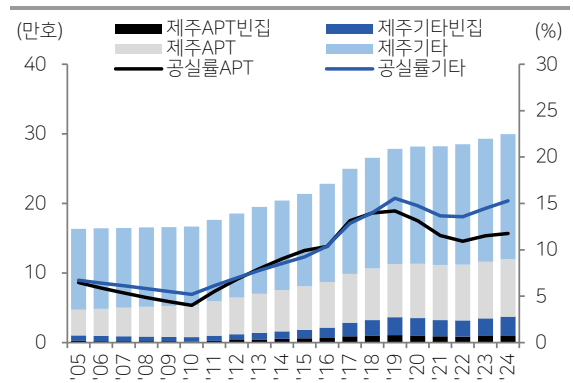
Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 67: 공실률_강원



Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 68: 공실률_제주



Source: 국토교통부, 국가데이터처, 다올투자증권

I-6. 금융의 제약

금융환경 개선 더더
자금 조달 난항

수급의 불안정에도 불구하고 공급이 원활치 못한 것에는 금융환경의 악화도 한몫하고 있다. 주택 공급을 위해서는 자금의 선 조달이 필수적이다. 하지만 아이러니하게도 분양이 잘 될 것 같은 환경, 즉 자금의 회수가 원활할 것 같은 환경에서의 자금 조달은 수월하고, 분양 결과에 확신이 없는 환경에서는 자금 조달이 녹록치 않다.

정비사업 선호 추세
현금흐름이
중요한 상황이기 때문

최근 건설사들의 영업이 정비사업 중심으로 이뤄지는 것도 부동산 금융이 부진한 환경에서 조합원 분양분이 받쳐주는 자금 회수 하방의 안정성이 중요하기 때문일 것이다.

디레버리징 사이클의
막바지,
압력 완화 전망

아직 부동산 PF 부실처리가 마무리되지 않아 여전히 디레버리징 사이클에 있고, 건설업/부동산업향 기업대출도 감소 구간에 있다. 그러나 시기적으로 전고점인 2022~2023년에 집행된 PF 자금의 만기가 순차적으로 도래하고 있어, 부실 인식과 차환 구조조정이 상당 부분 진행된 사업장부터는 디레버리징 압력이 점차 완화될 가능성이 있다.

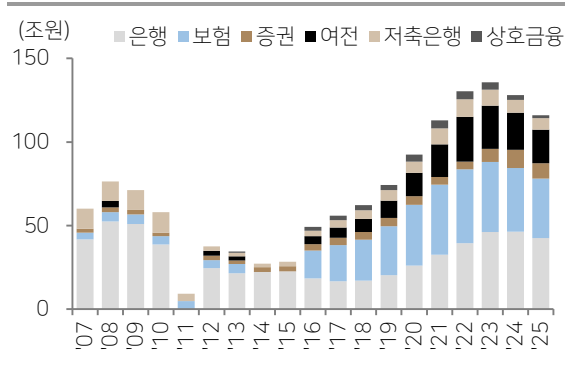
분양시장 개선 시
금융환경 개선 가능

분양시장의 개선은 기존 PF 부실처리와 별개로 대출 확대 요인이 된다. 분양 성과의 확인은 대출의 회수 가능성을 높여 대출이 원활하게 일어날 수 있는 요인으로 작용할 수 있다.

가격의 상승은
금융의 회복 견인하여
착공 물량 증가 가능

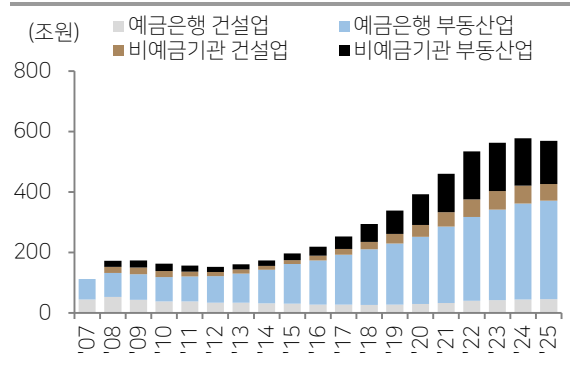
금융 제약은 단기적으로 수요와 공급을 동시에 억제한다. 그러나 공급은 착공 지연을 통해 2~3년 후 준공 부족으로 이어지는 반면, 수요는 자산가격 상승과 소득, 금리 환경 변화에 따라 비교적 빠르게 회복될 수 있다. 따라서 금융 제약이 완화되는 구간에서는 억눌린 착공과 거래가 동시에 회복될 가능성이 있다.

Fig. 69: 부동산 PF 잔액 추이



Source: 금융위원회, 금융감독원, 언론보도, 다올투자증권
Note: 15년도 이전은 정보 부족으로 일부 데이터 누락

Fig. 70: 예금취급기관 건설업/부동산업향 대출잔액 추이



Source: ECOS, 다올투자증권

Fig. 71: 지역별 아파트 매매가격(명목) 전월대비 상승률

(%)

명목	전국	서울	경기	인천	부산	울산	대구	광주	대전	세종	강원	경남	경북	전남	전북	충남	충북	제주	상승	하락
'19/6	(0.20)	(0.08)	(0.12)	(0.14)	(0.37)	(0.51)	0.08	(0.06)	0.13	(0.09)	(0.42)	(0.43)	(0.65)	(0.08)	(0.78)	(0.38)	(0.41)	(0.04)	2	15
'19/7	(0.09)	0.37	(0.09)	(0.03)	(0.26)	(0.48)	0.05	(0.02)	0.35	(0.32)	(0.75)	(0.64)	(0.30)	(0.05)	(0.26)	(0.50)	(0.38)	(0.30)	3	14
'19/8	(0.02)	0.40	0.01	(0.04)	(0.36)	(0.23)	0.03	(0.06)	0.31	(0.03)	(0.57)	(0.28)	(0.30)	(0.05)	(0.31)	(0.31)	(0.08)	(0.05)	4	13
'19/9	0.03	0.45	0.02	0.02	(0.15)	(0.27)	0.04	(0.03)	0.70	(0.14)	(0.34)	(0.47)	(0.30)	(0.05)	(0.22)	(0.15)	(0.15)	(0.26)	5	12
'19/10	0.11	0.58	0.06	0.09	(0.13)	(0.08)	0.09	(0.03)	1.30	(0.03)	(0.30)	(0.38)	(0.19)	(0.07)	(0.17)	(0.06)	(0.19)	(0.50)	5	12
'19/11	0.15	0.56	0.13	0.11	(0.03)	0.21	0.16	(0.01)	0.80	(0.00)	(0.39)	(0.17)	(0.17)	(0.02)	(0.17)	(0.10)	(0.20)	(0.35)	6	11
'19/12	0.43	1.07	0.43	0.14	0.59	0.33	0.23	(0.05)	1.58	0.17	(0.22)	0.05	(0.13)	0.06	(0.17)	0.01	(0.06)	(0.22)	11	6
'20/1	0.38	0.67	0.49	0.23	0.16	0.37	0.26	0.10	1.59	1.56	(0.22)	(0.01)	(0.09)	0.12	(0.08)	0.13	(0.08)	(0.22)	11	6
'20/2	0.46	0.51	0.91	0.40	0.10	0.34	0.30	0.02	1.09	1.82	(0.15)	(0.06)	(0.17)	(0.03)	(0.11)	0.22	(0.06)	(0.18)	10	7
'20/3	0.73	0.73	1.39	1.48	0.14	0.60	0.21	0.18	1.39	2.57	(0.13)	(0.04)	(0.11)	(0.08)	(0.11)	0.15	(0.01)	(0.29)	10	7
'20/4	0.25	0.15	0.49	0.74	0.09	0.20	0.04	(0.03)	0.78	0.51	(0.07)	(0.05)	(0.23)	0.00	(0.05)	0.02	(0.04)	(0.28)	10	7
'20/5	0.11	(0.00)	0.25	0.40	(0.04)	0.13	0.08	(0.05)	0.33	0.26	(0.18)	(0.05)	(0.14)	(0.02)	(0.01)	0.14	0.02	(0.15)	8	9
'20/6	0.48	0.52	0.72	0.72	0.07	0.47	0.33	(0.02)	0.97	2.25	(0.09)	0.04	0.10	0.07	(0.09)	0.13	1.45	(0.21)	13	4
'20/7	1.11	2.14	1.54	0.91	0.43	0.52	0.66	(0.01)	1.11	4.46	0.19	0.36	0.31	0.44	0.08	0.44	0.29	(0.12)	15	2
'20/8	0.93	2.05	1.06	0.62	0.46	0.45	0.72	0.02	0.66	7.80	0.14	0.18	0.18	0.35	0.06	0.19	0.09	(0.15)	16	1
'20/9	1.01	2.00	1.23	0.47	0.46	0.65	1.08	0.05	0.97	6.90	0.27	0.26	0.25	0.31	0.11	0.34	(0.04)	(0.01)	15	2
'20/10	0.58	0.74	0.72	0.36	0.50	0.36	0.77	0.04	0.80	3.61	0.21	0.31	0.26	0.15	0.17	0.18	0.21	(0.03)	16	1
'20/11	1.51	1.54	1.87	0.53	2.88	2.25	2.12	0.84	1.71	2.26	0.57	1.02	0.87	0.56	0.21	0.48	0.36	(0.09)	16	1
'20/12	1.71	1.32	1.83	0.88	3.34	3.60	2.68	1.16	1.25	4.00	0.63	1.62	1.69	0.75	0.59	1.05	0.84	1.12	17	0
'21/1	1.52	1.60	2.09	1.01	1.44	2.04	1.58	0.75	1.16	3.15	0.56	1.27	1.51	0.04	0.71	0.66	0.68	0.56	17	0
'21/2	1.76	1.60	2.92	1.54	1.57	1.30	1.39	0.90	2.09	1.84	0.77	0.76	0.98	0.21	0.48	0.66	0.64	0.42	17	0
'21/3	1.73	1.33	2.96	2.70	1.02	1.20	1.27	0.71	2.01	1.21	0.61	0.72	0.79	0.18	0.49	0.97	0.61	0.36	17	0
'21/4	1.43	0.95	2.19	2.86	1.01	0.79	1.07	0.84	0.93	0.71	0.89	0.59	1.24	0.42	0.89	1.38	0.85	0.75	17	0
'21/5	1.25	1.01	1.70	2.33	1.26	0.58	0.90	0.65	1.09	0.64	0.59	0.65	0.87	0.38	0.95	0.78	1.21	1.14	17	0
'21/6	1.89	1.66	2.60	3.64	1.86	0.82	1.04	1.08	1.67	0.61	1.52	0.84	1.13	0.59	1.38	1.32	1.11	2.96	17	0
'21/7	1.52	1.28	2.16	2.49	1.66	0.61	0.61	0.72	1.64	0.11	1.74	0.69	0.84	0.43	0.89	1.06	1.45	2.22	17	0
'21/8	1.98	1.59	2.82	3.39	1.88	1.25	0.56	1.28	2.07	(0.12)	2.04	1.25	0.66	0.29	1.45	1.45	2.20	3.40	16	1
'21/9	1.97	1.69	2.67	3.26	1.50	0.89	0.62	1.57	1.86	(0.10)	2.42	1.33	1.28	0.39	1.58	1.87	2.40	2.21	16	1
'21/10	1.31	1.05	1.68	2.26	1.00	0.66	0.20	1.75	1.53	(0.00)	0.96	0.98	0.82	0.42	1.40	1.33	1.60	2.18	16	1
'21/11	1.54	1.06	1.63	2.26	1.30	0.99	0.45	2.30	1.94	(0.13)	2.86	1.82	1.43	0.57	1.73	2.26	2.28	4.33	16	1
'21/12	0.63	0.46	0.62	1.12	0.51	0.51	(0.03)	0.95	0.66	(1.32)	1.53	0.82	0.46	0.35	1.00	0.61	1.05	2.68	15	2
'22/1	0.32	0.23	0.23	0.45	0.32	0.21	(0.04)	0.87	0.25	0.58	0.92	0.70	0.34	0.16	0.75	0.27	0.61	(0.57)	15	2
'22/2	0.16	0.09	0.08	0.27	0.14	0.19	(0.11)	0.44	(0.10)	(0.57)	0.62	0.48	0.24	0.15	0.78	0.37	0.26	0.82	14	3
'22/3	0.10	0.05	0.04	0.04	0.17	0.03	(0.19)	0.33	(0.30)	(0.49)	0.50	0.47	0.22	0.16	0.87	0.21	0.27	0.59	14	3
'22/4	0.19	0.11	0.15	0.11	0.21	0.13	(0.28)	0.50	(0.06)	(0.28)	1.01	0.47	0.37	(0.02)	1.11	0.23	0.49	0.74	13	4
'22/5	0.25	0.21	0.17	0.27	0.16	0.18	(0.28)	0.87	(0.15)	(1.07)	1.13	0.58	0.29	(0.11)	1.32	0.35	0.68	1.45	13	4
'22/6	0.04	0.13	(0.05)	(0.43)	0.12	(0.00)	(0.52)	0.61	(0.33)	(0.47)	1.08	0.38	0.23	(0.10)	0.85	0.12	0.00	1.29	10	7
'22/7	(0.07)	0.03	(0.15)	(0.38)	(0.06)	(0.22)	(0.48)	0.23	(0.29)	(0.47)	0.61	0.14	0.24	(0.21)	0.37	0.07	0.08	0.12	9	8
'22/8	(0.23)	(0.15)	(0.33)	(0.37)	(0.23)	(0.18)	(0.54)	0.09	(0.77)	(0.81)	0.41	(0.06)	0.12	(0.28)	0.24	0.09	(0.04)	0.06	6	11
'22/9	(0.24)	(0.19)	(0.35)	(0.30)	(0.13)	(0.10)	(0.49)	(0.12)	(0.46)	(0.55)	0.11	(0.10)	0.00	(0.12)	0.06	(0.10)	(0.10)	0.08	4	13
'22/10	(0.74)	(0.67)	(1.11)	(1.13)	(0.43)	(0.25)	(1.11)	(0.17)	(0.73)	(2.43)	0.08	(0.26)	(0.07)	(0.42)	0.04	(0.47)	(0.33)	(0.09)	2	15
'22/11	(1.42)	(1.42)	(1.83)	(2.59)	(1.04)	(0.70)	(1.55)	(1.05)	(2.32)	(2.54)	(0.27)	(0.73)	(0.45)	(1.07)	(0.30)	(0.51)	(0.56)	(0.02)	0	17
'22/12	(1.52)	(1.43)	(2.19)	(2.18)	(1.48)	(1.62)	(1.78)	(0.98)	(1.57)	(2.38)	(0.50)	(0.87)	(0.68)	(0.67)	(0.92)	(0.66)	(0.55)	(0.55)	0	17
'23/1	(1.91)	(2.09)	(2.78)	(2.51)	(1.68)	(1.51)	(1.74)	(1.33)	(1.56)	(3.58)	(0.74)	(1.09)	(0.73)	(0.47)	(0.98)	(1.36)	(1.39)	(1.16)	0	17
'23/2	(1.16)	(1.20)	(1.55)	(2.13)	(0.80)	(0.86)	(1.36)	(0.81)	(1.27)	(1.59)	(0.32)	(0.76)	(0.41)	(0.57)	(0.42)	(0.89)	(0.95)	(0.50)	0	17
'23/3	(1.22)	(1.17)	(1.70)	(2.09)	(1.19)	(0.79)	(1.46)	(1.03)	(1.30)	(0.77)	(0.39)	(0.74)	(0.32)	(0.43)	(0.49)	(0.68)	(1.08)	(1.36)	0	17
'23/4	(1.14)	(0.97)	(1.68)	(1.52)	(1.33)	(0.76)	(1.49)	(0.48)	(1.34)	(0.80)	(0.30)	(0.85)	(0.60)	(0.35)	(0.66)	(0.71)	(0.40)	(0.57)	0	17
'23/5	(0.85)	(0.87)	(1.07)	(0.90)	(0.91)	(0.90)	(1.49)	(0.49)	(1.04)	(0.10)	(0.47)	(0.71)	(0.41)	(0.32)	(0.67)	(0.51)	(0.22)	(0.48)	0	17
'23/6	(0.35)	(0.28)	(0.40)	(0.34)	(0.52)	(0.29)	(0.63)	(0.38)	(0.38)	(0.01)	(0.24)	(0.26)	(0.21)	(0.33)	(0.32)	(0.33)	(0.08)	(0.49)	0	17
'23/7	(0.27)	(0.23)	(0.24)	(0.29)	(0.45)	(0.34)	(0.55)	(0.29)	(0.15)	0.58	(0.28)	(0.14)	(0.21)	(0.33)	(0.36)	(0.26)	(0.15)	(0.54)	1	16
'23/8	(0.09)	(0.06)	0.05	(0.17)	(0.30)	(0.23)	(0.31)	(0.31)	0.08	0.54	(0.06)	(0.03)	(0.15)	(0.19)	(0.34)	(0.09)	(0.08)	(0.19)	3	14
'23/9	0.09	0.26	0.22	0.03	(0.15)	(0.13)	(0.18)	(0.16)	0.47	0.20	0.23	0.10	(0.08)	(0.08)	(0.14)	(0.03)	0.19	(0.04)	7	10
'23/10	0.09	0.23	0.21	0.04	(0.20)	(0.04)	(0.12)	(0.05)	0.37	0.21	0.14	(0.02)	0.08	0.03	(0.31)	(0.02)	0.36	0.03	10	7
'23/11	0.01	0.04	0.09	0.00	(0.22)	(0.19)	(0.14)	(0.07)	0.22	0.09	0.16	0.01	0.01	(0.03)	(0.25)	(0.08)	0.18	0.20	9	8
'23/12	(0.11)	(0.11)	(0.05)	(0.20)	(0.26)	(0.14)	(0.23)	(0.15)	0.02	(0.01)	0.10	(0.13)	(0.00)	(0.14)	(0.38)	(0.20)	0.16	(0.17)	3	14
'24/1	(0.16)	(0.19)	(0.13)	(0.16)	(0.28)	(0.14)	(0.32)	(0.21)	(0.01)	(0.15)	0.06	(0.15)	(0.15)	(0.19)	(0.17)	(0.17)	0.11	(0.21)	2	15
'24/2	(0.11)	(0.12)	(0.09)	(0.08)	(0.19)	(0.11)	(0.21)	(0.20)	(0.06)	(0.11)	(0.01)	(0.08)	(0.10)	(0.08)	(0.16)	(0.08)	0.03	(0.09)	1	16
'24/3	(0.16)	(0.15)	(0.15)	(0.09)	(0.28)	(0.24)	(0.33)	(0.19)	(0.13)	(0.24)	(0.04)	(0.29)	(0.07)	(0.15)	(0.09)	(0.05)	0.03	(0.09)	1	16
'24/4	(0.22)	(0.17)	(0.15)	(0.07)	(0.38)	(0.13)	(0.51)	(0.35)	(0.19)	(0.48)	(0.02)	(0.63)	(0.14)	(0.12)	(0.10)	(0.14)	(0.06)	(0.15)	0	17
'24/5	(0.13)	(0.03)	(0.10)	(0.06)	(0.30)	(0.04)	(0.36)	(0.34)	(0.12)	(0.61)	(0.05)	(0.16)	(0.12)	(0.16)	(0.04)	(0.10)	(0.06)	(0.01)	0	17
'24/6	(0.09)	0.12	(0.07)	0.02	(0.31)	(0.07)	(0.39)	(0.35)	(0.16)	(0.48)	(0.07)	(0.16)	(0.11)	(0.11)	0.00	(0.09)	(0.07)	(0.13)	3	14
'24/7	(0.00)	0.56	0.03	0.05	(0.35)	(0.03)	(0.47)	(0.29)	(0.13)	(0.58)	(0.04)	(0.18)	(0.16)	(0.24)	0.18	(0.02)	(0.04)	(0.17)	4	13
'24/8	0.12	0.89	0.18	0.08	(0.28)	0.03	(0.22)	(0.27)	(0.09)	(0.49)	(0.06)	(0.11)	(0.12)	(0.23)	0.10	(0.05)	(0.02)	(0.06)	5	12
'24/9	0.18	0.87	0.28	0.25	(0.16)	0.03	(0.24)	(0.17)	(0.05)	(0.30)	0.03	(0.0								

Fig. 72: 지역별 아파트 매매가격(실질) 전월대비 상승률

(%)

