

08

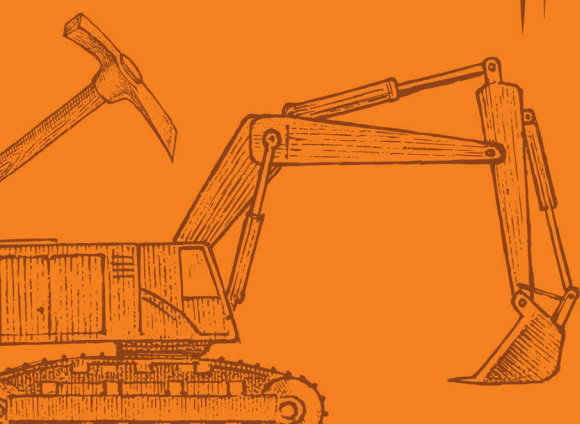
Monthly

MIRAE ASSET
미래에셋증권

월간 리서치 [건설/건자재]

대출 강화 우려 상존, 업종 반등 포인트는 유효

—
김기룡 kiryong.kim@miraeasset.com



CONTENTS

Investment Summary	3
부동산 지표 개선, 섹터 투자심리 회복에 기여	5
2024년 2분기, 커버리지 건설사 부동산PF 대출잔액	6
8.8, 주택 공급 확대 방안 발표	10
2단계 스트레스 DSR 시행 우려, 섹터 할인요인 축소 방향성은 유효	12
2Q24 건설 Review: 주택 원가율 개선 지연	14
건설/건자재 주요 뉴스	17

Investment Summary

대출 강화 우려 상존, 업종 반등 포인트는 유효

국내 주요 건설사의 평균 주가수익률(7/16, 월보 발간 이후)은 KOSPI 대비 아웃퍼폼하며 양호한 주가 흐름을 보였다. 금리 인하 기대감이 상존하는 가운데 부동산PF 우려로 촉발된 섹터 투자심리 회복과 부동산 지표 개선, 정부의 8.8 부동산 대책 등 확고한 주택공급 의지 확인의 결과로 해석한다.

7월 월보에 이어 건설섹터에 대한 의견은 여전히 업사이드 리스크에 대비해야 한다는 판단이다. 2024년 9월 2단계 스트레스 DSR 시행으로 주택담보대출 증가 폭 축소는 불가피할 전망이다. 분양 실적 회복과 주택 원가율 안정화 등 업종 개선 포인트는 유효할 전망이다. 주가 상단을 논하기는 이른 시기로 판단한다. 부동산PF에 대한 연착륙의 결론과 대형 건설사에 미치는 영향은 제한적이라는 예상은 변함없이 유지한다. 부동산 PF 사태로 인한 민간 시장의 급격한 공급 위축을 정부가 좌시하기 어렵다는 상황 역시 연착륙의 근거로 판단한다. 금융당국은 저축은행, 캐피탈사를 중심으로 재차 현장점검을 시행하며 PF 구조조정을 앞두고 연착륙 가능성을 높이는 선제적 조치에 나서고 있다.

8.8 부동산 공급 대책 발표, 정부의 주택 공급 의지는 명확

8월 8일, 정부는 부동산관계장관회의를 통해 국민 주거안정을 위한 '주택 공급 확대 방안'을 발표했다. 이번 대책에는 향후 6년간 수도권에 42.7만호의 우량주택 공급 목표가 제시되었다. 단기적 공급 효과의 실효성, 사업성 확보 여부, 법 개정사항에 대한 여/야 합의 등의 한계점에도 건설사에게는 긍정적인 이벤트로 판단한다. CR리츠를 활용한 지방 미분양 주택 리스크 분산, 재건축·재개발 촉진법을 통한 사업기간 단축, 한시적 용적률 상향을 통한 사업성 개선 가능성은 분양 급감과 실적 훼손 우려 완화를 기대할 수 있는 요인이다.

2Q24 실적 Review: 원가율 부담 지속, 개선 기대감 유효

2024년 2분기, 주요 건설사 영업이익은 전년동기 대비 감소하며 부진했다. 커버리지 업종 내에서는 정산 이익이 반영된 삼성E&A, 주택/건축 원가율 개선을 기록한 GS건설이 시장 예상치를 상회했다. 반면, 주택 원가율 개선이 지연된 업체들은 컨센서스를 하회하며 부진했다. 주택 원가율 개선 시기는 업체별로 상이할 전망이다. 전반적인 개선 방향성은 유효할 것으로 추정한다. 원가 부담이 높은 2021~2022년 분양 현장의 매출 축소, 양호한 마진율이 예상되는 2023년 이후 착공 현장의 기여 확대로 점진적 Mix 개선 효과를 전망한다.

건설업종 '비중확대' 및 GS건설, 삼성E&A 선호도 유지

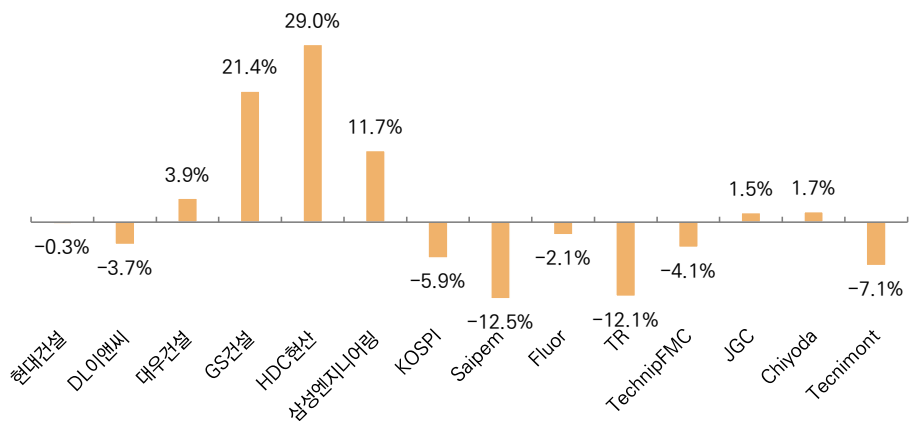
건설업종에 대한 '비중확대' 의견을 유지한다. 부동산PF 우려에도 금리 인하 및 주택 시장 개선 기대감은 섹터 매수 논리로 작용할 것으로 예상한다. 건설업종 내에서는 GS건설, 삼성E&A의 선호도를 유지한다. 최근, 저평가 매력의 주택주 주가 호조 속에 GS건설은 2024년 실적 턴어라운드와 더불어 GS이노마 등 자회사 매각을 통한 재무구조 개선 기대감이 긍정적 요인으로 작용할 전망이다. GS건설을 건설업종 최선호주로 제시한다.

대출 강화 우려 상존, 업종 반등 포인트는 유효

국내 주요 건설사의 평균 주가수익률(7/16, 월보 발간 이후)은 KOSPI 대비 아웃퍼폼하며 양호한 주가 흐름을 보였다. 금리 인하 기대감이 상존하는 가운데 부동산PF 우려로 촉발된 섹터 투자심리 회복과 부동산 지표 개선, 정부의 8.8 부동산 대책 등 확고한 주택공급 의지 확인의 결과로 해석한다. 전반적인 섹터 반등 과정에서 주택 중심의 사업 구조와 빠른 주택 원가율 개선을 시험하고 있는 HDC현대산업개발, GS건설의 주가 상승 폭이 업종 내에서 돋보였다.

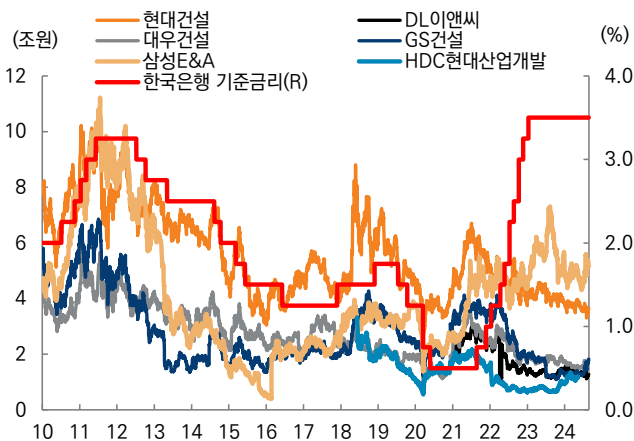
7월 월보에 이어 건설섹터에 대한 의견은 여전히 업사이드 리스크에 대비해야 한다는 판단이다. 2024년 9월 2단계 스트레스 DSR 시행으로 주택담보대출 증가 폭 축소는 불가피할 전망이다. 분양 실적 회복과 주택 원가율 안정화 등 업종 개선 포인트는 유효할 전망이다. 주가 상단을 논하기는 이른 시기로 판단한다.

그림 1. 국내외 주요 건설사 주가수익률 [7.16, 월보 발간일 대비]



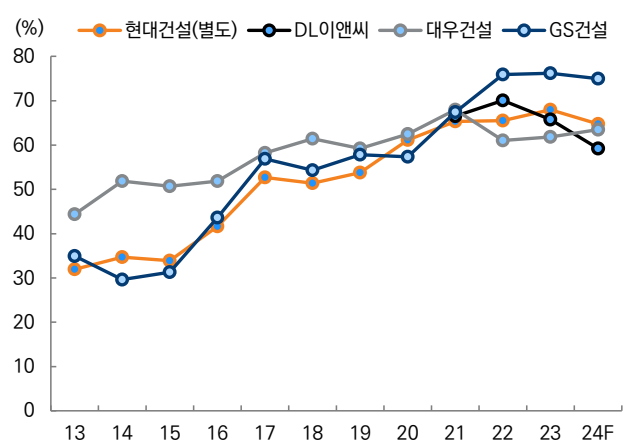
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 // 8월 26일 종가 기준

그림 2. 국내 주요 건설사 시가총액, 기준금리 추이



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 연간 대형 건설사 주택/건축 매출 비중 추이 및 전망

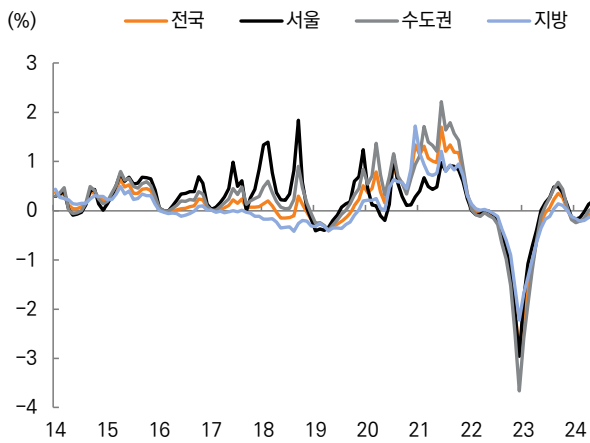


주: 해외 건설 포함 자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

부동산 지표 개선, 섹터 투자심리 회복에 기여

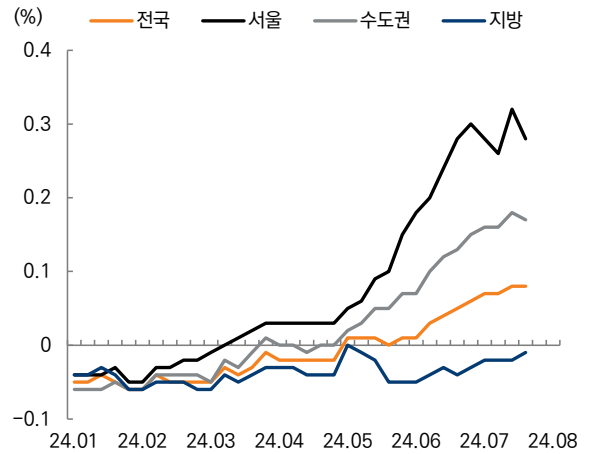
금리 인하 기대감과 더불어 부동산 지표 개선은 건설 섹터 투자심리 회복에 기여했다. 한국 부동산원 자료에 따르면 7월 전국 아파트 매매가격지수 변동률은 전월대비 0.21% 상승했다. 서울은 4월 0.13%로 플러스 전환 이후 7월 1.19%를 기록하며 상승 폭을 확대했다. 반면, 7월 지방권 가격 변동률은 -0.14%를 기록하며 2023년 12월부터 시작된 하락세가 이어졌다. 주택매매시장 소비자심리지수 역시 서울/수도권 중심의 회복세가 상대적으로 빠르게 나타났다.

