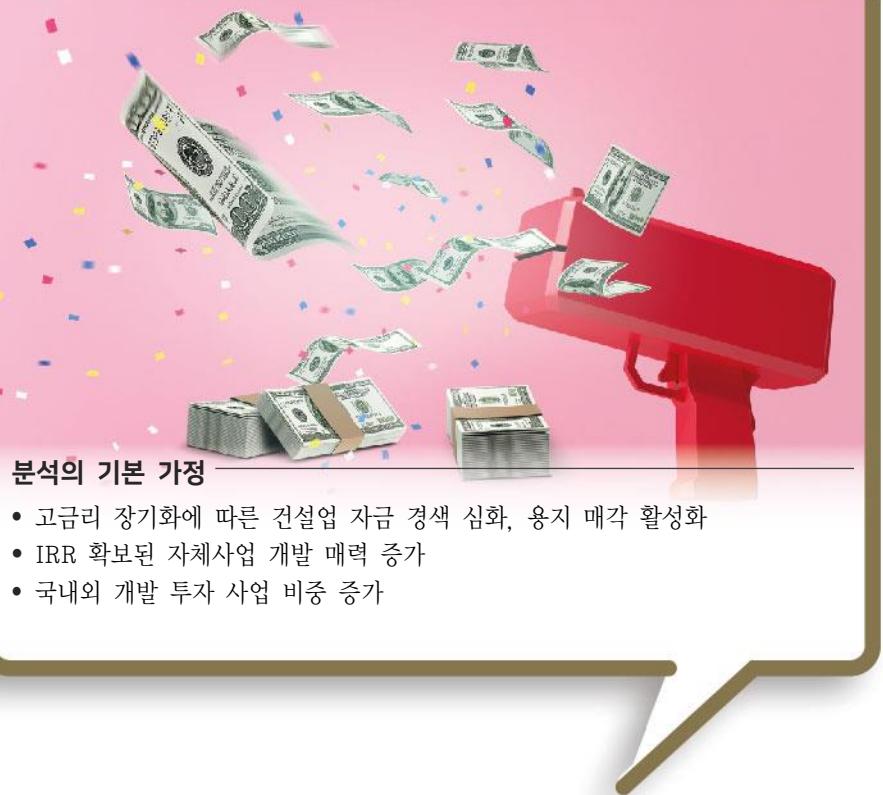


# 건설업

중립  
(유지)

Top pick

✓ 현대건설



## 땅.땅?땅!

건설/건자재/리츠 담당 박세라

T.02)2004-9507

park.se-ra@shinyoung.com

레고랜드 사태(2022년 9월 28일)로부터 1년이 지난 지금, 부동산 경기 침체가 완연해지면서 지연되었던 리스크의 점진적인 현실화 가능성 다시 대두되고 있음. 국내 건설사들은 수주보다는 안전, 리스크 관리에 전력을 쏟고 있음. 자본시장 경색에 대비해 수중에 들고 있는 자산이 보다 중요해진 시기임. 이런 와중에 위기를 기회로 적극적으로 자산을 늘려가고 있는 기업들에게 주목. 어려울 때 오히려 빛을 보는 자체사업의 가치에 주목해야 함. 공공택지 중심의 소극적 개발에서 최근 민간 사업장으로 확장하고 있는 현대건설과, 4.5조원 규모의 광운대 역세권 사업 착공을 앞두고 있는 HDC현대산업개발에 대한 투자 매력이 증가하는 시기임



## Content

---

I. 다시, 자산이 중요해졌다.....	3
고금리 여파 1년.....	3
변수는 우발채무.....	5
II. 누군가의 위기는 곧 기회.....	8
이 와중에 땅이 늘어난 기업에 주목.....	8
자체사업 성공 공식.....	10
III. 기업분석 .....	21
현대건설(000720.KS/매수/50,000원) .....	22
HDC현대산업개발(294870.KS/매수(재개)/18,000원) .....	25
아이에스동서(010780.KS/중립(하향)/31,000원) .....	32

## 다시, 자산이 중요해졌다

### 고금리 여파 1년, 내 손에 든 자산이 중요해졌다

고금리 장기화로  
지연되었던 부도 리스크  
점진적 현실화

레고랜드 사태(2022년 9월 28일)로부터 1년이 지났다. 신용경색으로 인해 급격히 위축된 단기금융시장은 이후 정부의 적극적인 긴급 유동성 지원과, 부동산 규제 완화(1.3대책)에 힘입어 연쇄 부도 및 시스템 리스크는 일단락되었다. 그러나 여전히 높은 금리가 유지되고 있고, 부동산 경기 침체도 완연해지면서 지연되었던 리스크의 점진적인 현실화 가능성再一次 대두되고 있다.

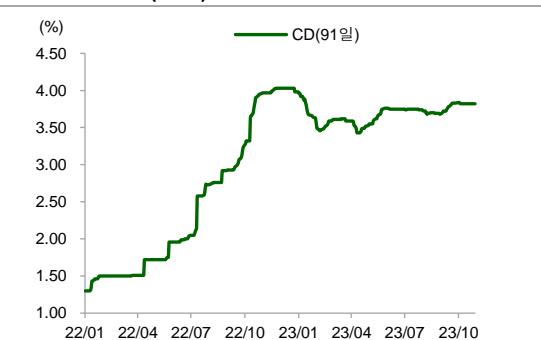
도표 1. 부동산 PF대출 관련 현황

(단위: 조원, %, %p)

구 분		'20 말	'21 말	'22 말	'23.6말(B)	증감 (B-A)
은행	대출잔액	25.8	32.2	39.0	43.1	+4.1
	연체율	0.29	0.03	0.01	0.23	+0.22
증권	대출잔액	5.2	4.6	4.5	5.5	1.0
	연체율	3.37	3.71	10.38	17.28	+6.90
보험	대출잔액	36.4	42.0	44.3	43.7	△0.6
	연체율	0.11	0.07	0.60	0.73	+0.13
저축은행	대출잔액	6.9	9.5	10.5	10.0	△0.5
	연체율	2.43	1.22	2.05	4.61	+2.56
여신전문	대출잔액	13.8	19.5	26.8	26.0	△0.8
	연체율	0.28	0.47	2.20	3.89	+1.69
상호금융	대출잔액	4.1	4.9	4.8	4.8	-
	연체율	0.30	0.09	0.09	1.12	+0.03
계	대출잔액	92.2	112.6	129.9	133.1	+3.2
	연체율	0.56	0.37	1.19	2.17	+0.98

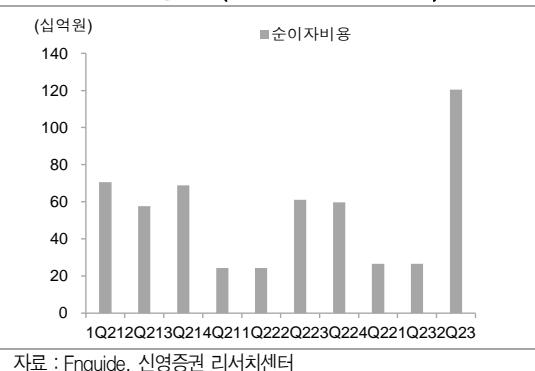
자료 : 금융위원회, 신영증권 리서치센터

도표 2. CD금리(91일) 추이



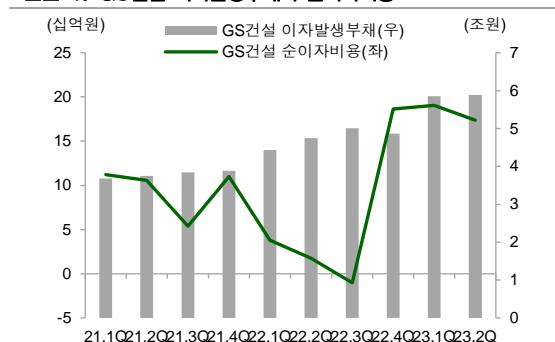
자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

도표 3. 순이자비용 추이(KRX 건설 index 기준)



자료 : Fnguide, 신영증권 리서치센터

도표 4. GS건설 이자발생부채와 순이자비용

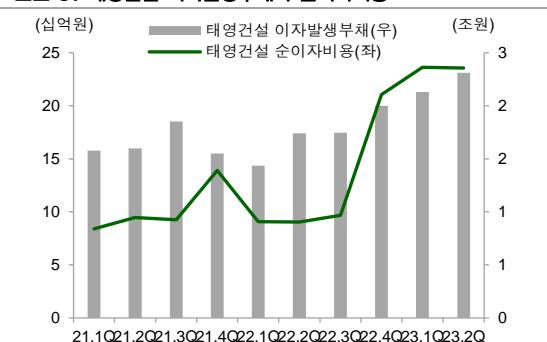


자료 : FnGuide, 신영증권 리서치센터

2023년은 변수의 한 해  
수주 확장보다는  
진행 사업장  
리스크 관리에 집중

이에 적극적으로 주택을 공급했던 기업들을 중심으로 경고등이 켜지기 시작했다. 지방, 비주택(오피스텔, 생활형숙박시설, 레지던스 등) 비중이 많은 기업들 중심으로 유동성 차환이 이뤄지지 않으면서 조달금리 급격히 상승하였고, 우발채무의 현실화와 이자비용 증가가 동시에 이뤄지면서 신용등급이 하향되는 경우도 발생하였다. 2023년 건설기업은 확장이 아닌 생존에 집중했으며, 신규 사업 수주보다는 진행 사업장 리스크 관리에 총력을 쏟았다.

도표 5. 태영건설 이자발생부채와 순이자비용



자료 : FnGuide, 신영증권 리서치센터

도표 6. 주요 건설사 신용등급 변화

신용평가기관	한국기업평가				한국신용평가			
	2022년 상반기	2022년 하반기	2023년 상반기	현재	2022년 상반기	2022년 하반기	2023년 상반기	현재
현대건설	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-
GS건설	A+	A+	A+	A+	A+	A+	A+	A+
대우건설	A	A	A	A	A	A	A	A
DL이앤씨	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-
롯데건설	A+	A+	A+	A+	A+	A+	A+	A+
태영건설	A	A	A-	A-	A	A	A-	A-
아이에스동서	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
한신공영	BBB+	BBB+	BBB+	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB-
금호건설	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
HDC현대산업개발	A+	A	A	A	A+	A	A	A
SK에코플랜트	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-
신세계건설	A	A	A	A	A	A	A	A

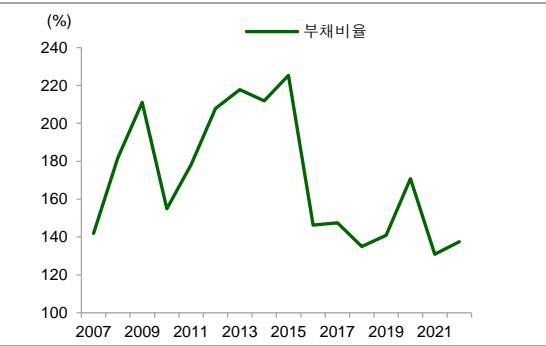
자료 : 각 사 취합, 신영증권 리서치센터

## 변수는 오직 우발채무

생각보다 괜찮은  
재무상태표,  
드러나지 않은 우발재무가  
가장 큰 변수

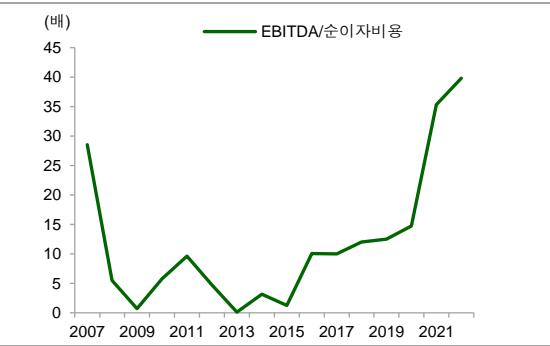
이미 2008년의 부동산PF 사태를 겪으면서 건설사들은 분명 과거와 달리 무리하지 않는 선에서 부채비율을 안정적으로 관리해왔다. [도표 9, 10]과 같이 2023년 상반기 기준 이자지급부채와 현금화 가능 자산을 비교해 보았을 때, 최악의 위기가 오더라도 충분히 위기를 이겨낼 수 있는 건설사들이 대부분인 것을 확인할 수 있다. 하지만 그럼에도 불구하고 건설업종에 대한 불안의 시선을 거두지 못하는 것은, 재무상태표에 나타나지 않은 우발채무 때문이며, 해당 우발채무의 현실화 여부에 따라 재무건전성이 크게 바뀔 수 있다. 결국 지급보증한 PF 사업장의 부실화가 관건이다.

