

건설/부동산

건설사 체력장

(Stress Test 기반 재무 체력 분석)

대체투자분석팀
02)368-6156
taehwan.ryu@eugenefn.com

Glossary

용어	정의
PF (Project Financing)	특정 프로젝트의 미래 수익을 담보로 자금을 조달하는 금융기법
ESC 조항(Escalation Clause)	자재비, 인건비 등 물가 상승에 따라 계약금액을 조정할 수 있도록 명시한 계약 조항
SPC (Special Purpose Company)	특수한 목적을 달성하기 위해 만들어진 법인으로, 주로 금융, 부동산, 인프라 프로젝트 등에서 자산을 관리하거나 자금을 조달하기 위해 활용
차주 (Borrower)	자금을 빌리는 주체로 채무자를 의미
대주 (Lender)	자금을 빌려주는 주체로 채권자를 의미
유동화증권	보유한 자산에서 발생하는 미래 현금흐름을 기초로 발행하는 증권
책임준공	건설사가 정해진 기한 내에 공사를 완료할 책임을 지는 계약 조건. PF 구조에서 대출기관의 리스크를 줄이기 위해 필수적으로 요구되는 조건 중 하나
분양불 구조	공사비를 선확보하지 않고 분양수입금으로 사업비를 충당하는 구조
기성불 구조	공사 진행률에 따라 공사비가 지급되는 사업구조
EXIT 분양률	PF 구조에서 대출 원리금 회수를 위해 필요한 최소한의 분양률. 건설사 입장에서 공사비 회수가 가능한 최소 분양률을 의미하기도 함
기한이익상실(Event of Default)	채무자가 본래 정해진 만기일까지 상환을 유예받을 수 있었던 기한의 이익을 잃고, 전액 상환 의무가 즉시 발생하는 상태
우발부채 (Contingent Liability)	부채로 인식되지 않지만, 특정 사건이 발생할 경우 장래에 실제 부담으로 전환될 수 있는 잠재적 의무
브릿지론 (Bridge Loan)	본 PF 이전에 토지비 등의 사업비를 조달하기 위한 대출
PF 보증	PF 대출에 대해 지급보증, 채무인수, 자금보충 등 신용공여를 제공하는 행위

Contents

I. 위기의 전조	6
건설업 전반에 드리워진 경고 신호	6
건설사 도산 메커니즘	7
실적보다 체력이 관건이다	9
II. 세 가지 위험 요인에 대한 분석	10
끝나지 않은 공사비 상승의 여파	10
질어지는 미분양의 그림자	16
재무제표의 사각지대, 우발부채	23
III. Stress Test	26
세 가지 리스크에 대한 스트레스 시나리오	26
스트레스 민감도 분석	28
Stress Test 분석 결과 및 시사점	39
Appendix	47
10대 건설사 재무지표 추이	
(1) 삼성물산 (028260.KS)	
(2) 현대건설 (000720.KS)	
(3) 대우건설 (047040.KS)	
(4) 현대엔지니어링	
(5) DL 이앤씨 (375500.KS)	
(6) GS 건설 (006360.KS)	
(7) 포스코 E&C	
(8) 롯데건설	
(9) SK 에코플랜트	
(10) HDC 현대산업개발 (294870.KS)	

건설사 체력장

(Stress Test 기반 재무 체력 분석)

최근 중견 건설사를 중심으로 법정관리 신청이 잇따르면서, 국내 건설업 전반에 대한 신뢰도와 재무 안정성에 대한 우려가 커지고 있다. 공사비 상승에 따른 수익성 훼손이 어느 정도까지 반영되었는지 여전히 불확실성이 존재하며, 미분양으로 인한 공사대금 회수 지연을 중심으로 유동성이 악화되고 있는 상황이다. 여기에 부외(off-balance) 형태의 PF 보증 등 우발부채가 현실화될 경우, 건설사의 재무 건전성은 추가적인 압박에 직면하게 된다.

이러한 위험은 결국 하나의 질문으로 귀결된다. **건설사는 이 위기를 버틸 수 있는 체력을 갖고 있는가?** 실적이 아닌, 체력의 문제인 것이다.

본 보고서에서는 건설업의 세 가지 핵심 리스크에 대해 분석하고, 이를 중심으로 시공능력평가 100 위 이내 건설사의 재무적 체력을 점검했다. ① **수익성 스트레스**(공사비 상승에 따른 수익성 훼손), ② **운전자본 스트레스**(미분양 증가 등으로 인한 매출채권 회전을 하락), ③ **우발부채 스트레스**(PF 보증 이행 리스크)에 대해 스트레스를 반영하여 각 건설사가 어느 정도의 민감도를 나타내는지, 재무 여력이 충분한 건설사가 어디인지 살펴보았다.

이를 통해, 표면적인 재무지표만으로 파악하기 어려운 위기 대응 여력과 재무 체력을 입체적으로 진단하고자 한다. 일부 기업은 높은 스트레스 조건에서도 안정적인 재무 구조를 유지한 반면, 일부는 특정 리스크에 대해 상대적으로 높은 민감도를 보이는 것으로 나타났다.

이번 분석은 **실적이 아닌 체력을 기준으로 건설사를 새롭게 재조명해보는 시도**이며, 건설업 전반의 불확실성이 지속되는 현 시점에서 기초 재무 체력 뿐만 아니라 스트레스에 대한 민감도가 낮은 기업(서희건설, 삼성물산, DL이앤씨 등)의 투자 매력이 높아질 것으로 예상된다.

Preface

by 대체투자분석팀

핵심 이슈

- 시공능력평가 100 위 이내 건설사들의 연이은 기업회생 신청
- 건설업 전반에 대한 불확실성 확대, 투자자 신뢰 약화
- 재무 체력에 기반한 선별 평가 필요성 부각

문제 제기

- 공사비 : 수익성 악화 해소 여부 불투명
- 미분양 : 운전자본 부담 증가로 현금흐름 악화 우려
- PF 보증 : 부동산 시장 침체와 PF 시장 위축에 따른 보증 리스크 부각

진단 분석

- GP 마진 하락폭을 고려, 수익성 스트레스에 대한 민감도 측정
- 비정상적인 매출채권 증가분을 고려, 운전자본 스트레스에 대한 민감도 측정
- PF 보증 유형별 리스크를 분석, 우발부채 스트레스에 대한 민감도 측정

결론

- 스트레스 테스트에서 높은 민감도를 보인 기업 다수 존재
- 스트레스 조건 하에서도 체력을 유지한 기업은 재무 체력을 입증
- 재무 체력이 검증된 기업에 대한 관심을 가질 필요

Executive Summary

I. 위기의 전조

건설업 전반에 드리워진 경고 신호

시평 100 위 이내
건설사조차
법정관리 신청

2025 년 현재, 국내 건설업은 금융위기 이후 가장 복합적인 리스크에 직면해 있다. 올해 들어 시공능력평가 100 위 이내 건설사 3 개 기업이 법정관리를 신청했으며, 일부 기업은 신용등급 하향 조정을 겪고 있다. 이는 개별 기업의 일시적 문제가 아닌, 업계 전반의 구조적 위험이 본격화되고 있음을 시사한다.

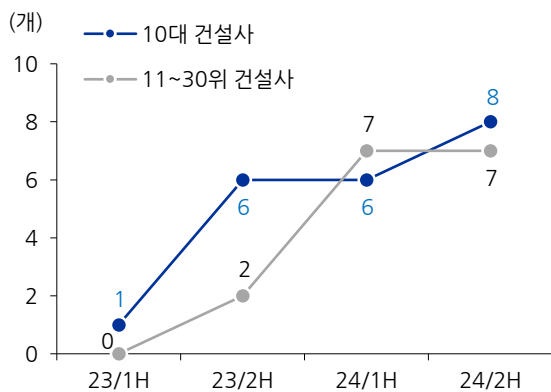
또한, 하도급대금 법정 지급기일(60 일)을 초과해 기성을 지급한 사례가 시공능력평가 상위권 건설사에서도 증가하고 있다. 이는 단순한 지급 지연을 넘어, 종합건설사의 유동성 한계가 협력업체까지 전이되고 있음을 보여주는 경고 신호다.

도표1. 2025 년 건설사 법정관리 신청 현황(200 위 이내 건설사 기준)

2024 년 시공능력평가 순위	회사명	소재지	법정관리 신청시기	비고
58 위	신동아건설	경기	2025 년 1 월	
71 위	삼부토건	서울	2025 년 2 월	코스피 상장사(거래정지)
96 위	대흥건설	충북	2025 년 4 월	
103 위	대저건설	서울	2025 년 2 월	
114 위	삼정기업	부산	2025 년 2 월	
116 위	안강건설	서울	2025 년 2 월	
134 위	이화공영	서울	2025 년 4 월	코스닥 상장사(거래정지)
180 위	벽산엔지니어링	경기	2025 년 3 월	

자료: 언론, 유진투자증권

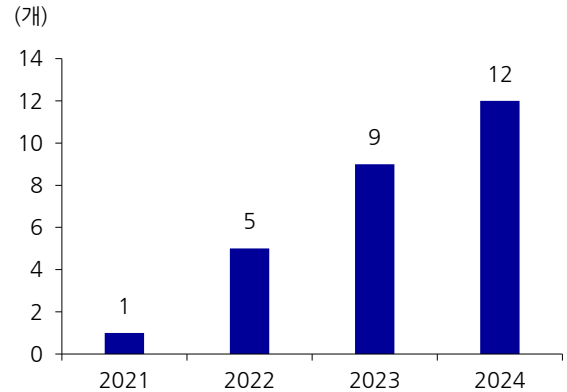
도표2. 하도급대금 법정 지급기일 초과 지급 건설사



자료: KPMG, 유진투자증권

주) 하도급대금 법정 지급기일 = 60 일

도표3. 종합건설업체 부도 추이



자료: 국토교통부, 유진투자증권

건설사 도산 메커니즘

최근 회생절차에 들어간 건설사들은 두 가지 유형으로 구분할 수 있다.

(첫 번째 도산 형태)
자본잠식형

첫 번째는 공사비 상승에 따른 수익성 훼손이 누적되어 자본잠식에 이른 형태다. 지속적인 원가율 상승에도 불구하고 공사비 증액이 지연되거나 협상을 이뤄내지 못하면서, 수익성 악화 누적으로 자본이 잠식되는 것이다.

도표 4. 자본잠식형 도산 기업 재무제표

(단위 : 백만원)			FY22	FY23	FY24
신동아건설 (58 위)	재무상태표	자산총계	808,852	952,667	781,005
		부채총계	623,532	765,796	781,068
		자본총계	185,320	186,871	(63)
	손익계산서	매출액	571,930	753,036	558,051
		영업이익	7,078	17,914	(73,589)
		순이익	(2,648)	1,310	(186,914)
대저건설 (103 위)	재무상태표	자산총계	198,273	229,142	190,600
		부채총계	82,853	122,691	207,949
		자본총계	115,420	106,452	(17,348)
	손익계산서	매출액	218,837	302,118	281,303
		영업이익	3,837	(549)	(53,271)
		순이익	1,018	(9,722)	(123,779)
벽산엔지니어링 (180 위)	재무상태표	자산총계	157,554	170,661	54,949
		부채총계	132,477	139,066	128,005
		자본총계	25,078	31,595	(73,056)
	손익계산서	매출액	230,783	280,269	158,632
		영업이익	(13,712)	6,575	(73,732)
		순이익	(17,813)	2,136	(107,225)

자료: 전자공시시스템(DART), 유진투자증권

(두 번째 도산 형태)
유동성악화형

두 번째는 현금흐름 악화가 유동성 위기로 전이된 형태다. 건설업은 기본적으로 선투입 · 후정산 구조이기 때문에, 수익성과 무관하게 유동성 확보가 필수적이다. 즉, 손익상으로는 흑자를 기록하고 있음에도, 분양대금 회수 지연이나 미수채권 증가 등으로 인해 현금 유입이 막히면서 유동성 위기로 빠르게 전이될 수 있다.

특히, 분양불 조건의 도급계약 구조에서 분양률이 저조할 경우, 매출채권만 누적된 채 실질 현금 유입 없이 자금 부담만 커지게 된다. 이로 인해 만기 도래한 대출 상환이나 하도급대금 정산 등 현금지출 수요를 감당하지 못하면서 ‘흑자도산’이 발생하는 것이다.

또한, 장부상 일정 수준의 현금을 보유하고 있더라도, 그 중 일부는 담보 제공, 압류 등으로 인해 실제 사용이 어려운 경우가 존재한다. 현금 가용이 제한된 상황에서 유동부채가 과도하고 외부 조달마저 차단된다면, 흑자 실적에도 불구하고 도산 가능성을 배제하기 어렵다.

도표 5. 유동성악화형 도산 기업 재무제표

(단위 : 백만원)			FY22	FY23	FY24
삼성기업 (114 위)	재무상태표	자산총계	434,079	495,623	456,288
		부채총계	203,281	263,694	307,523
		자본총계	230,798	231,929	148,765
	현금및현금성자산	차감 전	3,559	9,647	2,122
		(사용제한 금액)	407	400	1,317
		차감 후	3,152	9,247	805
이화공영 (134 위)	재무상태표	자산총계	94,770	109,621	65,307
		부채총계	47,813	58,733	48,465
		자본총계	46,957	50,888	16,842
	현금및현금성자산	차감 전	234	409	152
		(사용제한 금액)	-	-	-
		차감 후	234	409	152

자료: 전자공시시스템(DART), 유진투자증권

실적보다 체력이 관건이다

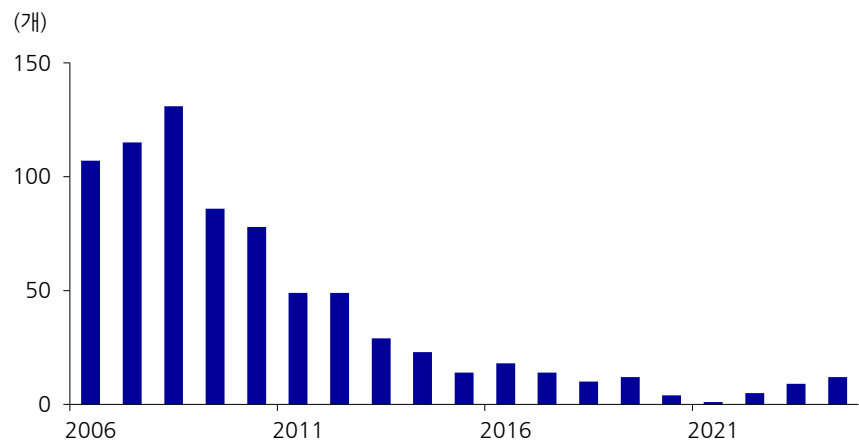
금융위기 당시의
연쇄 도산 배경과
유사한 현재 상황

과거 2008 년 글로벌 금융위기 당시, 국내 건설업계는 공사비 급등과 미분양 누적이라는 복합적인 악재 속에서 연쇄 도산을 겪었다. 2008 년 한 해에만 종합건설업체 131 곳이 부도 처리됐다.

그리고 2025 년 현재, 당시와 유사한 문제들이 반복되고 있다. 1) 공사비 급등으로 수익성이 훼손되었고, 2) 미분양으로 인해 현금흐름이 악화되고 있다. 여기에 3) PF 보증 등 우발부채가 현실화될 경우, 건설사의 재무 건전성은 추가적인 압박에 직면할 수 밖에 없다.

지금 국내 건설사에게 필요한 것은 실적보다도 현재의 위기를 버틸 수 있는 체력이다. 재무제표 상의 수익이나 자산 규모만으로 기업의 안정성을 추정하기는 어렵다. 잠재 리스크에 대한 입체적이고 현실적인 점검이 더욱 중요해진 시점이라 판단한다.

도표6. 종합건설업체 부도 추이(2006~2024)



자료: 국토교통부, 유진투자증권

II. 세 가지 위험 요인에 대한 분석

끝나지 않은 공사비 상승의 여파

아직 한 발 남았다

2000 년 이후 뚜렷한 공사비 상승기는 두 차례 있었다. 첫 번째는 2007 년 말부터 2008 년까지로, 원자재 가격 급등과 금융위기 직전의 경기 과열이 주요 원인이었다. 두 번째는 2020 년 말부터 2022 년 중반까지로, 코로나 19 이후 인건비 상승과 공급망 차질이 공사비 상승을 이끌었다.

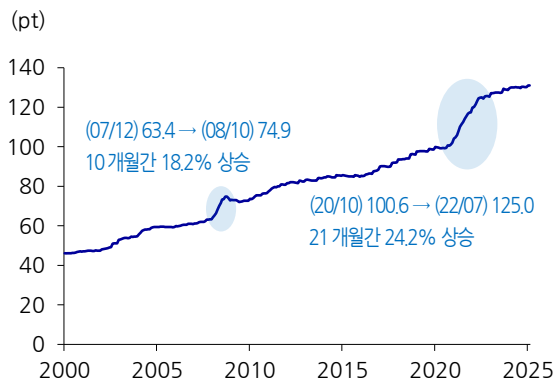
공사비 상승 여파는
프로젝트가
종료될 때까지 지속

과거 상승기('07.12~'08.10)의 건설공사비 지수는 10 개월 간 18.2% 상승했으며, 이후 수 년간 건설사의 수익률에 악영향을 미쳤다. 상승기 이전('05~'07) 평균 GPM(매출총이익률)을 기준으로 5 년 간('08~'12) 누적 15%p의 GPM 하락이 발생했으며, NPM(순이익률)은 0% 내외에 머물렀다. 이는 원가 상승이 일시적으로 실적에 반영되는 것이 아니라, 원가 상승 영향을 받은 프로젝트가 종료될 때까지 지속적으로 영향을 미친다는 것을 보여준다.

과거 상승기보다
더 큰 폭과
더 긴 기간

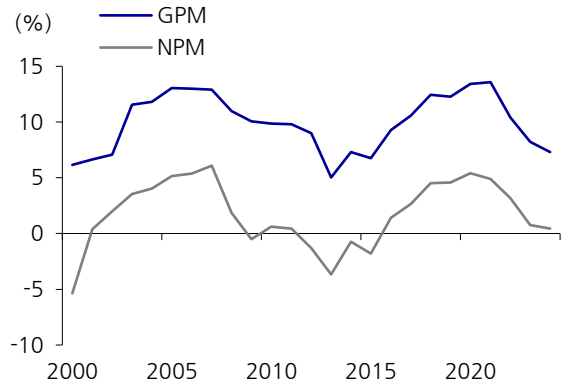
이번 상승기('20.10~'22.07)에는 21 개월 간 24.2% 상승해, 상승폭과 상승기간 모두 과거보다 컸다. 또한, 과거에는 공사비 상승 이후 일정기간 하락세로 전환되며 안정세를 찾았지만, 현재는 상승세가 둔화된 수준이다. 따라서, 수익성 훼손의 폭과 그 지속기간 모두 과거보다 클 가능성이 높다고 판단한다.

도표7. 건설공사비지수 추이



자료: 국가통계포털(KOSIS), 유진투자증권
주) 건설공사비지수(2020=100)

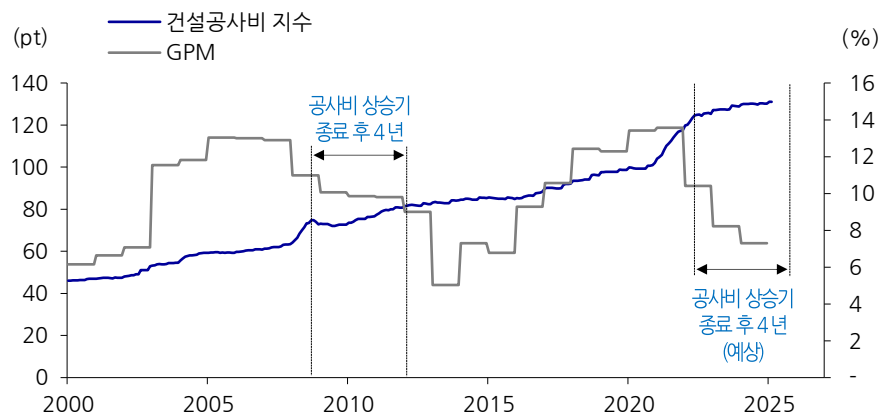
도표8. 건설사 연간 GPM 및 NPM 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권
주) 2013 년 수익성 악화는 해외 플랜트 사업 대규모 손실 영향으로 판단

예산 편성과 착공 사이의 시차 (Time-Lag)	공사비 상승으로 인한 수익성 악화는 착공 시점이 아니라, 착공 이전 수주 예산을 편성할 때부터 시작된다. 견적, 입찰, 도급계약, 착공 준비까지 일반적으로 4~6 개월 간의 시간차(Time-Lag)가 발생한다. 즉, 공사비 상승이 둔화된 이후 착공하는 현장조차도 원가 상승의 영향을 받을 가능성이 있다는 것이다.
현장은 끝날 때까지 끝난 게 아니다	준공과 함께 원가 리스크가 종결되는 것 또한 아닐 수 있다. 발주자와 원도급사, 원도급사와 하도급사 간의 정산 절차가 남아있기 때문이다. 수익성 훼손이 클수록 정산 과정은 장기화될 가능성이 높고, 이는 준공 이후에도 손익 부담이 지속되는 구조로 이어진다.
과거보다 길어진 공사기간	또한 제도적 변화로 인해 과거보다 원가 리스크가 심화되었다. 주52시간 근무제 시행으로 작업시간이 감소했고, 중대재해처벌법 시행으로 안전 규제가 강화되면서 공사기간은 더 길어졌다. 이는 단순한 원가 상승 외에도 공사비 상승의 여파가 더 장기적으로 지속되는 요인이 되고 있다.
2025년까지는 공사비 상승의 여파가 이어질 것	과거 공사비 상승기 종료 이후에도 GPM 하락이 수 년간 지속되었듯이, 2025년까지는 수익성 부담이 이어질 것으로 판단한다. 발주자와의 협상을 통해 공사비 증액을 이끌어냈거나, 신규 수주를 통한 수익성 Mix 에 성공한 건설사는 예외가 될 수 있다. 그러나 그 가능성 또한 제한적일 것으로 예상된다.

