IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

Industry Comment

Analyst 조정현
02) 6915-5660
controlh@ibks.com

비중확대 (유지)

건설/부동산

수급이 아닌 구조로 설명하는 건설업 랠리

- 건설업 주가는 단기 수급보다 구조적 업황 개선 기대를 반영 중
- 원전 중심의 글로벌 전력 투자 확대로, 국내 건설사들의 시계(視界) 확장
- 지방 주택 시장 반등은 미분양 해소와 현금흐름 회복으로 연결
- 저마진 현장 이탈과 원가율 하락으로 실적의 질적 개선 가시화

건설업 지수는 1월 26일 기준 +23.1%를 기록하며 코스피 수익률 대비 5.6%p 상회하였습니다. 단기 수급 요인보다는 업황 구조 변화에 대한 기대가 주가에 반영된 결과로 판단하며, 그 배경을 크게 세 가지 요인으로 정리하고자 합니다.

수주 시계(視界) 확장 중

글로벌 전력 수요가 AI 데이터센터 확대로 구조적 증가 국면에 진입하면서, 대규모 기저전원에 대한 현실적인 대안으로 원전이 재부각되고 있다. 대형 원전은 1기당 8~10조 원 규모로 단일 프로젝트 수주만으로도 건설사의 중장기 실적 가시성을 결정할 수 있는 수준이다.

국내 대형 건설사들은 대형 원전과 SMR을 포함해 두 자릿수 규모의 중장기 파이프라인을 확보하고 있어, 미래 성장성에 대한 기대감이 높아진 상태로 판단한다. 현재 원전 사이클은 2027년부터 본격적으로 발주될 프로젝트 풀이 핵심이며, 수주의 시계는 과거 대비 구조적으로 확장된 국면에 진입했다고 본다.

지방 주택 시장의 바닥 신호 ▶ 건설사들의 현금흐름 개선 기대

지방 주택 시장의 바닥 신호가 건설사 현금흐름 개선 기대를 자극하고 있다. 주요 광역시와 세종시를 중심으로 매매가격 반등이 나타나고 있으며, 미분양 부담이 컸던 지역에서도 점진적인 회복 흐름이 확인되고 있다.

건설사 부실의 본질은 실적 인식과 현금 유입 간의 시차에서 발생하는데, 지방 미분양 해소는 곧바로 현금 회수 개선으로 연결될 수 있다. 특히 준공 후 미분양으로 남아 있는 일반 주택의 경우 매매가격 반등은 재무 리스크 완화로 이어지는 구조를 가진다.

원가율 하락 가시화

마지막으로 업황과 무관하게 실적 질이 개선되고 있다. 2022년 이전 급격한 원가 상승 국면에서 수주된 저마진 현장들이 2024~2025년을 거치며 매출 구성에서 점진적으로 이탈하고 있고, 최근 착공되는 주택 및 도시정비 사업은 상대적으로 안정된 원가 환경에서 수주된 물량이다. 이에 따라 분기별 주택 건축 원가율은 하락 추세를 보이고 있으며, 통상적인 수익성 가정 대비 추가적인 마진 개선 여지도 존재한다고 판단한다.

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

첫째, 수주의 시계(視界)가 높아지고 있다.

원전으로 수주 가시성 확보

건설업은 수주 산업으로, 주가의 중기 방향성은 수주 가시성에 의해 결정된다. 최근 원전은 이러한 수주 가시성을 가장 강하게 자극 중인 공종이다. 대형 원전은 1기당 최소 8~10조 원 규모의 프로젝트로, 단일 프로젝트만으로도 건설사의 중장기 실적 가시성을 좌우할 수 있는 볼륨을 가진다.

AI 데이터센터 수요는 원전 수요로 직결

글로벌 전력 수요는 AI 데이터센터 확대를 배경으로 구조적 증가 국면에 진입했고, 대규모 및 안정적 기저 전원에 대한 현실적인 대안은 원전으로 수렴되고 있다. 각 국 정부는 정책, 금융 구조 측면에서 지원하며, 원전 프로젝트는 실행 가능성이 높아지고 있다.