실질	전국	서울	경기	인천	부산	울산	대구	광주	대전	세종	강원	경남	경북	전남	전북	충남	충북	제주	상승	하락
'19/6	(0.04)	0.09	0.04	0.02	(0.21)	(0.35)	0.24	0.11	0.29	0.08	(0.26)	(0.27)	(0.49)	0.08	(0.62)	(0.22)	(0.25)	0.13	9	8
'19/7	0.22	0.68	0.21	0.27	0.04	(0.17)	0.36	0.28	0.65	(0.01)	(0.45)	(0.33)	0.01	0.25	0.05	(0.19)	(0.07)	0.01	11	6
'19/8	(0.26)	0.16	(0.23)	(0.28)	(0.60)	(0.47)	(0.21)	(0.30)	0.07	(0.27)	(0.81)	(0.52)	(0.54)	(0.29)	(0.55)	(0.55)	(0.32)	(0.29)	2	15
'19/9	(0.34)	0.08	(0.35)	(0.35)	(0.52)	(0.64)	(0.33)	(0.40)	0.33	(0.51)	(0.71)	(0.84)	(0.68)	(0.42)	(0.59)	(0.52)	(0.52)	(0.63)	2	15
'19/10	(0.14)	0.33	(0.19)	(0.15)	(0.38)	(0.33)	(0.16)	(0.28)	1.05	(0.28)	(0.55)	(0.63)	(0.44)	(0.32)	(0.41)	(0.30)	(0.44)	(0.75)	2	15
'19/11	0.71	1.12	0.69	0.67	0.53	0.77	0.72	0.55	1.36	0.56	0.17	0.39	0.39	0.54	0.39	0.46	0.36	0.21	17	0
'19/12	0.19	0.83	0.19	(0.10)	0.35	0.09	(0.01)	(0.28)	1.34	(0.07)	(0.46)	(0.19)	(0.37)	(0.18)	(0.41)	(0.23)	(0.30)	(0.46)	5	12
'20/1	0.01	0.29	0.11	(0.15)	(0.21)	(0.00)	(0.11)	(0.28)	1.22	1.19	(0.59)	(0.38)	(0.46)	(0.25)	(0.46)	(0.24)	(0.46)	(0.59)	4	13
'20/2	0.39	0.45	0.84	0.33	0.03	0.27	0.23	(0.05)	1.02	1.75	(0.22)	(0.13)	(0.24)	(0.10)	(0.18)	0.15	(0.13)	(0.25)	9	8
'20/3	0.95	0.95	1.61	1.70	0.36	0.82	0.43	0.40	1.61	2.79	0.09	0.18	0.11	0.14	0.11	0.37	0.21	(0.07)	16	1
'20/4	0.69	0.59	0.93	1.18	0.53	0.64	0.49	0.41	1.22	0.95	0.37	0.39	0.21	0.44	0.39	0.46	0.40	0.16	17	0
'20/5	0.17	0.06	0.31	0.46	0.02	0.19	0.14	0.01	0.39	0.32	(0.12)	0.01	(0.08)	0.04	0.05	0.20	0.08	(0.09)	14	3
'20/6	0.21	0.25	0.45	0.45	(0.20)	0.20	0.06	(0.29)	0.70	1.98	(0.36)	(0.23)	(0.17)	(0.20)	(0.36)	(0.14)	1.18	(0.48)	8	9
'20/7	1.19	2.22	1.62	0.99	0.51	0.60	0.74	0.07	1.19	4.54	0.27	0.44	0.39	0.53	0.16	0.52	0.37	(0.04)	16	1
'20/8	0.37	1.49	0.50	0.06	(0.10)	(0.11)	0.15	(0.54)	0.10	7.24	(0.42)	(0.38)	(0.39)	(0.21)	(0.51)	(0.37)	(0.47)	(0.71)	6	11
'20/9	0.46	1.45	0.68	(0.08)	(0.09)	0.10	0.53	(0.50)	0.42	6.35	(0.28)	(0.29)	(0.30)	(0.24)	(0.44)	(0.21)	(0.59)	(0.56)	6	11
'20/10	1.13	1.30	1.27	0.92	1.05	0.92	1.32	0.60	1.35	4.16	0.77	0.86	0.81	0.71	0.73	0.73	0.77	0.52	17	0
'20/11	1.60	1.63	1.96	0.62	2.97	2.34	2.21	0.93	1.80	2.35	0.66	1.11	0.96	0.65	0.30	0.57	0.45	0.00	17	0
'20/12	1.47	1.08	1.59	0.64	3.10	3.36	2.44	0.92	1.01	3.76	0.39	1.38	1.45	0.51	0.35	0.81	0.61	0.88	17	0
'21/1	0.81	0.90	1.39	0.30	0.73	1.33	0.87	0.04	0.45	2.45	(0.15)	0.56	0.81	(0.67)	(0.00)	(0.05)	(0.03)	(0.14)	11	6
'21/2	1.22	1.07	2.39	1.00	1.04	0.77	0.86	0.37	1.56	1.31	0.23	0.23	0.44	(0.33)	(0.05)	0.12	0.11	(0.11)	14	3
'21/3	1.47	1.08	2.70	2.44	0.76	0.94	1.02	0.45	1.75	0.95	0.36	0.46	0.54	(0.07)	0.24	0.71	0.35	0.10	16	1
'21/4	1.29	0.81	2.05	2.72	0.87	0.66	0.93	0.70	0.79	0.58	0.76	0.45	1.10	0.28	0.75	1.24	0.71	0.61	17	0
'21/5	1.19	0.94	1.63	2.26	1.19	0.51	1.02	0.58	1.03	0.57	0.52	0.58	0.80	0.31	0.88	0.71	1.14	1.07	17	0
'21/6	1.89	1.66	2.60	3.64	1.86	0.82	1.04	1.08	1.67	0.61	1.52	0.84	1.13	0.59	1.38	1.32	1.11	2.96	17	0
'21/7	1.31	1.08	1.95	2.28	1.46	0.40	0.40	0.51	1.44	(0.09)	1.53	0.49	0.63	0.22	0.68	0.85	1.24	2.01	16	1
'21/8	1.50	1.11	2.34	2.91	1.40	0.77	0.08	0.80	1.59	(0.60)	1.56	0.77	0.18	(0.19)	0.97	0.97	1.72	2.92	15	2
'21/9	1.56	1.28	2.26	2.85	1.09	0.48	0.21	1.16	1.45	(0.51)	2.01	0.93	0.87	(0.02)	1.17	1.46	1.99	1.80	15	2
'21/10	1.14	0.87	1.50	2.08	0.82	0.49	0.03	1.58	1.36	(0.18)	0.79	0.81	0.64	0.25	1.22	1.15	1.42	2.00	16	1
'21/11	1.04	0.56	1.12	1.75	0.80	0.49	(0.05)	1.80	1.43	(0.63)	2.36	1.32	0.93	0.07	1.23	1.76	1.77	3.83	15	2
'21/12	0.46	0.30	0.45	0.95	0.35	0.34	(0.20)	0.79	0.49	(1.49)	1.37	0.66	0.30	0.19	0.84	0.44	0.89	2.51	15	2
'22/1	(0.46)	(0.55)	(0.55)	(0.33)	(0.46)	(0.57)	(0.82)	0.09	(0.53)	(0.20)	0.14	(0.08)	(0.44)	(0.62)	(0.03)	(0.51)	(0.17)	(1.35)	2	15
'22/2	(0.38)	(0.45)	(0.46)	(0.27)	(0.41)	(0.36)	(0.65)	(0.10)	(0.65)	(1.12)	0.07	(0.06)	(0.30)	(0.40)	0.24	(0.17)	(0.28)	0.28	3	14
'22/3	(0.54)	(0.59)	(0.61)	(0.60)	(0.47)	(0.62)	(0.83)	(0.31)	(0.95)	(1.13)	0.17	(0.18)	(0.42)	(0.48)	0.22	(0.43)	(0.38)	(0.06)	1	16
'22/4	(0.49)	(0.58)	(0.54)	(0.58)	(0.48)	(0.56)	(0.97)	(0.19)	(0.75)	(0.97)	0.32	(0.22)	(0.32)	(0.70)	0.42	(0.46)	(0.20)	0.05	3	14
'22/5	(0.38)	(0.42)	(0.46)	(0.36)	(0.46)	(0.45)	(0.91)	0.24	(0.78)	(1.69)	0.50	(0.04)	(0.33)	(0.74)	0.69	(0.28)	0.05	0.82	5	12
'22/6	(0.62)	(0.53)	(0.71)	(1.09)	(0.54)	(0.66)	(1.18)	(0.05)	(0.99)	(1.13)	0.42	(0.28)	(0.43)	(0.76)	0.19	(0.54)	(0.66)	0.63	3	14
'22/7	(0.55)	(0.45)	(0.63)	(0.86)	(0.54)	(0.70)	(0.96)	(0.25)	(0.77)	(0.95)	0.13	(0.34)	(0.24)	(0.69)	(0.11)	(0.41)	(0.40)	(0.36)	1	16
'22/8	(0.13)	(0.05)	(0.24)	(0.28)	(0.14)	(0.09)	(0.44)	0.18	(0.68)	(0.71)	0.50	0.04	0.21	(0.19)	0.33	0.18	0.06	0.15	8	9
'22/9	(0.41)	(0.37)	(0.53)	(0.48)	(0.30)	(0.28)	(0.66)	(0.29)	(0.64)	(0.72)	(0.07)	(0.27)	(0.17)	(0.29)	(0.12)	(0.27)	(0.28)	(0.10)	0	17
'22/10	(1.05)	(0.98)	(1.42)	(1.45)	(0.74)	(0.56)	(1.43)	(0.48)	(1.04)	(2.75)	(0.23)	(0.57)	(0.38)	(0.73)	(0.27)	(0.78)	(0.64)	(0.40)	0	17
'22/11	(1.34)	(1.33)	(1.75)	(2.51)	(0.96)	(0.62)	(1.47)	(0.97)	(2.24)	(2.46)	(0.19)	(0.65)	(0.37)	(0.99)	(0.22)	(0.43)	(0.48)	0.06	1	16
'22/12	(1.69)	(1.61)	(2.37)	(2.36)	(1.65)	(1.79)	(1.96)	(1.15)	(1.74)	(2.55)	(0.67)	(1.04)	(0.86)	(0.85)	(1.10)	(0.83)	(0.73)	(0.73)	0	17
'23/1	(2.65)	(2.83)	(3.52)	(3.25)	(2.42)	(2.26)	(2.48)	(2.07)	(2.31)	(4.33)	(1.48)	(1.83)	(1.47)	(1.21)	(1.72)	(2.10)	(2.13)	(1.90)	0	17
'23/2	(1.40)	(1.43)	(1.78)	(2.37)	(1.03)	(1.10)	(1.60)	(1.04)	(1.50)	(1.83)	(0.56)	(1.00)	(0.65)	(0.81)	(0.66)	(1.13)	(1.19)	(0.73)	0	17
'23/3	(1.39)	(1.34)	(1.87)	(2.26)	(1.37)	(0.97)	(1.63)	(1.20)	(1.47)	(0.94)	(0.56)	(0.91)	(0.49)	(0.60)	(0.66)	(0.85)	(1.25)	(1.53)	0	17
'23/4	(1.37)	(1.20)	(1.91)	(1.75)	(1.56)	(0.98)	(1.71)	(0.71)	(1.57)	(1.02)	(0.53)	(1.08)	(0.82)	(0.57)	(0.88)	(0.94)	(0.63)	(0.79)	0	17
'23/5	(1.17)	(1.20)	(1.39)	(1.23)	(1.24)	(1.23)	(1.81)	(0.82)	(1.37)	(0.42)	(0.79)	(1.03)	(0.73)	(0.65)	(0.99)	(0.83)	(0.54)	(0.81)	0	17
'23/6	(0.38)	(0.31)	(0.42)	(0.37)	(0.55)	(0.31)	(0.66)	(0.40)	(0.41)	(0.04)	(0.27)	(0.29)	(0.23)	(0.36)	(0.35)	(0.35)	(0.11)	(0.52)	0	17
'23/7	(0.38)	(0.34)	(0.35)	(0.41)	(0.57)	(0.46)	(0.67)	(0.40)	(0.27)	0.46	0.40	(0.26)	(0.33)	(0.45)	(0.48)	(0.38)	(0.27)	(0.66)	1	16
'23/8	(0.98)	(0.95)	(0.84)	(1.06)	(1.19)	(1.12)	(1.20)	(1.20)	(0.81)	(0.35)	(0.95)	(0.92)	(1.04)	(1.08)	(1.23)	(0.98)	(0.97)	(1.08)	0	17
'23/9	(0.42)	(0.24)	(0.28)	(0.48)	(0.66)	(0.63)	(0.69)	(0.66)	(0.04)	(0.31)	0.28	(0.61)	(0.58)	(0.59)	(0.65)	(0.54)	(0.32)	(0.55)	0	17
'23/10	(0.28)	(0.14)	(0.16)	(0.34)	(0.57)	(0.41)	(0.49)	(0.43)	(0.01)	(0.16)	(0.23)	(0.39)	(0.30)	(0.34)	(0.68)	(0.39)	(0.01)	(0.34)	0	17
'23/11	0.53	0.56	0.61	0.52	0.30	0.33	0.38	0.45	0.74	0.61	0.68	0.53	0.53	0.49	0.27	0.44	0.71	0.32	17	0
'23/12	(0.15)	(0.15)	(0.09)	(0.24)	(0.30)	(0.19)	(0.28)	(0.19)	(0.02)	(0.05)	0.06	(0.17)	(0.05)	(0.19)	(0.42)	(0.24)	0.11	(0.21)	2	15
'24/1	(0.55)	(0.58)	(0.52)	(0.55)	(0.67)	(0.53)	(0.71)	(0.60)	(0.40)	(0.54)	(0.33)	(0.54)	(0.54)	(0.58)	(0.56)	(0.56)	(0.28)	(0.60)	0	17
'24/2	(0.65)	(0.66)	(0.63)	(0.62)	(0.73)	(0.65)	(0.75)	(0.74)	(0.60)	(0.65)	(0.55)	(0.62)	(0.64)	(0.62)	(0.70)	(0.62)	(0.51)	(0.63)	0	17
'24/3	(0.31)	(0.30)	(0.30)	(0.24)	(0.43)	(0.39)	(0.48)	(0.34)	(0.28)	(0.39)	(0.19)	(0.44)	(0.22)	(0.30)	(0.24)	(0.20)	(0.12)	(0.24)	0	17
'24/4	(0.27)	(0.22)	(0.20)	(0.13)	(0.43)	(0.19)	(0.56)	(0.40)	(0.24)	(0.53)	(0.07)	(0.68)	(0.20)	(0.17)	(0.15)	(0.19)	(0.11)	(0.21)	0	17
'24/5	(0.21)	(0.11)	(0.17)	(0.14)	(0.38)	(0.12)	(0.44)	(0.42)	(0.20)	(0.69)	(0.12)	(0.24)	(0.20)	(0.24)	(0.12)	(0.18)	(0.14)	(0.09)	0	17
'24/6	0.13	0.35	0.16	0.25	(0.09)	0.16	(0.16)	(0.12)	0.07	(0.25)	0.16	0.07	0.12	0.12	0.23	0.14	0.16	0.10	13	4
'24/7	(0.26)	0.30	(0.22)	(0.20)	(0.61)	(0.29)	(0.73)	(0.54)	(0.39)	(0.84)	(0.29)	(0.44)	(0.41)	(0.49)	(0.08)	(0.27)	(0.30)	(0.42)	1	16
'24/8	(0.24)	0.53	(0.18)	(0.28)	(0.64)	(0.33)	(0.58)	(0.63)	(0.45)	(0.85)	(0.41)	(0.47)	(0.48)	(0.59)	(0.26)	(0.41)	(0.38)	(0.42)	1	16
'24/9	0.08	0.78	0.18	0.15	(0.25)	(0.07)	(0.34)	(0.27)	(0.14)	(0.39)	(0.07)	(0.1								

1-7. 수주는 회복, 기성은 지연: 착공 전환이 실적 회복의 관건

주택 수주 증가가
전체 수주 증가 견인

12개월 누적 건설 수주는 23년 9월 165조원을 저점으로 26년 5월 231조원까지 66조원이 늘어나며 꾸준히 증가추세에 있다. 건설 수주 증가는 주로 주택 수주에 기반하고 있는데 주택 수주는 동기간 66조원에서 108조원까지 42조원 늘어나며 증가분의 대부분에 기여했다. 반면 12개월 누적 건설 기성은 24년 4월 178조원을 고점으로 26년 5월 142조원까지 36조원 감소한 상태다. 주택 기성은 동기간 84조원에서 64조원으로 20조원 감소했다. 건설사 매출이 YoY 감소하는 추세를 보이고 있는 것과 동일한 현상이다.

기성은 여전히 부진

수주-기성 시차 확대

수주-기성의 시차가 과거의 1.5~2년에 비해 더 늘어나, 직전 변곡점에서 2.5년 정도가 경과된 현 시점까지 뚜렷한 반등은 확인되지 않고 있다. 여기에는 세 가지 정도 이유가 있을 것으로 추측해 볼 수 있는데, 첫 번째는 2023년 하반기부터 서울시의 정비사업 시공사 선정 가능 시점이 앞당겨지면서 해당 시점 이후 수주분의 기성화 시점과의 갭이 벌어졌기 때문일 수 있다. 2023년 이후 수주 반등 구간에서 서울시의 정비사업 중심의 수주 급증이 가장 두드러진다. 과거 연평균 20조원 전후의 수주를 보이던 서울은 40조원 중반 수준까지 올라온 상태다.

1) 시공사 선정시점의
앞당김

2) 금융제약으로 인한
착공 지연

두 번째 이유는 앞서 언급한 금융 제약일 가능성이 있다. 최근 월별 착공이 전년동기대비 증가하는 수치가 관찰되고 있지만 이는 전년도의 낮은 기저 효과가 더 크며 12개월 누적 기준으로 아직 역사적 저점 수준에서 크게 회복되지 않았다. 아직 부실 사업장 정리가 마무리되지 않은 금융기관들은 대형 우량 사업장 중심의 자금 제공에 집중하고 있다. 이에 따라 프라임오피스, 또는 메이저급 정비사업장 위주로 자금이 조달되는 분위기다. 조합원 분양분이 있어 시장에서 선호하고 있는 정비사업의 경우에도 부동산 가격 상승을 제어하기 위한 금융 규제 등으로 인해 이주비 대출 등 이슈가 발생하면서 건설사 신용보강을 제공받기 애매한 사업장의 진행 속도가 더딘 상태다.

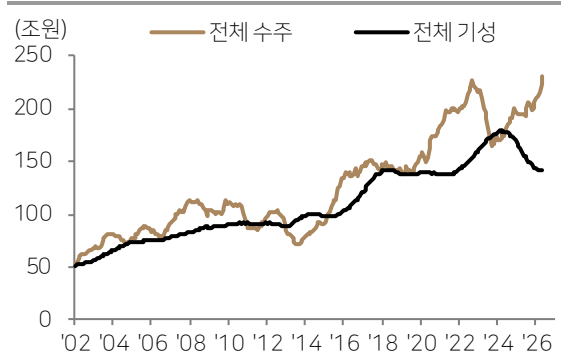
3) 공사비 상승으로
인한 사업성 악화

세 번째는 공사비 상승과 사업성 관련 재협상의 장기화다. 2021~2023년 공사비 급등 이후 조합, 시행사와 시공사 간 공사비 조정, 분양가 산정, 금융비용 부담 배분에 대한 협의가 길어지면서 수주 이후 착공까지의 시간이 과거보다 길어졌을 가능성이 있다.

그럼에도 불구하고
가격의 상승은
소비자의 분양가격
수용을 촉진시켜
금융개선과
착공전환 전망

수요가 받쳐주고 있는 상황에서 기존 주택 가격 상승은 소비자의 분양가격 수용을 촉진하여 분양시장 개선으로 이어지는 것이 일반적이다. 여기에 금융 환경이 개선된다면 착공 전환 속도는 점차 빨라질 것으로 예상된다. 원가율의 개선에도 불구하고 매출 감소로 인해 이익 개선이 더뎠으나 착공 전환 속도가 빨라질 경우 수주잔고의 기성화에도 속도가 붙으면서 건설사 이익 개선 속도도 높아질 것으로 예상된다.

Fig. 73: 12개월 누적 수주/기성



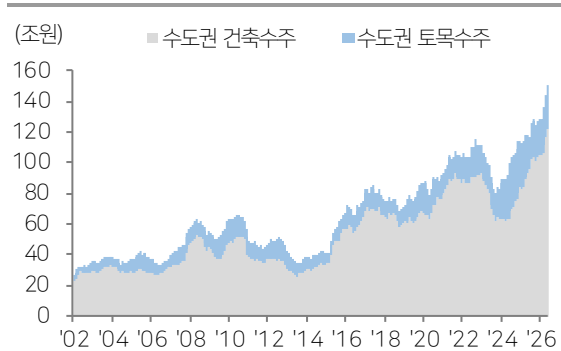
Source: 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 74: 12개월 누적 수주/기성_주택



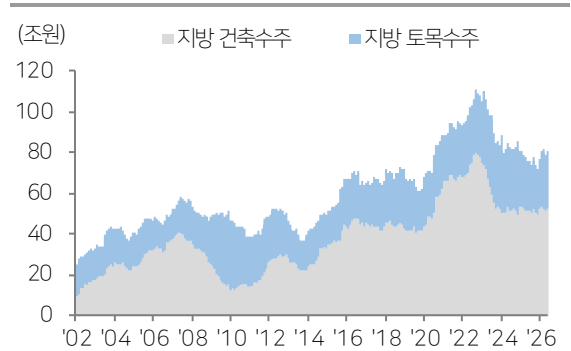
Source: 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 75: 12개월 누적 수주_수도권



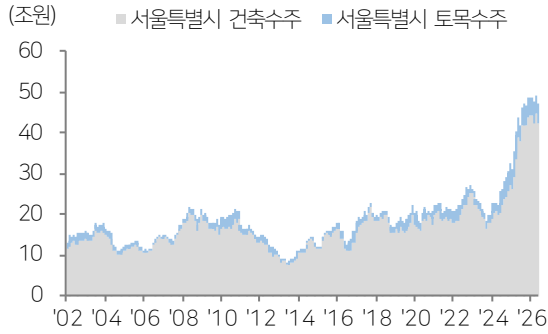
Source: 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 76: 12개월 누적 수주_지방



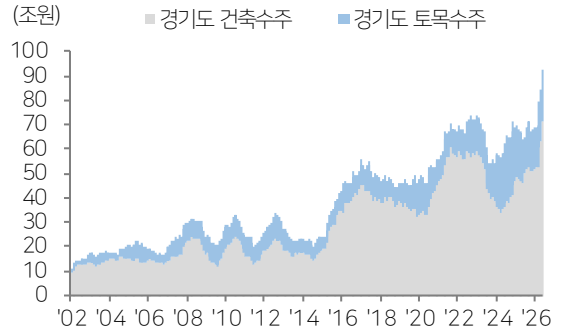
Source: 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 77: 12개월 누적 수주_서울



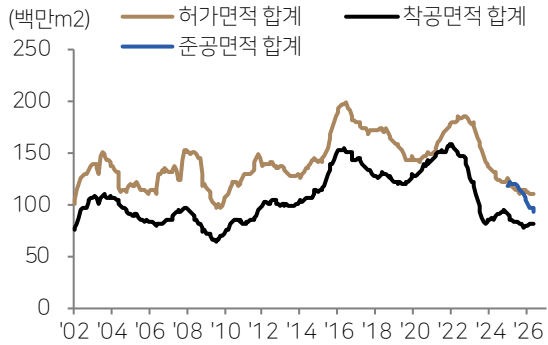
Source: 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 78: 12개월 누적 수주_경기



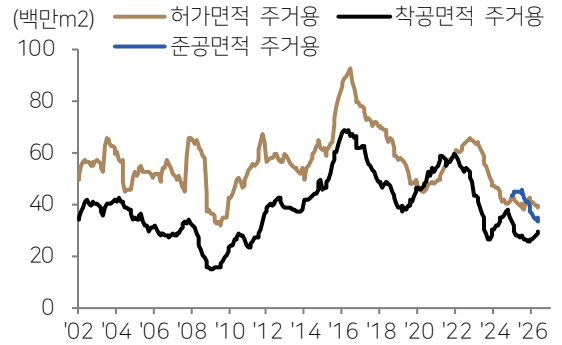
Source: 국가데이터처, 다올투자증권

Fig. 79: 12개월 누적 허가/착공/준공면적



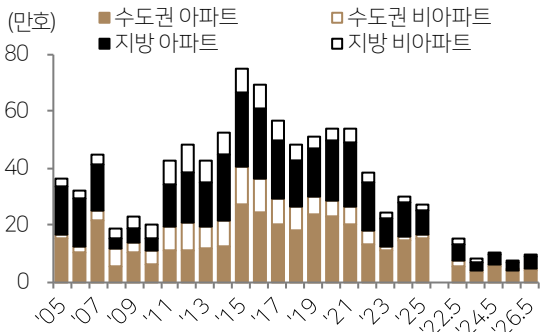
Source: 국토교통부, 다올투자증권

Fig. 80: 12개월 누적 허가/착공/준공면적_주거용



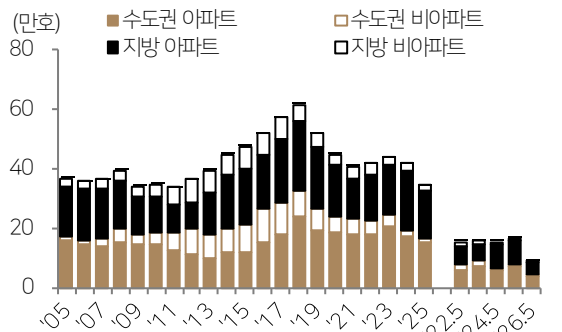
Source: 국토교통부, 다올투자증권

Fig. 81: 주택 착공 물량



Source: 국토교통부, 다올투자증권

Fig. 82: 주택 준공 물량



Source: 국토교통부, 다올투자증권

II. 사이클 재개로 인한 업종 밸류에이션 상향

II-1. 주거용 부동산 사이클 재개를 고려한 밸류에이션 상향

주거용 부동산 사이클 회복으로 착공 전환 및 건설사 이익 가시성 상승

주거용 부동산 시장의 개선은 소비자의 구매심리를 자극하여 분양 성과 개선으로 이어질 수 있다. 분양 성과가 개선되면 대주단의 회수 가능성에 대한 확신이 높아지고, 이는 PF 및 중도금 대출 재개 또는 확대를 통해 착공 전환 속도를 높이는 요인으로 작용할 수 있다. 원가율 개선에도 불구하고 매출의 약세로 이익 개선이 더뎠으나, 시장 환경의 개선으로 착공 전환에 속도가 붙게 되면 건설사 이익 개선의 가시성이 높아지게 된다.