도표9. 공사비 상승에 따른 GPM 훼손 기간(추정)



자료: 국가통계포털(KOSIS), Quantiwise, 유진투자증권

주) 2013년 수익성 악화는 해외 플랜트 사업 대규모 손실 영향으로 판단

물가변동에 따른 공사비 증액 가능성

일부 사업 유형은
계약금액 조정이
가능한 경우도 있어

물가 상승에 따라 공사비 증액이 가능한 경우도 일부 존재한다. 예를 들어, 조달청 등 국가계약법이 적용되는 공공사업은 일정 요건 충족 시 계약금액 조정이 가능하다. 또한, 분양가상한제 적용 지역의 경우에는 국토교통부가 고시하는 기본형 건축비 상승을 근거로 분양 승인 이전에 분양가를 조정해 공사비를 일정 부분 반영할 수 있는 구조다. 정비사업 역시 조합과의 협의를 통해 공사비 증액이 이루어진 사례가 다수 존재한다.

도표 10. 국가를 당사자로 하는 계약에 관한 법률(국가계약법)

구분	내용
동법 제 19조 물가변동 등에 따른 계약금액 조정	각 중앙관서의 장 또는 계약담당공무원은 공사계약·제조계약·용역계약 또는 그 밖에 고의 부담이 되는 계약을 체결한 다음 물가변동 , 설계변경, 그 밖에 계약내용의 변경(천재지변, 전쟁 등 불가항력적 사유에 따른 경우를 포함한다)으로 인하여 계약금액을 조정할 필요가 있을 때에는 대통령령으로 정하는 바에 따라 그 계약금액을 조정한다.

자료: 국가법령정보센터, 유진투자증권

도표 11. 분양가상한제 적용 지역 분양가 산정 방식

분양가 산정 방식	기본형 건축비 고시
$\begin{aligned} &\text{건축비 (기본형 건축비 + 건축비 가산비)} \\ &+ \\ &\text{택지비 (택지 공급가격(감정평가액) + 택지비 가산비)} \end{aligned}$	매년 3/1, 9/15 (6개월마다 정기적으로 고시)

자료: 국토교통부, 유진투자증권

그러나, ESC 조항이
없는 경우가 일반적

그러나, 민간 도급사업의 경우 대부분 총액계약(Lump Sum) 방식이며, 계약조건 상 ESC(Escalation) 조항이 포함되지 않는 경우가 일반적이다. 따라서 물가상승이 발생하더라도, 공사비 증액에 대한 협상의 여지가 제한적이다. 특히, PF 사업의 경우 사업이익이 한정돼있는 점을 고려한다면, 가능성은 더 낮아질 수 밖에 없다.

신규 사업을 통한 수익성 Mix 가능성

문제는 사업성보다
시장 참여자의 공백

PF 시장 위축으로 신규 수주 또한 기대하기 어려운 상황으로 판단한다. PF 시장이 확대될 수 있었던 이유는 조달 난이도가 높은 후순위 트랜치(Tranche)에 중소형 증권사가 참여하고, 건설사가 신용공여를 제공했기 때문이라 판단한다.

부동산 시장 침체와 개발원가 상승은 단순히 사업성 악화에 그치지 않았다. 증권사가 보유한 대출채권 부실과 건설사의 재무 부담 가중은 후순위 트랜치를 담당했던 시장 참여자의 공백으로 이어졌으며, 결국 신규 PF 사업의 Deal Closing 가능성이 현저히 떨어지는 구조적 문제로 확산된 것이다.

도표 12. 시공사 신용공여 금융구조도(예시)



자료: 유진투자증권

도표 13. 증권사 대출 금융구조도(예시)

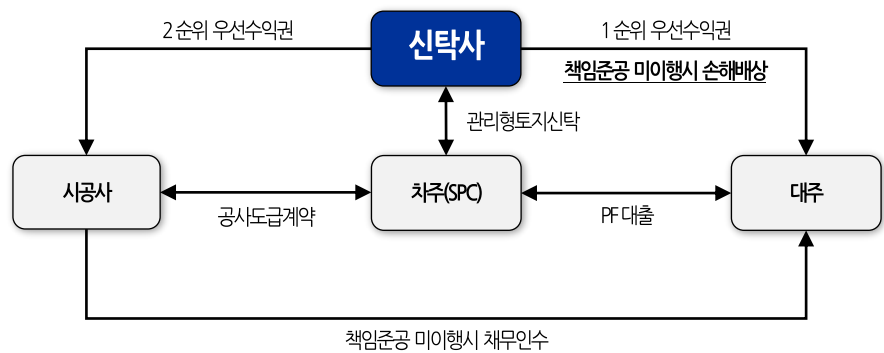


자료: 유진투자증권

책준신탁의 위축은
중소형 건설사의
PF 참여방안
부재로 이어져

특히, 중소형 건설사의 PF 사업 접근성은 급격히 낮아졌다. PF 대출의 전제조건은 기한 내에 대출기관의 담보 물건을 완성하는 책임준공이다. 대출기관이 요구하는 신용등급 기준을 충족하지 못하는 건설사에 대해 신탁사가 책임준공을 보증하는 책임준공형 관리형토지신탁(책준신탁) 구조의 신뢰도가 낮아지면서, 결국 PF 시장은 대형 건설사 위주로 편중된 상황이다.

도표 14. 책임준공형 관리형토지신탁 PF 대출 금융구조도

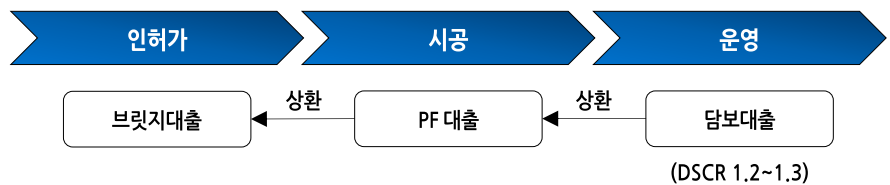


자료: 유진투자증권

상업용 부동산의
담보대출화(化)

상업용 부동산 또한 PF대출 난이도가 높아지는 추세다. 상업용 부동산 PF대출은 준공 후 담보대출을 통해 상환한다. 그러나, 준공 후 담보대출에 실패하는 사례가 발생함에 따라, 대출기관에서 PF 대출 시점부터 임차인 사전 확보를 요구하는 사례가 증가하고 있다. 사전 임차는 대출 상환 리스크를 보완하는 PF 구조화 방안이지만, 임차인 확보가 쉽지 않고 임대료 할인 등의 조건이 수반되면서 사업성이 저하되고, 결과적으로 Deal Closing 가능성을 떨어트리는 요인으로 작용한다.

도표 15. 상업용 부동산 PF대출 상환 구조



자료: 유진투자증권

주) DSCR(Debt Service Coverage Ratio) = NOI(Net Operating Income) / 대출원리금 상환액

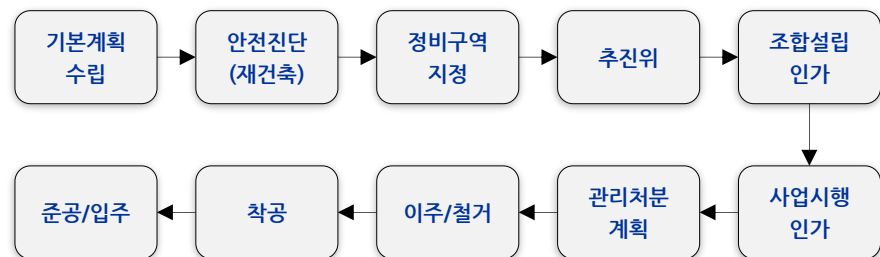
정비사업은
공사비 재협의를
선행해야 한다

정비사업(재개발, 재건축)은 일반 도급사업에 비해 수주 이후 착공까지 장기간이 소요되는 구조다. 건설사의 정비사업 수주는 조합설립인가 이후 단계에서 이루어지며, 이후 사업계획승인, 관리처분인가, 이주 및 철거 등의 절차를 거쳐야 하기 때문에, 착공까지 수년이 걸리는 경우도 많다.

현재 건설사들이 수주잔고로 보유하고 있는 정비사업들은, 관리처분인가 신청 이전이라면 공사비 인상 협의가 진행될 가능성이 높다. 따라서, 공사비 인상이 반영되고 착공까지 이어질 경우, 수익성 Mix 가 가능할 것으로 기대된다.

그러나 주택시장 침체로 인해 일반분양분의 분양가 인상 여력이 제한적인 점을 고려할 경우, 공사비 인상분은 조합원 부담금 상승으로 이어질 것이다. 변경된 조합원 부담금이 조합 총회 승인이 가능한 수준이어야 사업이 추진될 수 있으며, 그 수준을 벗어날 경우 사업 지연 또는 건설사 교체 가능성도 배제할 수 없다.

도표 16. 재개발·재건축 정비사업 절차



자료: 도시및주거환경정비법, 부동산 114, 유진투자증권

결국, 신규 사업
착공 가능성
자체가 낮아졌다

결론적으로, 현재 건설시장은 PF 시장의 경색, 분양시장 침체, 개발원가 상승 등 복합적인 제약 요인들이 맞물리며, 신규 사업의 착공 가능성 자체가 과거 대비 크게 낮아진 상황이다. 이는 곧, 건설사가 신규 사업을 통해 수익성을 개선하고자 하더라도 한계가 있음을 의미한다.

질어지는 미분양의 그림자

미분양 증가는 제한적, 그러나 해소가 필요하다

2008 년과는
다른 양상을 보이는
미분양 추이

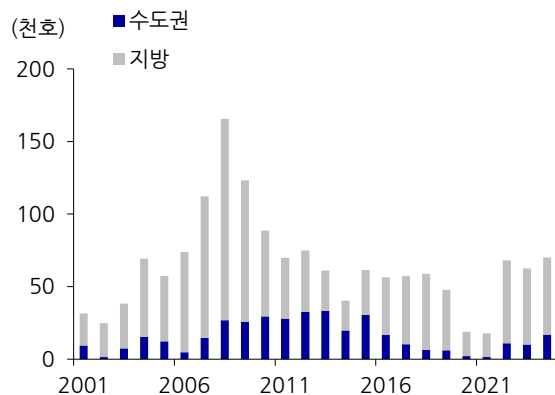
과거 미분양이 크게 증가했던 시기 또한 2008 년이었다. 절대적인 물량만 놓고 보면, 2008 년 금융위기 당시와 비교해 현재의 미분양 규모는 상대적으로 낮은 수준이다. 그러나 결정적인 차이는, 당시에는 미분양 물량이 정점을 찍은 후 빠르게 해소 국면에 진입했던 반면, 지금은 지속적인 침체 상황이라는 점이다.

금융위기 이후 지방 미분양 물량이 빠르게 감소할 수 있었던 주된 요인은 1) 금리 인하를 통해 잠재 수요자의 구매력이 상승한 점과 2) 국가균형발전 정책에 따라 지방으로의 인구 유입이 활발했기 때문이라고 판단한다. 실제 2011 ~2016 년은 수도권 인구가 지방으로 순유출된 유일한 시기이며, 이는 미분양 물량 해소와 함께 주택가격의 완만한 회복으로 이어졌다.

미분양으로 인한
유동성 압박은
더 심화될 것

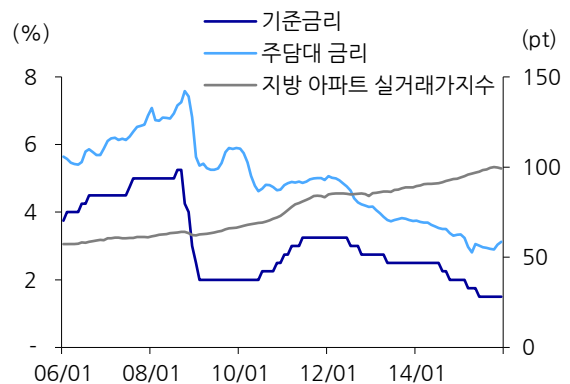
현재로서는 지방 미분양의 해소를 기대할 만한 뚜렷한 요인이 보이지 않는다. 과거와 같은 급격한 금리 인하 가능성은 제한적이며, 지방 인구의 순유출은 지속되고 있다. 무엇보다 지방 주택가격의 상승 가능성이 낮아, 미분양 해소는 당분간 어려울 것으로 판단된다. 결국, 미분양으로 인한 공사비 회수 지연 여부와 관계 없이, 건설사는 책임준공 의무를 이행해야 하며, 이로 인한 유동성 부담은 더욱 심화될 것으로 예상된다.

도표 17. 미분양 추이



자료: 국가통계포털(KOSIS), 유진투자증권

도표 18. 주담대 금리 및 실거래가지수('06~'15)



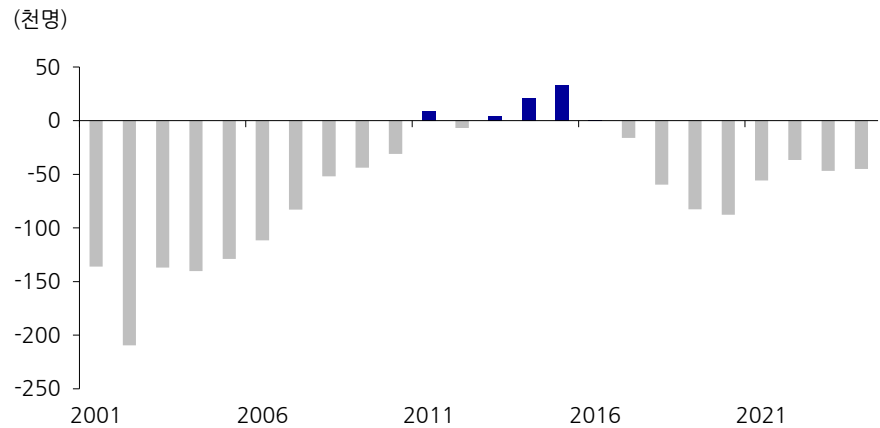
자료: 한국은행, 국가통계포털(KOSIS), 유진투자증권
주) 실거래가지수(2017.11 = 100)

도표 19. 행정중심복합도시, 혁신도시, 기업도시

구 분	행복도시	혁신도시	기업도시
위치	충청남도 연기군 및 공주시 일대	부산, 대구, 광주·전남, 울산, 원주, 진천·음성, 전주·완주, 김천, 진주, 서귀포 등	원주, 충주, 무안, 태안, 무주, 영남·해남 등
총 면적	72.97 km ²	45.22 km ²	159.39 km ²
목표 인구	500,000 명	266,244 명	250,200 명
목표 주택 수	200,000 세대	97,609 세대	100,424 세대
목표 고용 인원	250,000 명	-	-
이전 계획 인원	12,650 명 (중앙행정기관 10,374 명, 정부출연 연구기관 2,276 명)	39,935 명 (이전 공공기관 124 개 기관)	-

자료: 한국주택금융공사 「한국의 주택금융 70 년」, 유진투자증권

도표 20. 지방 인구 순유입 수(2006~2024)



자료: 국가통계포털(KOSIS), 유진투자증권

사업 구조에 따라 달라지는 건설사의 미분양 리스크

모든 분양사업이 동일한 수준의 리스크를 수반하는 것은 아니다.

책준신탁과
차입형토지신탁은
미분양 리스크
제한적

책임준공형 관리형토지신탁(책준신탁) 사업의 경우, 공사비의 90% 수준을 선확 보한 PF 구조로서, 건설사의 공사비 회수 리스크는 일정 수준으로 제한된다. 공사비 마진이 10% 수준이라면, 미분양과 관계없이 공사원가는 받을 수 있는 구조인 것이다. 즉, 책준신탁 사업장에서 건설사의 미분양에 대한 리스크는 제한적일 것으로 판단한다.

또한, 차입형토지신탁은 신탁사의 계정대(자체 자금)를 통해 분양률과 무관하게 공사비가 지급되어, 건설사 입장에서 사실상 미분양 리스크가 존재하지 않는다.

도표 21. 책준신탁 및 차입형토지신탁 자금조달 구조

[책임준공형 관리형토지신탁]		[차입형토지신탁]	
필수 사업비	자금조달	사업비	자금조달
공사비 (90%)	PF대출	공사비	신탁계정대
기타 사업비		기타 사업비	
토지비		토지비	
	Equity		Equity

자료: 유진투자증권

주1) 책준신탁은 공사비의 90% 수준을 조달(단, 미분양으로 금융비용 추가 발생 시 공사비 재원에서 지급)

주2) 차입형토지신탁은 신탁계정대로 공사비 지급(단, 신탁법상 토지비는 사용 불가, 공사비 ABL을 통해 조달)

HUG, HF의
PF 보증 사업은
미분양 리스크
일부 존재

HUG(주택도시보증공사)나 HF(한국주택금융공사)의 PF 보증 사업에서는 건설사의 미분양 리스크가 일정 부분 존재한다. HUG는 총 사업비의 50%, HF는 총 사업비의 63%(대출한도 70% × 보증한도 90%)를 보증하는 구조로, 보증 이외의 사업비는 분양 성과에 의존해야 한다.

도표 22. HUG 및 HF의 PF 보증 요건

구분	HUG(주택도시보증공사)	HF(한국주택금융공사)
보증금액	총사업비의 50%	총사업비의 63% (대출한도 × 보증한도)
주요 사공사 요건	- 주택도시보증공사 신용평가 등급이 BB+등급 이상 - 시공능력평가 순위 700위 이내	- 시공능력평가순위 100위 이내인 주택건설사업자 - 신용등급 BBB+ 등급 이상인 주택건설사업자

자료: 주택도시보증공사, 한국주택금융공사, 유진투자증권

주1) 공동주택 선분양 PF사업 기준

주2) HF 보증한도 63%는 대출한도(총사업비의 70%)에 보증한도(대출금액의 90%)를 반영한 값임

분양불 사업에서
공사비 회수는
분양률에 크게 의존

가장 큰 미분양 리스크를 안고 있는 사업 구조는, 토지비를 포함한 초기 사업비만을 조달하고 공사비는 분양수입금으로 충당하는 분양불 구조(또는 분양수입금 내 기성불 구조)다. 단, 사업에 따라 일부 공사비를 확보하기도 한다.

분양불 구조는 일반적으로 대출기관에서 인정하는 신용등급(한국신용평가, 한국기업평가, NICE 신용평가 기준 회사채 A- 이상)을 보유한 건설사, 즉 자체적으로 책임준공이 가능한 건설사가 참여하는 형태로 운영된다. 공사비 지급이 전적으로 분양률에 의존하기 때문에, 분양이 부진할 경우 건설사가 부담해야 할 재무적 리스크가 가장 크다.

도표 23. 분양불 사업 자금 조달구조

[분양불 사업]	
사업비	자금조달
공사비	분양수입금
기타 사업비	PF대출
토지비	Equity

자료: 유진투자증권

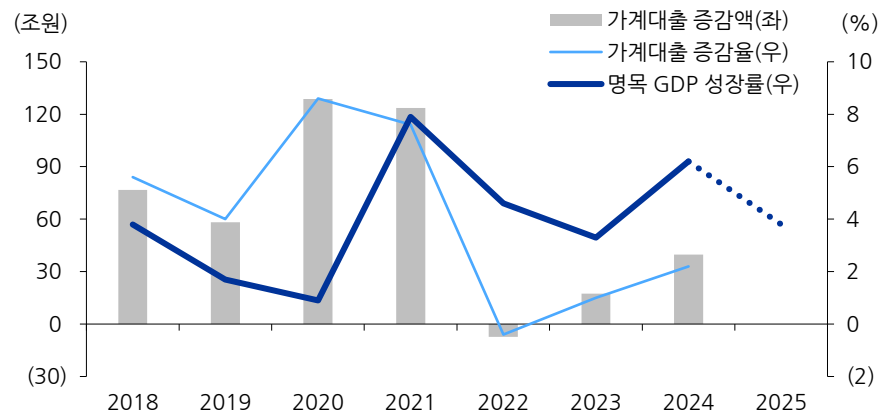
주택가격 상승으로 미분양이 해소될 가능성

정부의 가계부채
관리방안은
주택가격 상승 제한

전반적인 부동산 시장 침체 국면에서, 지방 주택가격 상승을 통한 미분양 해소 가능성은 낮다고 판단한다. 정부는 현재 명목 GDP 성장률 이내에서 가계부채 증가율을 관리하고 있으며, 이는 주택가격 상승 속도를 제한하는 요인으로 작용한다.

가계대출에서 가장 큰 비중을 차지하는 주택담보대출은 주택가격과 궤를 같이 한다. 주택가격 상승과 함께 가계대출 증가율이 명목 GDP 성장률을 초과할 경우, 정부가 추가적인 대출 규제를 도입할 가능성 또한 배제할 수 없다.

