

Spring Is Coming

26E BPS 55,705원에 Target PBR multiple 0.64x를 적용한 35,600원을 목표주가로 제시한다. 동사는 건설 업황에 대한 회의 속에서도 광운대 역세권 개발사업으로 비즈니스 모델의 본격적인 전환을 알리며, 시장의 이목을 한껏 끌어당긴 바 있다. 본서는 동사의 펀더멘탈을 담보하는 자체사업의 실적 발현이 업황 회복과 맞물리며 주가의 강력한 상승 요인으로 작용할 것임을 밝히고자 한다. 과거 부진했던 수주가 지금은 오히려 절호의 기회가 되었고, 시장 곳곳에서 업황 회복의 신호가 보인다.

투자포인트 1. 튼튼한 나무: 자체 사업으로 수익원 확보

바야흐로 자체개발 사업의 시대다. 동사는 수주 물량에 회사의 명운을 걸기보다는 자체적으로 프로젝트를 시행해 시공까지 마치면서 자체사업 역량을 확보해왔다. 이제 그 진가가 드러날 광운대 역세권 개발사업이 착공이 임박했다. 동사는 용산역 개발을 진행한 레퍼런스가 있기 때문에, 성공적으로 프로젝트를 마칠 것이라는 큰 기대를 받고 있다. 세간의 주목은 광운대 역세권 개발사업에 쏠려 있지만, 동사의 성장 스토리는 이제 시작이다. 그동안 갈고닦은 역량으로 날개를 달 동사의 성장에 주목해보자.

투자포인트 2. 울창한 숲: 회복 사이클의 수혜는 동사에게

얼어붙어 있던 건설업계에 드디어 훈풍이 불기 시작한다. 미국이 지난 9월 '빅컷'을 단행하면서 11일 한국은행 또한 기준금리를 25bp 인하하였다. 금리 인하는 시작일 뿐, 업황 회복의 기미가 하나둘씩 나타나고 있다. 건설 시장에 업사이클이 도래하면서 건설사들의 실적 턴어라운드 는 C의 감소와 Q의 증가와 함께 나타날 전망이다. 하지만 안타깝게도, 이번 사이클은 모든 건설사들을 보듬어 줄 수 없다. 업황의 차별적 수혜가 예상되는 가운데, 그 주인공은 분명 동사일 것이다.

| 추정 손익계산서 (단위: 십억 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액 | 4,216 | 3,670 | 3,364 | 3,298 | 4,191 | 2,043 | 4,222 | 4,891 | 5,169 |
| YoY (%) | 50.98% | -12.96% | -8.35% | -1.95% | 27.06% | 1.70% | 0.74% | 15.86% | 5.69% |
| 매출원가 | 3,463 | 2,885 | 2,868 | 2,982 | 3,810 | 1,847 | 3,812 | 4,267 | 4,369 |
| 매출총이익 | 754 | 785 | 496 | 316 | 381 | 195 | 410 | 624 | 800 |
| GPM (%) | 17.87% | 21.39% | 14.75% | 9.59% | 9.09% | 9.56% | 9.71% | 12.76% | 15.48% |
| 판매비와관리비 | 204 | 201 | 219 | 201 | 186 | 100 | 218 | 234 | 249 |
| 대손상각비(환입) | (2) | (2) | 4 | (1) | (0) | (0) | - | - | - |
| 영업이익 | 551 | 586 | 273 | 116 | 195 | 160 | 192 | 391 | 551 |
| OPM (%) | 13.08% | 15.96% | 8.13% | 3.53% | 4.66% | 7.82% | 4.54% | 7.99% | 10.66% |
| 영업외손익 | (45) | (54) | (2) | (40) | (5) | (15) | (20) | (19) | (21) |
| 지분법손익 | (14) | (21) | 4 | (8) | (0) | (4) | - | - | - |
| 법인세비용차감전순이익 | 559 | 348 | 294 | 121 | 237 | 109 | 171 | 372 | 531 |
| 법인세비용 | 145 | 127 | 118 | 71 | 64 | 31 | 54 | 118 | 168 |
| 당기순이익 | 414 | 220 | 176 | 50 | 173 | 78 | 117 | 254 | 363 |
| NPM (%) | 9.81% | 6.00% | 5.24% | 1.52% | 4.13% | 3.81% | 2.78% | 5.20% | 7.02% |

Rating

Buy

목표주가 35,600 원
현재주가: 22,150 원
상승여력: 61%

12M 추가추이



B/S Data (1H24)

자산 총계 7 조 4,979 억원
부채 총계 4 조 4,530 억원
자본 총계 3 조 448 억원

Valuation (24E)

PBR 0.44x
BPS 43,592 원
ROE 5.8%

주요 주주

HDC 43.01%
국민연금공단 12.14%

SMIC 5 팀

팀장 49 기 전수연
팀원 49 기 김대원
49 기 정예환
50 기 주민재
50 기 최시아

CONTENTS

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1. 솔솔 불어오는 부동산 훈풍의 향기 - 산업 분석 | 03 |
| 2. 찬바람 거치고 봄바람 맞이할 때 - 기업 분석 | 06 |
| 3. 투자포인트 1. 튼튼한 나무: 자체 사업으로 수익원 확보 | 10 |
| 4. 투자포인트 2. 울창한 숲: 회복 사이클의 수혜는 동사에게 | 17 |
| 5. 매출 추정 | 24 |
| 6. Valuation | 26 |
| 7. Appendix | 31 |

솔솔 불어오는 부동산 훈풍의 향기 - 산업 분석

1.1 디벨로퍼, 차원이 다른 보폭의 소유자

BM의 확장
시공사→디벨로퍼

단순도급 공사에 머물렀던 건설사는 **디벨로퍼로의 전환이라는 새로운 국면**에 진입하고 있다. 일반적으로 시행사가 건설 프로젝트를 큰 틀에서 진행하면, 시공사(건설사)는 시행사의 계획에 맞춰 실제로 건물을 짓는다. 시행사는 시공사의 보증으로 금융기관으로부터 자금을 조달받고, 분양 대금으로 대출과 공사 비용을 지불한 후, 차익을 수취한다. 한편, '디벨로퍼'란 땅 매입부터 기획, 설계, 사후관리까지 총괄하는 부동산 개발업체를 일컫는 말이다. 시공사가 디벨로퍼로 전환된다는 것은 **건설사의 역할이 더 커지는 동시에 수익 모델 또한 다각화**된다는 것을 의미한다.

디벨로퍼 수익모델
= 분양 + 임대

수익 구조 특성상 디벨로퍼는 기존의 시공사에 비해 **안정적이고 장기적인 수익 창출**이 가능하다. 기존 건설사들의 수익은 건물을 짓고, 이를 분양하는 과정에서 발생하는 데에 그쳤다. 반면, 디벨로퍼는 **건축 마진에 더불어 임대 수익** 또한 수취할 수 있다. 직접 투자를 통해 토지를 매입하고 개발하여 수십 년간 장기 보유하며 임대수익을 얻는 방식이기 때문이다.

디벨로퍼의
압도적인 OPM

'자체사업'이라는 디벨로퍼의 수익 구조는 **안정적일 뿐만 아니라 높은 수익성**까지 갖추었다. 일본은 디벨로퍼가 체계적으로 자리잡고 있는 대표적인 나라 중 하나인데, 일본의 건설 시장에서 **디벨로퍼의 영업이익률은 23년 기준 약 15%**로, 제네콘에 비해 2배, 하우스메이커에 비해 6배 이상 높은 영업이익률을 보였다. 제네콘은 일반적인 건축, 토목 전반 사업을 영위하는 업체를 뜻하고, 이 중 특별히 주택에 집중하는 기업은 하우스메이커로 구분된다.

옥석의 조건

- ① 디벨로퍼
- ② 주택 비중↑

건설업 경기가 개선되는 상황 속에서 옥석을 가려야 할 때, **디벨로퍼인 동시에 주택 사업 비중이 높은 기업을 우선적으로** 택해야 한다. 수익성은 디벨로퍼, 하우스메이커, 제네콘 순으로 좋다. 다시 말하면, 단순 시공사보다 디벨로퍼가, 토목을 포함한 일반적인 건축보다 주택 사업이 수익성이 더 좋다. 일본의 경우, 지난 20년간 제네콘이 하우스메이커보다 영업이익률이 높았던 적은 거의 없으며, 이는 시가총액에도 그대로 반영되었다. 항상 디벨로퍼의 시가총액이 가장 컸으며, 일반적으로 하우스메이커의 시가총액이 제네콘보다 컸다.

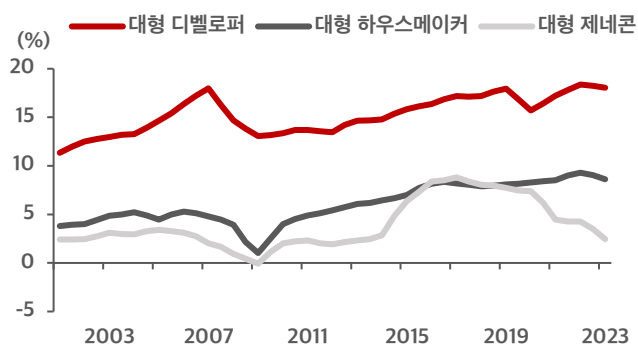
턴어라운드 시기
리턴 극대화 가능

디벨로퍼로서 진행하는 **자체사업은 개발이익을 향유**한다는 점에서 하이 리스크, 하이 리턴의 비즈니스이다. 그러나, 건설업이 호황기로 턴어라운드하는 시기에는 위험을 줄인 채, **리턴을 극대화**할 수 있다. 그렇다면 현재의 건설업 경기는 어디쯤에 있는지 알아보는 것이 중요하겠다.

도표 1-1. 디벨로퍼와 시공사의 특징 비교

| BM | 디벨로퍼 | 시공사 |
|------|--------------------------|-----------------|
| OPM | 최소 15% 이상 | Single Digit 추정 |
| 장점 | 토지(용지, 재고자산) 비중↑ 수익률↑ | 토지 비중↓ 수익률↓ |
| 단점 | 미분양시 리스크↑ | 리스크↓ |
| 수익인식 | 인도, 진행 | 시행사와 계약관계 진행 |

도표 1-2. 일본 건설업 유형별 영업이익률 비교



출처: 언론종합, SMIC 5팀

출처: Bloomberg, SMIC 5팀

1.2 부동산 경기 회복의 네 가지 선결 조건

부동산 경기의
주요 지표는 아파트

건설업은 시클리컬 산업인 만큼 앞으로의 주택 경기에 대한 **힌트는 과거 사이클에서 찾을 수 있다**. 주택 경기 사이클을 판단하는 주요 지표는 **아파트**인데, 이는 아파트가 금액 기준 전체 주택 거래의 60~80%를 차지하기 때문이다. 특히 수도권이나 대도시의 경우, 아파트가 차지하는 비중은 더 높다. 아파트 매매가격에 영향을 미치는 주요 변수에는 **금리, 미분양 · 준공 후 미분양 상황, 전세가격, 정부 정책 효과**가 있다.

경기 회복 조건

① 금리↓

금리와 아파트 매매가격은 **음의 상관관계**를 보인다. 2010년대부터 현재까지 양 변수간의 상관관계는 -0.8636으로 강력한 음의 상관관계를 띄고 있어, '금리가 내리면, 주택 가격이 상승한다'는 추론은 통계적으로 유의미하다. 2011년 2년간의 금리 인하기에 매매가격이 지속 하락하다가 다음 연도부터 반등이 나타났다는 점을 고려하면, **매매가에 반영되기까지는 약 1년의 시차**가 있다. 한편, 올해 9월 **미국 기준금리는 인하**되었고, 통상 한국 기준금리 또한 미국 기준금리를 따라가는 흐름을 보였다. 실제로, 10월 11일 **한국은행 기준금리가 25bp 인하**되었고, 주택 매매가격의 회복 시점은 올해보다도 내년이 더 강할 것이라고 판단된다.

경기 회복 조건

② 미분양↓

미분양 · 준공후미분양 물량이 줄어들면 매매가격은 상승한다. 반대로, 미분양 물량이 많아지면 분양가가 할인되고, 신축 공급 가격의 하락이 구축 공급 가격의 하락으로 연쇄적으로 이어지기 때문이다. 전국 기준 준공후미분양 물량의 증가 시기는 07년~09년, 17년~19년으로 증가 추세 초입부터 고점을 찍기까지 통상 3년의 기간이 소요되었다. 준공후미분양의 증감은 미분양 대비 약 1년 후행하여 반영되었다. 현재의 미분양 사이클이 22년부터 시작된 점을 고려하면, 24년까지는 준공후미분양 증가 추세가 지속될 수 있고, **25년부터는 서서히 개선되는 흐름**을 보일 것이다.

경기 회복 조건

③ 전세가격↑

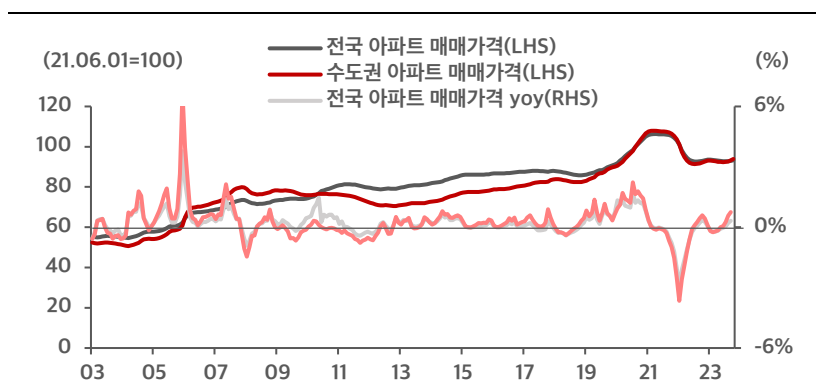
전세가격의 상승은 곧 전세가율(전세가격/매매가격)의 상승을 의미하며, 이는 **주택 가격 상승의 동력**으로 작용한다. 전세가격지수의 흐름을 봤을 때, 22년 대폭락기를 제외하면, 전세가격은 큰 틀에서 항상 **우상향** 해왔다. 11년부터 22년 2분기까지 꾸준히 상승했고, 22년 2분기부터 23년 1분기까지 하락했다. 해당 기간 전세가격은 12% 폭락했으나, 23년 2분기부터 현재까지 지속 상승하여 **현재는 전세가격 최고 시점**이었던 22년 가격에 거의 근접한 상황이다.

경기 회복 조건

④ 규제 완화 정책

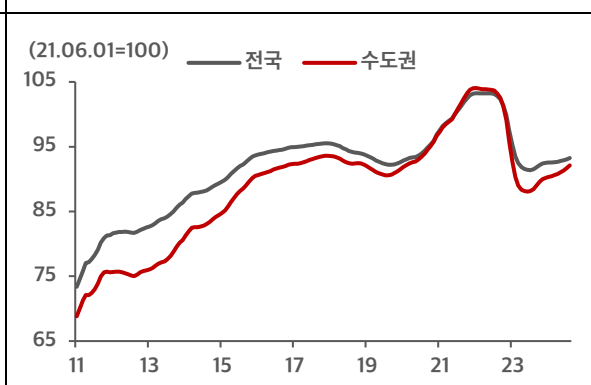
주택가격과 매수 판단을 결정하는 데에 있어 **정부 정책**도 중요한 요인임이 분명하다. 이전 정부에서 발표된 **대부분의 공급 규제가 이미 풀렸고**, 여기에 더해 세제 개선 정책도 발표된 상황이다. 부동산 정책이 갖는 민감도를 고려하면 규제 완화가 최소 호흡기 역할 정도는 할 것이다.

도표 1-3. 아파트 매매가격 변동 추이



출처: Kosis, SMIC 5팀

도표 1-4. 전세가격 변동 추이

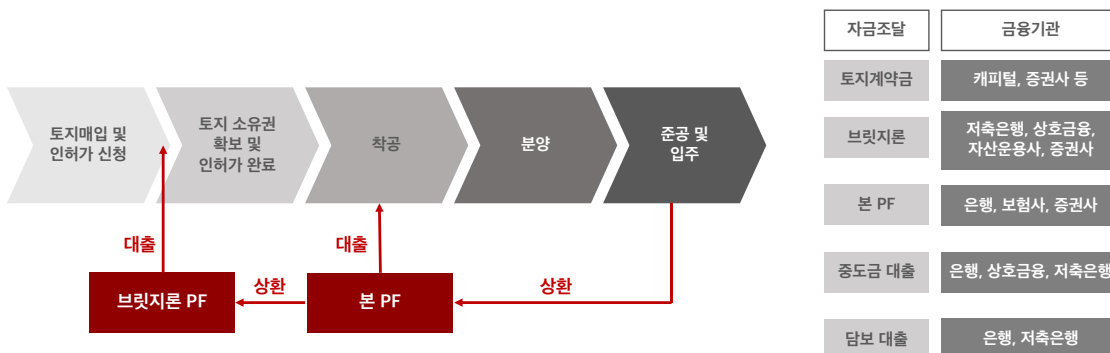


출처: Kosis, SMIC 5팀

1.3 PF 대출 사태가 불러 올 주택 공급 부족

| | |
|----------------------|---|
| PF 대출 문제 대두 | 현재 우리나라 부동산은 PF 대출 문제가 대두되고 있다. PF 대출은 ‘브릿지론’과 ‘본PF’라는 이중 구조로 이루어져 있다. 브릿지론 대출은 본PF 이전 단계에서 디벨로퍼가 금융기관의 대출(브릿지론)을 이용해 토지를 소유하는 과정이다. 일반적으로 디벨로퍼는 토지비의 10%를 자기자본으로 넣고, 나머지는 선순위(시중 은행)와 후순위(제2금융권)를 통해 조달한다. 인허가가 완료되고 시공사가 선정되면, 디벨로퍼는 본PF를 통해 브릿지론을 상환하고 남은 건설 비용을 조달한다. |
| 수익성 악화로 진행 정체된 매출↑ | 본PF로 넘어가지 못한 채, 브릿지론 단계에 머문 프로젝트들이 특히 문제이다. 22년 10월부터 현재까지 브릿지론이 예외적으로 계속 연장되고 있다. 정상적인 사업이라면 분양 수입이 총 개발비(토지 매입비, 건설비, 금융비 등)보다 커야 한다. 그런데 금리 인상으로 인한 금융비 상승과 인플레이션으로 인한 시공비 상승이 사업의 원가를 급격히 증가시켰다. 게다가 22년부터 부동산 가격이 폭락하며 분양가격, 즉 분양 수입이 현저히 줄었다. 비용은 크게 올랐는데 수입은 떨어진 상태로, 사업을 진행하면 오히려 적자다. 이것이 바로 브릿지론에 머무른 이유이다. |
| 부동산 PF 사태, 누군가에게는 기회 | PF 사태라는 위기가 누군가에게는 절호의 기회로 거듭날 수 있다. 토지 가격이 지나치게 높았던 21년 사업에 참여하지 않은 디벨로퍼와 시공사, 다시 말하면 리스크 관리를 제대로 한 회사들이 그 기회를 잡는다. 이들은 금리가 인하하여 금융비용이 감소하고, 부동산의 호황에 따라 분양가가 올라가는 상승사이클의 수혜를 온전히 누릴 준비가 되어있다. PF 대출 사태에 휩싸인 건설사는 이미 퇴출되었거나, 현재까지도 재정적 어려움 내지는 수익성 악화에 시달리는 상황이다. |
| PF 대출 연장이 부른 공급 점멸 | 실제로 PF 대출 연장은 공급 점멸을 부르고 있다. 일반적으로 인허가는 사전 토지 작업이 2~3년 소요되고 준공이 빠르면 3년 정도 걸려 합하면 최소 5~6년이 필요하다. 만약 22~23년 PF 대출 연장 없이 부실 부동산 매물이 저렴한 가격에 시장에 나왔다면, 27~28년에 준공 물량이 나올 수 있었다. 하지만 27년 아파트 입주 물량은 7,900채로, 10년대 연평균의 28.5%에 불과하다. 26년 또한 지난 10년 평균치의 절반 이하로, 민간 준공 물량이 26년부터는 매우 부족할 것이다. |
| 이미 서울 아파트는 상승 사이클 돌입 | 현재 서울 아파트는 상승 사이클에 돌입했다. 이는 인플레이션의 영향, 전세가격 폭등과 매매로의 전환 시작, PF사태 대처 실패로 인한 최악의 공급 부족에 기인한다. 공급 측면에서 이토록 물량이 지속적으로, 장기간 부족한 사태는 거의 최초의 일이다. 정해진 미래는 역대급 공급 부족이 3~4년간 지속되고, 시점의 문제이지 금리는 더 낮아질 것이라는 점이다. 모든 지표가 부동산 가격 상승을 가리키고 있다. 그렇다면 어느 기업이 부동산 가격 상승의 수혜를 누릴까. |

도표 1-4. 부동산 PF 사업 흐름도 정리



출처: 자본시장연구원, SMIC 5팀

찬바람 거치고 봄바람 맞이할 때 - 기업 분석

2.1 동사의 핵심 키워드: 국내, 수도권, 주택, 자체사업, 수주

현대산업개발에서
인적 분할된 동사

18년 현대산업개발이 지주사인 HDC와 동사로 인적 분할되었으며, 동사는 HDC의 주력 계열사 중 하나로 자리잡았다. 76년 설립된 한국도시개발과 77년 설립된 한라 건설이 86년 합병하여 만들어진 (구)현대산업개발이 전신이다. 18년에 (구)현대산업개발이 HDC로 사명을 변경하면서 HDC그룹의 지주회사가 됨과 동시에 건설사업 부문과 PC(Precast Concrete), 호텔과 콘도 사업 부문이 인적분할되면서 출범하였다. HDC가 지분 43.01%를 보유한 최대 주주이고, 국민연금공단이 11.07%의 지분을 보유하고 있다.

국내 위주,
주택 주력

동사는 국내 위주로 토목, 건축, 주택 사업을 영위하는 시공능력평가 10위 안팎을 유지하는 종합 건설업체로, 주력 부문인 주택부문에 IPARK 브랜드를 보유하고 있다. 경쟁사 대비 국내 매출 비중이 높기 때문에 국내 부동산의 호황에 따른 베타가 높다. 동사의 매출 구성은 24년 2분기 기준 외주주택이 62%, 일반건축이 20%, 토목이 10%, 자체공사가 5%를 차지한다.

수익성 좋은
자체공사 비중↑

동사는 자체공사가 차지하는 매출 비중이 점차 증가할 전망이다, 이에 따른 수익성 개선 효과가 기대된다. 시장의 예측치에 따른 25년 자체공사의 예상 매출총이익률은 22%로, 이는 외주주택보다 약 2배 더 높은 수치이다. 23년 자체공사 매출은 전년 대비 188% 증가한 점과 추가 수주 가능성까지 고려하면, 자체공사로 얻을 업사이드는 충분히 더 열려있다.