수주잔고 기성화는 매출증가를 통한 영업 레버리지 기대케 하는 요인

착공 전환을 통한 수주잔고의 기성화는 매출의 증가로 이어져 영업 레버리지 효과를 기대할 수 있게 한다. 여기에 미분양 리스크가 점차 낮아지면 그간 PF 신용보강 등으로 높아져 있던 업종의 리스크 프리미엄을 낮추는 효과를 불러올 수 있다. 이러한 시장 분위기의 변화를 반영하여 업종의 밸류에이션 멀티플을 상향, 업종 투자의견을 Overweight로 상향한다.

업종 밸류에이션 상향

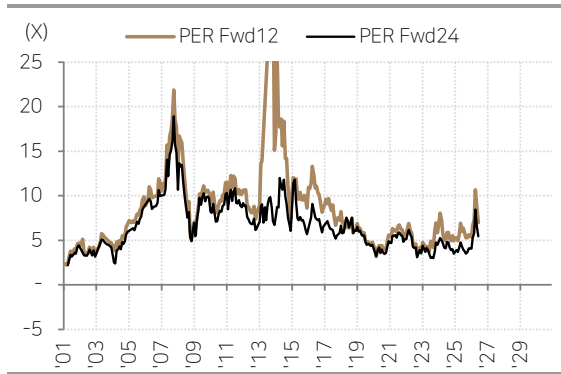
2026년은 매출의 감소와 매출채권에 대한 손상이 남아 있는 구간으로 실현 이익은 아직 다소 부족할 것으로 예상되나, 2027년부터의 시장 회복 가시성이 높아지고 있어 밸류에이션 회복에 무리가 없을 것으로 예상된다.

최선호주:
GS건설

상반기 정비사업 시공권 확보에서 강력한 모멘텀을 보여주고 있음에도 불구하고 매출/기성 시차로 인해 상대적 저평가에 머물러 있는 GS건설을 최선호주로 제시한다. 아직 시장의 관심이 서울 중심 정비사업에만 집중되어 있어 상대적 모멘텀은 약하지만 그로 인해 업종 내 절대적 저평가 상태에 머물러 있는 IPARK현대산업개발을 관심종목으로 추천한다. 주거용 부동산 회복이 지방 및 도급사업으로 확산될 경우 동사가 가장 높은 베타를 보여줄 가능성이 있다. 상기 주거용 부동산 사이클과는 별개로, 매우 강력한 관계사 투자 모멘텀이 발생했고 중동 재건 관련 수주 가능성이 열려 있는 삼성E&A도 관심종목으로 추천한다.

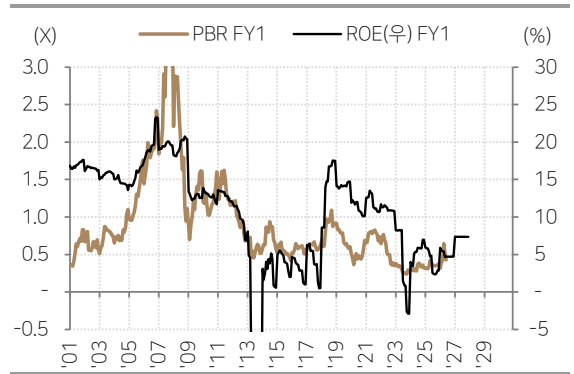
관심종목:
IPARK현대산업개발
삼성E&A

Fig. 83: Fwd PER_GS건설



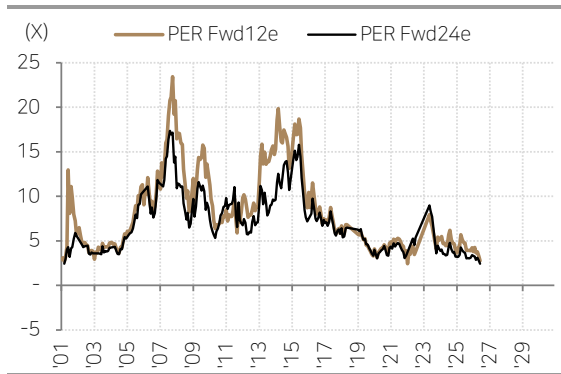
Source: 다올투자증권

Fig. 84: FY1 PBR / ROE_GS건설



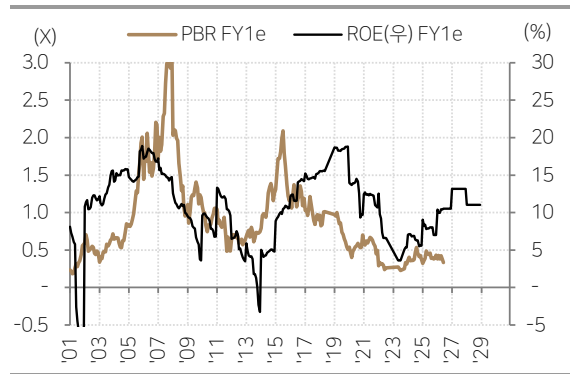
Source: 다올투자증권

Fig. 85: Fwd PER_IPARK현대산업개발



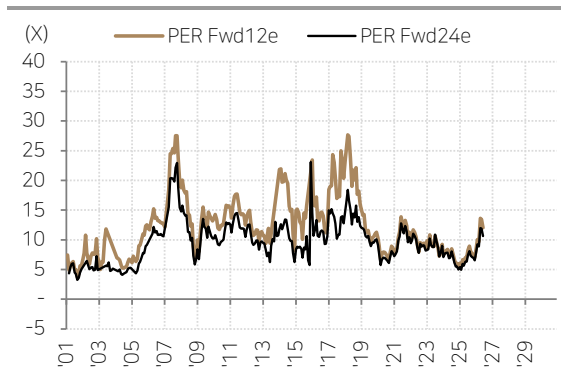
Source: 다올투자증권

Fig. 86: FY1 PBR / ROE_IPARK현대산업개발



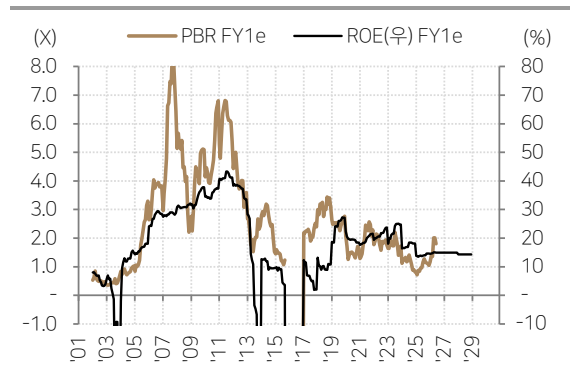
Source: 다올투자증권

Fig. 87: Fwd PER_삼성E&A



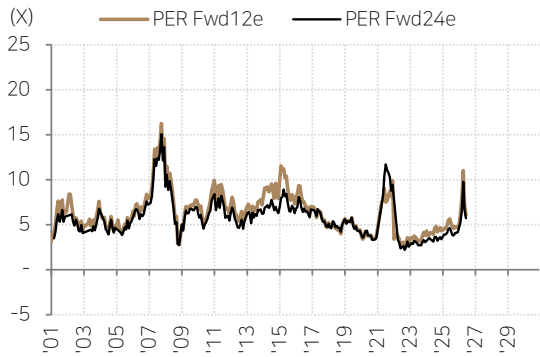
Source: 다올투자증권

Fig. 88: FY1 PBR / ROE_삼성E&A



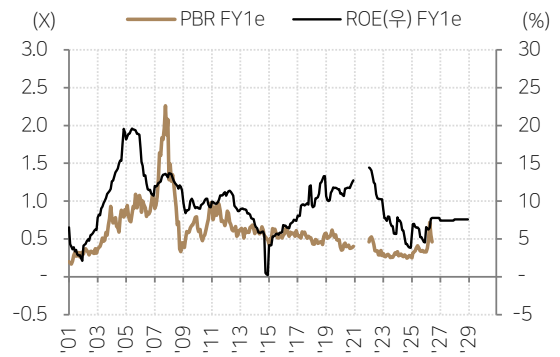
Source: 다올투자증권

Fig. 89: Fwd PER_DL이앤씨



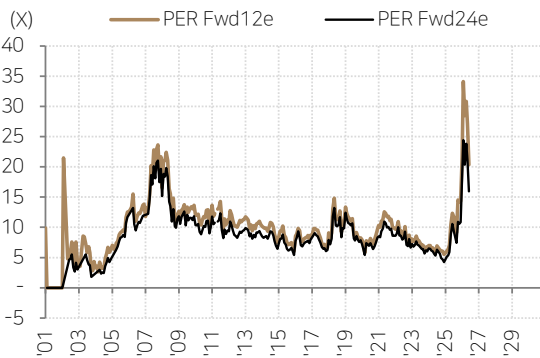
Source: 다올투자증권

Fig. 90: FY1 PBR / ROE_DL이앤씨



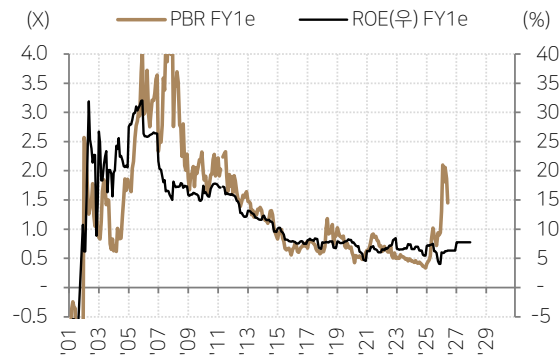
Source: 다올투자증권

Fig. 91: Fwd PER_현대건설



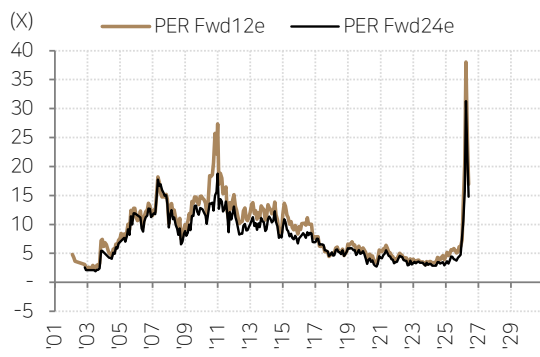
Source: 다올투자증권

Fig. 92: FY1 PBR / ROE_현대건설



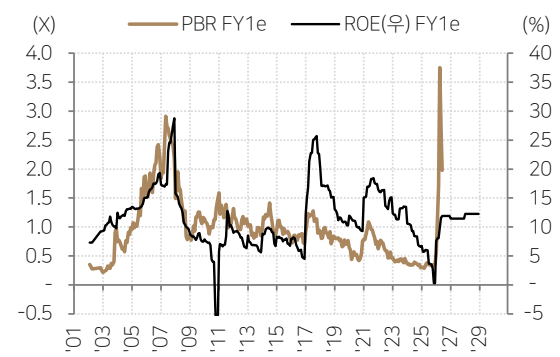
Source: 다올투자증권

Fig. 93: Fwd PER_대우건설



Source: 다올투자증권

Fig. 94: FY1 PBR / ROE_대우건설



Source: 다올투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다.

III. 종목별 투자 의견

GS건설 (006360) _ Top Pick

IPARK현대산업개발 (294870)

삼성E&A (028050)

DL이앤씨 (375500)

현대건설 (000720)

대우건설 (047040)

EARNINGS PREVIEW

박영도 건설 · 부동산 | ypark@daolfn.com

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	유지
적정주가	43,000	24,000	상향

Earnings

Stock Information

현재가(7/1)	30,100원
예상 추가상승률	42.9%
시가총액	25,760억원
비중(KOSPI내)	0.04%
발행주식수	85,581천주
52주 최저가/최고가	18,070 - 43,100원
3개월 일평균거래대금	920억원
외국인 지분율	18.4%
주요주주지분율(%)	30,100원
허창수 (외 15인)	23.0
국민연금공단 (외 1인)	6.9

Valuation wide

	2025	2026E	2027E
PER(배)	18.0	11.9	7.1
PBR(배)	0.5	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	6.9	7.4	6.2
배당수익률(%)	2.5	1.7	1.7

Performance

	1M	6M	12M	YTD
추가상승률(%)	4.3	52.8	44.4	52.8
KOSPI 대비 상대수익률(%)	9.9	(44.2)	(124.4)	(44.2)

GS건설 (006360)

주택 사이클 재개의 직접적 수혜

Issue

업종 밸류에이션 상향에 따른 투자의견 상향

Pitch

주택 사이클 재개의 직접적 수혜

Rationale

- 자이 브랜드 경쟁력 기반으로 상반기 정비사업 중심 7.5조원 규모의 시공권 확보. 시장참여자들의 정비사업 추진 의지가 확실한 가운데, 시장의 온기는 지방과 도급사업으로도 확산될 가능성 높음. 수주 및 분양 성과는 추가 개선 가능. 수주/기성의 시차로 인해 매출 회복 시간이 필요하나, 미래 매출의 가시성은 이미 높고 이에 따른 이익 증가 탄력성은 상당히 높을 것.
- 매출채권 회수가 양호하게 이뤄지고 있어 추가 대손 리스크 높지 않다 판단. 차입 규모로 인한 이자부담 있으나 영업현금 흐름 개선에 기반하여 점진적 부담 경감 가능.
- 주택 사이클 재개를 고려하여 2027e EPS에 PER 10배를 적용하여 적정주가를 43,000원으로 상향하고 투자의견 Buy 유지. 주택의 매출 기여도와 기 수주 실적 등 주택 사이클 재개의 직접적 수혜주라는 점에서 최선호주로 제시.

2Q26 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후			변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2026.06(E)	2026.06(E)	vs Chg	2026.06(E)	vs Con	2026.06(E)	vs Con	2025.06(A)	YoY	2026.03(A)	QoQ
매출액	2,856.7	2,895.1	(1.3)	2,788.8	2.4	3,196.1	(10.6)	2,400.5	19.0		
영업이익	131.9	122.3	7.9	127.3	3.6	162.1	(18.6)	73.5	79.6		
지배주주순이익	68.6	59.3	15.6	61.9	10.9	(62.7)	흑전	0.1	124,603.8		
OPM	4.6%	4.2%	0.4%p	4.6%	0.1%p	5.1%	-0.5%p	3.1%	1.6%p		
NIM	2.4%	2.0%	0.4%p	2.2%	0.2%p	-2.0%	4.4%p	0.0%	2.4%p		

Note: K-IFRS 연결 기준

Source: 다올투자증권

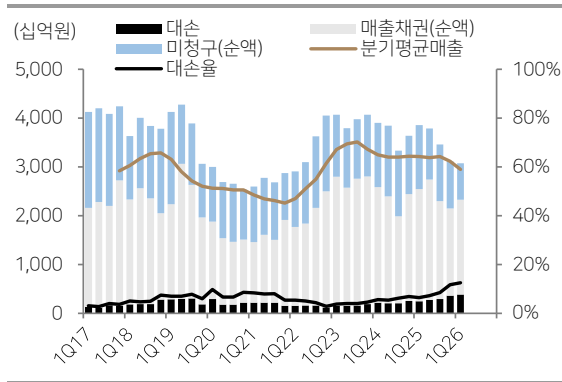
Fig. 95: 부문별 실적

(십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
수주	4,655	3,230	4,453	6,869	2,603	4,466	4,466	4,466	19,207	16,000	16,800	17,640
인프라	113	302	164	13	60	313	313	313	592	1,000	1,050	1,103
건축·주택	3,897	2,542	3,967	5,367	2,397	3,201	3,201	3,201	15,774	12,000	12,600	13,230
플랜트	24	188	11	159	(8)	669	669	669	381	2,000	2,100	2,205
신사업	622	199	311	1,330	153	282	282	282	2,461	1,000	1,050	1,103
수주잔고	63,536	62,428	64,640	70,553	72,131	73,740	75,484	75,540	70,553	75,540	80,061	83,575
인프라	6,275	6,170	5,936	5,678	5,668	5,687	5,721	5,481	5,678	5,481	5,338	5,251
건축·주택	34,427	34,810	37,011	40,661	41,418	43,004	44,657	46,334	40,661	46,334	51,583	55,519
플랜트	4,740	4,351	4,037	3,894	3,638	3,899	4,144	4,344	3,894	4,344	4,655	5,077
신사업	18,094	17,098	17,658	20,320	21,407	21,175	21,013	19,487	20,320	19,487	18,695	18,041
매출액	3,063	3,196	3,208	2,983	2,401	2,857	2,722	3,034	12,450	11,013	12,279	14,126
인프라	346	311	381	424	326	295	279	298	1,461	1,197	1,193	1,189
건축·주택	2,010	2,148	1,845	1,784	1,421	1,615	1,548	1,742	7,787	6,326	7,352	9,293
플랜트	284	341	340	356	254	407	425	464	1,320	1,550	1,788	1,783
신사업	395	371	619	395	371	514	445	504	1,779	1,834	1,842	1,756
기타	30	25	24	25	28	25	26	26	103	105	104	104
매출이익	291	299	389	366	198	318	303	338	1,345	1,157	1,404	1,645
인프라	51	(22)	24	38	13	18	17	18	91	65	81	80
건축·주택	191	363	218	311	176	210	201	226	1,082	814	956	1,208
플랜트	7	4	31	52	(61)	37	38	42	94	55	175	173
신사업	37	(42)	118	(30)	68	51	44	50	82	214	184	176
기타	5	(3)	(2)	(0)	3	2	2	2	(1)	9	8	8
<i>GPM(%)</i>	9.5%	9.3%	12.1%	12.3%	8.3%	11.1%	11.1%	11.2%	10.8%	10.5%	11.4%	11.6%
인프라	14.8%	-7.2%	6.2%	9.0%	3.9%	6.0%	6.0%	6.0%	6.2%	5.4%	6.8%	6.7%
건축·주택	9.5%	16.9%	11.8%	17.4%	12.4%	13.0%	13.0%	13.0%	13.9%	12.9%	13.0%	13.0%
플랜트	2.4%	1.1%	9.2%	14.6%	-24.2%	9.0%	9.0%	9.0%	7.1%	3.6%	9.8%	9.7%
신사업	9.4%	-11.4%	19.0%	-7.7%	18.3%	10.0%	10.0%	10.0%	4.6%	11.7%	10.0%	10.0%
기타	15.3%	-13.4%	-7.2%	-1.9%	10.4%	7.5%	7.5%	7.5%	-0.9%	8.3%	7.5%	7.5%
판매관리비	221	137	240	309	125	186	177	197	907	685	798	918
판매관리비율(%)	7.2%	4.3%	7.5%	10.4%	5.2%	6.5%	6.5%	6.5%	7.3%	6.2%	6.5%	6.5%
영업이익	70	162	148	57	73	132	126	141	438	472	605	726
<i>OPM(%)</i>	2.3%	5.1%	4.6%	1.9%	3.1%	4.6%	4.6%	4.7%	3.5%	4.3%	4.9%	5.1%
영업외손익	(28)	(278)	16	(1)	(10)	(34)	(31)	(24)	(290)	(99)	(84)	(55)
세전이익	43	(116)	165	56	64	98	95	117	147	373	521	671
당기순이익	14	(87)	122	45	11	72	70	86	93	239	384	494
<i>NIM(%)</i>	0.4%	-2.7%	3.8%	1.5%	0.4%	2.5%	2.6%	2.8%	0.8%	2.2%	3.1%	3.5%
지배주주순이익	28	(63)	90	38	0	69	66	82	94	217	364	469
<i>NIM(지배주주, %)</i>	0.9%	-2.0%	2.8%	1.3%	0.0%	2.4%	2.4%	2.7%	0.8%	2.0%	3.0%	3.3%