도표 7. 건설업 부채비율(KRX 건설 index)



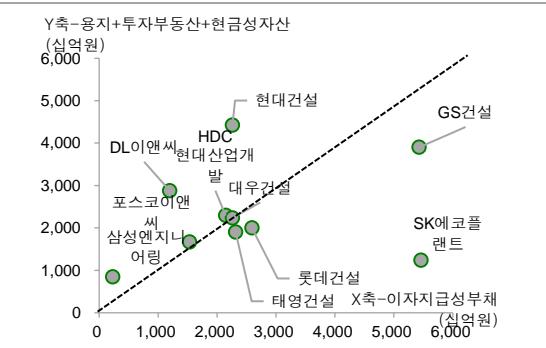
자료: FnGuide, 신영증권 리서치센터

도표 8. 건설업 이자비용 대비 현금창출 능력(KRX 건설 index)



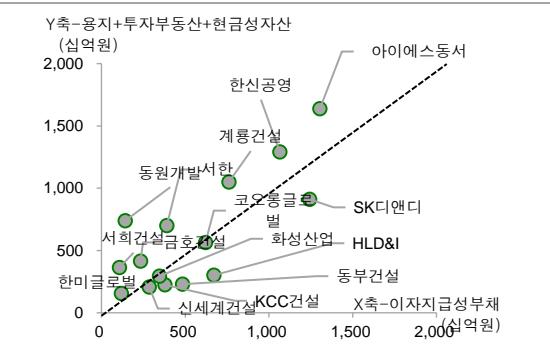
자료: FnGuide, 신영증권 리서치센터

도표 9. 시공능력 상위 건설사 이자지급부채와 현금화자산 1



자료: Fnguide, 신영증권 리서치센터

도표 10. 시공능력 상위 건설사 이자지급부채와 현금화자산 2



자료: FnGuide, 신영증권 리서치센터

## 건설업

우발채무 연쇄 부실화  
가능성은 제한적

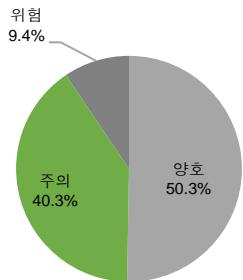
한국신용평가 건설업 PF 위험 평가 기준에 따르면, PF보증 리스크 척도를 아래 [도표 11]과 같이 설정하고 있다. 지금 걱정해야 할 위험 등급의 우발채무는 미착공 현장의, 서울을 제외한 지역에서의 준주거 사업장 또는 착공은 했으나 분양률이 75%에 미달한 현장에 해당된다. 현재 위험 수준의 PF 비중은 9.4%(한국신용평가 등급보유 건설사 기준)에 지나지 않아 우발채무 연쇄 부실화 가능성은 제한적인 상황이다.

도표 11. 위험수준 구분

착공현장	미착공 현장	등급
분양률 75% 이상	아파트(서울, 인천/경기), 기타(서울)	양호
분양률 75% 미만	준주거(인천/경기, 지방), 기타(지방)	위험
분양 기타, 주거 외	아파트(지방), 준주거(서울)	주의

자료: 한국신용평가, 신영증권 리서치센터

도표 12. 위험수준별 PF 보증(한국신용평가 건설 커버리지 기준)



자료: 한국신용평가, 신영증권 리서치센터

PF 지역과 자기자본대비  
비중에 따라 달라지는  
리스크

주요 건설사 도급사업 PF보증 현황을 살펴보면, 다음 [도표 13]과 같다. 현대건설의 경우 미착공 비중이 높지만, 서울이 91%로 대다수를 차지하고 있어 우발채무 부실화 가능성이 제한적이다. 한편 GS건설의 경우 미착공 비중이 91%이면서 지방 비중이 34%에 달해 상대적으로 리스크가 높은 상황으로 볼 수 있다. 태영건설의 경우 미착공 비중은 47%으로 상대적으로 낮지만 자기자본 대비 주의 및 위험 PF 비율이 192%으로 가장 높아 위험에 취약한 상황이다(현대건설 9.5%, GS건설20%, 롯데건설 146%). 단기 유동성 대응 능력은 갖췄으나(3분기말 연결 기준 현금 5천억원 보유) 향후 추이에 대해 지속적으로 모니터링할 필요가 있다.

도표 13. 도급사업 PF보증 구분 현황

구분	현대건설	GS건설	롯데건설	태영건설
착공/분양률 75% 이상	11%	1%	7%	27%
착공/분양률 75% 미만	3%	7%	4%	3%
착공/기타	3%	-	11%	23%
미착공	82%	91%	78%	47%
서울	91%	2%	-	38%
인천경기	7%	36%	-	17%
광역시	2%	28%	-	17%
지방	0%	34%	-	28%

자료 : 한국신용평가, 신영증권 리서치센터

참고 : 2023년 3월말 기준,

도표 14. 현대건설 주요 우발채무 현황

우발채무 형태	(단위: 억원)
PF 연대보증	32,791
PF 자금보증	23,744
재개발/재건축조합 사업추진비 지급보증 등	35,077
SOC 공사 등 관련 자금보증약정	5,048
수분양자 중도금 대출보증	14,152
책임준공 미이행시 조건부 채무인수	219,250
일반운영자금 지급보증	507
합계	330,569

자료: 한국신용평가, 현대건설, 신영증권 리서치센터

참고: 2023년 6월 말 기준

도표 16. 롯데건설 주요 우발채무 현황

우발채무 형태	(단위: 억원)
PF보증(채무인수, 연대보증, 자금보증 등)	53,487
재개발/재건축조합 사업비 대출 지급보증 등	8,935
SOC 관련 자금보증 등	489
수분양자 중도금 대출 지급보증	21,962
책임준공 미이행시 손해배상, 채무인수	59,226
기타	3,719
합계	147,818

자료: 한국신용평가, 롯데건설, 신영증권 리서치센터

참고: 2023년 6월 말 기준

도표 18. HDC현대산업개발 주요 우발채무 현황

우발채무 형태	(단위: 억원)
PF보증	11,591
재개발/재건축 조합 지급보증/자금보증	9,502
재개발/재건축 조합 사업비 대출에 대한 주택도시보증공사 연대보증	1,964
분양자 주택매입자금 관련 지급보증	10,027
책임준공 조건부 채무인수/손해배상	20,455
분양자 주택매입자금 관련 책임준공	17,963
합계	71,529

자료: 한국신용평가, 신영증권 리서치센터

참고: 2023년 3월 말 기준

도표 15. GS건설 주요 우발채무 현황

우발채무 형태	(단위: 억원)
PF 연대보증, 채무인수, 자금보증 등	16,221
SOC 관련 자금보증약정	6,042
책임준공 조건부 채무인수	94,370
재개발/재건축조합 사업비 대출 지급보증	13,403
수분양자 중도금/이주비 대출 지급보증	13,762
합계	143,798

자료: GS건설, 신영증권 리서치센터

참고: 2023년 6월 말 기준

도표 17. 태영건설 주요 우발채무 현황

우발채무 형태	(단위: 억원)
PF 연대보증, 채무인수, 자금보증	23,899
재건축/재개발 조합 사업비대출	393
SOC 시행법인 자금보증약정	6,265
수분양자 중도금 대출 연대보증	23,397
책임준공 조건부 채무인수	28,700
분할채무 연대보증 외	433
합계	83,087

자료: 한국신용평가, 태영건설, 신영증권 리서치센터

참고: 2023년 3월 말 기준

도표 19. SK에코플랜트 주요 우발채무 현황

우발채무 형태	(단위: 억원)
PF 연대보증, 채무인수, 자금보증	2,609
SOC법인 대출금 자금보증의무	7,930
재개발/재건축조합 사업비 대출 지급보증	1,627
책임준공 미이행시 손해배상, 채무인수 등	36,851
수분양자 중도금 대출 지급보증	7,554
상환우선주, 인수금융 등 자금보증 약정	4,268
특수관계자 지급보증 등	1,106
합계	61,905

자료: 한국신용평가, 신영증권 리서치센터

참고: 2023년 6월 말 기준

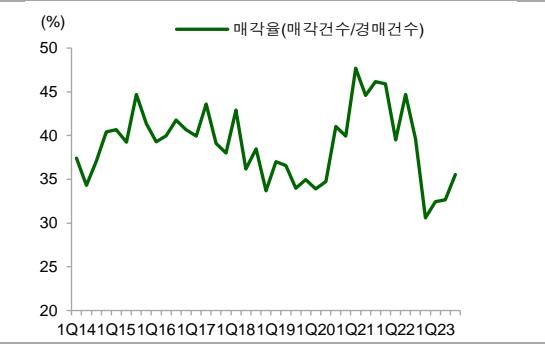
## 누군가의 위기는 곧 기회

### 이 와중에 땅이 늘어난 기업에 주목

용지 그 자체로는  
비수익자산,  
비용과 시간이  
필요하기에 가장 먼저  
포기하게 되는 자산

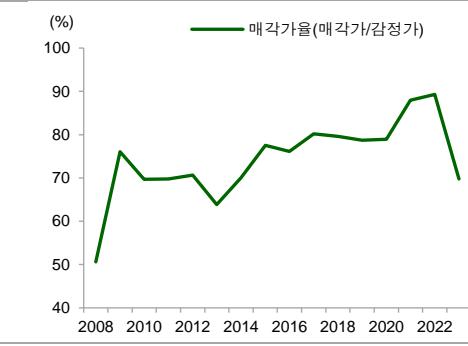
고금리 상황에서 승자는 빛 없이, 자산을 쥐고 있는 자가 될 것이다. 특히 용지자산의 경우, 그 자체로 부가가치를 일으킬 수 없어 수익을 창출하기 까지 시간이 필요하다. 조달비용과 기간이 길어질수록 매몰비용이 증가하기에 자금사정이 어려워질 때 우선적으로 매각 고려대상이 된다. 최근 9.26 부동산대책에서도 건설사 자금난 해소를 위해 공공택지 전매제한 일시 완화를 발표하면서 이러한 용지 거래가 늘어날 것으로 전망된다. 누군가는 비용을 감당하지 못해 매각하고 있는 와중에, 누군가는 이러한 용지 자산을 원가에 매입하여 자산을 늘려 나가고 있어 주목된다.

도표 20. 대지 경매 매각율 추이



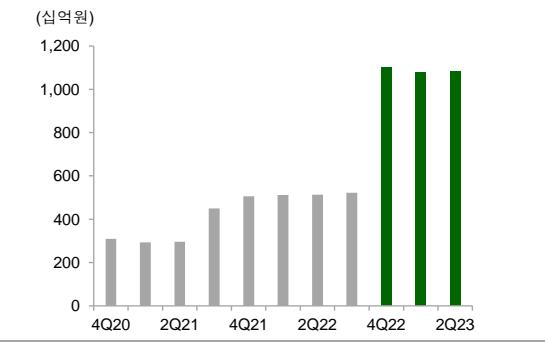
자료: REPS, 신영증권 리서치센터

도표 21. 대지 경매 매각가율 추이



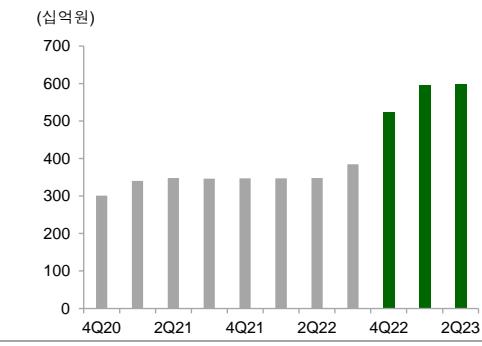
자료: REPS, 신영증권 리서치센터

도표 22. HDC현대산업개발 용지 자산 추이



자료: Fnguide, 신영증권 리서치센터

도표 23. 동원개발 용지 자산 추이



자료: Fnguide, 신영증권 리서치센터

도표 24. 시공능력 상위 건설사들의 자산 및 부채 변화(22.1H vs 23.1H)

(단위: 십억원)

십억원	용지	투자부동산	현금 및 현금성자산	이자지급성	부채	이자지급(CF)
현대건설	22.1H	421	375	3,097	1,868	-23
	23.1H	425	434	3,570	2,261	-23
HDC 현대산업개발	22.1H	514	359	628	2,391	-15
	23.1H	1,085	361	848	2,145	-40
대우건설	22.1H	1,347	277	1,122	1,520	-16
	23.1H	975	315	948	2,259	-34
GS 건설	22.1H	417	988	2,734	4,247	-49
	23.1H	358	815	2,729	5,428	-82
삼성엔지니어링	22.1H	0	181	1,030	129	-3
	23.1H	0	178	668	229	-7
삼성물산	22.1H	62	113	2,087	6,355	-32
	23.1H	224	111	3,337	5,446	-70
DL 이앤씨	22.1H	860	354	1,861	1,025	-8
	23.1H	877	349	1,652	1,198	-12
롯데건설	22.1H	0	144	595	1,551	0
	23.1H	0	116	1,889	2,590	-39
SK 에코플랜트	22.1H	0	23	1,013	4,631	-20
	23.1H	0	59	1,181	5,457	-69
포스코이앤씨	22.1H	0	440	556	832	-4
	23.1H	0	468	1,200	1,535	-18
금호건설	22.1H	186	2	264	208	0
	23.1H	192	2	220	232	0
코오롱글로벌	22.1H	0	305	127	586	-5
	23.1H	33	299	232	621	-11
태영건설	22.1H	546	946	410	1,735	0
	23.1H	358	1,027	522	2,313	0
계룡건설	22.1H	400	82	481	668	0
	23.1H	503	133	413	761	0
서희건설	22.1H	6	193	275	208	-2
	23.1H	6	196	160	107	-1
동부건설	22.1H	95	10	72	383	0
	23.1H	154	10	66	484	0
한신공영	22.1H	439	376	401	1,000	0
	23.1H	553	402	336	1,065	0
KCC 건설	22.1H	0	121	163	184	0
	23.1H	0	114	111	378	0
동원개발	22.1H	348	11	199	2	-1
	23.1H	598	13	128	142	-2
HLD&I	22.1H	155	94	74	703	-5
	23.1H	102	97	102	671	0
신세계건설	22.1H	6	12	64	2	0
	23.1H	5	12	188	286	-3
아이에스동서	22.1H	1,027	175	264	1,245	-16
	23.1H	895	167	575	1,303	-23
화성산업	22.1H	164	3	90	160	0
	23.1H	154	22	118	347	0
서한	22.1H	391	4	22	336	-1
	23.1H	436	55	210	390	-6
SK 디앤디	22.1H	528	99	76	1,295	-13
	23.1H	539	137	235	1,242	-14

자료 : FnGuide, 신영증권 리서치센터

## 자체사업 성공 공식 비싸지 않게 사는 것, 그리고 타이밍

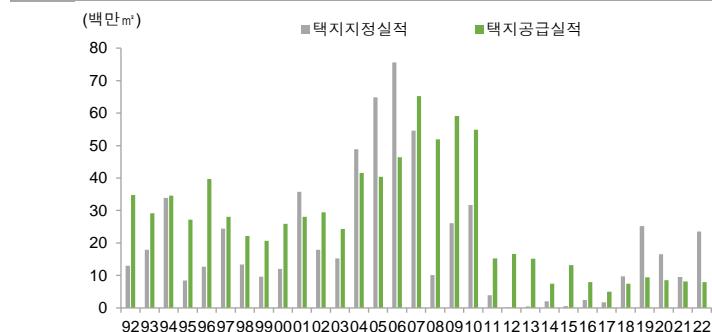
아이리스크, 하이리턴  
적당히 비싸지 않은 가격에  
매입하고, 견디고,  
적당한 시점에 수익 실현

최근 완연한 부동산 경기 침체에도 오히려 용지 자산을 매입하는 기업들은 오랜 업력을 바탕으로 부동산 Cycle을 겪으면서, 자체사업의 성공 공식을 체득한 기업들로 볼 수 있다. 부동산은 레버리지가 극대화된 자산으로, 특히 용지의 경우 사업추진의 리스크까지 감안하면 가장 높은 리스크와 그만큼 높은 기대수익률을 가진 투자자산으로 볼 수 있다. 그렇기 때문에 적당히 비싸지 않은 가격에 매입하고, 따라서 견딜 수 있어야 하며, 적당한 수익이 나는 시점에 수익을 현실화한다.