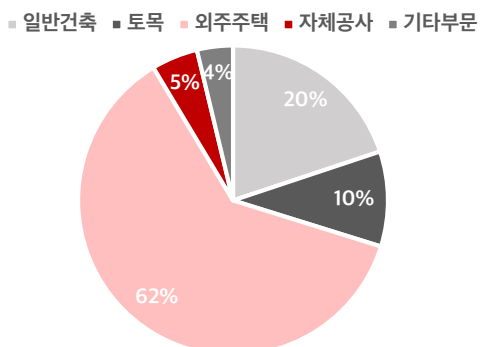
서울/수도권향
수주만 10조 원

동사는 서울 부동산의 가격 상승의 직접적인 수혜를 누릴 것이다. 이는 동사의 수주잔고를 보면 알 수 있다. 현재 수주잔고는 자체공사가 31%, 외주주택이 53%로, 기존의 자체공사가 매출에서 차지하는 비중에 비추어 보면 6배의 업사이드가 존재한다. 동사의 자체사업 수주잔고는 서울/수도권으로만 10조 원 이상으로, 이는 자체사업 수주잔고의 80~90%에 해당하는 수치이다.

다수의 자체사업
연쇄 착공 돌입

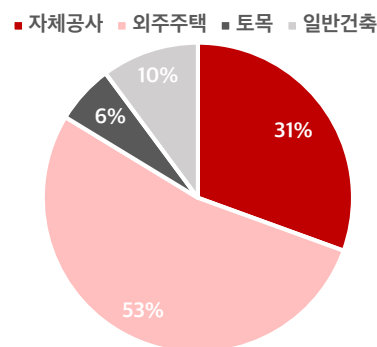
다수의 자체사업이 연쇄적인 착공에 들어가는 구간이라는 점 또한 지금 동사에게 주목해야 하는 이유이다. 기존 계획보다 2개월 연기된 광운대 역세권 사업은 11월 착공 및 분양을 시작으로, 용산철도병원 부지, 잠실 스포츠 MICE, 청라 의료복합타운 등 4.2조 원 이상의 또 다른 서울/수도권 복합개발 사업들이 준비 중이다. 자체사업이 차별적 이익률을 만들어 내는 순간 추가 차별화가 더욱 심화되기 시작하는데, 이는 [주가분석]에서 후술하겠다.

도표 2-1. 24년 2분기 매출액 구성비



출처: DART, SMIC 5팀

도표 2-2. 24년 2분기 사업별 수주잔고



출처: DART, SMIC 5팀

외주주택도
마진 우수

동사는 24년 2분기 외주주택 부문에서도 타사 대비 우수한 마진을 기록한 바 있다. 원가율이 88%로 전분기 대비 2.9%p 낮추었고, 정산이익 등의 일회성 호조 없이 80%대 주택사업 원가율에 진입한 기업이라는 점은 고무적이다. [투자포인트2]에서 자세히 서술하겠지만, 공사비가 급등한 21년 착공 물량이 저조한 것이 마진 방어를 가능하게 했다. 22년 1월 광주 화정 사고 여파로 22년 보수적인 착공을 진행한 것 또한 현재 원가율에 긍정적인 영향을 끼쳤다. 25년부터는 자체주택의 매출 인식이 예정되어 있어 타 건설사 대비 원가율 개선 폭이 클 것이라고 예상된다.

도표 2-3. 동사 주요 자체사업과 지분투자 사업

| | 내용 | 사업비 | 진행 상황 | 착공 시점 |
|-------------|---|---------------------------|--------------------|-------|
| 광운대 역세권 개발 | 분양 3,032세대(일반 분양 1,879세대) 상업시설, 오피스 등 개발 | 4.5조원(시공비 3.7조원) | 건축 심의 통과 | 4Q24 |
| 용산 철도병원 부지 | 공동주택 610가구 및 근린생활시설 | 8,300억원(시공비 2,000억원) | 건축 심의 통과 | 4Q24 |
| 공릉 역세권 개발 | 공동주택 400여 세대 및 오피스 | 3,800억원 | 지구단위계획 구역 지정 가결 | 1H25 |
| 복정 역세권 개발 | 연면적 100만㎡ 규모 복합시설 개발 | 총 사업비 10조원 (동사 지분 투자) | - | 26 |
| 잠실 스포츠 MICE | 연면적 38만㎡ 컨벤션, 야구장, 문화시설 건립 | 총 사업비 2.2조원 (동사 지분 투자) | 실시협약 협상 진행 중 | 26 |

출처: 언론종합, SMIC 5팀

2.2 과거의 위기로 도리어 차별화된 수익을 내는 동사

21년과 22년
대형 사고 발생

동사에게 21년과 22년은 어둠의 시기였다. 21년 6월 광주 학동 철거 건물 붕괴사고와 22년 1월 광주 화정동 아이파크 붕괴사고 등 2건의 대형 사고 발생으로 이익이 크게 훼손되었다. 사고로 인한 브랜드 이미지 하락으로, 기 수주 사업장의 계약해지가 다수 발생했고, 신규 수주에도 어려움을 겪었다. 한때 브랜드평판지수 4위를 차지했던 'IPARK'는 21년 12월 9위로 추락했고, 22년 1월에는 24위까지 떨어지기도 했다. 건설사 입장에서 브랜드가 갖는 경쟁력이 중요한 만큼 동사에게 치명적인 일이 아닐 수 없었다.

위기도 가뿐히
넘겨온 동사

어둠의 명도는 예상보다 높았고, 시기 또한 길지 않았다. 당시 동사는 16개월의 영업정지를 받았으나, 부실시공 혐의로 받은 8개월은 취소 소송을 제기해 효력 정지를 받았고, 하수급인 관리의 무 위반 혐의로 받은 8개월은 4억 원의 과징금 납부로 대체되었다. 영업정지를 피한 덕분에 실적 또한 순탄했다. 23년 매출과 영업이익은 전년 대비 각각 27.1%, 67.8% 증가했다. 신규 수주는 2조 6784억 원으로 목표량을 28.7%나 상회했다. 한편, 올해 9월 실시된 아파트 브랜드 평판순위에서 IPARK는 6위를 차지하는 등 훼손되었던 브랜드 이미지를 완전히 회복한 상태이다.

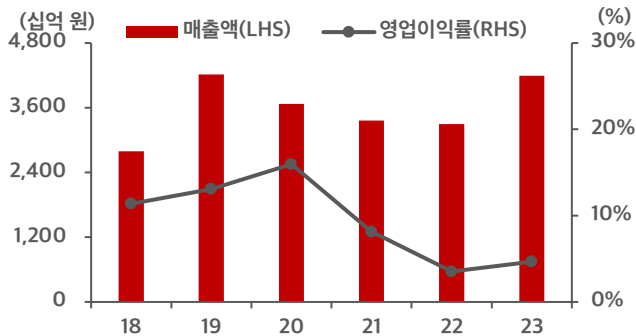
과거의 위기
→ 차별화된 수익

21년과 22년 동사가 겪은 부진은 25년과 26년 차별화된 수익으로 돌아온다. 두 건의 사고 발생으로, 부동산 시장이 급속하게 냉각되던 22년 동사는 경쟁사들과 달리 분양이 극도로 위축되었다. 이는 오히려 재무구조, 현금흐름 측면에서 현재의 동사에게 더 긍정적인 효과를 가져다 주었다. [투자포인트2]에서 자세히 서술하겠지만, 21년과 22년은 저가 수주가 많았던 때라 동사는 저가 수주를 피하고, 25년과 26년의 고가 수주를 위주로 사업을 진행할 전망이다.

동사의 차별화된
행보에 집중할 때

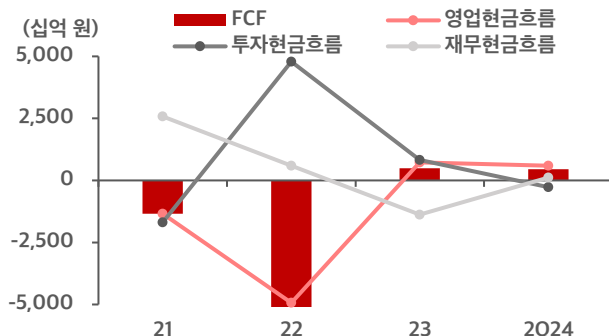
동사의 최근 분양물량은 업계 추세와 다르게 점차 증가하고 있다. 24년을 기점으로 추후 예정되어 있는 공릉 역세권, 용산철도부지, 광운대 역세권 등의 착공이 진행되고, 동사가 만들어낼 차별적인 행보에 주목할 때이다. 앞으로 다가올 부동산 경기 호황은 덤이다.

도표 2-4. 동사의 매출액과 영업이익률



출처: DART, SMIC 5팀

도표 2-5. 동사의 현금흐름



출처: DART, SMIC 5팀

2.3 PF 사태에 대한 우려 속 독보적인 안정감을 뽐내는 동사

등급전망 좋아진 유일한 건설사

동사는 24년 상반기 신용등급 평가에서 A(안정적)를 받은 기업으로, 등급전망이 '부정적'에서 '안정적'으로 변경된 유일한 건설사이다. 금융당국에서 PF 부실사업장에 대한 평가 기준을 제시함에 따라 하반기부터 PF 구조조정 사례가 늘어날 것으로 예상되는 시점임에도, 동사는 화정 아이파크 사고 이후 저하된 사업기반이 점차 안정화되고, 재무구조 개선과 더불어 PF우발채무 위험이 경감된 점이 반영되었다.

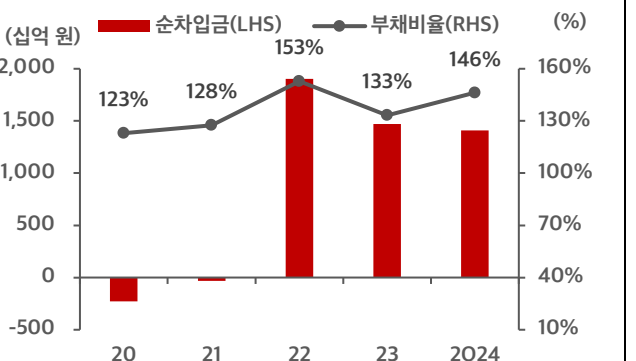
재무 상태 이상 無

동사의 24년 2분기 부채비율은 146%로, 최근 5년간 안정적인 재무 상태를 꾸준히 유지해오고 있다. 동사의 순차입금은 1.4조 원으로, 22년 이래로 꾸준히 감소하고 있다. 22년 광주 사고의 재시공을 포함한 사고 수습 비용이 발생하면서 순차입금이 크게 증가하였으나, 22년과 23년 각각 단기차입금을 1조, 9,000억 원 가까이 상환하면서 순차입금을 줄여나가고 있다. 동사는 광운대 역세권 사업 등의 대규모 사업을 통해 올해 내로 순차입금을 0.5조 원 수준으로 감소시킬 것이라는 목표를 제시한 바 있다.

미착공 PF도 경쟁사와 비교 불가

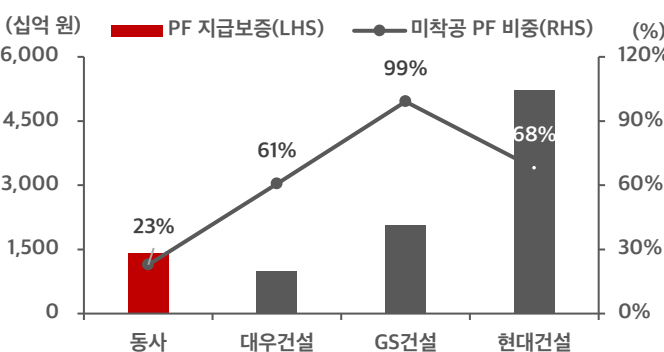
PF 관련해서도 동사는 경쟁사 대비 매우 안정적인 상황이다. 동사의 PF 지급보증인 1.4조 원에서 미착공 PF가 차지하는 비중은 23%로, 경쟁사인 GS건설의 1/4에 불과하다. 다른 건설사인 대우건설과 현대건설에 비해서도 PF 위험으로부터 훨씬 더 안정적이라는 사실을 알 수 있다. 동사의 현금 및 현금성 자산인 9,300억 원에 비교해도 미착공 PF 비중은 37%에 불과하다. PF 우려로 둘러싸인 경쟁사들을 제치고, 앞질러갈 수 있는 절호의 타이밍이 바로 지금이다.

도표 2-6. 동사의 순차입금과 부채비율



출처: DART, SMIC 5팀

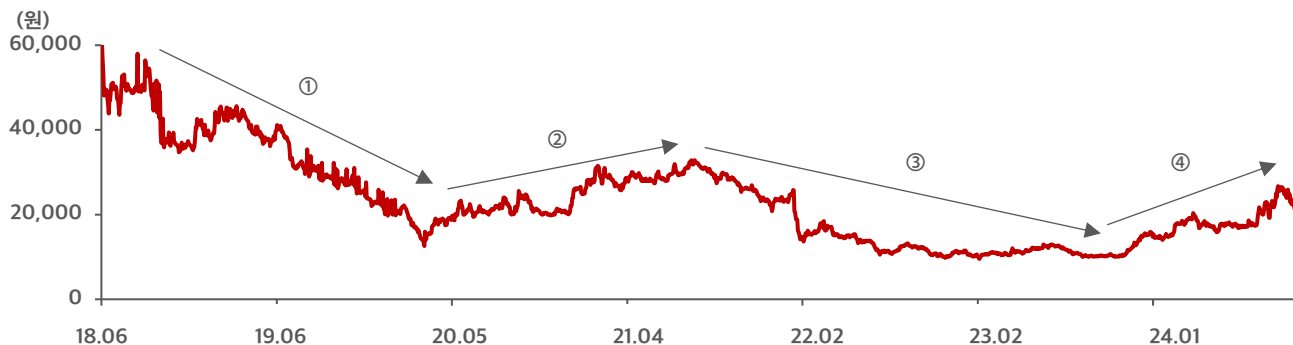
도표 2-7. 건설사별 PF 지급보증과 미착공 PF 비중



출처: 각 사 DART, SMIC 5팀

2.4 주가분석

도표 2-8. 동사의 주가 추이



출처: Investing, SMIC 5팀

동사 주가의 Key Driver는 '건설업의センチ'와 '실적에 대한 기대감'이다. 14년 건설 업황이 좋았으나, 7월 실적 발표를 시작으로 동사는 홀로 상승하기 시작했다. 올해 또한 동사는 실적에 대한 기대감으로 홀로 질주했으며, 앞으로는 돌아오는 건설업의センチ 수혜까지 입을 것이다.

① 18.06.14 ~ 20.03.19.

부동산 규제 정책,
기준금리 인상

문재인 정부는 출범 직후부터 강력한 **부동산 규제 정책**을 펼쳤다. 수요 측면에서는 투기과열지구를 지정하고, LTV·DTI를 강화하였으며, 종부세를 인상하여 주택에 대한 수요를 낮추었다. 공급 측면에서는 민간택지 분양가 상한제 적용 기준을 확대해 **건설사들의 공급 의지를 줄였다**. 실제로 건설사의 평균 착공 수를 확인해보면, 16년 5.5만호 정도에서 18년 4만호 정도로 크게 하락했다. 한편, 한국은행 **기준금리의 인상**에 따라 주담대금리가 소폭 상승한 시기이기도 했다.

② 20.03.20 ~ 21.07.06.

저금리로 인한
막대한 유동성 증가

주택시장은 팬데믹 초기에는 하락세를 보였으나, 경기 침체에 대응하기 위한 **막대한 유동성 증가와 저금리**로 인해 엄청난 상승세를 보였다. 정부의 부동산 수요 억제 정책으로 오히려 투기 수요가 크게 증가했고, **전국 미분양 물량은 지난 20년 통틀어 역대 최저치**를 기록하였다. 주택 수주에 대한 높은 기대감이 형성되었고, 전국 아파트 매매가격지수는 19년 1월 87.526에서 21년 11월 106.204까지 상승했다. 아파트뿐만 아니라 종합매매가격지수도 비슷한 흐름을 보였다.

③ 21.07.07 ~ 23.10.20.

금리 인상,
공사비 증가,
광주 아이파크 사고

1년 만에 금리가 0.5%에서 3.25%까지 **급등**하면서 유동성이 급격히 냉각되었다. 이에 따라 부동산 수요 악화와 PF 사태가 발생하였는데, 부동산 매매 수요가 크게 위축된 것과 달리 공급은 증가하며 부동산 가격이 급속도로 하락하였다. 또한, **공사비용이 급격히 상승**하였는데, 이는 저금리 정책이 촉발한 글로벌 인플레이션과 철근, 시멘트 등 자재 수급난에 기인한다. 한편, 전술한 **광주 아이파크 사고**의 발생으로 브랜드 가치에 큰 훼손을 입은 시기이기도 했다.

④ 23.10.21 ~ 현재

자체사업 기대감,
금리 인하 신호

올해 진행되었던 주가 상승 랠리는 건설업의 업황과는 별개로 동사 자체의 **펀더멘탈**에 기인한 것이다. 동사가 보유한 자체 잔고의 규모와 질이 과거보다 우수하며, 부지 매입 시기 또한 적절했다고 평가받았다. 무엇보다 5조 원에 가까운 **광운대 역세권 사업**이 진행된다는 기대감도 한몫했다. 광운대 역세권 사업이 예정보다 지연됨에 따라 조정을 받았으나, 9월 **미국 기준금리의 인하**를 시작으로 앞으로 다가올 건설업의 상승 사이클을 날개 삼아 **반등할 준비는 마친 상태**이다.

투자포인트 1. 튼튼한 나무: 자체 사업으로 수익원 확보

건설업에서 단순도급 공사로 호황을 누리는 시대는 지났다. 차별점을 가진 사업 모델이 과거에는 선택의 영역이었다면, 현재에 와서는 '필수'의 영역으로 바뀌었다. 다가오는 광운대 역세권 개발사업의 착공 일정과 함께 그동안 동사가 준비해온 자체개발 프로젝트들이 세간의 주목을 받고 있다. 본 [투자포인트1]에서는 광운대 역세권 개발이 왜 성공할 수밖에 없는지를 규명하고, 성공적인 레퍼런스를 기반으로 동사가 얻게 될 수혜를 분석하며, 그 중심에 있는 동사의 자체개발 역량에 집중한다.

3.1 광운대에서 시작될 성공신화

광운대 역세권
개발사업 착공 임박

24년 11월 동사 비즈니스 모델 대전환의 시작점인 자체 복합개발 사업의 착공이 임박했다. 광운대 역세권 개발사업은 15만 m^2 에 달하는 대규모 부지의 개발 사업으로, 17년 동사가 우선협상대상자로 선정되었다. 순조롭게 진행될 것만 같았지만, 20년 말부터 지속된 광운대역 노후 물류부지 철거가 지연되면서 사업의 착공 또한 계속해서 지연됐다. 결국 계속된 동사와 항운노조 간의 분쟁이 정리되면서 22년 말 물류 부지 철거가 완료됐고, 올해 8월 국토부로부터 주택사업계획 승인을 받으면서 11월 착공이 확실시됐다.

시행사, 시공사
모두 동사가 담당

광운대 역세권 개발 사업은 동사의 핵심 자체개발 사업이다. 공사를 주관하는 시행사와 공사를 대행해주는 시공사가 나뉘어 있는 일반적인 개발 사업과는 다르게, 동사는 17년 12월 코레일로부터 토지 매입을 시작으로, 지금까지의 착공 준비 과정을 별도의 시행사 없이 단독 진행했다. 역세권 부지 단일 면적 중 가장 넓은 역세권인 만큼, 획지가 공공용지, 상업업무용지, 복합용지, 승무사업소용지 총 4구역으로 분리되며, 부지 내에 주거공간부터 호텔, 상업시설, 오피스 등을 모두 갖출 예정이다.

다변화된 수익구조
:임대, 분양, 자산관리

동사는 광운대 역세권 개발을 시작으로 임대와 분양, 자산관리라는 삼박자 수익구조를 고루 갖춘다. 통상 디벨로퍼는 자체개발한 주택을 수요자에게 공급하며 분양매출을 올린다. 하지만 분양매출로 단일화된 수익 구조는 분양가에 크게 휘둘리기 때문에 불안정했다. 동사는 이런 고질적인 문제점을 해결하기 위해 광운대 역세권 개발이 끝난 후 전체 규모 4.5조 원 중 1.9조 원의 시설을 자산화하여 임대 수익을 올리고, 리츠를 통해 부동산 투자 운용 부문으로 진출할 것이다. 동사의 향방을 이해하기 위해서는 이에 근간이 되는 자체개발을 먼저 이해하고 넘어가야 한다.

도표 3-1. 광운대 역세권 개발사업 연혁

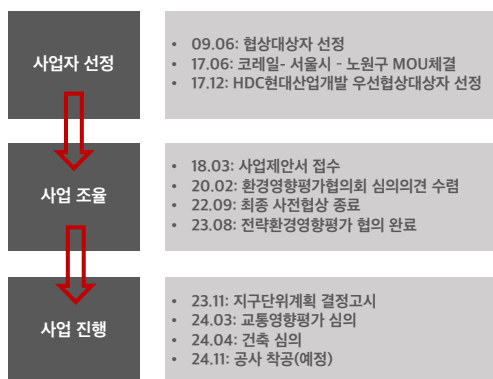


도표 3-2. 광운대 역세권 개발사업 지구단위계획



출처: 언론종합, SMIC 5팀

출처: EIASS, SMIC 5팀

3.2 자체개발 사업, 알고 넘어가자

단순 시공 외의 사업 모델 필요

과거 건설사들은 안정적 수익 구조를 갖추기 위해 **단순 시공 이외의 또 다른 사업 모델을 구축해야만 했다**. 건설사들의 수익은 도급 사업 업황과 일치한 흐름을 보였는데, 과거 주택의 공급이 폭발적으로 늘어나며, 도급물량이 쏟아지는 시기에 건설사들은 주로 단순도급 사업만을 영위하며 수익원을 확보했기 때문이다. 그러나, 정부의 부동산 규제 강도가 연이어 높아지면서 **도급 물량의 감소와 함께 수익이 줄어들었고, 이는 모든 건설사들의 고질적인 문제점**이었다.

동사만 수도권 내 자체개발에 집중

문제를 해결하기 위해 타 건설사들은 해외로 눈을 돌린 반면, 동사는 **수도권 내 자체개발에 집중하며 수익성을 방어해냈다**. 동사는 시행사로부터 단순도급 형태로 수주를 받기보다는, 직접 토지 매입부터 시공 후 사후관리까지 책임지며 **공사로부터 발생하는 모든 수익을 흡수했다**. 반면, 유가 고공행진에 의해 해외에서 플랜트 건설 물량이 급증하자, 현대건설, GS건설과 같은 경쟁사들은 각 사의 시공능력을 바탕으로 **해외 수주**를 확보했다. 그러나, 자체개발과는 다르게 플랜트 건설 또한 **단순도급 형태의 사업 모델**이라는 점에서 수익성을 근본적으로 개선한 것은 아니었다.