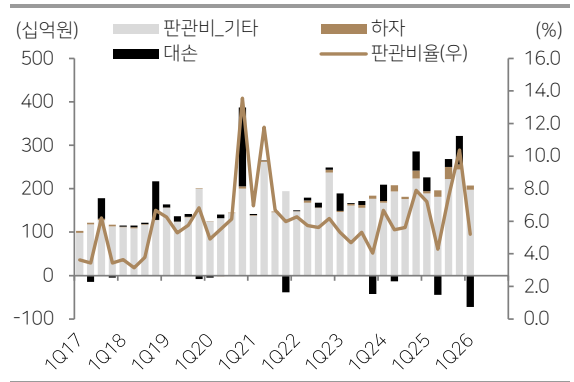
Source: 다올투자증권

Fig. 96: 매출채권



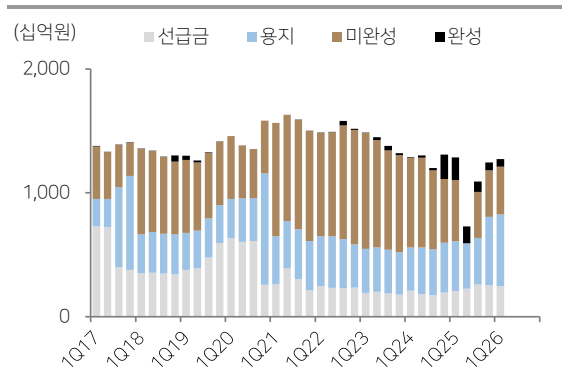
Source: 다올투자증권

Fig. 97: 판매관리비



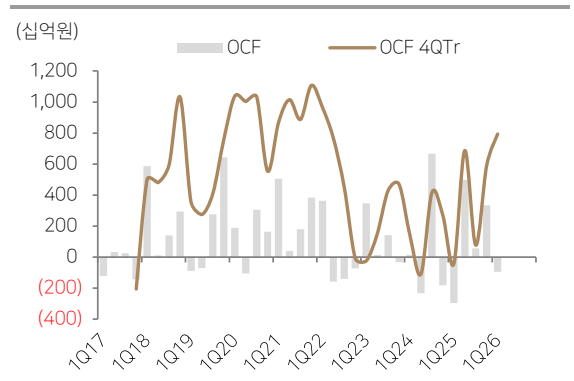
Source: 다올투자증권

Fig. 98: 재고자산



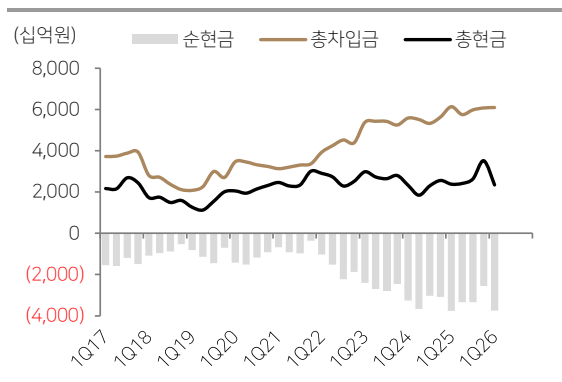
Source: 다올투자증권

Fig. 99: 영업현금흐름



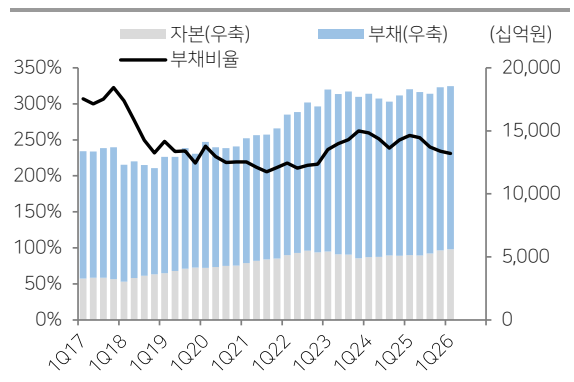
Source: 다올투자증권

Fig. 100: 순차입금



Source: 다올투자증권

Fig. 101: 부채비율



Source: 다올투자증권

GS건설 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	8,666.6	9,074.2	9,116.8	9,142.6	9,243.3
현금성자산	2,813.6	3,684.4	3,625.1	3,630.8	3,728.5
매출채권	2,840.5	2,664.5	2,775.1	2,790.3	2,791.7
재고자산	1,280.0	1,163.3	1,158.4	1,151.2	1,149.1
비유동자산	9,136.7	9,385.7	9,036.1	9,350.8	9,701.9
투자자산	5,433.9	6,568.9	6,084.9	6,331.9	6,589.0
유형자산	2,638.6	1,625.9	1,695.5	1,746.9	1,824.9
무형자산	1,064.3	1,190.8	1,255.8	1,272.1	1,287.9
자산총계	17,803.3	18,459.8	18,153.0	18,493.4	18,945.1
유동부채	9,031.9	7,832.1	8,458.8	8,451.9	8,450.3
매입채무	2,808.8	2,691.1	2,760.4	2,757.2	2,754.4
유동성이자부채	3,257.8	2,273.9	2,934.3	2,934.3	2,934.3
비유동부채	3,684.3	5,104.1	3,916.9	3,942.3	3,968.7
비유동이자부채	2,953.5	4,396.7	3,156.2	3,156.2	3,156.2
부채총계	12,716.2	12,936.3	12,375.7	12,394.2	12,419.1
자본금	427.9	427.9	427.9	427.9	427.9
자본잉여금	924.0	922.8	923.0	923.0	923.0
이익잉여금	3,266.5	3,342.1	3,512.5	3,834.4	4,261.2
자본조정	(204.3)	100.2	163.1	163.1	163.1
자기주식	(36.4)	(36.4)	(36.4)	(36.4)	(36.4)
자본총계	5,087.1	5,523.6	5,777.3	6,099.3	6,526.1
투하자본	7,961.4	7,879.6	7,561.0	7,849.6	8,150.0
순차입금	3,397.8	2,986.3	2,465.4	2,459.6	2,362.0
ROA	1.5	0.5	1.3	2.1	2.6
ROE	6.0	2.0	4.9	7.4	8.9
ROIC	2.3	3.5	3.9	5.8	6.7

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	267.8	591.5	673.7	553.3	688.8
당기순이익	263.9	93.4	238.6	383.6	493.9
자산상각비	208.7	237.3	210.0	204.3	211.6
운전자본증감	(367.4)	(114.1)	(34.9)	(27.0)	(4.6)
매출채권감소(증가)	302.9	183.6	(105.2)	(15.2)	(1.4)
재고자산감소(증가)	188.8	169.4	65.1	7.3	2.0
매입채무증가(감소)	(92.8)	(339.1)	(197.2)	(3.2)	(2.8)
투자현금	(548.9)	(247.0)	(802.8)	(541.7)	(586.7)
단기투자자산감소	55.8	(57.7)	(183.3)	(36.6)	(38.1)
장기투자증감감소	59.8	(34.9)	(12.0)	(13.8)	(14.9)
설비투자	(416.2)	(226.0)	(197.3)	(222.9)	(256.4)
유무형자산감소	(61.5)	(60.2)	(48.8)	(49.1)	(49.1)
재무현금	76.6	573.7	(192.0)	(42.4)	(42.4)
차입금증가	(98.8)	(74.2)	(16.9)	0.0	0.0
자본증가	(32.4)	(41.9)	(42.4)	(42.4)	(42.4)
배당금지급	32.4	41.9	42.4	42.4	42.4
현금 증감	(161.9)	932.8	(291.9)	(30.9)	59.6
총현금흐름(Gross CF)	872.4	975.2	847.8	580.3	693.3
(-) 운전자본증가(감소)	210.0	(247.3)	135.7	27.0	4.6
(-) 설비투자	416.2	226.0	197.3	222.9	256.4
(+) 자산매각	(61.5)	(60.2)	(48.8)	(49.1)	(49.1)
Free Cash Flow	(43.9)	614.1	10.1	11.6	102.0
(-) 기타투자	(59.8)	34.9	12.0	13.8	14.9
잉여현금	16.0	579.3	(2.0)	(2.2)	87.1

자료: 다올투자증권

손익계산서

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	12,863.8	12,450.3	11,013.0	12,279.4	14,126.1
증가율 (Y-Y,%)	(4.3)	(3.2)	(11.5)	11.5	15.0
영업이익	286.0	437.8	472.3	605.3	726.4
증가율 (Y-Y,%)	흑전	53.1	7.9	28.2	20.0
EBITDA	494.7	675.1	682.3	809.7	938.0
영업외손익	155.5	(290.5)	(99.0)	(84.1)	(55.3)
순이자수익	(133.7)	(125.3)	(123.9)	(98.9)	(68.5)
외화관련손익	173.9	(109.3)	(2.0)	0.0	0.0
지분법손익	130.6	(44.2)	13.9	13.9	13.9
세전계속사업손익	441.5	147.3	373.3	521.2	671.1
당기순이익	263.9	93.4	238.6	383.6	493.9
지배기업당기순이익	245.6	93.5	216.5	364.4	469.2
증가율 (Y-Y,%)	흑전	(64.6)	155.4	60.8	28.8
NOPLAT	170.9	277.6	301.9	445.5	534.6
(+) Dep	208.7	237.3	210.0	204.3	211.6
(-) 운전자본투자	210.0	(247.3)	135.7	27.0	4.6
(-) Capex	416.2	226.0	197.3	222.9	256.4
OpFCF	(246.6)	536.2	178.9	400.0	485.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	12.5	0.4	(6.4)	(1.5)	4.3
영업이익증가율(3Yr)	(23.8)	(7.6)	n/a	28.4	18.4
EBITDA증가율(3Yr)	(14.8)	(4.3)	n/a	17.9	11.6
순이익증가율(3Yr)	(14.9)	(40.4)	n/a	13.3	74.2
영업이익률(%)	2.2	3.5	4.3	4.9	5.1
EBITDA마진(%)	3.8	5.4	6.2	6.6	6.6
순이익률(%)	2.1	0.8	2.2	3.1	3.5

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	2,869	1,093	2,530	4,258	5,483
BPS	39,142	42,090	44,060	47,632	52,434
DPS	300	500	500	500	500
Multiples(x,%)					
PER	6.0	18.0	11.9	7.1	5.5
PBR	0.4	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/ EBITDA	9.9	6.9	7.4	6.2	5.3
배당수익률	1.7	2.5	1.7	1.7	1.7
PCR	1.7	1.7	3.0	4.4	3.7
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
재무건전성(%)					
부채비율	250.0	234.2	214.2	203.2	190.3
Net debt/Equity	66.8	54.1	42.7	40.3	36.2
Net debt/EBITDA	686.9	442.3	361.3	303.8	251.8
유동비율	96.0	115.9	107.8	108.2	109.4
이자보상배율	2.1	3.5	3.8	6.1	10.6
이자비용/매출액	2.4	2.7	2.9	2.6	2.2
자산구조					
투하자본(%)	49.1	43.5	43.8	44.1	44.1
현금+투자자산(%)	50.9	56.5	56.2	55.9	55.9
자본구조					
차입금(%)	55.0	54.7	51.3	50.0	48.3
자기자본(%)	45.0	45.3	48.7	50.0	51.7

EARNINGS PREVIEW

박영도 건설 · 부동산 | ypark@daolfn.com

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	유지
적정 주가	31,000	29,000	상향

Earnings

Stock Information

현재가(7/1)	18,700원
예상 추가 상승률	65.8%
시가총액	12,325억원
비중(KOSPI내)	0.02%
발행주식수	65,907천주
52주 최저가/최고가	17,710 - 24,400원
3개월 일평균거래대금	60억원
외국인 지분율	16.8%
주요주주지분율(%)	
HDC (외 7인)	43.0
국민연금공단 (외 1인)	10.1

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	9.1	4.2	3.0
PBR(배)	0.5	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	9.1	5.1	3.6
배당수익률(%)	3.2	3.7	3.7

Performance	1M	6M	12M	YTD
추가 상승률(%)	(6.1)	(14.6)	(18.7)	(14.6)
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(0.6)	(111.6)	(187.4)	(111.6)

IPARK현대산업개발 (294870)

주택 사이클 재개의 고베타

Issue

업종 밸류에이션 상향에 따른 투자의견 상향

Pitch

상대적 열위를 감안하더라도 주택 사이클의 현 위치를 고려하면 현저한 저평가

Rationale

- 영업이익률이 21년 3분기 이후 처음으로 두 자릿수를 회복했으나 매출감소로 인해 의미가 희석. 자체사업 기반의 유의미한 증익 사이클이 시작되었고, 현재의 증익 사이클이 단기가 아님에도 불구하고 2026e 기준 PER 4.2배에 그치는 현저한 저평가 상태. 주택 사이클이 재개되고 지방, 도급사업까지 온기가 확산될 수 있다는 점을 염두에 둘 필요.
- AI, 재건 등 시장을 이끄는 테마와 무관하고, 서울 중심 정비사업 수주에서 상대적으로 부진하다는 약점 존재.
- 주택 사이클 재개를 고려하되, 약점을 반영하여 2027e EPS에 업종 Peer 대비 할인된 PER 5배만 적용하더라도 충분한 상승 여력 보유. 적정주가를 31,000원으로 상향하고 투자의견 Buy 유지. 주택 사이클이 지방, 도급사업으로 확산될 경우 가장 베타가 클 수 있다는 점에서 관심종목으로 추천.

2Q26 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후			변경 전			시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2026.06(E)	2026.06(E)	vs Chg	2026.06(E)	vs Con	2025.06(A)	YoY	2026.03(A)	QoQ			
매출액	1,074.8	1,088.7	(1.3)	971.0	10.7	1,163.2	(7.6)	673.9	59.5			
영업이익	119.0	120.4	(1.1)	120.5	(1.2)	80.3	48.3	80.1	48.5			
지배주주순이익	79.0	91.1	(13.2)	82.5	(4.2)	52.7	50.0	49.3	60.4			
OPM	11.1%	11.1%	0.0%p	12.4%	-1.3%p	6.9%	4.2%p	11.9%	-0.8%p			
NIM	7.4%	8.4%	-1.0%p	8.5%	-1.1%p	4.5%	2.8%p	7.3%	0.0%p			

Note: K-IFRS 연결 기준

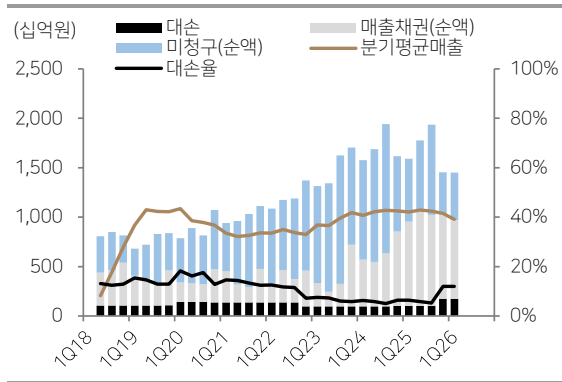
Fig. 102: 부문별 실적

(십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
수주	1,089	1,766	1,580	1,396	309	1,797	1,797	1,797	5,830	5,700	6,210	6,768
토목	12	20	(100)	68	309	64	64	64	0	500	525	551
건축	0	17	(17)	0	0	233	233	233	0	700	735	772
자체주택	17	91	100	552	0	333	333	333	760	1,000	1,100	1,210
외주주택	1,052	1,623	1,810	584	0	1,167	1,167	1,167	5,070	3,500	3,850	4,235
수주잔고	31,566	32,213	32,798	33,160	32,851	33,589	34,347	34,902	33,160	34,902	36,138	38,115
토목	1,365	1,308	1,139	1,010	1,226	1,213	1,207	1,238	1,010	1,238	1,446	1,646
건축	3,177	3,110	2,870	3,008	2,944	3,157	3,302	3,490	3,008	3,490	3,793	4,248
자체주택	9,331	9,211	8,997	9,437	9,389	9,422	9,473	9,388	9,437	9,388	9,009	9,087
외주주택	17,693	18,584	19,792	19,705	19,292	19,841	20,452	20,957	19,705	20,957	22,234	23,649
매출액	906	1,163	1,053	1,025	674	1,075	1,056	1,220	4,147	4,024	5,056	4,870
토목	62	77	65	75	51	76	70	75	278	272	317	352
건축	51	84	10	12	3	21	88	106	158	218	433	316
자체주택	227	212	315	202	144	300	283	322	957	1,049	1,479	1,132
외주주택	504	722	611	675	420	617	556	654	2,513	2,248	2,574	2,820
해외	8	15	(6)	3	5	4	2	4	20	15	14	13
기타	41	36	44	43	36	40	41	40	164	156	158	159
매출이익	107	147	130	208	129	184	174	200	592	686	888	773
토목	9	8	(3)	(0)	3	5	4	4	13	16	19	21
건축	(17)	(6)	1	13	0	1	4	5	(10)	11	20	15
자체주택	73	81	90	82	52	111	105	119	326	387	545	418
외주주택	34	63	30	105	69	56	50	59	231	234	255	275
해외	(6)	1	0	(3)	0	0	0	0	(8)	1	1	1
기타	10	(5)	6	4	(1)	4	4	4	14	10	12	13
GPM(%)	11.8%	12.7%	12.3%	20.3%	19.1%	17.1%	16.5%	16.4%	14.3%	17.0%	17.6%	15.9%
토목	13.9%	10.3%	-4.1%	-0.6%	5.7%	6.0%	6.0%	6.0%	4.8%	5.9%	6.0%	6.0%
건축	-34.1%	-7.4%	10.7%	103.7%	2.3%	5.0%	5.0%	5.0%	-6.4%	5.0%	4.7%	4.7%
자체주택	32.1%	38.4%	28.5%	40.6%	36.1%	37.0%	37.0%	37.0%	34.1%	36.9%	36.9%	36.9%
외주주택	6.7%	8.7%	4.9%	15.5%	16.5%	9.0%	9.0%	9.0%	9.2%	10.4%	9.9%	9.8%
해외	-68.6%	4.5%	0.0%	-96.3%	5.1%	4.0%	4.0%	4.0%	-37.9%	4.4%	4.1%	4.1%
기타	23.5%	-15.4%	13.6%	8.9%	-2.2%	9.0%	9.0%	9.0%	8.6%	6.4%	7.7%	7.9%
판매관리비	53	67	57	167	49	64	63	73	343	250	311	298
판매관리비율(%)	5.8%	5.8%	5.4%	16.3%	7.2%	6.0%	6.0%	6.0%	8.3%	6.2%	6.1%	6.1%
영업이익	54	80	73	41	80	119	111	126	249	436	577	475
OPM(%)	6.0%	6.9%	6.9%	4.0%	11.9%	11.1%	10.5%	10.4%	6.0%	10.8%	11.4%	9.7%
영업외손익	4	(7)	(14)	(19)	(9)	(12)	(8)	(2)	(35)	(31)	(13)	(15)
세전이익	58	74	59	23	71	107	102	124	213	405	564	460
당기순이익	54	53	40	11	49	79	75	91	158	295	415	338
NIM(%)	6.0%	4.5%	3.8%	1.1%	7.3%	7.4%	7.1%	7.5%	3.8%	7.3%	8.2%	6.9%
지배주주순이익	54	53	40	11	49	79	75	91	158	295	415	338
NIM(지배주주, %)	6.0%	4.5%	3.8%	1.1%	7.3%	7.4%	7.1%	7.5%	3.8%	7.3%	8.2%	6.9%

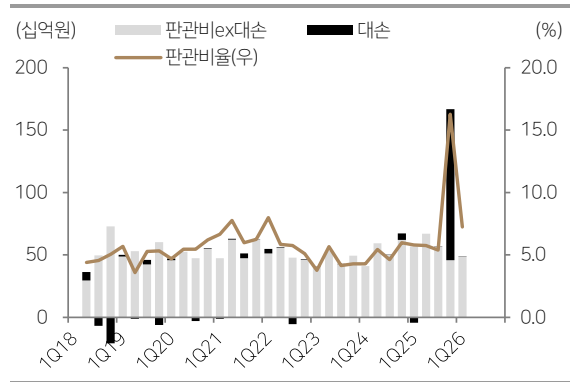
Source: 다올투자증권

Fig. 103: 매출채권



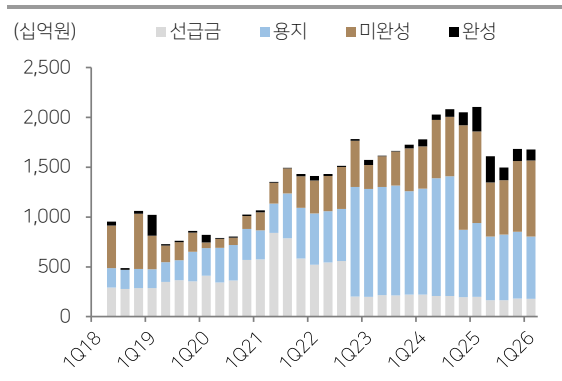
Source: 다올투자증권

Fig. 104: 판매관리비



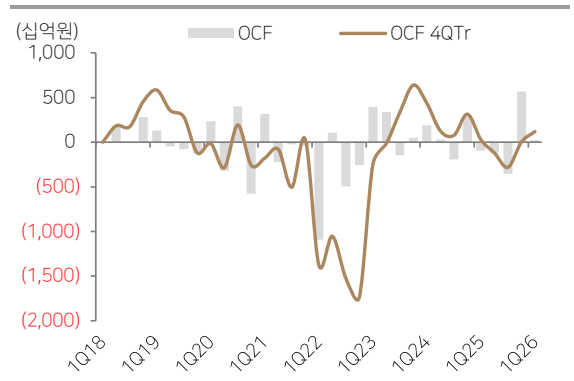
Source: 다올투자증권

Fig. 105: 재고자산



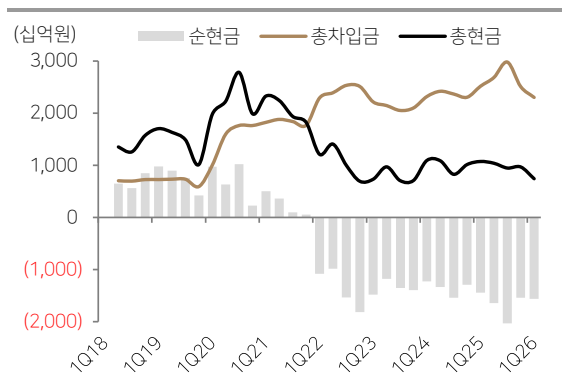
Source: 다올투자증권

Fig. 106: 영업현금흐름



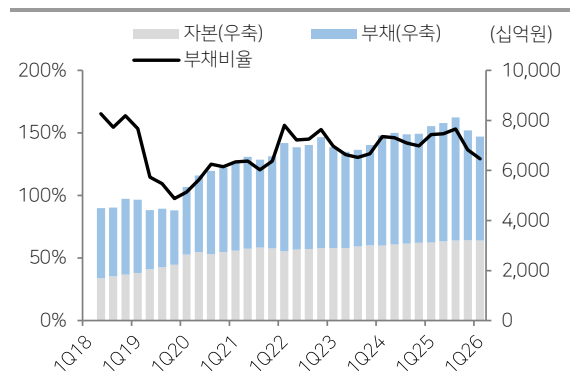
Source: 다올투자증권

Fig. 107: 순차입금



Source: 다올투자증권

Fig. 108: 부채비율



Source: 다올투자증권

IPARK현대산업개발 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	5,380.4	4,718.3	4,617.8	4,849.4	5,007.0
현금성자산	1,322.4	1,293.8	1,082.4	1,282.9	1,434.3
매출채권	1,748.7	1,510.0	1,452.7	1,482.4	1,492.2
재고자산	1,854.3	1,505.7	1,477.4	1,468.3	1,466.3
비유동자산	2,081.5	2,880.8	2,991.2	3,145.4	3,293.2
투자자산	1,584.5	2,027.3	2,064.6	2,148.4	2,235.7
유형자산	485.1	839.3	909.0	981.6	1,044.1
무형자산	11.8	14.2	17.6	15.4	13.5
자산총계	7,461.9	7,599.1	7,608.9	7,994.8	8,300.3
유동부채	3,510.0	3,291.6	2,958.6	2,963.7	2,965.1
매입채무	1,320.0	1,207.4	1,010.9	1,010.1	1,014.5
유동성이자부채	1,792.5	1,744.9	1,410.9	1,410.9	1,410.9
비유동부채	837.3	1,094.7	1,249.3	1,259.0	1,269.2
비유동이자부채	587.4	835.5	968.2	968.2	968.2
부채총계	4,347.3	4,386.3	4,207.9	4,222.8	4,234.3
자본금	329.5	329.5	329.5	329.5	329.5
자본잉여금	1,605.8	1,605.8	1,605.8	1,605.8	1,605.8
이익잉여금	1,199.2	1,315.2	1,567.3	1,938.2	2,232.2
자본조정	(20.0)	(37.8)	(101.6)	(101.6)	(101.6)
자기주식	(20.7)	(37.0)	(50.8)	(50.8)	(50.8)
자본총계	3,114.6	3,212.8	3,401.1	3,772.0	4,066.0
투하자본	3,976.1	4,248.2	4,445.4	4,605.5	4,737.4
순차입금	1,057.5	1,286.5	1,296.6	1,096.2	944.7
ROA	2.2	2.1	3.9	5.3	4.2
ROE	5.1	5.0	8.9	11.6	8.6
ROIC	3.6	4.5	7.3	9.4	7.5