토지 가격이 언제나  
우상향하는 것은 아님  
타이밍이 중요

용지 가격은 언제나 우상향 할 것이라 생각할 수 있지만, 이 역시 공급과 수요의 시장 논리에 가격이 변동한다. 택지개발촉진법안 폐지가 논의되면서 2011년 신규 택지지정실적이 급감하였으며(10 3200만m<sup>2</sup>, '11 4백만m<sup>2</sup>) 이어 택지공급도 함께 급락한 바 있다('10년 55백만m<sup>2</sup>, '11년 15백만m<sup>2</sup>) 2011년을 기점으로 지가 변동률은 2~5%으로 지속적으로 상승한 바 있다. 이후 2018년 택지개발촉진법이 다시 부활하면서 4.6%까지 상승했던 지가는 다음 해 3.9%대로 상승폭이 둔화되었다. '92년부터 '22년까지 30년 연간 데이터 기준 택지공급실적과 지가변동률은 -0.054의 상관계수를 보였다. 아무리 좋은 땅이라도 타이밍을 잘 맞춰서 사야 한다.

도표 25. 택지지정실적과 공급실적 추이



자료: 통계청, 신영증권 리서치센터

도표 26. 공급 실적에 영향을 받는 지가

택지공급실적과 지가변동률  
상관계수 -0.05

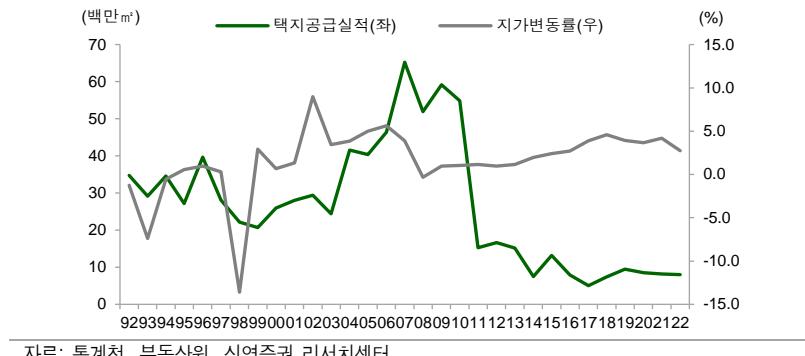
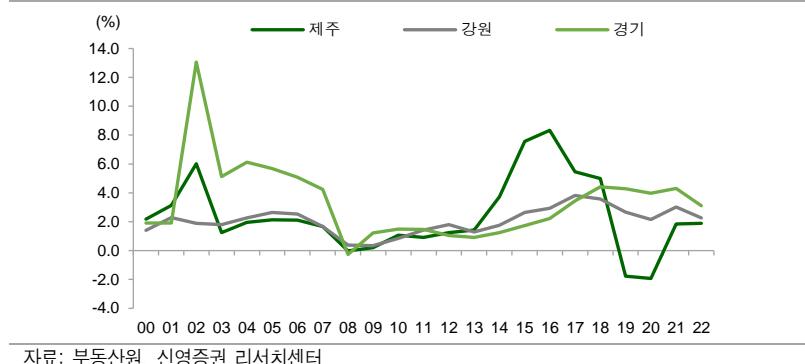


도표 27. 지역별 지가변동률 추이



### 현대건설 – 지금까지 연습, 이제 실전

소극적인 시작이었으나  
이제는 성공공식을  
체득

현대건설의 자체사업은 공공택지 입찰을 통한 민관합작사업의 형식이 주를 이루었다. 2014년 김해 율하지구를 시작으로 2015년 개포8단지, 일산 원시티, 2016년 하남감일지구, 2018년 송도랜드마크시티 등 대형 프로젝트를 성공적으로 분양하면서 자체사업 역량을 키워왔다.

도표 28. 현대건설 용지 및 현금성자산 추이

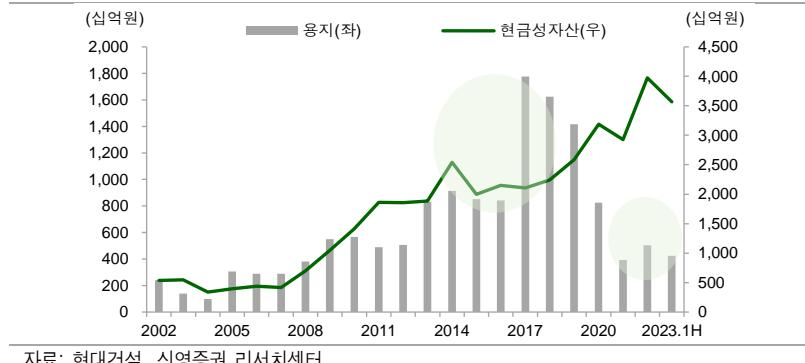
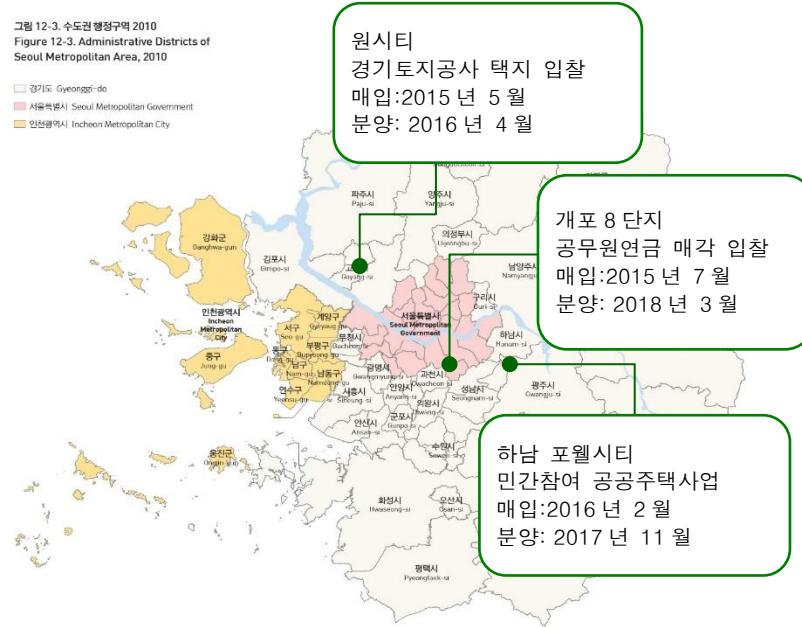


도표 29. 서울/수도권 주요 자체사업 History



자료: 현대건설, 신영증권 리서치센터

도표 30. 현대건설 주요 자체사업 연혁

구분	토지매입방법	사업지 위치	아파트 규모(세대수)	매입 시기	분양 시기
개포 8 단지	공개매각 입찰	서울특별시 강남구 일원동 611-1	지하 4 층~지상 35 층, 15 개 동, 총 1,996 세대 (1,690 가구 일반분양)	2015년 7월	2018년 3월
원시티(일산 한류월드)	공공택지입찰	경기도 고양시 일산동구 고양관광문화단지(한류 월드) 도시개발구역 M1·2·3 블록	지하 3 층~지상 최고 49 층, 15 개 동, 총 2,208 세대	2015년 5월	2016년 4월
하남감일 (포웰시티)	민관합작(민간참여 공공주택)	경기도 하남시 감일동.감이동 감일지구 3 개블록(B6·C2·C3)	지하 4 층~지상 30 층 24 개동, 총 2,603 세대	2016년 2월	2017년 11월
대구도남지구	민관합작(민간참여 공공주택)	대구광역시 북구 국우동 도남지구	지상 최고 25 층 총 2,418 세대	2017년 9월	2019년 5월
김해울하지구	민관합작(공공-민간 공동 택지개발)	경남 김해시 장유동 울하2지구 B2.S1.S2 블록	지하 2 층~지상 25 층, 27 개 동, 총 2391 세대	2014년 10월	2016년 6월
세종 6-4 지구	공공택지입찰 (설계공모형)	세종특별자치시 해밀리 6-4 생활권 L1, M1 블록	지하 2 층~지상 최고 25 층, 66 개동, 총 3100 세대	2016년 12월	2018년 4월

자료 : 현대건설, 신영증권 리서치센터

성공적인 분양 성과를 바탕으로 2022년부터 적극적으로 용지 매입에 나섰으며, 과거와 달리 민간 사업자로부터 직접 용지를 취득하고 있다는 점이 달라졌다. 서울 주요 핵심 지역에서 약 3조원 규모의 용지자산을 바탕으로 2024년부터 사업 착공이 예정되어 있다.

도표 31. 현대건설 민간 자체사업 용지 현황

구분	토지 규모	사업지 위치	개발 계획
CJ가양 부지	1조 500억원	서울 강서구 가양동 92-1 일대	업무·상업·지식산업센터 (스타필드 빌리지 입점 계획)
이태원 크라운 호텔	2,500억원	서울특별시 용산구 이태원동 34-69번지 외 4필지 일원	주상복합, 오피스텔 등
르메르디앙 호텔	7,000억원	서울 강남구 봉은사로 120(역삼동 602-9)	고급 주거시설 개발 계획
힐튼호텔	1.1조원	서울특별시 종구 소월로 50	오피스 및 상업용시설, 호텔 복합시설 계획

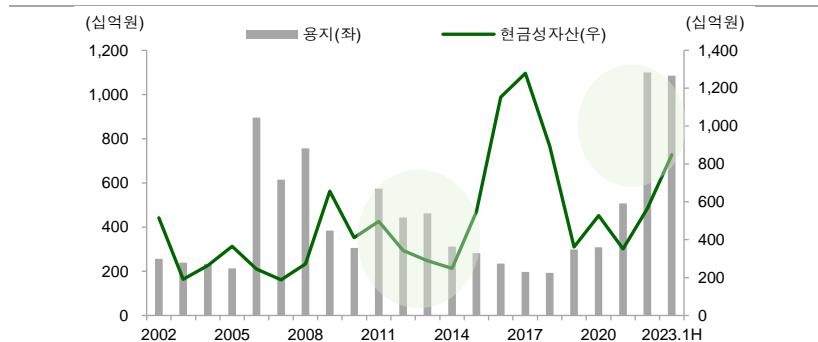
자료 : 언론 취합, 현대건설, 신영증권 리서치센터

### HDC현대산업개발 – 전통의 강자, 다시 도약

최초의 민간이 개발한  
대도시개발 사례

자체사업 전통의 강자로 HDC현대산업개발을 꼽을 수 있다. HDC현대산업개발의 첫 자체사업 현장은 1975년에 건설한 압구정 현대아파트로, 현대 그룹의 직원 사택 건설을 중심으로 전국에서 용지 매입 및 개발의 경험을 쌓아왔다. HDC현대산업개발은 민간 주도의 택지개발로, 대표적인 사업으로 수원 권선지구 아이파크 시티 사업을 들 수 있다[도표 33]. 당시 용지 용도전환을 통해 민간이 개발한 최초의 대단지 사업으로, 전체 약 100만  $m^2$  대지에 6,500세대 대단지 아파트를 공급하면서 대표적인 랜드마크로 자리잡게 된다.

