

건설
overweight

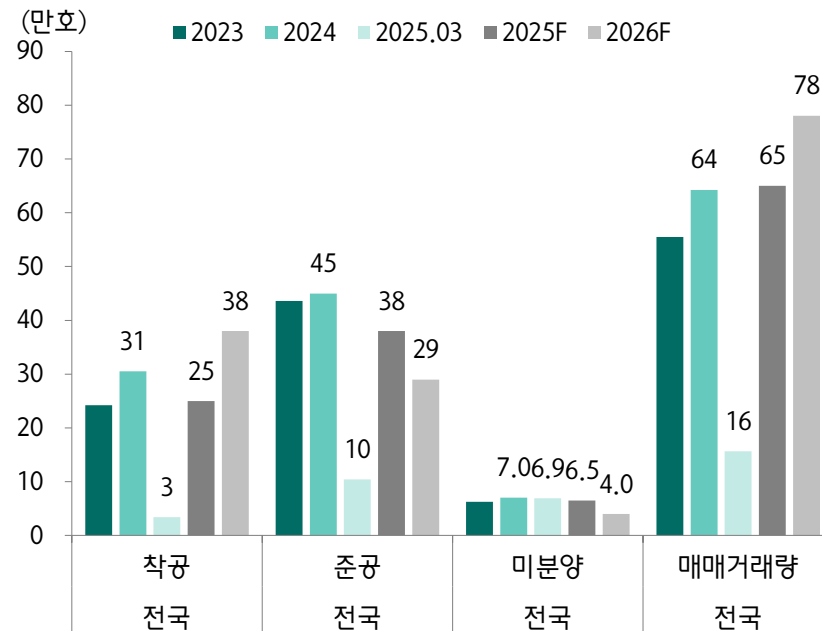
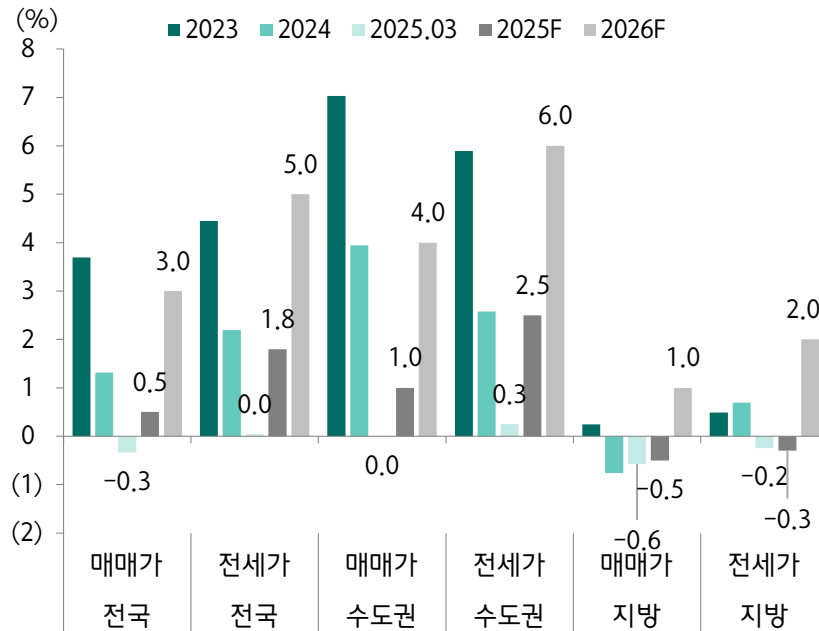
인터벌
(3Q느리게, 4Q빠르게)

✧ Analyst 김승준 ✧



주요 지표 전망: 작년과 유사할 올해, 회복할 내년

- 2025년 전국 부동산 전망: 매매가 YoY +0.5%, 전세가 YoY +1.8%
- 2025년 주택 지표 전망: 착공 25만호(YoY -18.1%), 준공 38만호(YoY -15.5%), 미분양 6.5만호(YoY -7.4%), 매매거래량 65만건(YoY +1.2%)
- 2026년 주택 지표 전망: 착공 38만호(YoY +52.0%), 준공 29만호(YoY -23.7%), 미분양 4.0만호(YoY -38.5%), 매매거래량 78만건(YoY +20.0%)



