

건설 (Overweight)

부진한 업황에도 남아있는 상승여력

Issue Comment

[건설/운송] 배세호 2122-9202 seho.bae@imfnsec.com

아직은 상승 여력이 남아있는 건설사들의 주가

- 최근 커버리지 건설사들의 주가의 상승세가 지속되고 있다. 현대건설이 4Q24 실적을 발표한 1월 21일부터 커버리지 주주들의 주가는 현대건설이 35.2%, DL 이앤씨가 31.2%, HDC 현대산업개발 14.8%, 대우건설 13.0%, GS 건설 9.3% 상승했다.
- 최근 서울시의 토지거래허가구역 지정 해제로 매매가격이 자극을 받고 있다. 3-5월 매매거래량이 늘어나는 계절성 특징과 7월 시행 예정인 스트레스 DSR 3 단계를 앞두고 매매거래량이 늘어나며, 올해 상반기까지는 서울의 매매 가격 상승세가 이어질 수 있다. 다만 전반적인 건설 경기는 아직도 매우 부진한 상황으로, 산업의 턴어라운드 시일이 상당부분 소요될 것으로 예상된다.
- 그럼에도 2022년 이후 극심한 주가 부진 흐름을 보였던 건설사들은 '이익의 턴어라운드' 관점에서라도 주가 상승여력이 남아있다 판단하며, 이익의 턴어라운드 가능성이 높은 DL 이앤씨, HDC 현대산업개발을 Top picks, 현대건설을 관심 종목으로 추천한다.

최근 발표된 주요 정책 업데이트, 토지거래허가구역 지정 해제로 매매가격 상승 중

- **서울시 토지거래허가구역 지정 해제:** 2025년 2월 14일 서울시는 강남구(대치동, 삼성동), 송파구(잠실동) 등 국제교류복합지구 일대 14.4km²의 토지거래허가구역 지정을 해제했다. 토지거래허가제는 허가구역 내 토지의 소유권, 지상권 이전 계약을 체결할 때, 거래당사자가 시장 등의 허가를 받는 제도다. 토지거래허가제로 매수자는 2년간 실거주 의무가 발생되어 이른바 '갭투자'가 제한된다. 이번 조치로 서울시의 토지거래허가구역 64.25km² 중 강남구, 송파구 아파트 305곳 291곳, 신통기획 재건축/재개발 6곳이 해제되었다. 압구정, 여의도, 목동 등 사업이 구체화된 재건축/재개발 구역 등의 토지거래허가제는 현행을 유지한다.
- 토지거래허가제가 2주가 지나지 않았지만, 이미 해당 지역 단지의 거래가에 큰 영향을 주고 있다. 해당 지역의 대단지 아파트 잠실 리센츠, 잠실엘스 등의 84m²형 호가는 직전 거래가 대비 2~4억원 가량 상승했다. KB 부동산 주간 통계에 따르면 2025년초부터 2월 17일까지 6주간 서울의 아파트 가격은 +0.16% 상승한 데 반해, 강남구, 서초구, 송파구는 각각 +0.83%, +0.60%, +0.57% 상승하며 서울 평균을 크게 아웃퍼폼 했다.
- 현재의 전국의 아파트 시장은 서울 주요 지역의 가격만 오르는 상황으로, 강남 3구의 가격 상승이 타 서울 지역으로 확대될 지는 시간을 두고 지켜볼 필요가 있다. 다만 7월 스트레스 DSR 시행과 3~5월 매매거래량이 늘어나는 계절성을 감안할 때 2025년 상반기 서울의 아파트 가격은 상승세를 이어갈 가능성이 높다.
- **지역 건설경기 보완방안:** 2025년 2월 19일 정부는 '지역 건설경기 보완방안'을 발표했다. 대책의 주요 골자는 1) 지방 미분양 매입, 2) SOC 예산 조기 집행, 3) 공사비 현실화, 책임준공 개선 방안 마련 등의 건설사 대책이다. 이번 발표의 영향력은 크지 않은 것으로 보이는데, 기존 시장이 기대했던 지방 DSR 완화안은 제외됐고, 미분양의 매입 규모는 3천호 수준으로 현재 준공 후 미분양 2.1만호에 비해 적은 규모다.
- 정부는 가계부채 관리 측면에서 스트레스 DSR 3단계 유예, 취득세, 양도세 등의 사용은 보수적인 관점을 유지하고 있는 것으로 보인다. 다만 정부는 7월 시행될 스트레스 DSR 3단계 관련하여 지방 시장 차등 적용 여부를 4~5월경 확정할 것이라고 발표했다.