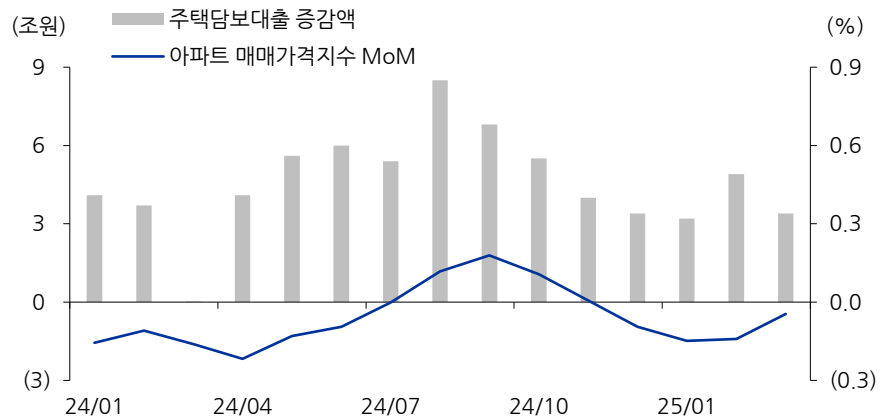
도표 24. 가계대출 증감액(율) 및 명목 GDP 성장률 추이



자료: 한국은행 경제통계시스템, 금융위원회, 유진투자증권

주) 2025년 명목 GDP 성장률(3.8%)은 기획재정부에서 발표한 「2025년 경제정책방향」 상의 전망치

도표 25. 주택담보대출 증감액 및 매매가격지수 추이

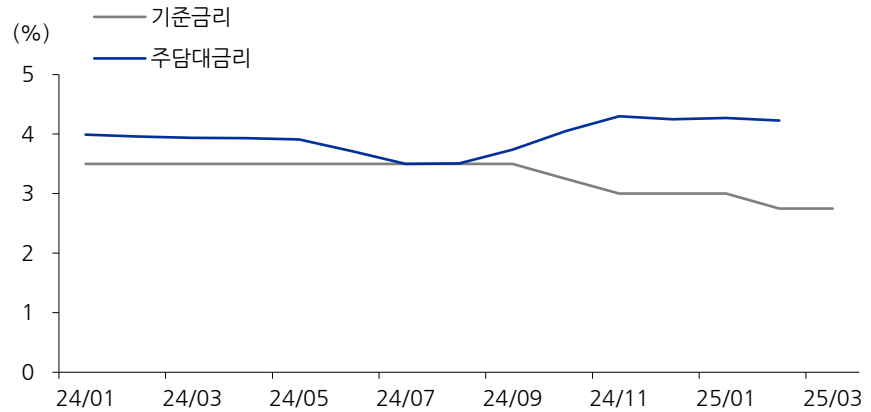


자료: 금융위원회, KB 부동산, 유진투자증권

2025년 7월,
스트레스 DSR
3 단계 시행 예정

2025년 7월부터 시행 예정인 스트레스 DSR 3 단계에서는 스트레스 금리를 1.50%로 상향한다. 수도권 지역의 경우 기존 스트레스 금리가 1.20%였던 만큼 영향은 제한적일 것으로 예상된다. 반면, 미분양 주택이 집중된 지방의 경우, 기존 스트레스 금리가 0.75%인 점을 감안하면, 잠재 매수자의 구매력 하락이 수도권보다 더 클 것으로 예상된다. 이는, 지방 주택가격의 상승 가능성을 더욱 낮추며, 결과적으로 미분양 해소에도 부정적인 영향을 줄 것으로 예상된다.

도표 26. 기준금리 및 주택담보대출 금리



자료: 한국은행, 유진투자증권

주) 예금은행 주택담보대출 금리(신규취급액) 기준

도표 27. 소득 5,000만원 차주 대출한도 변화

구분	스트레스 DSR			
	2 단계		3 단계	
	수도권	비수도권	수도권	비수도권
변동형	2.87억원	3.02억원	2.78억원 (-0.09억원)	2.78억원 (-0.24억원)
혼합형	3.03억원	3.12억원	2.97억원 (-0.06억원)	2.97억원 (-0.15억원)
주기형	3.15억원	3.20억원	3.12억원 (-0.03억원)	3.12억원 (-0.08억원)

자료: 금융위원회, 유진투자증권

주) 30년 만기, 분할상환 대출시, 대출이자 4.5% 가정

도표 28. 소득 1억원 차주 대출한도 변화

구분	스트레스 DSR			
	2 단계		3 단계	
	수도권	비수도권	수도권	비수도권
변동형	5.74억원	6.04억원	5.56억원 (-0.18억원)	5.56억원 (-0.48억원)
혼합형	6.06억원	6.24억원	5.94억원 (-0.12억원)	5.94억원 (-0.30억원)
주기형	6.31억원	6.41억원	6.24억원 (-0.07억원)	6.24억원 (-0.17억원)

자료: 금융위원회, 유진투자증권

주) 30년 만기, 분할상환 대출시, 대출이자 4.5% 가정

미분양, 그 이후의 시나리오

미분양 해소 지연에도 불구하고, 건설사는 책임준공 의무를 이행하기 위해 공사는 계속 되어야 한다. 미분양이 지속될수록 건설사의 매출채권 회전율은 악화되고, 현금흐름 리스크는 가속화될 것이다.

준공 이후,
공사비 회수를 위한
특별한 방안은 없다

미분양이 남아 있는 사업장이 준공에 이르렀을 때, 건설사가 공사비 회수를 위해 취할 수 있는 방안은 크게 세 가지로 예상된다. 1) 미분양 담보대출 실행, 2) 분양가 인하를 통한 잔여 물량 처분, 3) 대물 인수 후 직접 매각하는 방법이다.

미분양 담보대출은 대출한도에 따라 공사비 회수 규모가 제한적일 수 있으며, 금융비용이 발생하여 잔여 공사비 지급 재원이 감소할 수 있다. 할인 분양의 경우 유효한 전략일 수 있으나, 사업이익을 초과한 분양가 인하는 곧 공사비 확정 손실로 이어질 수 있다. 대물 인수 또한 매출채권을 재고자산으로 전환할 뿐, 매각이 이루어져야 유동성 리스크가 해소될 것이다.

그러나, 무엇보다
PF 대출 상황이
최우선이다

그러나, 대출기관의 EXIT 분양률을 달성하지 못한 상황이라면, PF 대출을 우선적으로 상환해야 할 것이다. PF 대출 상환 지연으로 인해 기한이익상실(EOD) 발생 시, 대출기관은 담보권을 실행하여 공매 절차를 진행할 수 있기 때문이다.

도표 29. 공사비 회수를 위한 건설사의 선택지

구분		내용	리스크
PF대출 상환 완료 시	1) 미분양 담보대출	미분양 자산을 담보로 대출 실행	- 대출기관 LTV 조건에 따라 공사비 회수 불확실성 존재 - 금융비용 누적 시, 공사비 지급 재원 감소
	2) 할인 분양	분양가 인하를 통한 잔여 물량 처분	사업이익을 초과하여 할인 시, 공사비 지급 재원 감소 (공사비 확정 손실 감소 필요)
	3) 대물 인수 후 매각	미분양 물량 인수 후 보유 및 매각	- 매각 지연으로 유동성 리스크 지속 - 담보대출 진행 시 부채비율 증가
PF대출 상환 미완료 시	1) 미분양 담보대출	미분양 자산을 담보로 PF대출 상환	- 대출기관 LTV 조건에 따라 공사비 회수 불확실성 존재 - 금융비용 누적 시, 공사비 지급 재원 감소
	2) 대여금	대여금 또는 보증으로 PF대출 상환	추가적인 유동성 또는 우발부채 리스크 발생

자료: 유진투자증권

재무제표의 사각지대, 우발부채

부외(off-balance) 형태로 공시되는 우발부채

우발부채(Contingent Liability)는 회계 기준상 부채로 인식되지 않지만, 조건이 충족될 경우 부채로 전환될 가능성이 있는 조건부 의무다. 재무상태표 본문에 반영되지 않고, 주석을 통해 부외(off-balance) 형태로 공시된다는 점에서 일반적인 재무지표로는 그 위험을 간과하기 쉽다.

우발부채는 소송, 지급보증, 담보제공 등 다양한 형태로 존재하며, 모든 산업의 기업들이 보유할 수 있는 사항이다. 하지만 건설사는 업종 특성상 PF 우발부채를 갖고 있으며, 최근과 같이 건설사의 재무 건전성이 우려되는 상황에서 추가적인 재무 부담으로 작용할 가능성을 고려할 필요가 있다.

우발부채 중에서도
PF 보증에 대한
리스크 파악 필요

건설사의 PF 우발부채는 연대보증, 채무인수, 자금보충, 책임준공 등으로 구성된다. 이 중 책임준공의 경우 기한 내 준공시 의무가 면탈되어 PF 보증에 비해 리스크가 낮다고 판단한다. 그러나, 연대보증, 채무인수, 자금보충의 경우 사업의 유형과 진행 단계에 따라 높은 리스크를 가질 수 있다.

도표 30. 주요 PF 우발부채 유형

구분	유형	내용
PF 보증	연대보증	건설사가 주채무자와 PF 대출채무에 연대해 책임을 부담
	채무인수	PF 대출 기한이익상실, 채무불이행시 주채무를 건설사에 이전
	자금보충	차주의 원리금 상환재원 부족시 건설사가 자금을 보충할 의무
기타 신용보강	책임준공	도급계약에 의거 정해진 기간 내 건설사가 공사를 완료할 의무 미이행시 대주에 대한 손해배상, PF 대출 채무인수 등 부수의무 존재
	책임착공	약정상 정해진 기간 내 건설사가 인허가 완료 및 공사 착공할 의무 미이행시 대주에 대한 손해배상, PF 대출 채무인수 등 부수의무 존재
	책임분양	약정상 분양률(일반적으로 PF 대출 원금상환가능 분양률) 달성할 의무 미이행시 약정 수준에 미달하는 자금을 건설사가 보충
	차주 부도사유 발생방지	PF 대출의 만기일까지 건설사가 차주에 대하여 부도사유가 발생하지 않도록 책임질 의무 미이행시 채무인수 등 부수의무 존재

자료: 한국신용평가, 유진투자증권

- 금융감독원 또한 우발부채 주석 공시 모범사례 마련** 2024년 1월, 금융감독원은 「건설회사의 건설계약 관련 우발부채 주석공시 모범사례」를 발표하며, 보다 체계적이고 비교 가능한 공시 기준 마련을 유도하고 있다. 이러한 가이드라인은 우발부채가 단순한 참고 정보가 아니라, 기업의 유동성 대응력과 신용도에 영향을 줄 수 있는 주요 변수로 인식되고 있음을 보여준다.
- 신용등급 평가도 PF 우발부채를 고려하는 추세** 신용평가업계 또한 각 건설사의 PF 우발부채 리스크를 고려하여 신용등급과 전망치를 내리는 추세다. 신용등급 하락 시, 건설사의 단기자금 유통이 경색될 수 있으며, 자산유동화 기업어음(ABCP), 전자단기사채(ABSTB) 등에 대한 차환 발행이 어려울 수 있다.

도표 31. 부동산 PF 우발부채 종합요약표(금융감독원 제공 양식)

구분	종류	보증한도	보증금액	대출잔액							
				당기	만기 구분						전기
					3개월 이내	3개월 초과 6개월 이내	6개월 초과 1년 이내	1년 초과 2년 이내	2년 초과 3년 이내	3년 초과	
정비사업	브릿지론	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	본 PF	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	계	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타사업	브릿지론	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	본 PF	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	계	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

자료: 금융감독원, 유진투자증권

도표 32. 부동산 PF 보증 세부 내역(금융감독원 제공 양식)

사업지역	사업장 구분	PF 종류	신용보강 종류	보증한도	부담률	보증금액	채무자		대출잔액		대출 기간	만기일	유형	책임준공 약정금액
							특수관계자 유무	당기	전기					
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	조기상환 조항													

자료: 금융감독원, 유진투자증권

사업 유형 및 단계에 따른 PF 보증 리스크 구분

전략에서 위험으로 전환된 PF 보증

개발사업에서 건설사의 PF 보증은 금융비용 절감에 중요한 역할을 한다. 특수목적법인(SPC)이 미래 사업성을 담보로 조달하는 대출보다, 우량 건설사의 신용을 담보로 조달하는 대출이 훨씬 낮은 금리를 적용받기 때문이다. 특히, 조달이 어려운 후순위 트랜치에 건설사의 보증이 더해지면, 조달 난이도가 크게 낮아진다.

건설사가 PF 보증을 하는 주요 목적은 시공권 확보이며, 경우에 따라 자체사업 또는 지분 투자 사업에서 사업성 제고를 위한 전략적 수단으로 활용되기도 한다. 그러나, 최근 부동산 시장 침체와 PF 시장 경색으로 인해, 이러한 보증이 건설사에 중대한 재무 리스크로 전이되고 있는 상황이다.

非정비사업의 브릿지론과 PF 대출 리스크 고려 필요

PF 보증 리스크는 사업 유형과 단계에 따라 구분해 평가할 필요가 있다. 정비사업(재개발, 재건축)은 조합원 중심의 사업으로 건설사의 보증 리스크가 매우 제한적이다. 반면, 일반 개발사업의 브릿지대출 보증은 본 PF 전환이 지연되거나, 차환 또는 본 PF 과정에서 건설사에게 추가 보증 요구가 발생할 수 있다.

본 PF 전환 이후에도, 공동주택을 비롯한 분양 상품은 미분양 리스크가 존재한다. 특히, 오피스텔, 생활형숙박시설, 지식산업센터 등은 부동산 시장 침체의 영향을 직접적으로 받기 때문에 분양성 우려가 더욱 크다. 상업용 부동산의 경우에도, 사업성에 따라 준공 후 담보대출 한도가 충분하지 않을 가능성이 존재한다.

도표 33. PF 보증 종류별 Risk 수준

구분		Risk	비고
정비사업		하	조합원 중심의 사업으로 낮은 리스크 보유
기타사업	브릿지론	상	사업성 악화에 따른 본 PF 전환 리스크 보유
	본 PF	중	非 공동주택 대비 낮은 미분양 리스크 보유
		중상	미분양 또는 준공 후 담보대출 리스크 보유

자료: 유진투자증권

보증 이행 리스크와 회피에 대한 부담

PF 보증 이행은 차주의 채무불이행이나 파산, 건설사의 신용등급 하락(2~3 notch) 등에 따라 발생할 수 있다. 따라서, 건설사는 차주의 연체나 부실화를 방지하기 위한 선제적인 조치를 취할 것이다. 다만, 신용등급이 하락할 경우, 일시적 보증 이행이 현실화될 수 있으며, 이는 상당한 재무 부담으로 작용할 수 있다.

결국, 보증 이행 가능성은 제한적일 수 있으나, 이를 회피하기 위해 요구되는 유동성 확보와 신용도 관리 비용은 상당한 재무적 부담으로 작용할 수 있다.

III. Stress Test

앞서 말한 건설업의 세 가지 핵심 리스크를 중심으로, 시공능력평가 100위 이내 건설사의 재무적 체력을 점검하고자 한다. ① 수익성 스트레스(공사비 상승에 따른 수익성 훼손), ② 운전자본 스트레스(미분양 증가 등으로 인한 매출채권 회전을 하락), ③ 우발부채 스트레스(PF 보증 이행 리스크)에 대해 각 항목별 스트레스를 반영하여 건설사가 각각의 리스크에 어느 정도의 민감도를 나타내는지를 분석하였다.

스트레스 민감도는 순차입금비율의 변화폭(%p)을 기준으로 산정하였으며, 이를 통해 재무 여력이 충분한 기업과 그렇지 않은 기업을 구분하고자 하였다.

세 가지 리스크에 대한 스트레스 시나리오

Stress Test ① 수익성 스트레스

공사비 상승에 따른 수익성 악화가 아직 재무제표에 충분히 반영되지 않은 건설사의 경우, 향후 일시적인 이익 훼손과 함께 자본 감소로 이어질 가능성이 존재한다.

수익성 스트레스
반영 기준에 따라
자본총계를 차감

이에 따라, 공사비 상승 이전 3 개년 평균 GPM(매출총이익률)을 기준으로, 누적 GPM 하락폭이 15%p 이하인 기업에 한해, 해당 하락폭에 따라 NPM(순이익률)을 0%에서 -5% 사이로 선형 적용하여 자본총계를 차감하였다.

도표 34. 수익성 스트레스 반영 기준

기준 GPM	산출 GPM	NPM	Stress 자본총계	결과값
2018~2020년 평균 GPM	2021~2024년 Σ (기준 GPM - 해당연도 GPM)	0%p	-5%	자본총계 + 매출액 × NPM Stress 순차입금비율
		3%p	-4%	
		6%p	-3%	
		9%p	-2%	
		12%p	-1%	
		15%p	0%	

자료: 유진투자증권

Stress Test ② 운전자본 스트레스

정상적인 성장 구간에서는 매출 증가에 따라 매출채권도 함께 증가하는 것이 일반적이다. 그러나, 매출 증가 속도보다 매출채권 증가 속도가 빠른 건설사는, 미분양 등으로 인해 공사비 회수 지연이 발생했을 가능성이 높다. 이 경우, 미분양 해소가 지연되면서 매출채권이 추가로 누적될 수 있는 위험이 존재한다.

운전자본 스트레스
반영 기준에 따라
순차입금을 가산

매출채권 증가율이 매출 증가율을 초과한 기업을 대상으로, 정상적인 성장에 따른 증가분을 제외한 매출채권 초과 증가액의 50%를 순차입금에 가산하여 운전자본 스트레스를 반영하였다. 유동성 악화 시 단기 차입으로 대응할 가능성을 가정하였으며, 준공 이후 매출채권이 더 이상 증가하지 않을 수 있는 점을 고려해 반영 비율은 50%로 제한하였다.

도표 35. 운전자본 스트레스 반영 기준

구 분	Stress 순차입금	결과값
매출채권 증가율 > 매출액 증가율	순차입금 + [매출채권 증가액 - (전기 매출채권 × 매출 증가율)] × 50%	Stress 순차입금비율
매출채권 증가율 < 매출액 증가율	Stress 미반영	

자료: 유진투자증권

Stress Test ③ 우발부채 스트레스

우발부채 스트레스
반영 기준에 따라
순차입금을 가산

PF 보증 이행의 현실화 가능성은 제한적이지만, 이를 회피하기 위해 시공사가 감내해야 하는 유동성 부담과 신용도 방어 비용을 고려할 필요가 있다. 이에 따라, 보증 유형별 리스크 가중치를 부여하고, 이행 가능성과는 별개로 50%의 부담률을 고려해 산출한 보증금액을 순차입금에 가산하여 우발부채 스트레스를 반영하였다.

도표 36. 우발부채 스트레스 반영 기준

구 분	Risk 가중치	Stress 순차입금	결과값
경비사업	0%	순차입금 + Σ (보증금액 × Risk 가중치) × 50%	Stress 순차입금비율
기타사업	브릿지론	100%	
	본 PF	공동주택	30%
		非 공동주택	50%

자료: 유진투자증권

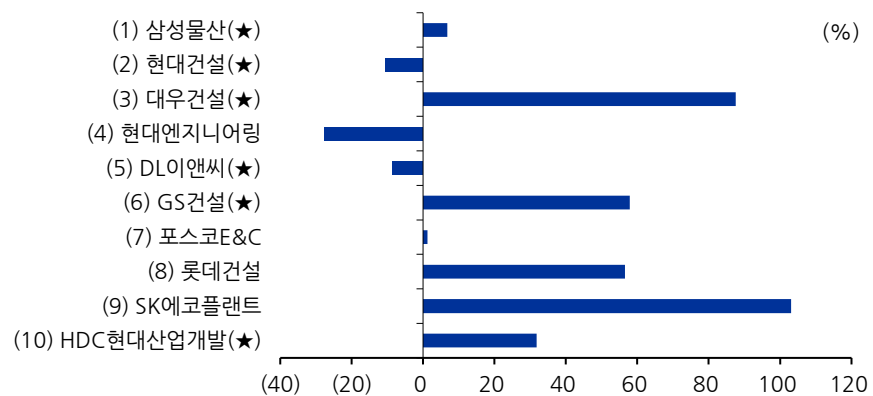
스트레스 민감도 분석

건설사의 기초 재무 체력 분석(Baseline)

스트레스 반영 이전, 시공능력평가 상위 10 개사 중 순차입금비율이 0% 미만 (순현금 구조)인 기업은 현대건설, 현대엔지니어링, DL이앤씨 등 3 개사이며, SK 에코플랜트는 유일하게 100%를 초과하였다. 이는 상위 건설사 그룹 내에서도 재무 안정성에 뚜렷한 차이가 존재함을 보여준다.

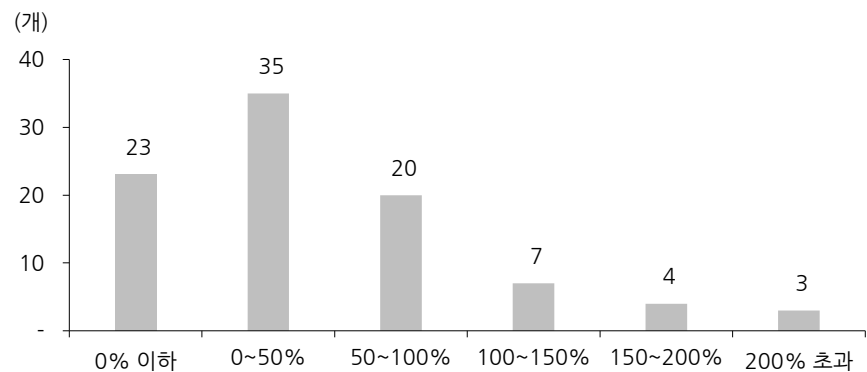
상위 100 개사 중 순차입금비율이 100%를 초과한 기업은 14 개사이며, 이 중 한양산업개발(91 위), 대방산업개발(77 위), 이수건설(85 위) 등 3 개사는 200% 초과 상태로 이미 심각한 재무 리스크에 노출된 상태로 나타났다.