자료: 통계청, KB부동산, 하나증권 추정



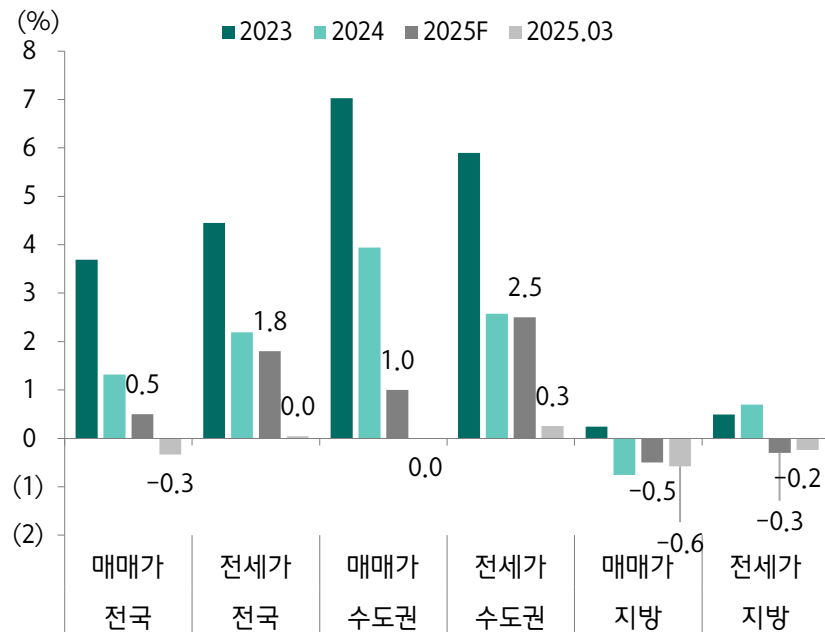
1. 상반기 업황



작년 연간전망과의 비교: 일단 지표는 예상대로

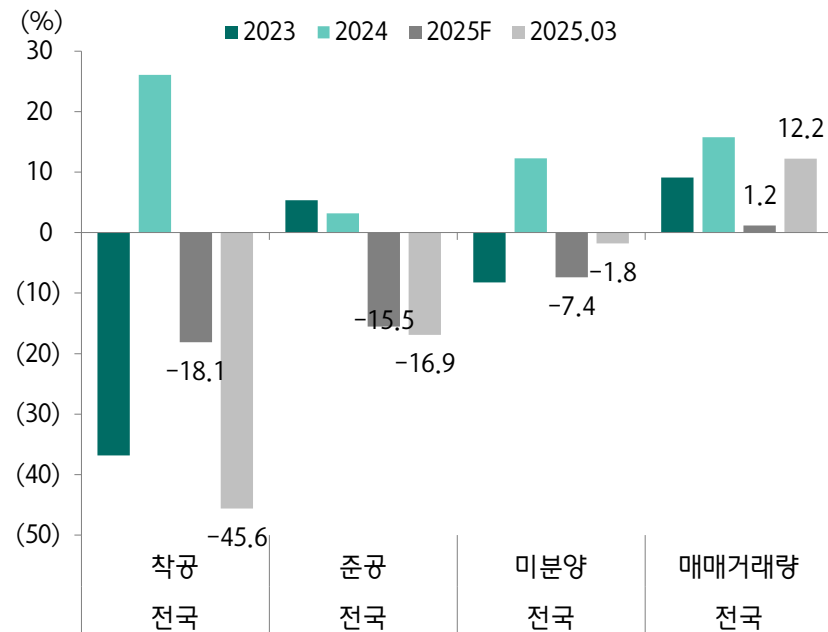
- 작년 연간전망: 전국 매매가 및 전세가 상승, 지역별로 수도권 상승, 지방 하락 전망. 2025년 착공 감소, 준공 감소, 미분양 감소 전망
- 올해 1분기까지 현황: 전국 매매가 하락, 전세가 보합, 지역별로 수도권 상승, 지방 하락. 착공 감소, 준공 감소, 미분양 감소