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	314.4	2.8	251.9	497.3	446.4
당기순이익	155.7	158.1	295.1	415.3	338.4
자산상각비	58.1	50.5	64.3	73.5	77.9
운전자본증감	12.8	(502.4)	(81.1)	(26.0)	(4.8)
매출채권감소(증가)	82.6	138.2	(563.5)	(29.6)	(9.8)
재고자산감소(증가)	(210.8)	26.5	17.6	9.1	2.0
매입채무증가(감소)	204.9	(80.2)	486.5	(0.8)	4.4
투자현금	(97.8)	(72.8)	(201.5)	(267.5)	(266.2)
단기투자자산감소	(11.8)	102.2	3.5	(15.1)	(15.7)
장기투자증권감소	(5.1)	(40.0)	(25.9)	(34.9)	(35.4)
설비투자	(34.4)	(117.7)	(119.9)	(143.5)	(138.3)
유무형자산감소	(3.2)	(3.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)
재무현금	46.9	125.7	(224.1)	(44.4)	(44.4)
차입금증가	91.8	181.3	(211.4)	0.0	0.0
자본증가	(44.9)	(61.2)	(57.7)	(44.4)	(44.4)
배당금지급	44.9	44.9	43.9	44.4	44.4
현금 증감	266.3	59.5	(172.8)	185.4	135.8
총현금흐름(Gross CF)	370.4	533.3	339.8	523.3	451.2
(-) 운전자본증가(감소)	(90.8)	(462.7)	109.9	26.0	4.8
(-) 설비투자	34.4	117.7	119.9	143.5	138.3
(+) 자산매각	(3.2)	(3.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)
Free Cash Flow	285.3	(41.8)	57.2	229.8	180.1
(-) 기타투자	5.1	40.0	25.9	34.9	35.4
잉여현금	280.3	(81.8)	31.2	194.9	144.8

자료: 다음투자증권

손익계산서

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	4,256.2	4,147.0	4,024.5	5,055.6	4,870.1
증가율 (Y-Y,%)	1.6	(2.6)	(3.0)	25.6	(3.7)
영업이익	184.6	248.6	436.2	577.2	474.8
증가율 (Y-Y,%)	(5.5)	34.7	75.5	32.3	(17.7)
EBITDA	242.7	299.1	500.5	650.7	552.8
영업외손익	15.7	(15.4)	(31.2)	(12.9)	(15.1)
순이자수익	26.8	(1.6)	6.1	24.6	21.8
외화관련손익	(5.5)	1.3	2.5	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	(24.7)	(24.7)	(24.7)
세전계속사업손익	200.3	213.4	405.0	564.2	459.7
당기순이익	155.7	158.1	295.1	415.3	338.4
지배기업당기순이익	155.7	158.1	295.1	415.3	338.4
증가율 (Y-Y,%)	(9.9)	1.6	86.6	40.7	(18.5)
NOPLAT	143.5	184.2	317.8	424.8	349.5
(+) Dep	58.1	50.5	64.3	73.5	77.9
(-) 운전자본투자	(90.8)	(462.7)	109.9	26.0	4.8
(-) Capex	34.4	117.7	119.9	143.5	138.3
OpFCF	258.1	579.7	152.3	328.8	284.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.2	7.9	(1.3)	5.9	5.5
영업이익증가율(3Yr)	(12.3)	28.8	30.7	46.2	24.1
EBITDA증가율(3Yr)	(8.0)	22.5	25.2	38.9	22.7
순이익증가율(3Yr)	(4.1)	46.6	19.5	38.7	28.9
영업이익률(%)	4.3	6.0	10.8	11.4	9.7
EBITDA마진(%)	5.7	7.2	12.4	12.9	11.4
순이익률(%)	3.7	3.8	7.3	8.2	6.9

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	2,363	2,400	4,478	6,301	5,134
BPS	47,077	48,531	51,337	56,999	61,488
DPS	700	700	700	700	700
Multiples(x,%)					
PER	7.6	9.1	4.2	3.0	3.6
PBR	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/ EBITDA	9.3	9.1	5.1	3.6	3.9
배당수익률	3.9	3.2	3.7	3.7	3.7
PCR	3.2	2.7	3.6	2.4	2.7
PSR	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	139.6	136.5	123.7	112.0	104.1
Net debt/Equity	34.0	40.0	38.1	29.1	23.2
Net debt/EBITDA	435.7	430.1	259.1	168.5	170.9
유동비율	153.3	143.3	156.1	163.6	168.9
이자보상배율	n/a	159.0	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.3	1.7	1.6	1.2	1.3
자산구조					
투하자본(%)	57.8	56.1	58.6	57.3	56.3
현금+투자자산(%)	42.2	43.9	41.4	42.7	43.7
자본구조					
차입금(%)	43.3	44.5	41.2	38.7	36.9
자기자본(%)	56.7	55.5	58.8	61.3	63.1

EARNINGS PREVIEW

박영도 건설 · 부동산 | ypark@daolfn.com

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	유지
적정 주가	71,000	34,000	상향

Earnings

Stock Information

현재가(7/1)	51,700원
예상 증가상승률	37.3%
시가총액	101,332억원
비중(KOSPI내)	0.15%
발행주식수	196,000천주
52주 최저가/최고가	22,100 - 64,400원
3개월 일평균거래대금	1,754억원
외국인 자본율	37.8%
주요주주지분율(%)	
삼성SDI (외 7인)	20.6
국민연금공단 (외 1인)	7.3

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	7.6	11.2	10.9
PBR(배)	1.0	1.9	1.7
EV/EBITDA(배)	2.3	6.5	5.3
배당수익률(%)	3.3	1.5	1.5

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	2.8	115.0	125.8	115.0
KOSPI 대비 상대수익률(%)	8.3	17.9	(43.0)	17.9

삼성E&A (028050)

강력한 관계사 투자 모멘텀

Issue

업종 밸류에이션 상향에 따른 투자의견 상향

Pitch

관계사 투자 확대, 중동 재건 및 에너지 공급망 다변화 수혜

Rationale

- 강력한 관계사 투자 모멘텀 보유. 당사는 삼성전자, 삼성디스플레이, 삼성전기, 삼성바이오로직스 등의 관계사 공사를 수행. AI의 급성장으로 반도체를 위시하여 관계사 투자가 크게 증가할 전망. 기존 투자 계획 외에도 3대 메가 프로젝트 투자 계획 발표로 인해 관계사 발주 규모는 상당한 규모로 증가할 것으로 예상.
- 화공도 1분기 대규모 수주를 기점으로 수주잔고 반등. 중동 재건의 경우 과거 시공 경험뿐 아니라 현지점 리소스 조달 가능성 중요. 현재 카타르 라스라판 등에서 기존 사업 수행중인 동사가 현실적인 수주 가능성 높음.
- 강력한 관계사 투자 모멘텀을 고려하여 2027e EPS에 PER 15 배를 적용, 적정주가를 71,000원으로 상향하고 투자의견 Buy 를 유지. 관계사 투자 모멘텀, 재건을 비롯한 글로벌 에너지 공급망 다변화 투자 고려하여 관심종목으로 추천.

2Q26 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후		변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2026.06(E)	2026.06(E)	vs Chg	2026.06(E)	vs Con	2025.06(A)	YoY	2026.03(A)	QoQ	
매출액	2,777.7	2,534.7	9.6	2,503.5	11.0	2,178.0	27.5	2,267.4	22.5	
영업이익	234.4	211.4	10.9	217.7	7.7	180.9	29.6	188.2	24.6	
지배주주순이익	184.7	170.9	8.1	178.8	3.3	140.7	31.3	155.6	18.7	
OPM	8.4%	8.3%	0.1%p	8.7%	-0.3%p	8.3%	0.1%p	8.3%	0.1%p	
NIM	6.6%	6.7%	-0.1%p	7.1%	-0.5%p	6.5%	0.2%p	6.9%	-0.2%p	

Note: K-IFRS 연결 기준

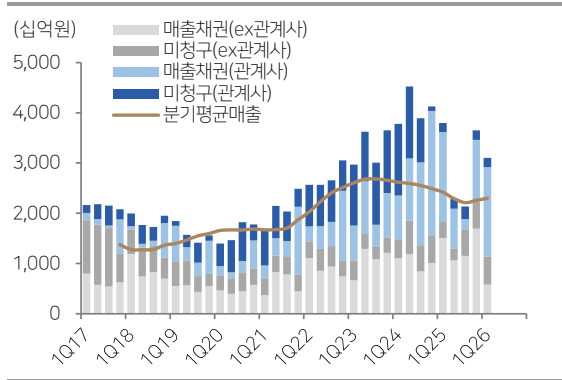
Fig. 109: 부문별 실적

(십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
수주	2,417	231	1,439	2,269	4,628	3,124	3,124	3,124	6,357	14,000	14,700	15,435
화공	49	21	59	129	3,174	609	609	609	258	5,000	5,250	5,513
첨단산업	144	181	1,006	1,330	862	1,379	1,379	1,379	2,661	5,000	5,250	5,513
New Energy	2,224	30	374	810	592	1,136	1,136	1,136	3,438	4,000	4,200	4,410
수주잔고	21,355	18,218	18,043	17,756	20,624	20,970	21,268	21,059	17,756	21,059	23,898	26,098
화공	11,690	9,472	8,509	7,399	9,806	9,091	8,472	7,617	7,399	7,617	8,676	9,498
첨단산업	3,167	2,981	2,780	4,906	5,194	5,794	6,304	6,738	4,906	6,738	7,700	8,411
New Energy	6,498	5,765	6,755	5,451	5,625	6,085	6,491	6,703	5,451	6,703	7,523	8,189
매출액	2,098	2,178	1,996	2,757	2,267	2,778	2,827	2,826	9,029	10,698	11,860	13,235
화공	1,091	1,305	1,266	1,489	1,130	1,324	1,227	1,101	5,151	4,782	4,191	4,690
첨단산업	769	589	402	770	574	779	869	946	2,531	3,168	4,288	4,801
New Energy	238	283	327	498	563	675	730	779	1,346	2,747	3,381	3,744
계열사	804	613	375	716	529	767	857	934	2,508	3,088	4,112	4,572
매출이익	294	314	309	417	344	375	382	383	1,334	1,483	1,609	1,795
화공	132	180	184	244	181	172	160	143	739	656	545	610
첨단산업	117	73	40	125	80	101	113	123	354	417	558	624
New Energy	45	62	85	48	83	101	110	117	240	411	507	562
GPM(%)	14.0%	14.4%	15.5%	15.1%	15.2%	13.5%	13.5%	13.6%	14.8%	13.9%	13.6%	13.6%
화공	12.1%	13.8%	14.6%	16.4%	16.0%	13.0%	13.0%	13.0%	14.4%	13.7%	13.0%	13.0%
첨단산업	15.2%	12.3%	9.8%	16.3%	13.9%	13.0%	13.0%	13.0%	14.0%	13.2%	13.0%	13.0%
New Energy	18.9%	21.8%	25.9%	9.7%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%	17.8%	15.0%	15.0%	15.0%
판매관리비	137	133	132	140	156	140	142	144	542	582	595	665
판매관리비율(%)	6.5%	6.1%	6.6%	5.1%	6.9%	5.0%	5.0%	5.1%	6.0%	5.4%	5.0%	5.0%
영업이익	157	181	177	277	188	234	240	239	792	901	1,014	1,131
OPM(%)	7.5%	8.3%	8.8%	10.1%	8.3%	8.4%	8.5%	8.4%	8.8%	8.4%	8.6%	8.5%
영업외손익	47	22	10	(42)	21	30	33	33	38	123	129	147
세전이익	205	203	187	235	209	264	273	272	830	1,024	1,143	1,277
당기순이익	157	142	157	192	163	194	201	200	648	765	841	940
NIM(%)	7.5%	6.5%	7.9%	7.0%	7.2%	7.0%	7.1%	7.1%	7.2%	7.1%	7.1%	7.1%
지배주주순이익	151	141	142	184	156	185	191	190	617	909	929	949
NIM(지배주주, %)	7.2%	6.5%	7.1%	6.7%	6.9%	6.6%	6.8%	6.7%	6.8%	8.5%	7.8%	7.2%

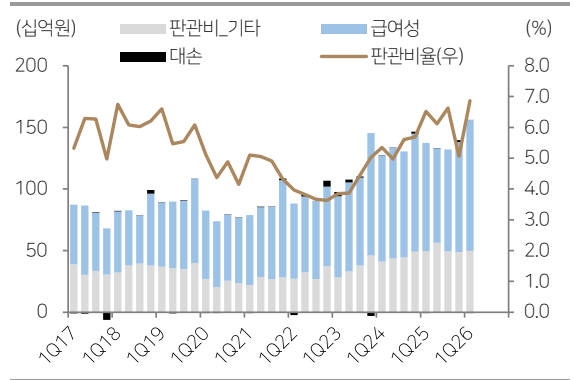
Source: 다올투자증권

Fig. 110: 매출채권



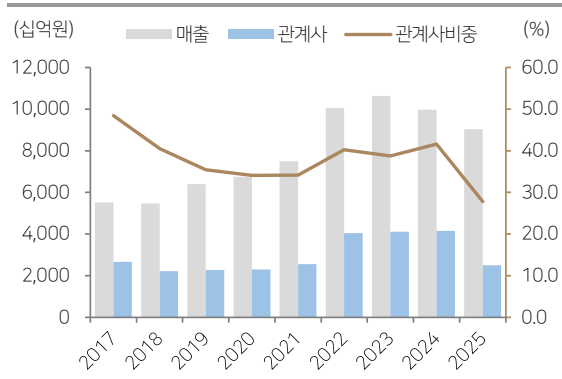
Source: 다올투자증권

Fig. 111: 판매관리비



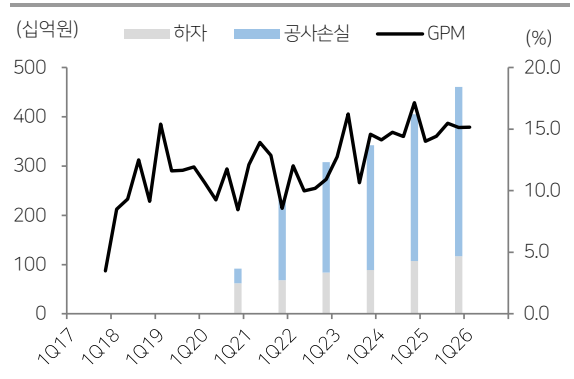
Source: 다올투자증권

Fig. 112: 계열사향 매출



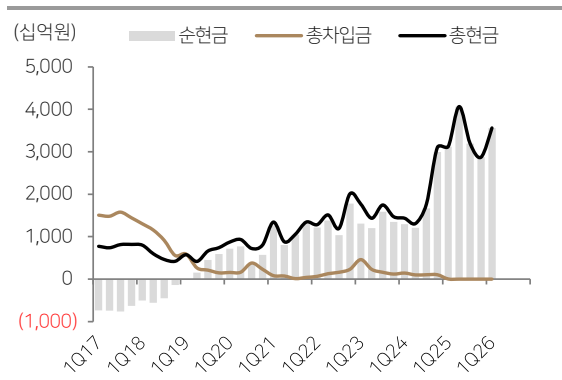
Source: 다올투자증권

Fig. 113: 손실충당부채



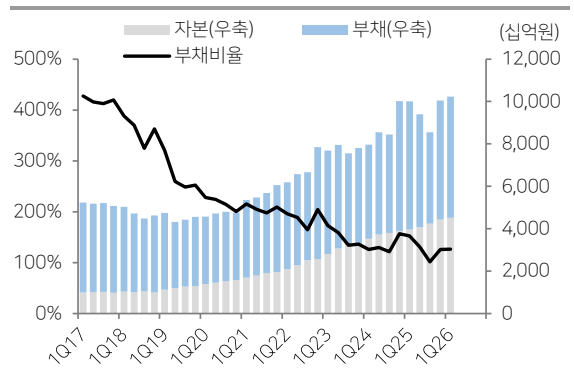
Source: 다올투자증권

Fig. 114: 순차입금



Source: 다올투자증권

Fig. 115: 부채비율



Source: 다올투자증권

삼성E&A 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	7,941.9	7,659.2	8,143.9	8,658.7	9,299.2
현금성자산	3,127.5	2,984.7	3,987.7	4,607.3	5,265.3
매출채권	3,809.0	3,301.2	2,689.4	2,572.4	2,553.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	2,071.4	2,380.4	2,438.2	2,528.7	2,627.8
투자자산	1,529.2	1,765.3	1,797.6	1,870.6	1,946.5
유형자산	443.4	507.5	532.3	547.5	568.9
무형자산	98.9	107.6	108.3	110.6	112.3
자산총계	10,013.3	10,039.6	10,582.1	11,187.5	11,927.0
유동부채	5,871.1	5,258.7	5,155.9	5,103.5	5,091.0
매입채무	4,636.0	4,383.0	4,161.3	4,105.8	4,094.6
유동성이자부채	448.7	300.3	328.5	328.5	328.5
비유동부채	246.5	334.7	346.4	359.6	373.3
비유동이자부채	17.7	24.9	20.9	20.9	20.9
부채총계	6,117.6	5,593.4	5,502.3	5,463.1	5,464.3
자본금	980.0	980.0	980.0	980.0	980.0
자본잉여금	(21.9)	(66.9)	(66.9)	(66.9)	(66.9)
이익잉여금	3,187.3	3,675.4	4,244.7	4,889.3	5,627.6
자본조정	86.4	152.2	211.9	211.9	211.9
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,895.7	4,446.2	5,079.8	5,724.3	6,462.7
투하자본	916.4	1,416.0	1,062.8	1,072.5	1,136.8
순차입금	(2,661.1)	(2,659.5)	(3,638.3)	(4,257.9)	(4,915.9)
ROA	7.2	6.5	7.4	7.7	8.1
ROE	16.6	14.5	15.1	14.8	14.7
ROIC	53.3	53.0	54.3	69.9	75.3

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	1,635.8	254.4	1,162.8	958.9	1,008.5
당기순이익	638.7	648.3	759.0	841.5	940.2
자산상각비	69.3	82.2	90.9	93.9	96.6
운전자본증감	730.4	(516.9)	238.1	52.3	5.0
매출채권감소(증가)	(349.7)	512.9	592.4	117.0	19.2
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증가(감소)	807.2	(457.8)	(139.3)	(55.5)	(11.2)
투자현금	(49.7)	(1,709.1)	(241.3)	(274.2)	(289.0)
단기투자자산감소	81.3	(1,564.5)	(75.4)	(89.7)	(93.4)
장기투자증감감소	(2.8)	(55.7)	(11.4)	(15.4)	(16.0)
설비투자	(43.0)	(53.5)	(70.1)	(70.3)	(78.4)
유무형자산감소	(42.2)	(41.5)	(40.9)	(41.2)	(41.2)
재무현금	(29.6)	(263.9)	(17.3)	(154.8)	(154.8)
차입금증가	(29.2)	(116.0)	(2.8)	0.0	0.0
자본증가	(0.2)	(129.4)	(154.8)	(154.8)	(154.8)
배당금지급	0.2	129.4	154.8	154.8	154.8
현금 증감	1,680.7	(1,733.9)	916.4	529.8	564.7
총현금흐름(Gross CF)	1,087.2	1,041.5	932.5	906.5	1,003.5
(-) 운전자본증가(감소)	(965.4)	324.2	(387.4)	(52.3)	(5.0)
(-) 설비투자	43.0	53.5	70.1	70.3	78.4
(+) 자산매각	(42.2)	(41.5)	(40.9)	(41.2)	(41.2)
Free Cash Flow	1,768.0	(1,184.6)	929.2	684.7	719.5
(-) 기타투자	2.8	55.7	11.4	15.4	16.0
잉여현금	1,765.2	(1,240.3)	917.8	669.3	703.5

자료: 다올투자증권

손익계산서

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	9,966.6	9,028.8	10,697.7	11,860.2	13,235.2
증가율 (Y-Y%)	(6.2)	(9.4)	18.5	10.9	11.6
영업이익	971.6	792.1	901.4	1,014.4	1,130.7
증가율 (Y-Y%)	(2.2)	(18.5)	13.8	12.5	11.5
EBITDA	1,040.9	874.2	992.2	1,108.3	1,227.3
영업외손익	(57.1)	42.1	122.5	128.9	146.7
순이자수익	47.9	108.5	117.7	138.5	154.7
외화관련손익	84.1	(44.4)	28.4	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	903.8	830.4	1,023.9	1,143.3	1,277.4
당기순이익	638.7	648.3	764.7	841.5	940.2
지배기업당기순이익	756.9	617.5	908.7	929.0	948.9
증가율 (Y-Y%)	(8.2)	1.5	17.9	10.0	11.7
NOPLAT	686.6	618.4	673.2	746.6	832.2
(+) Dep	69.3	82.2	90.9	93.9	96.6
(-) 운전자본투자	(965.4)	324.2	(387.4)	(52.3)	(5.0)
(-) Capex	43.0	53.5	70.1	70.3	78.4
OpFCF	1,678.3	322.8	1,081.4	822.6	855.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	10.0	(3.5)	0.2	6.0	13.6
영업이익증가율(3Yr)	24.5	4.1	(3.2)	1.4	12.6
EBITDA증가율(3Yr)	23.7	4.8	(2.1)	2.1	12.0
순이익증가율(3Yr)	22.1	2.9	3.2	9.6	13.2
영업이익률(%)	9.7	8.8	8.4	8.6	8.5
EBITDA마진(%)	10.4	9.7	9.3	9.3	9.3
순이익률(%)	6.4	7.2	7.1	7.1	7.1

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	3,862	3,150	4,636	4,740	4,841
BPS	21,086	23,638	26,844	30,121	33,879
DPS	660	790	790	790	790
Multiples(x,%)					
PER	4.3	7.6	11.2	10.9	10.7
PBR	0.8	1.0	1.9	1.7	1.5
EV/ EBITDA	0.6	2.3	6.5	5.3	4.3
배당수익률	4.0	3.3	1.5	1.5	1.5
PCR	3.0	4.5	10.9	11.2	10.1
PSR	0.3	0.5	0.9	0.9	0.8
재무건전성(%)					
부채비율	157.0	125.8	108.3	95.4	84.6
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	135.3	145.6	158.0	169.7	182.7
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
자산구조					
투하자본(%)	16.4	23.0	15.5	14.2	13.6
현금+투자자산(%)	83.6	77.0	84.5	85.8	86.4
자본구조					
차입금(%)	10.7	6.8	6.4	5.8	5.1
자기자본(%)	89.3	93.2	93.6	94.2	94.9

EARNINGS PREVIEW

박영도 건설 · 부동산 | ypark@daolfn.com

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	HOLD	상향
적정주가	89,000	49,000	상향

Earnings

Stock Information

현재가(7/1)	66,800원
예상 증가상승률	33.2%
시가총액	25,847억원
비중(KOSPI내)	0.04%
발행주식수	38,694천주
52주 최저가/최고가	38,700 - 102,500원
3개월 일평균거래대금	994억원
외국인 지분율	22.6%
주요주주지분율(%)	
DL (외 8인)	24.8
국민연금공단 (외 1인)	10.2

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	4.3	5.7	5.7
PBR(배)	0.3	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	1.5	2.4	1.9
배당수익률(%)	2.2	1.3	1.3

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(7.2)	62.3	24.9	62.3
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(1.7)	(34.7)	(143.9)	(34.7)

DL이앤씨 (375500)

주택 투자와 안정성의 Mix

Issue

업종 밸류에이션 상향에 따른 투자의견 상향

Pitch

디레버리징 사이클 막바지에서 혹시 모를 재무 리스크 헷지와 주택 사이클 투자를 동시에 할 수 있는 선택

Rationale

- 수익성은 2024년 상반기를 저점으로 꾸준히 개선. 업황 대비 매출의 변동성이 상대적으로 낮아 절대 이익도 점진적으로 증가 추세. 과거 매출채권 미회수 강도가 업종 내에서 낮은 편이어서, 늘어난 매출채권에 대한 대손반영이 아직 이어지고 있지만 그 강도는 점차 약해질 것으로 예상. 정비사업이 가속되는 시장 흐름 이어지고 있어 아직 다소 아쉬운 정비사업 수주실적은 개선될 것으로 전망. 안정적인 현금 흐름과 순현금 구조는 자금력이 중요한 시점에 긍정적 요소
- SMR과 중동 재건 관련 이란 익스포저는 옵션으로 작용.
- 주택 사이클 재개를 고려하되, 성장성보다 안정성에 집중된 점을 고려, 2027e EPS에 업종 Peer 대비 할인된 PER 7.5배를 적용. 적정주가를 89,000원으로 상향하고 투자의견을 Buy로 상향. 리스크를 선호하지 않으면서 주택 사이클 재개에 투자할 수 있는 대안.