도표 37. 순차입금 비율(시공능력평가 TOP 10)



자료: 국가통계포털(KOSIS), Quantwise, 유진투자증권
주) (★)은 상장기업의 의미

도표 38. 순차입금 비율 분포(시공능력평가 TOP 100)



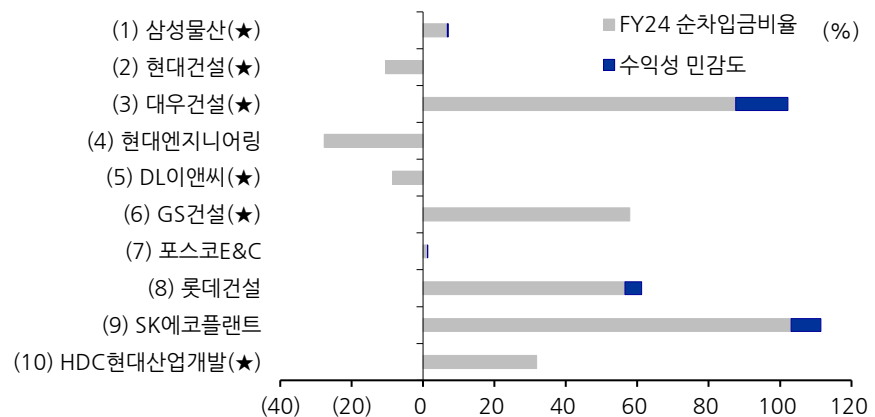
자료: 국가통계포털(KOSIS), Quantwise, 유진투자증권
주) 건설 매출 비중 50% 미만 기업(3 개사), 법정관리 기업(3 개사), 회계자료 미공시 기업(2 개사) 평가 제외

민감도 분석 ① 수익성 스트레스

상위 10 개사 중 대우건설은 수익성 스트레스에 대한 민감도가 상대적으로 컸으나, 자본총계가 충분히 뒷받침되면서 실제 재무 안정성에 미치는 영향은 제한적인 수준에 그쳤다. 이는 규모가 큰 기업일수록 일시적인 수익성 악화가 직접적인 위협으로 연결되지 않을 수 있음을 보여준다.

전체 100 개사 기준으로는 수익성 스트레스 적용 시 순차입금비율이 10%p를 초과하여 상승한 기업은 10 개사였으며, 대보건설(53 위)과 일성건설(56 위)은 높은 민감도를 보였다. 이들 기업은 자본 여력이 부족한 상태에서 수익성 훼손이 레버리지 부담으로 직결될 수 있는 구조임을 시사한다.

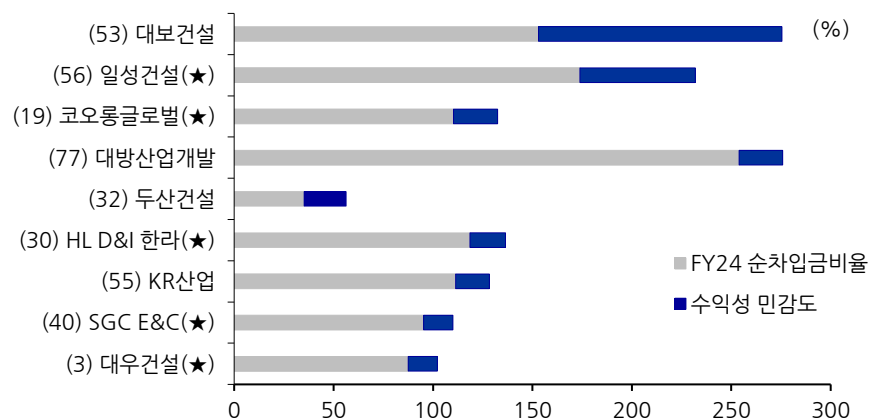
도표 39. 수익성 스트레스에 대한 순차입금비율 민감도(시공능력평가 TOP 10)



자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

주: 순차입금비율이 0% 미만(순현금 구조)인 경우, 자본 차감 시 왜곡이 발생하여 도표 상 표기하지 않음

도표 40. 수익성 스트레스에 대한 순차입금비율 민감도 10%p 초과 기업



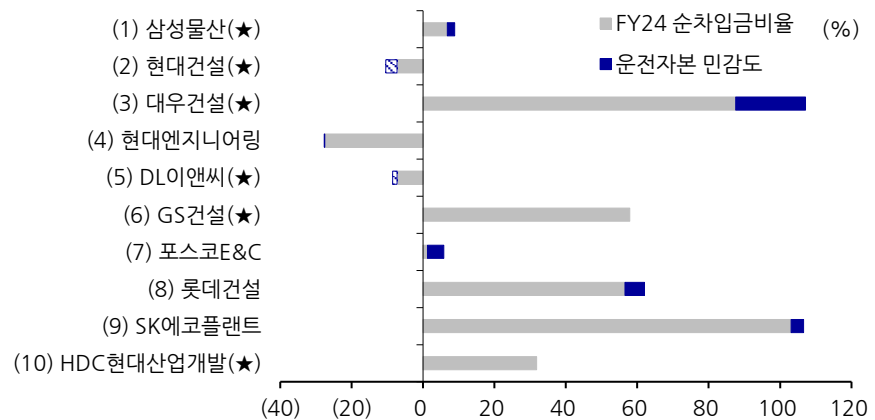
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

민감도 분석 ② 운전자본 스트레스

상위 10개사 중 대우건설이 운전자본 스트레스에 대해 가장 민감한 것으로 나타났으며, 이는 미분양 사업장 비중이 타사 대비 높기 때문인 것으로 추정된다.

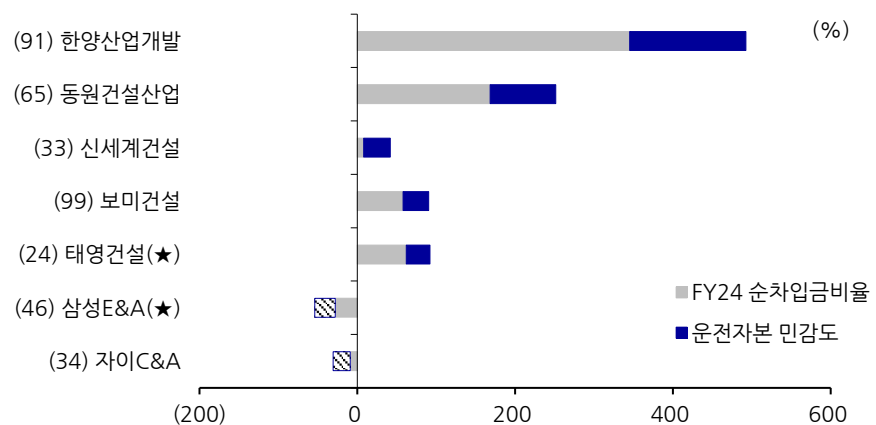
전체 100 개사 중 운전자본 스트레스 민감도가 20%p 를 초과한 기업은 7 개사였으며, 이 중 한양산업개발(91 위)과 동원건설산업(65 위)은 특히 높은 민감도를 보였다. 자본 구조가 취약한 기업일수록 운전자본의 변동이 순차입금 구조에 즉각적인 영향을 미칠 수 있다는 점에서, 이들 기업은 단기 유동성 위기에 노출될 가능성이 높다고 판단된다.

도표 41. 운전자본 스트레스에 대한 순차입금비율 민감도(시공능력평가 TOP 10)



자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 42. 운전자본 스트레스에 대한 순차입금비율 민감도 20%p 초과 기업



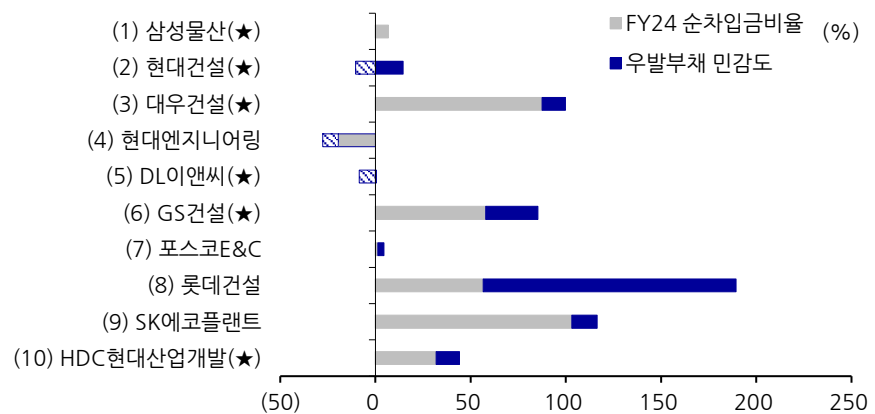
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

민감도 분석 ③ 우발부채 스트레스

상위 10 개사 중 롯데건설이 우발부채 스트레스에 가장 큰 민감도를 보였으며, GS 건설과 현대건설도 또한 유의미한 민감도를 나타냈다. 이는 높은 신용도를 바탕으로 대규모 PF 보증을 다수 보유한 기업일수록, 보증 이행을 방지하기 위한 재무적 부담에 노출되어 있다는 점을 시사한다.

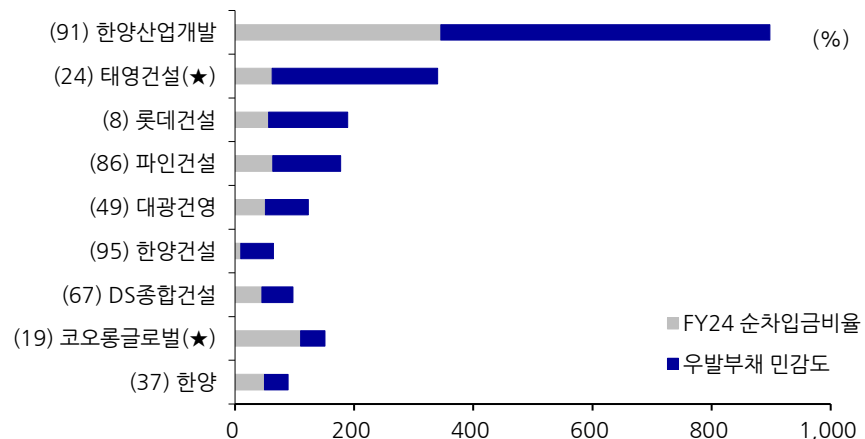
전체 100개사 기준으로는 우발부채 스트레스 민감도가 30%p를 초과한 기업이 9 개사였으며, 이 중 한양산업개발(91 위)과 태영건설(24 위)은 특히 높은 민감도를 기록했다. PF 보증 규모 대비 자본 여력이 부족한 중견기업은 보증 이행이 현실화될 때 유동성 위기로 빠르게 전이될 수 있다.

도표 43. 우발부채 스트레스에 대한 순차입금비율 민감도(시공능력평가 TOP 10)



자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 44. 우발부채 스트레스에 대한 순차입금비율 민감도 30%p 초과 기업



자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

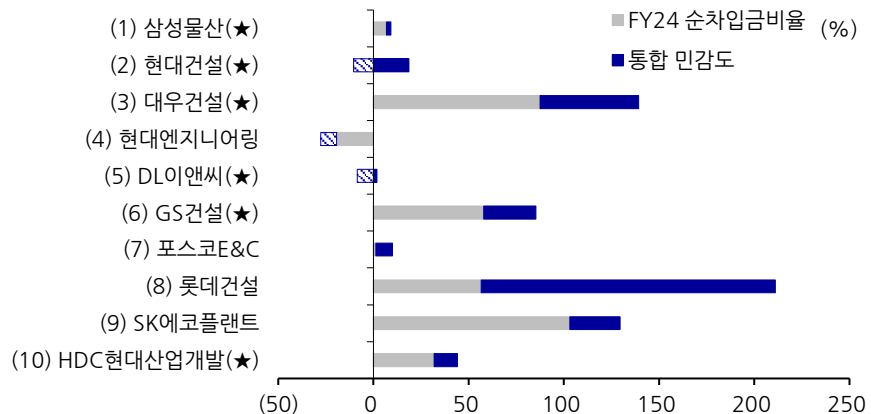
통합 Stress Test 민감도 분석(시공능력평가 TOP 10)

세 가지 스트레스(수익성, 운전자본, 우발부채)를 통합 적용한 결과, 일부 기업은 스트레스 조건 하에서도 안정적인 지표를 유지한 반면, 다수 기업은 높은 민감도를 보이며 순차입금비율이 급격히 상승하여, 재무 리스크가 확대되는 양상을 나타냈다. 이는 외형상 재무지표가 양호하더라도 기업의 위기 대응 능력이 과대평가될 수 있음을 시사하며, 외형 성장이나 단기적인 실적 지표보다 스트레스 환경에서의 재무적 체력 평가가 선행되어야 함을 보여준다.

상위 10 개사 중 통합 스트레스에 대한 민감도가 가장 높은 기업은 롯데건설로 나타났다. 롯데건설의 기존 순차입금비율은 56.5%였으나, 스트레스를 반영했을 때 154.5%로 급등했으며, 이는 대부분 우발부채 항목에서 기인한 것으로 분석된다.

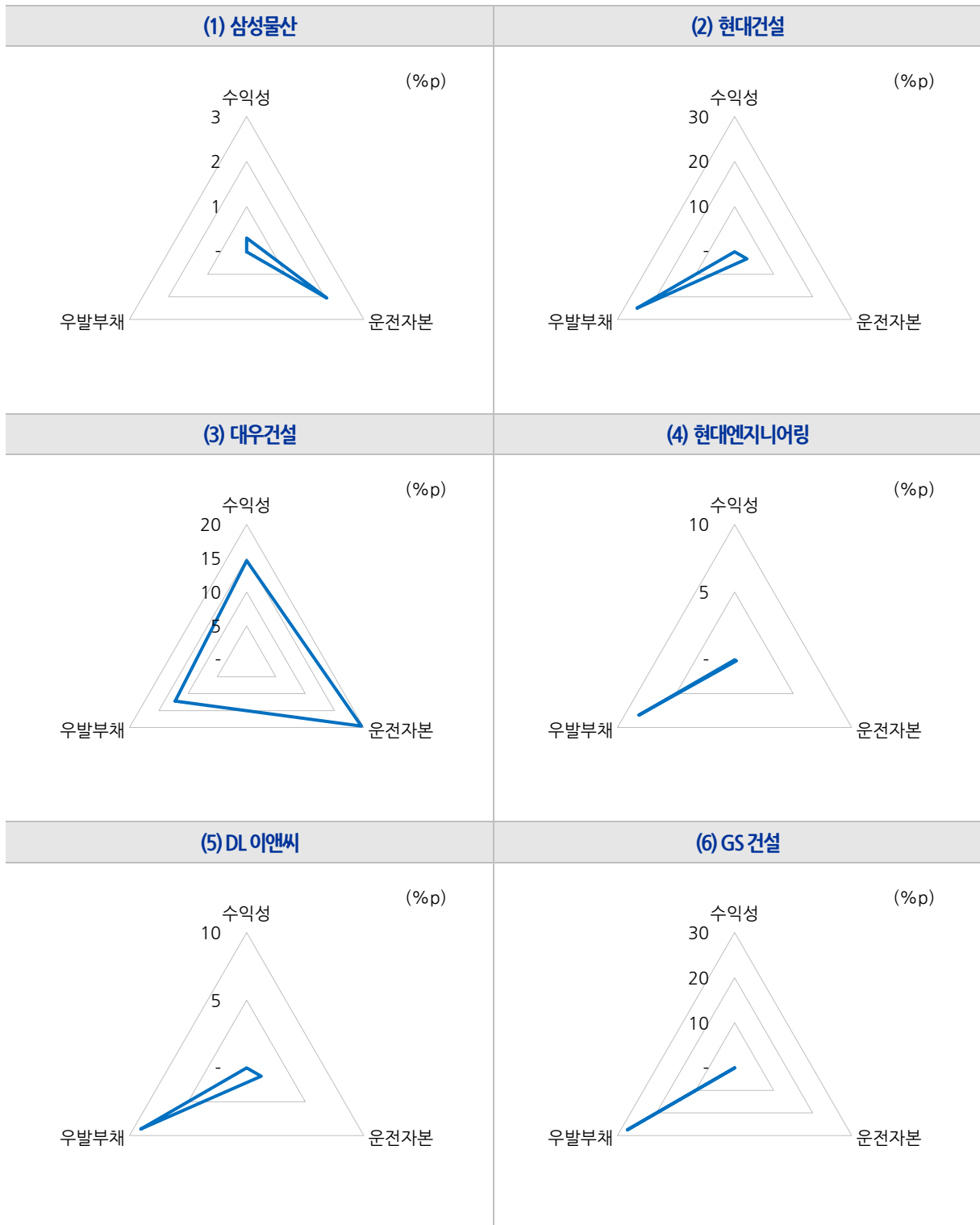
대우건설은 모든 항목에서 일정 수준의 민감도를 보였으며, 특히 수익성과 운전자본 스트레스에 대해 상대적으로 큰 반응을 나타냈다. 반면 현대건설은 우발부채 스트레스에 대한 민감도는 확인되었지만, 스트레스 반영 후에도 양호한 순차입금비율을 유지하며 자본 여력과 유동성 측면에서 안정적인 체력을 보여줬다.

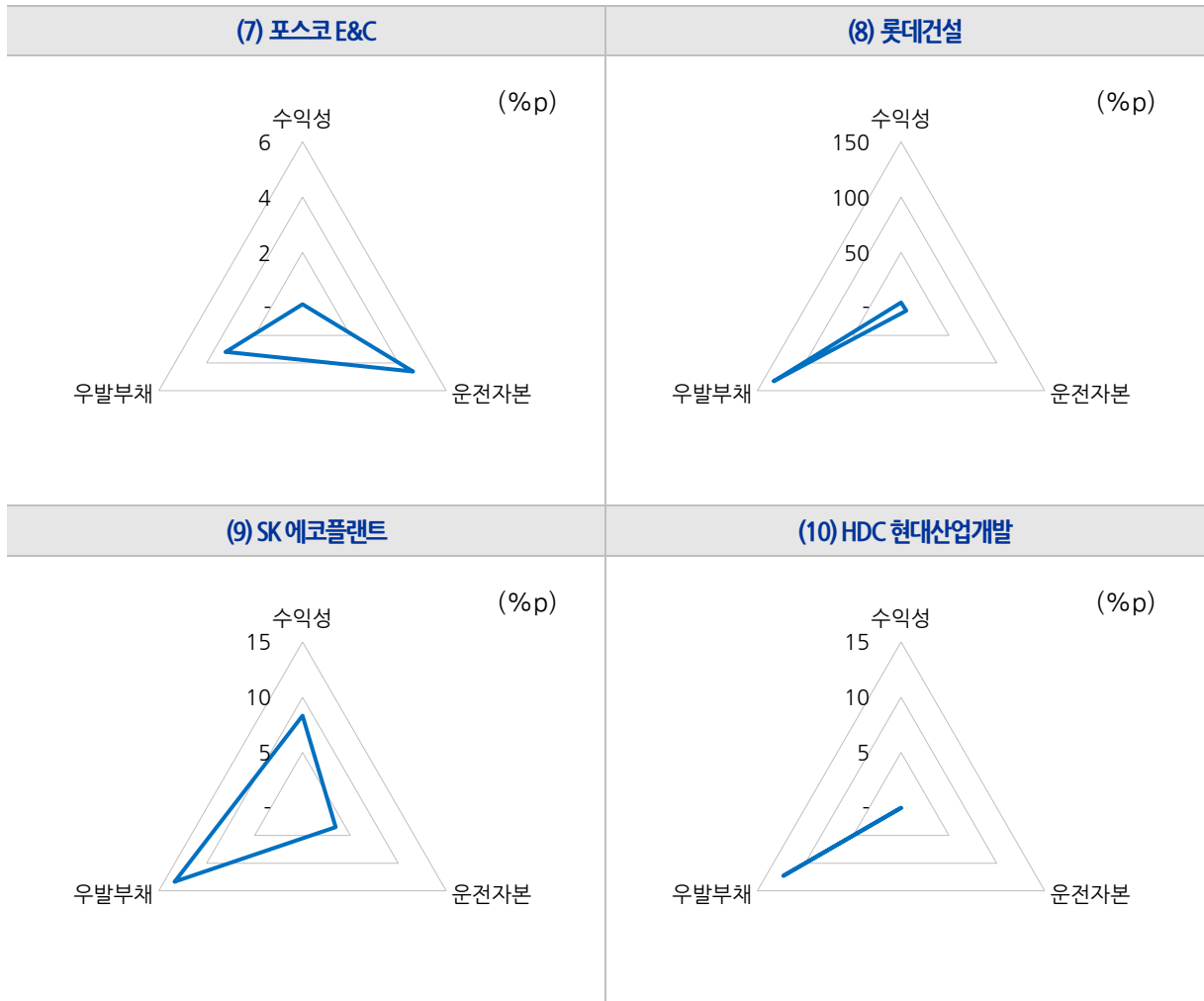
도표 45. 전체 스트레스에 대한 순차입금비율 민감도(시공능력평가 TOP 10)



자료: 전자공시시스템(DART), Quantiwise, 유진투자증권

도표 46. 스트레스별 순차입금비율 민감도(시공능력평가 TOP 10)



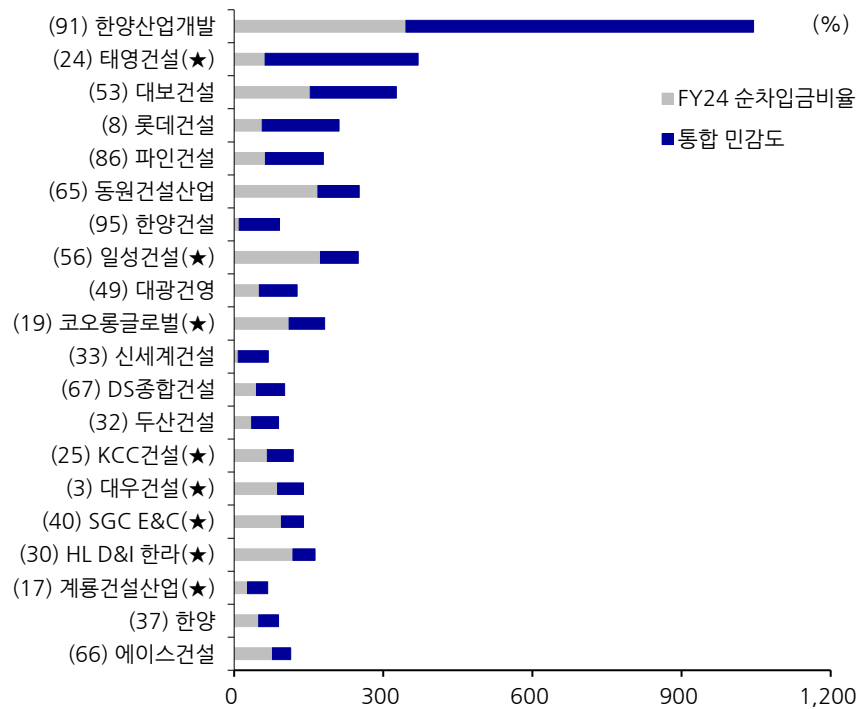


자료: 전자공시시스템(DART), Quantivise, 유진투자증권

통합 Stress Test 민감도 분석(시공능력평가 TOP 100)

전체 100 개사 기준으로는 한양산업개발(91 위), 태영건설(24 위)이 특히 높은 스트레스 민감도를 기록했다. 두 회사 모두 운전자본과 우발부채 스트레스 항목에서 민감도가 컸으며, 이는 레버리지 부담이 심화될 높은 가능성을 나타낸다. 특히, 한양산업개발의 경우 기존 순차입금비율이 345.4%에 달해, 스트레스가 가중될 경우, 재무적 부담이 매우 클 것으로 예상된다.