1분기 부동산 업황: 전국 매매가 0.3% 하락, 전세가 보합



자료: 통계청, KB부동산, 하나증권 추정

1분기 주택 지표: 착공 매우 크게 부진, 준공 감소



주: 2025년 3월(누적)은 전년동기대비 비교
자료: 통계청, KB부동산, 하나증권 추정

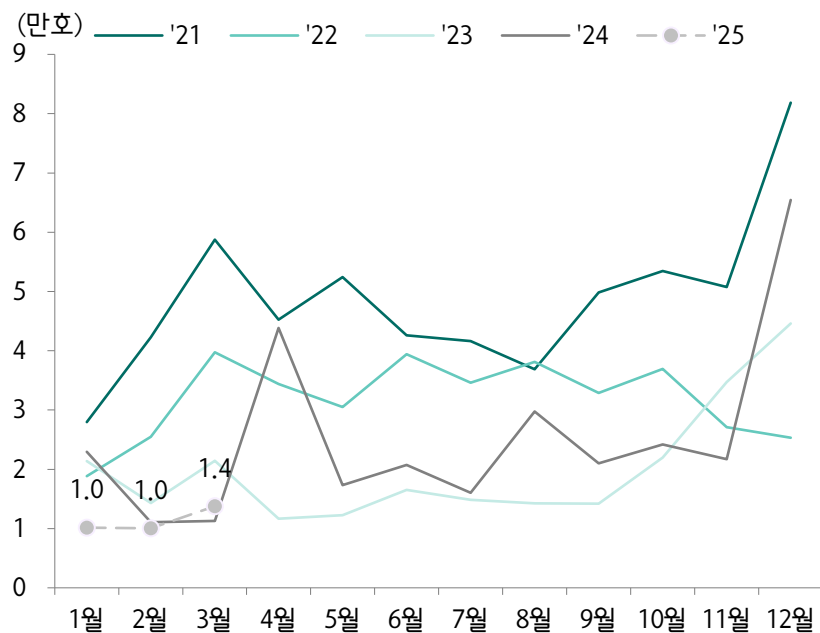


1. 상반기 현황

여전히 안 짓는다

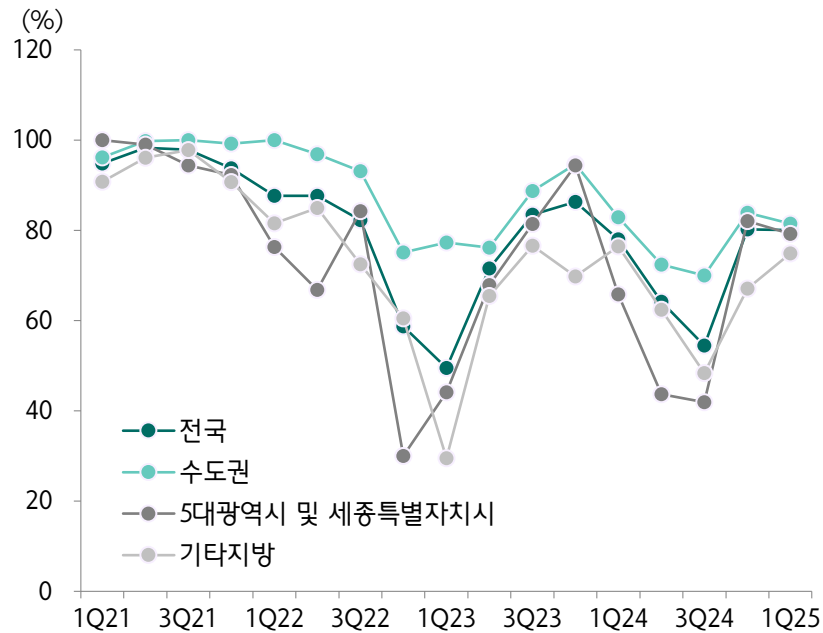
- 1분기 주택 착공은 3.4만호로 매우 적은 상황(YoY -45.6%)
- 착공이 늘어나지 못하는 이유는 여전히 분양 결과가 좋지 못하기 때문
- 1분기 분양 초기 계약률은 80.1% 수준인데, 1분기 일반분양이 1.6만호였던 것을 감안하면 매우 저조한 수치