참여 제한적인 러·중 중심 착공 확대

IAEA 자료에 따르면 2025년 현재 착공 중인 원전은 63기이며, 이 중 중국과 러시아 비중은 39기로 5년 전 대비 오히려 확대됐다. 즉, 현재 원전 건설 시장의 대부분은 국내 건설사의 실질적인 참여가 제한적인 지역에 집중되어 있었다.

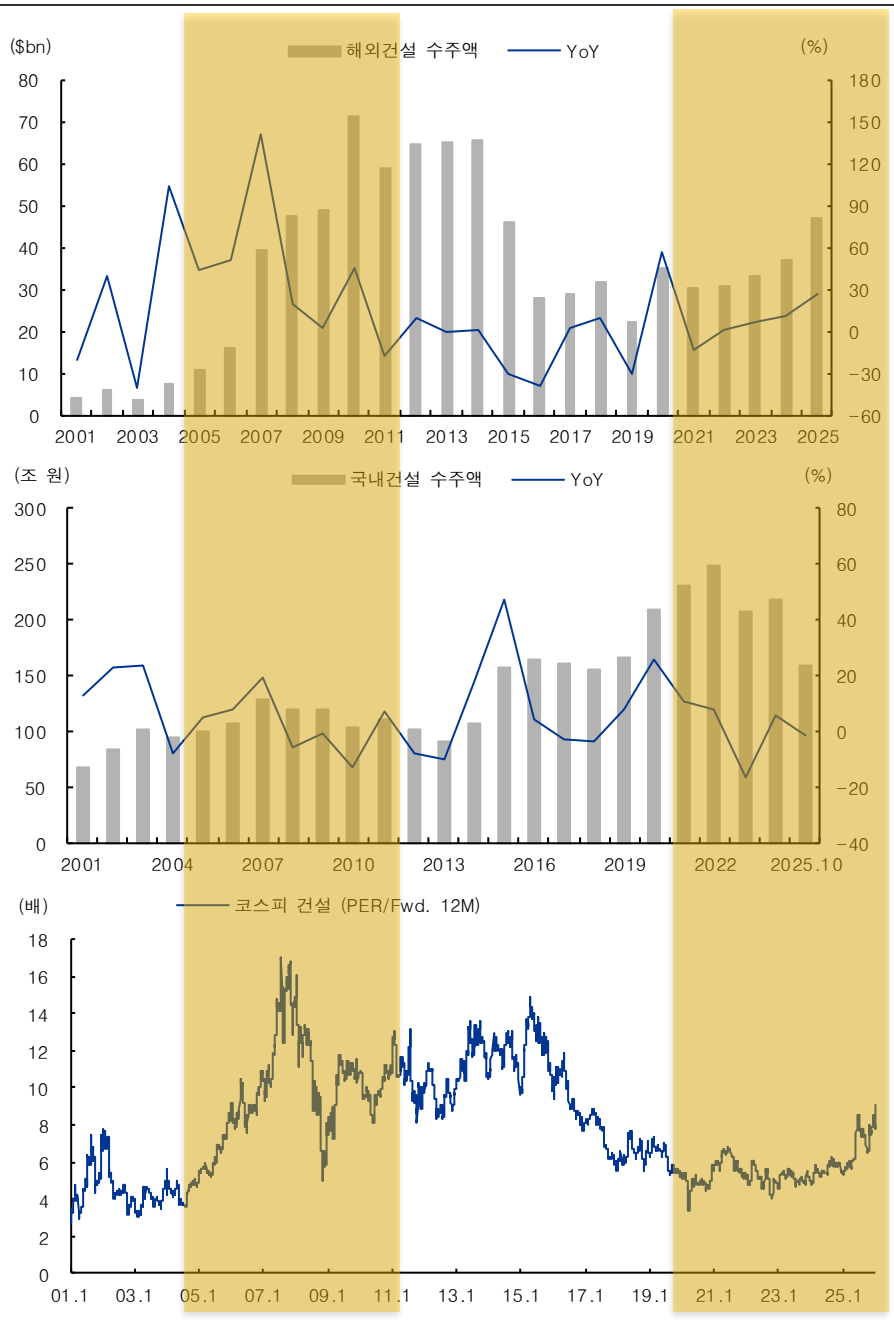
착공 물량이 아닌 이후 파이프라인에 주목

그러나 핵심은 착공 물량이 아니라, 미래에 예정된 파이프라인이다. 2025년 기준 전 세계적으로 예비타당성 조사 및 계획 단계에 포함된 원전 프로젝트는 약 434기에 달하며, 이 중 최소 75기 이상이 미국, 유럽, 중동 등 국내 건설사들이 접근 가능한 지역에 분포한 것으로 파악된다.