도표 47. 통합 스트레스에 대한 순차입금비율 민감도(상위 20 개 건설사)

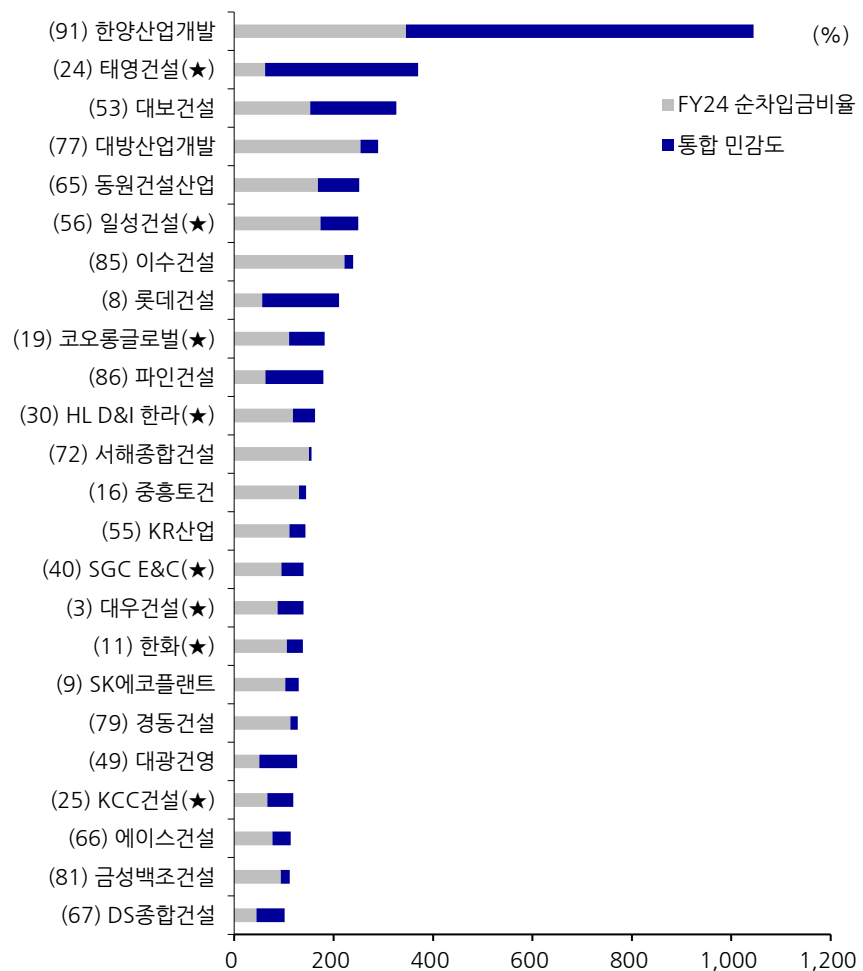


자료: 전자공시시스템(DART), Quantiwise, 유진투자증권

스트레스를 반영한 순차입금비율이 100%를 초과하는 기업은 24 개사로 나타났으며, 이 중 200%를 초과한 기업은 8 개사로, 한양산업개발(91 위), 태영건설(24 위), 대보건설(53 위), 대방산업개발(77 위), 동원건설산업(65 위), 일성건설(56 위), 이수건설(85 위), 롯데건설(8 위)로 확인되었다.

이들 기업은 스트레스 시나리오 하에서 과도한 레버리지 부담이 현실화될 수 있는 고위험군으로, 재무적 경계를 요하는 대상으로 분류할 수 있다.

도표 48. 통합 스트레스 반영 순차입금비율 100% 초과 기업

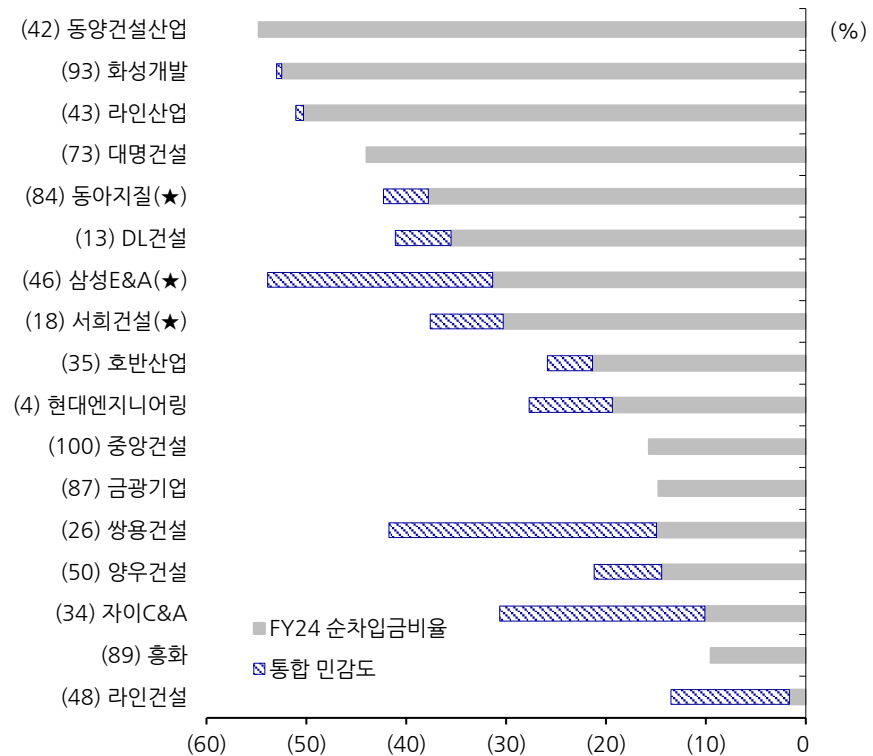


자료: 전자공시시스템(DART), Quantiwise, 유진투자증권

반면, 스트레스 조건 하에서도 순차입금비율이 50% 이하를 유지한 기업은 총 44 개사로 나타났다. 이 중에서도 순차입금 비율이 0% 미만, 즉 순현금 구조를 유지한 기업은 17 개사였다.

동양건설산업(42 위), 화성개발(93 위), 라인산업(43 위), 대명건설(74 위), 동아지질(84 위), DL 건설(13 위), 삼성 E&A(46 위), 서희건설(18 위), 호반산업(35 위), 현대엔지니어링(4 위), 중앙건설(100 위), 금광기업(87 위), 쌍용건설(26 위), 양우건설(50 위), 자이 C&A(34 위), 흥화(89 위), 라인건설(48 위) 등이 이에 해당하며, 이들 기업은 우수한 유동성 확보를 통해 외부 충격에 대한 대응력이 높은 건설사로 평가할 수 있다.

도표 49. 통합 스트레스 반영 순차입금비율 0% 이하 기업



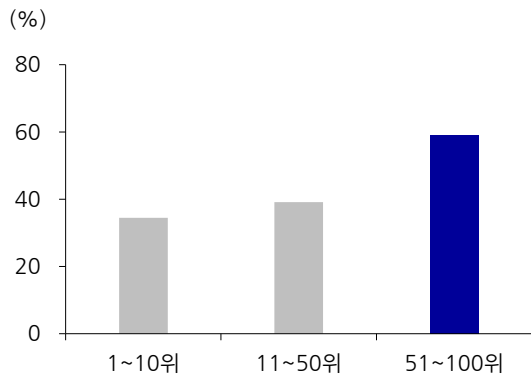
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

주) 수익성 스트레스(자본 차감)로 인해 순차입금비율 감소하는 기업은 도표 상 민감도 표현하지 않음

전체적으로 보면, 시공능력평가 51~100 위 건설사들이 전반적으로 더 취약한 재무구조를 보이는 것으로 나타났다. 기존 순차입금비율은 51~100 위 구간에서 더 높은 수준을 나타냈으며, 순차입금비율에 대한 수익성 스트레스와 운전자본 스트레스의 민감도 역시 51~100 위 건설사에서 상대적으로 더 크게 나타났다.

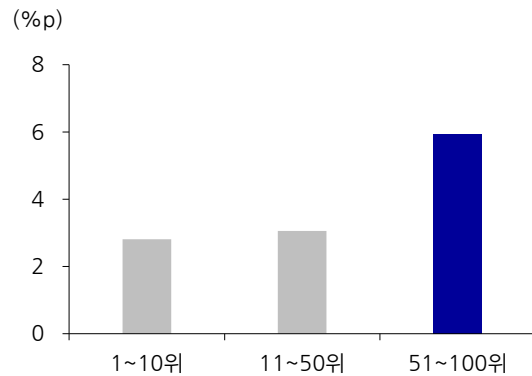
반면, 우발부채 스트레스는 상위 1~10 위 건설사에서 더 높게 나타났으며, 이는 대형사가 대규모 PF 보증을 다수 보유하고 있기 때문으로 풀이된다. 이는 중견 건설사는 기초 체력이 약해 수익성 훼손과 운전자본 악화에 민감하게 반응하며, 대형 건설사는 외형은 견조하나 PF 보증 등 신용공여에 따른 외부 리스크에 노출되어 있다는 점을 보여준다.

도표 50. 그룹별 순차입금비율



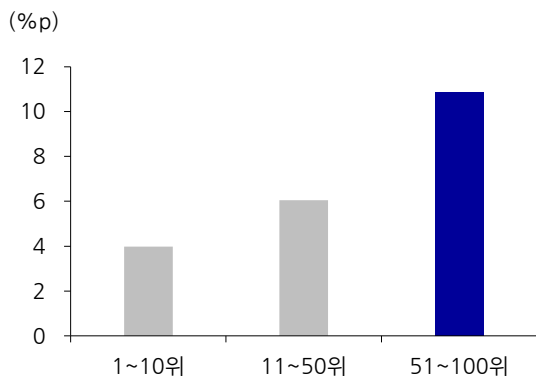
자료: 전자공시시스템(DART), Quantiverse, 유진투자증권

도표 51. 그룹별 수익성 스트레스 민감도



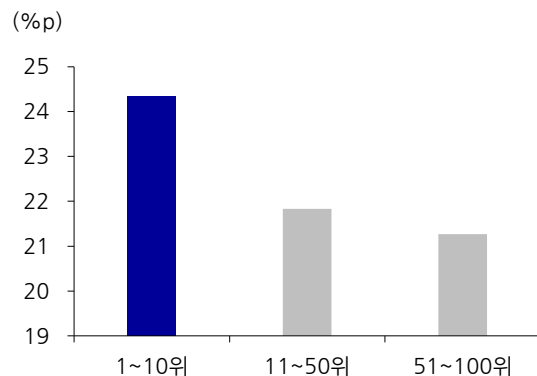
자료: 전자공시시스템(DART), Quantiverse, 유진투자증권
주) 민감도가 0%p 미만인 경우, 0%p로 가정

도표 52. 그룹별 운전자본 스트레스 민감도



자료: 전자공시시스템(DART), Quantiverse, 유진투자증권

도표 53. 그룹별 우발부채 스트레스 민감도



자료: 전자공시시스템(DART), Quantiverse, 유진투자증권

Stress Test 분석 결과 및 시사점

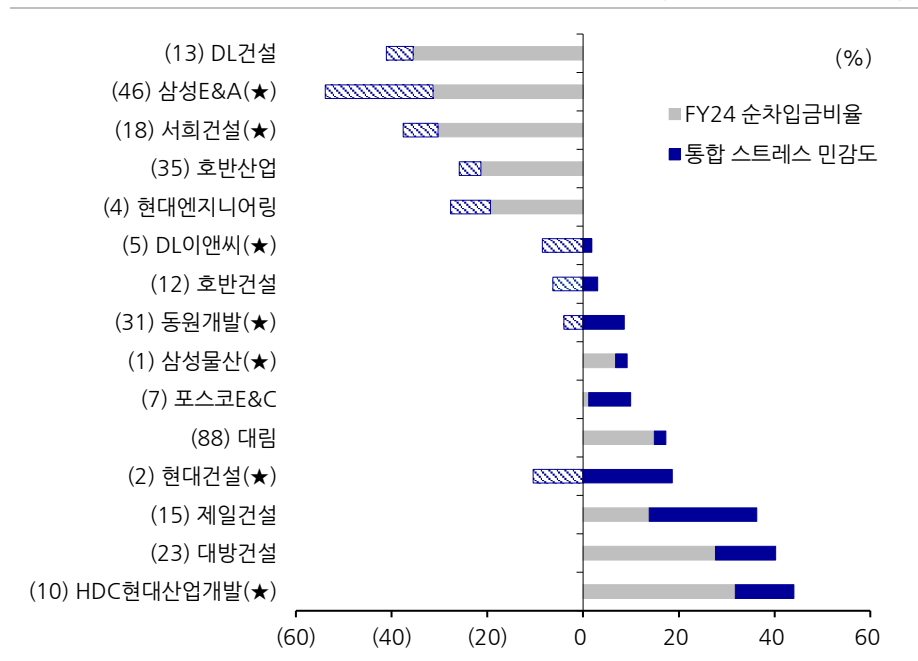
체력장 최상위 기업에 관심을 가질 필요

자기자본 1 조원 이상의 기업 중, 스트레스 반영 후 순차입금비율이 50% 이하인 기업은 총 15 개사로 집계되었다. 이들 기업은 자본력, 유동성, 차입 여력 등을 종합적으로 고려했을 때, 단기적인 외부 충격에도 대응 가능한 재무적 체력을 갖춘 것으로 판단된다.

다만, 일정 수준 이하의 순차입금비율을 나타낸 기업이라도, 스트레스에 대한 민감도가 높은 기업의 경우 신용등급 유지를 위한 보다 적극적인 관리가 요구된다. 건설사의 신용등급 하락은 단순한 조달 비용 증가를 넘어 시공권 확보, PF 보증 제공, 회사채 발행 등 영업활동 전반에 실질적인 제약으로 작용할 수 있기 때문이다.

따라서, 건설업 전반의 불확실성이 지속되는 현 시점에서는 순차입금비율이 낮고, 동시에 스트레스에 대한 민감도가 낮은 기업(서희건설, 삼성물산, DL 이앤씨 등)의 투자 매력도가 높아질 것으로 예상된다.

도표 54. 통합 스트레스 반영 순차입금비율 50% 이하 기업(자기자본 1 조원 이상)



자료: 전자공시시스템(DART), Quantiwise, 유진투자증권

도표 55. FY2024 건설사 순차입금비율(시공능력평가 순위별)

(순위) 회사명	순차입금비율(%)	비 고	(순위) 회사명	순차입금비율(%)	비 고
(1) 삼성물산(★)	6.8	상장사	(51) 서한(★)	70.1	상장사
(2) 현대건설(★)	(10.4)	상장사	(52) 중흥건설	48.9	
(3) 대우건설(★)	87.5	상장사	(53) 대보건설	153.1	
(4) 현대엔지니어링	(27.7)		(54) 자이 S&D(★)	15.5	상장사
(5) DL 이앤씨(★)	(8.5)	상장사	(55) KR 산업	111.4	
(6) GS 건설(★)	57.9	상장사	(56) 일성건설(★)	173.9	상장사
(7) 포스코 E&C	1.2		(57) 시티건설	13.9	
(8) 롯데건설	56.5		(58) 신동아건설	(평가 제외)	법정관리 기업
(9) SK 에코플랜트	103.1		(59) 남광토건(★)	(3.3)	상장사
(10) HDC 현대산업개발(★)	31.8	상장사	(60) 태왕이앤씨	28.4	
(11) 한화(★)	105.8	상장사	(61) 동문건설	28.7	
(12) 호반건설	(6.3)		(62) LT 삼보	8.1	
(13) DL 건설	(41.1)		(63) 극동건설	16.9	
(14) 두산에너빌리티(★)	52.3	상장사	(64) 금성백조주택	11.8	
(15) 제일건설	13.8		(65) 동원건설산업	168.4	
(16) 중흥토건	130.7		(66) 에이스건설	77.2	
(17) 계룡건설산업(★)	26.5	상장사	(67) DS 종합건설	44.9	
(18) 서희건설(★)	(37.6)	상장사	(68) 일신건영	70.4	
(19) 코오롱글로벌(★)	110.3	상장사	(69) 성도이엔지(★)	24.2	상장사
(20) 금호건설(★)	47.5	상장사	(70) 동양(★)	(평가 제외)	건설 매출 비중 50% 미만
(21) 아이에스동서(★)	75.9	상장사	(71) 삼부토건(★)	(평가 제외)	법정관리 기업
(22) 동부건설(★)	69.4	상장사	(72) 서해종합건설	150.3	
(23) 대방건설	27.6		(73) 대명건설	(44.0)	
(24) 태영건설(★)	62.3	상장사	(74) 보광종합건설	(1.4)	
(25) KCC 건설(★)	66.9	상장사	(75) 풍림산업	20.3	
(26) 쌍용건설	(41.7)		(76) 경남기업	46.5	
(27) 우미건설	30.1		(77) 대방산업개발	253.9	
(28) 한신공영(★)	31.7	상장사	(78) 우미개발	13.4	
(29) 반도건설	82.7		(79) 경동건설	113.4	
(30) HLD& 한라(★)	118.6	상장사	(80) 요진건설산업	58.2	
(31) 동원개발(★)	(4.0)	상장사	(81) 금성백조건설	94.0	
(32) 두산건설	35.2		(82) 원건설	1.6	
(33) 신세계건설	8.2		(83) 강산건설	16.9	
(34) 자이 C&A	(30.6)		(84) 동아지질(★)	(42.3)	상장사
(35) 호반산업	(25.9)		(85) 이수건설	221.8	
(36) HI 중공업(★)	94.9	상장사	(86) 파인건설	63.1	
(37) 한양	49.4		(87) 금광기업	(14.8)	
(38) SK 에코엔지니어링	9.9		(88) 대림	14.9	
(39) 효성중공업(★)	(평가 제외)	건설 매출 비중 50% 미만	(89) 흥화	(9.5)	
(40) SGC E&C(★)	95.3	상장사	(90) 해림건설	(평가 제외)	FY2024 회계자료 없음
(41) 진흥기업(★)	(평가 제외)	PF 우발부채 미공시	(91) 한양산업개발	345.4	
(42) 동양건설산업	(54.8)		(92) 신성건설	3.4	
(43) 라인산업	(51.1)		(93) 화성개발	(53.0)	
(44) CI 대한통운(★)	(평가 제외)	건설 매출 비중 50% 미만	(94) 광신종합건설	32.8	
(45) 금강주택	31.5		(95) 한양건설	9.8	
(46) 삼성 E&A(★)	(53.9)	상장사	(96) 대흥건설	(평가 제외)	법정관리 기업
(47) HS 화성(★)	19.8	상장사	(97) 유탑건설	60.3	
(48) 라인건설	(13.5)		(98) 대원(★)	16.5	상장사
(49) 대광건영	50.8		(99) 보미건설	57.9	
(50) 양우건설	(21.2)		(100) 중앙건설	(15.7)	