아직도 부진한 건설 경기, '서울', '아파트', '매매 가격'만 좋다.

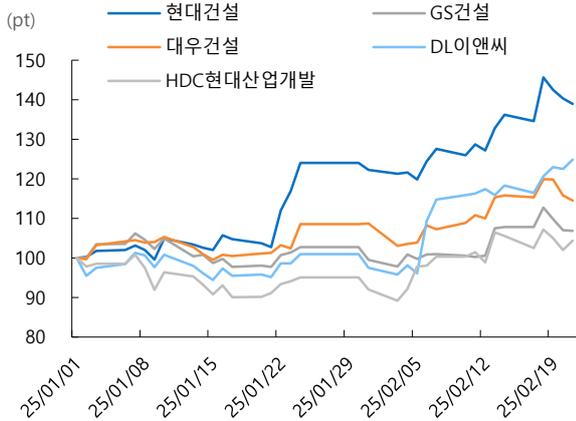
- 전반적인 건설 시장은 아직도 매우 부진한 상황이다. 2024 년의 전국의 건축물 착공 면적은 전년대비 11% 감소했는데, 2022 년 18%, 2023 년 20% 감소한 데 이어 3 개년 연속 감소한 것이다. 2024년의 착공 면적은 793 만 m2 로 2008~2009 년 금융위기 이후 최저치다. 주거용, 상업용 모두 부진했다. 2025 년은 절대적인 연면적 추이를 감안할 때 전년대비 증가할 것으로 예상되지만, 증가 폭은 5~10% 수준일 것으로 전망된다.
- 2024 년의 분양 물량은 25 만호로 2023 년 21 만호 대비로는 증가했지만, 2019~2023 년 평균 33 만호 대비 크게 부진했다. 부동산 114 의 2025 년의 분양 물량 전망은 17 만호로 아직 분양 일정이 확정되지 못한 단지들이 제외되었지만 전년대비 크게 늘어나기 어려운 상황이다. 당사가 전망하는 2025 년 분양 물량은 25 만호 수준이다.
- 전국의 미분양 물량은 2024년 12월말 기준 7.0만호로 평소 대비 높은 수준이며, 특히 준공 후 미분양은 2.1만호로 2013년 12월 이후로 최대치다. 준공후 미분양의 경우 2024 년 높은 입주물량(36 만호)로 증가했으며, 2024 년의 입주 물량(26 만호)을 감안할 때 2025 년에도 소폭의 증가세를 이어갈 것으로 예상된다.
- 결론적으로 현재의 전반적인 건설 시장에서 긍정적인 부분은 서울의 아파트 매매 가격으로 제한되어 있고, 최근의 서울시 토지거래허가구역 해제에 따라 해당 지역에서 상승세를 보이고 있다. 또한 3-5월 매매거래량이 늘어나는 계절성 특징과, 7월 시행 예정인 스트레스 DSR 3단계를 앞두고 매매거래량이 늘어나며 최소 올해 상반기까지 가격 상승세가 이어질 수 있다.