14년 동사만 홀로 주가 급등

이를 증명하듯, 자체개발 사업 모델이 주목받았던 **14년 건설 업종에서 주가 상승 흐름을 유지한 기업은 동사뿐**이었다. 06년에 수원 권선구 부지를 자체 매입한 뒤 착공한 아이파크 분양 호재로 동사 주가는 **연초 대비 98% 급등**했다. 13년 미국의 셰일 가스 대량 생산으로 인해 고유가 시대가 저물면서 해외 플랜트 시장 냉각으로, 해외로 사업을 확장한 경쟁사들은 이익이 급감했다. 건설 업종 내 차별화된 흐름 속에서 **동사의 독특한 사업 모델인 자체개발**은 큰 주목을 받았다.

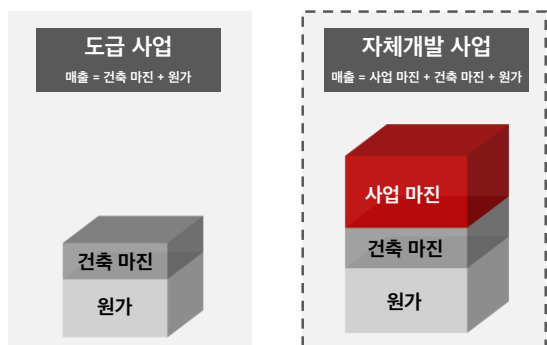
자체 개발 장점 ① 분양 매출↑

자체개발은 ① **분양가가 높아질수록 인식 가능한 매출이 늘어난다**는 점에서 단순 도급의 수익 구조와 완전히 다르다. 단순 도급은 공사 원가에 공사 마진을 더해 시공사인 건설사가 가져가는 총사업비가 책정된다. 시공사는 프로젝트에서 자신의 시공 몫만 가져갈 수 있기 때문에 총사업비가 분양가의 영향을 받는 정도가 굉장히 미미하다. 그러나, 자체개발의 경우 시행사와 시공사 역할을 모두 하나의 건설사가 담당하기에 **높아진 분양비는 온전히 동사의 매출액으로 흡수**된다.

자체 개발 장점 ② 수익성↑

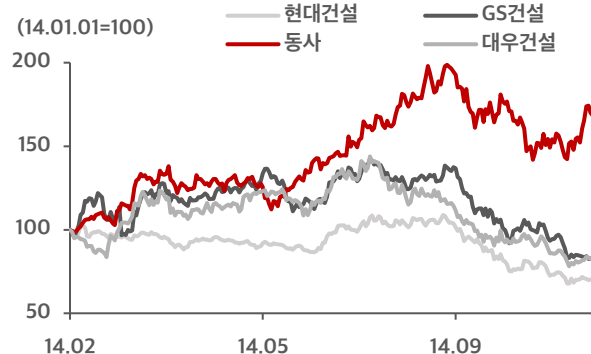
자체개발은 ② **회사 전체 수익성도 제고**시킨다. 건설업은 매출원가율이 90%에 달하는 산업이며, 특히 자재비에 굉장히 민감하다. 건물에 들어가는 자재량을 조절해 원가율을 개선할 수 없기 때문에 지난 21년~22년과 같이 물가가 변동해 원재료 가격이 상승하면, 단순 도급의 경우 공사 마진이 줄어들 수밖에 없었다. 반면, 자체개발 사업은 **분양가 조절을 통해 공사비 급등분을 어느 정도 상쇄**할 수 있는 여력이 있고, 이는 수익성을 방어하는 데 큰 역할을 한다.

도표 3-3. 도급과 자체개발의 수익 구조



출처: SMIC 5팀

도표 3-4. 14년 각 사 주가 추이



출처: 한국거래소, SMIC 5팀

토지를 낮은 가격에 확보하는 것이 중요

자체개발에서 낮은 가격으로 토지를 매입하는 것이 가장 중요하다. 보유한 토지가 매입가보다 가격이 오르면 이를 총사업비에 일부 반영할 수 있기 때문에, 자체개발 사업 수익성 제고 측면에서도 중요하다. 동사가 착공할 광운대 부지 또한 주변 아파트 가격 추이를 참고한다면 현재 가격이 17년 매입 가격보다 96% 정도 올랐을 가능성이 높다. 높아진 토지 가격을 감안한다면, 동사가 이전에 예상한 수준보다 수익성이 분명 높아졌을 것이다.

동사는 수익성 좋은 수도권 토지 가장

[투자포인트2]에서 후술할 수도권 중심 상승 사이클의 가장 큰 수혜자는 수익성 좋은 수도권 토지를 가장 많이 확보한 동사다. 1.2조 원에 달하는 용지의 수도권 비중이 70%라는 점은 타사 대비 차별적인 동사의 행보를 방증한다. 자체개발을 진행 중인 대우건설과 DL이앤씨의 용지 장부금액이 100% 다 수도권 부지라고 가정해도 동사의 수도권 부지인 약 8,400억원에 못 미치는데, 지방 부지도 상당 부분 있다는 타사의 IR 답변이 있었다. 이는 과거 동사가 수도권 토지 확보에 가장 적극적이었기 때문에 가능한 일이다.

3.3 이번이 처음이 아니다?

대규모 역세권 개발 이미 레퍼런스 보유

광운대 사업을 앞둔 동사는 이미 용산 민자역사 개발사업이라는 레퍼런스가 있다. 현재 동사의 본사가 위치하고 있는 용산역 부근은 동사의 손길이 온전히 느껴지는 공간이다. 용산 민자역사는 가장 성공적인 역세권 개발사업이라고 불리는 동사의 업작이고, 광운대 역세권의 상황은 과거 용산역 개발 사업과 많이 닮아 있다. 동사의 업작을 돌아보며, 구체적으로 어느 부분이 닮았는지, 동사가 사활을 건 광운대 역세권 개발이 어떤 양상으로 전개될지 살펴보자.

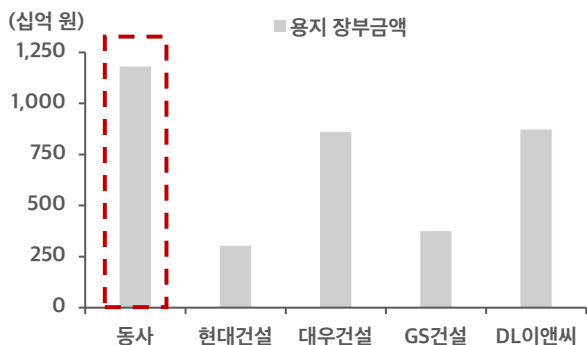
당시도 제일 큰 규모의 개발사업

동사는 민자역사 중 최대 규모인 용산역 자체개발을 진행했다. 건축 연면적이 82,356평으로 국내에서는 단일 건물 기준 최대 규모였다. 98년 지금의 코레일인 철도청과 서울시로부터 사업주관자 자격을 얻은 동사는 이듬해 철도청과 합작회사인 현대역사(주)를 설립해 역세권 개발을 시작했고, 01년 착공에 들어갔다. 같은 해 해당 지역이 '용산지구단위계획'에 포함되면서 대규모 재개발 또한 추진되면서 역대 규모의 민자역사 사업의 진행 속도에 가속이 붙었다.

주변 일대 활성화로 인한 수익 극대화

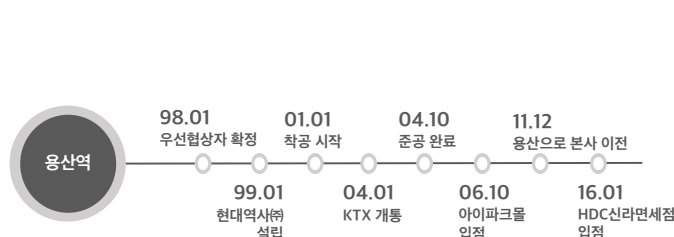
동사는 용산역 토지로 이익을 극대화하기 위해 역 주변 활성화에도 적극적이었다. KTX가 정착하며 많은 유동인구가 유입됨을 포착한 동사는, 06년 아이파크몰을 들여왔다. 늘어난 인구를 겨냥한 상점들이 연이어 아이파크몰에 입점하면서 동사는 임대 수익원을 확보할 수 있었다. 여기에 더해 11년 본사를 용산으로 이전하고, 16년 HDC신라면세점을 들여와 더 많은 인구를 유입시켰다. 그 결과, 역 주변은 대형 주거 시설들과 대기업들의 본사로 가득 찼고, 동사는 보유한 토지의 가격이 상승하여 자산 가치를 높이는 동시에 높은 임대수익까지 수취할 수 있었다.

도표 3-5. 각 사 용지 장부금액



출처: 각 사 DART, 각 사 IR, SMIC 5팀

도표 3-6. 동사의 용산역 개발 연혁



출처: SMIC 5팀

광운대에서 다시 볼
용산의 성공 신화

본사 이전을 광운대역 부근으로 확정한 동사는 성공적인 용산역 개발 모델을 효과적으로 활용할 것이다. 28년 GTX-C 노선이 광운대역을 지나간다는 사실과 더불어, 후술하겠지만, 주변 일대의 부동산 활황이 일어나고 있다는 점은 지난 용산에서의 성공 신화를 떠오르게 한다. 광운대 역세권 개발 또한 당장의 준공 계획에 그치지 않고 장기적으로 지속적인 개발을 추구할 것이라는 점에서, 동사에게 있어 또 하나의 대규모 역세권 자체개발 레퍼런스로 거듭날 것이다.

3.4 그래서 광운대 역세권, 얼마나 커질까?

9월 책정된
사업규모는 4.5 조

23년 9월 광운대 개발 사업의 규모는 4.5조 원으로 책정됐다. 해당 규모는 아이파크 분양실적 또한 포함하고 있다. 아이파크의 분양가가 변동하면 전체 사업 규모도 변하는 구조이기에, 분양가는 상당히 중요하다. 신축 주택 분양이 성공적일지에 대한 가늠자는 인접 지역의 신규 분양의 성과다. 긍정적 전망이 강했던 동사의 아이파크 분양은 인접지역의 23년 12월 자이 아파트가 3:1의 낮은 청약 경쟁률을 보이면서 아이파크 미분양에 대한 우려가 높아졌었다.

사업규모 커질 예정
∴ 아파트 분양가↑

아이파크의 분양가가 더 높아지면서 광운대 사업 규모는 더욱 커질 것이다. 장위 자이 바로 옆에 준공 예정인 장위 푸르지오는 올해 7월 자이의 청약 경쟁률보다 12배나 높은 35.1:1의 경쟁률을 기록했다. 자이의 분양가가 평당 2,834만 원이었던 것에 비해 푸르지오는 평당 3,507만원이 책정되면서 아이파크 미분양에 대한 냉혹한 시선을 돌려놓는데 성공했다. 뿐만 아니라 인근 장위동, 월계동 아파트들이 광운대 사업규모가 책정된 후부터 24년 9월까지 평균적으로 7.1% 상승했음은 11월 책정될 분양가가 기존 분양가보다 최소 7% 이상은 상승한 수치일 가능성이 높다.

용산 개발 당시에도
인근 주택 급등 이력

용산역 일대에서도 동일한 양상이 나타났다는 점은 추측을 확신으로 만든다. 이촌동 현대아파트(현대맨션)은 39평 기준 착공 시점인 00년 1월부터 준공 시점인 04년 10월까지 가격이 127% 상승했다. 기존 아파트 가격의 상승은 신축 주택인 용산 시티파크 분양가에도 영향을 미쳤다. 평균 청약률이 354:1로 역대 신기록을 갈아치웠고, 분양권 거래에 붙는 프리미엄이 1억 5,000만 원에서 10억 원까지 급증하며, 용산 부동산 일대의 활황을 부추겼다. 상술한 광운대 일대의 부동산 가격 상승과 과거 용산의 사례 모두 아이파크 분양가의 상승을 가리키고 있다.

광운대 역세권은
예견된 성공

28년 광운대역 일대로 동사의 본사를 옮기는 것은 이번 개발이 용산 민자역사 개발 방식과 매우 유사함을 보여준다. 용산으로 본사를 옮겨 용산역 일대의 발전을 성공적으로 도모한 강력한 레퍼런스가 있는 만큼, 이번에도 동사는 광운대 일대를 서울 동북권의 중심으로 만들 것이다. 그리고 용산에서 동사가 지금까지 꾸준히 자체개발 사업을 진행하는 것처럼 광운대 일대에서도 동사는 강력한 입지를 구축해 광운대역 부근의 장기적인 자체개발 사업을 책임질 것이다.

도표 3-7. 광운대역 인근 아파트 가격 추이 (23.09~24.09)

| 지역 | 아파트명 | 평단가(만 원) | 평단가(만 원) | 상승률 |
|-----|----------|----------|----------|-------|
| 월계동 | 건양노블레스 | 1,985 | 2,106 | 6.1% |
| | 서광 | 2,375 | 2,480 | 4.4% |
| | 미릉 | 3,298 | 3,332 | 1.0% |
| | 동신 | 2,424 | 2,550 | 5.2% |
| | 현대 | 2,409 | 2,575 | 6.9% |
| | 꿈의숲 SK뷰 | 2,491 | 2,706 | 8.6% |
| | 풍림아이윈 | 2,645 | 2,678 | 1.2% |
| | 우남 | 2,106 | 2,273 | 7.9% |
| | 성북역신도브래뉴 | 1,772 | 1,978 | 11.6% |
| | 한진한화그랑빌 | 2,364 | 2,633 | 11.4% |
| 장위동 | 래미안포레카운티 | 2,722 | 3,030 | 11.3% |
| | 꿈의숲 아이파크 | 3,173 | 3,522 | 11.0% |
| | 래미안퍼스트하이 | 2,998 | 3,235 | 7.9% |

도표 3-8. 이촌동 아파트 가격 추이 (00.01~04.10)

| 아파트명 | 평단가(만 원) | 평단가(만 원) | 상승률 |
|------|----------|----------|--------|
| 현대맨션 | 665 | 1,508 | 126.8% |
| 한강맨션 | 1,462 | 2,732 | 86.9% |
| 대림 | 914 | 1,567 | 71.4% |
| 강촌 | 1,038 | 1,675 | 61.4% |
| 한가람 | 746 | 1,329 | 78.2% |
| 이촌우성 | 1,022 | 1,653 | 61.7% |
| 그린 | 700 | 997 | 42.4% |

출처: 국토교통부, SMIC 5팀

출처: 부동산뱅크, SMIC 5팀

단기적인
성장원 확보

광운대 역세권 개발과 더불어 25년부터 26년까지 준공이 예정된 자체사업들은 단기적으로 동사의 매출 신장에 더 크게 기여할 것으로 본다. 수원 아이파크와 서산 센트럴 아이파크 25년에, 청주가경6단지과 의정부주상복합이 26년에 매출로 인식되면서 본서 내에서 추정된 결과, 각각 4.7조 원, 5.1조 원의 규모로 매출 신장이 이루어질 것이다. 또한 자체개발이 전체 매출에 기여하는 정도는 23년 11%에서 26년 24%까지 급증할 것이다. 동사 자체개발 사업의 매출 인식에 대한 구체적 추정 논리는 매출 추정에서 후술한다.

3.5 Next Step, 동사 미래 점치기

(1) 사업지역, 많이 남았다

서울시 첫 시범 사업
:공릉 역세권 사업

동사가 앞으로 개선해갈 자체개발의 역사 앞에서, 광운대 역세권 사업은 시작일 뿐이다. 24년 3월 개정된 서울시 역세권 활성화 프로젝트가 복합개발 활성화에 주력하는 가운데, 동사가 착공할 공릉 역세권 개발사업은 서울시 프로젝트의 첫 시범 사업으로 주목받는다. 동사는 자체적으로 진행한 복합개발 레퍼런스를 통해 경쟁사들 대비 수주를 제일 먼저 받았다. 레퍼런스 우위를 고려할 때, 38개의 복합개발 예정 지역의 사업자 채택에서도 동사는 유리한 지위를 확보했다.

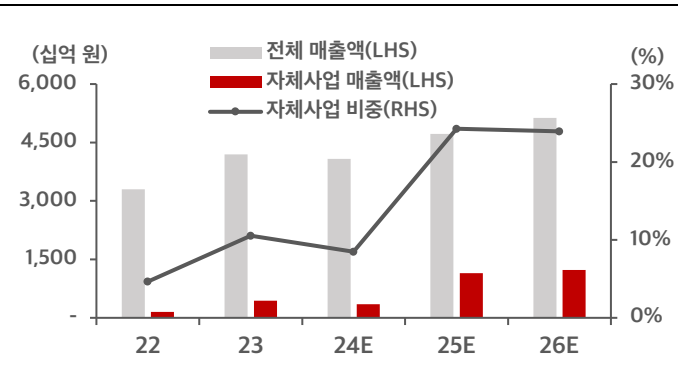
그린벨트 해제로
주택 공급 물량↑

지난 8.8 부동산 정책을 통해 명시된 그린벨트 해제 또한 동사의 잠재적 시공량을 늘릴 것이다. 역대 그린벨트 해제는 노무현 정부의 국민임대사업과 이명박 정부의 보금자리주택사업 시기에 일어났는데, 이번에도 기존과 동일하게 공공주택 공급을 목표로 둘 것으로 보인다. 보금자리주택 사업의 경우 연간 기준 7만 호의 공공분양주택과 8만 호의 공공임대주택을 공급했다는 점에서, 현재 계획 공급물량 8만 호는 과거 대비 큰 규모로 보이지 않을 수 있다. 반면 24년 동사의 연간 주택분양 가이드נס가 1.3만 호라는 점에서, 8만 호 중 10%만이라도 동사가 공급한다면, 현재 수준의 1.5배에 달하는 잠재적 Q에 대한 기대가 가능하다.

‘LH 혁신 방안’은
동사의 새로운 Q

23년 12월 추진된 ‘LH 혁신 방안’은 동사에게 특히 더 많은 Q를 가져다줄 것이다. 그동안 공공주택 건설은 LH가 시행사를 맡고, 시공사들에게 공사를 맡기는 구조였다. 민간주택보다 가격이 값싸게 책정됐기 때문에, LH로부터 받는 공공주택 도급계약은 민간주택 도급계약보다 현저히 수익성이 낮아 대형 건설사들이 참여하지 않았다. 반면 LH 혁신 방안으로 LH뿐만 아니라 민간 건설사의 시행사 참여가 가능해짐에 따라 자체개발을 통해 공공주택 건설의 수익성을 높일 수 있게 된 상황이다. 이러한 환경 속에서, 동사는 공공주택 개발의 진입 또한 가능해졌다.

도표 3-9. 전체 매출액 및 자체사업 매출액 추정



출처: DART, SMIC 5팀

도표 3-10. 서울특별시 역세권 활성화 사업들 중 일부

| 역명 | 위치 | 용도지역 | 진행상황 |
|---------------|----------|------|-------|
| 계획 수립 완료 프로젝트 | | | |
| 강동 | 강동구 성내동 | 일반상업 | 착공 준비 |
| 공릉 | 노원구 공릉동 | 근린상업 | 착공 준비 |
| 미아 | 강북구 미아동 | 근린상업 | 착공 |
| 보라매 | 동작구 신대방동 | 근린상업 | 착공 |
| 계획 수립 중 프로젝트 | | | |
| 굽은다리 | 강동구 천호동 | 근린상업 | 계획 검토 |
| 봉천 | 관악구 봉천동 | 일반상업 | 계획 마련 |
| 신대방삼거리 | 동작구 대방동 | 일반상업 | 계획 검토 |

출처: 서울특별시, SMIC 5팀

(2) 향후 더 돋보일, 동사의 선제적인 리츠 진출

리츠 시장에도 선제적으로 진출

24년 6월 인허가 대신 등록제로 변경한 리츠 활성화 정책이 시행된 만큼 리츠를 잘 활용하는 기업들을 중심으로 향후 복합개발 수주물량이 차별화될 것이다. 동사는 리츠 시장에서도 강점을 지닌 기업이다. 점점 더 많은 건설사들이 리츠 시장에 진출하고 있다는 사실은 곧 리츠 시장의 확장을 의미하며, 리츠 시장에 선제적으로 진출한 동사의 진가가 더욱 돋보이는 계기로 작용할 것이다. 장기적인 관점에서 동사가 왜 매력적인 기업인지 알아보자.

25년 2월부터 민간 주도 사업 허용

최근 민간 주도의 도심 복합개발을 허용한 법령은 리츠 진출에 성공한 동사에게 더욱 유리한 환경을 조성할 것이다. 기존 도심 복합개발 사업은 공공 주도로 이루어졌지만, 25년 2월부터 시행되는 도심 복합개발 지원에 관한 법률로 인해 신탁업자나 리츠와 같은 민간 기관도 사업을 주관할 수 있게 됐다. 건설사는 사업 시행자 역할을 맡지 못하기 때문에, 수익성이 좋은 자체 복합개발 사업 기회를 얻기 위해서는 반드시 리츠를 통해야만 한다.

리츠에 AMC는 필수, 선제적 진출 유리

건설사가 리츠 시장에 진출하기 위해서는 반드시 리츠 자산관리회사(AMC)를 설립해야 한다. 부동산투자회사법에 따라, 리츠가 부실하게 운영되는 것을 방지하기 위해 자산 운용과 관련된 업무를 AMC에 반드시 맡겨야 하기 때문이다. 부동산 간접투자 유형의 사업 성격상, AMC 설립을 위해서는 국토교통부가 지정한 인허가 요건을 충족하고 본인가의 단계를 거쳐야 하는데, 통상 1년 이상이라는 긴 시간이 소요되기 때문에 선제적으로 진출할수록 유리하다.

동사의 리츠 레퍼런스 :개발리츠, 임대리츠

17년 동사는 이미 계열사인 HDC자산운용의 AMC 본인가 취득으로 발빠르게 리츠 사업을 준비해왔다. 동사는 용산철도부지병원 부지개발 사업과 공릉 역세권 개발 모두 동사의 지분율 100%인 개발리츠를 시행사로 두었으며, 임대리츠를 통해 일산 2차 아이파크와 고척아이파크를 민간 임대아파트로 공급한 이력이 있다. 세제 인센티브를 반영한 민간임대주택 관련법 시행령 개정에 따라 동사는 자체개발 사업에 리츠를 적극 활용해왔다.

경쟁사의 미약한 리츠 경쟁력

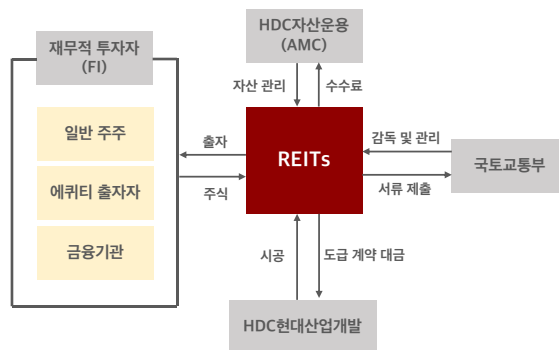
리츠 시장에서 동사만큼 준비가 철저하고, 레퍼런스가 많은 경쟁사는 없다. 현대건설과 롯데건설은 현재까지도 AMC를 보유하고 있지 않으며, 건설사들 중 가장 먼저 AMC를 얻은 DL이앤씨도 임대리츠만을 주로 영위해왔다. 대우건설은 베트남 개발리츠 경험밖에 가지고 있지 않아, 동사에 비해 국내에서 개발리츠를 활용한 사업의 전개 숙련도가 낮을 것이다.