도표 32. HDC현대산업개발 용지 및 현금성자산 추이



자료: HDC 현대산업개발, 신영증권 리서치센터

참고: 인적분할 기점(2018년) 이후 HDC 현대산업개발 신설회사 기준

도표 33. 수원권선지구 아이파크 시티 개발 개요

이미지	구분	내용	
		위치	내용
	내용	경기도 수원시 권선동 일대	대지 면적 99만 3791m <sup>2</sup> 총 6594채의 주택 공급 계획
	단지 이름	세대	입주
	수원 아이파크 시티 1단지	543세대	2011년 10월
	수원 아이파크 시티 2단지	1135세대	2012년 1월
	수원 아이파크 시티 3단지	793세대	2011년 10월
	수원 아이파크 시티 4단지	889세대	2012년 1월
	수원 아이파크 시티 5단지	704세대	2015년 8월
	수원 아이파크 시티 6단지	448세대	2015년 8월
	수원 아이파크 시티 7단지	1596세대	2016년 8월
	수원 아이파크 시티 8단지	282세대	2017년 6월
	수원 아이파크 시티 9단지	268세대	2017년 6월
	수원 아이파크 시티 10단지	128세대	2024년 11월

자료: HDC현대산업개발, 신영증권 리서치센터

도표 34. 청주 가경 아이파크 개발 개요

이미지	구분	내용	
		위치	내용
	내용	충청북도 청주시 흥덕구 가경동 일대	가경홍골지구, 가경서현지구, 가경서부지구 등 일대
	단지 이름	세대	입주
	가경 아이파크 1단지	905	2019년 4월
	가경 아이파크 2단지	664	2020년 2월
	가경 아이파크 3단지	983	2021년 5월
	가경 아이파크 4단지	201	2022년 3월
	가경 아이파크 5단지	925	2023년 2월
	가경 아이파크 6단지	946	2026년 3월(예정)
	가경 아이파크 7단지	미정	도시개발구역 지정 및 개발계획 수립 절차
	가경 아이파크 8단지	미정	개발계획 수립 절차 중
	가경 아이파크 9단지	미정	에 있어 빠르면 2025년부터 분양이 가능할 것으로 추정된다.

자료: HDC현대산업개발, 신영증권 리서치센터

수원권선지구에 이어 2016년, 충북 청주 가경홍골지구 도시개발사업을 추진한다. 2019년 가경 아이파크1단지 준공에 이어, 인근 가경서현지구, 가경서부지구 등 일대 용지 매입을 추진하면서 9차 사업까지 확장 계획을 수립한 상황이다. 오는 11월 내 가경아이파크 6단지 분양을 계획하고 있으며 현재 7,8단지에 대한 도시개발구역 지정 및 개발계획 수립 절차 중에 있어 빠르면 2025년부터 분양이 가능할 것으로 추정된다.

도표 35. 광운대 역세권 개발 사업

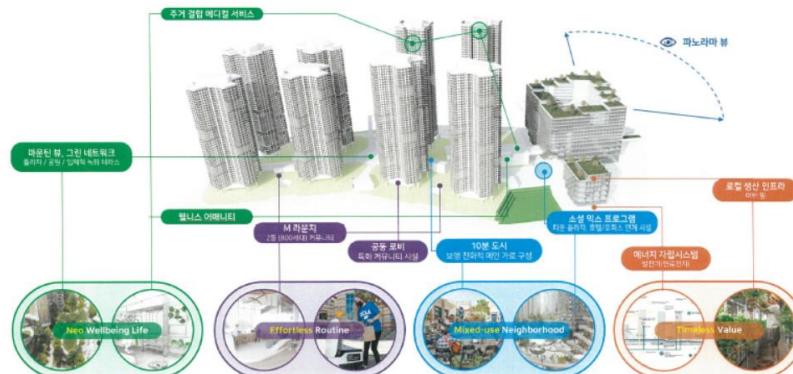
이미지	구분	내용	
	위치	서울시 노원구 월계동 85-7일원 (광운대 물류부지 일대)	
	내용	광운대 물류부지(대지 약 3만평, 기반시설 포함 5.7만 평) 주거시설 3,150세대와 비주거시설 복합개발 추진	
	구분	개요	면적
	복합용지	아파트 8개동(민간임대2개) 약 3,173세대	23,511 평
	상업업무용지	판매, 업무, 호텔	5,952 평
	공공용지	공공기숙사, 체육시설, 도서관, 주민센터 등	3,302 평
	일정		
	2023년	토지대 잔금 납부 완료(전체 6천억원) (추가 매입 고려 중)	
	2024년	착공 및 분양 계획	

자료: HDC현대산업개발, 신영증권 리서치센터

세번째 랜드마크  
광운대 역세권 개발  
2024년 착공  
4.5조원 자체사업  
시동에 의의

수원 권선지구, 청주 가경지구에 이어 세번째 랜드마크 사업으로 2024년 착공이 예정되어 있는 광운대 역세권 개발 사업에 귀추가 주목된다. 전체 사업규모는 현재 약 4.5조원으로 추정되며, 광운대 물류부지 대지 약 3만 평에 주거시설 3,150세대와 비주거시설이 포함된 복합개발을 추진하고 있다. 코레일과 서울시가 2012년부터 민간사업자 공모에 나섰던 광운대 역세권 개발사업은, 2017년 HDC현대산업개발의 단독 응찰에 따른 사업자선정 이후 기나긴 도시계획 수정을 거쳐, 지난 9월 서울시 제14차 도시·건축공동위원회에서 광운대 역세권 개발사업인 ‘광운대역 물류 부지(노원구 85-7번지 일대)’ 지구단위계획구역 및 계획 결정(안)이 확정되었다. 아직 구체적인 사업진행방식(리츠 활용 여부)이 정해지지 않아, 실적 기여 방식은 미정이나 4.5조원의 대규모 자체사업이 개시된다는 데 큰 의의가 있다.

도표 36. 광운대 역세권 개발 조감도



자료: HDC현대산업개발, 신영증권 리서치센터

도표 37. HDC현대산업개발 주요 프로젝트 현황



자료: HDC현대산업개발, 신영증권 리서치센터

보유 용지 1.2조원  
사업규모 5조원에 달해

2023년 9월말 기준 HDC현대산업개발이 보유한 용지규모는 약 1.2조원으로 추정된다. 전체 사업규모로 약 5조원에 달한다. 의정부 주상복합, 용산 철도 병원 부지, 공릉 역세권 단지 등 서울 주요 사업장을 보유하고 있다. 2024년 부동산 경기 침체가 완연해지는 가운데에서도 오히려 유일하게 분양을 할 수 있는 사업자로 주목받을 수 있다.

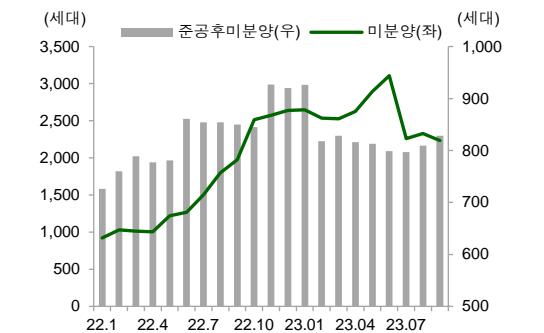
2024년 입주물량  
소화하는 데까지  
시간이 필요한 대구, 부산

### 가장 먼저 어려워진 지방, 인고의 시간을 견디면!

#### - 아이에스동서, 서한, 동원개발

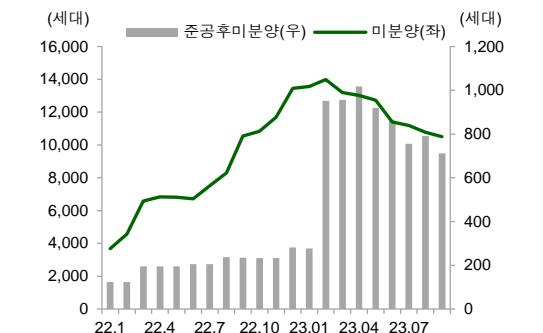
2022년부터 급격히 얼어붙은 분양 경기에 특히 지방 사업장의 침체가 길어지고 있어 지방 건설사들도 함께 어려움을 겪고 있는 것으로 파악된다. 미분양관리지역 지정 및 1.3부동산대책의 효과로 신규공급이 제한된 가운데 규제완화로 미분양은 정점에서 점차 줄어들고 있는 것을 확인할 수 있다[도표 38, 39] 그러나 2024년 부산과 대구의 입주예정물량이 각각 15,122세대, 22,436세대에 달해 미분양 물량이 소화되는 데에는 다소 시일이 걸릴 것으로 전망된다[도표 40, 41]

도표 38. 부산 미분양 추이



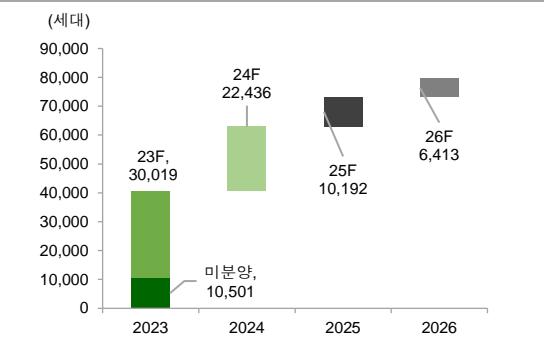
자료: 국토교통부, 신영증권 리서치센터

도표 39. 대구 미분양 추이



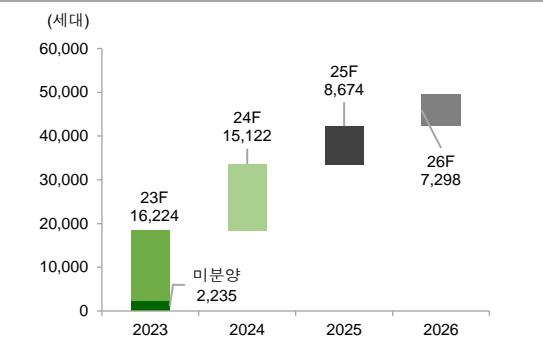
자료: 국토교통부, 신영증권 리서치센터

도표 40. 대구 2023~2016년 입주예정 물량



자료: 부동산 114, 신영증권 리서치센터

도표 41. 부산 2023~2016년 입주예정 물량



자료: 부동산 114, 신영증권 리서치센터

경남 지역에서 자체사업을 영위하는 기업으로 아이에스동서, 동원개발, 서한을 꼽을 수 있다. 먼저 아이에스동서의 경우 용호동W프로젝트의 성공적인 개발 사례를 토대로 경남권을 중심으로 적극적인 용지 매입, 수도권에서 고양 덕은지구까지 자체사업 영역을 확장시킨 바 있다. 현재 울산 애음동, 고양 덕은지구 잔여부지, 경산 중산지구에 용지를 보유하고 있다.

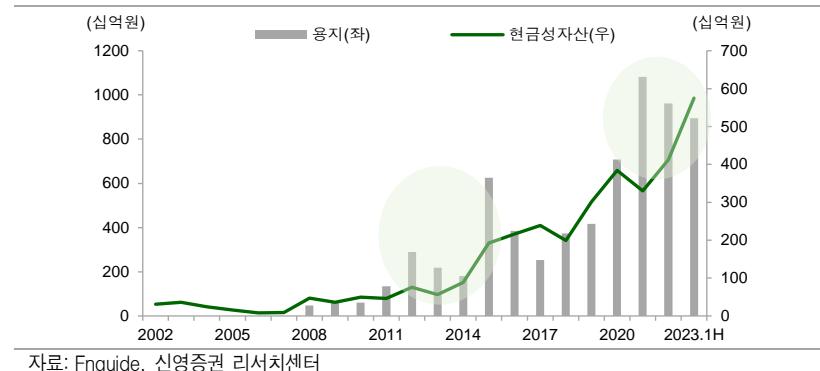
도표 42. 아이에스동서 자체사업 List

현장명	공사기간	계약금액	경산 중산지구 개요
울산 뉴시티 에일린의 블 1차	2021.01~2024.01	3,902	대지면적 약 32,160평
울산 뉴시티 에일린의 블 2차	2021.03~2024.06	2,608	개발유형 주상복합 외
고양 덕은DMC 아이에스BIZ타워 센트럴(8,9BL)	2022.04~2025.03	5,893	
고양 덕은DMC 아이에스BIZ타워 센트럴(10BL)	2022.04~2024.12	2,410	
고양 덕은DMC 아이에스BIZ타워 한강(6,7BL)	2022.10~2025.11	2,150	
울산 애음동	미정	미정	
고양 덕은지구 1, 5BL	미정	미정	
경산 중산지구	미정	미정	

자료 : 아이에스동서, 신영증권 리서치센터



도표 43. 아이에스동서 용지 및 현금성자산 추이



자료: FnGuide, 신영증권 리서치센터

도표 44. 동원개발 용지 및 현금성자산 추이



자료: FnGuide, 신영증권 리서치센터

지방 시행사 인수하며  
적극적으로 용지 매입에  
나섰던 동원개발

1978년 설립한 아래 경남권을 중심으로 자체사업을 영위하고 있는 동원개발은, 무차입경영을 이어갈 정도로 보수적인 전략을 취하는 기업이었으나, 2020년 지방 시행사 코업씨씨를 인수하며 적극적인 용지 매입에 나선 바 있다. 코업씨씨(현 동원도시개발)가 인수될 당시 천안시 성성동 734번지를 410억원에, 735번지에 645억원에 취득해 보유하고 있던 상태였다. 시행 계열사 금전대여를 통해 용지자산 규모가 급격히 늘어났으나, 아직 경남권 분양 경기 회복이 더딘 상황에서 3분기 영업이익 적자를 기록하며 운전자본 부담이 증가하고 있는 점은 부정적이다. 그러나 부채비율이 40% 내외로 안정적으로 유지되고 있어 리스크 확대 가능성은 제한적이다.