그림 4. 지역별 월간 아파트 매매가격지수 변동률 추이



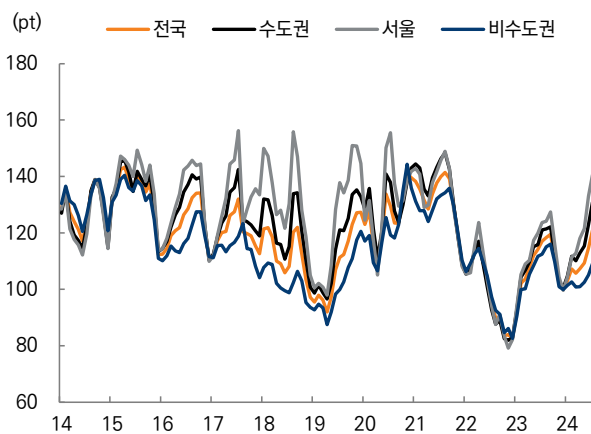
자료: 한국부동산원, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 주간 아파트 매매지수 변동률 추이 [2024년~]



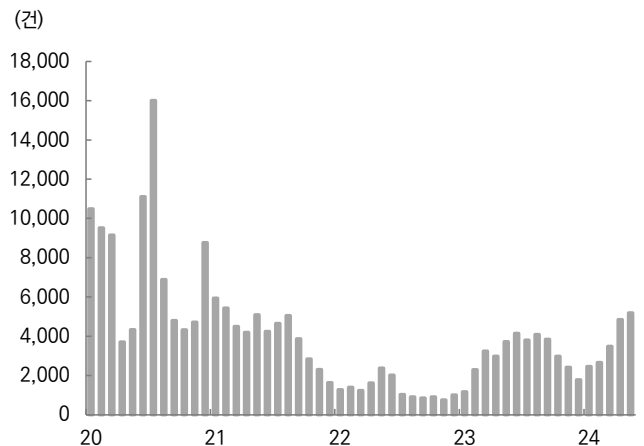
자료: 한국부동산원, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 주택매매시장 소비자심리지수



자료: 국토연구원, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 월별 서울 아파트 매매거래량 추이



자료: 서울부동산정보광장, 미래에셋증권 리서치센터

2024년 2분기, 커버리지 건설사 부동산PF 대출잔액

2024년 2분기, 주요 건설사의 PF 대출잔액은 2023년 말 대비 유의미한 개선은 보이지 않았다. 주요 건설사의 평균 자본총계 대비 PF 대출잔액 비중(기타사업 기준)은 약 39.0%로 2023년 말 대비 1.5%p 상승했다. 대우건설은 서울과 대구 사업장 영향으로 기타사업 PF 대출잔액은 전년 대비 약 0.5조원 증가했다.

2024년 하반기에는 현대건설의 유의미한 브릿지론 축소가 예상된다. 연내 CJ 가양, 가산 LG 개발사업 착공 시 약 1.9조원의 감소 효과가 반영될 전망이다. 현대건설은 연내 약 2조원 미만의 브릿지론 규모를 목표하고 있다. 다만, CJ 가양 부지개발의 본PF 전환 시 PF 대출잔액 기준으로는 약 1조원 이상 증가할 전망이다.

표 1. 2024년 2분기 기준, 주요 대형건설사 PF 대출잔액 현황

(십억원)

단독사업 기준	PF 대출잔액 ① PF 대출잔액		2Q24 PF 대출잔액 만기						② 2Q24 자본총계	% ① / ②
	4Q23	2Q24	~3개월	3~6개월	6~12개월	1~2년	2~3년	3년~		
▶ 현대건설 [1+2]	9,703	10,178	2,628	2,858	1,512	1,091	869	1,221	10,827	94%
1. 정비사업	3,893	4,462	696	806	32	1,011	839	1,078		41%
- 브릿지론	0	0	0	0	0	0	0	0		
- 본PF	3,893	4,462	696	806	32	1,011	839	1,078		
2. 기타사업	5,811	5,717	1,932	2,052	1,480	80	30	143		53%
- 브릿지론	4,357	4,308	1,185	1,869	1,255	0	0	0		
- 본PF	1,454	1,409	748	183	225	80	30	143		
▶ GS건설 [1+2]	3,138	3,217	782	333	1,920	69	112	0	4,997	64%
1. 정비사업	1,217	1,456	114	188	1,020	21	112	0		29%
- 브릿지론	0	0	0	0	0	0	0	0		
- 본PF	1,217	1,456	114	188	1,020	21	112	0		
2. 기타사업	1,922	1,760	668	145	900	48	0	0		35%
- 브릿지론	1,758	1,760	668	145	900	48	0	0		
- 본PF	164	0	0	0	0	0	0	0		
▶ 대우건설 [1+2]	1,551	1,929	240	257	713	263	1	455	4,209	46%
1. 정비사업	419	283	6	55	58	163	1	0		7%
- 브릿지론	0	0	0	0	0	0	0	0		
- 본PF	419	283	6	55	58	163	1	0		
2. 기타사업	1,133	1,646	234	202	655	100	0	455		39%
- 브릿지론	643	649	13	202	435	0	0	0		
- 본PF	490	997	221	0	221	100	0	455		
▶ DL이앤씨 [1+2]	1,824	1,565	163	305	359	0	227	512	4,756	33%
1. 정비사업	1,232	859	0	160	251	0	227	222		18%
- 브릿지론	0	0	0	0	0	0	0	0		
- 본PF	1,232	859	0	160	251	0	227	222		
2. 기타사업	592	706	163	145	108	0	0	290		15%
- 브릿지론	346	288	65	145	78	0	0	0		
- 본PF	246	418	98	0	30	0	0	290		
▶ HDC현대산업개발 [1+2]	2,267	2,383	531	92	1,106	654	0	0	3,045	78%
1. 정비사업	699	764	0	28	350	386	0	0		25%
- 브릿지론	0	0	0	0	0	0	0	0		
- 본PF	699	764	0	28	350	386	0	0		
2. 기타사업	1,568	1,619	531	64	756	268	0	0		53%
- 브릿지론	397	350	198	47	105	0	0	0		
- 본PF	1,172	1,269	333	17	651	268	0	0		

자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 2024년 2분기 기준, 현대건설 PF대출잔액 현황 (십억원)

지역	사업장구분	PF종류	신용보강	채무자	대출잔액		대출기간 [YY.MM]	
					2Q24	4Q23	시작일	종료일
서울	지식산업센터	브릿지론	연대보증	인창개발(주)	1,694	1,483	23.05	24.11
서울	오피스텔	브릿지론	연대보증	케이스퀘어그랜드강서피에프비이(주)	836	952	21.09	25.03
경주	도시개발조성	본PF	연대보증	엔케이개발	221	0	24.05	24.08
서울	오피스텔, 업무시설	브릿지론	연대보증	마스턴제116호강남프리미어프로젝트금융투자(주)	220	220	23.09	24.09
서울	업무시설	브릿지론	연대보증	와이디427피에프비이(주)	200	200	22.02	24.05
서울	공동주택	본PF	자금보충	고려산업개발(주)	200	201	23.11	25.02
대전	공동주택	본PF	연대보증	(주)와이즈씨앤디	177	174	22.09	25.02
서울	지식산업센터	브릿지론	연대보증	Koasset D&C	173	169	23.10	24.12
인천	공동주택	본PF	연대보증	스마트송도PFV(주)	170	171	22.09	24.09
서울	공동주택	브릿지론	연대보증	이지스네오밸류일반부동산투자제8호	156	147	22.02	24.06
서울	공동주택	브릿지론	자금보충	케이스퀘어용산PFV	152	141	23.06	24.12
서울	공동주택	브릿지론	자금보충	수서대토개발(주)	146	146	24.01	24.04
천안	오피스텔	본PF	연대보증	(주)엠엔케이	143	144	22.11	27.11
기타(*)					1,229	1,664		
합계					5,717	5,811		

자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 2024년 2분기 기준, GS건설 PF대출잔액 현황 (십억원)