2Q26 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후		변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2026.06(E)	2026.06(E)	vs Chg	2026.06(E)	vs Con	2025.06(A)	YoY	2026.03(A)	QoQ	
매출액	1,642.0	1,749.4	(6.1)	1,743.8	(5.8)	1,991.4	(17.5)	1,725.2	(4.8)	
영업이익	113.6	119.5	(4.9)	119.5	(4.9)	126.2	(10.0)	157.4	(27.8)	
지배주주순이익	92.8	95.5	(2.8)	101.6	(8.7)	8.3	1,019.6	160.1	(42.0)	
OPM	6.9%	6.8%	0.1%p	6.9%	0.1%p	6.3%	0.6%p	9.1%	-2.2%p	
NIM	5.7%	5.5%	0.2%p	5.8%	-0.2%p	0.4%	5.2%p	9.3%	-3.6%p	

Note: K-IFRS 연결 기준

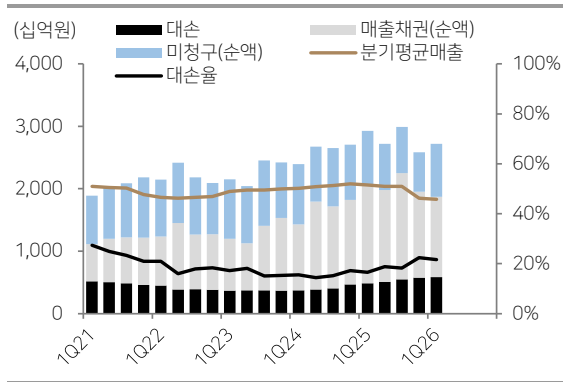
Fig. 116: 부문별 실적

(십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
수주	1,526	963	3,017	4,246	2,127	3,125	3,125	3,125	9,752	11,500	12,425	13,431
DL이앤씨	1,315	938	2,478	3,478	1,869	2,544	2,544	2,544	8,209	9,500	10,250	11,065
토목	166	42	673	367	373	376	376	376	1,247	1,500	1,575	1,654
주택건축	1,046	884	1,779	2,846	1,333	1,389	1,389	1,389	6,556	5,500	6,050	6,655
플랜트	103	12	26	265	163	779	779	779	406	2,500	2,625	2,756
DL건설	211	25	539	768	258	581	581	581	1,542	2,000	2,175	2,366
토목	17	(10)	220	87	193	103	103	103	313	500	525	551
주택건축	195	35	319	681	65	478	478	478	1,229	1,500	1,650	1,815
수주잔고	29,386	28,802	27,546	28,483	27,495	28,977	30,438	33,067	28,483	33,067	37,960	42,334
DL이앤씨	23,377	23,176	22,075	23,808	23,178	24,372	25,546	27,684	23,808	27,684	31,819	35,541
토목	3,092	3,570	3,849	3,742	3,979	4,148	4,324	4,445	3,742	4,445	5,080	5,644
주택건축	15,948	16,084	15,458	17,565	17,070	17,742	18,457	20,292	17,565	20,292	23,412	26,353
플랜트	4,337	3,523	2,768	2,501	2,129	2,482	2,765	2,947	2,501	2,947	3,328	3,545
DL건설	6,009	5,626	5,472	4,675	4,316	4,605	4,892	5,381	4,675	5,381	6,138	6,790
토목	1,081	1,112	1,268	1,255	1,242	1,268	1,297	1,470	1,255	1,470	1,655	1,810
주택건축	4,929	4,514	4,204	3,419	3,074	3,337	3,595	3,910	3,419	3,910	4,483	4,980
매출액	1,808	1,991	1,907	1,696	1,725	1,642	1,663	1,885	7,402	6,916	7,532	9,057
DL이앤씨	1,347	1,557	1,536	1,320	1,352	1,350	1,370	1,553	5,759	5,624	6,115	7,343
토목	193	190	152	210	167	207	199	225	744	797	940	1,089
주택건축	574	659	686	618	606	717	674	775	2,537	2,773	2,930	3,715
플랜트	578	707	699	492	579	426	496	553	2,476	2,054	2,244	2,539
DL건설	467	438	369	380	376	292	294	332	1,653	1,294	1,417	1,714
토목	81	58	72	73	54	77	74	80	285	285	340	397
주택건축	386	380	296	307	322	215	220	252	1,368	1,009	1,077	1,318
매출이익	193	254	257	197	264	217	220	250	900	951	1,028	1,236
DL이앤씨	142	209	202	138	195	182	184	208	691	769	858	1,029
토목	20	17	(14)	25	16	19	18	20	47	73	92	106
주택건축	53	84	119	106	122	108	101	116	362	447	439	557
플랜트	67	108	98	7	57	55	65	72	280	248	327	366
DL건설	51	45	51	59	66	36	37	42	206	180	170	207
토목	1	(10)	5	5	2	5	6	6	1	19	27	32
주택건축	50	55	46	54	65	30	31	35	205	161	142	175
GPM(%)	10.7%	12.7%	13.5%	11.6%	15.3%	13.2%	13.2%	13.3%	12.2%	13.8%	13.6%	13.6%
DL이앤씨	10.6%	13.4%	13.2%	10.5%	14.5%	13.4%	13.4%	13.4%	12.0%	13.7%	14.0%	14.0%
토목	10.2%	8.8%	-9.5%	12.0%	9.8%	9.0%	9.0%	9.0%	6.3%	9.2%	9.8%	9.7%
주택건축	9.3%	12.8%	17.4%	17.1%	20.1%	15.0%	15.0%	15.0%	14.3%	16.1%	15.0%	15.0%
플랜트	11.6%	15.2%	14.1%	1.4%	9.8%	13.0%	13.0%	13.0%	11.3%	12.1%	14.5%	14.4%
DL건설	11.0%	10.2%	13.9%	15.6%	17.6%	12.2%	12.5%	12.5%	12.5%	13.9%	12.0%	12.1%
토목	0.9%	-17.8%	7.2%	7.4%	2.8%	7.0%	8.0%	8.0%	0.3%	6.7%	8.0%	8.0%
주택건축	13.1%	14.5%	15.5%	17.6%	20.1%	14.0%	14.0%	14.0%	15.0%	15.9%	13.2%	13.3%
판매관리비	112	128	140	134	106	103	105	119	513	433	475	571
판매관리비율(%)	6.2%	6.4%	7.3%	7.9%	6.2%	6.3%	6.3%	6.3%	6.9%	6.3%	6.3%	6.3%
영업이익	81	126	117	63	157	114	116	131	387	518	553	665
OPM(%)	4.5%	6.3%	6.1%	3.7%	9.1%	6.9%	6.9%	7.0%	5.2%	7.5%	7.3%	7.3%
영업외손익	(38)	(102)	34	(163)	55	13	12	19	(270)	98	69	91
세전이익	43	25	150	(100)	212	126	128	150	117	616	622	756
당기순이익	30	8	126	205	160	93	94	111	370	457	458	557
NIM(%)	1.7%	0.4%	6.6%	12.1%	9.3%	5.7%	5.6%	5.9%	5.0%	6.6%	6.1%	6.1%
지배주주순이익	30	8	126	205	160	93	94	111	370	457	458	557
NIM(지배주주, %)	1.7%	0.4%	6.6%	12.1%	9.3%	5.7%	5.6%	5.9%	5.0%	6.6%	6.1%	6.1%

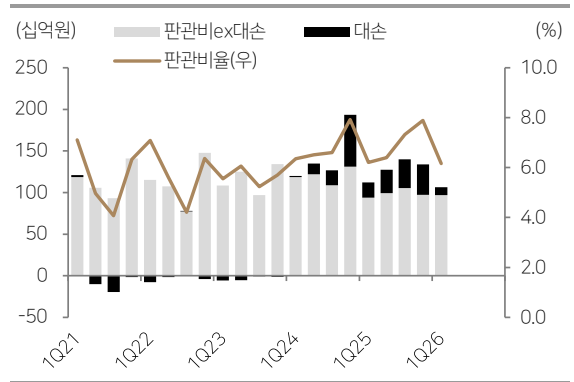
Source: 다올투자증권

Fig. 117: 매출채권



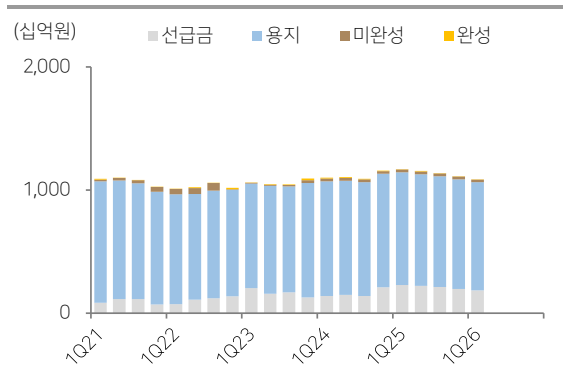
Source: 다올투자증권

Fig. 118: 판매관리비



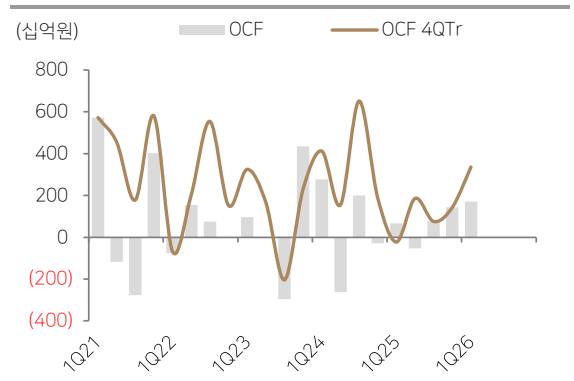
Source: 다올투자증권

Fig. 119: 재고자산



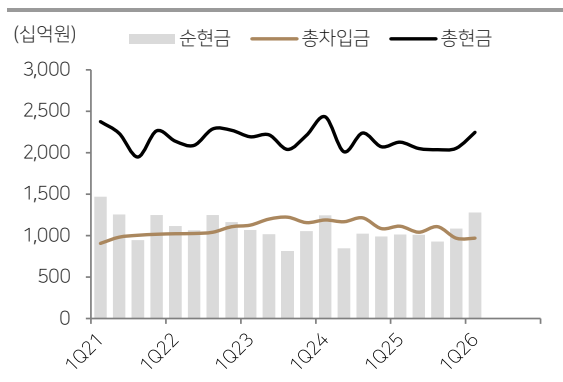
Source: 다올투자증권

Fig. 120: 영업현금흐름



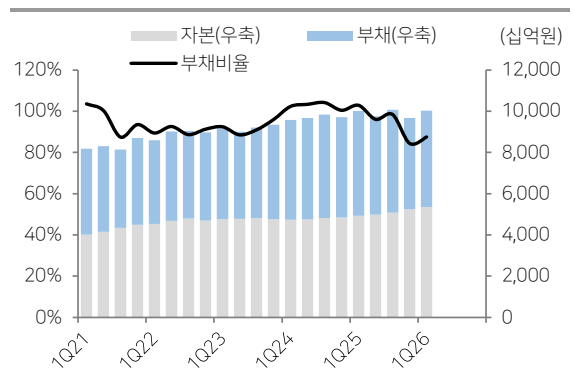
Source: 다올투자증권

Fig. 121: 순차입금



Source: 다올투자증권

Fig. 122: 부채비율



Source: 다올투자증권

DLI앤씨 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	6,005.5	5,634.7	6,152.8	6,449.3	6,806.6
현금성자산	2,163.1	2,131.0	2,459.5	2,721.8	3,073.6
매출채권	1,648.8	1,546.7	1,603.9	1,622.5	1,626.6
재고자산	921.3	886.2	883.6	884.1	884.3
비유동자산	3,706.9	4,034.5	4,054.7	4,213.4	4,384.5
투자자산	3,641.9	3,971.3	4,020.9	4,184.2	4,354.1
유형자산	36.0	42.4	11.9	6.4	6.9
무형자산	28.9	20.8	21.9	22.9	23.6
자산총계	9,712.4	9,669.3	10,207.5	10,662.8	11,191.1
유동부채	3,854.5	3,726.5	3,913.9	3,944.0	3,948.3
매입채무	1,821.3	1,628.3	1,826.5	1,848.9	1,850.7
유동성이자부채	293.2	564.5	568.3	568.3	568.3
비유동부채	1,012.2	698.7	699.4	704.0	708.7
비유동이자부채	889.6	557.0	556.7	556.7	556.7
부채총계	4,866.7	4,425.2	4,613.4	4,647.9	4,657.0
자본금	229.3	229.3	229.3	229.3	229.3
자본잉여금	3,830.9	3,830.9	3,830.9	3,830.9	3,830.9
이익잉여금	1,076.2	1,423.2	1,843.4	2,264.1	2,783.4
자본조정	(290.6)	(239.2)	(309.4)	(309.4)	(309.4)
자기주식	(16.5)	(50.9)	(50.9)	(50.9)	(50.9)
자본총계	4,845.7	5,244.1	5,594.1	6,014.8	6,534.1
투하자본	3,113.3	3,422.2	3,416.7	3,540.9	3,672.7
순차입금	(980.3)	(1,009.6)	(1,334.5)	(1,596.8)	(1,948.6)
ROA	2.4	3.8	4.6	4.4	5.1
ROE	4.8	7.3	8.4	7.9	8.9
ROIC	5.7	8.6	11.2	11.7	13.6

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	187.9	232.1	428.2	470.1	569.7
당기순이익	229.2	370.2	457.4	457.9	556.5
자산상각비	84.6	74.2	62.2	29.6	27.3
운전자본증감	(375.4)	(347.2)	(54.1)	(4.2)	(1.1)
매출채권감소(증가)	(407.9)	(78.8)	(3.7)	(18.6)	(4.1)
재고자산감소(증가)	18.1	34.7	2.6	(0.5)	(0.2)
매입채무증가(감소)	266.5	(403.8)	121.0	22.4	1.7
투자현금	(167.1)	(51.8)	(70.6)	(182.3)	(192.9)
단기투자자산감소	(59.5)	9.4	10.3	(11.7)	(12.2)
장기투자증권감소	(60.2)	(27.6)	(11.5)	(16.5)	(17.9)
설비투자	(9.5)	(17.0)	(13.8)	(17.3)	(20.8)
유무형자산감소	2.3	12.8	(6.2)	(7.7)	(7.7)
재무현금	(191.5)	(222.2)	(10.2)	(37.2)	(37.2)
차입금증가	(151.8)	(192.7)	(10.2)	0.0	0.0
자본증가	(41.5)	(57.4)	(37.1)	(37.2)	(37.2)
배당금지급	21.7	23.0	37.1	37.2	37.2
현금 증감	(139.7)	(20.1)	326.7	250.6	339.7
총현금흐름(Gross CF)	639.9	650.2	496.4	474.3	570.9
(-) 운전자본증가(감소)	(59.4)	60.5	6.0	4.2	1.1
(-) 설비투자	9.5	17.0	13.8	17.3	20.8
(+) 자산매각	2.3	12.8	(6.2)	(7.7)	(7.7)
Free Cash Flow	97.3	251.3	371.7	287.8	376.9
(-) 기타투자	60.2	27.6	11.5	16.5	17.9
잉여현금	37.2	223.7	360.2	271.3	359.0

자료: 다올투자증권

손익계산서

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	8,318.4	7,402.4	6,915.9	7,532.2	9,057.2
증가율 (Y-Y%)	4.1	(11.0)	(6.6)	8.9	20.2
영업이익	270.9	387.0	517.8	553.1	665.5
증가율 (Y-Y%)	(18.1)	42.8	33.8	6.8	20.3
EBITDA	355.5	461.1	580.0	582.7	692.8
영업외손익	99.1	(269.8)	98.4	69.1	90.7
손이자수익	53.0	66.3	50.8	62.9	84.1
외화관련손익	128.5	(68.5)	42.8	0.0	0.0
지분법손익	(2.6)	(47.4)	17.7	17.7	17.7
세전계속사업손익	353.9	117.2	616.2	622.2	756.2
당기순이익	229.2	370.2	457.4	457.9	556.5
지배기업당기순이익	229.2	370.2	457.4	457.9	556.5
증가율 (Y-Y%)	13.4	61.5	23.6	0.1	21.5
NOPLAT	175.5	280.5	384.3	407.1	489.8
(+) Dep	84.6	74.2	62.2	29.6	27.3
(-) 운전자본투자	(59.4)	60.5	6.0	4.2	1.1
(-) Capex	9.5	17.0	13.8	17.3	20.8
OpFCF	310.0	277.2	426.7	415.1	495.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	2.9	(0.4)	(4.7)	(3.3)	7.0
영업이익증가율(3Yr)	(34.3)	(8.0)	16.1	26.9	19.8
EBITDA증가율(3Yr)	(30.0)	(7.5)	11.5	17.9	14.5
순이익증가율(3Yr)	(28.8)	(5.0)	31.3	25.9	14.6
영업이익률(%)	3.3	5.2	7.5	7.3	7.3
EBITDA마진(%)	4.3	6.2	8.4	7.7	7.6
순이익률(%)	2.8	5.0	6.6	6.1	6.1

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	5,924	9,567	11,722	11,736	14,285
BPS	112,229	121,699	129,830	139,610	151,693
DPS	540	890	890	890	890
Multiples(x,%)					
PER	5.4	4.3	5.7	5.7	4.7
PBR	0.3	0.3	0.5	0.5	0.4
EV/ EBITDA	1.0	1.5	2.4	1.9	1.1
배당수익률	1.7	2.2	1.3	1.3	1.3
PCR	2.2	2.7	5.8	6.0	5.0
PSR	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3
재무건전성(%)					
부채비율	100.4	84.4	82.5	77.3	71.3
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	155.8	151.2	157.2	163.5	172.4
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5
자산구조					
투하자본(%)	34.9	35.9	34.5	33.9	33.1
현금+투자자산(%)	65.1	64.1	65.5	66.1	66.9
자본구조					
차입금(%)	19.6	17.6	16.7	15.8	14.7
자기자본(%)	80.4	82.4	83.3	84.2	85.3

EARNINGS PREVIEW

박영도 건설 · 부동산 | ypark@daolfn.com

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	HOLD	상향
적정 주가	155,000	121,000	상향

Earnings

Stock Information

현재가(7/1)	119,000원
예상 추가 상승률	30.3%
시가총액	132,513억원
비중(KOSPI내)	0.19%
발행주식수	111,356천주
52주 최저가/최고가	54,400 - 188,700원
3개월 일평균 거래대금	1,862억원
외국인 지분율	26.2%
주요주주 지분율(%)	
현대자동차 (외 6인)	34.9
국민연금공단 (외 1인)	10.0

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	20.9	26.9	23.7
PBR(배)	1.1	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	7.2	11.4	9.0
배당수익률(%)	1.1	0.7	0.7

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가 상승률(%)	(14.3)	69.8	54.9	69.8
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(8.8)	(27.3)	(113.8)	(27.3)

현대건설 (000720)

원전 사이클에 더해지는 주택 사이클

Issue

업종 밸류에이션 상향에 따른 투자의견 상향

Pitch

원전 사이클에 더해지는 주택 사이클

Rationale

- 원전에 대한 수요는 변함 없지만 수주가 확인되지 않으면서 주가 부진. 사업자 입장에서 장기 투자임과 동시에 시공도 장기 듀레이션 사업으로 투자 판단도 그만큼 신중할 가능성 높아 호흡을 길게 가져가는 것을 권고. 원전 외에도 관계사 북미 사업 등 양호한 수주 성과 예상.
- 상반기 압구정 현대를 포함 정비사업 중심 8조원 가량의 시공권 확보. 디에이치클래스 등 랜드마크 마무리되면 브랜드 파워 더욱 공고해질 전망. 다수의 투자 프로젝트 보유하고 있어 회수사이클을 잘 마무리 지으면 높은 수익성 기대 가능.
- 미수 매출채권에 대한 대손 가능성과 현금 흐름 개선이 필요한 부분은 리스크 요인.
- 주택 사이클 재개와 원전 사이클을 고려하여 2027e EPS에 업종 Peer 대비 할증된 PER 30배를 적용. 적정주가를 155,000원으로 상향하고 투자의견을 Buy로 상향.