도표 3-11. 리츠 경쟁사 분석

| 건설사 | AMC 본인가 획득 여부 | 임대리츠 | 개발리츠 |
|-----------|---------------|------|-------|
| HDC현대산업개발 | o | o | o(국내) |
| 대우건설 | o | o | o(해외) |
| 현대건설 | x | x | x |
| 롯데건설 | x | x | x |
| DL이앤씨 | o | o | x |
| GS건설 | x(내부 검토 중) | x | x |
| HL D&I | x | x | x |
| 호반건설 | o | o | x |

출처: 언론종합, SMIC 5팀

도표 3-12. 동사, AMC, 리츠 관계도



출처: SMIC 5팀

투자포인트 2. 울창한 숲: 회복 사이클의 수혜는 동사에게

[투자포인트1]에서는 동사의 자체사업이 가지는 가치의 업사이드를 논증했다. 그 업사이드를 누리는 과정에서, **업황 회복은 동사의 든든한 기둥 역할**을 해줄 것이다. 지금까지는 튼튼한 나무를 봤다면, 이제는 울창한 숲을 볼 차례이다. 공공 얼어붙어 있던 건설업은 **금리 인하 방향성이 확 실시되면서 회복 사이클의 초입에 진입**했다. 본 투자포인트는 **업황이 좋아질 근거**를 하나씩 확인하면서 건설사의 턴어라운드, 그리고 그 중 **동사가 가장 강력한 Top-Pick**임을 규명한다.

4.1 어두웠던 건설업에 불어오는 훈풍

(1) 업황을 짓눌러왔던 리스크, 그리고 회복의 시그널

건설업의 3가지 Risk

건설업은 그동안 세 가지 리스크 요인인 **고금리, 높은 공사비, 부동산 PF 문제**로 인고의 길을 걸어왔다. 코로나19 사태 이후 상승했던 금리는 유동성 감소를 통해 부동산 시장을 침체시켰고, 공사비는 21년 이후 현재까지 약 30% 상승하여 큰 부담요소로 작용했다. 그리고 부동산 PF 경색은 건설업에 대한 우려를 형성해 투자심리의 발목을 잡았다. 그러나 지금, 금리 인하 움직임으로부터 시작하여 **리스크 요인들이 하나씩 제거되며 업황 회복의 시그널**이 나타나고 있다.

업황 회복 조건 ① 금리 인하

금리 인하는 건설업의 반등을 알리는 신호탄이다. 미국은 지난 9월 **기준금리를 50bp 인하**하는 '빅컷'을 단행했고, 이에 국내 금리 인하 가능성이 높아지면서 건설주 수혜 기대감이 상승하였다. 건설업은 대출 의존도가 높아 금리의 영향을 많이 받는 한편, 금리 인하로 인한 수요 진작은 긍정적 요소로 작용한다. 즉, 금리는 주택의 공급과 수요 변화의 핵심 촉매제다.

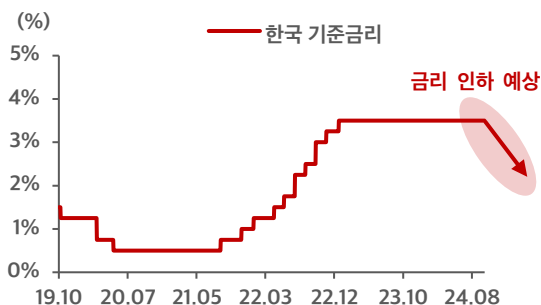
업황 회복 조건 ② 공사비 감소

공사비 급등으로 인한 건설사의 원가율 훼손은 **24년 하반기부터 서서히 개선**되어 장차 사업성에 긍정적인 영향을 줄 것이다. 공사비 지수는 21년부터 약 2년간 빠르게 상승하였고, 이에 후행하여 원가율은 22~23년 크게 증가했다. **전체 사업비의 50~60%를 차지하는 공사비**의 증가는 사업성을 악화시키고, 건설사들에게 큰 부담을 안겨주었다. 건자재 가격이 더 이상의 상승을 멈추고 하락의 조짐을 보여주고 있기에, 원가율 개선에 따른 순이익 보전이 기대된다.

업황 회복 조건 ③ PF 리스크 ↓

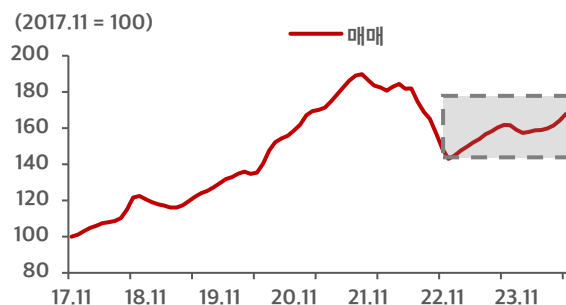
21년부터 업종을 둘러왔던 **PF 리스크**는 아직 존재하나, **점차 회복**될 전망이다. 이번 부동산PF 사태는 금리 급등과 부동산 시장 침체의 합작이었다. 따라서, **금리 인하**를 통해 이자 부담이 줄어들고 부동산 경기가 다시 살아나면 정체되어 있던 분양은 활기를 되찾을 것이다. 여기에 더해 **금융당국의 PF 구조조정**은 부실 사업장을 정리하여 PF시장의 안정화를 이끌어낼 것이다.

도표 4-1. 한국 기준금리 추이



출처: 한국은행, SMIC 5팀

도표 4-2. 서울 아파트 실거래가지수



출처: 한국부동산원, SMIC 5팀

(2) 업황 회복의 첫 신호탄은 금리 인하

본격적인 금리 인하
→ 업사이클 시작

건설업 회복의 시작을 알리는 신호탄이 올랐다. 건설업 회복의 Key는 결국 금리 인하이고, 바로 어제 한국은행은 25bp 금리 인하를 발표했다. 지난 9월 미국은 기준금리를 50bp 인하함에 따라 국내 금리 인하의 기조 또한 자명해진 상황이다. 본 서는 한국은행 기준금리 인하의 정확한 시점에 관심을 기울이기보다, 확실한 금리 인하 방향성이 확인되었다는 점에 집중하고자 한다. 현재 시중 금리는 기준금리에 낮은 상황으로, 이는 향후 금리가 낮아질 것임을 시사한다. 또한, 고정금리가 변동금리보다 낮다는 것은 금리 인하가 예정된 수순이라는 것을 증명한다.

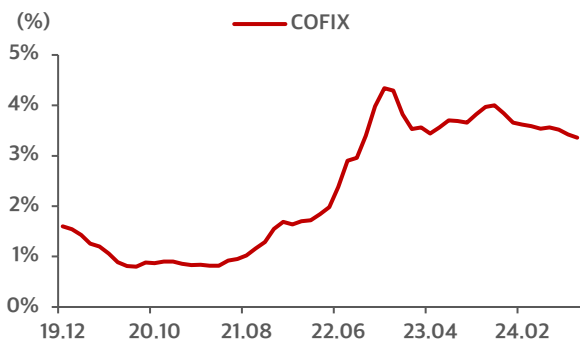
금리↓
→ 구매력↑
→ 주택 수요↑

금리 인하는 수요자의 구매력 상승으로 이어지고, 이는 곧 주택 시장의 수요와도 직결된다. 기준금리 인하가 실제로 단행된다면, 국고채 10년물 금리도 하락하고 뒤이어 주택담보대출 금리 역시 지속적으로 내려간다. 여기서 주목해야 할 점은 약간의 금리 인하만으로도 수요자의 구매 여력은 크게 증가하고, 이는 주택 시장의 수요에 활기를 불어넣는다는 것이다. 예를 들어, 주택담보대출 금리(=이자금액/주택가격)가 5%이고, 10억짜리 주택을 구입한다고 가정하면, 1년에 5천만 원의 이자를 내게 된다. 이때 이자율이 1%p 낮아지고, 연 5천만 원의 이자가 충분히 감당 가능한 수준이라고 할 때, 구매 가능한 부동산 가격은 12억 5천만 원으로, 25%나 상승한다.

주택 가격 ↑
→ 미분양 주택 ↓
→ 주택 공급 ↑

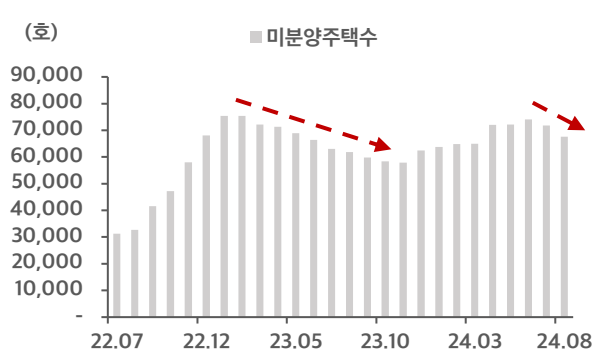
주택 수요의 증가는 가격의 상승을 부르고, 이는 주택 공급의 증가로 이어진다. 주택 가격이 오르면 일반적으로 미분양 주택은 감소한다. 미분양 주택 감소는 신규 주택 사업 재개의 기본 전제 요건으로, 주택 공급량을 늘릴 유인으로 작용한다. 실제로, 7월 전국 주택 매매거래량은 전년 동기 대비 41.8% 증가했고, 특히 서울지역 아파트 매매거래는 전년 동기 대비 150.2% 늘었다. 또한, 미분양 주택은 올해 6월 7.4만호에서 7월 7.1만호, 8월 6.7만호로, 꾸준히 감소 중이다. 다시 말해서, 향후 주택 공급이 늘어날 전제 요건은 이미 갖추어 놓은 셈이다.

도표 4-3. COFIX(자금조달비용지수) 추이



출처: 한국은행, SMIC 5팀

도표 4-4. 미분양주택수 추이



출처: 국토교통부, SMIC 5팀

4.2 건설사들의 실적 턴어라운드가 나타날 시간

실적 턴어라운드
: C↓, Q↑

건설업에 훈풍이 불기 시작한 가운데, 본 서에서는 건설사의 실적 턴어라운드 가 어떠한 양상으로 본격화될지에 대해 논증할 예정이다. 급등한 원가율과 높은 금융비용으로 인한 수익성 악화, 그리고 부동산 경기 침체로 건설사들의 실적은 지지부진했다. 그러나, 건설업의 흐름은 바뀌기 시작했다. 도래할 업황의 업사이클 속, 건설사들의 실적이 어떤 식으로 변화할지 (1) C의 관점과 (2) Q의 관점으로 나누어 서술하겠다.

(1) 골칫거리 해결, 증가할 수익성 - C의 관점에서

골칫거리는
높은 원가율

최근 2~3년간 급상승한 원가율은 건설사들의 골칫거리였다. 불과 3년 전만 해도 80%대였던 원가율이 팬데믹의 여파와 글로벌 공급망의 붕괴로 인해 올해 초 90~95% 수준에 육박했다. 특히 매출의 50~60%를 차지하는 공사비가 문제였다. 15년부터 20년까지 6년간 공사비는 19% 상승했으나, 21년에서 22년 상반기, 단 18개월 동안 공사비는 20% 상승했다. 여기서 공사비는 철근, 시멘트 등의 건설 원자재 가격과 인건비 등을 포함한 값이다.

과거 저마진 수주로
높아진 원가율

과거의 저마진 수주가 현재까지 영향을 미쳐 원가율 개선이 이루어지기 힘든 상황이었다. 올해 매출의 40~70% 정도를 21~22년 저마진 수주형 매출이 차지하고 있다. 원가율이 개선된 23년은 분양 경기가 극도로 악화된 탓에 건설사들의 착공 현장이 미미하였기 때문에 현재까지도 21~22년에 진행된 높은 원가율의 영향을 피해갈 수 없었던 것이다.

고마진 수주로
차차 원가율 개선

올해 하반기부터 수익성이 더 좋은 수주를 통해 서서히 원가 믹스 개선이 나타날 것이다. 늦어도 25년 하반기부터는 건설업 전반에서 유의미한 원가율 개선이 나타날 것이기에, 업종을 짓누르고 있던 원가 부담 요소를 해소할 수 있다. 다만, 건설사마다 시기별로 착공 면적에 차이가 있어 원가 개선 시점에도 시차가 존재한다. 가령, 21~22년 저마진 수주가 많은 건설사는 상대적으로 느리게 원가 개선이 이루어질 것이다.

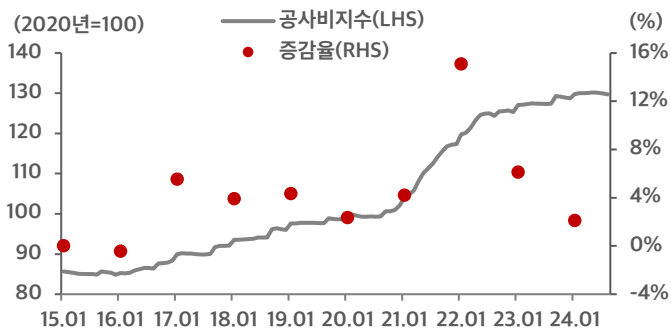
공사비의
하락 조짐

지속 상승하던 공사비 지수에 하락 조짐이 보인다는 점은 건설사에게 매우 반가운 소식이다. 공사원가의 약 36%를 차지하는 철근과 시멘트는 모두 평가 하락 압박으로 인해 고점을 찍고 내려오고 있다. 건자재 수요 감소로 콘크리트파일, 알루미늄품의 가격 또한 지속적으로 우하향하고 있다. 원자재비뿐 아니라 인건비도 지난 4년간 25.3% 상승하여 공사비 상승에 주요 원인으로 작용했다. 인플레이션에 따라 임금은 지속적으로 상승했으나, 24년 하반기 증감률은 0.6%로 2020년 이후 가장 낮은 수치에 해당한다.

원가율 개선에
정부도 적극적

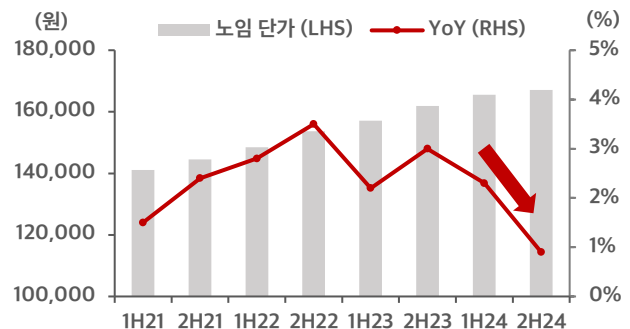
10월 발표한 정부의 '건설공사비 안정화 방안'도 건설사들의 원가율 개선에 이바지할 것이다. 해당 방안은 최근 3년간 연 8~9%를 넘나든 공사비 상승률을 26년까지 2%대로 낮추겠다는 것이다. 구체적으로는 해외 시멘트 수입 허용을 통한 시멘트 업체 가격 인하 유도, 외국인 인력 활용도 제고 등의 내용을 담고 있다. 원자재 가격의 하락과 원활한 인력 수급으로 건설업계 전반에 퍼져 있는 위기 상황을 해소하는 데 기여할 것이다.

도표 4-5. 건설공사비지수 추이



출처: 한국건설기술연구원, SMIC 5팀

도표 4-6. 노임 단가 증가율 추이



출처: 대한건설협회, SMIC 5팀

원가율 감소로
수익성↑, 시장 활력↑

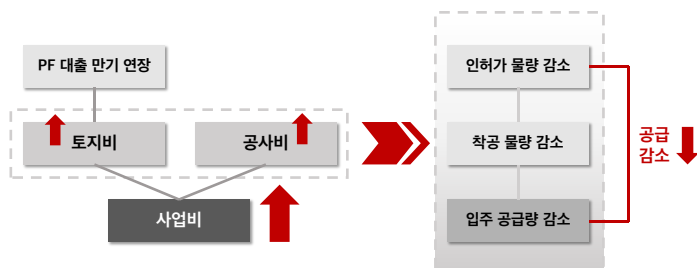
주택 원가율의 감소는 건설사들의 수익성 개선과 더불어 시장에 활력을 불어넣을 수 있다. 삼을 들고 몇 년간 일해도 이익이 제대로 보전되지 않는 상황이 되자 건설사들은 신규 수주를 줄였다. 이미 계약을 체결한 정비 사업장에서는 공사비 갈등이 공사 중단과 시공계약 해지로 이어지는 경우도 빈번했다. 건축착공면적이 21년 1억 4천만㎡에서 23년 7천 5백만㎡으로 44% 급감하는 등 기존의 부동산 시장에는 침체의 분위기가 드리워져 있었다.

금리 하락은 곧
금융비용 감소

건설사의 수익성 개선에는 금리 하락으로 인한 금융비용 감소도 한 몫 할 예정이다. 21년 0.75%였던 금리가 불과 1년만에 3.25%로 상승하면서 건설사들의 금융비용도 눈덩이처럼 불어났다. 24년 1분기 10대 건설사의 단기차입금 총액은 약 6조 원이었으며, 이자비용은 3,176억 원으로 1년 전보다 23.8% 증가했다. 큰 규모의 자금 조달이 필요한 건설업의 특성상 이자비용 증가는 사업에 큰 타격을 준다. 금융비용이 전체 사업비에서 15%까지도 차지하는 만큼 앞으로 진행될 금리 인하, 그리고 축소될 금융비용은 건설사들의 실적 턴어라운드 기대감을 더욱 북돋아준다.

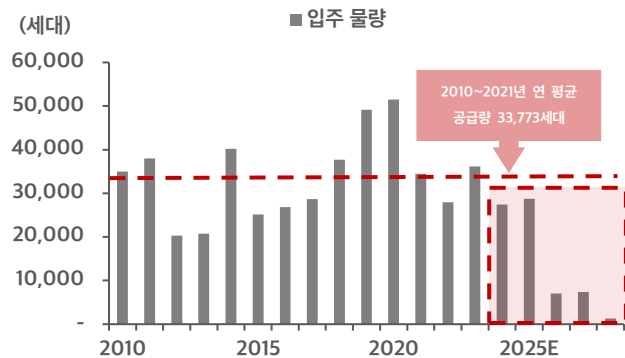
(2) 다가오는 공급 절벽 위기 - Q의 관점에서 ①

도표 4-7. 공급 부족 위기 과정 구조도



출처: SMIC 5팀

도표 4-8. 서울시 아파트 입주 물량 추이



출처: 부동산R114, SMIC 5팀

주택 공급 절벽
위기의 도래

주택 공급 절벽 위기는 부동산 PF 사태 대처 실패에 공사비 상승이 겹쳐지면서 발생하였다. 2010년대 서울의 연평균 입주 공급량은 33,773세대였으나 24년 한 해 아파트 입주 공급량은 약 2만 세대이다. 그리고 26년 입주 물량은 약 1만 2,000채, 27년은 9,700채로 추정된다. 서울시 아파트 공급량이 급격히 감소함을 알 수 있다. 본 서에서는 공급 절벽이 발생하게 된 연유를 그 발단에서부터 설명한 뒤 이에 따른 공급 확대의 필연성을 논증한다.

인허가↓ → 착공↓
→ 공급 부족

서울시 인허가 물량 감소는 미래의 암울한 공급 상황을 예견한다. 인허가 물량 감소는 곧 착공 물량 감소, 그리고 입주 공급량 감소로 이어진다. 서울 인허가 물량은 22년 52만 세대에서 23년 42만 세대로 감소했고, 이는 5~6년 뒤 공급 부족으로 연결된다. 일반적으로 인허가는 사전 토지 작업이 2~3년 소요되고 준공이 3년 정도 걸려 최소 5~6년이 필요하기 때문이다.

공급 부족의 원인
: PF 사태, 공사비↑

공급 부족 위기의 주요한 원인은 크게 두 갈래로 나뉜다. 두 가지 원인은 바로 22년 PF 사태 대처 실패로 인해 하락하지 않은 토지비와 급등한 공사비이다. 그리고 이는 사업비용의 증가로 수익성을 악화시키면서 부실 PF 사업장들이 새로운 프로젝트를 진행하지 못하게 만들었다. 결국 사업성 좋은 PF가 나오지 못했고, 이는 공급량 감소로 이어져 26년부터 준공 물량이 매우 부족할 것으로 판단된다. 이제 지금의 사태가 어떻게 만들어졌는지 하나씩 살펴보겠다.

① PF 대출 연장
→ 토지 가격 하락 X

부동산 PF 사태 대처 실패에 따른 파장으로, 원가에 속하는 토지가 높은 가격으로 유지된 것이 위기의 첫 시작이다. 22년 10월 레고랜드 사태에서 정부는 시장 안정화와 금융 리스크 완화를 위해 PF 대출 만기를 연장한다. 부실한 PF 대출이 무너지면 시장에 나왔어야 할 토지들이 나오지 않으면서 토지 가격은 떨어지지 않았다. 24년 현재 토지 가격은 과거보다 떨어졌지만, 새로운 토지 매물이 나오지 않아 현재까지도 21~22년 고가의 거래 가격을 기준으로 책정되고 있다.

② 공사비 급등
→ 사업수지 악화

비싸게 유지되고 있는 토지비에 이어 공사비도 급등하면서 사업 수지가 맞지 않는 상황이 만들어졌다. 전술했듯, 공사비는 21년부터 지금까지 30% 상승했다. 사업비용을 토지비와 공시비로 나누어 생각해보자. 공사비가 30% 증가할 때, 토지 가격이 이에 맞추어 큰 폭으로 하락하지 않는 한 사업비용을 유지하기 어렵다. 그러나, PF 대출이 토지 가격을 높은 수준에 붙들어 놓고 있는 상황이고, 이에 수익성을 확보할 수 없었다.

서울 PF 물량이 시장에 나오면 거래↑

서울 소재 PF 토지가 20~30% 할인되어 나온다면, 부동산 공급 문제 해결 가능성이 생긴다. 지방의 경우 사업비에서 토지 비중이 상대적으로 낮아 공사비 상승의 타격을 크게 받는다. 사업비용이 매출액을 초과해 사업이 불가능한 현장까지 존재할 정도다. 반면, 서울은 높은 땅값으로 사업비에서 공사비 비중이 비교적 낮아 토지가 조금만 더 낮은 가격으로 형성되어도 거래가 활발히 시작될 수 있다. 부동산 경기의 재개를 위해 부실 PF 사업장 정리가 기대되는 상황이다.