지역	사업장구분	PF종류	신용보강	채무자	대출잔액		대출기간 [YY.MM]	
					2Q24	4Q23	시작일	종료일
안산시	공동주택	브릿지론	연대보증	화이트코리아(주)	200	200	23.11	25.05
부산시	공동주택	브릿지론	연대보증	(주)파크시티	188	188	23.08	24.08
부산시	공동주택	브릿지론	연대보증	(주)파크시티	145	145	23.12	24.12
아산시	공동주택	브릿지론	연대보증	(주)하늘이엔씨	137	125	24.03	25.03
천안시	공동주택	브릿지론	연대보증	(주)중앙홀딩스	135	100	24.05	25.05
용인시	공동주택	브릿지론	연대보증	디에스디삼호(주)	127	125	24.05	25.05
천안시	공동주택	브릿지론	연대보증	(주)제이비스	111	96	24.03	24.09
아산시	공동주택	브릿지론	연대보증	(주)하늘이엔씨	100	-	24.05	25.05
오산시	공동주택	브릿지론	연대보증	(주)오앤티비홀딩스	100	100	23.08	24.08
용인시	공동주택	브릿지론	연대보증	성원건설(주)	96	96	23.09	24.09
아산시	공동주택	브릿지론	연대보증	(주)하늘이엔씨	94	131	24.05	24.08
용인시	공동주택	브릿지론	연대보증	디에스디삼호(주)	68	97	24.03	25.03
오산시	공동주택	브릿지론	연대보증	(주)오앤티비홀딩스	60	-	24.03	25.03
원주시	공동주택	브릿지론	연대보증	보경종합건설(주)	48	45	24.05	24.08
용인시	공동주택	브릿지론	연대보증	디에스디삼호(주)	48	-	24.03	26.03
용인시	공동주택	브릿지론	연대보증	디에스디삼호(주)	45	45	24.03	25.04
서울시	공동주택	브릿지론	연대보증	디에스디삼호(주)	31	31	23.09	24.09
광양시	공동주택	브릿지론	연대보증	(주)호영	28	28	24.05	25.05
대구시	공동주택	본PF	연대보증	(주)경주건설	-	35	23.09	24.02
이천시	공동주택	브릿지론	연대보증	(주)엘엔에스파트너스	-	52	23.12	24.03
대전시	공동주택	브릿지론	연대보증	(주)석정도시개발	-	131	23.04	24.04
화성시	공동주택	본PF	연대보증	(주)에스알에이엠아이	-	20	23.02	24.04
순천시	공동주택	브릿지론	연대보증	(주)삼덕건설	-	23	24.01	24.07
대구시	공동주택	본PF	연대보증	(주)경주건설	-	109	23.03	25.03
합계					1,760	1,922		

자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 2024년 2분기 기준, 대우건설 PF대출잔액 현황 (십억원)

지역	사업장구분	PF종류	신용보강	채무자	대출잔액		대출기간 [YY.MM]	
					2Q24	4Q23	시작일	종료일
서울시	공동주택	본PF	채무인수	(주)서해종합건설	425	22	24.01 24.02	28.06 25.01
서울시	공동주택	브릿지	채무인수	(주)로쿠스	295	275	24.06	25.06
부산시	공동주택	브릿지	연대보증	큐브광안피에프비이(주)	204	195	22.12	24.12
대구시	공동주택	본PF	이자지급보증	(주)광림인베스트	173	-	24.04	25.02
인천시	오피스	본PF	채무인수	송도아이비에스(유)	160	160	20.08	24.08
서울시	공동주택	브릿지	채무인수	(주)자양파이브피에프비이	106	71	24.06	25.06
서울시	데이터센터	본PF	연대보증	가야피에프비이(주)	70	39	23.04	26.04
양주시	도시개발	본PF	채무인수	양주역세권개발사업 피에프비이(주)	61	61	23.09	24.09
대전시	오피스텔	본PF	채무인수	르피에드둔산피에프비이(주)	60	60	22.11	28.08
원주시	공동주택	브릿지	연대보증	(주)이노시티	37	29	24.02	25.02
대구시	공동주택	본PF	자금보충	대구동구복합개발1호(주)	30	30	22.06	26.06
당진시	산업단지	본PF	채무인수	송산산업단지개발(주)	18	18	24.03	25.03
서울시	공동주택	브릿지	연대보증	(주)테라원에이엠씨	7	12	24.04	24.10
김포시	주상복합등	본PF	이자지급	(주)한강시네폴리스개발	-	50	22.10	24.04
용인시	공동주택	본PF	채무인수	(주)남동타운피에프비이	-	50	23.09	27.09
인천시	공동주택	브릿지론	채무인수	(주)디씨알이	-	40	22.09	24.03
울산시	산업단지	본PF	채무인수	지더블유아이시(주)	-	22	23.02	24.02
합계					1,646	1,133		

자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 2024년 2분기 기준, DL이앤씨 PF대출잔액 현황 (십억원)

지역	사업장구분	PF종류	신용보강	채무자	대출잔액		대출기간 [YY.MM]	
					2Q24	4Q23	시작일	종료일
특별시	오피스	본PF	자금보충	시행자	290	-	24.06	28.02
광역시	공동주택	브릿지론	자금보충	시행자	95	95	24.05	24.11
시	공동주택	브릿지론	자금보충	시행자	78	-	24.04	25.04
시	공동주택	본PF	자금보충	시행자	68	64	22.10	24.09
광역시	공동주택	브릿지론	자금보충	시행자	50	50	23.11	24.11
시	공동주택	브릿지론	자금보충	시행자	35	35	23.08	24.10
광역시	일반건축	본PF	자금보충	시행자	30	30	23.04	25.03
시	공동주택	브릿지론	자금보충	시행자	30	30	23.04	24.10
시	공동주택	본PF	자금보충	조합	30	30	23.12	24.09
광역시	공동주택	브릿지론	자금보충	시행자	-	21	23.11	24.11
광역시	물류센터	본PF	연대보증	시행자	-	122	23.10	24.10
특별시	오피스	브릿지론	자금보충	시행자	-	115	23.06	24.06
합계					706	592		

자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 2024년 2분기 기준, HDC현대산업개발 PF대출잔액 현황

(십억원)

지역	사업장구분	PF종류	신용보강	채무자	대출잔액		만기일
					2Q24	4Q23	
서울특별시	공동주택	본PF	자금보충	서울숲벨라듀지역주택조합	250	187	2025-05-20
서울특별시	업무시설	본PF	자금보충	제이케이미래 강동PFV(주)	149	153	2025-04-13
서울특별시	공동주택	본PF	자금보충	서울숲벨라듀2지역주택조합	143	-	2026-03-28
서울특별시	업무시설	본PF	자금보충	리버퍼스트제일차(주)	141	83	2024-07-26
서울특별시	업무시설	본PF	자금보충	제이케이미래 강동PFV(주)	140	140	2025-02-28
천안시	공동주택	브릿지론	자금보충	(주)씨더블유제이	105	-	2025-04-29
천안시	공동주택	브릿지론	자금보충	(주)제이에스도시개발	75	75	2024-07-28
서울특별시	지식산업센터	본PF	자금보충	지엠지개발(주)	66	-	2024-09-12
천안시	공동주택	브릿지론	자금보충	(주)제이에스도시개발	63	-	2024-07-30
평택시	업무시설	본PF	자금보충	주식회사베스트프리미엄	60	-	2025-04-24
의왕시	지식산업센터	본PF	자금보충	(주)의왕스마트시티	50	50	2024-07-11
군산시	공동주택	본PF	자금보충	(주)은성종합개발	50	50	2026-06-02
익산시	공동주택	본PF	자금보충	(주)성원건설	49	-	2024-09-26
천안시	공동주택	브릿지론	자금보충	김오개발(주)	46	-	2024-08-28
음성군	공동주택	본PF	자금보충	(주)도시피앤디	41	41	2026-01-05
평택시	업무시설	본PF	자금보충	주식회사베스트프리미엄	40	-	2025-04-24
인천광역시	공동주택	본PF	자금보충	(주)홈에이스개발	34	39	2025-10-05
천안시	공동주택	브릿지론	자금보충	(주)씨더블유제이	32	32	2024-12-23
포항시	공동주택	본PF	연대보증	미르도시개발(주)	17	22	2024-10-10
천안시	공동주택	브릿지론	자금보충	(주)씨더블유제이	15	15	2024-12-23
경산시	공동주택	본PF	자금보충	(주)JP인터내셔널D&C	14	14	2024-07-16
천안시	공동주택	브릿지론	연대보증	김오개발(주)	14	14	2024-08-30
서울특별시	업무시설	본PF	자금보충	리버퍼스트제일차(주)	13	15	2024-07-26
논산시	공동주택	본PF	연대보증	고산공영(주)	12	14	2025-05-30
서울특별시	공동주택	본PF	자금보충	서울숲벨라듀2지역주택조합	-	127	2025-10-31
천안시	공동주택	브릿지론	자금보충	(주)씨더블유제이	-	105	2024-04-29
천안시	공동주택	브릿지론	자금보충	(주)제이에스도시개발	-	63	2024-04-29
춘천시	공동주택	본PF	자금보충	아이디앤코스(주)	-	57	2024-02-23
강릉시	공동주택	본PF	자금보충	도시디자인개발(주)	-	54	2024-06-07
익산시	공동주택	본PF	자금보충	(주)성원건설	-	48	2024-01-25
천안시	공동주택	브릿지론	자금보충	김오개발(주)	-	45	2024-05-28
서울특별시	업무시설	본PF	자금보충	리버퍼스트제일차(주)	-	33	2024-01-30
경산시	공동주택	본PF	자금보충	(주)JP인터내셔널D&C	-	30	2024-07-16
군산시	공동주택	본PF	자금보충	(주)은성종합개발	-	28	2024-03-17
서울특별시	업무시설	본PF	자금보충	리버퍼스트제일차(주)	-	25	2024-01-30
서울특별시	업무시설	본PF	자금보충	리버퍼스트제일차(주)	-	11	2024-01-30
합계					1,619	1,568	

자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

8.8, 주택 공급 확대 방안 발표

8월 8일, 정부는 '주택 공급 확대 방안'을 발표하며 향후 6년간 수도권에 42.7만호의 우량 주택 공급 목표를 제시했다. ① 선호도 높은 입지에 양질의 우량주택 21만호 ② 기 추진 사업의 조기 공급을 통한 21.7만호의 계획이 포함되었다. 서울과 인근 지역 그린벨트를 활용한 신규택지 발굴 및 공급 계획은 기존 총 8만호('24년 5만호, '25년 3만호)로 증가했다.

정부는 재건축·재개발 촉진법을 제정하고 ① 절차 간소화(사업시행, 관리처분인가 동시 수립 등) ② 최대 용적을 추가 허용(3종 일반 주거: 300% → 330%) 등을 통해 정비사업 기간 단축과 규제 완화 기조를 이어갈 전망이다. 상대적으로 소외되었던 비아파트 시장에 대해서는 공공 신축매입 공급 확대(11만호+@, ~25년)를 비롯해 세제 지원 등의 방안을 마련했다.

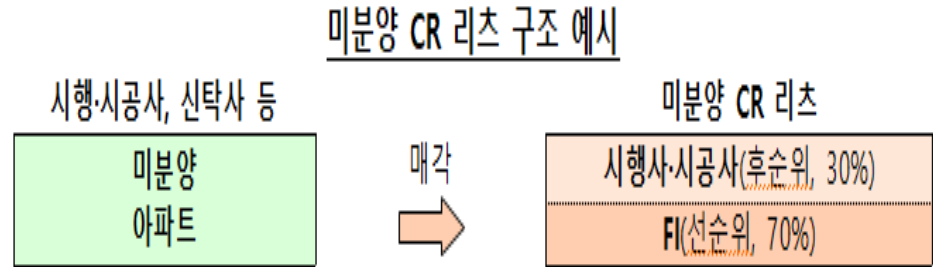
8.8 부동산 대책은 단기적 공급 효과에 대한 실효성, 공급 활성화를 위한 적정 사업성 확보 여부, 법 개정사항에 대한 여/야 합의 등이 한계점으로 지적되고 있다. 그럼에도 주요 건설사에게는 긍정적인 이벤트로 판단한다. CR리츠를 활용한 지방 미분양 주택 리스크 분산, 재건축·재개발 촉진법을 통한 사업기간 단축, 한시적 용적률 상향(+30%p)을 통한 사업성 개선 가능성은 분양 급감과 실적 훼손 우려 완화를 기대할 수 있는 요인이다.