그럼에도 건설사들의 주가는 상승 여력 있음

- 최근 주가 상승이 가파른 주요 건설사(현대건설, DL 이앤씨, HDC 현대산업개발)의 공통점은 이익의 턴어라운드의 가시성이 높아진 기업이다. 부진한 건설 상황에도 극심한 주가 부진이 2022 년 이후 이어지고 있어, 이익의 턴어라운드가 실현되는 것만으로도 주가 상승이 있을 것이라고 판단한다. 최근 주가가 가파르게 상승했음에도(1 월 19 일 이후 현대건설 +35%, DL 이앤씨 +31%, HDC 현대산업개발 +14.6%), 아직 Valuation 관점에서는 상승 여력이 남아있다.
- 현대건설의 경우 2025 년 기준 추정 P/E 7.0 배로 부동산 경기가 크게 둔화되기 전인 2017~2021 년 13~20 배의 Valuation 을 받았다. 2025년 추정 P/B는 0.47배로 과거(2017~2021년)에는 평균 0.75배를 받았다. DL 이앤씨는 2021년 인적 분할 연도의 평균 P/E, P/B는 4.4 배, 0.61 배로 2025년 추정 P/E, P/B는 각각 4.7 배, 0.61 배의 Valuation 을 받고 있다. HDC 현대산업개발의 인적 분할 연도인 2018 년을 기준으로 2021 년까지 평균 P/E 4.2~10.4 배, P/B는 0.64~1.22 배를 받았다. 현재 주가 기준 HDC 현대산업개발의 2025 년 추정 P/E 와 P/B 는 각각 4.5 배, 0.37 배로 예상된다. 최근 주가 상승에도 Valuation 관점에서는 충분한 상승 여력이 있다.
- 다만 위와 같은 가정은 '이익의 턴어라운드'의 실현이 전제되어 있는 것으로, 만약 이를 크게 미스할 시 주가 상승 동력을 상실할 것으로 예상된다. 당사는 2025 년 건설사들의 실적 턴어라운드, 구체적으로 주택 마진 회복에는 근거가 있다고 판단하고 있다(2/10 실적 턴어라운드, 이번엔 믿어볼까?).
- 건설사들은 2022년부터 공사비 상승에 따른 사업 마진 훼손을 손익에 반영하기 시작했고, 2024년 건설사별로 건축/주택의 GPM은 현대건설 4.0%, GS건설 9.3%, DL이앤씨 8.8%, HDC현대산업개발 9.7%, 대우건설 7.9%를 기록했다. 직전 3년인 2019~2021년의 평균 마진을 감안했을 때, 건설사별로 평균 마진 대비 6~10%p의 마진, 금액 측면으로는 0.7~4.1조원의 이익이 훼손되었다.
- 공사비가 급등했던 2021~2022 년 착공 현장의 매출 비중이 건설사들 별로 30~40% 수준으로 하락하며 매출 믹스에 따른 마진 회복 효과는 분명히 존재할 것으로 예상된다.

그림1. 커버리지 건설사 YTD 주가 추이

그림2. 커버리지 건설사 2025년 EPS성장률 및 P/E

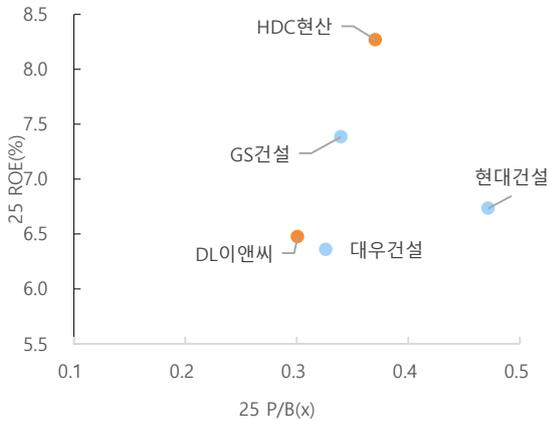


자료: Quantwise, iM증권 리서치본부



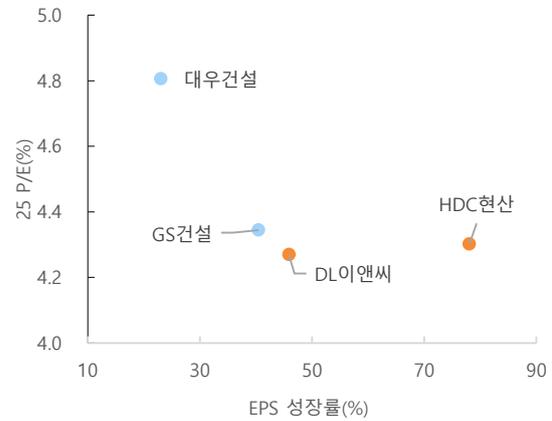
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림3. 커버리지 건설사 2025년 P/B 및 ROE



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림4. 커버리지 건설사 2025년 EPS성장률 및 P/E



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부
주: 현대건설의 2025년 추정 P/E는 7.0배

표1. 커버리지 주택사 P/E Valuation(연평균)

(x)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
GS건설	6.7	7.0	8.8	8.4	N/A	6.5	4.6
현대건설	13.2	30.1	13.4	11.5	7.8	N/A	7.0
DL이앤씨	-	-	4.4	4.5	7.0	6.8	4.6
대우건설	9.6	5.3	5.8	4.6	3.5	6.3	5.1
HDC현대산업개발	4.2	6.3	10.4	17.4	4.4	8.2	4.5