(3) 공급 확대의 필연적 도래 - Q의 관점에서 ②

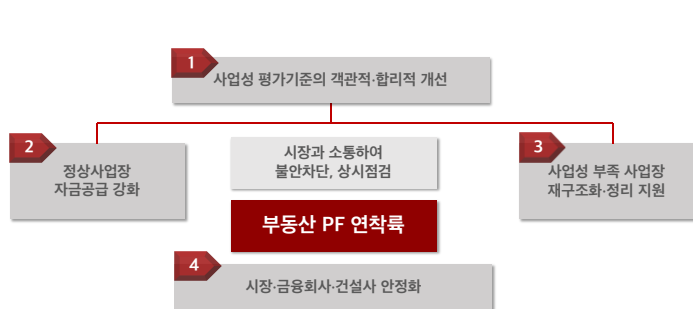
PF 구조조정
욕석가리기 시작

공급 부족 위기는 높은 토지비와 공사비, 그리고 여기에 금융비용 상승과 분양가 하락이 합쳐져 만들어 낸 부동산 시장의 암울한 미래다. 금융비용 상승은 고금리 상황, 분양가 하락은 부동산 경기 침체에 따른 것으로, 부동산 PF 사업이 몰락하는 데 일조했다. 이에 정부는 지난 5월 질서 있는 연착륙을 위해 PF 구조조정에 본격 돌입한다고 밝혔다. PF 사업성 기준을 강화해 엄정한 판별을 계획함으로써 23조 PF 시장의 욕석가리기가 시작되는 것이다. 금감원은 업계의 우려에 현재 구조조정 작업 속도를 조금 늦추었지만, PF 정리 방침은 여전히 확고한 상황이다.

부실 사업장 정리는 새로운 사업 기회로~

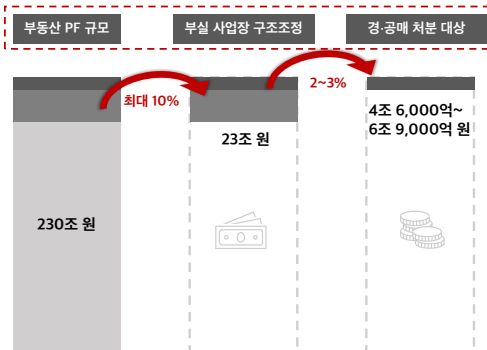
PF 구조조정은 부실 사업장 정리를 촉진하여 건설사들에게 새로운 사업 기회를 안겨준다. 부실 우려 사업장은 전체 부동산 PF 규모의 10% 수준인 23조 원에 달하고, 경·공매 처분 대상은 4조 6,000억~6조 9,000억 원 규모이다. 앞으로 도래할 금리 인하와 부동산 경기 회복은 부동산 PF 경·공매를 활성화하여 부실 사업장 정리에 힘을 실어줄 것이다. 24년 하반기 집중된 본 PF의 만기 도래와 PF 사업장 정리가 본격화되면 시장 내 PF 관련 매물이 증가할 것이다.

도표 4-9. 부동산 PF 연착륙 위한 정책방향



출처: 금융위원회, SMIC 5팀

도표 4-10. 부동산 PF 구조조정 규모



출처: 금융감독원, SMIC 5팀

대형사의 기회이자,
중소형사의 리스크

PF 옥석 가리기 과정은 건설사들이 새로운 Q를 잡을 수 있는 기회가 될 것이나, 이는 대기업 중심으로 이루어질 것이다. 대형 건설사들은 구조조정으로 흔들리더라도 풍부한 자금력과 높은 신용도로 PF 부실 사태를 극복할 것으로 평가된다. 반면, 중소형 건설사들은 충분한 체력을 갖추지 못한 경우가 많아 구조조정의 찬바람을 그대로 맞는다. 즉, PF구조조정은 대형 건설사들에게는 기회, 중소형 건설사에게는 리스크로 작용한다. 이것이 바로 부실 프로젝트 인수 기회 및 부실 사업장 확보가 대기업 위주로 진행될 가능성이 높다고 판단되는 배경이다.

공급 부족 원인
점차 해결되는 중

공급 부족의 주원인이 되었던, 묶여 있던 토지 물량과 좀처럼 하락하지 않는 높은 가격의 해소 가 눈앞으로 성큼 다가왔다. 문제 해결의 속도가 빠르진 않더라도, 장기적으로 보았을 때 부동산 PF 우려로 가득 찼던 시장 분위기를 개선하고, 정상화된 PF 사업 기회를 새롭게 제공한다는 점에서 큰 의의가 있다. 전술했던 공사비의 개선 또한 공급 부족의 원인을 해결하는 데에 일조할 것임을 잊어선 안 된다. 이제 공급 감소에 대응하는 공급 확대 움직임을 알아보자.

건설사와 정부는
주택공급 확대 지향

공급 감소는 주택 가격 상승을 초래하고, 이에 건설사와 정부는 공급 확대를 강구할 것이다. 서울을 중심으로 한 공급물량 부족은 수요와 공급의 불균형에 따라 주택 가격 상승을 초래할 것이다. 이를 가만히 보고 있을 건설사와 정부가 아니다. 건설사는 부동산 경기 회복에 따라 공급 물량을 늘리려 할 것이고, 정부는 집값 안정을 위해 대책을 펼치고 있다. 정부는 부동산 수요를 늘려서 가격을 억제하려고 했던 지난 정책의 아픔을 딛고 이번에는 공급 확대를 통한 부동산 시장 안정화 계획을 내세웠다.

'주택공급 확대방안'
: 주택 공급↑

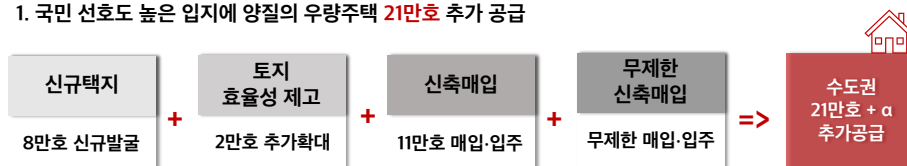
정부는 8월 8일 '국민 주거 안정을 위한 주택공급 확대방안'을 발표해 부동산 공급 확대 의지를 내비쳤다. 금번 대책의 핵심은 충분한 주택 공급과 적정 수준의 유동성 관리이다. 향후 6년간 수도권에 42.7만 호의 우량주택 공급 목표를 제시했으며 그린벨트를 활용한 신규택지 발굴과 공급을 기존 2만 호에서 총 8만 호로 증가시킬 계획이다. 향후 금리와 같은 매크로의 개선이 있을 시 탄력 있고 속도감 있는 시장 회복이 가능할 것이다.

장기적으로 진행될
건설업의 봄

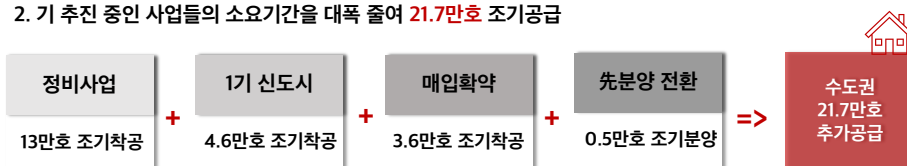
공급대책 효과가 연내에 가동되기는 어렵더라도 공급 확대의 의지를 확인한 데에서 장기적으로 큰 의미가 있다. 아파트 인허가가 금년 상반기 과거 상반기 10년 동안의 장기평균의 92% 수준으로 감소하고, 착공은 88% 수준으로 감소했다. 이러한 주택공급 위축 상황을 정부가 감지하고 주택공급 정상화가 필요하다고 언급한 것에서 앞으로 건설사들의 수주 물량 증가, 그리고 이와 동반되는 건설업의 봄이 기대된다.

도표 4-11. '주택공급 확대방안' 기대효과

1. 국민 선호도 높은 입지에 양질의 우량주택 21만호 추가 공급



2. 기 추진 중인 사업들의 소요기간을 대폭 줄여 21.7만호 조기공급



출처: 관계부처합동, SMIC 5팀

4.3 다가올 건설업의 봄, 그 주인공은 동사

차별적 수혜는 동사의 몫

건설업의 완전한 회복이 돌아오는 시점은 25년 하반기일 것으로 판단된다. 그러나, 이번 사이클이 서울과 수도권, 그리고 대형 건설사가 중심이 되는 업사이클이라는 점을 간과해서는 안 된다. 이에 따라 기업별로 업황 회복의 차별적 수혜가 이루어질 것이고, 주가의 움직임은 양극화될 것이다. 본 서에서는 그 주인공이 동사임을 다음의 3가지 근거를 들어 논증하겠다.

동사인 근거
① 서울/수도권↑

동사는 서울/수도권 부동산 개발사업 비중이 높아 업황 수혜를 가장 크게 누릴 수 있다. 24년 2분기 동사의 자체사업 수주잔고의 서울/수도권의 비중은 전체의 80~90%를 차지한다. 착공 지역별 면적을 보아도 동사는 서울 지역이 37%에 달하지만, 경쟁사인 DL이앤씨는 7%, 대우건설은 13%, GS건설은 20%에 불과하다. 현재 서울 부동산의 차별적인 가격 상승과 거래는 시작되었고, 아직 지방 부동산으로 시장의 온기는 확대되지 않은 상황이다. 동사는 압도적인 서울과 수도권 사업 비중으로 그 혜택을 가장 먼저 누릴 수 있을 것이다.

동사인 근거
② 주택 노출도↑
국내 매출 비중↑

주택 노출도와 국내 매출 비중에서 압도적 1위인 동사가 업황 회복 시 제일 큰 수혜를 받을 것이 자명하다. 업사이클이 도래하면, 주택 노출도가 높고, 국내 매출 비중이 높은 건설사가 두각을 드러낸다. 동사의 건축/주택 사업 매출 비중은 86.2%로 경쟁사 대비 높다. 현대건설은 34%, DL이앤씨는 61%, GS건설은 41%, 대우건설은 65% 수준이다. 국내 매출 비중은 동사가 97.1%로 압도적으로 높고, 그 뒤를 DL이앤씨 87%, 대우건설 77%, 현대건설 57%, GS건설 41%가 있다. 주택 시장이 침체되자, 타 건설사들이 해외 플랜트 등 타 사업으로 눈을 돌렸기 때문이다.

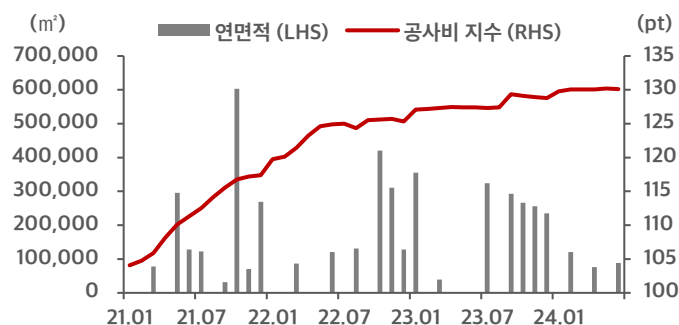
동사인 근거
③ 원가 개선 속도↑

동사는 22년 착공물량 부족으로 인해 경쟁사 대비 가장 빠른 원가율 개선으로 실적 반등을 꾀한다. 현재 높은 원가율의 주요 원인인 22년 신규수주에 대해 타사 대비 낮은 물량을 기록하여 원가 믹스 개선 시점이 가장 빠르기 때문이다. 동사는 광주에서 두 차례 발생한 사고 여파로 주택 분양 실적이 21년 약 9,600세대에서 22년 약 4,300세대로 급감한 바 있다. 과거의 착공 감소가 현재 수익성의 방어로 이어진 것이다. 한편, 타 건설사들의 경우 원가율이 비교적 개선된 23년의 착공 규모가 미미하여 원가 개선까지 동사보다 더 오래 걸릴 것이다.

도급 계약의 유연성 : 비용 증가 전가

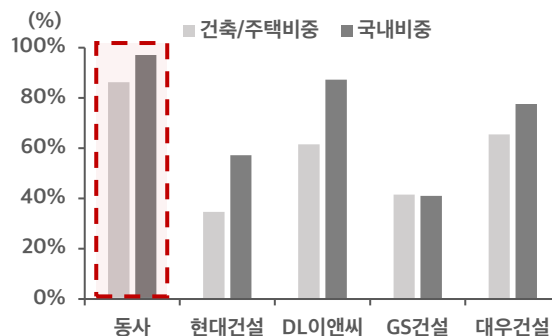
동사의 도급 계약의 유연성 또한 빛을 발했다. 도급 계약서에 물가 변동으로 인한 계약금액 조정 내용이 기입되어 있으면 비용 증가를 발주처에 전가할 수 있다. 동사의 타사 대비 빠른 원가율 개선에는 도급 증액도 기여했다. 대형 건설사들의 국내 현장금액에서 계약금액이 상승한 변경계약은 모두 63건인데, 이 중 동사는 19건으로 무려 전체 건수의 30.2%에 달한다.

도표 4-12. 동사 착공 연면적 추이



출처: 한국건설기술연구원, Dart, SMIC 5팀

도표 4-13. 24년 상반기 대형 건설사 비교



출처: Dart, SMIC 5팀

매출 추정

동사의 매출은 외주주택, 토목, 일반건축, 자체공사, 기타로 분류된다. 상술한 투자포인트 논리를 최대한 반영하기 위해 자체공사 매출을 별도로 추정하였으며, 그 외 사업부는 수주잔고를 토대로 엄밀하게 추정을 진행하였다. 자세한 추정 논리는 Appx 6에 첨부하였다.

HDC현대산업개발 연결매출 추정

| (단위: 십억 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 합계 | 4,319 | 3,670 | 3,364 | 3,298 | 4,191 | 2,043 | 4,222 | 4,891 | 5,169 |
| YoY(%) | | -15.0% | -8.3% | -2.0% | 27.1% | 1.7% | 0.7% | 15.9% | 5.7% |
| 외주주택 | | 2,803 | 2,450 | 1,995 | 2,531 | 1,179 | 2,625 | 2,846 | 2,895 |
| % of sales | | 76.37% | 72.83% | 60.47% | 60.39% | 57.72% | 62.19% | 58.19% | 56.00% |
| 토목 | | 296 | 528 | 463 | 338 | 218 | 389 | 352 | 437 |
| % of sales | | 8.07% | 15.70% | 14.03% | 8.08% | 10.66% | 9.22% | 7.20% | 8.46% |
| 일반건축 | | 114 | 136 | 376 | 601 | 440 | 613 | 300 | 362 |
| % of sales | | 3.10% | 4.05% | 11.40% | 14.34% | 21.52% | 14.53% | 6.14% | 7.00% |
| 자체공사 | | 325 | 98 | 153 | 441 | 127 | 346 | 1,145 | 1,228 |
| % of sales | | 8.86% | 2.91% | 4.65% | 10.53% | 6.22% | 8.19% | 23.40% | 23.75% |
| 기타 | | 132 | 152 | 312 | 279 | 79 | 248 | 248 | 248 |
| % of sales | | 3.60% | 4.51% | 9.45% | 6.66% | 3.88% | 5.86% | 5.06% | 4.79% |

5.1 자체공사 사업부 매출 추정

자체공사 매출추정 Table

| (단위: 십억 원) | 세대수 | 분양 | 입주 | 매출 규모 추정치 | 비고 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|---------|---------|-----------|------------|--------|--------|--------|
| 매출액 합계 | | | | | | 346 | 1,145 | 1,228 |
| 읍선 반영전 매출(A+B) | | | | | | 318 | 1,051 | 1,127 |
| 읍선 매출 | | | | | | 28 | 94 | 100 |
| 인도기준 매출액(A) | | | | | | 205 | 228 | - |
| 청주가경 5차 | 925 | 20년 12월 | 23년 2월 | 307 | | | | |
| 울산태화강 | 337 | 23년 7월 | 24년 3월 | 112 | | 112 | | |
| 수원 IPC F1, F2 | 429 | 22년 8월 | 25년 5월 | 228 | | | 228 | |
| 수원 IPC C8 | 128 | 22년 8월 | 24년 11월 | 93 | | 93 | | |
| 진행기준 매출액(B) | | | | | | 113 | 823 | 1,127 |
| 청주가경 6차 | 946 | 23년 11월 | 26년 | 472 | 분양완료 | 82 | 201 | 139 |
| 공정률 (%) | | | | | | 17.26% | 42.54% | 29.53% |
| 서산석림 | 411 | 23년 12월 | 26년 | 146 | 분양완료 | 25 | 63 | 45 |
| 공정률 (%) | | | | | | 17.15% | 43.45% | 30.64% |
| 광운대 역세권 | 3,200 | 24년 11월 | 28년 | 2,848 | 24.11 분양예정 | 6 | 499 | 844 |
| 공정률 (%) | | | | | | 0.21% | 17.53% | 29.62% |
| 근지암 역세권 | 355 | 24년 12월 | 27년 | 230 | 24 착공 예정 | 0 | 59 | 100 |
| 공정률 (%) | | | | | | 0.09% | 25.82% | 43.45% |

우선 현재 가시화된 동사의 자체 공사 각각의 매출 규모를 추정하였다. 분양 모집 공고가 발표된 사업의 경우 총 분양 매출액을 매출 규모로 가정하였으며, 24년 11월, 12월에 분양을 앞둔 광운대 역세권 개발 사업과 근지암 역세권 개발 사업은 후술할 논리에 따라 매출 규모를 추정하였다. 동사 자체 공사 사업부는 인도 시점에 매출을 한 번에 인식하는 인도 기준 매출액과, 시공 진행률에 따라 매출을 인식하는 진행 기준 매출액으로 분류된다. 따라서 인도 기준 매출액은 입주일에 인식하며, 진행 기준 매출액은 표준공정률표에 기반해 매출을 인식하였다.

광운대 역세권 총매출액 추정

| (단위: 십억 원) | 분양 예정 공급 면적(A) | 평당 분양가(B, 백만 원) | 총 매출액(A*B) |
|------------|----------------|-----------------|------------|
| 광운대 역세권 | 71,960 | 39.6 | 2,848 |

$$\text{광운대 역세권 사업 매출} = \text{총 공급 면적} \times \text{평당 분양가(공급면적 기준)}$$

동사의 광운대 역세권 사업의 매출 규모는 주거복합용지에 속한 6개동에서 발생하는 총 분양 매출로 정의할 수 있다. 6개 동을 제외한 주거복합용지 2개동 및 사업업무용지는 준공 이후에 임대수익 및 운영수익이 발생할 사업장으로, 매출이 아닌 영업외수익으로 인식하게 되기 때문이다.

① 공급 면적 추정**광운대 역세권 분양 예정 공급 면적 추정(용적률)**

| (단위: 평, %) | 면적 |
|-------------------------|---------------|
| 분양 공급 면적(평, A*B) | 71,960 |
| 공급 면적(평, A) | 117,555 |
| 대지면적(평) | 23,511 |
| 용적률(%) | 500% |
| 민간분양 세대 비율(% , B) | 61% |

광운대 역세권 분양 예정 공급 면적 추정(사업 배치도 기반)

| (단위: Pixel, 평, %) | 상업업무용지 | 주거복합 6개동 |
|-------------------------|--------|----------------|
| 분양 공급 면적(평, A*B) | - | 174,077 |
| 층수 고려 면적(평, A) | - | 280,769 |
| Digitizer 면적(Pixel) | 5,212 | 4,553 |
| 실제 면적(평) | 5,952 | 5,199 |
| 층수(지하 포함) | - | 54 |
| 계약 면적 대비 공급면적 비율(% , B) | - | 62% |

분양 예정 공급 면적은 용적률 기반 추정 방법과 사업 배치도를 토대로한 추정을 동시에 진행하였다. 보수적 추정을 위해 두 값 중 더 낮게 측정된 용적률 기반 추정치를 활용하였다.

② 분양가 추정**광운대 역세권 분양가 - 인근 아파트 평당 매매가 기반**

| (단위: 백만원/평, %) | 최소 매매가 | 최고 매매가 | 평균 |
|-------------------------|--------|--------|-------------|
| 분양가(백만원/평, A*B) | - | - | 32.2 |
| 매매가 대비 분양가(% , A) | - | - | 87% |
| 인근 아파트 평당 매매가(백만원/평, B) | - | - | 37.0 |
| 레미안 장위 퍼스트 하이 | 32.8 | 41.2 | 37.0 |
| 레미안 장위 포레 카운티 | 31.3 | 40.8 | 36.1 |
| 꿈의 숲 아이파크 | 34.7 | 40.9 | 37.8 |

광운대 역세권 분양가 - 장위 푸르지오 분양가 Proxy

| (단위: 백만원/평, %) | 분양가 |
|-----------------------------|-----------|
| 매매가 대비 분양가(% , A/B) | 47 |
| 장위 푸르지오 전용 면적 분양가(백만원/평, A) | 35.1 |
| 전용률(% , B) | 75% |

분양가는 인근 아파트를 참고하여 도출한 분양가와, 장위 라디우스 파크 분양가의 평균값을 활용하여 3,960만원을 도출하였다. 인근 아파트 선정 기준은 본 사업지 주변 1 km 이내, 준공 5년 이내, 23년 시공능력 상위 10개사가 시공한 아파트로 설정하였다. 이는 본 사업의 입지, 신축 프리미엄, 브랜드 인지도를 반영하기 위함이다. 레미안 장위 퍼스트 하이, 레미안 장위 포레카운티, 꿈의 숲 아이파크의 24년 9월 매매가를 산출하였고, 매매가 대비 평균 분양가를 곱하여 분양가를 도출하였다.

24년 7월에 성공적으로 청약을 마무리한 장위 푸르지오 라디우스 파크의 분양가 또한 참고할 수 있다. 장위 푸르지오 라디우스 파크는 전용 면적 기준으로 평당 3,507만원의 평균 분양가를 기록했다. 장위 푸르지오의 모집 공고를 토대로 전용률을 별도 계산하였고, 이를 역산하여 해당 아파트의 공급 면적 기준 평균 분양가를 도출하였다. 최종적으로 인근 아파트 최근 매매가, 장위 푸르지오 분양가를 proxy 삼아 광운대 역세권 사업의 평균 분양가를 추정하였다.

곤지암 역세권은 (분양 예정 가구수) × (가구 당 분양가)의 식으로 총 매출 규모를 산출하였다. 분양 예정 가구수는 공개되어 있으며, 분양가는 인근 힐스테이트 곤지암의 분양가를 연동하였다.

5.2 외주주택, 토목, 일반건축 사업부 매출 추정

외주주택, 토목, 일반건축 사업부의 경우 수주 베이스로 매출을 인식한다. 그러나 기타(미공시) 수주잔고가 전체 수주잔고에서 70% 이상의 비중을 차지하므로 기타 수주에 대해 엄밀히 추정해야 한다. 이를 위해 공시된 수주를 바탕으로 각 사업부별 중요 지표(계약 후 착공까지 Delay 기간, 평균 완공 잔여일수, 평균 공사기간, 기본 도금액/완성 공사액 비율)를 산출하여 후술하게 될 논리에 해당 지표들을 활용하였다. 각 사업부별 매출 추정 논리는 동일하게 적용하였다.