표 7. 8.8, 국민 주거안정을 위한 주택공급 확대방안

추진방향	세부과제	주요 세부내용
1. 도심 내 아파트 공급 획기적 확대	1) 정비사업 속도 제고 및 부담 경감 - 특례법 제정으로 사업기간 단축 - 공공지원을 통한 불확실성 해소 - 용적률·세제·금융·보증 지원으로 사업 중단 최소화 - 재건축 부담금 폐지 추진	- 순차적 수립 단계별 계획을 통합 처리(사업시행인가+관리처분인가 동시 수립 등) - 사업 지연 방지를 위한 지자체 중심 관례체계 구축 등 - 정비사업 대출보증 규모 확대 (10~15→20조원/연, 추가 보증 실시) - 정비사업 최대 용적률 추가 허용 [일반 정비사업(3종 주거지역): 300% → 330%]
	2) 노후계획도시 정비 본격 추진	1기 신도시별 기본계획 공개(24.08월~), 1기 신도시별 정비 선도지구 선정(24.11월)
2. 빌라 등 비아파트 시장 정상화	1) 공공 신축매입 2년간 11만호+@ (서울 무제한 매입)	25년까지 11만호+@ 공공 신축매입, 서울은 비아파트 공급 정상화까지 무제한 매입
	2) 5만호 분양전환형 신축매입 공급	6+2~4년 거주 이후 임차인에게 우선 매각, 무주택 중산층 실수요자 대상 공급
	3) 사업자, 임대인, 실수요자, 임차인 맞춤형 세제·청약 등 지원	소규모 건설사업자 취득세 중과 완화[12% → 일반세율(1~3%) 적용]
	4) 뉴·빌리지 선도사업 선정	노후 저층 주거지역에 기반시설 또는 편의시설 설치 등 지원
	5) 기축 공공임대주택 1.6만호 추가 공급	HUG 든든전세주택 확대 공급, 비아파트 전세임대 확대 공급
3. 수도권 공공택지 신속 공급 확산 부여	1) 22조원 미분양 매입확약 제공 (3.6만호)	LH가 조성한 수도권 공공택지에 민간에서 25년까지 실 착공하여 준공 후 미분양이 발생한 경우 LH가 매입
	2) 후보양 조건부 공공택지 선분양 허용	24.7월 본청장 실시 전인 0.45만호에 적용 추진(최대 1.5년 분양 시기 조기화)
	3) 수도권 공공택지 지구지정 조기화	22년 이후 발표한 수도권 공공택지 후보지 → 25년 상반기까지 지구지정 완료 추진
4. 서울·수도권 신규택지 발표 등	1) 서울 포함 수도권 신규택지 후보지 8만호 발표 (그린벨트 등 활용)	25년까지 당초 계획 대비 4배인 8만호 발표 추진(24년 5만호, 25년 3만호)
	2) 공공택지 이용 효율화로 2만호 이상 추가 공급	3기 신도시, 수도권 택지 등에서 토지이용 효율성 제고로 2만호 이상 추가 확보
5. 주택공급 여건 개선	1) PF 보증 확대 등 유동성 지원	PF대출 보증 공급 규모 5조원 추가 확대 [30조원 → 35조원]
	2) 인허가 관리 등 장애요인 해소	PF조정위원회의 조정 대상사업을 필요시 민간 개발사업까지 확대
	3) CR리츠 활성화 등 지방 미분양 해소	시행/시공사, FI가 투자한 CR리츠(24.09월 출시)가 지방 미분양 주택을 매입·운영, 미분양 리스크 해소
6. 건전한 부동산 시장 조성	1) 수도권 주택거래 합동 현장점검, 기획조사 실시	24.08월~12월, 서울·수도권 지역에 대해 24년 불법행위 의심 거래건 전체 대상

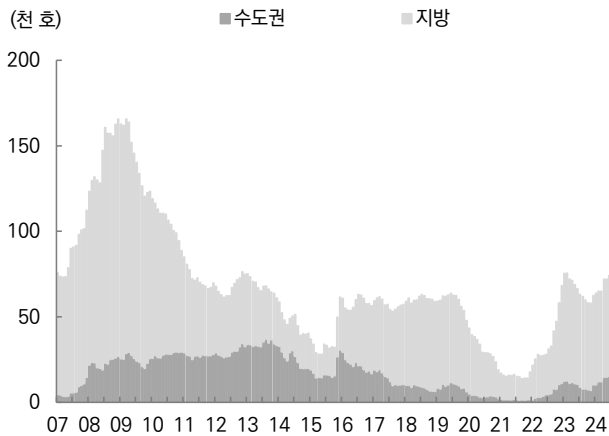
자료: 국토교통부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 지방 미분양 CR리츠 본격 도입 [2024년 9월 중 출시 계획]



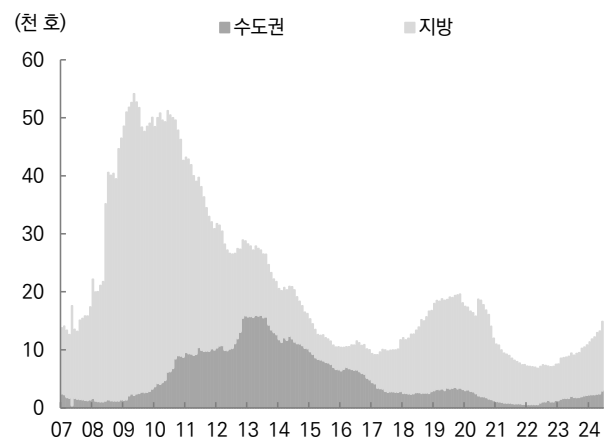
자료: 국토교통부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 월별 미분양 주택 추이



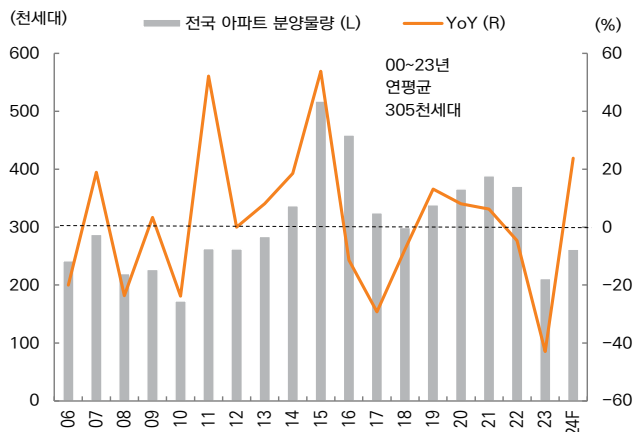
자료: 국토교통부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 월별 준공 후 미분양 주택 추이



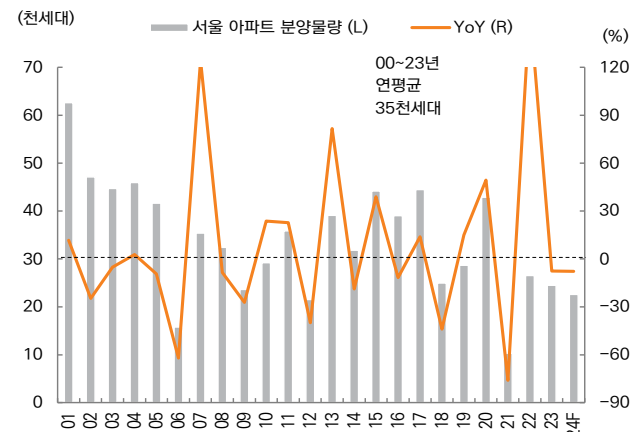
자료: 국토교통부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 전국 아파트 분양물량, YoY 증감률 추이



자료: REPS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 서울 아파트 분양물량, YoY 증감률 추이



자료: REPS, 미래에셋증권 리서치센터

2단계 스트레스 DSR 시행 우려, 섹터 할인요인 축소 방향성은 유효

주택 공급 확대와 더불어 정부의 가계부채 관리를 목적으로 한 대출 규제 강화는 보다 본격화될 전망이다. 금융당국은 2024년 9월부터 2단계 스트레스 DSR 시행으로 대출한도 축소를 유도할 계획이다. 최근, 상승세를 보였던 주택담보대출의 증가율은 둔화될 전망이다.

금융당국의 부채 관리 기조로 건설주의 상승 요인 중 하나였던 주택 가격 둔화 우려가 상존하고 있다. 다만, 건설업종의 멀티플 반등 포인트는 유효하다고 판단한다. 서울 지역의 공급 부족과 고가 지역/단지를 중심으로 한 가격 차별화가 이어지는만큼 급격한 가격 반락 가능성은 제한적일 것으로 전망한다. 부동산 PF 우려에 대한 점진적 축소와 주택 원가율 회복 등 주택 시장 내 개선 방향성은 유효할 것으로 예상한다.

표 8. 2단계 스트레스 DSR(총부채원리금상환비율) 시행 개요

개념		변동금리 대출 등을 이용하는 차주가 대출 이용기간 중, 금리 상승으로 인해 원리금 상환부담이 증가할 가능성을 감안해 DSR 산정 시 일정수준의 가산금리(스트레스 금리)를 부과해 대출한도를 산출하는 제도		
금리		0.75%		
시행시기		1단계 (기준) '24.02월~'24.06월 (변경) '24.02월~'24.08월	2단계 (기준) '24.07월 (변경) '24.09월	3단계 (기준) '25년 초 (변경) '25.07월
적용대상	은행권	주택담보대출	주담대+신용대출	주담대+신용대출+기타대출
	2금융권	-	주택담보대출	주담대+신용대출+기타대출
스트레스 금리		기본 스트레스 금리의 25% 적용	기본 스트레스 금리의 50% 적용	기본 스트레스 금리의 100% 적용
기대효과		장기대출 이용에 따른 금리변동 위험을 명확히 인식하게 하는 등 가계부채의 질적개선에 기여 금리하락에 따른 대출한도 확대효과를 제어할 수 있는 자동 제어장치로서의 역할 기대		