자료: iM증권 리서치본부/ 주: 2025년은 현재 추가 기준

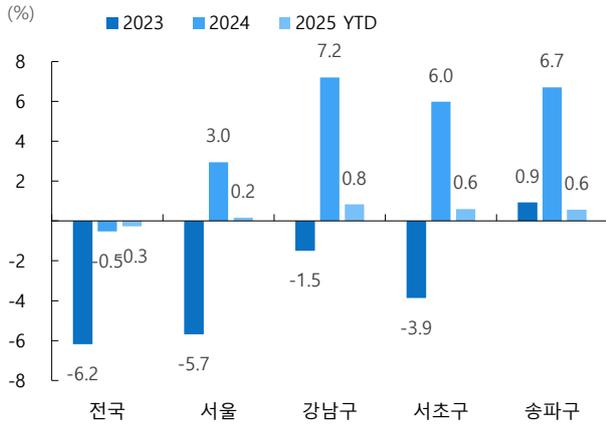
표2. 커버리지 주택사 P/B Valuation(연평균)

(x)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
GS건설	0.75	0.53	0.78	0.59	0.36	0.35	0.34
현대건설	0.80	0.56	0.75	0.61	0.51	0.45	0.47
DL이앤씨	-	-	0.61	0.43	0.28	0.27	0.30
대우건설	0.81	0.56	0.88	0.62	0.44	0.35	0.33
HDC현대산업개발	2.51	1.55	1.95	1.71	1.63	0.85	0.77

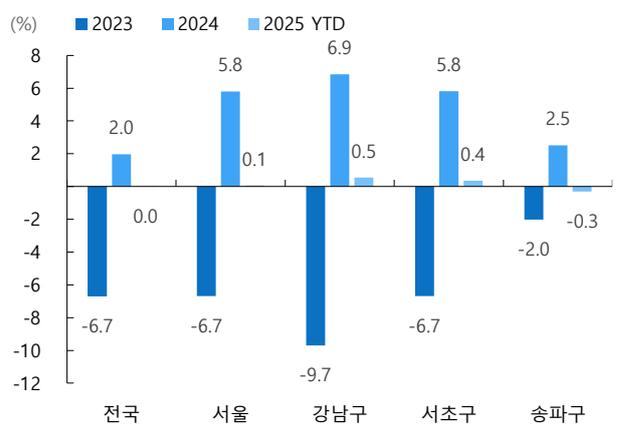
자료: iM증권 리서치본부/ 주: 2025년은 현재 추가 기준

그림5. 아파트 매매 가격 추이(KB부동산)

그림6. 아파트 전세 가격 추이(KB부동산)



자료: KB부동산, iM증권 리서치본부



자료: KB부동산, iM증권 리서치본부

그림7. 전국 미분양 추이(2024년 12월)



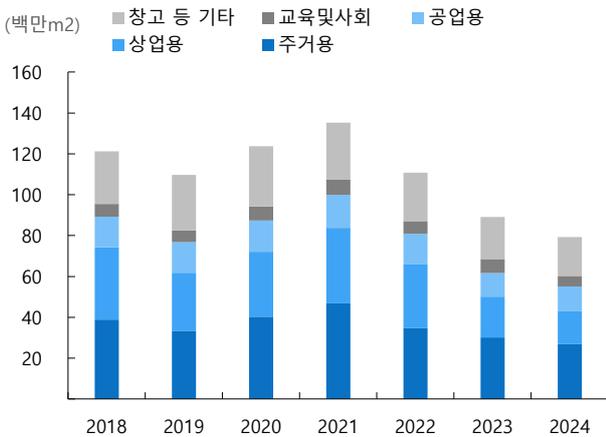
자료: 국토교통부, iM증권 리서치본부

그림8. 전국 준공 후 미분양 추이(2024년 12월)



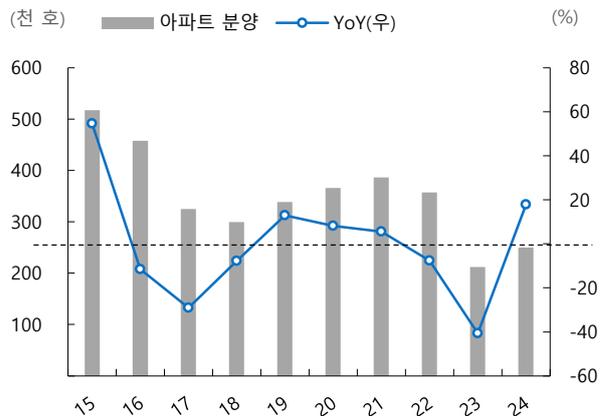
자료: 국토교통부, iM증권 리서치본부

그림9. 전국 착공 연면적 추이



자료: 국토교통부, iM증권 리서치본부

그림10. 전국 아파트 분양 추이



자료: 부동산114, iM증권 리서치본부

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함. · Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상 · Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 · Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임 · Overweight(비중확대) · Neutral(중립) · Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%