역외사업에 나선 서한  
사업 지연에 자금회수  
어려움

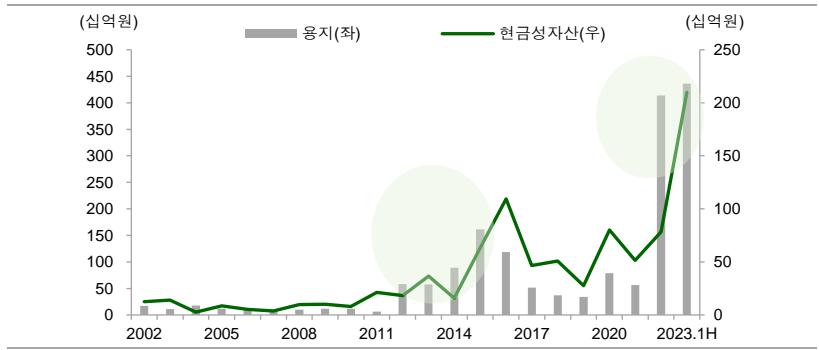
1971년 설립된 대구지역 건설사 서한의 경우도 역시 어려운 상황이다. 서한은 최근 수도권 진출을 위해 공모형 민간참여 사업을 통해 공공택지 중심으로 용지 매입에 적극적으로 나선 바 있다. 그러나 남양주 진접, 오송 바이오플리스지구 등 역외사업 진행이 지연되고 있어 자금 회수에 어려움을 겪고 있다.

도표 45. 동원개발 주요 분양 연혁

지역	구분	세대수	분양일
서울/경기	121차 화성 송산 동원로얄듀크 포레	233세대	2021년 12월
	97차 동탄2신도시 3차 동원로얄듀크 비스타	428세대	2017년 3월
	96차 동탄2신도시 2차 동원로얄듀크	761세대	2016년 8월
	94차 동탄2신도시 1차 동원로얄듀크	434세대	2016년 5월
	92차 용인역북 명지대역 동원로얄듀크	842세대	2015년 11월
	84차 미시강변 동원로얄듀크	808세대	2013년 10월
	67차 흥덕 동원로얄듀크	720세대	2008년 1월
	64차 죽전 동원로얄듀크	706세대	2003년 2월
부산	124차 부암2차 비스타동원 아트포레	440세대	2022년 3월
	116차 서면 비스타동원	806세대	2020년 10월
	105차 일광신도시 비스타동원2차	917세대	2018년 5월
	102차 일광신도시 비스타동원1차	701세대	2017년 10월
	95차 부산 시청역 비스타동원	927세대	2016년 6월
	85차 센텀비스타동원 1차	804세대	2014년 6월
	86차 센텀비스타동원 2차	405세대	2014년 10월
	78차 구포 동원로얄듀크 VISTA	1,079세대	2011년 8월
	77차 정관2차 동원로얄듀크	1,249세대	2011년 6월
	73차 정관1차 동원로얄듀크	1,028세대	2011년 4월
울산	54차 장림동 동원로얄듀크	1,973세대	2001년 12월
	53차 회명동 동원로얄듀크	1,627세대	2011년 8월
	125차 삼호 비스타동원	663세대	2022년 3월
경상도	81차 우정2차 동원로얄듀크	652세대	2011년 10월
	87차 문수산 동원로얄듀크	625세대	2014년 11월
	118차 창원무동 동원로얄듀크	525세대	2021년 11월
충청도	115차 동대구 2차 비스타동원	627세대	2020년 7월
	109차 동대구 1차 비스타동원	524세대	2019년 1월
	62차 양산 동원로얄듀크	779세대	2002년 10월
	75차 양산2차 동원로얄듀크	621세대	2011년 6월
	88차 양산신도시 3차 동원로얄듀크 비스타	568세대	2014년 12월
	89차 양산신도시 4차 동원로얄듀크 비스타	521세대	2015년 3월
	72차 울하1차 동원로얄듀크	750세대	2010년 10월
	58차 김해 북부 동원로얄듀크	942세대	2001년 11월
	122차 천안성성 비스타동원	1,195세대	2022년 1월

자료 : 동원개발, 신영증권 리서치센터

도표 46. 서한 용지 및 현금성자산 추이



자료: Fnguide, 신영증권 리서치센터

도표 47. 서한 주요 분양 연혁

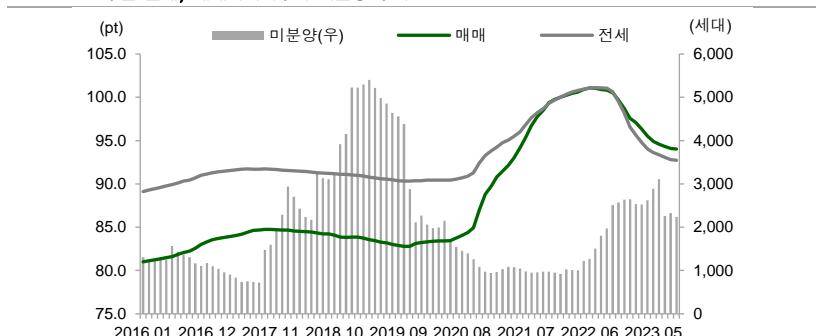
구분	세대수	분양일
옥산 서한이다음	237세대	2004-03-04
대구혁신도시 서한이다음	479세대	2013-04-24
대구혁신도시 서한이다음 2차	429세대	2013-04-24
대구혁신도시 서한이다음 3차	380세대	2013-04-24
대구혁신도시 서한이다음 4차	244세대	2013-04-24
금호강 서한이다음 블로	299세대	2014-11-14
번영로 서한이다음	252세대	2018-10-01
유성 둔곡지구 서한이다음 2단지	685세대	2020-04-24
영종국제도시 서한이다음	930세대	2021-06-04
오송역 서한이다음 노블리스	1113세대	2022-08-26

자료 : 서한, 신영증권 리서치센터

먼저 어려워지면  
먼저 회복할 것  
인고의 시간을 견딘 이후에  
주목

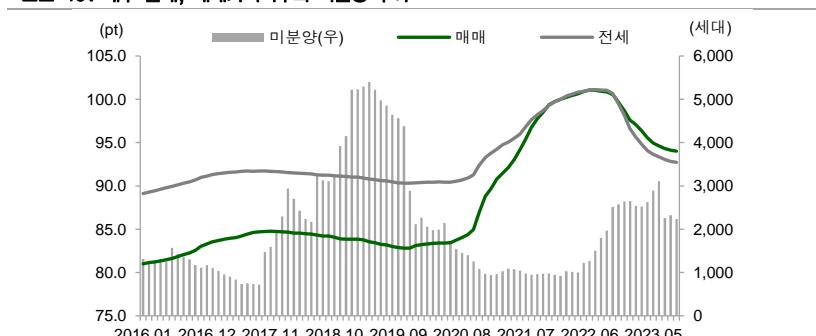
인고의 시간이긴 하나 부동산 반등을 기대할 수 있는 긍정적인 신호들도 나오고 있다. 대구와 부산에서 모두 미분양 물량이 점차 줄어들고 있으며, 전세가격보다 매매가격이 가파르게 하락하면서 전세가와 매매가격 차이가 점차 좁혀지고 있다(아파트 전세가격비율 대구 68%, 부산 63%) 인고의 시간을 견디고 난 2024년 이후의 상기 건설사들의 귀추가 주목된다.

도표 48. 부산 전세, 매매가격지수와 미분양 추이



자료: KB 부동산, 국토교통부, 신영증권 리서치센터

도표 49. 대구 전세, 매매가격지수와 미분양 추이



자료: KB 부동산, 국토교통부, 신영증권 리서치센터

## 기업분석

종목명	투자의견	목표주가
현대건설(000720.KS)	매수(유지)	50,000원(유지)
HDC현대산업개발(294870.KS)	매수(재개)	18,000원(재개)
아이에스동서(010780.KS)	중립(하향)	31,000원(하향)



## 현대건설(000720.KS)

안전한 곳으로 오세요

매수(유지)

현재주가(11/14) 35,200원  
목표주가(12M) 50,000원

## 분석의 기본 가정

- 고금리 장기화에 따른 부동산 경기 침체
- 국내외 투자개발 사업 비중 확대

## • 돈이 있어야 돈 버는 시기

국내 PF 조달 과정에서 대주단이 가장 중요하게 보는 요건은 시공사의 신용도임. 연결기준 2조원대 순현금을 보유하고 있어 개발사업에서의 경쟁력 우위를 확보할 수 있음

## • Peak out 우려를 극복할 수 있는 체력

동사의 경우 국내 매출 비중이 61%에 그쳐 내수 건설 경기 침체에 따른 영향이 제한적임. 3분기말 전체 93조원의 역대 최고 수준의 수주잔고를 확보, 수도권 정비사업 위주의 주택 포트폴리오와 그룹 CAPEX, NOC발주처 중심의 해외 플랜트가 대부분을 차지하고 있어 원활한 매출전환을 통해 2024년에도 5% 이상의 외형 성장을 기록하며 Peak out 우려를 불식시킬 것으로 전망됨

## • 투자의견 매수, 목표주가 50,000원

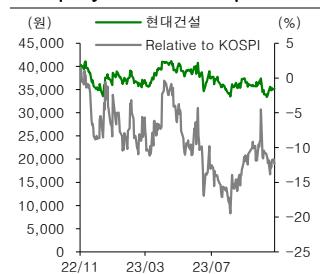
현대건설에 대해 투자의견 매수, 목표주가 50,000원을 유지함. 안정적 재무구조와 풍부한 수주잔고를 바탕으로 개발사업에서의 높은 수주 경쟁력과 꾸준한 매출성장을 시현할 수 있음. 건설업 종 내 최선호주 의견을 유지함

Key Data		(기준일: 2023. 11. 14)
KOSPI(pt)	2433.25	
KOSDAQ(pt)	794.19	
액면가(원)	5,000	
시가총액(억원)	39,197	
발행주식수(천주)	112,410	
평균거래량(3M, 주)	508,739	
평균거래대금(3M, 백만원)	18,096	
52주 최고/최저	43,550 / 33,400	
52주 일간Beta	1.2	
배당수익률(23F, %)	1.8	
외국인지분율(%)	22.4	
주요주주 지분율(%)		
현대자동차 외 5 인	34.9	
국민연금공단	8.9	

## Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	-1.5	-10.2	-19.2
KOSPI대비상대수익률	-0.6	4.0	-8.6	-17.8

## Company vs KOSPI composite



결산기(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액(십억원)	18,066	21,239	28,679	30,124	29,181
영업이익(십억원)	754	575	946	994	1,021
세전순이익(십억원)	854	754	1,001	973	1,054
지배순이익(십억원)	408	409	668	663	718
EPS(원)	3,651	3,637	5,947	5,844	6,326
증감율(%)	232.9	-0.4	63.5	-1.7	8.3
ROE(%)	5.9	5.5	8.4	7.8	7.9
PER(배)	12.2	9.6	5.9	6.0	5.6
PBR(배)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	3.6	3.4	3.6	3.9	2.9

도표 1. 현대건설 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q23A	2Q23A	3Q23P	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022A	2023F	2024F
매출액	6,031	7,163	7,620	7,864	6,792	7,463	7,858	8,010	21,239	28,679	30,124
국내	3,711	4,509	4,525	4,701	3,915	4,464	4,298	4,583	12,596	17,445	17,260
해외	2,321	2,655	3,096	3,163	2,877	3,000	3,560	3,427	8,643	11,234	12,864
매출원가	5,651	6,762	7,340	7,234	6,317	6,904	7,285	7,420	19,726	26,987	27,925
영업이익	173	224	245	304	217	246	259	271	582	946	994
세전이익	227	240	278	256	219	249	247	257	769	1,001	973
지배순이익	131	165	176	197	137	159	158	210	423	668	663
증가율(YoY)											
매출액	45.5%	28.4%	40.3%	29.3%	12.6%	4.2%	3.1%	1.9%	17.6%	35.0%	5.0%
영업이익	1.2%	27.4%	59.7%	273.8%	25.3%	10.2%	5.6%	-10.8%	-22.8%	62.6%	5.0%
세전이익	-2.9%	-25.4%	-20.3%	흑전	-3.2%	3.8%	-11.1%	0.3%	-9.9%	30.2%	-2.8%
지배순이익	-9.0%	-16.3%	-12.5%	흑전	4.4%	-3.6%	-10.4%	6.6%	5.3%	58.0%	-0.8%
매출원가율	93.7%	94.4%	96.3%	92.0%	93.0%	92.5%	92.7%	92.6%	92.9%	94.1%	92.7%
영업이익률	2.9%	3.1%	3.2%	3.9%	3.2%	3.3%	3.3%	3.4%	2.7%	3.3%	3.3%