2027년부터 본격적인 발주 프로젝트 확대

그러므로 국내 대형 건설사들은 대형 원전과 SMR을 포함해 두 자릿수 규모의 중장기 파이프라인을 확보하고 있어, 단기 착공 물량의 지역 편중과 무관하게 미래 성장성에 대한 기대감이 높아진 상태로 판단한다. 현재 원전 사이클은 2027년부터 본격적으로 발주될 프로젝트 풀이 얼마나 넓어졌는지가 핵심이며, 그 관점에서 수주의 시계는 과거 대비 구조적으로 확장된 국면에 진입했다고 본다.

그림 1. 해외 수주 가시성 증가는 밸류에이션 상향 요인



자료: 해외건설협회, KOSIS, 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

둘째, 지방 주택 시장의 바닥 신호가 건설사들의 현금흐름 개선 기대를 자극하고 있다.

광주를 제외한 주요 지역 매매가격 반등 시작

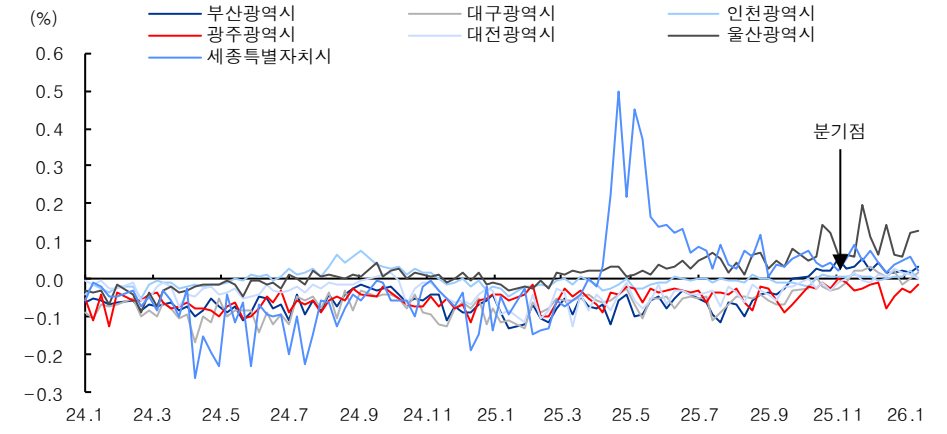
KB부동산 주간 통계에 따르면 2025년 11월 4주차 이후 광주광역시를 제외한 주요 광역시 및 세종특별자치시의 매매가격이 반등 국면에 진입했다. 특히 미분양 부담이 가장 컸던 대구 역시 1월 첫째 주를 제외하면 8주 연속 매매가격이 상승하고 있다. 건설사 부실에 대한 우려는 실적 인식 시점과 현금 유입 시점 간의 괴리에서 발생하며, 최근 괴리의 상당 부분은 지방 미분양에서 기인한다고 판단한다.

매매가격 반등
→ 미분양 해소
→ 현금 유입 개선

지식산업센터나 생활형 숙박시설과 같은 특수 자산은 구조적 리스크가 불가피하나, 준공 후 미분양으로 남아 있는 일반 주택의 경우 매매가격 반등은 추가 현금 유입 개선으로 연결될 여지가 크다고 판단한다.