2Q26 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후		변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2026.06(E)	2026.06(E)	vs Chg	2026.06(E)	vs Con	2025.06(A)	YoY	2026.03(A)	QoQ	
매출액	6,624.8	6,747.4	(1.8)	6,827.4	(3.0)	7,720.7	(14.2)	6,281.3	5.5	
영업이익	223.4	219.2	1.9	200.3	11.5	217.0	2.9	180.9	23.5	
지배주주순이익	113.4	136.2	(16.7)	119.7	(5.3)	94.5	20.0	173.5	(34.6)	
OPM	3.4%	3.2%	0.1%p	2.9%	0.4%p	2.8%	0.6%p	2.9%	0.5%p	
NIM	1.7%	2.0%	-0.3%p	1.8%	0.0%p	1.2%	0.5%p	2.8%	-1.1%p	

Note: K-IFRS 연결 기준

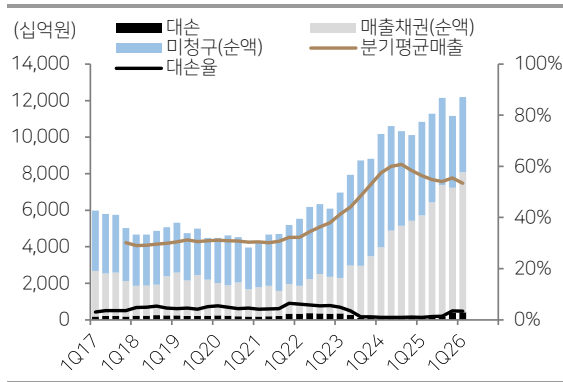
Fig. 123: 부문별 실적

(십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
수주	9,430	7,304	9,382	7,323	3,962	10,068	10,068	10,068	33,439	34,166	33,699	36,059
건설	6,832	6,677	7,070	4,936	2,549	7,706	7,706	7,706	25,515	25,666	24,799	26,739
토목	289	362	374	1,259	532	656	656	656	2,283	2,500	2,625	2,756
건축	6,076	5,924	2,391	3,516	1,806	3,398	3,398	3,398	17,907	12,000	14,000	15,400
플랜트	440	354	4,286	87	177	3,608	3,608	3,608	5,167	11,000	8,000	8,400
HEC	2,533	565	2,237	1,755	1,392	2,203	2,203	2,203	7,090	8,000	8,400	8,820
국내	1,656	376	834	714	1,097	968	968	968	3,580	4,000	4,200	4,410
해외	877	190	1,403	1,041	294	1,235	1,235	1,235	3,510	4,000	4,200	4,410
수주잔고	98,148	94,808	96,091	95,090	92,324	95,767	98,919	102,251	95,090	102,251	106,653	110,747
건설	63,938	64,079	68,866	69,736	68,618	72,399	75,872	79,112	69,736	79,112	84,921	91,027
토목	8,866	7,649	8,430	9,043	9,227	9,422	9,607	9,706	9,043	9,706	10,234	10,792
건축	43,391	46,221	46,702	48,018	47,623	48,783	49,888	51,270	48,018	51,270	55,729	60,746
플랜트	11,680	10,209	13,734	12,675	11,768	14,199	16,386	18,164	12,675	18,164	19,013	19,563
HEC	33,991	30,494	27,023	24,676	23,117	22,767	22,438	22,543	24,676	22,543	21,201	19,385
국내	23,375	21,327	18,907	18,300	17,256	16,843	16,463	16,773	18,300	16,773	15,738	14,642
해외	10,616	9,356	8,065	6,376	5,861	5,924	5,975	5,770	6,376	5,770	5,463	4,743
매출액	7,456	7,721	7,826	8,060	6,281	6,625	6,915	7,183	31,063	27,005	29,298	31,965
건설	3,891	4,154	4,342	4,125	3,613	3,925	4,233	4,519	16,512	16,289	18,990	20,633
토목	419	421	491	525	423	461	471	480	1,856	1,836	2,097	2,199
건축	2,298	2,404	2,556	2,062	1,872	2,238	2,293	2,345	9,320	8,748	9,541	10,383
플랜트	1,138	1,284	1,269	1,458	1,276	1,177	1,420	1,639	5,149	5,511	7,151	7,850
HEC	3,367	3,412	3,314	3,804	2,537	2,553	2,532	2,512	13,897	10,133	9,741	10,636
건축주택	1,790	1,825	1,560	2,586	1,163	1,230	1,183	1,164	7,761	4,740	4,494	4,847
플랜트인프라	1,294	1,268	1,414	833	1,042	1,051	1,072	1,068	4,810	4,233	4,155	4,610
매출이익	514	468	390	608	505	495	513	532	1,980	2,045	2,387	2,715
건설	212	184	178	320	257	253	271	290	894	1,071	1,421	1,641
토목	36	26	47	2	35	32	33	34	111	134	147	154
건축	100	133	131	232	82	123	126	129	596	461	668	831
플랜트	51	(3)	(16)	37	123	71	85	98	69	377	501	549
HEC	239	234	177	263	230	205	204	204	913	843	832	908
건축주택	124	141	156	(190)	91	98	95	93	231	377	404	436
플랜트인프라	99	70	(3)	415	109	84	86	85	581	365	332	369
GPM(%)	6.9%	6.1%	5.0%	7.5%	8.0%	7.5%	7.4%	7.4%	6.4%	7.6%	8.1%	8.5%
건설	5.4%	4.4%	4.1%	7.8%	7.1%	6.5%	6.4%	6.4%	5.4%	6.6%	7.5%	8.0%
토목	8.6%	6.1%	9.6%	0.5%	8.2%	7.0%	7.0%	7.0%	6.0%	7.3%	7.0%	7.0%
건축	4.3%	5.5%	5.1%	11.3%	4.4%	5.5%	5.5%	5.5%	6.4%	5.3%	7.0%	8.0%
플랜트	4.5%	-0.3%	-1.3%	2.5%	9.6%	6.0%	6.0%	6.0%	1.3%	6.8%	7.0%	7.0%
HEC	7.1%	6.9%	5.3%	6.9%	9.1%	8.0%	8.1%	8.1%	6.6%	8.3%	8.5%	8.5%
건축주택	6.9%	7.8%	10.0%	-7.4%	7.8%	8.0%	8.0%	8.0%	3.0%	8.0%	9.0%	9.0%
플랜트인프라	7.6%	5.5%	-0.2%	49.8%	10.5%	8.0%	8.0%	8.0%	12.1%	8.6%	8.0%	8.0%
판매관리비	300	251	286	490	324	272	290	352	1,327	1,238	1,318	1,437
판매관리비율(%)	4.0%	3.3%	3.7%	6.1%	5.2%	4.1%	4.2%	4.9%	4.3%	4.6%	4.5%	4.5%
영업이익	214	217	104	119	181	223	222	180	653	807	1,069	1,277
OPM(%)	2.9%	2.8%	1.3%	1.5%	2.9%	3.4%	3.2%	2.5%	2.1%	3.0%	3.6%	4.0%
영업외손익	(8)	(17)	(20)	39	93	(3)	(1)	1	(6)	86	19	33
세전이익	205	200	84	157	274	220	221	181	647	893	1,088	1,311
당기순이익	167	159	68	166	207	162	163	133	559	662	801	965
NIM(%)	2.2%	2.1%	0.9%	2.1%	3.3%	2.4%	2.4%	1.8%	1.8%	2.5%	2.7%	3.0%
지배주주순이익	120	94	44	115	174	113	114	93	373	494	561	675
NIM(지배주주, %)	1.6%	1.2%	0.6%	1.4%	2.8%	1.7%	1.6%	1.3%	1.2%	1.8%	1.9%	2.1%

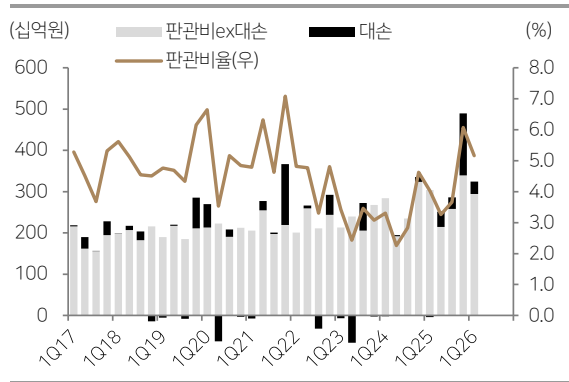
Source: 다올투자증권

Fig. 124: 매출채권



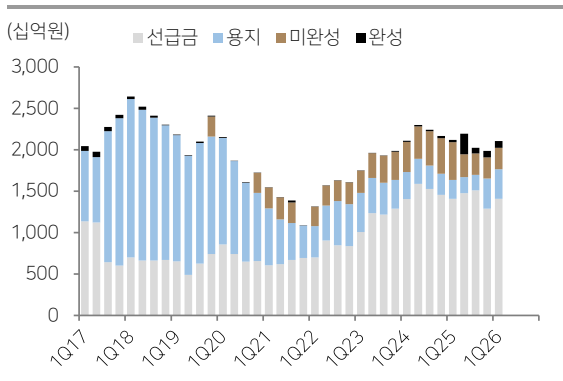
Source: 다올투자증권

Fig. 125: 판매관리비



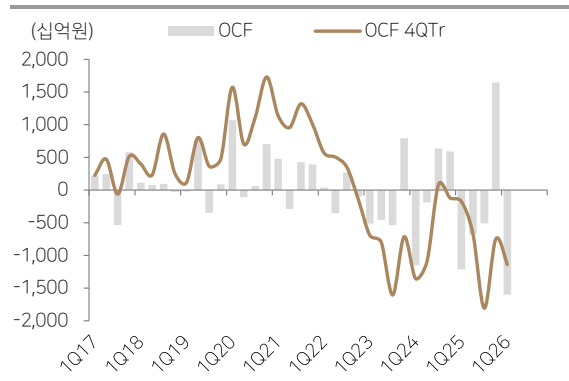
Source: 다올투자증권

Fig. 126: 재고자산



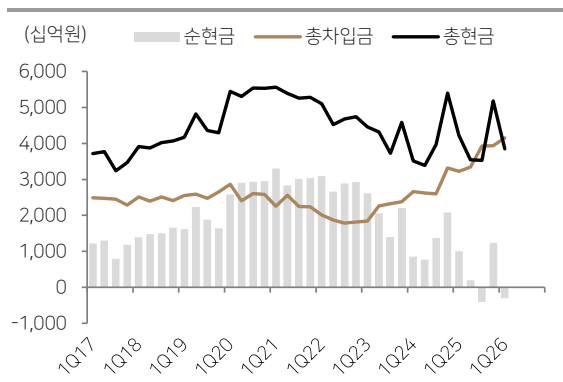
Source: 다올투자증권

Fig. 127: 영업현금흐름



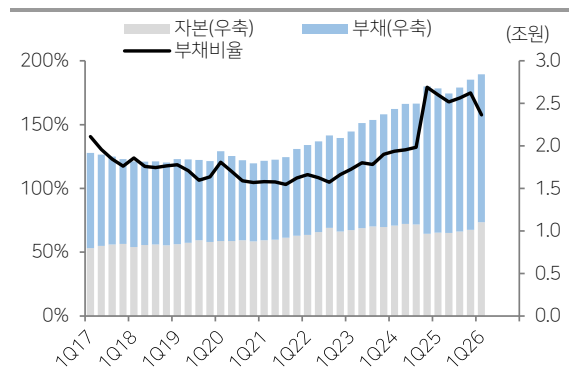
Source: 다올투자증권

Fig. 128: 순차입금



Source: 다올투자증권

Fig. 129: 부채비율



Source: 다올투자증권

현대건설 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	21,100.7	21,958.0	22,236.2	22,644.2	23,185.3
현금성자산	5,880.3	5,807.0	5,523.6	5,867.2	6,402.8
매출채권	12,100.5	13,206.4	13,603.7	13,654.0	13,659.5
재고자산	776.5	747.0	720.0	712.1	710.4
비유동자산	5,904.7	5,833.7	6,753.0	6,788.5	6,859.0
투자자산	3,864.8	3,843.9	4,398.2	4,576.7	4,762.6
유형자산	1,289.2	1,225.1	1,598.4	1,462.6	1,354.4
무형자산	750.7	764.7	756.5	749.2	742.0
자산총계	27,005.4	27,791.7	28,989.3	29,432.7	30,044.4
유동부채	14,663.8	14,842.9	14,692.8	14,633.9	14,627.0
매입채무	9,940.1	10,715.5	10,154.0	10,072.6	10,062.9
유동성이자부채	1,932.3	2,269.7	2,538.3	2,538.3	2,538.3
비유동부채	2,672.2	2,835.9	2,947.6	2,979.4	3,012.5
비유동이자부채	1,712.1	1,825.5	1,828.1	1,828.1	1,828.1
부채총계	17,336.0	17,678.8	17,640.4	17,613.3	17,639.5
자본금	562.1	562.1	562.1	562.1	562.1
자본잉여금	1,095.3	1,095.3	1,095.3	1,095.3	1,095.3
이익잉여금	6,130.2	6,403.3	7,124.0	7,594.6	8,180.0
자본조정	237.8	204.0	672.4	672.4	672.4
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	9,669.4	10,112.9	11,348.9	11,819.4	12,404.8
투하자본	6,863.5	7,842.5	9,573.6	9,675.6	9,699.2
순차입금	(2,236.0)	(1,711.7)	(1,157.2)	(1,500.8)	(2,036.5)
ROA	(3.0)	2.0	2.3	2.7	3.2
ROE	(9.5)	6.9	7.5	8.3	9.4
ROIC	(13.0)	7.7	6.9	8.2	9.7

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	(118.8)	(748.3)	(320.7)	717.1	925.6
당기순이익	(766.2)	559.1	664.3	800.8	964.8
자산상각비	221.5	200.9	257.0	248.0	229.5
운전자본증감	588.0	(1,990.6)	(1,045.2)	(123.4)	(12.3)
매출채권감소(증가)	(1,540.4)	(1,288.1)	(650.0)	(50.3)	(5.5)
재고자산감소(증가)	43.2	64.2	32.2	7.9	1.7
매입채무증가(감소)	1,621.5	224.7	(328.7)	(81.4)	(9.7)
투자현금	211.7	25.2	(444.0)	(330.0)	(348.4)
단기투자자산감소	110.7	(95.5)	(178.5)	(46.5)	(48.4)
장기투자증권감소	109.5	(49.7)	(21.4)	(25.1)	(26.1)
설비투자	(178.9)	(107.2)	(120.9)	(101.1)	(110.3)
유무형자산감소	(9.2)	12.3	(0.8)	(3.8)	(3.8)
재무현금	733.7	434.2	277.3	(90.0)	(90.0)
차입금증가	831.0	505.5	279.3	0.0	0.0
자본증가	(94.9)	(68.9)	(90.0)	(90.0)	(90.0)
배당금지급	94.9	68.9	90.0	90.0	90.0
현금 증감	924.7	(317.7)	(434.0)	297.1	487.3
총현금흐름(Gross CF)	(508.3)	1,230.0	843.2	840.4	938.0
(-) 운전자본증가(감소)	(1,182.0)	1,089.0	980.3	123.4	12.3
(-) 설비투자	178.9	107.2	120.9	101.1	110.3
(+) 자산매각	(9.2)	12.3	(0.8)	(3.8)	(3.8)
Free Cash Flow	291.4	(735.4)	(646.1)	387.1	577.3
(-) 기타투자	(109.5)	49.7	21.4	25.1	26.1
잉여현금	400.8	(785.1)	(667.4)	362.0	551.2

자료: 다올투자증권

손익계산서

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	32,670.3	31,062.9	27,004.5	29,297.5	31,965.0
증가율 (Y-Y,%)	10.2	(4.9)	(13.1)	8.5	9.1
영업이익	(1,263.4)	653.0	806.6	1,069.3	1,277.4
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	23.5	32.6	19.5
EBITDA	(1,041.9)	853.9	1,063.6	1,317.4	1,506.9
영업외손익	288.9	12.8	86.3	18.7	33.5
손이자수익	118.0	80.9	(4.6)	8.2	24.7
외화관련손익	139.1	(7.7)	68.8	0.0	0.0
지분법손익	236.8	(5.7)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(985.7)	646.8	893.0	1,088.0	1,310.9
당기순이익	(766.2)	559.1	662.1	800.8	964.8
지배기업당기순이익	(168.7)	373.1	493.8	560.6	675.4
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	18.4	20.9	20.5
NOPLAT	(916.0)	564.4	598.1	787.0	940.2
(+) Dep	221.5	200.9	257.0	248.0	229.5
(-) 운전자본투자	(1,182.0)	1,089.0	980.3	123.4	12.3
(-) Capex	178.9	107.2	120.9	101.1	110.3
OpFCF	308.7	(430.9)	(246.1)	810.6	1,047.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	21.8	13.5	(3.1)	(3.6)	1.0
영업이익증가율(3Yr)	n/a	4.3	0.9	n/a	25.1
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	4.1	2.7	n/a	20.8
순이익증가율(3Yr)	n/a	5.9	0.4	n/a	19.9
영업이익률(%)	(3.9)	2.1	3.0	3.6	4.0
EBITDA마진(%)	(3.2)	2.7	3.9	4.5	4.7
순이익률(%)	(2.3)	1.8	2.5	2.7	3.0

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	(1,515)	3,351	4,426	5,026	6,057
BPS	64,715	66,720	77,371	81,622	86,893
DPS	600	800	800	800	800
Multiples(x,%)					
PER	n/a	20.9	26.9	23.7	19.6
PBR	0.4	1.1	1.5	1.5	1.4
EV/ EBITDA	n/a	7.2	11.4	9.0	7.5
배당수익률	2.4	1.1	0.7	0.7	0.7
PCR	n/a	6.4	15.9	15.9	14.3
PSR	0.1	0.3	0.5	0.5	0.4
재무건전성(%)					
부채비율	179.3	174.8	155.4	149.0	142.2
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	143.9	147.9	151.3	154.7	158.5
이자보상배율	10.7	n/a	176.9	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.3	0.4	0.7	0.6	0.6
자산구조					
투하자본(%)	41.3	44.8	49.1	48.1	46.5
현금+투자자산(%)	58.7	55.2	50.9	51.9	53.5
자본구조					
차입금(%)	27.4	28.8	27.8	27.0	26.0
자기자본(%)	72.6	71.2	72.2	73.0	74.0

EARNINGS PREVIEW

박영도 건설 · 부동산 | ypark@daolfn.com

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	HOLD	상향
적정주가	24,000	6,600	상향

Earnings

Stock Information

현재가(7/1)	19,420원		
예상 증가상승률	23.6%		
시가총액	79,798억원		
비중(KOSPI내)	0.12%		
발행주식수	410,908천주		
52주 최저가/최고가	3,360 - 37,150원		
3개월 일평균거래대금	6,391억원		
외국인 지분율	11.0%		
주요주주지분율(%)	19,420원		
중흥토건 (외 3인)	51.3		
국민연금공단 (외 1인)	5.8		

Valuation wide	2025	2026E	2027E
PER(배)	n/a	19.2	20.1
PBR(배)	0.5	2.1	1.9
EV/EBITDA(배)	n/a	13.0	13.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
추가상승률(%)	(19.9)	408.4	359.6	408.4
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(14.4)	311.3	190.9	311.3

대우건설 (047040)

원전과 주택, 두 축의 고베타

Issue

업종 밸류에이션 상향에 따른 투자의견 상향

Pitch

원전 기대감이 더해 지방 사업장 많은 특성상 주택 사이클 재개에 따른 두 축에서 고베타 움직임 예상

Rationale

- 2025년 빅베이스 후 가파른 실적 상승. 매출이익률이 이례적인 수준까지 상승한 상황이라 정상수준으로 회귀 전망. 3조원 수준의 양호한 정비사업 수주 성과 거둔 것으로 추정.
- 체코 원전의 EPC 계약을 기다리고 있고, 베트남 등 팀코리아 진출 가능한 지역 중심으로 추가 원전 수주 기대감 형성.
- 미수 매출채권에 대한 대손 가능성과 현금 흐름 개선은 리스크 요인. 미수 매출채권이 상당한 수준이고 재고자산도 증가하는 추세인데 주택 사이클이 재개될 경우 리스크 요인이 빠르게 감소할 수도 있다는 점 존재.
- 주택 사이클 재개와 원전 사이클을 고려하여 2027e EPS에 업종 Peer 대비 할증된 PER 25배를 적용. 적정주가를 24,000원으로 상향하고 투자의견을 Buy로 상향.