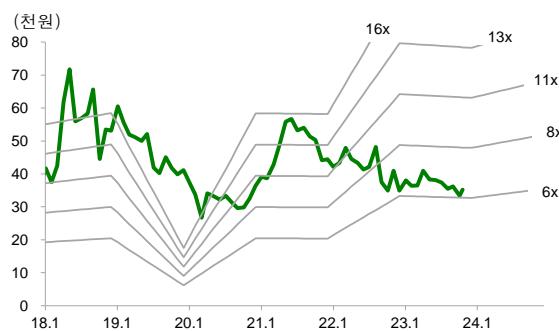
자료 : 현대건설, 신영증권 리서치센터

도표 2. 현대건설 Valuation

구분	내용
2024F BPS(원)	77,364
적정 배수(배)	0.65
적정 주가(원)	50,287

자료 : 현대건설, 신영증권 리서치센터

도표 3. 현대건설 12개월 Fwd PER 밴드차트



자료 : Fnguide, 신영증권 리서치센터

도표 4. 현대건설 12개월 Fwd PBR 밴드차트



자료 : Fnguide, 신영증권 리서치센터

## 현대건설(000720.KS) 추정 재무제표

Income Statement					
12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	180,655	212,391	286,790	301,240	291,810
증가율(%)	6.4	17.6	35.0	5.0	-3.1
매출원가	162,683	197,263	269,870	279,250	269,640
원가율(%)	90.1	92.9	94.1	92.7	92.4
매출총이익	17,972	15,127	16,920	21,990	22,170
매출총이익률(%)	9.9	7.1	5.9	7.3	7.6
판매비와 관리비 등	10,437	9,378	7,460	12,050	11,960
판관비율(%)	5.8	4.4	2.6	4.0	4.1
영업이익	7,535	5,749	9,460	9,940	10,210
증가율(%)	37.2	-23.7	64.6	5.1	2.7
영업이익률(%)	4.2	2.7	3.3	3.3	3.5
EBITDA	9,250	7,566	11,227	11,513	11,684
EBITDA마진(%)	5.1	3.6	3.9	3.8	4.0
순금융손익	989	2,247	1,003	492	499
이자손익	422	1,185	220	3	356
위험관련손익	597	123	-359	-534	-537
기타영업외손익	122	-331	-345	-703	-174
종속 및 관계기업 관련손익	-106	-127	-103	2	0
법인세차감전 계속사업이익	8,541	7,538	10,015	9,731	10,535
계속사업손익법인세비용	2,997	2,829	2,504	2,365	2,560
세후증단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,544	4,709	7,511	7,366	7,975
증가율(%)	143.5	-15.1	59.5	-1.9	8.3
순이익률(%)	3.1	2.2	2.6	2.4	2.7
지배주주지분 당기순이익	4,075	4,089	6,685	6,630	7,178
증가율(%)	233.2	0.3	63.5	-0.8	8.3
기타포괄이익	1,566	1,442	-129	-189	-189
총포괄이익	7,110	6,150	7,382	7,177	7,786

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet					
12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	145,264	155,167	162,859	165,584	169,868
현금및현금성자산	29,269	39,739	32,541	29,298	40,314
매출채권 및 기타채권	65,211	78,488	92,309	94,229	86,704
제고자산	7,182	8,554	11,472	13,693	11,223
비유동자산	51,109	53,950	57,378	63,945	66,251
유형자산	10,121	10,488	11,556	13,498	15,313
무형자산	7,183	7,206	7,112	7,026	6,948
투자자산	13,780	15,573	14,250	17,650	18,220
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	196,373	209,117	220,237	229,529	236,119
유동부채	76,132	87,574	90,433	91,013	89,011
단기차입금	1,088	831	831	831	831
매입채무 및 기타채무	58,164	68,064	71,230	72,910	71,008
유동성장기부채	5,151	5,194	5,644	5,644	5,644
비유동부채	25,948	22,300	24,474	26,804	28,404
사채	14,462	10,177	12,177	14,377	15,877
장기차입금	1,639	1,935	1,485	1,615	1,615
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	102,080	109,874	114,907	117,817	117,415
지배주주지분	72,167	76,867	82,127	87,773	93,967
자본금	5,621	5,621	5,673	5,673	5,673
자본잉여금	10,982	10,953	10,953	10,953	10,953
기타포괄이익누계액	-777	259	-480	-669	-859
이익잉여금	56,400	60,091	66,038	71,873	78,257
비자본주주지분	22,126	22,376	23,202	23,939	24,736
자본총계	94,293	99,243	105,329	111,712	118,704
총차입금	24,065	19,968	21,968	24,298	25,798
순차입금	-39,014	-36,265	-23,749	-19,603	-31,280

Cashflow Statement					
12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	10,094	-1,435	-4,331	5,258	16,669
당기순이익	5,544	4,709	7,511	7,366	7,975
현금유출이없는비용및수익	7,267	4,697	4,473	4,271	3,906
유형자산감가상각비	1,620	1,723	1,672	1,487	1,396
무형자산상각비	95	94	94	86	78
영업활동관련자산부채변동	-1,625	-8,271	-14,032	-4,018	6,991
매출채권의감소(증가)	-17,407	-10,757	-13,821	-1,920	7,525
제고자산의감소(증가)	4,128	-908	-2,918	-2,221	2,469
매입채무의증가(감소)	8,491	8,656	3,167	1,680	-1,902
투자활동으로인한현금흐름	-7,983	18,533	1,432	-8,217	-5,840
투자자산의증가(감소)	-3,702	-1,920	1,260	-3,560	-670
유형자산의증가(감소)	209	182	0	0	0
CAPEX	-976	-1,484	-2,740	-3,430	-3,210
단기금융자산의증가(감소)	-3,912	17,297	2,112	-1,427	-2,160
재무활동으로인한현금흐름	-4,926	-6,582	977	1,291	306
정기차입금의증가(감소)	-302	669	-450	130	0
사채의증가(감소)	3,000	0	2,000	2,200	1,500
자본의증가(감소)	842	0	52	0	0
기타현금흐름	215	-46	-5,276	-1,575	-118
현금의증가	-2,600	10,470	-7,198	-3,243	11,017
기초현금	31,868	29,269	39,739	32,541	29,298
기말현금	29,269	39,739	32,541	29,298	40,314

Valuation Indicator					
12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Per Share (원)					
EPS	3,651	3,637	5,947	5,844	6,326
BPS	64,200	68,380	72,387	77,364	82,824
DPS	600	600	650	700	700
Multiples (배)					
PER	12.2	9.6	5.9	6.0	5.6
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	3.6	3.4	3.6	3.9	2.9
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	232.9%	-0.4%	63.5%	-1.7%	8.3%
EBITDA(발표기준) 증가율	28.4%	-18.2%	48.4%	2.5%	1.5%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	6.1%	4.9%	7.3%	6.8%	6.9%
ROE(지배순이익 기준)	5.9%	5.5%	8.4%	7.8%	7.9%
ROIC	10.1%	8.2%	11.8%	10.3%	10.4%
WACC	7.7%	7.5%	8.2%	8.1%	8.0%
안전성(%)					
부채비율	108.3%	110.7%	109.1%	105.5%	98.9%
순차입금비율	-41.4%	-36.5%	-22.5%	-17.5%	-26.4%
이자보상배율	13.0	13.1	8.6	7.9	7.9

# HDC현대산업개발(294870.KS)

## 바닥 짚고 일어나는 중

### 매수(재개)

현재주가(11/14) 12,980원  
목표주가(12M,재개) 18,000원

#### 분석의 기본 가정

- 고금리 장기화에 따른 건설업 자금 경색 심화, 용지 매각 활성화
- IRR 확보된 자체사업 개발 매력 증가

#### • 2024년 광운대 역세권으로 자체사업 재시동

2024년 전체 사업규모 4.5조원의 광운대 역세권 개발사업 착공 전망, 수원 권선지구, 청주 가경지구에 이어 역대 세번째 랜드마크 자체사업임. 자체사업 매출 2024년 1,600억원에서 2025년 5,100억원, 2026년 8,100억원으로 추정되며 자체사업 매출 비중 확대와 함께 이익 성장 기대

#### • 전화위복

광주 외벽붕괴사고 여파로 자금 경색의 어려움을 겪었으나, 적극적인 차입 조달 등 자금여력을 확보, 오히려 레고랜드 사태의 여파를 피할 수 있었음. 2023년말 기준 순차입금 0.6조원으로 2022년말 대비 8천원 이상 감소할 것으로 기대됨

#### • 커버리지 재개, 투자의견 매수, 목표주가 18,000원

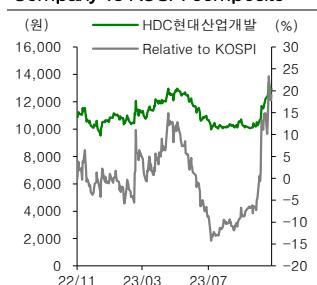
2024년에도 고금리 여파로 부동산 경기 침체가 완연해지는 가운데, 우수한 용지자산을 바탕으로 자체사업을 재개하는 동사의 개발능력에 다시금 주목할 시점임. 투자의견 매수로 커버리지를 재개하며 목표주가는 '24, '25년 평균 BPS에 적정배수 0.4배를 적용한 18,000원을 제시함

Key Data	(기준일: 2023. 11. 14)
KOSPI(pt)	2433.25
KOSDAQ(pt)	794.19
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	8,555
발행주식수(천주)	65,907
평균거래량(3M, 백만원)	217,269
52주 최고/최저	13,420 / 9,530
52주 일간Beta	1.2
배당수익률(23F, %)	3.9
외국인지분율(%)	8.6
주요주주 지분율(%)	
HDC 외 7 인	43.0
국민연금공단	5.5

#### Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.9	27.4	4.0	15.4
KOSPI대비상대수익률	27.1	34.6	5.8	17.3

#### Company vs KOSPI composite



결산기(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액(십억원)	3,364	3,298	3,879	3,198	3,544
영업이익(십억원)	273	116	188	145	218
세전순이익(십억원)	294	121	239	156	229
지배순이익(십억원)	177	50	144	112	165
EPS(원)	2,679	764	2,178	1,704	2,503
증감율(%)	-25.5	-71.5	185.0	-21.8	46.9
ROE(%)	6.3	1.7	5.0	3.9	5.6
PER(배)	8.5	13.1	6.0	7.6	5.2
PBR(배)	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	3.1	0.3	7.1	6.3	5.0

부동산 경기 불황일수록  
적정IRR이 확보된  
자체사업 개발 매력 증가

### 다시 시동 거는 자체사업

2021년 청주가경5단지, 인천 시티오씨엘 공급을 끝으로 굵직한 자체사업 공급이 중단되었던 HDC현대산업개발이, 2024년 광운대 역세권 사업 착공을 시작으로 다시 자체사업 확장을 재개한다. 자체사업은 적당한 가격에 용지를 매입한다면, 적정IRR이 충족된 상황에서 유연하게 공급시기를 결정할 수 있기 때문에 주택 경기에서 상대적으로 먼저 대응할 수 있으며, 따라서 부동산 경기 침체가 완연해지는 2024년에 오히려 용지를 확보해둔 HDC현대산업개발의 주택 분양이 주목받을 수 있어 긍정적이다.

도표 1. HDC현대산업개발 주택 분양 추이



자료 : HDC현대산업개발, 신영증권 리서치센터

도표 2. 광운대 역세권 개발 사업

이미지	구분	내용	
	위치	서울시 노원구 월계동 85-7일원 (광운대 물류부지 일대)	
	내용	광운대 물류부지(대지 약 3만평, 기반시설 포함 5.7만 평) 주거시설 3,150세대와 비주거시설 복합개발 추진	
	구분	개요	면적
	복합용지	아파트 8개동(민간임대2개) 약 3,173세대	23,511 평
	상업업무용지	판매, 업무, 호텔	5,952 평
	공공용지	공공기숙사, 체육시설, 도서관, 주민센터 등	3,302 평
	일정		
	2023년	토지대 잔금 납부 완료(전체 6천억원) (추가 매입 고려 중)	
	2024년	착공 및 분양 계획	

자료: HDC현대산업개발, 신영증권 리서치센터

2024년 사업규모  
4조원의 광운대 역세권  
착공 계획

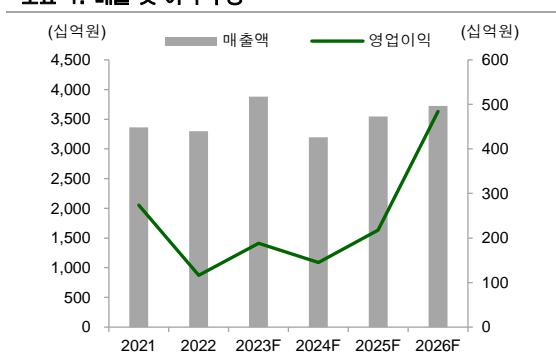
2024년 전체 4조원을 상회하는 광운대 역세권 사업 착공과 함께, 2021년 이후 공급했던 자체사업 현장의 준공으로 인해 인도 기준으로 매출이 인식되면서 실적 또한 2024년을 저점으로 2026년까지 성장세를 이어갈 것으로 전망된다. 자체사업 매출은 2024년 1,600억원에서 2025년 5,100억 원, 2026년 8,100억원까지 증가할 것으로 보이며, 자체사업 비중 확대에 따른 수익성 개선으로 영업이익률 역시 10%를 상회할 것으로 기대된다.