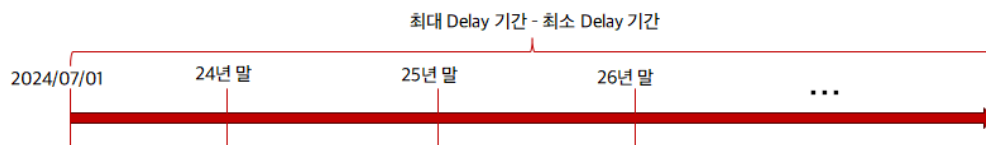
공시된 수주에 대해서는 착공일(추정)로부터 완공 예정일까지 일정하게 공사가 진행된다고 가정하였으며, 진행률에 따라 매출을 추정하였고, Appx 7에 첨부하였다.

기타 미공시 수주잔고에 대해서는 1H24 기준 사업부별 미공시 수주잔고를 산출하였다. 미공시 수주잔고의 경우 착공중인 수주와, 공사를 시작하지 않은 미착공 수주를 구분해야 한다.

$$\text{착공 수주 잔고} = (1\text{H}24 \text{ 기타 수주 완성 공사액}) \times (\text{사업부 별 기본 도금액/완성 공사액 비율})$$

위의 식으로 착공 수주 잔고를 도출하였으며, 기타 수주잔고에서 착공 수주잔고를 빼서 미착공 수주 잔고를 도출하였다. 미착공 수주의 경우 계약은 했으나 착공이 계속 딜레이 되고 있는 상황이라 판단했으며, 따라서 미착공 수주는 (최대 딜레이 - 최소 딜레이 기간)의 시간에 걸쳐 일정하게 인식될 거라 가정하였다. 구체적인 식은 다음 식을 활용하였다.

$$\text{해당 기간 미착공 수주 잔고} = (\text{미착공 수주 잔고}) \times (\text{해당 기간}) \times (\text{최대} - \text{최소 딜레이 기간})$$



착공 예정일은 해당 기간의 중간 날짜(25년도 인식 분의 경우 25년 7월 1일 착공) 로 가정하였으며, 완공 예정일은 사업부별 평균 공사기간을 반영하여 추정하였다.

기타 수주잔고 매출 추정

| (단위: 십억 원) | 기타 수주잔고(A+B) | 착공 수주잔고(A) | 미착공 수주잔고(B) | 2H24E | 25E | 26E |
|---------------|--------------|------------|-------------|------------|------------|------------|
| 1H24 기준 잔여 일수 | | | | 183 | 548 | 913 |
| 외주주택 | 11,563 | 3,369 | 8,194 | 887 | 1,770 | 1,770 |
| 착공 예정일 가정치 | | | | 2024/10/01 | 2025/06/01 | 2026/06/01 |
| 완공 예정일 가정치 | | | | 2028/09/04 | 2029/05/05 | 2030/05/05 |
| 토목 | 669 | 249 | 419 | 24 | 47 | 47 |
| 착공 예정일 가정치 | | | | 2024/10/01 | 2025/06/01 | 2026/06/01 |
| 완공 예정일 가정치 | | | | 2029/08/17 | 2030/04/17 | 2031/04/17 |
| 일반건축 | 2,914 | 678 | 2,236 | - | 359 | 1,074 |
| 착공 예정일 가정치 | | | | 2024/10/01 | 2025/06/01 | 2026/06/01 |
| 완공 예정일 가정치 | | | | 2028/06/24 | 2029/02/22 | 2030/02/22 |

Historical PBR Valuation

6.1 매출원가 및 판관비 추정

| 매출원가 및 판관비와관리비 추정 | | | | | | | | | |
|-------------------|--------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|
| (단위: 십억 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 매출액 | 4,216 | 3,670 | 3,364 | 3,298 | 4,191 | 2,043 | 4,222 | 4,891 | 5,169 |
| YoY (%) | 50.98% | -12.96% | -8.35% | -1.95% | 27.06% | 1.70% | 0.74% | 15.86% | 5.69% |
| 매출원가 | 3,461 | 2,884 | 2,871 | 2,981 | 3,789 | 1,847 | 3,812 | 4,267 | 4,369 |
| 매출원가율 (%) | 82.07% | 78.57% | 85.35% | 90.37% | 90.40% | 90.44% | 90.29% | 87.24% | 84.52% |
| 재고자산의 변동 | 273 | 51 | (397) | (727) | 74 | (316) | (521) | (83) | (218) |
| % of sales | 6.47% | 1.39% | -11.81% | -22.03% | 1.77% | -15.45% | -12.34% | -1.69% | -4.22% |
| 용지, 원재료 및 저장품 매입 | 1,010 | 1,155 | 1,393 | 1,557 | 1,224 | 832 | 1,621 | 1,481 | 1,589 |
| % of sales | 23.95% | 31.46% | 41.41% | 47.20% | 29.21% | 40.73% | 38.40% | 30.29% | 30.74% |
| 종업원급여 | 119 | 117 | 121 | 98 | 101 | 56 | 120 | 123 | 131 |
| % of sales | 2.82% | 3.18% | 3.59% | 2.98% | 2.42% | 2.76% | 2.85% | 2.52% | 2.54% |
| 감가상각비 | 13 | 13 | 15 | 17 | 25 | 12 | 19 | 21 | 20 |
| % of sales | 0.32% | 0.36% | 0.45% | 0.50% | 0.59% | 0.60% | 0.45% | 0.42% | 0.40% |
| 사용권자산상각비 | 11 | 22 | 22 | 28 | 33 | 18 | 39 | 52 | 70 |
| % of sales | 0.27% | 0.59% | 0.66% | 0.85% | 0.79% | 0.90% | 0.93% | 1.06% | 1.36% |
| 지급수수료 | 219 | 179 | 304 | 497 | 434 | 196 | 376 | 479 | 548 |
| % of sales | 5.19% | 4.88% | 9.03% | 15.07% | 10.37% | 9.60% | 8.91% | 9.79% | 10.59% |
| 광고선전비 | - | - | 0 | 1 | 6 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| % of sales | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.02% | 0.15% | 0.42% | 0.20% | 0.17% | 0.17% |
| 외주비 | 1,682 | 1,240 | 1,254 | 1,261 | 1,651 | 891 | 1,842 | 1,938 | 1,951 |
| % of sales | 39.89% | 33.79% | 37.27% | 38.23% | 39.39% | 43.62% | 43.62% | 39.63% | 37.75% |
| 세금과공과 | 21 | 16 | 24 | 62 | 75 | 40 | 82 | 72 | 76 |
| % of sales | 0.49% | 0.44% | 0.73% | 1.87% | 1.80% | 1.94% | 1.94% | 1.47% | 1.47% |
| 대손상각비(환입) | (2) | (2) | 4 | (1) | (0) | (0) | - | - | - |
| % of sales | -0.05% | -0.04% | 0.11% | -0.03% | -0.01% | -0.02% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 임차료 | 11 | 12 | 25 | 36 | 27 | 14 | 29 | 31 | 24 |
| % of sales | 0.27% | 0.33% | 0.73% | 1.09% | 0.64% | 0.71% | 0.79% | 0.81% | 0.74% |
| 보험료 | 47 | 36 | 31 | 28 | 35 | 20 | 41 | 36 | 31 |
| % of sales | 1.10% | 0.98% | 0.93% | 0.85% | 0.84% | 1.00% | 0.95% | 0.93% | 0.92% |
| 기타 비용 | 57 | 45 | 76 | 124 | 102 | 74 | 155 | 108 | 137 |
| % of sales | 1.36% | 1.21% | 2.26% | 3.75% | 2.45% | 3.62% | 3.68% | 2.21% | 2.66% |
| 판관비와관리비 | 204 | 201 | 219 | 201 | 186 | 100 | 218 | 234 | 249 |
| 판관비율 (%) | 4.85% | 5.47% | 6.52% | 6.10% | 4.44% | 4.91% | 5.17% | 4.78% | 4.82% |
| 종업원급여 | 70 | 73 | 67 | 61 | 67 | 32 | 74 | 76 | 81 |
| % of sales | 1.67% | 1.99% | 2.01% | 1.85% | 1.59% | 1.58% | 1.76% | 1.55% | 1.57% |
| 세금과공과 | 15 | 19 | 18 | 21 | 18 | 17 | 23 | 26 | 28 |
| % of sales | 0.36% | 0.52% | 0.54% | 0.65% | 0.43% | 0.82% | 0.54% | 0.54% | 0.54% |
| 지급수수료 | 86 | 75 | 100 | 82 | 74 | 38 | 86 | 92 | 99 |
| % of sales | 2.04% | 2.06% | 2.99% | 2.50% | 1.76% | 1.85% | 2.04% | 1.88% | 1.92% |
| 임차료 | 6 | 6 | 6 | 7 | 7 | 4 | 7 | 8 | 9 |
| % of sales | 0.15% | 0.16% | 0.18% | 0.20% | 0.16% | 0.18% | 0.17% | 0.17% | 0.17% |
| 감가상각비 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| % of sales | 0.03% | 0.04% | 0.04% | 0.04% | 0.04% | 0.03% | 0.03% | 0.03% | 0.03% |
| 보험료 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 2 | 5 | 5 | 6 |
| % of sales | 0.09% | 0.10% | 0.12% | 0.12% | 0.09% | 0.11% | 0.11% | 0.11% | 0.11% |
| 광고선전비 | 12 | 14 | 12 | 14 | 5 | 2 | 11 | 11 | 11 |
| % of sales | 0.28% | 0.37% | 0.36% | 0.41% | 0.11% | 0.09% | 0.18% | 0.23% | 0.22% |
| 기타판관비와관리비 | 10 | 9 | 9 | 11 | 10 | 5 | 11 | 13 | 14 |
| % of sales | 0.23% | 0.24% | 0.27% | 0.33% | 0.24% | 0.24% | 0.26% | 0.26% | 0.27% |

동사 비용에서 큰 비중을 차지하는 재고자산의 변동, 용지, 원재료비 및 저장품 매입비를 중심으로 엄밀히 추정하였다. 종업원 급여와 감가상각비는 별도 추정하였으며 그외 비용은 변동비 및 고정비로 분류하여 매출 연동, AVG, Flat 적용하여 추정하였다. 24년 3분기에 지식산업센터의 준공정산손실을 매출원가 기타 비용에 반영하였다.

용지, 원재료 및 저장품 매입액은 자체공사 사업부에서 직접 매입하는 용지 매입액과 시공에 필요한 원재료 등의 매입액으로 분류된다. 용지 매입액은 건설 업황에 따라 변동하는데, 실제 21년 호황기에는 용지 매입액이 큰 규모로 증가한 바 있다. 업황 반등을 앞둔 1H24에도 동사는 대규모 용지 매입을 진행하였으며, 본서 논리 반영을 위해 용지 매입은 **우상향할** 것으로 적용하였다.

원재료 및 저장품 매입액의 경우 동사 사업부별 매출액 규모와 철근, 레미콘 가격 추이를 proxy 삼아 추정하였다. 동사는 사업부별로 GPM이 상이하기 때문에, 이를 반영하기 위해 회귀분석을 진행하여 각 사업부 매출에 연동되는 계수를 구하였다. 그 후 동사 원재료의 30% 이상을 차지하는 **철근, 레미콘 가격** 추이에 연동하여 최종적인 원재료 및 저장품 매입액을 추정하였다.

| 용지, 원재료 및 저장품 추정 | | | | | | | | |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| (단위:십억 원, %) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 용지, 원재료 및 저장품 매입액 | 1,155 | 1,393 | 1,557 | 1,224 | 832 | 1,621 | 1,481 | 1,589 |
| 용지 매입액 | 12 | 185 | 86 | 73 | 100 | 158 | 172 | 185 |
| 원재료 및 저장품 매입액 | 1,142 | 1,208 | 1,471 | 1,151 | 732 | 1,463 | 1,310 | 1,403 |

철근의 경우 최근 부동산 업황 부진에 따른 수요 감소로 인해 판가가 하락했고, 레미콘은 최근 원재료가 되는 유연탄 가격 하락으로 인해 판가가 하락하고 있다. 해당 원재료 가격 추이가 단기적으로 유지될 것으로 반영하였으며, 25년 이후로는 **장기적으로 우상향할** 것으로 반영하였다. 중국의 대규모 경기 부양책 발표와 본서가 제시한 부동산 업황 반등에 따른 국내 원자재 수요 증가를 감안할 때, 현재의 가격 하락 추세를 장기적으로 반영하는 것은 타당하지 않다고 보았다.

| 철근, 레미콘 가격 추이 및 추정 | | | | | | | | |
|-----------------------|---------|---------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| (단위: %, 원) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 철근(톤 당) | 615,000 | 813,885 | 1,002,942 | 966,000 | 920,000 | 943,000 | 966,000 | 989,561 |
| 레미콘(m ³ 당) | 67,700 | 71,000 | 80,300 | 88,700 | 93,700 | 93,700 | 93,700 | 98,982 |

재고자산의 변동은 상술한 용지 매입액, 인도 기준 및 진행 기준 자체사업을 토대로 추정하였다. 자세한 추정 논리는 Appx에 첨부하였다.

6.2 영업외손익 추정

| 영업외손익 추정 | | | | | | | | | |
|------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| (단위: 십억 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 영업외손익 | (45) | (54) | (2) | (40) | (5) | (15) | (20) | (19) | (21) |
| 기타손익 | (16) | (32) | (5) | (48) | (9) | (0) | (20) | (19) | (20) |
| 금융손익 | (30) | (21) | 4 | 8 | 4 | (15) | (0) | (0) | (0) |

영업외수익 및 비용은 손익 개념으로 상계하여 처리하였다. **기타손익**은 합리적 추정이 불가능한 계정의 경우 0 Flat 처리하였으며, 배당금수익 및 수입임대료가 최근 꾸준히 발생함을 고려하여 보수적으로 반영하였다. 기부금의 경우 시공 증가에 따라 꾸준히 증가할 것으로 보고 반영하였다. 이자손익의 경우 이자발생부자산 및 부채와 유효이자율 추정을 통해 별도로 진행하였으며 자세한 추정 논리는 Appx 5에 수록하였다.

6.3 법인세비용 추정 및 지배지분 자본변동표

유효법인세율의 경우 부당거래로 인한 추가 과세가 반영된 22년을 제외한 직전 3개년 Average

를 적용하였다.

| 법인세비용 추정 | | | | | | | | | |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (단위: 십억 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 법인세비용차감전순이익 | 559 | 348 | 294 | 121 | 237 | 109 | 171 | 372 | 531 |
| 법인세비용 | 145 | 127 | 118 | 71 | 64 | 31 | 54 | 118 | 168 |
| 유효법인세율 (%) | 25.99% | 36.65% | 40.12% | 58.47% | 27.06% | 28.28% | 31.62% | 31.62% | 31.62% |

추정 지배지분 자본변동표의 경우 다음과 같다.

| 추정 지배지분 자본변동표 | | | | | | | | | |
|---------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--|
| (단위: 십억 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 기초자본 | 1,844 | 2,232 | 2,743 | 2,877 | 2,894 | 3,008 | 3,098 | 3,295 | |
| (+) 당기순이익 | 414 | 220 | 177 | 50 | 173 | 117 | 254 | 363 | |
| (-) 배당금 | 22 | 22 | 40 | 40 | 40 | 27 | 58 | 83 | |
| 배당상향 | 5.3% | 10.0% | 22.4% | 78.5% | 22.8% | 22.8% | 22.8% | 22.8% | |
| (+) 그 외 자본변동 | (4) | 313 | (3) | 6 | (20) | - | - | - | |
| 기말자본 | 2,232 | 2,743 | 2,877 | 2,894 | 3,008 | 3,098 | 3,295 | 3,575 | |
| 가중평균자본 | 2,038 | 2,487 | 2,810 | 2,886 | 2,951 | 3,053 | 3,197 | 3,435 | |
| ROE (%) | 20.30% | 8.85% | 6.27% | 1.74% | 5.86% | 3.84% | 7.95% | 10.56% | |

6.4 최종손익계산서

상기 내용을 반영한 최종 손익계산서 Table은 다음과 같다.

| 추정 손익계산서 | | | | | | | | | |
|-------------|--------|---------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|
| (단위: 십억 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 매출액 | 4,216 | 3,670 | 3,364 | 3,298 | 4,191 | 2,043 | 4,222 | 4,891 | 5,169 |
| YoY (%) | 50.98% | -12.96% | -8.35% | -1.95% | 27.06% | 1.70% | 0.74% | 15.86% | 5.69% |
| 매출원가 | 3,463 | 2,885 | 2,868 | 2,982 | 3,810 | 1,847 | 3,812 | 4,267 | 4,369 |
| 매출총이익 | 754 | 785 | 496 | 316 | 381 | 195 | 410 | 624 | 800 |
| GPM (%) | 17.87% | 21.39% | 14.75% | 9.59% | 9.09% | 9.56% | 9.71% | 12.76% | 15.48% |
| 판매비와관리비 | 204 | 201 | 219 | 201 | 186 | 100 | 218 | 234 | 249 |
| 대손상각비(환입) | (2) | (2) | 4 | (1) | (0) | (0) | - | - | - |
| 영업이익 | 551 | 586 | 273 | 116 | 195 | 160 | 192 | 391 | 551 |
| OPM (%) | 13.08% | 15.96% | 8.13% | 3.53% | 4.66% | 7.82% | 4.54% | 7.99% | 10.66% |
| 영업외손익 | (45) | (54) | (2) | (40) | (5) | (15) | (20) | (19) | (21) |
| 지분법손익 | (14) | (21) | 4 | (8) | (0) | (4) | - | - | - |
| 법인세비용차감전순이익 | 559 | 348 | 294 | 121 | 237 | 109 | 171 | 372 | 531 |
| 법인세비용 | 145 | 127 | 118 | 71 | 64 | 31 | 54 | 118 | 168 |
| 당기순이익 | 414 | 220 | 176 | 50 | 173 | 78 | 117 | 254 | 363 |
| NPM (%) | 9.81% | 6.00% | 5.24% | 1.52% | 4.13% | 3.81% | 2.78% | 5.20% | 7.02% |

6.5 Historical PBR Valuation

(1) Why PBR?

건설업은 프로젝트별로 대규모의 초기 투자를 필요로 하며, 장기적으로 투자가 집행되며 금리 영향을 크게 받는 자본집약적 산업이다. 즉 토지를 포함한 대규모 자산의 보유가 순이익 결정에 핵심적이며, 따라서 기업이 보유한 자산가치에 주목할 필요가 있다. 더불어 당사는 자체사업 증익과 금리 인하를 비롯한 업황 개선으로 자기자본 대비 순이익 개선이 기대되는 기업으로, 즉 해당 ROE 개선을 반영할 수 있는 PBR Method를 통한 기업 가치 평가가 적절하다.

(2) Why Not Peer PBR?

동사 Peer로는 **현대건설, DL이앤씨, GS건설, 대우건설** 등이 존재한다. 앞의 건설사를 포함한 건설업종 PBR의 경우 금리 등 매크로 영향을 반영해 역사적 추이 상으로 유사한 흐름을 보여 왔다. 다만 본서 투자포인트는 타 기업과 차별적인 **자체사업의 성장에서 상승 여력**을 논증하며, 따라서 Peer PBR은 본서 논리에 적합하지 않다.

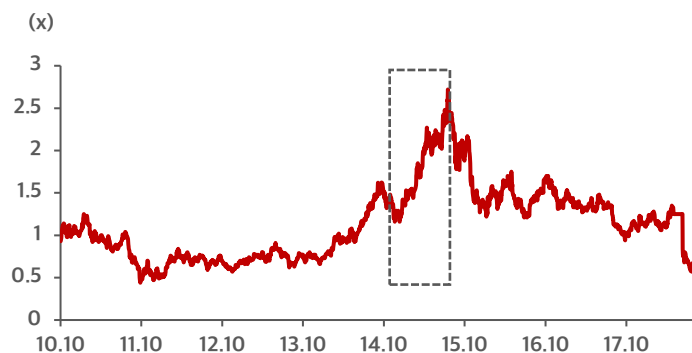
기업별로 상이한 주택 노출도와 해외 매출 비중 또한 Peer PBR 적용을 어렵게 한다. 동사는 24년 상반기 기준 주택 및 건축 매출액 비중은 86.2%로, 현대건설(34%), DL 이앤씨(61%), GS 건설(41%), 대우 건설(65%)의 주택 및 건축 매출액 비중과 확연한 차이를 보인다. 특히 동사는 현대건설, GS 건설 등 해외 수주에 강점을 가진 기업들에 비해 현저히 작은 해외 매출액 비중을 보이는데, 24년 상반기 기준 현대건설의 해외 매출액 비중인 42%와 GS 건설의 58%와 동사는 확연히 비교되는 2.9%다.

위에서 보여지는 Peer와의 사업 현황의 괴리는 곧 동사의 취약점이었던 국내 및 주택 의존도가 펀더멘탈과 국내 업황의 순차적 개선에 따라 가장 큰 수혜를 볼 것이라는 본서 논리와 맥락을 같이 한다. 즉 동사가 받을 기대감을 가장 잘 파악할 수 있는 프록시는 동사의 과거이며, 이를 반영하는 **Historical PBR Method**가 본서 Valuation에 적합하다.

(3) Target Multiple 선정 및 최종 Valuation

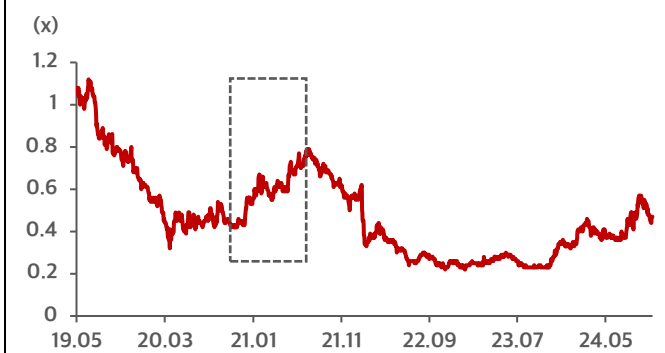
동사는 18년 HDC에서 분할 상장되었으며, 과거 주가는 HDC 주가를 통해 파악 가능하다. 동사 멀티플은 ① **14년 2분기-15년**, ② **21년 상반기** 뚜렷한 리레이팅이 보여진다. ① **14-15년**의 경우 동사가 다수 자체사업 진행으로 디벨로퍼로서의 역량에 주목받던 시기였으며, 주택 업황의 호황 가운데 두드러지는 주택 노출도와 이익률 개선으로 업종 내 아웃퍼폼한 바 있다.