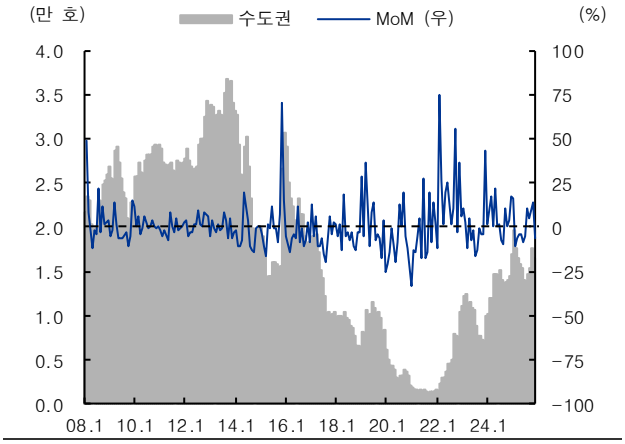
(본질 체력) 입주 물량이 증가하기 시작한 2Q25부터 다수 건설사의 영업활동현금흐름이 개선되기 시작했으며, **(추가 개선)** 지방 주거용 부동산 매매가격 상승이 지속된다면, 미분양 해소 ▶ 현금 회수 ▶ 재무 리스크 완화로 이어지리라 기대한다.

그림 2. 주요 광역시 아파트 매매가는 상승 중(광주광역시 제외)