주택 착공: 1만호대로 매우 적은 수준



자료: 국토교통부, 하나증권

분양 초기 계약률: 전국 80.1%, 지방 74.9%



자료: 통계청, 하나증권



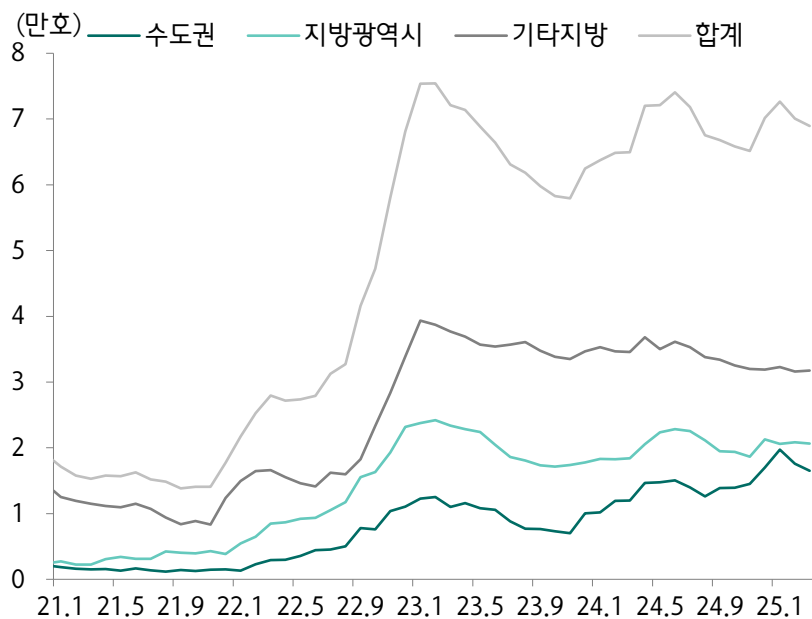


1. 상반기 업황

여전히 안 팔린다

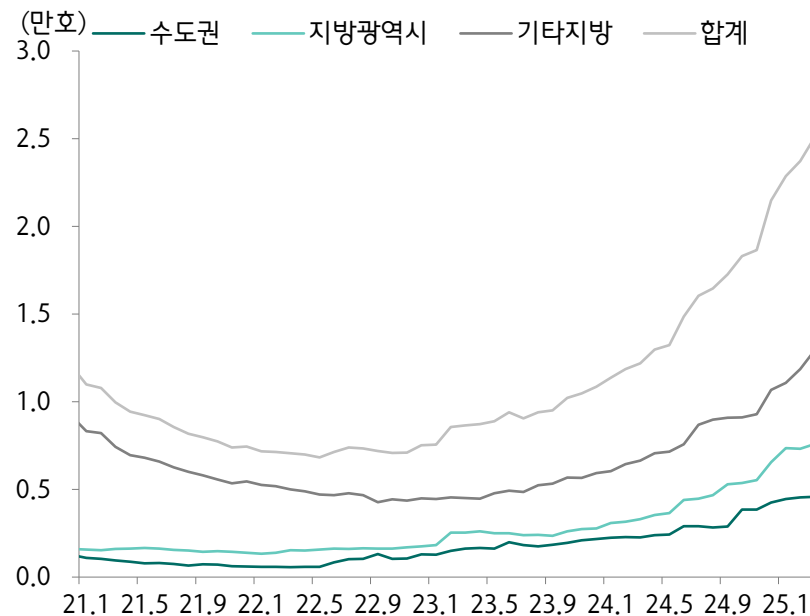
- 미분양은 6.8만호 수준, 수도권에서의 증가가 특징
- 그나마 팔린다고 생각했던 수도권마저도 팔리지 않는 상황
- 준공후 미분양은 20개월 연속 증가 중으로, 미수금과 맞물린 현금흐름 이슈가 올해 내내 지속될 것으로 전망