자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 56. FY2024 건설사 구간별 순차입금비율

구 분	(순위) 회사명	순차입금비율(%)	구 분	(순위) 회사명	순차입금비율(%)
0% 이하	(42) 동양건설산업	(54.8)	50 ~ 100%	(10) HDC 현대산업개발(★)	31.8
	(46) 삼성 E&A(★)	(53.9)		(94) 광신종합건설	32.8
	(93) 화성개발	(53.0)		(32) 두산건설	35.2
	(43) 라인산업	(51.1)		(67) DS종합건설	44.9
	(73) 대명건설	(44.0)		(76) 경남기업	46.5
	(84) 동아지철(★)	(42.3)		(20) 금호건설(★)	47.5
	(26) 쌍용건설	(41.7)		(52) 중흥건설	48.9
	(13) DL 건설	(41.1)		(37) 한양	49.4
	(18) 서희건설(★)	(37.6)		(49) 대광건설	50.8
	(34) 자이 C&A	(30.6)		(14) 두산에너지빌리티(★)	52.3
	(4) 현대엔지니어링	(27.7)		(8) 롯데건설	56.5
	(35) 호반산업	(25.9)		(6) GS건설(★)	57.9
	(50) 양우건설	(21.2)		(99) 보미건설	57.9
	(100) 중앙건설	(15.7)		(80) 요진건설산업	58.2
	(87) 금광기업	(14.8)		(97) 유탑건설	60.3
	(48) 라인건설	(13.5)		(24) 태영건설(★)	62.3
	(2) 현대건설(★)	(10.4)		(86) 파인건설	63.1
	(89) 흥화	(9.5)		(25) KCC 건설(★)	66.9
	(5) DL 이앤씨(★)	(8.5)		(22) 동부건설(★)	69.4
	(12) 호반건설	(6.3)		(51) 서한(★)	70.1
0% ~ 50%	(31) 동원개발(★)	(4.0)	100 ~ 150%	(68) 일신건설	70.4
	(59) 남광토건(★)	(3.3)		(21) 아이에스동서(★)	75.9
	(74) 보광종합건설	(1.4)		(66) 에이스건설	77.2
	(7) 포스코 E&C	1.2		(29) 반도건설	82.7
	(82) 원건설	1.6		(3) 대우건설(★)	87.5
	(92) 신성건설	3.4		(81) 금성백조건설	94.0
	(1) 삼성물산(★)	6.8		(36) HI 중공업(★)	94.9
	(62) LT 삼보	8.1		(40) SGC E&C(★)	95.3
	(33) 신세계건설	8.2	150 ~ 200%	(9) SK에코플랜트	103.1
	(95) 한양건설	9.8		(11) 한화(★)	105.8
	(38) SK에코엔지니어링	9.9		(19) 코오롱글로벌(★)	110.3
	(64) 금성백조주택	11.8		(55) KR산업	111.4
	(78) 우미개발	13.4		(79) 경동건설	113.4
	(15) 제일건설	13.8	200% 초과	(30) HLD& 한라(★)	118.6
	(57) 시티건설	13.9		(16) 중흥토건	130.7
	(88) 대림	14.9		(72) 서해종합건설	150.3
	(54) 자이 S&D(★)	15.5		(53) 대보건설	153.1
	(98) 대원(★)	16.5	(평가 제외)	(65) 동원건설산업	168.4
	(63) 국동건설	16.9		(56) 일성건설(★)	173.9
	(83) 강산건설	16.9		(85) 이수건설	221.8
	(47) HS화성(★)	19.8		(77) 대방산업개발	253.9
	(75) 풍림산업	20.3		(91) 한양산업개발	345.4
	(69) 성도이엔지(★)	24.2		(39) 효성중공업(★)	-
	(17) 계룡건설산업(★)	26.5		(41) 진흥기업(★)	-
	(23) 대방건설	27.6		(44) CI 대한통운(★)	-
	(60) 태왕이앤씨	28.4		(58) 신동아건설	-
	(61) 동문건설	28.7		(70) 동양(★)	-
	(27) 우미건설	30.1		(71) 삼부토건(★)	-
	(45) 금강주택	31.5		(90) 해림건설	-
	(28) 한산공영(★)	31.7		(96) 대흥건설	-

자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 57. 수익성 스트레스에 대한 순차입금비율 민감도

(순위) 회사명	순차입금비율 (%)	S순차입금비율 (%)	수익성 민감도 (%p)	(순위) 회사명	순차입금비율 (%)	S순차입금비율 (%)	수익성 민감도 (%p)
(53) 대보건설	153.1	275.5	122.4	(7) 포스코 E&C	1.2	1.3	0.1
(56) 일성건설(★)	173.9	231.9	58.0	(64) 금성백조주택	11.8	11.9	0.1
(19) 코오롱글로벌(★)	110.3	132.5	22.2	(82) 원건설	1.6	1.7	0.1
(77) 대방산업개발	253.9	275.8	21.9	(4) 현대엔지니어링	(27.7)	(27.7)	0.0
(32) 두산건설	35.2	56.4	21.2	(6) GS 건설(★)	57.9	57.9	0.0
(30) HLD& 한라(★)	118.6	136.4	17.9	(10) HDC 현대산업개발(★)	31.8	31.8	0.0
(55) KR 산업	111.4	128.3	17.0	(12) 호반건설	(6.3)	(6.3)	0.0
(40) SGCE&C(★)	95.3	110.0	14.7	(13) DL 건설	(41.1)	(41.1)	0.0
(3) 대우건설(★)	87.5	102.2	14.7	(15) 제일건설	13.8	13.8	0.0
(11) 한화(★)	105.8	115.7	10.0	(16) 중흥토건	130.7	130.7	0.0
(9) SK에코플랜트	103.1	111.4	8.3	(20) 금호건설(★)	47.5	47.5	0.0
(76) 경남기업	46.5	53.4	6.9	(24) 태영건설(★)	62.3	62.3	0.0
(72) 서해종합건설	150.3	155.8	5.5	(27) 우미건설	30.1	30.1	0.0
(38) SK 에코엔지니어링	9.9	15.4	5.5	(31) 동원개발(★)	(4.0)	(4.0)	0.0
(22) 동부건설(★)	69.4	74.6	5.2	(33) 신세계건설	8.2	8.2	0.0
(68) 일신건설	70.4	75.2	4.8	(36) HI 중공업(★)	94.9	94.9	0.0
(8) 롯데건설	56.5	61.2	4.7	(37) 한양	49.4	49.4	0.0
(69) 성도이엔지(★)	24.2	28.4	4.1	(47) HS 화성(★)	19.8	19.8	0.0
(25) KCC 건설(★)	66.9	71.0	4.1	(50) 양우건설	(21.2)	(21.2)	0.0
(51) 서한(★)	70.1	73.9	3.8	(52) 중흥건설	48.9	48.9	0.0
(61) 동문건설	28.7	31.7	3.1	(59) 남광토건(★)	(3.3)	(3.3)	0.0
(63) 극동건설	16.9	20.0	3.1	(62) IT 삼보	8.1	8.1	0.0
(14) 두산에너빌리티(★)	52.3	55.3	3.0	(65) 동원건설산업	168.4	168.4	0.0
(21) 아이에스동서(★)	75.9	78.6	2.8	(66) 에이스건설	77.2	77.2	0.0
(94) 광신종합건설	32.8	35.5	2.7	(84) 동아지질(★)	(42.3)	(42.3)	0.0
(80) 요진건설산업	58.2	60.6	2.4	(85) 이수건설	221.8	221.8	0.0
(79) 경동건설	113.4	115.0	1.6	(91) 한양산업개발	345.4	345.4	0.0
(45) 금강주택	31.5	32.9	1.5	(97) 유탑건설	60.3	60.3	0.0
(67) DS 종합건설	44.9	46.2	1.4	(98) 대원(★)	16.5	16.5	0.0
(49) 대광건설	50.8	52.1	1.3	(99) 보미건설	57.9	57.9	0.0
(17) 계룡건설산업(★)	26.5	27.8	1.3	(74) 보광종합건설	(1.4)	(1.4)	(0.0)
(95) 한양건설	9.8	11.1	1.3	(35) 호반산업	(25.9)	(26.0)	(0.1)
(60) 태왕이앤씨	28.4	29.7	1.2	(5) DL 이앤씨(★)	(8.5)	(8.8)	(0.3)
(75) 풀림산업	20.3	21.6	1.2	(89) 흥화	(9.5)	(9.9)	(0.3)
(29) 반도건설	82.7	83.7	1.0	(48) 라인건설	(13.5)	(14.0)	(0.5)
(83) 강산건설	16.9	17.9	1.0	(2) 현대건설(★)	(10.4)	(11.0)	(0.6)
(81) 금성백조건설	94.0	94.9	0.9	(87) 금광기업	(14.8)	(15.4)	(0.6)
(28) 한신공영(★)	31.7	32.6	0.9	(43) 라인산업	(51.1)	(51.9)	(0.8)
(23) 대방건설	27.6	28.4	0.8	(42) 동양건설산업	(54.8)	(56.4)	(1.6)
(86) 파인건설	63.1	63.9	0.8	(18) 서희건설(★)	(37.6)	(40.5)	(2.9)
(88) 대림	14.9	15.6	0.7	(73) 대명건설	(44.0)	(47.7)	(3.8)
(54) 자이 S&D(★)	15.5	16.2	0.7	(100) 중앙건설	(15.7)	(19.5)	(3.8)
(57) 시티건설	13.9	14.2	0.3	(93) 화성개발	(53.0)	(56.8)	(3.8)
(1) 삼성물산(★)	6.8	7.1	0.3	(34) 자이 C&A	(30.6)	(34.7)	(4.0)
(92) 신성건설	3.4	3.7	0.2	(26) 쌍용건설	(41.7)	(48.3)	(6.5)
(78) 우미개발	13.4	13.6	0.2	(46) 삼성 E&A(★)	(53.9)	(60.5)	(6.6)

자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

주1) 순차입금비율이 0% 미만(순현금 구조)인 기업은, 자본 감소 시 민감도 왜곡이 발생하여 재무지표가 과대평가 될 수 있음

주2) 물적분할 기업 중 DL이앤씨(5위)는 IR자료 참조, 자이C&A(34위), SK에코엔지니어링(38위), 대명건설(73위)는 물적분할 이전 기업 GPM 반영

도표 58. 운전자본 스트레스에 대한 순차입금비율 민감도

(순위) 회사명	순차입금비율 (%)	S순차입금비율 (%)	운전자본 민감도 (%p)	(순위) 회사명	순차입금비율 (%)	S순차입금비율 (%)	운전자본 민감도 (%p)
(91) 한양산업개발	345.4	492.6	147.2	(53) 대보건설	153.1	155.9	2.8
(65) 동원건설산업	168.4	251.4	83.0	(74) 보광종합건설	(1.4)	1.4	2.8
(33) 신세계건설	8.2	41.9	33.7	(1) 삼성물산(★)	6.8	8.8	2.1
(99) 보미건설	57.9	90.5	32.6	(26) 쌍용건설	(41.7)	(39.7)	2.0
(24) 태영건설(★)	62.3	91.9	29.7	(64) 금성백조주택	11.8	13.7	2.0
(46) 삼성 E&A(★)	(53.9)	(27.9)	26.0	(14) 두산에너빌리티(★)	52.3	54.2	2.0
(34) 자이 C&A	(30.6)	(8.9)	21.7	(45) 금강주택	31.5	33.2	1.8
(92) 신성건설	3.4	23.3	19.8	(43) 라인산업	(51.1)	(49.5)	1.6
(25) KCC 건설(★)	66.9	86.7	19.8	(16) 중흥토건	130.7	132.2	1.5
(3) 대우건설(★)	87.5	107.1	19.6	(67) DS 종합건설	44.9	46.3	1.4
(66) 에이스건설	77.2	95.0	17.8	(5) DL 이앤씨(★)	(8.5)	(7.3)	1.2
(68) 일신건설	70.4	87.4	17.0	(50) 양우건설	(21.2)	(20.1)	1.1
(63) 극동건설	16.9	33.1	16.2	(15) 제일건설	13.8	14.7	0.9
(95) 한양건설	9.8	25.7	15.9	(19) 코오롱글로벌(★)	110.3	110.9	0.6
(40) SGC E&C(★)	95.3	108.9	13.5	(20) 금호건설(★)	47.5	47.8	0.3
(55) KR 산업	111.4	124.7	13.3	(100) 중앙건설	(15.7)	(15.4)	0.3
(79) 경동건설	113.4	125.9	12.5	(75) 품림산업	20.3	20.5	0.2
(77) 대방산업개발	253.9	266.4	12.4	(4) 현대엔지니어링	(27.7)	(27.5)	0.2
(94) 광신종합건설	32.8	44.6	11.8	(78) 우미개발	13.4	13.5	0.2
(59) 남광토건(★)	(3.3)	8.1	11.5	(52) 중흥건설	48.9	48.9	0.1
(11) 한화(★)	105.8	115.9	10.1	(6) GS 건설(★)	57.9	57.9	0.0
(29) 반도건설	82.7	92.8	10.1	(10) HDC 현대산업개발(★)	31.8	31.8	0.0
(82) 원건설	1.6	11.0	9.4	(12) 호반건설	(6.3)	(6.3)	0.0
(22) 동부건설(★)	69.4	78.8	9.4	(18) 서희건설(★)	(37.6)	(37.6)	0.0
(76) 경남기업	46.5	55.1	8.6	(21) 아이에스동서(★)	75.9	75.9	0.0
(17) 계룡건설산업(★)	26.5	35.0	8.5	(31) 동원개발(★)	(4.0)	(4.0)	0.0
(30) HLD& 한라(★)	118.6	126.2	7.6	(32) 두산건설	35.2	35.2	0.0
(98) 대원(★)	16.5	23.0	6.6	(35) 호반산업	(25.9)	(25.9)	0.0
(83) 강산건설	16.9	23.4	6.5	(36) HI 중공업(★)	94.9	94.9	0.0
(61) 동문건설	28.7	35.1	6.4	(37) 한양	49.4	49.4	0.0
(28) 한신공영(★)	31.7	38.0	6.3	(38) SK 에코엔지니어링	9.9	9.9	0.0
(51) 서한(★)	70.1	76.1	6.0	(42) 동양건설산업	(54.8)	(54.8)	0.0
(8) 롯데건설	56.5	62.1	5.5	(47) HS 화성(★)	19.8	19.8	0.0
(81) 금성백조건설	94.0	99.4	5.4	(49) 대광건설	50.8	50.8	0.0
(13) DL 건설	(41.1)	(36.2)	4.9	(57) 시티건설	13.9	13.9	0.0
(7) 포스코 E&C	1.2	5.8	4.6	(62) LT 삼보	8.1	8.1	0.0
(84) 동아지질(★)	(42.3)	(37.8)	4.5	(69) 성도이엔지(★)	24.2	24.2	0.0
(27) 우미건설	30.1	34.4	4.2	(72) 서해종합건설	150.3	150.3	0.0
(93) 화성개발	(53.0)	(49.0)	4.0	(73) 대명건설	(44.0)	(44.0)	0.0
(54) 자이 S&D(★)	15.5	19.1	3.6	(80) 요진건설산업	58.2	58.2	0.0
(56) 일성건설(★)	173.9	177.5	3.6	(85) 이수건설	221.8	221.8	0.0
(23) 대방건설	27.6	31.2	3.5	(86) 파인건설	63.1	63.1	0.0
(9) SK 에코플랜트	103.1	106.6	3.5	(87) 금광기업	(14.8)	(14.8)	0.0
(48) 라인건설	(13.5)	(10.1)	3.4	(88) 대림	14.9	14.9	0.0
(2) 현대건설(★)	(10.4)	(7.3)	3.2	(89) 흥화	(9.5)	(9.5)	0.0
(60) 태왕이앤씨	28.4	31.5	3.1	(97) 유탑건설	60.3	60.3	0.0

자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 59. 우발부채 스트레스에 대한 순차입금비율 민감도

(순위) 회사명	순차입금비율 (%)	S순차입금비율 (%)	우발부채 민감도 (%p)	(순위) 회사명	순차입금비율 (%)	S순차입금비율 (%)	우발부채 민감도 (%p)
(91) 한양산업개발	345.4	897.7	552.3	(23) 대방건설	27.6	35.6	8.0
(24) 태영건설(★)	62.3	340.2	277.9	(50) 양우건설	(21.2)	(15.5)	5.7
(8) 롯데건설	56.5	189.3	132.8	(68) 일신건설	70.4	75.7	5.4
(86) 파인건설	63.1	177.5	114.3	(98) 대원(★)	16.5	21.4	5.0
(49) 대광건설	50.8	123.1	72.3	(35) 호반산업	(25.9)	(21.3)	4.6
(95) 한양건설	9.8	64.5	54.7	(7) 포스코 E&C	1.2	4.4	3.2
(67) DS 종합건설	44.9	97.1	52.2	(52) 중흥건설	48.9	51.1	2.2
(19) 코오롱글로벌(★)	110.3	150.7	40.4	(80) 요진건설산업	58.2	60.0	1.8
(37) 한양	49.4	89.1	39.7	(29) 반도건설	82.7	84.4	1.7
(45) 금강주택	31.5	60.9	29.5	(51) 서한(★)	70.1	71.8	1.7
(17) 계룡건설산업(★)	26.5	55.8	29.3	(88) 대림	14.9	16.4	1.6
(6) GS 건설(★)	57.9	85.3	27.4	(14) 두산에너빌리티(★)	52.3	53.3	1.0
(26) 쌍용건설	(41.7)	(15.0)	26.8	(47) HS 화성(★)	19.8	20.9	1.0
(33) 신세계건설	8.2	34.7	26.5	(13) DL 건설	(41.1)	(40.4)	0.7
(53) 대보건설	153.1	178.6	25.5	(74) 보광종합건설	(1.4)	(1.3)	0.1
(25) KCC 건설(★)	66.9	92.3	25.4	(1) 삼성물산(★)	6.8	6.8	0.0
(2) 현대건설(★)	(10.4)	14.5	25.0	(34) 자이 C&A	(30.6)	(30.6)	0.0
(20) 금호건설(★)	47.5	71.8	24.2	(36) HI 중공업(★)	94.9	94.9	0.0
(60) 태왕이앤씨	28.4	51.7	23.3	(38) SK 에코엔지니어링	9.9	9.9	0.0
(15) 제일건설	13.8	35.4	21.6	(42) 동양건설산업	(54.8)	(54.8)	0.0
(32) 두산건설	35.2	55.8	20.6	(43) 라인산업	(51.1)	(51.1)	0.0
(61) 동문건설	28.7	49.0	20.4	(46) 삼성 E&A(★)	(53.9)	(53.9)	0.0
(27) 우미건설	30.1	49.0	18.9	(54) 자이 S&D(★)	15.5	15.5	0.0
(66) 에이스건설	77.2	96.0	18.8	(55) KR 산업	111.4	111.4	0.0
(85) 이수건설	221.8	239.6	17.8	(57) 시티건설	13.9	13.9	0.0
(21) 아이에스동서(★)	75.9	93.0	17.2	(62) LT 삼보	8.1	8.1	0.0
(30) HLD& 한라(★)	118.6	133.6	15.0	(63) 극동건설	16.9	16.9	0.0
(83) 강산건설	16.9	31.8	14.9	(64) 금성백조주택	11.8	11.8	0.0
(59) 남광토건(★)	(3.3)	11.1	14.5	(65) 동원건설산업	168.4	168.4	0.0
(9) SK 에코플랜트	103.1	116.4	13.3	(69) 성도이엔지(★)	24.2	24.2	0.0
(16) 중흥토건	130.7	143.5	12.8	(72) 서해종합건설	150.3	150.3	0.0
(28) 한신공영(★)	31.7	44.4	12.7	(73) 대명건설	(44.0)	(44.0)	0.0
(31) 동원개발(★)	(4.0)	8.6	12.6	(75) 풍림산업	20.3	20.3	0.0
(10) HDC 현대산업개발(★)	31.8	44.0	12.3	(76) 경남기업	46.5	46.5	0.0
(3) 대우건설(★)	87.5	99.7	12.2	(77) 대방산업개발	253.9	253.9	0.0
(40) SGCE&C(★)	95.3	107.4	12.1	(78) 우미개발	13.4	13.4	0.0
(22) 동부건설(★)	69.4	80.8	11.5	(79) 경동건설	113.4	113.4	0.0
(81) 금성백조건설	94.0	105.1	11.1	(84) 동아지질(★)	(42.3)	(42.3)	0.0
(11) 한화(★)	105.8	116.3	10.5	(87) 금광기업	(14.8)	(14.8)	0.0
(56) 일성건설(★)	173.9	183.6	9.7	(89) 흥화	(9.5)	(9.5)	0.0
(82) 원건설	1.6	11.3	9.7	(92) 신성건설	3.4	3.4	0.0
(18) 서화건설(★)	(37.6)	(28.2)	9.4	(93) 화성개발	(53.0)	(53.0)	0.0
(12) 호반건설	(6.3)	3.0	9.3	(94) 광신종합건설	32.8	32.8	0.0
(5) DL 이앤씨(★)	(8.5)	0.5	9.0	(97) 유탑건설	60.3	60.3	0.0
(48) 라인건설	(13.5)	(5.0)	8.5	(99) 보미건설	57.9	57.9	0.0
(4) 현대엔지니어링	(27.7)	(19.5)	8.2	(100) 중앙건설	(15.7)	(15.7)	0.0