도표 6-1. HDC(현대산업) PBR 추이(-18년)



출처: KRX, SMIC 5팀

도표 6-2. 동사 PBR 추이(19년-)



출처: KRX, SMIC 5팀

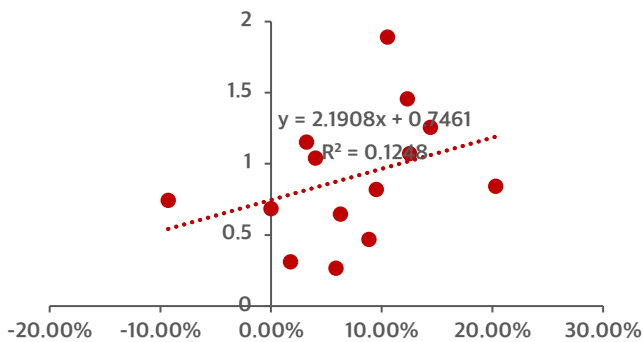
반면 당시 업사이클은 **주택 물량의 증가가 뚜렷**하던 시기로, 본서에서 기대하는 24-26년까지의 **업황 개선과 비교하기 무리**라고 판단하였다. 당시 전국 아파트 분양물량 추이는 **13-15년 기준 연평균 35% 증가**하였으며 금리 인하기와 정부의 공격적 공급 정책에 기인하였다. 더불어 업종 평균 PBR 절대치가 지속적으로 감소하는 데에 단순 업황 뿐 아니라 건설사 특성 상 **자산가치 누적이 반영**됨을 고려할 때, 10년 전의 과거에서 프록시를 찾는 것은 타당치 않다. 실제로 자산 누적의 노이즈로 인해 10-23년 PBR-ROE 회귀분석의 결정계수는 [도표 6-3]에서 확인 가능한

바와 같이 무의미한 수준으로, 19-23년의 회귀분석 결정계수와 확연한 차이를 보인다.

본서는 멀티플 근거의 대안을 ② 21년 상반기에서 찾았다. 본서는 2026년까지의 동사 매출을 추정하였으며 2026년 BPS에 멀티플을 부여하여 동사의 장기적 성장성을 검토하고자 한다. 동사 디벨로퍼 모델에 대한 기대는 19년에 시작되었다. 19년 상반기 2,560세대의 준자체사업이 착공되었으며 20년부터의 의정부주상복합 분양, 용산역공원 지하개발, 인천도시개발, 광운대 역세권 개발에 대한 복합자체사업 기대가 동시에 부여되는 시기였다.

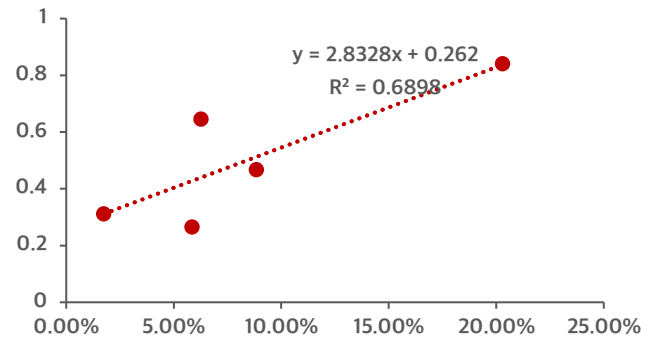
업황 부진에 대한 우려로 20년 상반기까지 디레이팅은 지속되었지만, 20년 상반기 팬데믹으로 인한 기준금리 인하 1년 후인 21년부터 업황 회복 기미가 조명받았다. 당시 주택 노출도와 자체 사업 기대가 높은 동사의 리레이팅이 있었다. 당시 주요 증권사 컨센서스에서 보여지는 21, 22, 23년 예상 ROE는 평균 11% 수준에서 적은 변동성을 보인다. 22년 광주화정 아이파크 사태 이후 ROE가 급감하면서 해당 기대감이 발현된 흔적은 존재하지 않지만, 그 직전 시기의 멀티플을 26년의 동사 가치에 부여하는 것은 합리적이라고 판단한다. 따라서 1Q21 동사에 부여된 PBR 멀티플 평균 0.64x를 Target Multiple로 부여한다.

도표 6-3. 10-23 PBR-ROE 회귀



출처: KRX, DART, SMIC 5팀

도표 6-4. 19-23 PBR-ROE 회귀



출처: KRX, DART, SMIC 5팀

상기 논의를 바탕으로, 26E BPS 58,138원에 Target PBR Multiple 0.64x를 곱한 37,200원을 목표 주가, 투자이견 Buy를 제시한다. 본서는 동사 펀더멘탈과 업황 회복의 수혜를 온전히 받을 수 있는 26년 예상 BPS에 멀티플을 적용하여 목표 주가를 산출했으므로 해당 목표 주가의 이론적 실현시점은 26년 초다. 다만 업황 회복 기대감에 따라 변동하는 건설주 주가 추이와 동사 분기별 실적 반등에 따른 기대감 실현에 따라 업사이드가 보다 일찍 실현될 수 있음을 명시한다.

Valuation - PBR Method (2026E)

| | |
|---------------------|------------|
| 지배지분 기말자본 (십억 원) | 3,575 |
| 유통가능주식수 (주) | 64,169,330 |
| 2026E BPS (원) | 55,705 |
| Target PBR Multiple | 0.64x |
| ROE (%) | 10.6% |
| 목표주가 (원) | 35,600 |
| 현재주가 (원) | 22,150 |
| 상승여력 | 61% |

Appendix

Appx 1. 재무상태표 및 현금흐름표

| 연결재무상태표 | | | | | |
|---------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| (단위: 십억 원) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 |
| 자산 | 9,617 | 10,651 | 11,592 | 11,621 | 12,276 |
| 유동자산 | 5,830 | 6,452 | 6,762 | 6,591 | 7,169 |
| 현금및현금성자산 | 813 | 669 | 793 | 756 | 1,207 |
| 단기금융상품 | 1,541 | 1,560 | 221 | 330 | 300 |
| 단기투자증권 | 4 | 10 | 3 | 4 | 3 |
| 매출채권 | 545 | 652 | 658 | 949 | 778 |
| 미청구공사 | 597 | 663 | 942 | 1,015 | 1,185 |
| 기타수취채권 | 502 | 638 | 1,588 | 641 | 486 |
| 단기선급금 | 577 | 572 | 173 | 208 | 196 |
| 단기선급비용 | 319 | 202 | 216 | 506 | 507 |
| 기타유동자산 | - | 15 | 6 | 4 | 6 |
| 재고자산 | 934 | 1,471 | 2,164 | 2,178 | 2,501 |
| 비유동자산 | 3,787 | 4,200 | 4,830 | 5,030 | 5,107 |
| 장기투자증권 | 325 | 340 | 394 | 423 | 425 |
| 종속, 공동, 관계에 대한 투자자산 | 137 | 87 | 102 | 202 | 202 |
| 기타수취채권 | 462 | 552 | 611 | 668 | 604 |
| 유형자산 | 1,420 | 1,542 | 1,917 | 2,230 | 2,403 |
| 무형자산 | 119 | 71 | 70 | 54 | 54 |
| 투자부동산 | 434 | 844 | 926 | 899 | 893 |
| 이연법인세자산 | 219 | 237 | 239 | 235 | 221 |
| 기타비유동자산 | 309 | 232 | 279 | 62 | 64 |
| 사용권자산 | 363 | 295 | 291 | 237 | 233 |
| 순확정급여자산 | - | - | - | 21 | 6 |
| 부채 | 5,272 | 5,847 | 6,760 | 6,606 | 7,224 |
| 유동부채 | 3,328 | 3,920 | 4,357 | 4,180 | 4,388 |
| 매입채무 및 기타유동채무 | 250 | 327 | 353 | 403 | 461 |
| 단기차입금 | 1,079 | 1,176 | 1,870 | 1,214 | 1,400 |
| 기타지급채무 | 275 | 474 | 479 | 520 | 560 |
| 선수금 | 695 | 827 | 736 | 738 | 961 |
| 예수금 | 147 | 120 | 88 | 199 | 162 |
| 당기법인세부채 | 117 | 122 | 76 | 59 | 30 |
| 유동성장기차입금 | 490 | 593 | 404 | 719 | 555 |
| 유동충당부채 | 206 | 218 | 286 | 280 | 209 |
| 기타유동부채 | 36 | 26 | 25 | 18 | 15 |
| 유동 리스부채 | 34 | 36 | 39 | 29 | 36 |
| 비유동부채 | 1,944 | 1,926 | 2,403 | 2,427 | 2,835 |
| 사채 | 588 | 618 | 689 | 578 | 583 |
| 장기차입금 | 555 | 291 | 500 | 935 | 1,384 |
| 비유동충당부채 | 109 | 202 | 237 | 285 | 277 |
| 확정급여부채 | 19 | 7 | - | - | - |
| 이연법인세부채 | 169 | 170 | 170 | 211 | 201 |
| 기타지급채무 | 147 | 163 | 230 | 122 | 115 |
| 기타비유동부채 | 27 | 136 | 237 | 16 | 14 |
| 비유동리스부채 | 331 | 340 | 339 | 280 | 262 |
| 자본 | 4,345 | 4,805 | 4,833 | 5,014 | 5,052 |
| 지배기업의 소유지분 | 2,239 | 2,388 | 2,417 | 2,581 | 2,607 |
| 자본금 | 299 | 299 | 299 | 299 | 299 |
| 자본잉여금 | 645 | 645 | 645 | 645 | 645 |
| 이익잉여금 | 3,485 | 3,570 | 3,558 | 3,650 | 3,690 |
| 기타포괄손익누계액 | (28) | 11 | 29 | 65 | 66 |
| 기타자본조정 | (2,161) | (2,137) | (2,112) | (2,077) | (2,092) |
| 비지배지분 | 2,106 | 2,417 | 2,416 | 2,434 | 2,445 |
| 자본및부채총계 | 9,617 | 10,651 | 11,592 | 11,621 | 12,276 |

| 연결현금흐름표 | | | | | |
|-------------------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|
| (단위: 십억 원) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 |
| 영업활동현금흐름 | (474) | (9) | (1,414) | 815 | 330 |
| 영업에서 창출된 현금 | (286) | 159 | (1,260) | 879 | 451 |
| 이자수취 | 44 | 70 | 88 | 63 | 43 |
| 이자지급 | (68) | (77) | (132) | (101) | (105) |
| 배당금수취 | 5 | 18 | 48 | 46 | 7 |
| 법인세납부 | (169) | (178) | (157) | (72) | (65) |
| 투자활동현금흐름 | 365 | (277) | 799 | (208) | (191) |
| 투자활동으로 인한 현금유입액 | 5,329 | 9,847 | 6,528 | 1,027 | 420 |
| 장단기금융상품의 처분 | 4,756 | 9,773 | 6,408 | 1,020 | 411 |
| 장단기투자증권의 처분 | 9 | 9 | 8 | 0 | 1 |
| 대여금의 감소 | 5 | 5 | 4 | 2 | 2 |
| 유형자산의 처분 | 1 | 2 | 1 | 1 | 2 |
| 무형자산의 처분 | - | - | - | 0 | 1 |
| 파생상품의 감소 | 5 | 1 | 5 | 2 | 3 |
| 파생상품의 처분 | 25 | - | 11 | 2 | 0 |
| 기타투자자산의 처분 | 528 | 57 | 91 | 0 | 0 |
| 투자활동으로 인한 현금유출액 | (4,964) | (10,123) | (5,729) | (1,236) | (611) |
| 장단기금융상품의 취득 | (4,824) | (9,558) | (5,104) | 981 | 391 |
| 장단기투자증권의 취득 | - | - | - | 7 | 12 |
| 매도가능금융자산의 취득 | (11) | (6) | (31) | - | - |
| 지분법적용 투자지분의 취득 | - | - | (14) | 2 | - |
| 대여금의 증가 | (33) | (7) | (16) | 7 | 17 |
| 유형자산의 취득 | (2) | (2) | (449) | 206 | 179 |
| 무형자산의 취득 | (66) | (323) | (5) | 2 | 4 |
| 투자부동산의 취득 | (3) | (3) | (12) | - | 1 |
| 임차보증금의 증가 | (1) | (176) | (12) | 4 | 2 |
| 관계기업에 대한 투자자산의 취득 | - | - | - | - | 5 |
| 사업양수도로 인한 현금의 유출 | - | - | - | 26 | - |
| 파생상품부채의 처분 | (4) | (3) | (0) | - | - |
| 기타 장기성 자산의 취득 | (20) | (46) | (86) | - | - |
| 재무활동현금흐름 | 788 | 138 | 739 | (258) | 308 |
| 재무활동으로 인한 현금유입액 | 2,440 | 2,469 | 3,843 | 1,252 | 2,747 |
| 단기차입금의 증가 | 1,602 | 1,861 | 2,562 | 831 | 1,827 |
| 장기차입금의 증가 | 538 | 139 | 982 | 328 | 914 |
| 사채의 증가 | 299 | 264 | 249 | 73 | - |
| 지배주주의 출자 | - | 111 | 29 | - | - |
| 기타의 증가 | 0 | 94 | 22 | 20 | 5 |
| 재무활동으로 인한 현금유출액 | (1,652) | (2,330) | (3,104) | (1,510) | (2,439) |
| 단기차입금의 상환 | - | - | (1,868) | 1,233 | 1,689 |
| 장기차입금의 상환 | - | - | - | - | 180 |
| 유동성장기부채의 상환 | (1,546) | (2,248) | (1,045) | 131 | 329 |
| 사채의 상환 | - | - | - | - | 115 |
| 배당금의 지급 | (30) | (53) | (48) | 45 | 77 |
| 리스부채의 감소 | (23) | (29) | (41) | (32) | (33) |
| 기타지급채무의 지급 | (23) | (0) | (1) | 49 | - |
| 장기차입금의 상환 | - | (0) | (73) | - | - |
| 자기주식의 취득으로 인한 현금의 유출 | - | - | - | 20 | 15 |
| 비지배주주지분의 취득 | (30) | - | (30) | - | - |
| 임대보증금의 감소 | - | - | - | - | 1 |
| 현금및현금성자산의 증가(감소) | 678 | (147) | 124 | 348 | 447 |
| 기초현금및현금성자산 | 139 | 813 | 669 | 793 | 756 |
| 환율변동효과 | (5) | 3 | (0) | (7) | 4 |
| 기말현금및현금성자산 | 813 | 669 | 793 | 1,134 | 1,207 |

Appx 2. 감가상각비 추정

| 유형자산상각비 - CapEx 반영 전 | | | | | |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (단위: 백만 원) | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 건물 | 8,129 | 8,129 | 8,129 | 8,129 | 8,129 |
| 구축물 | 50 | - | - | - | - |
| 기계장치 | 1,608 | 1,608 | 1,608 | 1,608 | 1,608 |
| 차량운반구 | 319 | 319 | 319 | - | - |
| 기타유형자산 | 4,797 | 4,797 | 4,797 | 4,797 | 4,797 |
| 합계 | 14,903 | 14,853 | 14,853 | 14,534 | 14,534 |

| 유형자산 CapEx | | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: 백만 원) | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 건물 | 140 | 140 | 140 | 140 | 140 |
| 구축물 | - | - | - | - | - |
| 기계장치 | 2,440 | 2,440 | 2,440 | 2,440 | 2,440 |
| 차량운반구 | 299 | 299 | 299 | 299 | 299 |
| 기타유형자산 | 3,872 | 3,872 | 3,872 | 3,872 | 3,872 |
| 합계 | 6,751 | 6,751 | 6,751 | 6,751 | 6,751 |

| 유형자산상각비 CapEx 반영 후 | | | | | |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (단위: 백만 원) | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 건물(45년) | 8,133 | 8,136 | 8,139 | 8,142 | 8,145 |
| 구축물(40년) | 50 | - | - | - | - |
| 기계장치(6년) | 2,014 | 2,421 | 2,828 | 3,234 | 3,641 |
| 차량운반구(9년) | 352 | 385 | 419 | 133 | 166 |
| 기타유형자산(4.5년) | 5,657 | 6,518 | 7,378 | 8,239 | 9,099 |
| 합계 | 16,207 | 17,460 | 18,763 | 19,748 | 21,051 |

| 투자부동산 - CapEx 반영 전 | | | | | |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: 백만 원) | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 합계 | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 |

| 투자부동산 CapEx | | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: 백만 원) | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 합계 | 1,104 | 1,104 | 1,104 | 1,104 | 1,104 |

| 투자부동산 CapEx 반영 후 | | | | | |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: 백만 원) | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 투자부동산(40년) | 147 | 175 | 202 | 230 | 258 |

| 사용권자산상각비 추정 | | | | | | | | | |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--|
| (단위: 백만 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 기초BV | 12,662 | 29,206 | 37,396 | 40,754 | 95,918 | 83,831 | 117,126 | 156,420 | |
| 기말BV | 29,206 | 37,396 | 40,754 | 95,918 | 83,831 | 117,126 | 156,420 | 208,499 | |
| 평균BV | 20,934 | 33,301 | 39,075 | 68,336 | 89,875 | 100,479 | 136,773 | 182,460 | |
| 사용권자산상각비 | 11,355 | 21,769 | 22,038 | 28,133 | 33,295 | 39,294 | 52,079 | 70,415 | |
| 상각률(%) | 54.24% | 65.37% | 56.40% | 41.17% | 37.05% | 39.11% | 38.08% | 38.59% | |

*사용권자산의 경우 취득, 대체, 처분의 변동 내역이 공시되지 않는 관계로 전기 상각비만큼을 유지 Capex로 가정하여 별도 추정

| 무형자산상각비 - CapEx 반영 전 | | | | | |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: 백만 원) | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 개발비 | 152 | 152 | - | - | - |
| 산업재산권 | 19 | 19 | - | - | - |
| 기타무형자산 | 1,926 | 1,926 | - | - | - |
| 합계 | 2,096 | 2,096 | - | - | - |

| 무형자산 CapEx | | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: 백만 원) | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 개발비 | - | - | - | - | - |
| 산업재산권 | 21 | 21 | 21 | 21 | 21 |
| 기타무형자산 | 2,488 | 2,488 | 2,488 | 2,488 | 2,488 |
| 합계 | 2,856 | 2,856 | 2,856 | 2,856 | 2,856 |

| 무형자산상각비 CapEx 반영 후 | | | | | |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: 백만 원) | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 개발비(5년) | 152 | 152 | - | - | - |
| 산업재산권(5년) | 23 | 27 | 13 | 17 | 21 |
| 기타무형자산(5년) | 2,423 | 2,921 | 1,493 | 1,990 | 2,488 |
| 합계 | 2,598 | 3,099 | 1,505 | 2,007 | 2,509 |

| 감가상각비 안분 비율 추정 | | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| (단위: 백만원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Average |
| 감가상각비 | 14,571 | 14,648 | 16,439 | 18,002 | 26,481 | |
| 매출원가 | 13,309 | 13,259 | 15,052 | 16,556 | 24,759 | |
| % of 감가상각비 | 91.3% | 90.5% | 91.6% | 92.0% | 93.5% | 92.3% |
| 판매관리비 | 1,262 | 1,389 | 1,387 | 1,446 | 1,722 | |
| % of 감가상각비 | 8.7% | 9.5% | 8.4% | 8.0% | 6.5% | 7.7% |

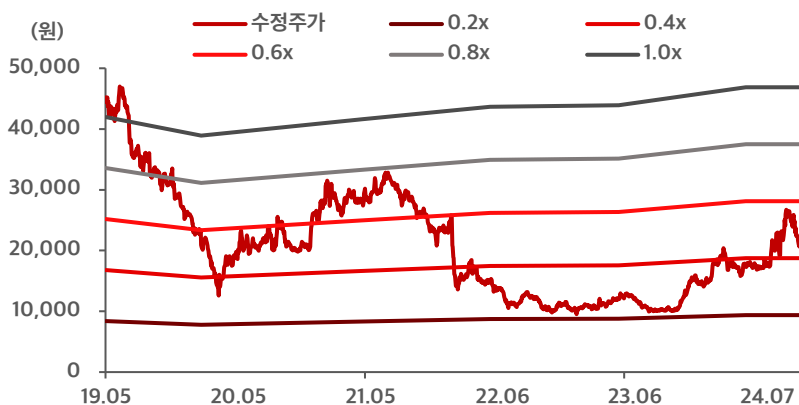
Appx 3. 영업외손익 및 이자손익 추정

| 영업외손익 추정 | | | | | | | | | |
|--------------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: 십억 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 영업외손익 | (45) | (54) | (2) | (40) | (5) | (15) | (20) | (19) | (21) |
| 기타손익 | (16) | (32) | (5) | (48) | (9) | (0) | (20) | (19) | (20) |
| 배당금수익 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | (0.3) | (0.3) | 0.3 | 0.3 |
| 수입임대료 | - | - | - | - | 0.4 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 기부금 | (5) | (1) | (3) | (4) | (5) | (2) | (4) | (4) | (4) |
| 당기손익-공정가치 측정평가손익 | (4) | (3) | (3) | (2) | 2 | - | - | - | - |
| 유무형자산처분손익 | 0 | 0 | (1) | 0 | 0 | (0) | - | - | - |
| 투자부동산처분이익 | - | - | - | 0 | 1 | - | - | - | - |
| 유형자산손상차손(환입) | - | (18) | - | - | - | - | - | - | - |
| 사용권자산손상차손(환입) | (3) | 1 | 2 | (3) | 1 | 1 | - | - | - |
| 상각후원가금융자산 손상차손(환입) | - | (9) | 7 | 1 | (0) | (0) | - | - | - |
| 금융자산처분손익 | - | 9 | 0 | - | - | - | - | - | - |
| 파생상품평가손익 | - | (3) | 13 | (1) | (5) | (0) | - | - | - |
| 기타손익 | (4) | (10) | (21) | (41) | (5) | 1 | (16) | (15) | (16) |
| 금융손익 | (30) | (21) | 4 | 8 | 4 | (15) | (0) | (0) | (0) |
| 이자손익 | (30) | (16) | (0) | 10 | 4 | (18) | (0) | (0) | (0) |
| 외환차손익 | (0) | (1) | 1 | 2 | 0 | 1 | - | - | - |
| 외화환산손익 | 1 | (4) | 3 | (4) | (0) | 2 | - | - | - |

| 이자부자산 유효이자율 | | | | | | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: 십억 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 기말 이자부자산 | 1,695 | 2,924 | 2,945 | 2,608 | 2,129 | 1,759 | 1,759 | 1,759 | 1,759 |
| 단기금융상품 | 653 | 1,462 | 1,472 | 130 | 119 | 143 | | | |
| 단기투자증권 | 10 | 4 | 7 | 1 | 1 | 1 | | | |
| 유동매출채권 | 370 | 355 | 371 | 382 | 662 | 471 | | | |
| 기타수취채권(유동) | 414 | 465 | 505 | 1,483 | 646 | 437 | | | |
| 유동파생상품자산 | 14 | 165 | - | - | - | - | | | |
| 기타 비유동채권 | - | 464 | 536 | 585 | 675 | 681 | | | |
| 비유동파생상품자산 | 0 | 0 | - | - | - | - | | | |
| 이자수익 | 7 | 51 | 68 | 111 | 105 | 47 | 87 | 87 | 87 |
| 유효이자율 (%) | 0.44% | 1.74% | 2.32% | 4.24% | 4.95% | 4.95% | 4.95% | 4.95% | 4.95% |

| 이자부부채 유효이자율 | | | | | | | | | |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: 십억 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 기말 이자부부채 | 803 | 1,354 | 1,591 | 2,322 | 1,379 | 1,912 | 1,912 | 1,912 | 1,912 |
| 유동매입채무 | 178 | 122 | 130 | 191 | 234 | 267 | | | |
| 유동 차입금 | 232 | 832 | 877 | 1,512 | 815 | 930 | | | |
| 기타지급채무(유동) | 223 | 203 | 293 | 269 | 330 | 341 | | | |
| 기타 유동부채 | - | - | - | - | - | - | | | |
| 비유동차입금의 유동성 대체 부분 | 170 | 196 | 290 | 349 | - | 374 | | | |
| 이자비용 | 38 | 67 | 69 | 101 | 102 | 65 | 88 | 88 | 88 |
| 유효이자율 (%) | 4.69% | 4.97% | 4.31% | 4.34% | 7.38% | 3.41% | 4.58% | 4.58% | 4.58% |