자료: 금융위원회, 미래에셋증권 리서치센터

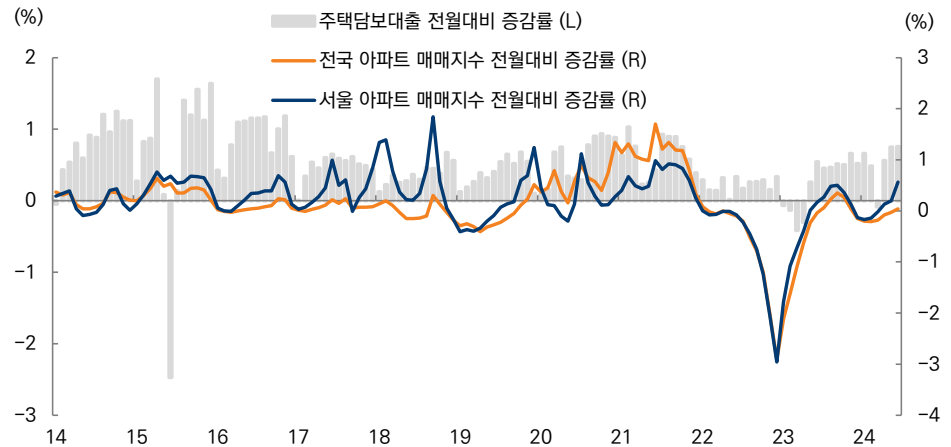
표 2. 2단계 스트레스 DSR(총부채원리금상환비율) 도입 시 대출 한도

*연봉 5,000만원(DSR 40%), 40년 만기(원리금 균등 상환) 주택담보대출 받을 경우, 다른 대출은 없다고 가정

	1단계		2단계		3단계
변동형 (코픽스 기준 6개월 변동금리)	은행 금리 4.0% 스트레스 가산금리 0.38%p 3억7,700만원	→	+0.75%p 3억5,700만원	→	+1.5%p 3억2,300만원
혼합형 (5년 고정 이후 변동)	+0.23%p 3억8,500만원	→	+0.45%p 3억7,300만원	→	+0.90%p 3억5,000만원
주기형 (5년 주기 고정)	+0.11%p 3억9,200만원	→	+0.23%p 3억8,500만원	→	+0.45%p 3억7,300만원

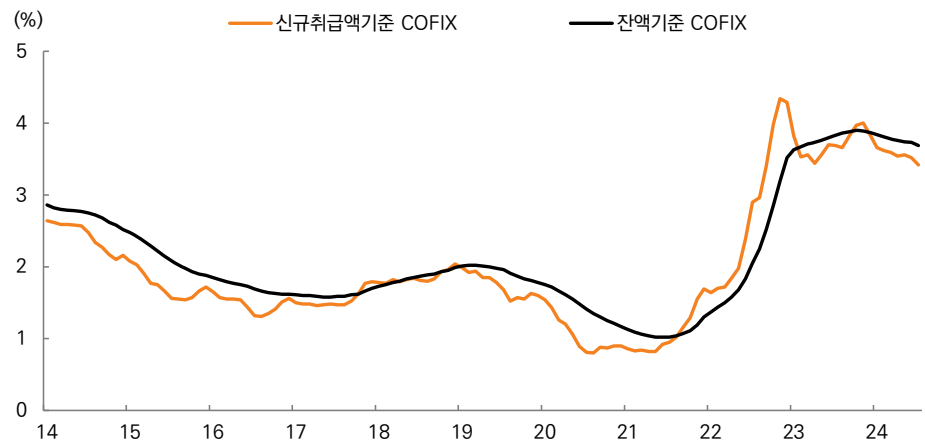
자료: 금융위원회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 주택담보대출, 전국/서울 아파트 매매지수 전월대비 변동률 추이



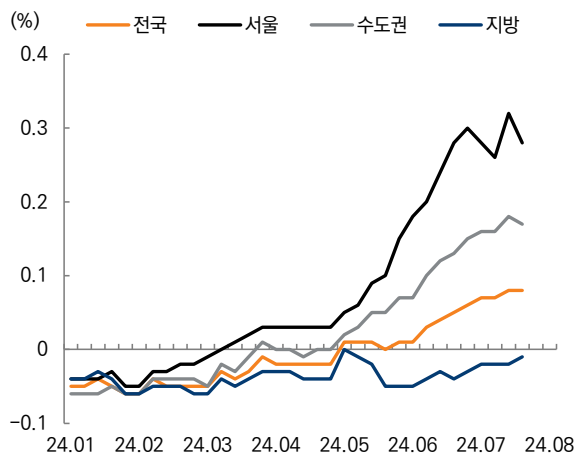
자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 월별 COFIX 추이



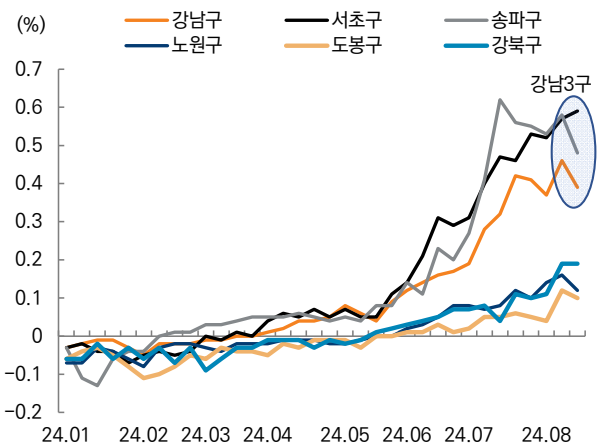
자료: 은행연합회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 주간 지역별 아파트 매매거래 변동률 추이



자료: 한국부동산원, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 서울 자치구별 주간 아파트 매매거래 변동률 추이



자료: 한국부동산원, 미래에셋증권 리서치센터

2Q24 건설 Review: 주택 원가율 개선 지연

2024년 2분기, 커버리지 건설 5개사 합산 실적은 매출액 19.5조원(+4.3%, YoY), 영업이익 6,410억원(+44.4%, YoY)을 기록했다. 2023년 2분기, 인천 검단 사고 관련 총당금 5,526억원을 반영한 GS건설을 제외한 4개사 기준 영업이익은 전년동기 대비 36% 감소한 5,472억원을 기록했다.

삼성E&A는 화공 부문의 (일회성) 정산이익 반영으로 시장 예상치를 30% 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록했다. GS건설은 주택/건축 원가율 개선(89%, 가이던스 93~94%)으로 시장 예상치를 17% 상회했다. 반면, 그 외 종목은 전반적으로 90%를 상회하는 높은 주택/건축 원가율 레벨이 이어지며 컨센서스를 하회했다.

2024년 하반기 이후, 각 건설사의 주택/건축 부문 원가율은 점진적인 개선 흐름을 보일 것으로 전망한다. ① 원가 상승 요인이 반영된 주택 현장의 실적 기여 확대 ② 원가율 악화 현장의 점진적 종료에 따른 Mix 개선 효과를 예상한다. 2025년, 전반적인 커버리지 건설사 영업이익은 기저 효과 및 주택 원가율 회복 등으로 전년 대비 개선될 것으로 예상한다.

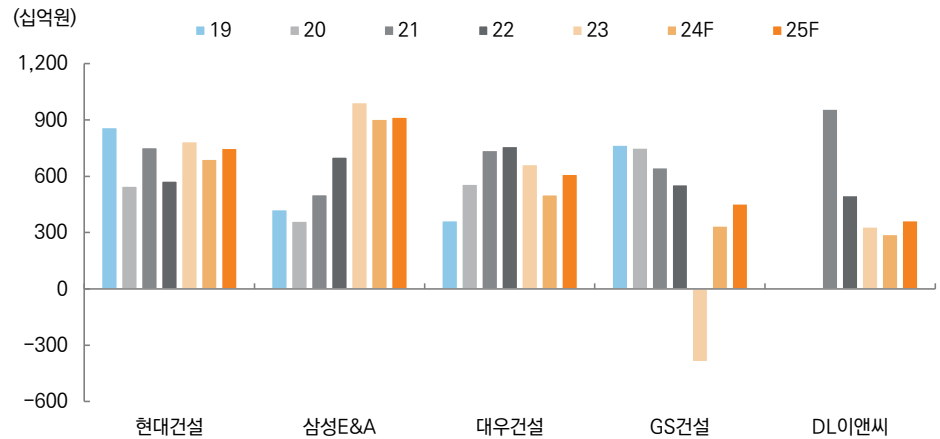
표 9. 2024년 2분기, 주요 건설업체 실적 Review

(십억원)

회사	항목	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
삼성E&A	매출액	2,786	2,478	2,827	2,385	2,686	-3.6%	12.6%	2,553	5.2%
	영업이익	344	153	270	209	263	-23.8%	25.4%	202	30.1%
	세전이익	322	217	171	219	293	-9.0%	33.5%	211	39.1%
	지배주주순이익	310	150	116	162	315	1.7%	94.7%	157	100.7%
GS건설	매출액	3,495	3,108	3,321	3,071	3,297	-5.7%	7.4%	3,238	1.8%
	영업이익	-414	60	-193	71	94	흑전	32.9%	80	17.0%
	세전이익	-418	39	-348	179	57	흑전	-68.2%	82	-30.5%
	지배주주순이익	-299	0	-321	135	27	흑전	-79.9%	56	-51.5%
대우건설	매출액	3,271	2,990	2,778	2,487	2,822	-13.8%	13.4%	2,676	5.4%
	영업이익	218	190	78	115	105	-51.9%	-8.7%	124	-15.3%
	세전이익	310	145	159	136	135	-56.4%	-0.8%	124	8.8%
	지배주주순이익	199	109	107	88	95	-52.5%	7.1%	84	13.1%
DL이앤씨	매출액	1,971	1,837	2,333	1,891	2,070	5.1%	9.5%	2,037	1.6%
	영업이익	72	80	88	61	33	-54.7%	-46.5%	74	-56.0%
	세전이익	63	80	10	44	56	-11.4%	26.8%	87	-35.7%
	지배주주순이익	30	64	4	26	41	35.8%	56.4%	59	-31.5%
현대건설	매출액	7,163	7,859	8,598	8,545	8,621	20.4%	0.9%	8,501	1.4%
	영업이익	224	244	144	251	147	-34.1%	-41.3%	175	-15.7%
	세전이익	240	277	196	303	248	3.2%	-18.2%	207	19.7%
	지배주주순이익	165	165	75	155	150	-8.8%	-3.2%	114	31.5%
5개사 합산	매출액	18,686	18,272	19,858	18,379	19,496	4.3%	6.1%	19,004	2.6%
	영업이익	444	728	387	706	641	44.4%	-9.3%	655	-2.1%
	세전이익	517	758	189	882	789	52.5%	-10.5%	711	11.0%
	지배주주순이익	406	489	-20	567	628	54.9%	10.9%	471	33.5%
4개사 합산 [GS건설 제외]	매출액	15,191	15,164	16,537	15,308	16,199	6.6%	5.8%	15,767	2.7%
	영업이익	858	668	580	636	547	-36.2%	-13.9%	574	-4.7%
	세전이익	935	719	537	703	732	-21.7%	4.2%	629	16.4%
	지배주주순이익	704	489	301	432	601	-14.6%	39.2%	415	45.0%