도표 3. HDC현대산업개발 자체사업 준공(매출 인식) 예정

준공예정	사업장	규모(억원, 추정치)
2024년	수원아이파크 10단지	1,000
	울산 태화강 IPARK	600
	합계	1,600
2025년	수원아이파크 11,12단지	3,200
	서산센트럴아이파크	1,900
	합계	5,100
2026년	청주기경6단지	3,500
	의정부주상복합	2,600
	기타	2,000
	합계	8,100

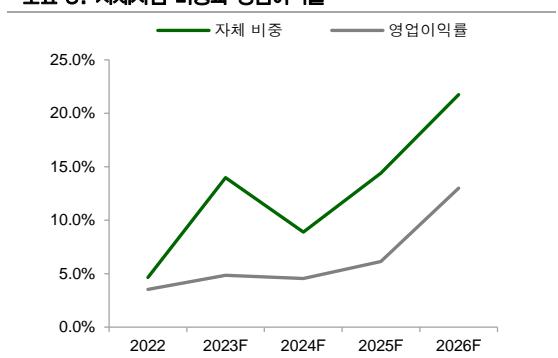
자료 : HDC현대산업개발, 신영증권 리서치센터

도표 4. 매출 및 이익 추정



자료 : HDC현대산업개발, 신영증권 리서치센터

도표 5. 자체사업 비중과 영업이익률



자료 : HDC현대산업개발, 신영증권 리서치센터

2023년 3분기말 기준 보유 용지 규모는 약 1.2조원으로 추정된다. 이를 사업규모로 환산하면 약 15조원에 달하며, 보유용지 중 70%가 서울 및 경기 일대에 위치해 있는 것으로 추정된다. 용산 철도병원 부지 개발 및 전면공원 지하화 계획, 공릉 역세권 개발 등 서울 자체사업 개발 파이프라인과 함께 파주 서패동, 인천신항 항만배후단지 등 GTX 노선을 중심으로 한 사업성 높은 부지를 확보했고, 광주 오포, 수원 영통지구 등 광역시에서의 랜드마크 개발 사업 부지를 보유하고 있다.

도표 6. HDC현대산업개발 주요 프로젝트



자료 : HDC현대산업개발, 신영증권 리서치센터

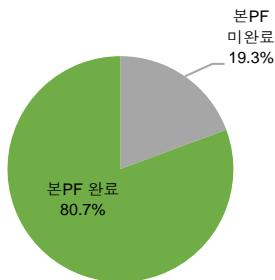
### 전화위복, 재무구조 안정화

레고랜드 여파를  
피해간 상황  
전화위복

동사는 2022년 아파트 외벽 붕괴사고 이후 행정제재에 대한 불확실성으로 재무구조가 급격히 악화된 바 있다. 이에 2021년 순현금에서 2022년 순차입금으로 전환, 순부채비율이 2022년 4분기 65.6%까지 치솟았다. 그러나 오히려 2022년 상반기 적극적인 현금확보 중심의 보수적인 재무전략을 채택하면서 레고랜드 이후 급격히 경색된 조달시장을 피할 수 있던 점이 긍정적으로 작용했다. 2023년 3분기말 순부채비율은 33.0%으로 하락했으며, 2023년말에는 20%으로 추가적으로 개선될 것으로 전망된다.

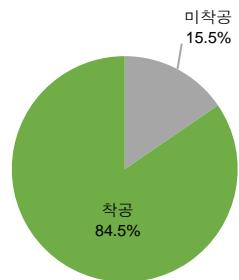
2023년 3분기말 기준 동사는 보유한 우발채무는 총 2.3조원이며, 현재 본PF로 전환되지 않은 비중은 약 20%으로 서울(고덕), 강원도(강릉, 춘천, 천안) 등에 분포한다. 우발채무 중 이미 분양 및 착공이 개시된 현장 비중이 50%를 넘어가며, 나머지 현장들도 2024년 상반기 원활하게 본PF전환이 완료될 것으로 보여 우발채무와 관련된 리스크는 제한적이다.

도표 7. 우발채무 현황(본PF 전환 기준)



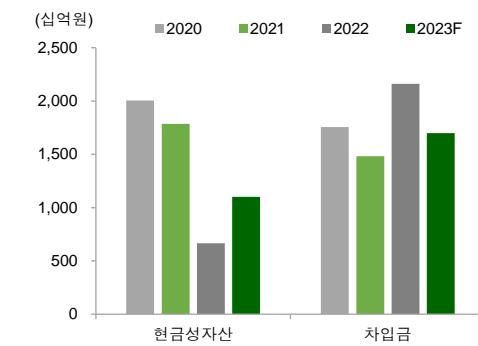
자료 : HDC현대산업개발, 신영증권 리서치센터

도표 8. 우발채무 현황(착공 전환 기준)



자료 : HDC현대산업개발, 신영증권 리서치센터

도표 9. 현금성자산과 차입금 추이



자료 : HDC현대산업개발, 신영증권 리서치센터

도표 10. 순부채비율 추이



자료 : HDC현대산업개발, 신영증권 리서치센터

### 투자의견 매수 재개, 목표주가 18,000원 제시

투자의견 매수로  
커버리지 재개  
목표주가 18,000원  
제시

HDC현대산업개발에 대해 투자의견 매수로 커버리지를 재개한다. 목표주가는 동사 2024–2025년 평균 BPS에 적정 멀티플 0.40배를 적용(24F–25F ROE 4.6%, 요구수익률 9.7%, 성장률 1%)하여 18,000원을 제시한다. 주택 개발업체의 능력은 부동산 업황보다 한발짝 먼저 움직이는 데 있다. 확보된 용지자산을 바탕으로 분양 경기가 위축된 때에 오히려 적극적으로 분양을 계획하고 있는 동사의 개발 능력에 주목해야 할 시기이다.

도표 11. HDC현대산업개발 Valuation

구분	내용	비고
2024F-25F BPS(원)	44,952	
적정 배수(배)	0.40	ROE 4.6%, COE 9.7%, g=1.0%
적정 주가(원)	18,601	

자료 : HDC현대산업개발, 신영증권 리서치센터

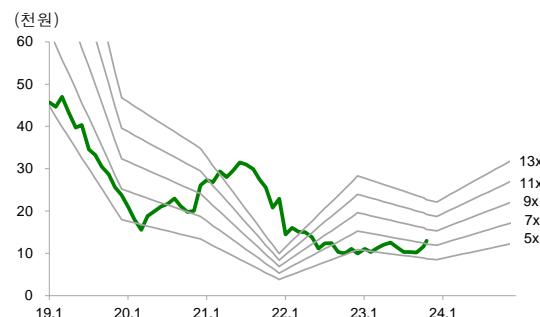
도표 12. HDC현대산업개발 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q23A	2Q23A	3Q23P	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022A	2023F	2024F
매출액	1,075	934	1,033	837	842	824	740	792	3,298	3,879	3,198
자체	320	97	68	57	100	56	55	73	153	542	284
외주	460	557	672	523	502	532	500	479	1,995	2,211	2,013
토목	48	67	68	70	64	58	43	69	387	253	234
매출원가	984	875	928	717	750	741	677	715	2,982	3,505	2,883
영업이익	50	6	62	70	49	42	23	31	116	188	145
세전이익	58	24	83	75	51	44	26	35	121	239	156
지배순이익	40	15	42	46	36	33	18	25	50	143	112
증가율(YoY)											
매출액	56.8%	-2.7%	40.0%	-8.5%	-21.7%	-11.7%	-28.4%	-5.4%	-2.0%	17.6%	-17.6%
영업이익	흑전	-91.4%	-10.8%	-5.6%	-2.1%	633.3%	-63.6%	-55.2%	-57.4%	61.5%	-22.8%
세전이익	흑전	-73.8%	48.8%	-1.8%	-11.6%	84.4%	-69.0%	-52.6%	-58.9%	97.7%	-34.7%
지배순이익	흑전	-77.3%	45.5%	54.0%	-10.3%	113.9%	-56.2%	-45.0%	-71.5%	185.5%	-21.7%
매출원가율	91.6%	93.7%	89.8%	85.6%	89.1%	89.9%	91.5%	90.3%	90.4%	90.4%	90.2%
영업이익률	4.7%	0.6%	6.0%	8.4%	5.8%	5.1%	3.1%	4.0%	3.5%	4.8%	4.5%

자료 : HDC현대산업개발, 신영증권 리서치센터

도표 13. HDC현대산업개발 12개월Fwd PER 밴드차트



자료 : Fnguide, 신영증권 리서치센터

도표 14. HDC현대산업개발 12개월Fwd PBR 밴드차트



자료 : Fnguide, 신영증권 리서치센터

## HDC현대산업개발(294870.KS) 추정 재무제표

## Income Statement

12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	33,639	32,983	38,790	31,980	35,440
증가율(%)	-8.3	-2.0	17.6	-17.6	10.8
매출원가	28,676	29,818	35,050	28,835	31,526
원가율(%)	85.2	90.4	90.4	90.2	89.0
매출총이익	4,963	3,165	3,740	3,145	3,914
매출총이익률(%)	14.8	9.6	9.6	9.8	11.0
판매비와 관리비 등	2,229	2,001	1,860	1,695	1,737
판관비율(%)	6.6	6.1	4.8	5.3	4.9
영업이익	2,734	1,164	1,880	1,451	2,177
증가율(%)	-53.3	-57.4	61.5	-22.8	50.0
영업이익률(%)	8.1	3.5	4.8	4.5	6.1
EBITDA	3,119	1,625	2,129	1,734	2,442
EBITDA마진(%)	9.3	4.9	5.5	5.4	6.9
순금융손의	302	442	-262	-204	-241
이자손익	286	398	-304	-257	-290
외화관련손익	16	44	40	40	40
기타영업외손익	-54	-481	700	239	280
종속 및 관계기업 관련손익	-39	84	74	74	74
법인세차감전계속사업이익	2,944	1,209	2,392	1,560	2,291
계속사업손의법인세비용	1,181	707	957	437	642
세후증단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,763	502	1,435	1,123	1,650
증가율(%)	-19.9	-71.5	185.9	-21.7	46.9
순이익률(%)	5.2	1.5	3.7	3.5	4.7
지배주주지분 당기순이익	1,765	504	1,435	1,123	1,650
증가율(%)	-19.8	-71.4	184.7	-21.7	46.9
기타포괄이익	55	59	59	59	59
총포괄이익	1,818	561	1,495	1,182	1,709

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## Balance Sheet

12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	49,558	54,425	50,364	51,250	51,630
현금및현금성자산	3,508	16,400	5,925	9,710	8,222
매출채권 및 기타채권	11,116	14,474	19,557	18,948	19,891
재고자산	8,482	15,748	9,698	7,107	7,876
비유동자산	16,106	18,938	18,357	19,428	20,557
유형자산	3,530	4,411	5,067	4,995	4,846
무형자산	109	126	159	129	122
투자자산	6,186	6,208	7,893	9,067	10,352
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	65,664	73,363	68,721	70,678	72,187
유동부채	28,470	34,591	32,319	33,413	33,535
단기차입금	8,775	15,120	16,350	16,350	16,350
매입채무및기타채무	12,418	10,991	10,698	10,583	10,705
유동성장기부채	2,904	3,495	3,725	3,725	3,725
비유동부채	8,341	9,753	8,262	8,262	8,262
사채	4,885	3,191	3,191	3,191	3,191
장기차입금	1,045	3,255	3,255	3,255	3,255
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	36,811	44,345	40,580	41,675	41,797
자본주주지분	28,774	28,942	28,064	28,925	30,313
자본금	3,295	3,295	3,295	3,295	3,295
자본잉여금	16,047	16,047	13,996	13,996	13,996
기타포괄이익누계액	-21	-53	6	65	124
이익잉여금	9,541	9,740	10,855	11,657	12,986
비자본주주지분	78	77	77	77	77
자본총계	28,853	29,019	28,141	29,002	30,390
총차입금	18,205	26,152	27,612	27,612	27,612
순차입금	-5,433	-6,237	6,623	2,537	3,872

## Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	304	-17,351	-8,848	6,295	914
당기순이익	1,763	502	1,435	1,123	1,650
현금유출이없는비용및수익	2,229	2,562	1,396	863	1,083
유형자산감가상각비	365	435	223	263	249
무형자산상각비	20	26	26	21	16
영업활동관련자산부채변동	-3,490	-19,707	-11,126	4,295	-1,593
매출채권의감소(증가)	-550	-2,834	-5,084	609	-944
재고자산의감소(증가)	-1,466	-3,288	6,050	2,591	-769
매입채무의증가(감소)	992	-611	-293	-115	121
투자활동으로인한현금흐름	-1,495	12,708	6,437	7,714	7,851
투자자산의증가(감소)	557	62	-1,610	-1,100	-1,210
유형자산의감소	1	0	0	10	0
CAPEX	-171	-821	-880	-200	-100
단기금융자산의증가(감소)	-179	4,140	-437	-300	-153
재무활동으로인한현금흐름	-585	6,773	-1,260	-594	-594
장기차입금의증가(감소)	480	5,854	0	0	0
사채의증가(감소)	995	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	-2,051	0	0
기타현금흐름	18	5	3,954	-9,629	-9,659
현금의증가	-1,758	2,135	282	3,785	-1,488
기초현금	5,266	3,508	5,643	5,925	9,710
기말현금	3,508	5,643	5,925	9,710	8,222

## Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Per Share (원)					
EPS	2,679	764	2,178	1,704	2,503
BPS	43,670	43,924	42,592	43,899	46,005
DPS	600	600	500	500	500
Multiples (배)					
PER	8.5	13.1	6.0	7.6	5.2
PBR	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	3.1	0.3	7.1	6.3	5.0
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성(%)					
EPS(자배순이익) 증가율	-25.5%	-71.5%	185.0%	-21.8%	46.9%
EBITDA(발표기준) 증가율	-49.9%	-47.9%	31.0%	-18.6%	40.8%
수익성(%)					
ROE(순이익기준)	6.3%	1.7%	5.0%	3.9%	5.6%
ROE(자배순이익기준)	6.3%	1.7%	5.0%	3.9%	5.6%
ROIC	8.8%	2.9%	11.3%	4.3%	6.9%
WACC	5.6%	3.0%	3.9%	4.3%	4.3%
안전성(%)					
부채비율	127.6%	152.8%	144.2%	143.7%	137.5%
순차입금비율	-18.8%	-21.5%	23.5%	8.7%	12.7%
이자보상배율	7.7	1.8	2.3	1.6	2.5