Appx 4. PBR Band (TTM)



Appx 5. 종업원급여 및 재고자산의 변동 추정

| 종업원급여추정 | | | | | | | | | |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| (단위:백만원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 종업원급여(C) | 189,143 | 189,666 | 188,388 | 159,451 | 168,146 | 88,701 | 194,425 | 199,041 | 212,291 |
| 종업원 급여(매출원가) | 118,925 | 116,656 | 120,926 | 98,438 | 101,488 | 56,336 | 120,288 | 123,143 | 131,341 |
| % of 종업원 급여 | 62.88% | 61.51% | 64.19% | 61.74% | 60.36% | 63.51% | 61.87% | 61.87% | 61.87% |
| 종업원 급여(관관비) | 70,218 | 73,010 | 67,462 | 61,013 | 66,658 | 32,365 | 74,138 | 75,898 | 80,950 |
| % of 종업원 급여 | 37.12% | 38.49% | 35.81% | 38.26% | 39.64% | 36.49% | 38.13% | 38.13% | 38.13% |
| 종업원 수(A) | 1,705 | 1,591 | 1,665 | 1,830 | 1,907 | 1,911 | 1,991 | 1,991 | 1,991 |
| 1인 평균 급여액(B) | 74 | 79 | 73 | 67 | 80 | 42 | 84 | 89 | 94 |
| 과리율(1-A*B/C, %) | 33% | 33.73% | 35.48% | 23.10% | 9.27% | 9.51% | 13.96% | 10.92% | 11.46% |

| 재고자산의 변동 추정 | | | | | | | | | |
|-----------------|-----------|--------------|--------------|-----------|--------------|--------------|-------------|--------------|--|
| (단위:십억 원, %) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 재고자산의 변동 | 51 | (397) | (727) | 74 | (316) | (521) | (83) | (218) | |
| 용지 | (11) | (197) | (593) | 69 | (143) | (178) | (7) | 40 | |
| 용지 매입액(-) | 12 | 185 | 86 | 73 | 100 | 158 | 172 | 185 | |
| 자체사업 진행(+) | 2 | (12) | (507) | 142 | (43) | (21) | 165 | 225 | |
| 완성주택 | (0) | (8) | 10 | (21) | (13) | (6) | (6) | (6) | |
| 미완성주택 | 63 | (190) | (143) | 31 | (159) | (333) | (66) | (248) | |
| 원재료 | 0 | (1) | (0) | (1) | 1 | - | - | - | |
| 상품 | - | - | - | (3) | (4) | (4) | (4) | (4) | |
| 저장품 | (0) | (0) | (0) | (1) | 1 | - | - | - | |

Appx 6. 자체사업 세부 매출 추정

| 광운대 역세권 분양가 추정 | |
|----------------|------|
| (단위: 백만 원/평) | 분양가 |
| 평균 분양가 | 39.6 |
| 인근 아파트 기반 분양가 | 32.2 |
| 장위 푸르지오 분양가 | 47.0 |

| 곤지암 역세권 총매출액 추정 | |
|-------------------|-------|
| (단위: 백만 원, 세대) | 총 매출액 |
| 평균 분양가(백만 원) | 302 |
| 분양 예정 가구(세대) | 381 |
| 가구 당 분양가(백만 원/세대) | 603 |

| 사업부별 지표 추정값 | | | |
|-----------------------|-------|-------|-------|
| (단위: 일, %) | 외주주택 | 토목 | 일반건축 |
| 최소 Delay 기간 | 5 | 93 | 76 |
| 최대 Delay 기간 | 1,695 | 3,347 | 668 |
| 평균 Delay 기간 | 595 | 494 | 372 |
| 평균 완공 잔여일수 | 685 | 571 | 271 |
| 평균 공사 기간(추정 착공일~ 완공일) | 1,434 | 1,781 | 1,363 |
| 기본 도급액/완성 공사액(%) | 433% | 3162% | 340% |

| 자체사업 공정을 추정 | | | | | | |
|-------------|-------------|--------|----------|--------|--------|--------|
| (단위: %) | 착공 예정일 | 완공 예정일 | 공사 기간(월) | 2H24E | 25E | 26E |
| 청주가경 6차 | 2023-11 26년 | | 38개월 | 17.26% | 42.54% | 29.53% |
| 서산석림 | 2023-12 26년 | | 37개월 | 17.15% | 43.45% | 30.64% |
| 광운대 역세권 | 2024-11 28년 | | 50개월 | 0.21% | 17.53% | 29.62% |
| 곤지암 역세권 | 2024-12 27년 | | 37개월 | 0.09% | 26% | 43% |

| HDC 현대산업개발 1H24 사업부별 수주잔고 | | | |
|---------------------------|-------------|---------|---------|
| (단위: 십억 원) | 사업부별 총 수주잔고 | 공시 수주잔고 | 기타 수주잔고 |
| 총 수주(자체사업 제외) | 20,705 | 5,560 | 15,145 |
| 외주주택 | 15,920 | 4,357 | 11,563 |
| 토목 | 1,644 | 976 | 669 |
| 일반건축 | 3,141 | 228 | 2,914 |

| 장위 푸르지오 라디우스 파크 전용률 | | | | | | |
|---------------------|----------|----------|------------|--------------|----------------|---------|
| (단위: 평, %) | 전용 면적(A) | 공용 면적(B) | 공급 면적(A+B) | 전용률(A÷(A+B)) | 기타 공용면적(주차장 등) | 계약면적 |
| 장위 푸르지오 | 51,754 | 17,610 | 69,364 | 75% | 40,148 | 109,512 |

Appx 7. 기타 수주잔고 매출 추정

| HDC현대산업개발 IH24 수주잔고 현황 및 추정 (단위: 식억 원) | | 발주처 | 공사명 | 계약일 | 완공예정일 | 기본도금액 | 완성공시액 | 계약잔액 | 진행률(시공 기준) | 진행률(공시액 기준) | 착공 Delay 기간(수정) | 2H24E | 25E | 26E |
|--|--|---|---------------------------------|------------|------------|-------|-------|-------|------------|-------------|-----------------|-------|-------|-------|
| 외주주택 총매출액 | | 미르도시개발 주식회사 | 포항IPARK | 2021/02/22 | 2024/08/30 | 239 | 215 | 23 | 95% | 90.2% | 66 | 23 | - | - |
| | | 범어유망차아파트주택재건축정비사업조합 | 대구범어유망 | 2020/12/24 | 2024/09/30 | 152 | 118 | 34 | 93% | 77.5% | 219 | 20 | 14 | - |
| | | 주식회사 도로개발1차 | 대전 도안 2-1지구 준주거용지 복합건축물 신축공사 | 2021/06/16 | 2024/09/30 | 149 | 132 | 17 | 92% | 88.8% | 43 | 17 | - | - |
| | | 케이제이미래주식회사 | 고덕 광일 | 2019/11/05 | 2024/09/30 | 399 | 394 | 5 | 95% | 98.9% | - | 5 | - | - |
| | | 돈촌주공아파트 주택재건축정비사업조합 | 돈촌 주공 재건축 | 2016/10/01 | 2024/11/30 | 1,057 | 899 | 158 | 95% | 85.0% | 294 | 65 | 93 | - |
| | | (HDI)씨알이 | 백산비밀 3단지 | 2021/02/01 | 2024/12/31 | 215 | 166 | 50 | 87% | 76.9% | 147 | 26 | 22 | - |
| | | 서울송블리드 2 지역주택조합 | 서울송아미프리미엄복합 | 2019/10/11 | 2024/12/31 | 235 | 188 | 47 | 90% | 79.9% | 200 | 23 | 25 | - |
| | | (HDI)씨알이 | 용현학익 도시개발사업 업무복합 2BL | 2021/07/30 | 2025/01/31 | 94 | 78 | 16 | 83% | 82.9% | 5 | 13 | 3 | - |
| | | 부산컨테이너터미널주식회사 | 부산신항 2-4 추가장비조달 | 2018/12/28 | 2025/02/08 | 97 | 88 | 9 | 90% | 90.7% | - | 8 | 1 | - |
| | | 부산컨테이너터미널주식회사 | 부산신항 2-4 추가장비장건설공사 | 2018/12/28 | 2025/02/08 | 21 | 20 | 2 | 90% | 91.9% | - | 2 | - | - |
| | | 고산공업 주식회사 | 논산 대교동 아이파크 | 2021/09/14 | 2025/02/12 | 112 | 81 | 31 | 82% | 72.4% | 118 | 16 | 14 | - |
| | | 송도역세권구역 도시개발조합 | 송도역세권 부지조성 | 2019/09/09 | 2025/03/31 | 71 | 37 | 33 | 87% | 53.0% | 680 | 6 | 13 | 13 |
| | | 주식회사 배스원 프리리얼 | 평택 고덕 2차 IPARK | 2020/11/24 | 2025/04/30 | 111 | 157 | 154 | 81% | 50.5% | 488 | 35 | 70 | 49 |
| | | 서울송블리드 2 지역주택조합 | 서울송 리버포레 2차 | 2020/08/28 | 2025/04/30 | 170 | 77 | 93 | 82% | 45.3% | 630 | 18 | 36 | 36 |
| | | 송어리성 주택재건축 정비사업 조합 | 대전 송어리성 주택재건축정비 | 2019/01/31 | 2025/06/20 | 273 | 141 | 132 | 85% | 51.6% | 774 | 21 | 43 | 43 |
| | | 잠실신주아파트주택재건축정비사업조합 | 잠실 신주 건축 | 2018/08/31 | 2025/06/30 | 328 | 186 | 142 | 85% | 56.7% | 716 | 24 | 48 | 48 |
| | | 홍은제13구역 주택재개발정비사업조합 | 홍은 13구역 | 2020/04/23 | 2025/06/30 | 229 | 128 | 101 | 81% | 55.7% | 475 | 22 | 44 | 35 |
| | | 범어유망차아파트 주택재건축정비사업조합 | 대구범어유망 2차 | 2022/08/23 | 2025/06/30 | 138 | 59 | 79 | 65% | 43.0% | 230 | 24 | 48 | 6 |
| | | 이문3재정비촉진구역 주택재개발조합 | 이문 3구역 재개발 | 2018/05/15 | 2025/07/25 | 629 | 257 | 371 | 85% | 40.9% | 1,163 | 44 | 87 | 87 |
| | | 현대중공업(주) | 전사 방파제용 보강공사(단기) | 2022/02/24 | 2025/07/31 | 49 | 36 | 12 | 68% | 74.5% | - | 8 | 5 | - |
| | | 주식회사 이케이디스트리 | 김해사이언스파크 일반산업단지 조성공사 | 2019/11/26 | 2025/09/07 | 126 | 39 | 86 | 79% | 31.3% | 1,018 | 11 | 22 | 22 |
| | | (HDI)씨알이 | 용현학익 부지조성 | 2020/05/20 | 2025/10/12 | 137 | 78 | 58 | 76% | 57.3% | 373 | 13 | 25 | 20 |
| | | 광명 제48구역 주택재개발정비사업조합 | 광명 48구역 | 2019/09/25 | 2025/10/31 | 484 | 229 | 255 | 78% | 47.4% | 686 | 40 | 79 | 79 |
| | | 주식회사 도시미련디 | 용성 분당 2구역 | 2021/09/15 | 2025/10/31 | 182 | 84 | 98 | 68% | 46.3% | 322 | 22 | 44 | 32 |
| | | 유암1구역 주택재건축정비사업조합 | 광주 유암1구역 재건축 | 2020/04/13 | 2025/10/31 | 95 | 9 | 85 | 79% | 10.0% | 1,338 | 9 | 17 | 17 |
| | | 가재울8재정비촉진구역 재개발정비사업조합 | 가재울8구역 도시환형 | 2018/08/21 | 2025/10/31 | 99 | 41 | 57 | 81% | 41.7% | 1,044 | 7 | 14 | 14 |
| | | 주식회사 도시디자인개발 | 강릉 강소동 아이파크 | 2023/06/16 | 2025/08/03 | 256 | 28 | 228 | 33% | 10.9% | 10,526 | 41 | 82 | 82 |
| | | 한국토지신탁 | 함양영남빌대로주택정비사업 | 2021/07/28 | 2026/08/25 | 86 | 7 | 80 | 58% | 7.7% | 926 | 8 | 17 | 17 |
| | | 아이디엔스(주) | 춘천 상천동 아이파크 | 2021/04/29 | 2026/08/31 | 243 | 37 | 205 | 59% | 15.3% | 860 | 23 | 45 | 45 |
| | | 신원 2 주택재건축정비사업조합 | 청원 신원2구역 | 2022/05/04 | 2026/09/05 | 475 | 42 | 433 | 50% | 8.8% | 649 | 55 | 109 | 109 |
| | | 보문5구역 주택재개발정비사업조합 | 보문5구역 | 2020/01/06 | 2026/09/07 | 83 | 28 | 55 | 67% | 33.8% | 814 | 6 | 12 | 12 |
| | | 유신동신원개발 | 군산 호수공원 2차 IPARK | 2022/07/21 | 2026/10/30 | 188 | 12 | 177 | 45% | 6.2% | 611 | 22 | 43 | 43 |
| | | 주식회사 성원건설 | 익산 부송4구역 아이파크 | 2023/10/17 | 2026/12/31 | 141 | 5 | 136 | 22% | 3.4% | 218 | 22 | 43 | 43 |
| | | 대연3구역 주택재개발정비사업조합 | 부산 대연 3구역 재개발 | 2018/09/28 | 2027/02/26 | 697 | 93 | 605 | 68% | 13.3% | 2,411 | 41 | 83 | 83 |
| | | 주식회사 케이개발 | 경산 2차 | 2021/07/02 | 2027/03/31 | 177 | 31 | 146 | 52% | 17.3% | 733 | 15 | 31 | 31 |
| | | 메이디씨아이엔스 | 광주 화정동 수상복합 | 2019/04/29 | 2027/03/31 | 173 | 36 | 137 | 60% | 20.9% | 1,227 | 10 | 20 | 20 |
| | | (HDI)씨알이 | 용현학익 PM용역 | 2019/10/25 | 2027/07/01 | 11 | 6 | 5 | 48% | 51.0% | - | 1 | 1 | 1 |
| | | 기타 | | | | | | | | 11,563 | | | | |
| | | 착공 | | 2027/05/26 | | 3,989 | - | 3,969 | - | - | - | 640 | 1,277 | 1,277 |
| | | 2H24 인식 | | 2028/09/04 | | 887 | - | 887 | - | - | - | 39 | 158 | 158 |
| | | 25년 인식 | | 2029/06/04 | | 1,770 | - | 1,770 | - | - | - | - | 158 | 315 |
| | | 26년 인식 | | 2030/06/04 | | 1,770 | - | 1,770 | - | - | - | - | - | 158 |
| 토목 총매출액 | | | | | | | | | | | | 172 | 352 | 437 |
| | | 한국전력공사 인천본부 | 용현-학익 불복 해선건설 설계공사(관로) | 2023/09/15 | 2024/07/15 | 2 | 0 | 1 | 95% | 21.4% | 225 | 1 | 0 | - |
| | | 대산시 | 대산 해안 신도시 | 2007/02/08 | 2024/07/31 | 245 | 223 | 22 | 98% | 90.9% | 486 | 7 | 14 | 2 |
| | | MCGM(몰바이) | 인도 몰바이 해안도로 | 2018/11/26 | 2024/07/31 | 192 | 187 | 6 | 94% | 97.0% | - | 6 | - | - |
| | | 한국농어촌공사 서안급간사업단사업단 | 세안급간구 산업단지 2공구 조경공사 | 2016/10/07 | 2024/11/20 | 7 | 5 | 2 | 95% | 71.1% | 715 | 0 | 1 | 1 |
| | | 한국도로공사 | 포항-영덕 고속도로 4공구 | 2016/08/12 | 2024/12/31 | 147 | 120 | 27 | 94% | 81.4% | 388 | 9 | 17 | 1 |
| | | 한국도로공사 | 포항-영덕 고속도로 5공구 | 2016/08/12 | 2024/12/31 | 134 | 117 | 17 | 94% | 87.1% | 212 | 8 | 9 | - |
| | | 한국철도시설공단 | 3양산 도담-영천 복선전철 제4공구 노반신설 기타공 | 2015/05/28 | 2024/12/31 | 140 | 136 | 4 | 95% | 97.0% | - | 4 | - | - |
| | | nam Ministry of Agriculture and Rural Development | 베트남 영랑 수자원개발 | 2021/03/08 | 2024/12/31 | 34 | 32 | 2 | 87% | 94.6% | - | 2 | - | - |
| | | ads Authority of the Federal Democratic Republic | 에티오피아 코페-테리 도로 | 2018/12/13 | 2025/02/18 | 161 | 80 | 81 | 90% | 49.5% | 908 | 13 | 26 | 26 |
| | | 한국전력공사 | 독베로 관료(남양-학익-연수) 이설공사 | 2024/01/16 | 2025/04/14 | 4 | 0 | 3 | 37% | 6.3% | 138 | 1 | 2 | - |
| | | 한국도로공사 | 안주-영지간 1공구 건설공사 | 2021/07/23 | 2025/10/04 | 74 | 35 | 39 | 70% | 46.9% | 355 | 9 | 18 | 13 |
| | | 국가철도공단 | 계-동두천, 연천-백마고지) LTE-R 전량공급 전력설비 | 2023/02/20 | 2025/12/20 | 5 | 2 | 3 | 48% | 38.1% | 103 | 1 | 2 | 0 |
| | | 주식회사 최인강메소타운 | 김해도시계획시설 전세(대포3-6) 토목공사 | 2022/10/25 | 2026/01/31 | 28 | 4 | 24 | 52% | 14.8% | 438 | 4 | 8 | 8 |
| | | 해당수신부 북포지정해당수신형 | 기타도로 보강공사 | 2023/01/02 | 2026/02/06 | 26 | 6 | 20 | 48% | 22.7% | 289 | 4 | 8 | 7 |
| | | 주식회사 최인강메소타운 | 김해도시계획시설(광주7동)토목공사 | 2024/03/20 | 2026/11/19 | 50 | 1 | 49 | 11% | 1.0% | 93 | 9 | 17 | 17 |
| | | 서울특별시 도시개발사업본부 | 신림-불현 터널 도로건설공사(신공구) | 2010/01/05 | 2026/12/31 | 89 | 25 | 64 | 85% | 28.2% | 3,347 | 3 | 5 | 5 |
| | | 한국전력공사 | 남지역 전기공급시설 전력공구(당진화력-신송산 1 | 2024/01/11 | 2027/06/28 | 88 | 1 | 87 | 14% | 0.6% | 105 | 12 | 24 | 24 |
| | | 광주광역시 도시철도건설본부 | 광주 도시철도 2호선 2단계 12공구 건설공사 | 2023/12/28 | 2028/10/22 | 97 | 0 | 97 | 11% | 0.5% | 178 | 10 | 20 | 20 |
| | | 광주광역시 도시철도건설본부 | 광주 도시철도 2호선 2단계 9공구 건설공사 | 2023/12/28 | 2028/10/22 | 65 | 0 | 64 | 11% | 0.5% | 177 | 6 | 12 | 12 |
| | | 국가철도공단 | 인덕원-동탄복선전철 제12공구 노반신설 기타공사 | 2023/12/22 | 2028/11/24 | 363 | 1 | 362 | 11% | 0.3% | 187 | 36 | 107 | 71 |
| | | 기타 | | | | | | | | 669 | | | | |
| | | 착공 | | 2029/05/17 | | 249 | - | 249 | - | - | - | 26 | 51 | 173 |
| | | 2H24 인식 | | 2029/08/17 | | 24 | - | 24 | - | - | - | 1 | 5 | 5 |
| | | 25년 인식 | | 2030/05/17 | | 47 | - | 47 | - | - | - | - | 5 | 10 |
| | | 26년 인식 | | 2031/05/17 | | 47 | - | 47 | - | - | - | - | - | 5 |
| 일반건축 총매출액 | | | | | | | | | | | | 174 | 300 | 362 |
| | | 단체생 2호성남지식산업센터위탁관리부동산투자회사 | 성남신도시생 복합지식산업센터 | 2021/04/22 | 2024/05/21 | 102 | 99 | 3 | 104% | 96.9% | 76 | 3 | - | - |
| | | 주식회사 위알스리얼티 | 의왕 호정지구 지식산업센터 | 2021/06/24 | 2024/06/10 | 360 | 336 | 25 | 102% | 93.2% | 95 | 25 | - | - |
| | | 주식회사 흥기실업 | 마곡 지식산업센터 | 2021/11/27 | 2024/07/30 | 133 | 64 | 69 | 98% | 48.0% | 668 | 18 | 36 | 15 |
| | | 주식회사 흥기실업 | 평택 서탄 일반산업단지 | 2021/07/14 | 2024/09/10 | 30 | 24 | 7 | 94% | 77.9% | 184 | 5 | 2 | - |
| | | 주식회사 흥기실업 | 창라 오피스텔 | 2021/06/15 | 2025/07/31 | 204 | 113 | 92 | 74% | 55.1% | 282 | 25 | 49 | 18 |
| | | 대원산업개발 주식회사 | 김포 학운 3-1 일반산업단지 조성사업 | 2023/10/10 | 2026/02/10 | 35 | 3 | 32 | 31% | 7.6% | 200 | 7 | 15 | 10 |
| | | 기타 | | | | | | | | 2,914 | | | | |
| | | 착공 | | 2028/03/24 | | 834 | - | 678 | - | - | - | 91 | 182 | 182 |
| | | 2H24 인식 | | 2028/06/24 | | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| | | 25년 인식 | | 2029/03/24 | | 359 | - | 359 | - | - | - | - | - | - |
| | | 26년 인식 | | 2030/03/24 | | 1,074 | - | 1,074 | - | - | - | - | - | - |

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.