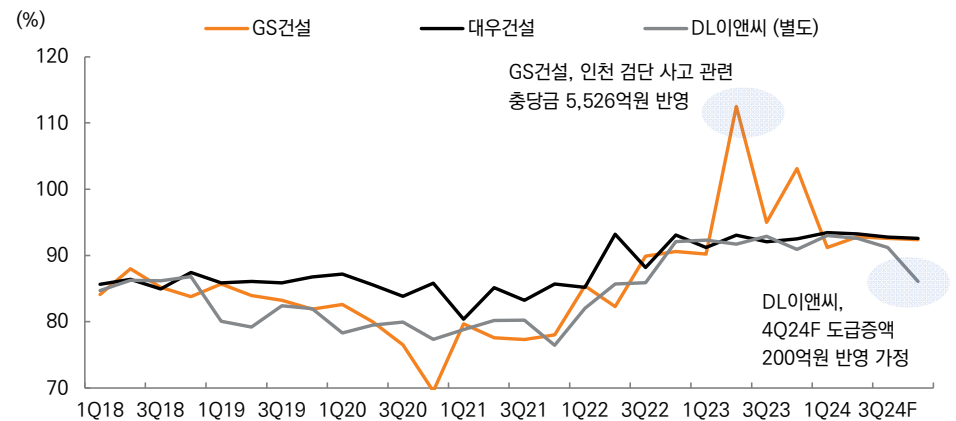
자료: Dart, Fnguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 커버리지 건설사 연간 영업이익 추이 및 전망



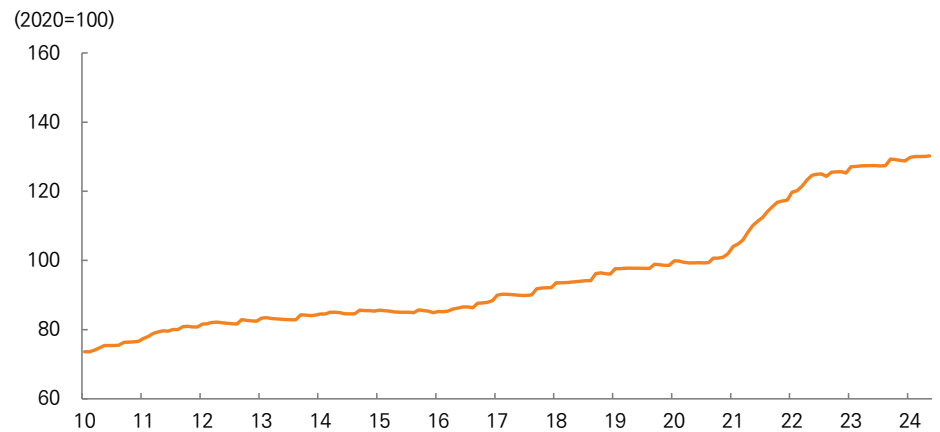
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 18. 주요 건설사 주택/건축 부문 원가율 추이 및 전망



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 19. 건설공사비지수 추이



자료: 한국건설기술연구원, 미래에셋증권 리서치센터

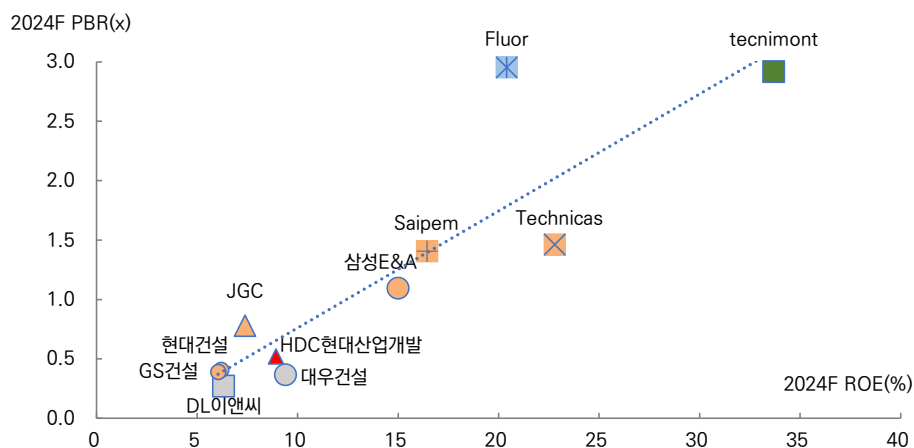
건설 Valuation

표 10. 건설 Peer Valuation Table

		현대건설	대우건설	DL이앤씨	GS건설	HDC현산	삼성E&A	JGC	Saipem	Fluor	TR	tecnimont
주가수익률	1M	-0.2	0.2	-3.9	12.2	23.4	-5.2	3.8	-7.0	2.2	-11.0	-7.1
	3M	-5.5	13.9	-4.6	42.1	50.5	8.8	-18.3	-13.0	17.3	-15.9	-11.1
	6M	-2.7	7.5	-13.0	40.7	38.3	10.4	-25.6	38.8	36.3	34.3	40.3
P/E(배)	2021	12.3	4.9	4.4	8.2	8.5	12.1	66.6	-	891.0	-	16.4
	2022	9.6	3.4	3.3	5.3	13.1	6.6	-	-	120.1	-	11.3
	2023	7.3	3.3	7.7	-	5.5	7.5	13.4	15.9	62.4	11.0	12.9
	2024F	7.0	4.8	6.2	7.8	8.6	7.4	20.5	13.9	17.1	7.8	11.5
	2025F	7.0	4.1	4.2	6.5	6.0	7.8	10.7	9.0	15.1	6.4	9.6
P/B(배)	2021	0.7	0.7	0.6	0.7	0.5	2.2	0.8	5.6	2.5	4.1	2.8
	2022	0.5	0.5	0.3	0.4	0.2	1.6	1.0	1.1	2.8	7.2	2.1
	2023	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	1.6	1.0	1.2	3.4	2.1	3.1
	2024F	0.4	0.4	0.3	0.4	0.6	1.2	0.8	1.6	3.5	1.8	3.5
	2025F	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5	1.1	0.8	1.4	3.0	1.4	2.9
ROE(%)	2021	5.8	16.5	-	9.3	6.3	20.7	1.3	-151.9	-38.3	-103.6	18.4
	2022	5.4	14.6	9.2	7.2	1.7	28.3	-8.8	-17.5	6.7	-44.8	18.3
	2023	6.7	13.2	3.9	-10.5	5.9	24.4	7.8	8.0	4.5	31.7	24.6
	2024F	6.4	8.6	4.4	5.4	6.4	18.2	3.6	11.9	21.0	24.0	33.8
	2025F	6.2	9.4	6.3	6.1	8.9	15.0	7.1	16.4	20.4	22.8	33.7
EV/EBITDA(배)	2021	4.5	2.4	1.5	5.3	4.8	5.8	4.9	-	7.3	-	8.9
	2022	4.2	2.3	1.0	5.8	15.8	3.3	5.6	4.8	14.1	11.4	5.7
	2023	4.1	3.5	0.8	-	9.4	4.0	2.3	3.8	18.6	3.0	5.7
	2024F	3.6	4.3	0.7	10.1	10.1	3.6	2.6	3.4	10.4	2.1	5.6
	2025F	3.1	3.4	0.2	7.7	6.6	3.2	1.4	2.7	8.5	1.7	4.8

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 건설 Peer ROE-PBR Chart



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

건설/건자재 주요 뉴스

영끌족 설득한 국토장관 "추격 매수 신중, 내집마련 기회 많다"

박상우 국토교통부 장관이 무주택 실수요자들에게 이른바 '영끌' 을 통한 서울 아파트 추격 매수에 신중을 기해야 한다고 조언. 8·8 부동산 대책 등으로 향후 서울 등 수도권 주요 핵심 입지에 대규모 '분양 물량'이 공급될 거란 이유

박상우 장관은 "8·8 부동산 대책은 서울 좋은 지역에 질 좋은 주택이 지속적으로 공급될 것이라는 믿음을 드리게 하기 위해 발표한 것"이라며 "'(무주택 실수요자들의) 초조함을 풀어 드리게 하기 위한 공급대책"이라고 강조

그러면서 "판단은 개인의 몫이지만 앞으로 새집을 분양받을 수 있는 기회가 너무 많기 때문에 성급하게 추격 매수에 가담하지 않으시는 게 좋을 것"이라고 말해

[08/26 뉴스1, <https://lrl.kr/Kwvs>]

금리 올려도 주담대 급증...은행권, 결국 대출 만기·한도 줄인다

주택 관련 대출 급증세를 진정시키기 위해 은행권에서 본격적으로 주택담보·신용대출 만기와 한도 제한 조치가 시작. 금융권에 따르면 KB국민은행은 내부 회의를 거쳐 29일부터 다양한 방식으로 주택담보대출 취급을 제한하기로 해

우선 현재 최장 50년(만 34세 이하)인 주택담보대출 대출 기간이 수도권 소재 주택에 대해서는 30년으로 일괄 축소. 주택을 담보로 빌리는 생활안정자금 대출의 한도도 물건별 1억원으로 제한

신규 주택담보대출의 모기지보험(MCI, MCG) 적용도 막혀. MCI·MCG 가입이 제한되면 현재 지역별로 ▲ 서울 5천500만원 ▲ 경기도 4천800만원 ▲ 나머지 광역시 2천800만원 ▲ 기타 지역 2천500만원씩 대출 한도가 줄어든다는 게 은행권의 설명

[08/26 연합뉴스, <https://lrl.kr/g8lf>]

서초·용산 아파트, 최고가 평균 99%까지 찍었다...도봉은 79%

26일 부동산R114가 올해 7~8월(8월19일 계약일 기준·이하 3분기) 계약된 서울 아파트의 실거래가를 분석한 결과, 2021년 이후 동일 단지/주택형의 직전 최고가와 비교해 평균 90%까지 매매가격이 회복

서초구와 용산구는 3분기 매매가격이 직전 최고가의 평균 99%까지 올라섰고 강남구 매매가격은 97%를 회복. 반면, 중랑구(85%), 금천구(83%), 강북구(83%), 노원구(80%) 등 중저가 아파트가 많은 곳은 회복률이 상대적으로 더더

금융당국은 다음 달부터 주택담보대출금리를 높이고, 대출 한도를 축소할 방침. 이에 서울 아파트값은 한동안 관망세를 보이며 한풀 꺾일 수 있다는 전망이 늘어

[08/26 중앙일보, <https://lrl.kr/g8mm>]

“경·공매 내놔도 원금 회수 못해”...대형 대부업체 주담대 연체율 급등

올해 상반기 상위 대부업체 30곳의 주택담보대출(주담대) 연체율이 급등한 것으로 나타나. 부동산 경기침체로 주담대 연체가 늘어나고 있지만, 대부업체들이 주담대 채권을 대체로 상·매각하지 않아 주담대 연체율이 상승