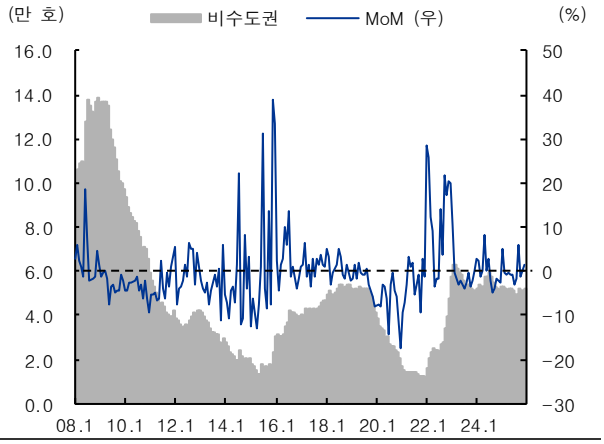
자료: KB부동산, IBK투자증권

그림 3. 수도권 아파트 미분양 추이



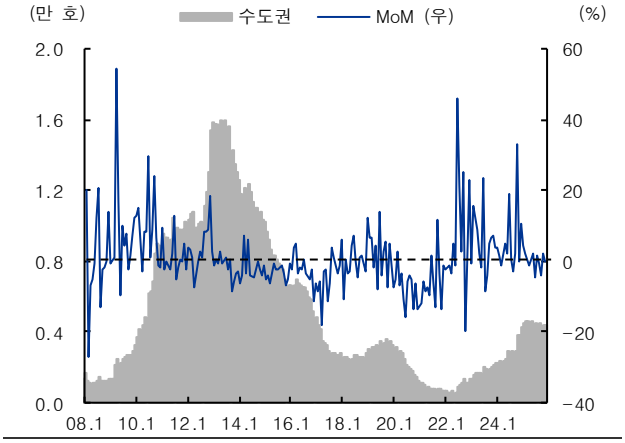
자료: KOSIS, IBK투자증권

그림 4. 비수도권 아파트 미분양 추이



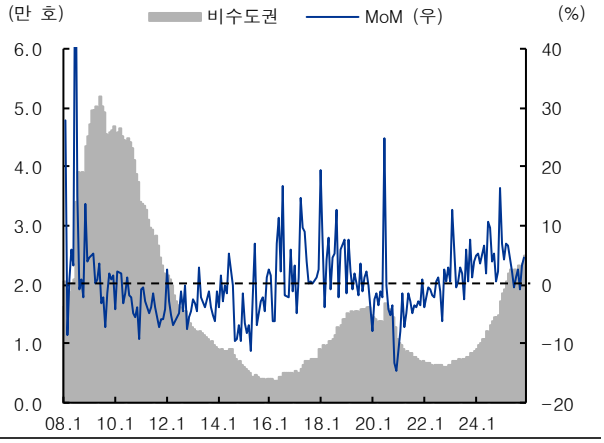
자료: KOSIS, IBK투자증권

그림 5. 수도권 아파트 준공 후 미분양 추이



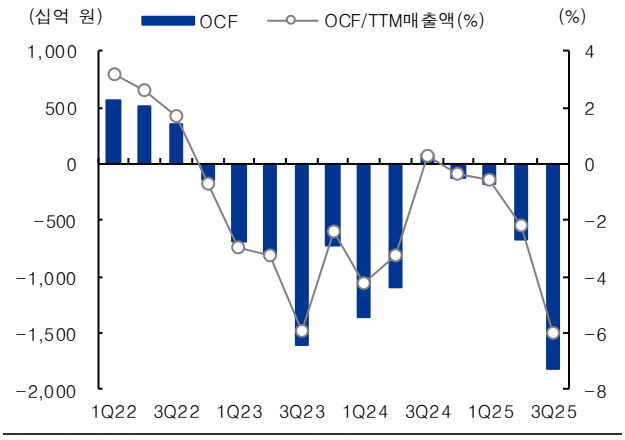
자료: KOSIS, IBK투자증권

그림 6. 비수도권 아파트 준공 후 미분양 추이



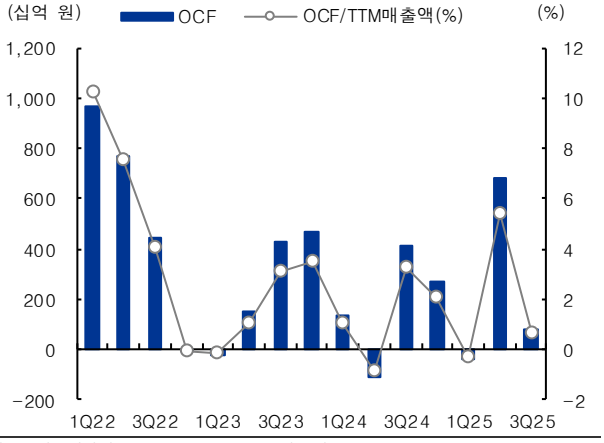
자료: KOSIS, IBK투자증권

그림 7. 현대건설 매출액(TTM) 대비 영업활동 현금흐름 추이



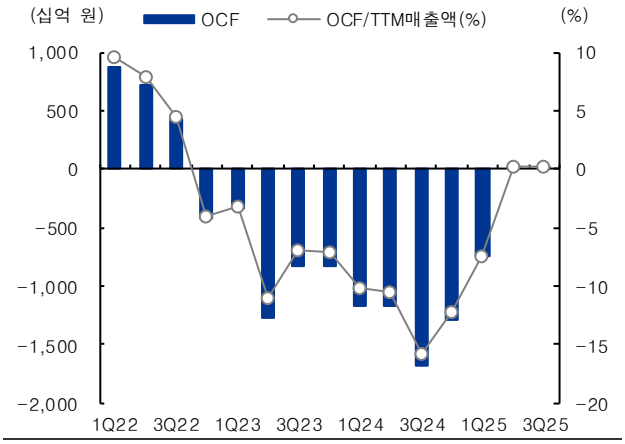
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 8. GS건설 매출액(TTM) 대비 영업활동 현금흐름 추이



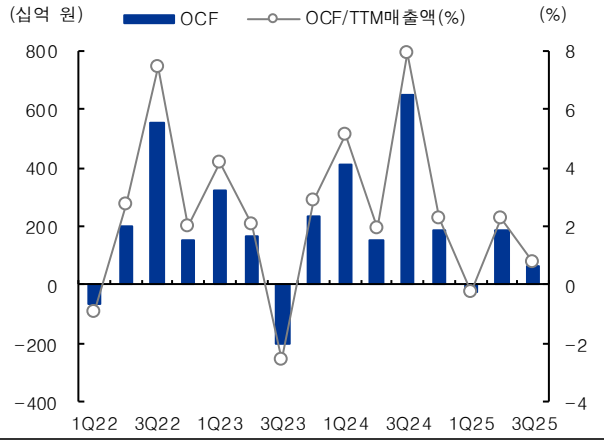
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 9. 대우건설 매출액(TTM) 대비 영업활동 현금흐름 추이