자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 60. 통합 스트레스에 대한 순차입금비율 민감도

(순위) 회사명	순차입금비율 (%)	S순차입금비율 (%)	통합 민감도 (%p)	(순위) 회사명	순차입금비율 (%)	S순차입금비율 (%)	통합 민감도 (%p)
(91) 한양산업개발	345.4	1044.9	699.5	(81) 금성백조건설	94.0	111.7	17.7
(24) 태영건설(★)	62.3	369.8	307.6	(76) 경남기업	46.5	63.3	16.8
(53) 대보건설	153.1	326.4	173.3	(94) 광신종합건설	32.8	48.2	15.5
(8) 롯데건설	56.5	211.0	154.5	(79) 경동건설	113.4	127.6	14.2
(86) 파인건설	63.1	179.7	116.6	(16) 중흥토건	130.7	144.9	14.2
(65) 동원건설산업	168.4	251.4	83.0	(29) 반도건설	82.7	95.7	13.0
(95) 한양건설	9.8	90.9	81.2	(23) 대방건설	27.6	40.3	12.6
(56) 일성건설(★)	173.9	249.7	75.8	(31) 동원개발(★)	(4.0)	8.6	12.6
(49) 대광건설	50.8	126.4	75.6	(10) HDC 현대산업개발(★)	31.8	44.0	12.3
(19) 코오롱글로벌(★)	110.3	181.7	71.4	(48) 라인건설	(13.5)	(1.6)	11.9
(33) 신세계건설	8.2	68.4	60.3	(51) 서한(★)	70.1	82.0	11.9
(67) DS 종합건설	44.9	101.5	56.6	(98) 대원(★)	16.5	28.0	11.5
(32) 두산건설	35.2	89.3	54.1	(5) DL 이앤씨(★)	(8.5)	1.8	10.3
(25) KCC 건설(★)	66.9	118.9	52.0	(12) 호반건설	(6.3)	3.0	9.3
(3) 대우건설(★)	87.5	139.3	51.8	(7) 포스코 E&C	1.2	10.0	8.7
(40) SGC E&C(★)	95.3	139.6	44.3	(4) 현대엔지니어링	(27.7)	(19.4)	8.3
(30) HLD& 한라(★)	118.6	162.5	43.9	(18) 서희건설(★)	(37.6)	(30.3)	7.3
(17) 계룡건설산업(★)	26.5	67.5	41.0	(50) 양우건설	(21.2)	(14.4)	6.8
(37) 한양	49.4	89.1	39.7	(14) 두산에너지빌리티(★)	52.3	58.5	6.2
(66) 에이스건설	77.2	113.8	36.6	(13) DL 건설	(41.1)	(35.5)	5.6
(77) 대방산업개발	253.9	289.4	35.4	(72) 서해종합건설	150.3	155.8	5.5
(45) 금강주택	31.5	65.6	34.2	(38) SK에코엔지니어링	9.9	15.4	5.5
(61) 동문건설	28.7	61.4	32.7	(35) 호반산업	(25.9)	(21.4)	4.5
(11) 한화(★)	105.8	138.3	32.6	(84) 동아지질(★)	(42.3)	(37.8)	4.5
(99) 보미건설	57.9	90.5	32.6	(54) 자이 S&D(★)	15.5	20.0	4.5
(55) KR 산업	111.4	143.6	32.3	(80) 요진건설산업	58.2	62.5	4.3
(2) 현대건설(★)	(10.4)	18.6	29.1	(69) 성도이앤지(★)	24.2	28.4	4.1
(60) 태왕이앤씨	28.4	57.2	28.8	(74) 보광종합건설	(1.4)	1.5	2.9
(68) 일신건설	70.4	99.0	28.6	(1) 삼성물산(★)	6.8	9.2	2.5
(22) 동부건설(★)	69.4	97.0	27.7	(88) 대림	14.9	17.3	2.4
(6) GS 건설(★)	57.9	85.3	27.4	(52) 중흥건설	48.9	51.2	2.3
(26) 쌍용건설	(41.7)	(14.9)	26.8	(64) 금성백조주택	11.8	13.9	2.1
(9) SK에코플랜트	103.1	129.6	26.5	(75) 풍림산업	20.3	21.8	1.5
(59) 남광토건(★)	(3.3)	22.6	25.9	(47) HS 화성(★)	19.8	20.9	1.0
(20) 금호건설(★)	47.5	72.1	24.5	(43) 라인산업	(51.1)	(50.3)	0.8
(83) 강산건설	16.9	40.6	23.6	(93) 화성개발	(53.0)	(52.5)	0.5
(27) 우미건설	30.1	53.3	23.2	(78) 우미개발	13.4	13.7	0.4
(46) 삼성 E&A(★)	(53.9)	(31.3)	22.5	(57) 시티건설	13.9	14.2	0.3
(15) 제일건설	13.8	36.3	22.5	(36) HI 중공업(★)	94.9	94.9	0.0
(63) 극동건설	16.9	39.1	22.3	(62) LT 삼보	8.1	8.1	0.0
(92) 신성건설	3.4	24.9	21.5	(97) 유탑건설	60.3	60.3	0.0
(21) 아이에스동서(★)	75.9	96.4	20.5	(89) 흥화	(9.5)	(9.9)	(0.3)
(34) 자이 C&A	(30.6)	(10.1)	20.5	(87) 금광기업	(14.8)	(15.4)	(0.6)
(28) 한신공영(★)	31.7	52.1	20.4	(42) 동양건설산업	(54.8)	(56.4)	(1.6)
(82) 원건설	1.6	21.6	20.0	(100) 중앙건설	(15.7)	(19.1)	(3.4)
(85) 이수건설	221.8	239.6	17.8	(73) 대명건설	(44.0)	(47.7)	(3.8)

자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

주) 순차입금비율이 0% 미만(순현금 구조)인 기업은, 자본 감소 시 민감도 왜곡이 발생하여 재무지표가 과대평가 될 수 있음

도표 61. 통합 스트레스에 대한 구간별 순차입금비율

구 분	(순위) 회사명	S.순차입금비율(%)	구 분	(순위) 회사명	S.순차입금비율(%)
0% 이하	(42) 동양건설산업	(56.4)		(27) 우미건설	53.3
	(93) 화성개발	(52.5)		(60) 태왕이앤씨	57.2
	(43) 라인산업	(50.3)		(14) 두산에너빌리티(★)	58.5
	(73) 대명건설	(47.7)		(97) 유탑건설	60.3
	(84) 동아지질(★)	(37.8)		(61) 동문건설	61.4
	(13) DL 건설	(35.5)		(80) 요진건설산업	62.5
	(46) 삼성 E&A(★)	(31.3)		(76) 경남기업	63.3
	(18) 서회건설(★)	(30.3)		(45) 금강주택	65.6
	(35) 호반산업	(21.4)		(17) 계룡건설산업(★)	67.5
	(4) 현대엔지니어링	(19.4)		(33) 신세계건설	68.4
	(100) 중앙건설	(19.1)		(20) 금호건설(★)	72.1
	(87) 금광기업	(15.4)		(51) 서한(★)	82.0
	(26) 쌍용건설	(14.9)		(6) GS 건설(★)	85.3
	(50) 양우건설	(14.4)		(37) 한양	89.1
	(34) 자이 C&A	(10.1)		(32) 두산건설	89.3
	(89) 흥화	(9.9)		(99) 보미건설	90.5
	(48) 라인건설	(1.6)		(95) 한양건설	90.9
0% ~ 50%	(74) 보광종합건설	1.5		(36) HI 중공업(★)	94.9
	(5) DL 이앤씨(★)	1.8		(29) 반도건설	95.7
	(12) 호반건설	3.0		(21) 아이에스동서(★)	96.4
	(62) LT 삼보	8.1		(22) 동부건설(★)	97.0
	(31) 동원개발(★)	8.6		(68) 일신건영	99.0
	(1) 삼성물산(★)	9.2	100 ~ 150%	(67) DS 종합건설	101.5
	(7) 포스코 E&C	10.0		(81) 금성백조건설	111.7
	(78) 우미개발	13.7		(66) 에이스건설	113.8
	(64) 금성백조주택	13.9		(25) KCC 건설(★)	118.9
	(57) 시티건설	14.2		(49) 대광건영	126.4
	(38) SK 에코엔지니어링	15.4		(79) 경동건설	127.6
	(88) 대림	17.3		(9) SK 에코플랜트	129.6
	(2) 현대건설(★)	18.6		(11) 한화(★)	138.3
	(54) 자이 S&D(★)	20.0		(3) 대우건설(★)	139.3
	(47) HS 화성(★)	20.9		(40) SGC E&C(★)	139.6
	(82) 원건설	21.6	150 ~ 200%	(55) KR 산업	143.6
	(75) 풀림산업	21.8		(16) 중흥토건	144.9
	(59) 남광토건(★)	22.6		(72) 서해종합건설	155.8
	(92) 신성건설	24.9		(30) HLD& 한라(★)	162.5
	(98) 대원(★)	28.0		(86) 파인건설	179.7
	(69) 성도이엔지(★)	28.4	200% 초과	(19) 코오롱글로벌(★)	181.7
	(15) 제일건설	36.3		(8) 롯데건설	211.0
	(63) 극동건설	39.1		(85) 이수건설	239.6
	(23) 대방건설	40.3		(56) 일성건설(★)	249.7
	(83) 강산건설	40.6		(65) 동원건설산업	251.4
	(10) HDC 현대산업개발(★)	44.0		(77) 대방산업개발	289.4
	(94) 광신종합건설	48.2		(53) 대보건설	326.4
	(52) 중흥건설	51.2		(24) 태영건설(★)	369.8
50 ~ 100%	(28) 한산공영(★)	52.1		(91) 한양산업개발	1044.9

자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

Appendix

10 대 건설사 재무지표 추이

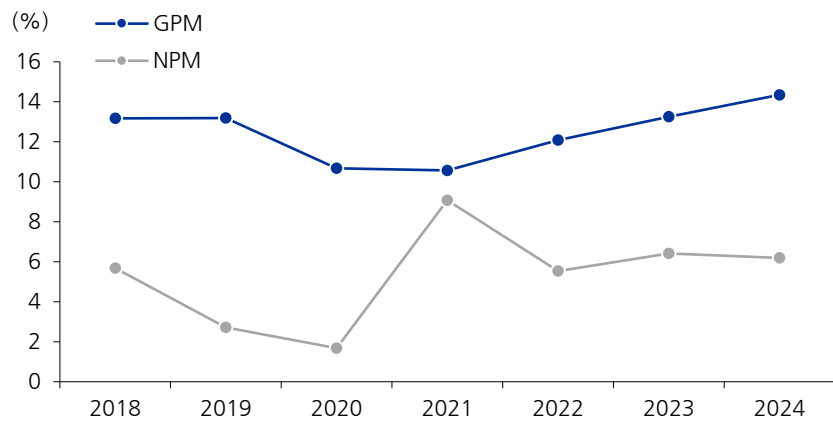
- (1) 삼성물산 (028260.KS)
- (2) 현대건설 (000720.KS)
- (3) 대우건설 (047040.KS)
- (4) 현대엔지니어링
- (5) DL 이앤씨 (375500.KS)
- (6) GS 건설 (006360.KS)
- (7) 포스코 E&C
- (8) 롯데건설
- (9) SK 에코플랜트
- (10) HDC 현대산업개발 (294870.KS)

삼성물산(028260.KS) 재무지표(별도)

	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
수익성(%)							
매출총이익률	13.2	13.2	10.7	10.6	12.1	13.3	14.4
영업이익률	3.4	2.9	1.5	1.2	3.6	4.1	4.1
순이익률	5.7	2.7	1.7	9.1	5.5	6.4	6.2
안정성(%)							
순차입금비율	2.9	4.9	3.8	1.1	8.5	9.0	6.8
활동성(%)							
매출채권회전율(%)	26.0	21.1	19.2	26.3	23.0	23.1	27.8

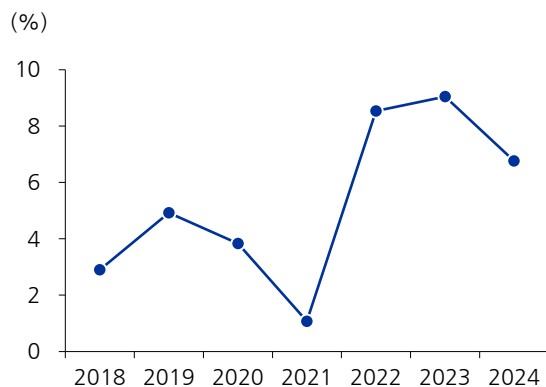
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 62. GPM 및 NPM 추이



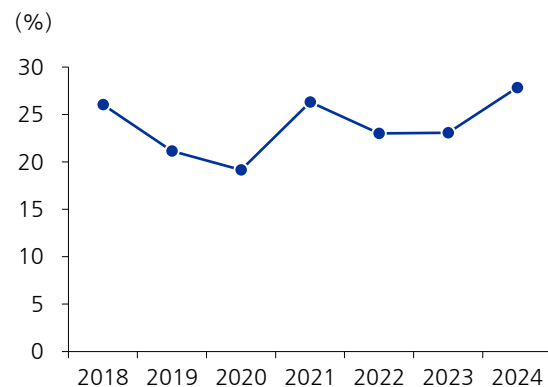
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 63. 순차입금비율 추이



자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 64. 매출채권회전율 추이



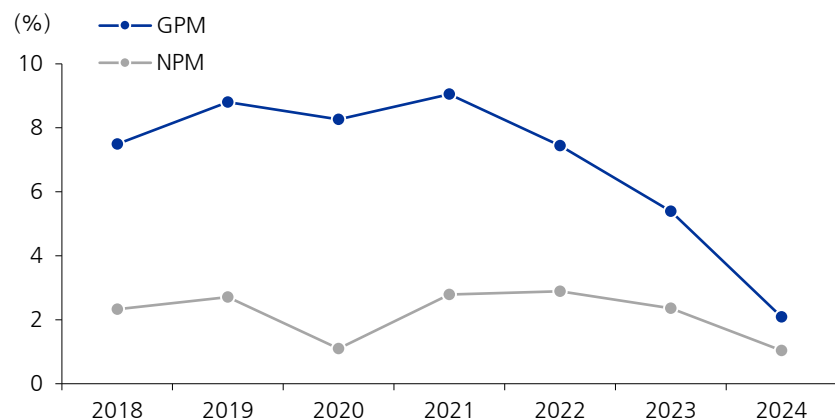
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

현대건설(000720.KS) 재무지표(별도)

	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
수익성(%)							
매출총이익률	7.5	8.8	8.3	9.1	7.4	5.4	2.1
영업이익률	3.0	3.7	2.5	3.0	2.9	2.2	(1.3)
순이익률	2.3	2.7	1.1	2.8	2.9	2.4	1.0
안정성(%)							
순차입금비율	(3.5)	(0.3)	(13.0)	(17.1)	(15.9)	(5.5)	(10.4)
활동성(%)							
매출채권회전율(%)	40.7	41.0	38.5	40.6	41.3	42.2	44.9

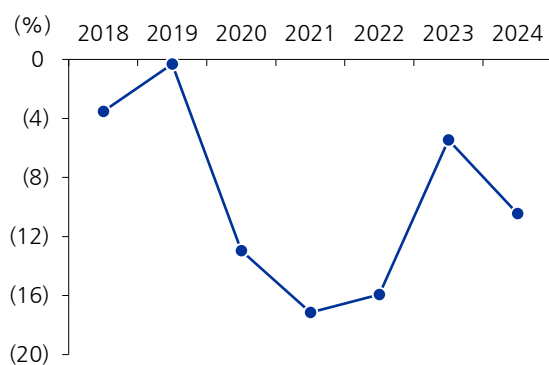
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 65. GPM 및 NPM 추이



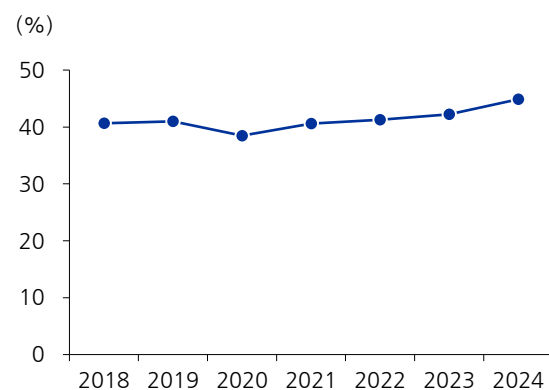
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 66. 순차입금비율 추이



자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 67. 매출채권회전율 추이



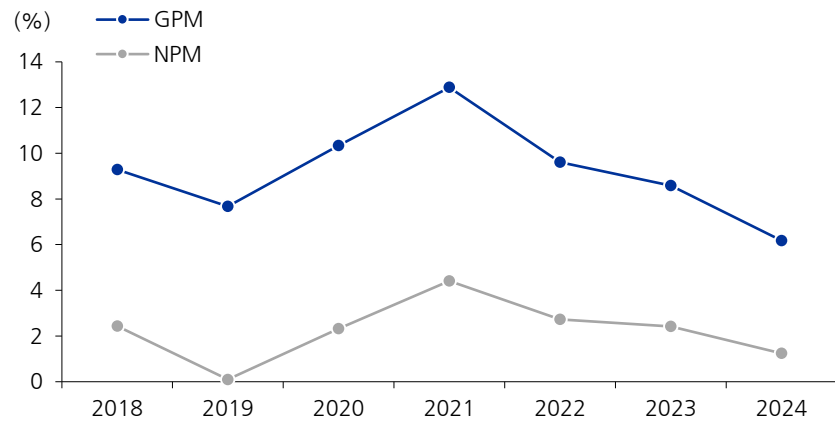
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

대우건설(047040.KS) 재무지표(별도)

	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
수익성(%)							
매출총이익률	9.3	7.7	10.3	12.9	9.6	8.6	6.2
영업이익률	5.6	1.9	4.9	7.1	4.7	3.7	1.2
순이익률	2.4	0.1	2.3	4.4	2.7	2.4	1.2
안정성(%)							
순차입금비율	35.6	49.0	41.1	25.7	37.0	53.0	87.5
활동성(%)							
매출채권회전율(%)	24.1	32.8	29.0	25.3	29.4	32.7	46.4

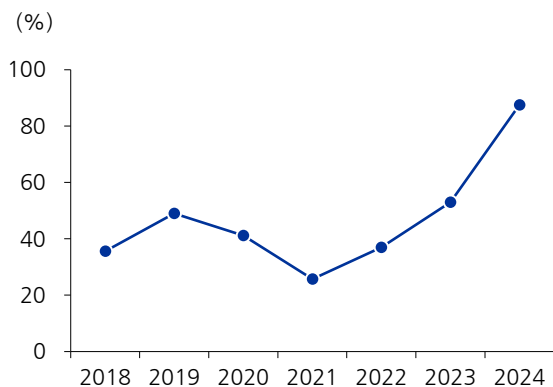
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 68. GPM 및 NPM 추이



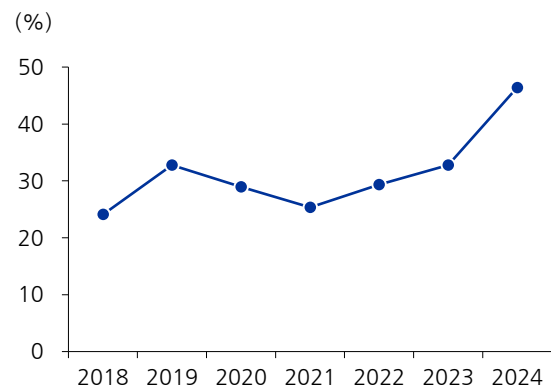
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 69. 순차입금비율 추이



자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 70. 매출채권회전율 추이



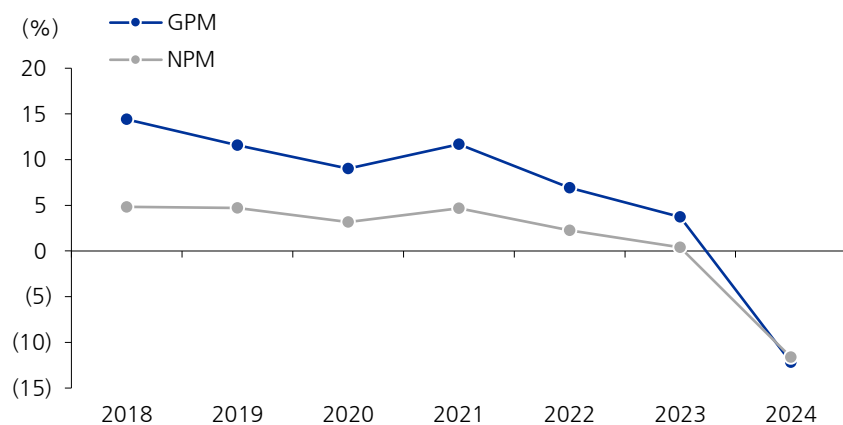
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

현대엔지니어링 재무지표(별도)