26일 국회 기획재정위원회 소속 오기형 의원(더불어민주당)이 한국대부금융협회에서 제출 받은 자료에 따르면 올해 6월 말 기준 개인대출 상위 대부업체 30개사의 주담대 연체율은 20.2%로 상승

이들 업체의 주담대 연체율은 지난해 6월 15.5%, 9월 19.0%, 12월 18.4%, 올해 3월 20.2% 등. 대부업 대출은 LTV나 DSR 규제 없이 후순위로 이뤄져 연체가 발생해 경·공매로 넘어간다고 해도 원금 회수가 어렵기 때문으로 풀이

[08/26 매일경제, <https://lrl.kr/g8t7>]

강변북로·올림픽대로 '상부공원화' 시작하나...서울시, 용역 착수

서울시가 강변북로와 올림픽대로의 재구조화를 시작. 지하화를 통해 도로로 단절된 한강공원의 연결성을 높이겠다는 구상으로 지하화한 도로 상부는 공원화하는 방안이 거론

서울시는 다음달부터 '한강변 간선도로 재구조화 기본계획 수립용역'에 착수한다고 26일 밝혔다. 현재 사업수행자 선정 입찰이 진행 중으로 2026년 하반기까지 기본계획 수립을 완료할 계획

용역은 강변북로(가양대교~천호대교 26.7km)와 올림픽대로(행주대교~구리암사대교 36km) 전 구간을 대상으로 추진. 서울시는 “이번 용역을 시작으로 한강변 간선도로 공간재편의 기틀을 마련하고, 이를 통해 확보한 공간을 한강과 일체화된 공원 등으로 조성할 것”이라고 언급

[08/26 한국경제, <https://lrl.kr/GjIY>]

SH공사 “주택품질 향상 위해 후분양제 의무화 필요”

서울주택도시공사(SH공사), 안철수 국회의원실, 경제정의실천시민연합 등이 26일 개최한 ‘주택품질 제고를 위한 정책토론회’에서 각계 전문가들은 주택품질 향상을 위해서는 주택사업자의 후분양제 의무화가 필요하다는, 관련 제도 개선을 촉구

SH공사는 2021년 오세훈 서울시장의 ‘후분양제 강화’를 발표한 이후 서울시민의 주거 선택권을 보장하기 위해 건축공정률 90% 시점에 입주자를 모집하는 후분양제를 시행

SH도시연구원 수석연구원은 “후분양은 주택 건설 과정에서 준공 지연 등 돌발 상황에서 주택 소비자를 보호할 수 있다”며 “선분양에 비해 상대적으로 안전 및 품질 제고를 유도할 수 있어, 주택 사업자의 후분양을 의무화해야 한다”고 말했다

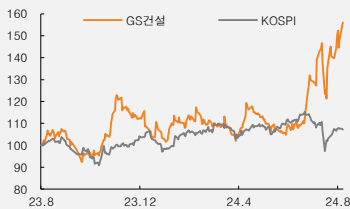
[08/26 조선비즈, <https://lrl.kr/OHEe>]

Global Company Analysis

투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 28,000원
현재주가(24/8/27)	21,550원
상승여력	29.9%

영업이익(24F,십억원)	389
Consensus 영업이익(24F,십억원)	359
EPS 성장률(24F,%)	-
MKT EPS 성장률(24F,%)	88.0
P/E(24F,x)	7.8
MKT P/E(24F,x)	10.3
KOSPI	2,689.25
시가총액(십억원)	1,844
발행주식수(백만주)	86
유동주식비율(%)	74.9
외국인 보유비중(%)	21.6
베타(12M) 일간수익률	0.32
52주 최저가(원)	12,750
52주 최고가(원)	21,550

(%)	1M	6M	12M
절대주가	12.2	40.7	53.9
상대주가	14.0	37.3	44.2



[건설/건자재]

김기룡

kiryong.kim@miraeasset.com

GS건설

턴어라운드를 보여주는 한 해

2024년 실적 턱어라운드: 보수적 원가율 반영에 따른 개선 효과

2023년 동사의 주택/건축 원가율은 인천 검단 주차장 붕괴 사고 관련 비용과 보수적 원가율 기조를 반영하며 100.3%를 기록했다. 반면, 2024년 상반기 주택/건축 원가율은 1분기 91.2%, 2분기 89.0%로 사측 가이드라인인 93~94% 수준과 Peer 대비 양호한 흐름을 보였다. 2024년 하반기 역시 가이드라인 대비 개선된 원가율을 기록할 것으로 전망한다.

2024년 연결 실적은 매출액 13.0조원(-3.5%, YoY), 영업이익 3,888억원(흑전, YoY)을 기록하며 실적 턱어라운드를 기록할 것으로 추정한다. 2023년, 영업손실 3,879억원은 지난 2분기에 반영한 인천 검단 재시공 관련 및 총당금 및 비용 5,526억원에 기인한다.

GS이니마 수주 확대, 매각 기대감

2024년 2분기, 자회사 GS이니마 수주잔고는 오만 구부라3(1.8조원), 브라질 CESAN 하수처리(0.9조원) 성과로 전년 말 대비 3.7조원 증가한 15.2조원을 기록했다. 3분기, 브라질 OURINHOS(0.9조원) 하수처리 수주 실적 역시 반영될 예정이다. GS이니마는 기존 Concession 분야 중심에서 EPC를 추가한 비즈니스 모델을 바탕으로 중동 지역에서의 수주 확대를 목표하고 있다.

동사는 현재 자회사 매각 등을 통한 재무구조 개선을 추진하고 있다. 이 중 글로벌 수처리 업체인 GS이니마 지분 유동화 현실화 과정은 ① 2024년 수주 성과를 바탕으로 한 지분가치 상향 ② 현금 유입을 통한 유동성 개선 측면에서 긍정적 요인이 될 것으로 전망한다. GS이니마의 기업가치는 1조원 중반 수준으로 거론되고 있다. 2023년 GS이니마는 매출액 4,930억원, 당기순이익 522억원의 실적을 기록했다.

투자의견 매수, 업종 최선호주 의견 제시. 목표주가는 28,000원으로 상향

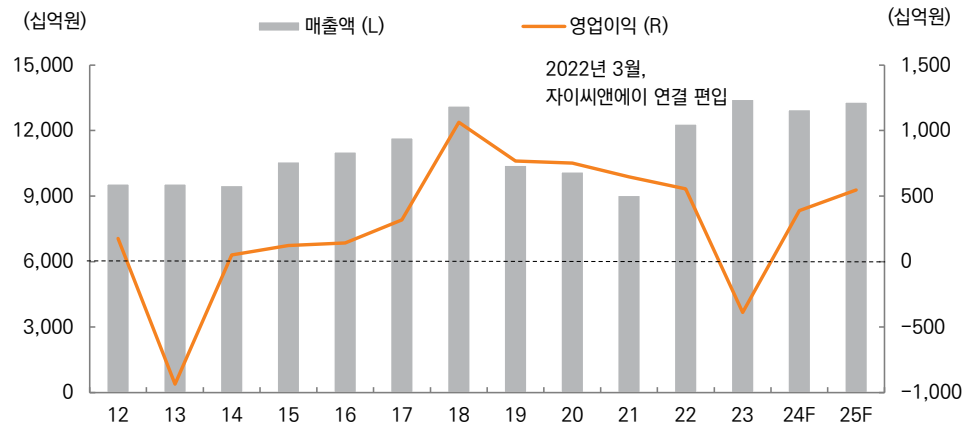
GS건설에 대한 투자의견 매수 의견을 유지하며 목표주가는 기존 24,000원에서 28,000원으로 17% 상향 제시한다. 인천 검단 사고 이후 업황 및 원가율 개선 등을 고려한 Target PBR(0.46x→ 0.55x, PBR Band 하단 평균 10% 할증) 상향에 기인한다. 섹터 투자심리 회복에 따른 주택주 반등과 더불어 실적 턱어라운드, 자회사 매각을 통한 재무구조 개선 기대감의 투자포인트는 유효할 것으로 전망한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	12,299	13,437	12,967	13,316	13,711
영업이익 (십억원)	555	-388	389	548	592
영업이익률 (%)	4.5	-2.9	3.0	4.1	4.3
순이익 (십억원)	339	-482	237	289	336
EPS (원)	3,964	-5,631	2,768	3,379	3,929
ROE (%)	7.2	-10.5	5.5	6.4	7.1
P/E (배)	5.3	-	7.8	6.4	5.5
P/B (배)	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
배당수익률 (%)	6.1	0.0	2.3	2.8	4.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

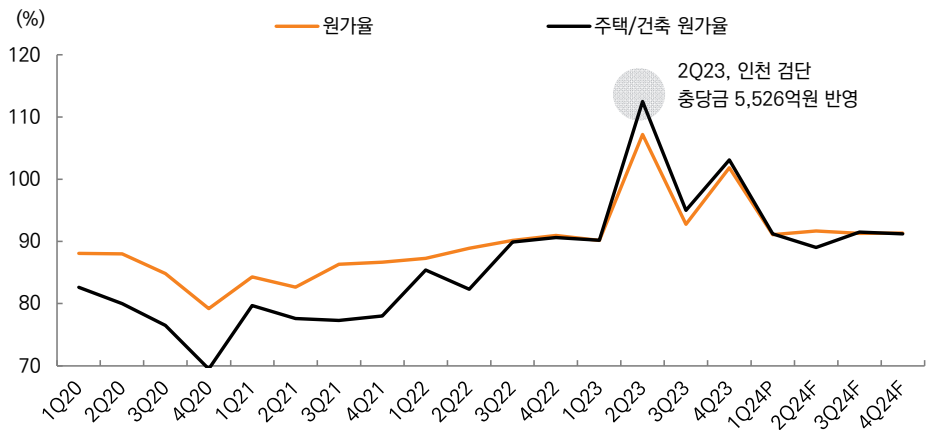
자료: GS건설, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 연간 GS건설 매출액, 영업이익 추이 및 전망



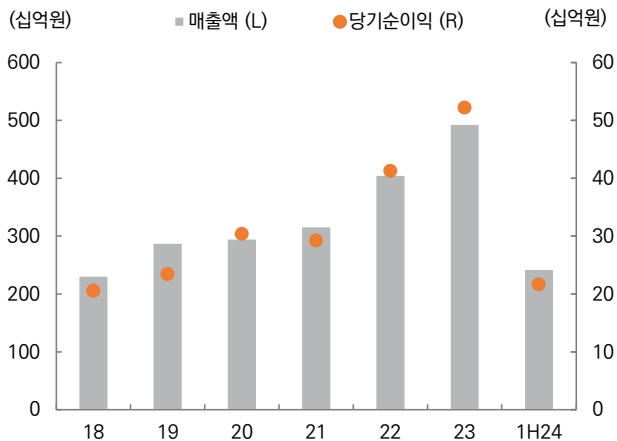
자료: GS건설, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 22. 분기별 원가율 추이 및 전망