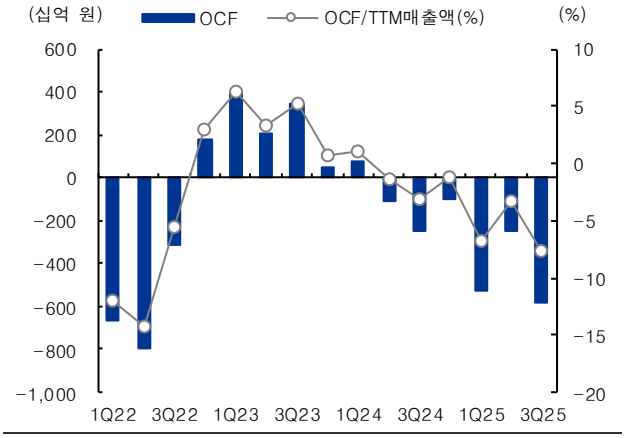
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 10. DL이앤씨 매출액(TTM) 대비 영업활동 현금흐름 추이



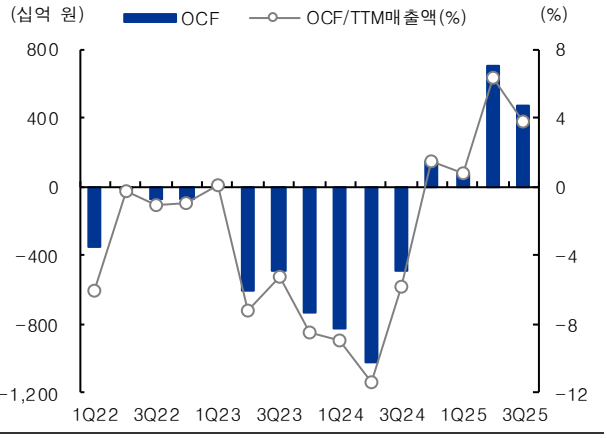
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 11. 롯데건설 매출액(TTM) 대비 영업활동 현금흐름 추이



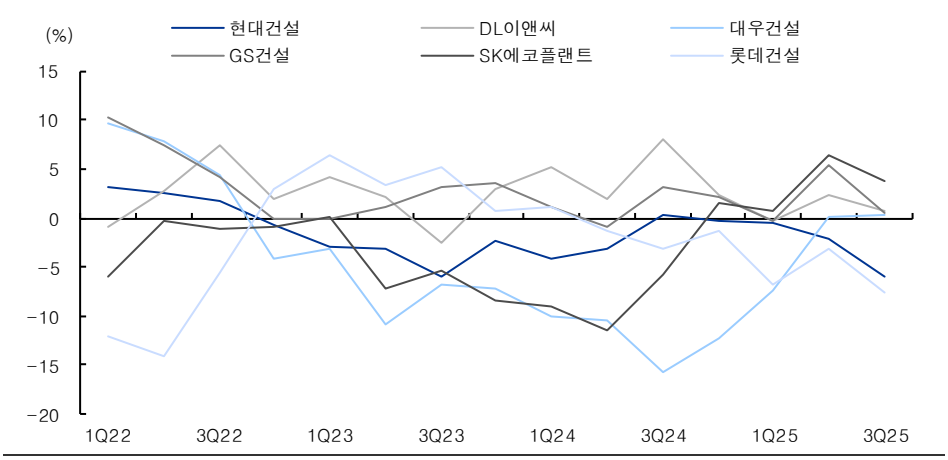
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 12. SK에코플랜트 매출액(TTM) 대비 영업활동 현금흐름 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 13. 주요 건설사 매출액(TTM) 대비 영업활동 현금흐름 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

셋째, 실적 개선이 가시화되고 있다.