	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
수익성(%)							
매출총이익률	14.4	11.6	9.0	11.7	6.9	3.7	(12.2)
영업이익률	8.3	6.1	4.6	5.9	2.2	(0.5)	(16.9)
순이익률	4.8	4.7	3.2	4.7	2.2	0.4	(11.6)
안정성(%)							
순차입금비율	(70.2)	(76.2)	(78.8)	(62.7)	(47.7)	(30.7)	(27.7)
활동성(%)							
매출채권회전율(%)	28.2	25.6	22.5	30.0	37.0	39.5	39.6

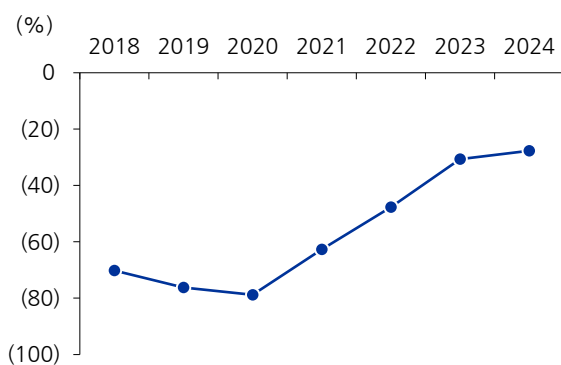
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 71. GPM 및 NPM 추이



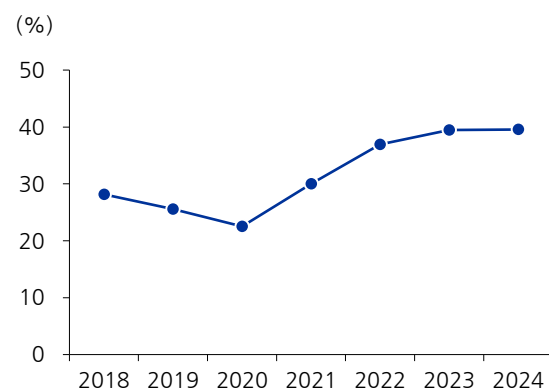
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 72. 순차입금비율 추이



자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 73. 매출채권회전율 추이



자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

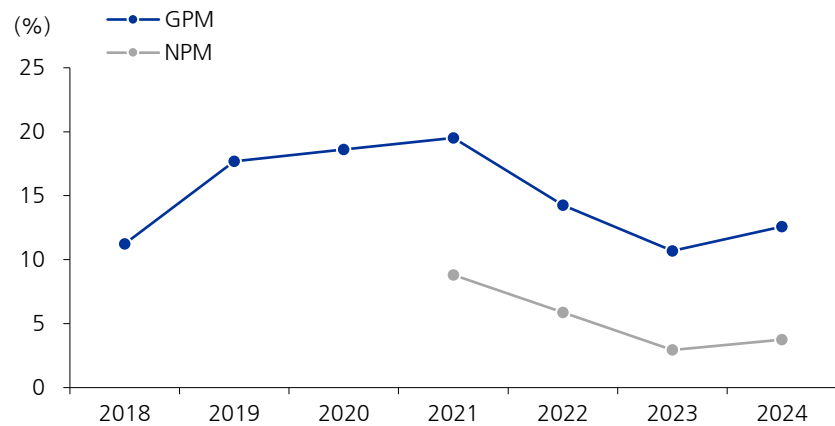
DL이앤씨(375500.KS) 재무지표(별도)

	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
수익성(%)							
매출총이익률	11.2	17.7	18.6	19.5	14.3	10.7	12.6
영업이익률	-	-	-	13.0	7.6	4.3	5.0
순이익률	-	-	-	8.8	5.9	2.9	3.7
안정성(%)							
순차입금비율	-	-	-	(16.6)	(15.3)	(15.5)	(8.5)
활동성(%)							
매출채권회전율(%)	-	-	-	12.9	16.7	18.5	20.4

자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

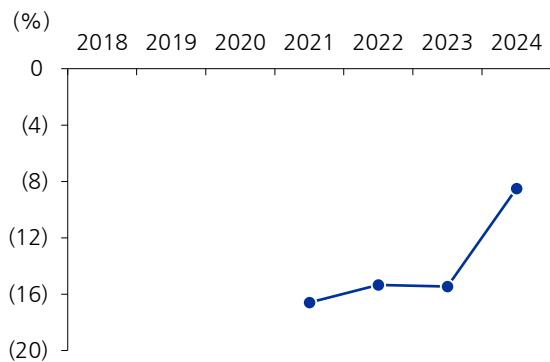
주) DL 이앤씨는 '21 년 대림산업에서 물적 분할됨에 따라 '18~'20 년 재무지표 확인 불가(GPM은 IR 자료 참조)

도표 74. GPM 및 NPM 추이



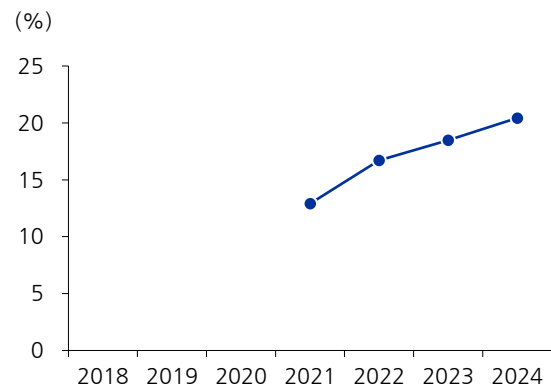
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 75. 순차입금비율 추이



자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 76. 매출채권회전율 추이



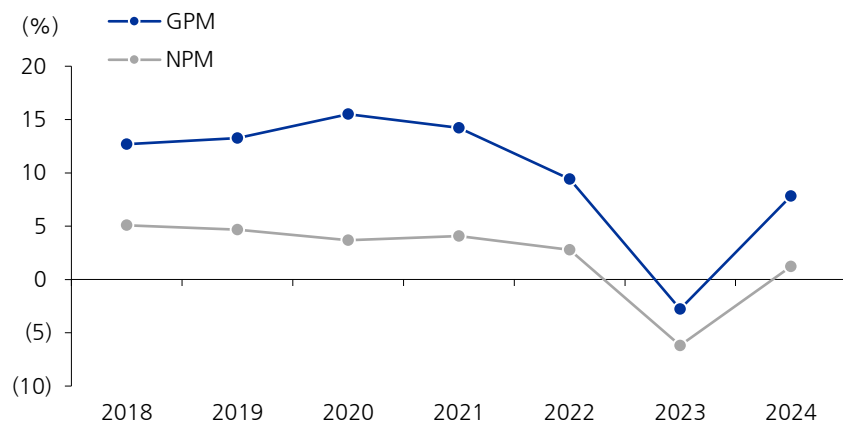
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

GS건설(006360.KS) 재무지표(별도)

	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
수익성(%)							
매출총이익률	12.7	13.3	15.5	14.2	9.4	(2.8)	7.8
영업이익률	8.3	7.2	7.7	6.6	3.3	(7.6)	1.2
순이익률	5.1	4.7	3.7	4.1	2.8	(6.2)	1.2
안정성(%)							
순차입금비율	5.6	17.6	19.2	14.9	39.9	52.1	57.9
활동성(%)							
매출채권회전율(%)	32.7	22.5	18.9	25.6	21.6	27.6	25.6

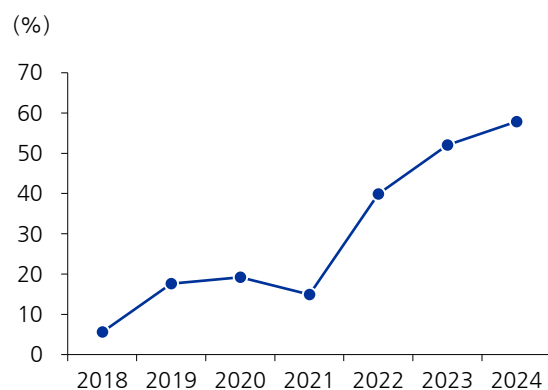
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 77. GPM 및 NPM 추이



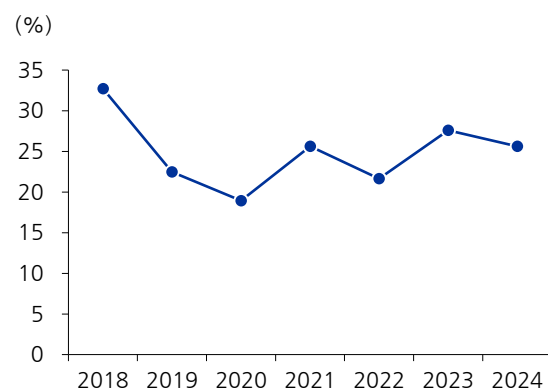
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 78. 순차입금비율 추이



자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 79. 매출채권회전율 추이



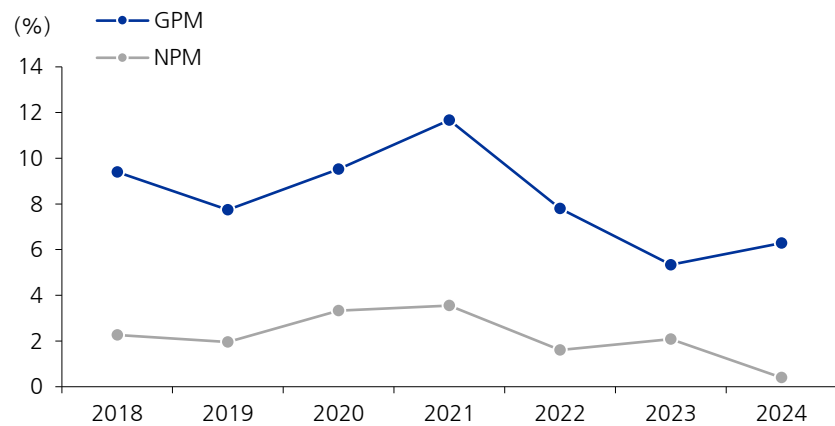
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

포스코이앤씨 재무지표(별도)

	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
수익성(%)							
매출총이익률	9.4	7.8	9.5	11.7	7.8	5.3	6.3
영업이익률	5.2	4.4	5.8	5.8	3.3	1.8	1.3
순이익률	2.3	2.0	3.3	3.6	1.6	2.1	0.4
안정성(%)							
순차입금비율	(9.4)	(4.2)	(20.5)	(22.1)	(13.4)	(8.6)	1.2
활동성(%)							
매출채권회전율(%)	25.4	31.8	23.0	25.7	26.4	33.4	36.9

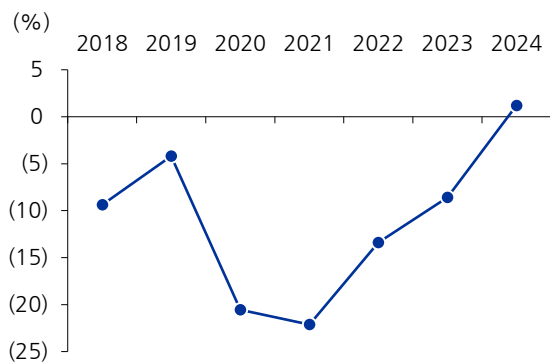
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 80. GPM 및 NPM 추이



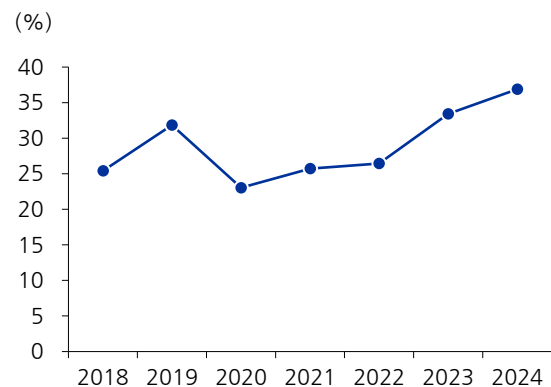
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 81. 순차입금비율 추이



자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 82. 매출채권회전율 추이



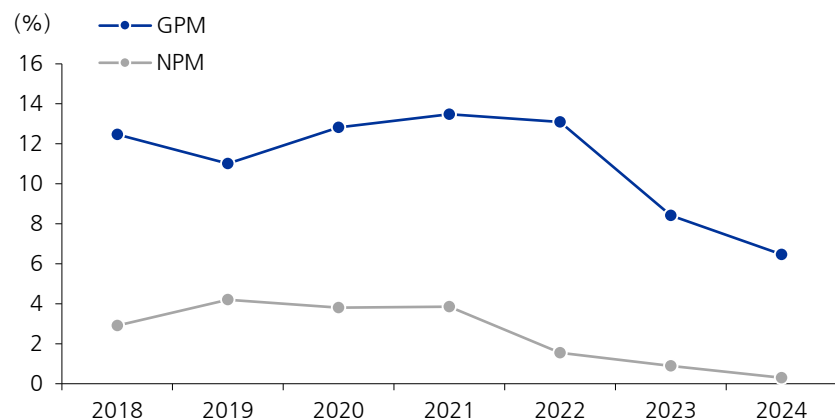
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

롯데건설 재무지표(별도)

	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
수익성(%)							
매출총이익률	12.5	11.0	12.8	13.5	13.1	8.4	6.5
영업이익률	8.3	5.8	7.1	8.7	6.2	4.0	2.3
순이익률	2.9	4.2	3.8	3.9	1.6	0.9	0.3
안정성(%)							
순차입금비율	18.9	11.2	6.9	23.8	123.7	35.1	56.5
활동성(%)							
매출채권회전율(%)	35.4	34.1	29.0	36.4	17.0	21.3	25.2

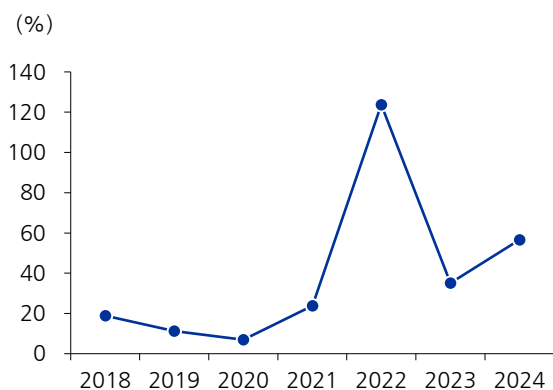
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 83. GPM 및 NPM 추이



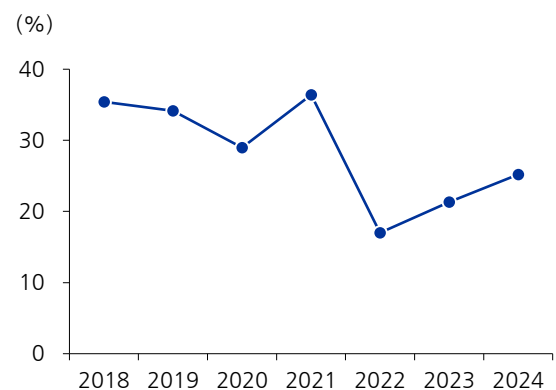
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 84. 순차입금비율 추이



자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 85. 매출채권회전율 추이



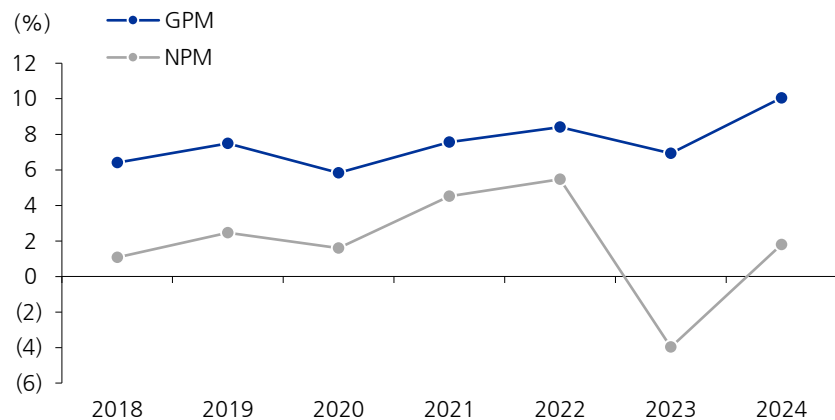
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

SK에코플랜트 재무지표(별도)

	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
수익성(%)							
매출총이익률	6.4	7.5	5.8	7.6	8.4	6.9	10.1
영업이익률	1.4	3.5	1.7	1.2	2.6	0.9	5.1
순이익률	1.1	2.5	1.6	4.5	5.5	(4.0)	1.8
안정성(%)							
순차입금비율	4.9	10.6	27.6	50.5	69.1	92.4	103.1
활동성(%)							
매출채권회전율(%)	21.8	17.7	22.8	30.8	38.9	39.4	44.1

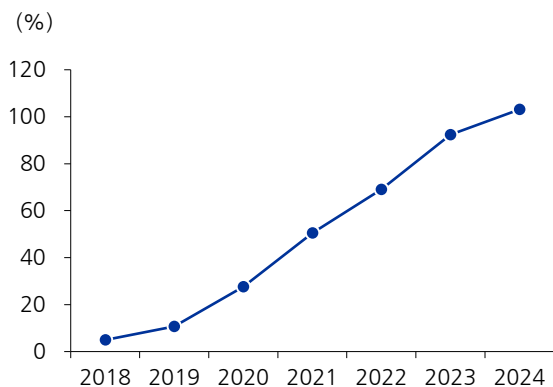
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 86. GPM 및 NPM 추이



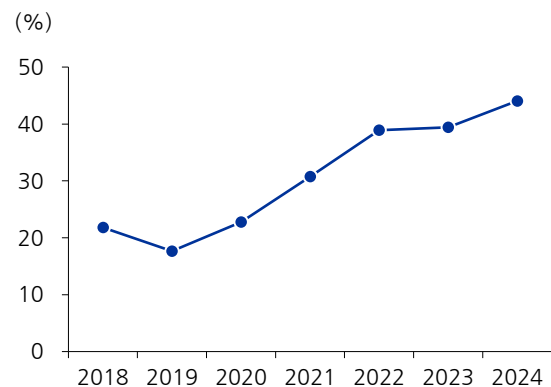
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 87. 순차입금비율 추이



자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 88. 매출채권회전율 추이



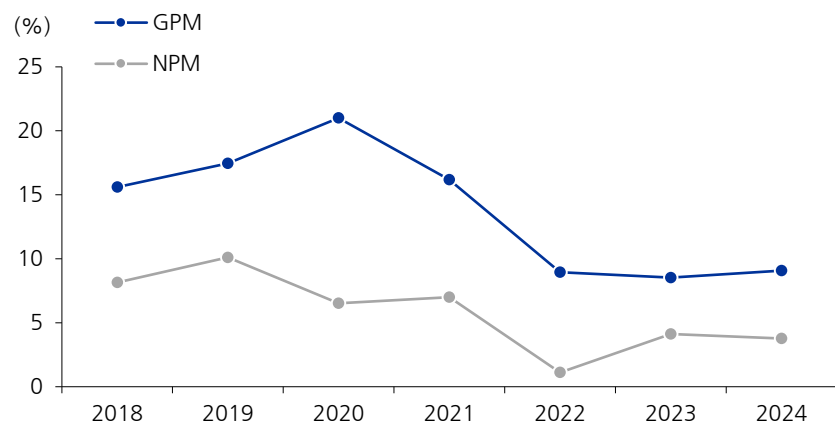
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

HDC현대산업개발(294870.KS) 재무지표(별도)

	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024
수익성(%)							
매출총이익률	15.6	17.5	21.0	16.2	8.9	8.5	9.1
영업이익률	11.3	13.0	15.9	10.1	3.4	4.6	4.4
순이익률	8.2	10.1	6.5	7.0	1.1	4.1	3.8
안정성(%)							
순차입금비율	(26.3)	(12.2)	(5.7)	(8.3)	49.9	37.3	31.8
활동성(%)							
매출채권회전율(%)	37.0	27.4	28.1	32.4	44.0	46.3	41.4

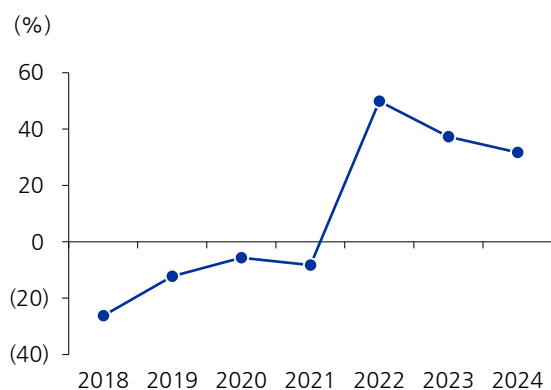
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 89. GPM 및 NPM 추이



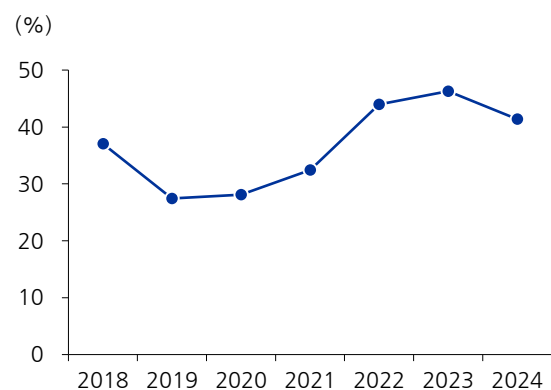
자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 90. 순차입금비율 추이



자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

도표 91. 매출채권회전율 추이



자료: 전자공시시스템(DART), Quantwise, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에 동 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.03.31 기준)