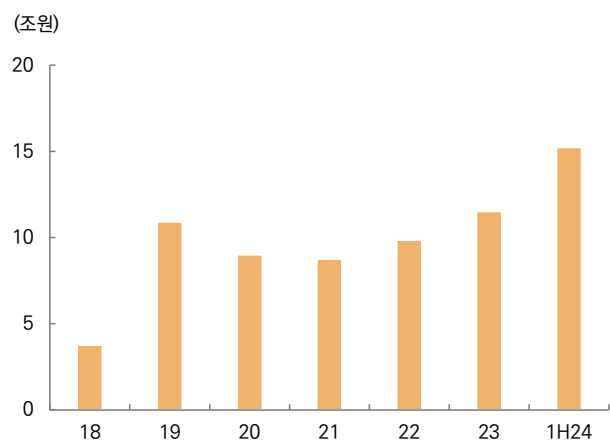
자료: GS건설, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 23. GS이니마 매출액, 당기순이익 추이



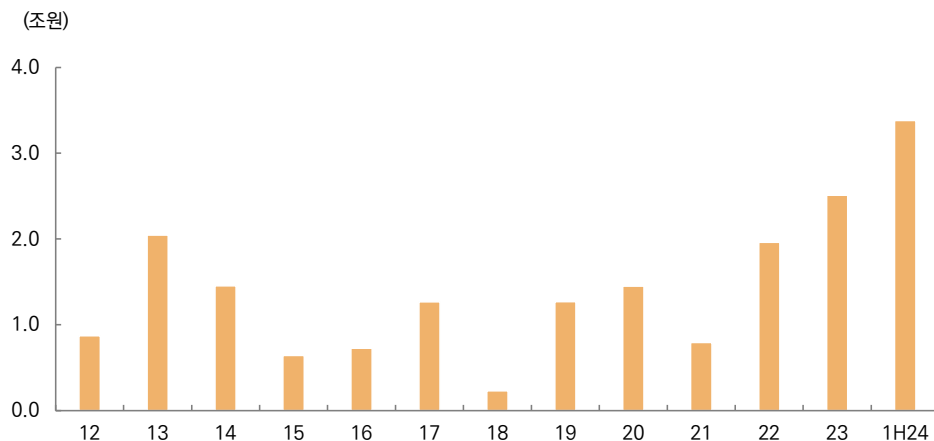
자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. GS이니마 수주잔고 추이



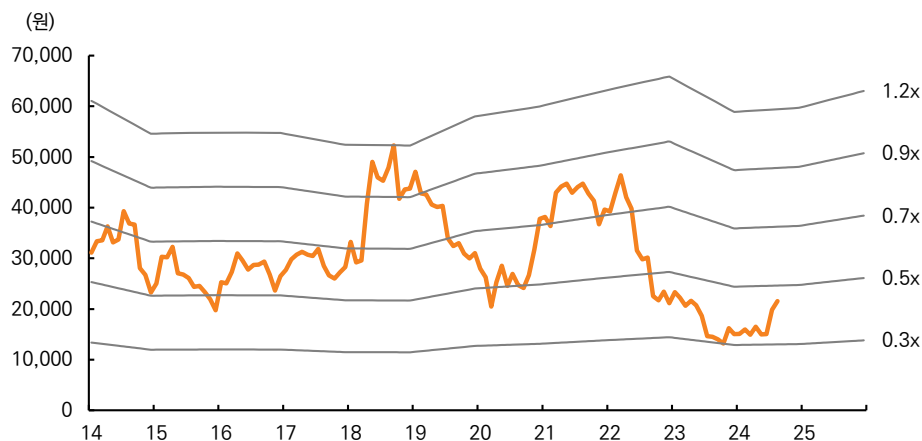
자료: Dart, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. GS건설 순차입금 추이



자료: GS건설, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. GS건설 PBR Chart



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 11. GS건설 목표주가 산정

(원, %)

항목	금액	비고
BPS	51,533	2024년 추정치 기준
Target PBR	0.55	PBR Band 하단 평균 10% 할증
목표주가	28,000	반올림 적용
현재주가	21,550	8월 27일 종가 기준
% 상승여력	30%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

GS건설 (006360)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	13,437	12,967	13,316	13,711
매출원가	13,174	11,844	12,068	12,398
매출총이익	263	1,123	1,248	1,313
판매비와관리비	650	734	700	721
조정영업이익	-388	389	548	592
영업이익	-388	389	548	592
비영업손익	-129	-44	-111	-84
금융손익	-108	-135	-95	-85
관계기업등 투자손익	40	31	14	21
세전계속사업손익	-517	345	437	508
계속사업법인세비용	-98	91	122	142
계속사업이익	-420	254	314	366
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-420	254	314	366
지배주주	-482	237	289	336
비지배주주	62	18	25	29
총포괄이익	-336	179	314	366
지배주주	-406	112	113	131
비지배주주	70	67	202	235
EBITDA	-195	586	747	793
FCF	-6	-20	294	293
EBITDA 마진율 (%)	-1.5	4.5	5.6	5.8
영업이익률 (%)	-2.9	3.0	4.1	4.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-3.6	1.8	2.2	2.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,482	9,390	9,547	9,731
현금 및 현금성자산	2,245	2,147	2,286	2,412
매출채권 및 기타채권	2,979	2,988	3,002	3,035
재고자산	1,339	1,345	1,356	1,374
기타유동자산	2,919	2,910	2,903	2,910
비유동자산	8,225	8,497	8,528	8,568
관계기업투자등	215	221	223	226
유형자산	2,256	2,464	2,493	2,535
무형자산	961	998	1,011	1,012
자산총계	17,707	17,887	18,075	18,300
유동부채	8,796	8,691	8,631	8,626
매입채무 및 기타채무	1,811	1,833	1,849	1,875
단기금융부채	2,449	2,534	2,483	2,493
기타유동부채	4,536	4,324	4,299	4,258
비유동부채	4,026	4,119	4,095	4,011
장기금융부채	3,328	3,420	3,390	3,299
기타비유동부채	698	699	705	712
부채총계	12,822	12,810	12,726	12,637
지배주주지분	4,314	4,374	4,621	4,906
자본금	428	428	428	428
자본잉여금	942	905	905	905
이익잉여금	3,046	3,283	3,530	3,815
비지배주주지분	571	703	728	757
자본총계	4,885	5,077	5,349	5,663

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	470	265	495	509
당기순이익	-420	254	314	366
비현금수익비용가감	1,103	310	398	409
유형자산감가상각비	167	171	172	174
무형자산상각비	26	27	27	27
기타	910	112	199	208
영업활동으로 인한 자산및부채의변동	27	-29	-5	-44
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-288	479	-3	-3
재고자산 감소(증가)	314	73	-11	-18
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-96	-49	13	22
법인세납부	-159	-65	-122	-142
투자활동으로 인한 현금흐름	-763	-409	-248	-264
유형자산처분(취득)	-475	-282	-201	-216
무형자산감소(증가)	-28	-50	-40	-28
장단기금융자산의 감소(증가)	-387	13	-12	-24
기타투자활동	127	-90	5	4
재무활동으로 인한 현금흐름	496	-3	-122	-133
장단기금융부채의 증가(감소)	819	177	-80	-82
자본의 증가(감소)	-1	-37	0	0
배당금의 지급	-135	-20	-42	-51
기타재무활동	-187	-123	0	0
현금의 증가	221	-97	138	126
기초현금	2,024	2,245	2,147	2,286
기말현금	2,245	2,147	2,286	2,412

자료: GS건설, 미래에셋증권 리서치센터

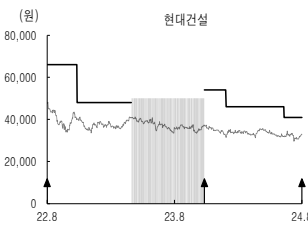
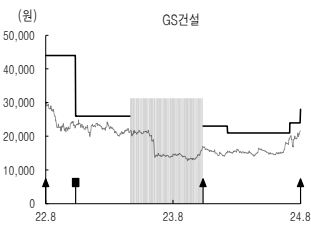
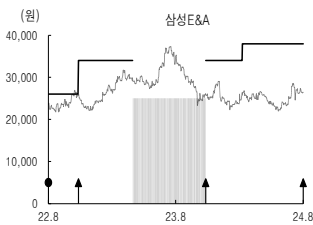
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	7.8	6.4	5.5
P/CF (x)	1.9	3.3	2.6	2.4
P/B (x)	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	-	9.2	6.9	6.2
EPS (원)	-5,631	2,768	3,379	3,929
CFPS (원)	7,983	6,600	8,324	9,050
BPS (원)	50,839	51,533	54,416	57,750
DPS (원)	0	500	600	1,000
배당성향 (%)	0.0	16.7	16.2	23.2
배당수익률 (%)	0.0	2.3	2.8	4.6
매출액증가율 (%)	9.2	-3.5	2.7	3.0
EBITDA증가율 (%)	-	-	27.4	6.2
조정영업이익증가율 (%)	-	-	40.9	8.0
EPS증가율 (%)	-	-	22.1	16.3
매출채권 회전율 (회)	173.3	175.3	175.2	173.5
재고자산 회전율 (회)	9.5	9.7	9.9	10.0
매입채무 회전율 (회)	8.0	7.3	7.4	7.5
ROA (%)	-2.4	1.4	1.7	2.0
ROE (%)	-10.5	5.5	6.4	7.1
ROIC (%)	-7.0	5.6	7.5	8.0
부채비율 (%)	262.5	252.3	237.9	223.1
유동비율 (%)	107.8	108.0	110.6	112.8
순차입금/자기자본 (%)	51.4	55.6	48.3	41.6
조정영업이익/금융비용 (x)	-1.3	1.3	1.8	2.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성E&A (028050)					2023.04.28	분석 대상 제외		-	-
2024.03.07	매수	38,000	-	-	2022.11.23	Trading Buy	26,000	-14.43	-4.23
2023.11.23	매수	34,000	-26.54	-14.71	2022.07.11	매수	44,000	-39.45	-24.55
2023.04.28	분석 대상 제외		-	-	현대건설 (000720)				
2022.11.23	매수	34,000	-22.09	-6.76	2024.07.08	매수	41,000	-	-
2022.03.21	중립	26,000	-	-	2024.01.24	매수	46,000	-27.05	-22.39
GS건설 (006360)					2023.11.23	매수	54,000	-35.36	-30.93
2024.08.28	매수	28,000	-	-	2023.04.28	분석 대상 제외		-	-
2024.07.29	매수	24,000	-18.55	-10.21	2022.11.23	매수	48,000	-21.91	-14.38
2024.02.01	매수	21,000	-26.56	-8.52	2022.09.16	1년 경과 이후	66,000	-41.28	-32.80
2023.11.23	매수	23,000	-33.63	-26.91	2021.09.16	매수	66,000	-31.69	-14.85

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 현대건설, GS건설, 삼성E&A 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.