2Q26 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후		변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2026.06(E)	2026.06(E)	vs Chg	2026.06(E)	vs Con	2025.06(A)	YoY	2026.03(A)	QoQ	
매출액	1,884.9	1,917.5	(1.7)	2,045.5	(7.9)	2,273.3	(17.1)	1,951.4	(3.4)	
영업이익	119.4	104.6	14.1	145.8	(18.1)	82.2	45.3	255.6	(53.3)	
지배주주순이익	72.1	58.4	23.5	91.2	(21.0)	(43.3)	흑전	194.3	(62.9)	
OPM	6.3%	5.5%	0.9%p	7.1%	-0.8%p	3.6%	2.7%p	13.1%	-6.8%p	
NIM	3.8%	3.0%	0.8%p	4.5%	-0.6%p	-1.9%	5.7%p	10.0%	-6.1%p	

Note: K-IFRS 연결 기준

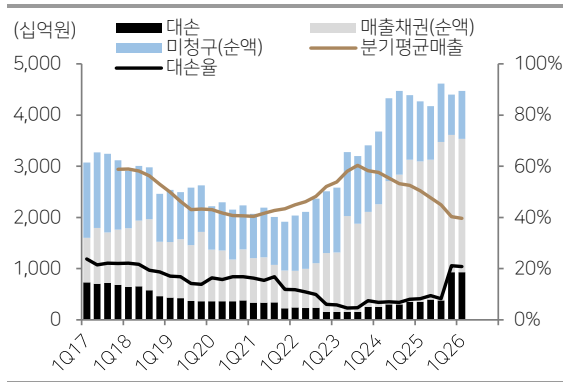
Fig. 130: 부문별 실적

(십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
수주	2,824	2,999	5,333	3,080	3,421	3,360	3,360	3,360	14,236	13,500	12,350	13,355
토목	217	386	776	195	176	608	608	608	1,575	2,000	2,100	2,205
주택건축	2,419	1,646	4,382	2,615	3,078	1,474	1,474	1,474	11,063	7,500	8,250	9,075
플랜트	160	956	157	92	143	1,119	1,119	1,119	1,364	3,500	1,500	1,575
연결중속	28	10	18	178	25	158	158	158	234	500	500	500
수주잔고	45,013	44,993	48,804	50,597	51,890	53,365	54,790	56,330	50,597	56,330	60,244	64,022
토목	5,671	5,224	5,710	5,986	5,524	5,829	6,116	6,674	5,986	6,674	7,256	7,752
주택건축	35,427	35,428	38,717	39,938	41,678	41,818	41,954	42,150	39,938	42,150	44,871	47,684
플랜트	3,869	4,305	4,340	4,323	4,362	5,307	6,214	6,903	4,323	6,903	7,276	7,506
연결중속	46	37	37	351	326	411	506	602	351	602	842	1,081
매출액	2,077	2,273	1,991	1,714	1,951	1,885	1,934	1,996	8,055	7,767	8,435	9,577
토목	415	427	409	153	351	304	321	336	1,404	1,311	1,519	1,709
주택건축	1,382	1,476	1,322	1,329	1,273	1,334	1,338	1,343	5,508	5,288	5,529	6,262
플랜트	227	259	220	136	284	174	212	249	841	919	1,128	1,345
연결중속	53	112	40	96	44	73	63	69	301	249	260	262
매출이익	251	248	173	(434)	364	223	225	236	238	1,048	1,022	1,145
토목	36	(13)	(23)	(499)	31	18	19	20	(498)	89	91	103
주택건축	150	176	152	159	265	160	161	161	637	747	707	796
플랜트	51	48	35	(149)	47	16	19	22	(14)	104	110	131
연결중속	14	36	9	55	21	29	26	32	113	109	114	115
GPM(%)	12.1%	10.9%	8.7%	-25.3%	18.6%	11.8%	11.7%	11.8%	3.0%	13.5%	12.1%	12.0%
토목	8.7%	-2.9%	-5.6%	-326.2%	8.8%	6.0%	6.0%	6.0%	-35.5%	6.7%	6.0%	6.0%
주택건축	10.8%	11.9%	11.5%	12.0%	20.8%	12.0%	12.0%	12.0%	11.6%	14.1%	12.8%	12.7%
플랜트	22.6%	18.7%	15.8%	-109.3%	16.6%	9.0%	9.0%	9.0%	-1.7%	11.3%	9.8%	9.7%
연결중속	25.6%	32.3%	22.9%	56.8%	47.9%	40.0%	41.9%	46.6%	37.7%	43.7%	43.9%	44.0%
판매관리비	99	166	117	672	108	104	106	110	1,054	428	430	488
판매관리비율(%)	4.8%	7.3%	5.9%	39.2%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	13.1%	5.5%	5.1%	5.1%
영업이익	151	82	57	(1,106)	256	119	119	126	(815)	620	592	656
OPM(%)	7.3%	3.6%	2.8%	-64.5%	13.1%	6.3%	6.2%	6.3%	-10.1%	8.0%	7.0%	6.9%
영업외손익	(56)	(133)	(112)	(92)	12	(21)	(22)	(21)	(393)	(52)	(52)	(35)
세전이익	96	(51)	(56)	(1,198)	267	98	97	105	(1,209)	568	539	621
당기순이익	58	(43)	(53)	(878)	196	72	72	78	(916)	417	397	457
NIM(%)	2.8%	-1.9%	-2.7%	-51.2%	10.0%	3.8%	3.7%	3.9%	-11.4%	5.4%	4.7%	4.8%
지배주주순이익	56	(43)	(53)	(872)	194	72	72	78	(912)	416	397	457
NIM(지배주주, %)	2.7%	-1.9%	-2.7%	-50.8%	10.0%	3.8%	3.7%	3.9%	-11.3%	5.4%	4.7%	4.8%

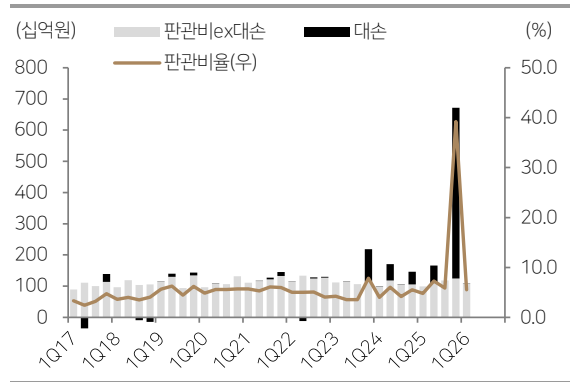
Source: 다올투자증권

Fig. 131: 매출채권



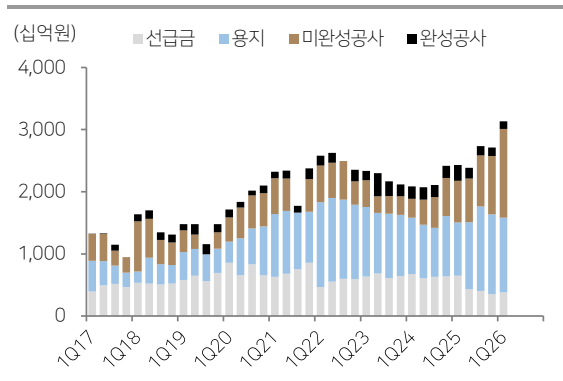
Source: 다올투자증권

Fig. 132: 판매관리비



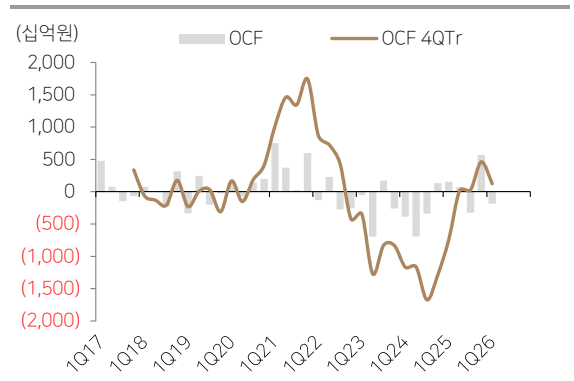
Source: 다올투자증권

Fig. 133: 재고자산



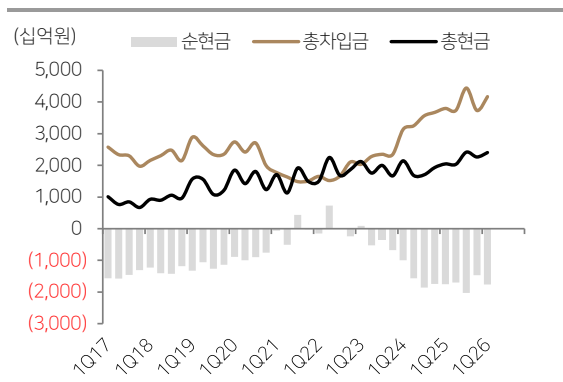
Source: 다올투자증권

Fig. 134: 영업현금흐름



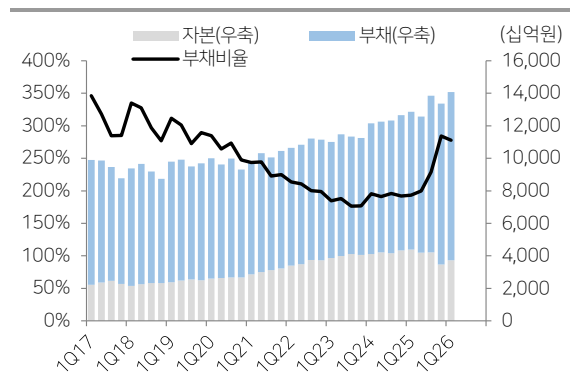
Source: 다올투자증권

Fig. 135: 순차입금



Source: 다올투자증권

Fig. 136: 부채비율



Source: 다올투자증권

대우건설 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	9,588.7	9,922.6	10,580.7	10,883.3	11,266.8
현금성자산	2,077.9	2,482.6	2,846.9	3,108.8	3,487.0
매출채권	4,683.0	4,276.2	4,414.5	4,451.6	4,459.2
재고자산	1,945.3	2,427.7	2,554.3	2,554.6	2,551.9
비유동자산	3,069.7	3,435.9	3,587.8	3,696.5	3,825.6
투자자산	2,626.3	2,919.9	3,083.1	3,208.3	3,338.5
유형자산	380.2	451.6	443.1	429.7	431.1
무형자산	63.3	64.5	61.6	58.6	56.0
자산총계	12,658.5	13,358.5	14,168.5	14,579.9	15,092.4
유동부채	4,544.0	5,110.9	5,226.2	5,178.4	5,168.8
매입채무	2,664.1	3,094.9	2,885.7	2,846.2	2,840.0
유동성이자부채	1,331.6	1,084.5	1,360.0	1,360.0	1,360.0
비유동부채	3,780.4	4,773.0	4,993.7	5,055.9	5,120.6
비유동이자부채	2,769.3	3,060.4	3,189.2	3,189.2	3,189.2
부채총계	8,324.4	9,883.9	10,219.9	10,234.3	10,289.5
자본금	2,078.1	2,078.1	2,078.1	2,078.1	2,078.1
자본잉여금	562.2	562.2	562.2	562.2	562.2
이익잉여금	2,183.0	1,277.2	1,592.0	1,989.0	2,446.4
자본조정	(532.2)	(569.8)	(418.3)	(418.3)	(418.3)
자기주식	(101.7)	(101.7)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
자본총계	4,334.1	3,474.6	3,948.5	4,345.5	4,802.9
투하자본	5,965.2	4,663.3	5,173.4	5,289.1	5,348.1
순차입금	2,022.9	1,662.3	1,702.3	1,440.4	1,062.2
ROA	2.0	(7.0)	3.0	2.8	3.1
ROE	5.8	(24.0)	11.7	9.9	10.3
ROIC	5.1	(11.1)	9.3	8.3	9.1

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	(1,283.5)	462.9	230.2	517.0	652.7
당기순이익	242.8	(916.1)	417.2	397.0	457.4
자산상각비	122.6	114.6	126.3	126.4	125.4
운전자본증감	(1,873.0)	590.9	(368.4)	(88.6)	(14.8)
매출채권감소(증가)	(884.5)	(19.9)	(235.2)	(37.0)	(7.7)
재고자산감소(증가)	(118.9)	60.2	70.2	(0.3)	2.7
매입채무증가(감소)	(192.7)	385.4	(10.4)	(39.5)	(6.2)
투자현금	104.4	172.0	(155.8)	(279.8)	(300.1)
단기투자자산감소	(217.2)	389.3	38.5	(24.7)	(25.7)
장기투자증권감소	204.4	(82.4)	(29.0)	(39.3)	(40.1)
설비투자	(37.6)	(100.3)	(77.2)	(105.0)	(119.3)
유무형자산감소	(3.5)	0.9	(2.5)	(4.9)	(4.9)
재무현금	1,169.7	57.0	338.0	0.0	0.0
차입금증가	1,137.3	(35.5)	336.1	0.0	0.0
자본증가	(0.1)	(2.9)	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.1	2.9	0.0	0.0	0.0
현금 증감	180.1	667.1	409.6	237.2	352.6
총현금흐름(Gross CF)	704.3	70.9	644.4	605.5	667.5
(-) 운전자본증가(감소)	1,545.5	(884.8)	453.9	88.6	14.8
(-) 설비투자	37.6	100.3	77.2	105.0	119.3
(+) 자산매각	(3.5)	0.9	(2.5)	(4.9)	(4.9)
Free Cash Flow	(1,064.3)	833.9	120.2	237.2	352.6
(-) 기타투자	(204.4)	82.4	29.0	39.3	40.1
잉여현금	(859.8)	751.4	91.2	197.8	312.4

자료: 다올투자증권

손익계산서

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	10,503.6	8,054.6	7,766.9	8,435.5	9,577.3
증가율 (Y-Y%)	(9.8)	(23.3)	(3.6)	8.6	13.5
영업이익	403.1	(815.4)	620.1	591.8	656.1
증가율 (Y-Y%)	(39.2)	적전	흑전	(4.6)	10.9
EBITDA	525.7	(700.9)	746.4	718.2	781.5
영업외손익	(44.6)	(393.4)	(52.1)	(52.4)	(34.6)
순이자수익	(49.1)	(51.4)	(65.7)	(53.8)	(32.6)
외화관련손익	133.6	(84.0)	(9.1)	0.0	0.0
지분법손익	0.2	(45.5)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
세전계속사업손익	358.5	(1,208.8)	568.0	539.4	621.5
당기순이익	242.8	(916.1)	417.2	397.0	457.4
지배기업당기순이익	234.1	(912.3)	415.7	397.0	457.4
증가율 (Y-Y%)	(53.4)	적전	흑전	(4.8)	15.2
NOPLAT	273.1	(591.2)	455.4	435.6	482.9
(+) Dep	122.6	114.6	126.3	126.4	125.4
(-) 운전자본투자	1,545.5	(884.8)	453.9	88.6	14.8
(-) Capex	37.6	100.3	77.2	105.0	119.3
OpFCF	(1,187.4)	307.9	50.6	368.4	474.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	6.5	(8.2)	(12.6)	(7.0)	5.9
영업이익증가율(3Yr)	(18.3)	n/a	(2.2)	13.7	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	(14.8)	n/a	(1.9)	11.0	n/a
순이익증가율(3Yr)	(20.6)	n/a	(7.2)	17.8	n/a
영업이익률(%)	3.8	(10.1)	8.0	7.0	6.9
EBITDA마진(%)	5.0	(8.7)	9.6	8.5	8.2
순이익률(%)	2.3	(11.4)	5.4	4.7	4.8

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	563	(2,195)	1,012	966	1,113
BPS	10,172	7,900	9,132	10,105	11,225
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	5.5	n/a	19.2	20.1	17.4
PBR	0.3	0.5	2.1	1.9	1.7
EV/ EBITDA	6.3	n/a	13.0	13.1	11.6
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	1.8	22.4	12.4	13.2	12.0
PSR	0.1	0.2	1.0	0.9	0.8
재무건전성 (%)					
부채비율	192.1	284.5	258.8	235.5	214.2
Net debt/Equity	46.7	47.8	43.1	33.1	22.1
Net debt/EBITDA	384.8	n/a	228.1	200.6	135.9
유동비율	211.0	194.1	202.5	210.2	218.0
이자보상배율	8.2	n/a	9.4	11.0	20.1
이자비용/매출액	1.5	2.3	2.6	2.4	2.1
자산구조					
투하자본(%)	55.9	46.3	46.6	45.6	43.9
현금+투자자산(%)	44.1	53.7	53.4	54.4	56.1
자본구조					
차입금(%)	48.6	54.4	53.5	51.1	48.6
자기자본(%)	51.4	45.6	46.5	48.9	51.4

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 91.7% HOLD : 8.3% SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대 수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 증가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

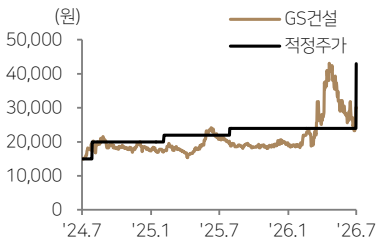
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

GS건설 (006360)



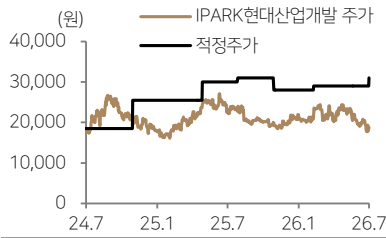
일자	2024.07.29	2025.02.06	2025.07.31	2026.07.02
투자의견	HOLD	BUY	BUY	BUY
적정주가	20,000원	22,000원	24,000원	43,000원

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.07.29	20,000원	18,522원	21,550원	-7.4	7.8
2025.02.06	22,000원	19,240원	24,150원	-12.6	9.8
2025.07.31	24,000원	23,298원	43,100원	-2.9	79.6
2026.07.02	43,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(26년 7월 1일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

IPARK현대산업개발 (294870)



일자	2024.10.30	2025.04.28	2025.07.28	2025.10.29	2026.2.09	2026.07.02
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	25,500원	30,000원	31,000원	28,000원	29,000원	31,000원

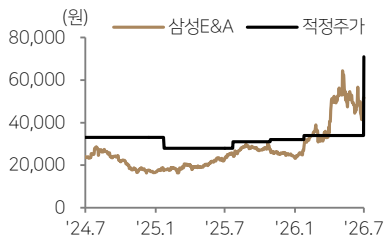
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.10.30	25,500원	19,440원	23,650원	-23.8	-7.3
2025.04.28	30,000원	24,316원	27,100원	-19.0	-9.7
2025.07.28	31,000원	20,851원	24,100원	-32.7	-22.3
2025.10.29	28,000원	20,181원	21,900원	-27.9	-21.8
2026.02.09	29,000원	21,702원	24,400원	-25.2	-15.9
2026.07.02	31,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 7월 1일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

삼성E&A (028050)



적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

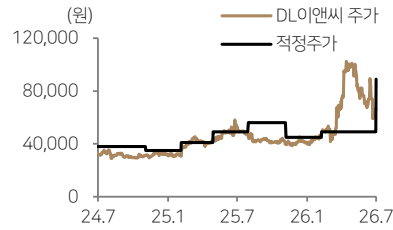
일자	2025.01.24	2025.07.25	2025.10.31	2026.01.26	2026.07.02
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	28,000원	31,000원	32,000원	34,000원	71,000원

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2025.01.24	28,000원	20,586원	25,800원	-26.5	-7.9
2025.07.25	31,000원	27,795원	30,300원	-10.3	-2.3
2025.10.31	32,000원	25,328원	27,000원	-20.9	-15.6
2026.01.26	34,000원	43,178원	64,400원	27.0	89.4
2026.07.02	71,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 7월 1일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

DL이앤씨 (375500)



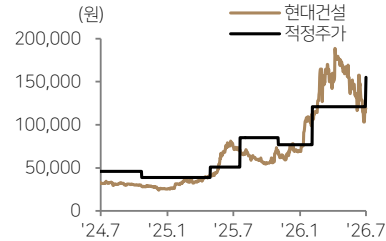
일자	2024.11.04	2025.02.07	2025.04.30	2025.08.01	2025.11.07	2026.02.09
투자의견	HOLD	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD
적정주가	35,000원	41,000원	49,000원	56,000원	45,000원	49,000원
일자	2026.07.02					
투자의견	BUY					
적정주가	89,000원					

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.11.04	35,000원	31,819원	35,150원	-9.1	0.4
2025.02.07	41,000원	41,046원	45,400원	0.1	10.7
2025.04.30	49,000원	48,444원	58,200원	-1.1	18.8
2025.08.01	56,000원	42,628원	47,900원	-23.9	-14.5
2025.11.07	45,000원	41,879원	46,500원	-6.9	3.3
2026.02.09	49,000원	72,258원	102,500원	47.5	109.2
2026.07.02	89,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 7월 1일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

현대건설 (000720)



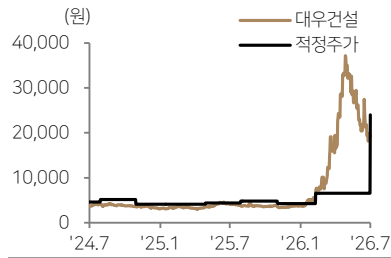
일자	2024.10.23	2025.04.30	2025.07.21	2025.11.03	2026.02.05	2026.07.02
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD	BUY
적정주가	39,000원	51,000원	85,000원	77,000원	121,000원	155,000원

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.10.23	39,000원	31,152원	41,150원	-20.1	5.5
2025.04.30	51,000원	64,587원	81,100원	26.6	59.0
2025.07.21	85,000원	62,033원	73,500원	-27.0	-13.5
2025.11.03	77,000원	77,938원	113,000원	1.2	46.8
2026.02.05	121,000원	148,066원	188,700원	22.4	56.0
2026.07.02	155,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 7월 1일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

대우건설 (047040)



일자	2024.07.31	2024.10.31	2025.02.07	2025.04.30	2025.07.31	2025.11.03
투자의견	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY	HOLD
적정주가	5,200원	4,100원	4,100원	4,400원	4,800원	4,300원
일자	2026.02.10	2026.07.02				
투자의견	HOLD	BUY				
적정주가	6,600원	24,000원				

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.07.31	5,200원	3,892원	4,260원	-25.2	-18.1
2024.10.31	4,100원	3,387원	3,745원	-17.4	-8.7
2025.04.30	4,400원	4,057원	4,610원	-7.8	4.8
2025.07.31	4,800원	3,760원	4,370원	-21.7	-9.0
2025.11.03	4,300원	3,987원	5,770원	-7.3	34.2
2026.02.10	6,600원	20,866원	37,150원	216.2	462.9
2026.07.02	24,000원	-	-	-	-

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(26년 7월 1일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가



Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장

상무
김현
hyunkim@daolfn.com

기업분석

조선 · 기계 · 방산 최광식 gs.choie@daolfn.com	건설 · 부동산 박영도 ypark@daolfn.com	자동차 · 이차전지 유지웅 jwyo@daolfn.com	제약 · 바이오 이지수 jislee@daolfn.com
금융 김지원 jiwonkim@daolfn.com	반도체 · 소부장 고영민 ym.ko@daolfn.com	화장품 · 의료기기 박종현 alex.park@daolfn.com	인터넷 · 게임 · 레저 김혜영 hyyy@daolfn.com
음식료 · 통신 이다연 dayeonlee@daolfn.com	철강 · 비철금속 이정우 jungwoo@daolfn.com	엔터테인먼트 임도영 dy.lim@daolfn.com	전기전자 김연미 ym.kim@daolfn.com

투자전략

투자전략 조병현 bhcho@daolfn.com	계량분석 김경훈 aimhigh2027@daolfn.com	채권분석 허정인 jeongin@daolfn.com
---------------------------------	---------------------------------------	-----------------------------------

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2026.04.07	최광식	조선 - 해가 지지 않는 조선제국: 2번째 발걸음 HHIP
2026.04.23	임도영	엔터테인먼트 - 실적과 멀티플의 괴리 속에서
2026.05.06	유지웅 · 오정하	자동차&로봇 - 메가트렌드의 시작
2026.05.21	고영민	반도체/소부장 2H26 전망 - 꺼지지 않는 초록불
2026.05.25	최광식	방산 - 실전, 현지화, 그래서 K-방산 : 파이프라인 가치 Valuation
2026.05.28	조병현 · 박영찬 · 정현하	2026년 하반기 매크로 전망: 달라지는 관계들
2026.05.28	김연미	전기전자 - AI는 기판 위에서 흐른다
2026.05.28	김혜영	인터넷·게임·레저 - 월드 모델을 타고 AGI로 가자
2026.05.29	박종현	의료기기 - Sex and the diagnostics
2026.06.02	이지수	제약 · 바이오 - Who's Ready?: K-BIO, 준비됐는가?
2026.06.05	조병현 · 김지현	2026년 하반기 주식시장 전망: Climb a little higher
2026.06.08	고영민 · 김연미	Computex 2026 참가기: Ecosystem-Wide Innovation
2026.06.30	이다연	통신서비스 - The Next Connectivity: Mobile to AI

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.