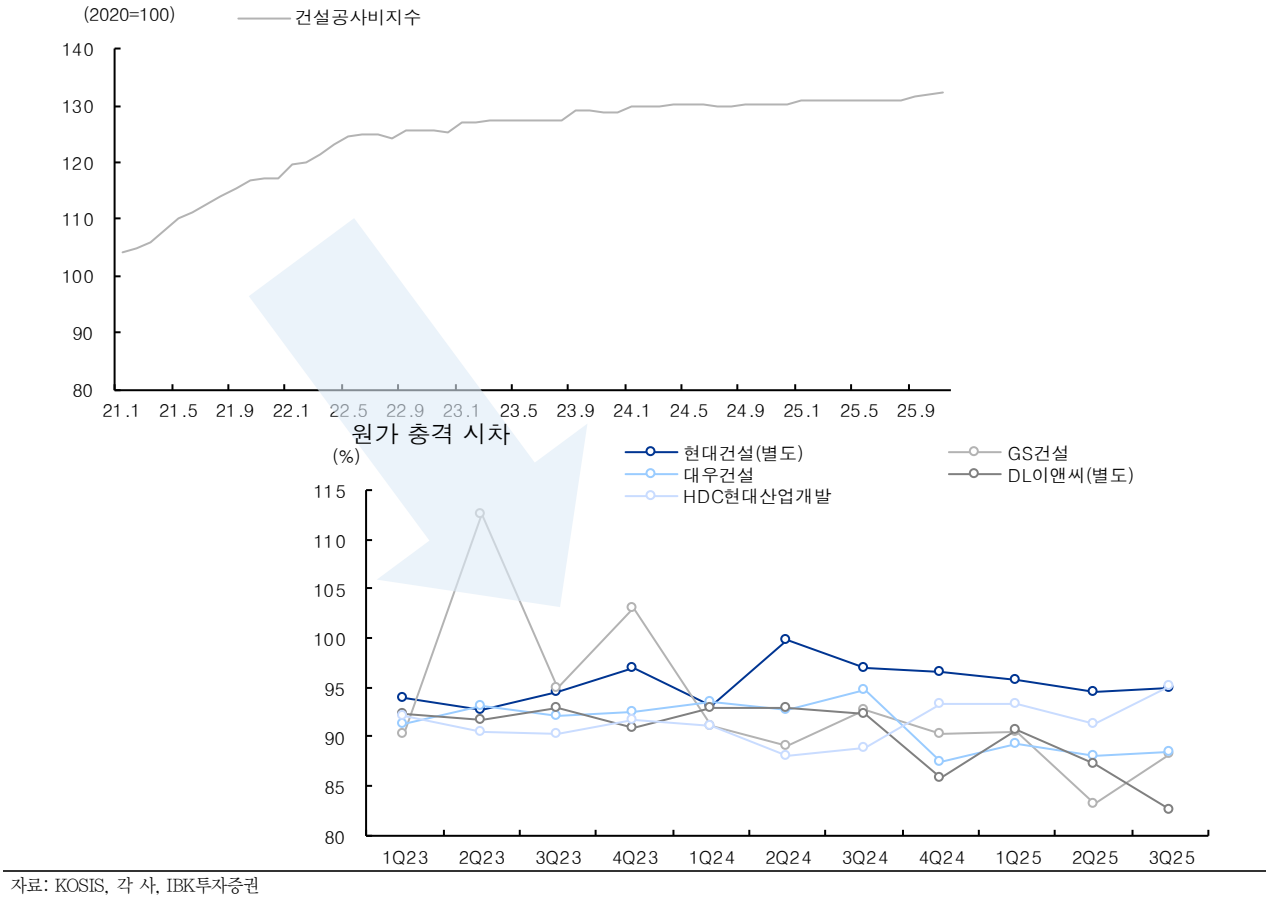
~2022 수주: 원자재 가격 상승 구간으로 마진↓

업황과 무관하게 숫자 자체가 좋아지고 있다는 점도 주가를 지지하는 요인이다. 2022년까지 수주된 현장들은 급격한 원자재 가격 상승 구간에서 계약된 물량으로, 착공~준공 기간을 3~4년으로 가정할 경우 해당 저마진 현장들은 2024~2025년을 거치며 매출 구성에서 점진적으로 이탈하고 있다.

2023~ 수주: 원가 상승 압력 완화로 마진↑

반대로 2023년부터 착공된 물량은 원가 상승 압력이 완화된 환경에서 수주된 물량으로, 분기별 주택/건축 부문 원가율이 하락 추세를 보이고 있다. 통상 주택/건축 사업부의 예정 마진율은 10% 중반 대이므로, 현재 원가율 흐름을 감안하면 추가적인 수익성 개선 여지도 존재한다고 판단한다.

그림 14. 급격한 인플레이션으로 인한 원가 충격은 마무리 중



자료: KOSIS, 각 사, IBK투자증권

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.