## 아이에스동서(010780.KS)

조금 기다렸다가 만나요

증립(하향)

현재주가(11/14) 28,300원  
목표주가(12M) 31,000원

## 분석의 기본 가정

- 고금리 장기화에 따른 부동산 경기 침체
- 전기차 사용량 확대에 따른 폐배터리 재활용 시장 개화

## • 쉬어 갈 수 있는 선택의 자유

2023년 신규분양 세대수 0으로 리스크 최소화를 위해 쉬어 가는 전략, 그러나 사업 공백으로 인해 2024년 매출액은 전년대비 20.3%, 감소하는 등 외형 감소는 불가피한 상황임

## • 자금 지출은 마무리, 회수하는 시기

주요 자체사업 용지(울산, 경산, 고양) 매입대금 지급 및 신사업 투자(23.01 TMC 지분 매입 900억원, 23.08 BTS 지분 취득 375 억원 등)는 마무리되었음. 2분기말 기준 순차입금 8200억원이나, 주요 자체사업장 중도금 및 잔금 납입 일정(울산 에일린의 뜰 1,2차, 고양덕은 BIZ타워)으로 점차 줄어들 것으로 추정됨

## • 명확한 신성장 동력, 지금은 잠시 대기

아이에스동서에 대해 투자의견을 중립으로 하향함. 수주 공백으로 인해 2024년 매출 및 이익 감속폭이 두드러졌으며, 최근 리튬 가격 하락 등으로 2차전지 재활용 사업에서도 이익 성장이 둔화되었기 때문임. 그러나 투자 회수 시점에 진입했으며, 신성장 동력(자체사업 용지, 2차전지 재활용)이 명확하다는 점에서 건설업종 내 차별화된 전략이 돋보이는 기업임. 지금은 잠시 대기, 2025년 이후의 성장에 귀추가 주목됨

결산기(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액(십억원)	1,608	2,278	1,972	1,572	1,595
영업이익(십억원)	311	345	315	243	268
세전순이익(십억원)	168	286	334	281	310
지배순이익(십억원)	105	196	204	168	193
EPS(원)	3,398	6,334	6,608	5,439	6,246
증감율(%)	-15.5	86.4	4.3	-17.7	14.8
ROE(%)	8.7	14.8	13.5	9.9	10.4
PER(배)	13.0	4.5	4.3	5.2	4.5
PBR(배)	1.1	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	6.7	4.4	5.3	6.0	5.3

Key Data	(기준일: 2023. 11. 14)
KOSPI(pt)	2433.25
KOSDAQ(pt)	794.19
액면가(원)	500
시가총액(억원)	8,743
발행주식수(천주)	30,893
평균거래량(3M, 백만원)	63,200
52주 최고/최저	47,300 / 25,150
52주 일간Beta	1.4
배당수익률(23F, %)	0.0
외국인지분율(%)	5.5
주요주주 지분율(%)	
아이에스지주 외 7 인	54.9
국민연금공단	6.4

## Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.2	-9.7	-21.9	-16.8
KOSPI대비상대수익률	3.1	-4.6	-20.6	-15.3

## Company vs KOSPI composite

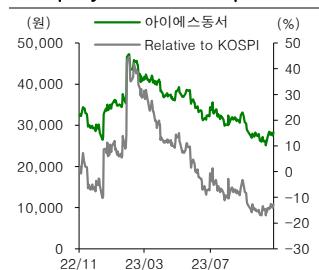


도표 1. 아이에스동서 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q23A	2Q23A	3Q23A	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022A	2023F	2024F
매출액	543	554	442	434	425	398	388	361	2,278	1,972	1,572
건축	352	372	257	253	230	201	187	178	1,652	1,234	796
환경	137	137	145	122	140	142	145	149	423	540	576
매출원가	418	419	325	337	327	306	299	275	1,736	1,499	1,206
영업이익	89	92	74	61	68	62	59	54	345	315	243
세전이익	177	57	37	64	70	65	64	64	286	335	263
지배순이익	136	37	29	3	43	40	39	34	196	205	157
증가율(YoY)											
매출액	-8.0%	-3.6%	-25.2%	-17.0%	-21.7%	-28.2%	-12.1%	-16.8%	41.7%	-13.4%	-20.3%
영업이익	-20.6%	11.4%	-18.2%	0.5%	-23.6%	-32.0%	-20.3%	-11.4%	11.0%	-8.7%	-22.9%
세전이익	65.5%	-22.0%	-49.8%	97.5%	-60.7%	14.1%	75.1%	-0.3%	70.6%	17.2%	-21.5%
지배순이익	72.1%	-28.9%	-47.2%	-68.2%	-68.1%	9.1%	36.7%	966.5%	86.4%	4.8%	-23.3%
매출원가율	77.1%	75.5%	73.7%	77.7%	77.0%	76.8%	77.0%	76.1%	76.2%	76.0%	76.7%
영업이익률	16.4%	16.5%	16.8%	13.9%	15.9%	15.7%	15.3%	14.9%	15.1%	16.0%	15.5%

자료 : 아이에스동서, 신영증권 리서치센터

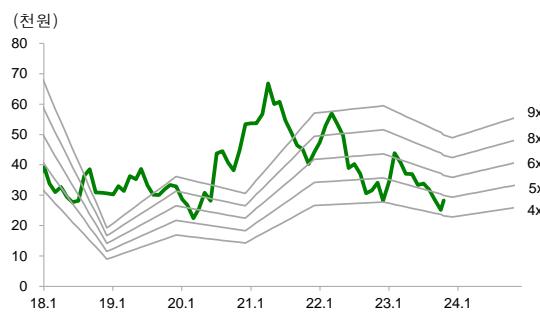
도표 2. 아이에스동서 Valuation

(단위: 십억원)

구분	내용		
영업가치-1)	1,150		
2024F	115	5.0	574
환경 NOPLAT	58	10.0	575
자산가치-2)	578		
용지	413		
투자부동산	165		
순차입금-3)	780		
적정가치= 1)+2)-3)	988		
발행주식수(천 주)	30,445		
적정주가(원)	31,130		

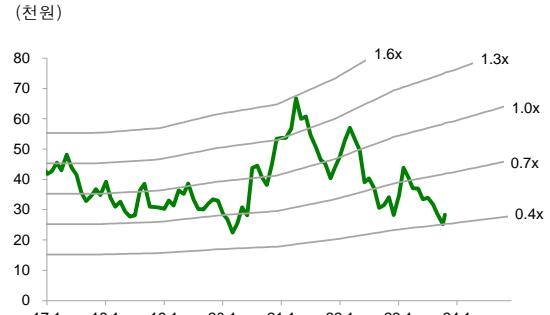
자료 : 아이에스동서, 신영증권 리서치센터

도표 3. 아이에스동서 12개월Fwd PER 밴드차트



자료 : Fnguide, 신영증권 리서치센터

도표 4. 아이에스동서 12개월Fwd PBR 밴드차트



자료 : Fnguide, 신영증권 리서치센터

## 아이에스동서(010780.KS) 추정 재무제표

## Income Statement

12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	16,084	22,784	19,724	15,720	15,950
증가율(%)	34.0	41.7	-13.4	-20.3	1.5
매출원가	11,493	17,361	14,994	12,060	12,077
원가율(%)	71.5	76.2	76.0	76.7	75.7
매출총이익	4,591	5,423	4,730	3,660	3,873
매출총이익률(%)	28.5	23.8	24.0	23.3	24.3
판매비와 관리비 등	1,483	1,972	1,578	1,226	1,196
판관비율(%)	9.2	8.7	8.0	7.8	7.5
영업이익	3,108	3,451	3,152	2,434	2,677
증가율(%)	48.7	11.0	-8.7	-22.8	10.0
영업이익률(%)	19.3	15.1	16.0	15.5	16.8
EBITDA	3,585	3,968	3,593	3,129	3,688
EBITDA마진(%)	22.3	17.4	18.2	19.9	23.1
순금융손익	-675	-488	-634	-597	-605
이자손익	-710	-543	-636	-599	-607
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-185	245	441	344	719
종속 및 관계기업 관련손익	-571	-348	376	626	306
법인세차감전계속사업이익	1,677	2,860	3,335	2,808	3,097
계속사업손익법인세비용	570	811	1,067	898	929
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,107	2,049	2,268	1,909	2,168
증가율(%)	-21.8	85.1	10.7	-15.8	13.6
순이익률(%)	6.9	9.0	11.5	12.1	13.6
지배주주지분 당기순이익	1,050	1,957	2,041	1,680	1,930
증가율(%)	-15.5	86.4	4.3	-17.7	14.9
기타포괄이익	-160	83	150	150	150
총포괄이익	947	2,131	2,418	2,059	2,318

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## Balance Sheet

12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	21,247	22,078	25,500	22,018	21,427
현금및현금성자산	3,305	4,118	5,947	5,643	5,204
매출채권 및 기타채권	2,111	3,014	3,274	2,748	2,422
재고자산	14,741	11,832	13,149	10,480	10,633
비유동자산	13,850	15,300	17,795	21,906	24,501
유형자산	6,270	6,086	8,601	11,645	13,550
무형자산	1,506	2,106	2,010	1,930	1,864
투자자산	3,870	4,762	4,838	5,985	6,741
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	35,098	37,378	43,295	43,924	45,928
유동부채	14,997	16,590	20,090	18,962	19,010
단기차입금	3,159	6,162	9,162	9,162	9,162
매입채무 및 기타채무	2,680	3,380	2,891	2,663	2,711
유동성장기부채	5,766	4,305	3,405	2,505	2,505
비유동부채	5,532	4,726	4,726	4,726	4,726
사채	1,700	1,243	1,243	1,243	1,243
장기차입금	2,600	2,119	2,119	2,119	2,119
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	20,529	21,317	24,816	23,688	23,736
지배주주지분	12,401	13,970	16,161	17,689	19,406
자본금	154	154	154	154	154
자본잉여금	3,906	3,908	3,908	3,908	3,908
기타포괄이익누계액	70	130	279	429	578
이익잉여금	8,327	9,935	11,976	13,355	14,922
비자배주주지분	2,168	2,091	2,318	2,547	2,786
자본총계	14,569	16,061	18,479	20,236	22,192
총차입금	13,396	14,134	16,234	15,334	15,334
순차입금	8,350	6,691	8,391	7,814	8,272

## Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	2,242	4,285	2,166	4,653	3,041
당기순이익	1,107	2,049	2,268	1,909	2,168
현금유출이없는비용및수익	2,568	2,230	1,814	1,613	2,288
유형자산감가상각비	411	421	344	616	946
무형자산상각비	67	96	96	80	66
영업활동관련자산부채변동	81	1,637	-213	2,628	122
매출채권의감소(증가)	1,511	-738	-259	526	326
재고자산의감소(증가)	-544	2,912	-1,317	2,669	-153
매입채무의증가(감소)	297	524	-489	-228	48
투자활동으로인한현금흐름	-787	-3,254	-2,928	-4,548	-3,669
투자자산의감소(증가)	-580	-1,286	254	-566	-496
유형자산의감소	69	682	0	0	0
CAPEX	-365	-769	-2,860	-3,660	-2,850
단기금융자산의감소(증가)	653	-1,544	19	19	19
재무활동으로인한현금흐름	-1,992	-218	2,227	-773	-175
정기차입금의증가(감소)	1,733	3,449	0	0	0
사채의증가(감소)	1,500	991	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	364	364	364
현금의증가	-536	813	1,829	-304	-438
기초현금	3,842	3,305	4,118	5,947	5,643
기말현금	3,305	4,118	5,947	5,643	5,205

## Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Per Share (원)					
EPS	3,398	6,334	6,608	5,439	6,246
BPS	40,451	45,853	52,945	57,891	63,450
DPS	1,200	0	0	1,000	1,200
Multiples (배)					
PER	13.0	4.5	4.3	5.2	4.5
PBR	1.1	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	6.7	4.4	5.3	6.0	5.3
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-15.5%	86.4%	4.3%	-17.7%	14.8%
EBITDA(발표기준) 증가율	37.3%	10.7%	-9.5%	-12.9%	17.9%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	7.8%	13.4%	13.1%	9.9%	10.2%
ROE(자배순이익 기준)	8.7%	14.8%	13.5%	9.9%	10.4%
ROIC	9.1%	12.6%	10.8%	7.8%	8.5%
WACC	7.3%	6.2%	5.8%	5.9%	6.0%
안전성(%)					
부채비율	140.9%	132.7%	134.3%	117.1%	107.0%
순차입금비율	57.3%	41.7%	45.4%	38.6%	37.3%
이자보상배율	4.1	5.1	4.0	3.3	3.6

## Compliance Notice

## ■ 투자등급

**종목** **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종기대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우  
**중립** : 향후 12개월 동안 추천일 종기대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우  
**매도** : 향후 12개월 동안 추천일 종기대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

**산업** **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천  
**중립** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천  
**비중축소** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 기재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## [당사의 투자의견 비율 고지]

## 당사의 투자의견 비율

기준일(20230930)

매수 : 86.26%      중립 : 12.98%      매도 : 0.76%

## [당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자) ELW	주식	시장조성자 주식선물	주식옵션	1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
HDC현대산업개발	-	-	-	-	-	-	-	-
현대건설	-	-	-	-	-	-	-	-
아이에스동서	-	O	-	-	-	-	-	-