미분양: 6.8만호로 추세적 감소는 나타나고 있지 않음



자료: 국토교통부, 하나증권

준공후 미분양: 2.5만호로 20개월 연속 증가 중, 미분양의 36%



자료: 통계청, 하나증권

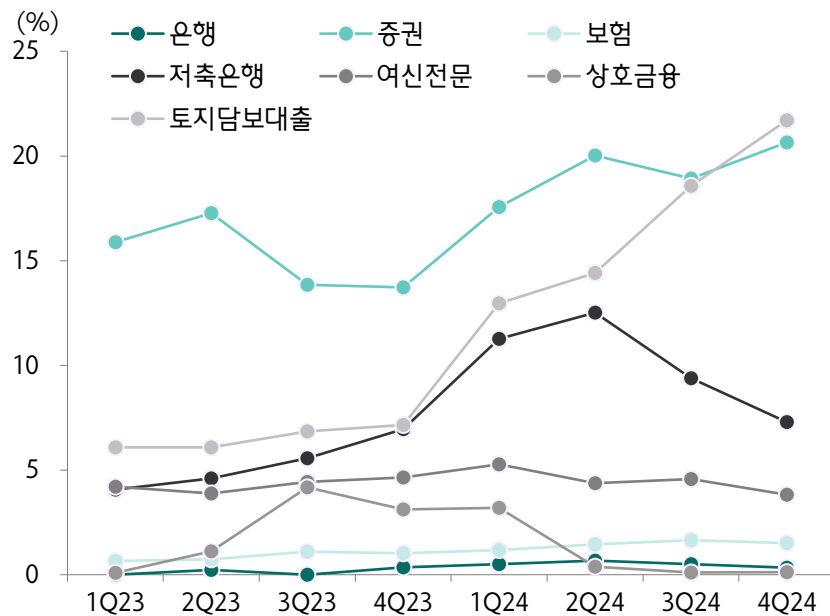


1. 상반기 업황

부동산PF는 느리게 해소 중

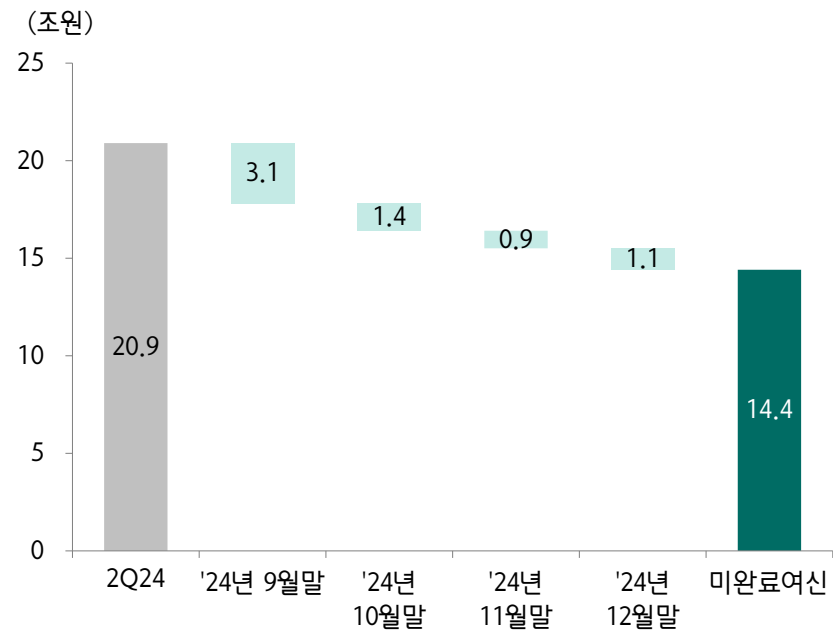
- 전 금융권 모든 PF사업장을 대상으로 부실 사업장을 선별, 가시화된 것에 의의
- 다만, 부동산 시장 회복 지연으로 추가 신규 부실이 예상됨에 따라 지속적인 모니터링이 필요한 상황
- 2025년 상반기까지 4.7조원을 추가 정리할 예정으로, 그 중 1.3조원(11개 사업장)은 매매 잔금납입 등이 진행 중

부동산PF 관련 연체율: 증권과 토지담보대출의 연체율은 상승 중



자료: 금융위원회, 하나증권

정리 및 재구조화 현황: 20.9조원에서 14.4조원으로 감소



자료: 금융위원회, 하나증권





1. 상반기 업황

수도권 상승, 지방 하락의 양극화가 여전히 나타나는 중

아파트 매매가 및 전세가 변동률(3월 기준): 연초 대비 수도권과 지방의 상반된 결과가 극명하게 확인 중. 다만, 지방에서의 일부 지역의 전세가격 상승이 나타나고 있음

지역
APT매매가변동률
APT전세가변동률

APT매매가변동률

APT전세가변동률

파주

고양

일산서

일산동

덕양

은평

종로

성북

노원

서대문

중구

동대문

중랑

마포

용산

성동

광진

동두천

양주

의정부

강북

도봉

남양주

구리

2.4

서

계양

동

0.2

중

연수

남동

부천

김포

강서

양천

영등포

동작

서초

강남

송파

강동

구로

금천

관악

광명

과천

시흥

만안

안양

의왕

영통

수지

분당

안산

상록

군포

동안

장안

평택

화성

용인

단원

수원

권선

팔달

안성

오산

기흥

이천

광주

처인

동진

아산

서북

천안

충주

청주

홍덕

청원

공주

세종

서원

상당

계룡

유성

대덕

동

군산

익산

덕진

전주

북

광산

서

순천

광양

무안

나주

목포

창원

의창

마산회원

성산

양산

진주

마산합포

진해

김해

사천

통영

거제

속초

춘천

강릉

원주

동해

포항

북구

남구

경주

북

중

북

울주

남

동

경산

수성

금정

기장

해운대

부산진

동래

연제

수영

사상

중

남

서

영도

자료: KB부동산, 하나증권



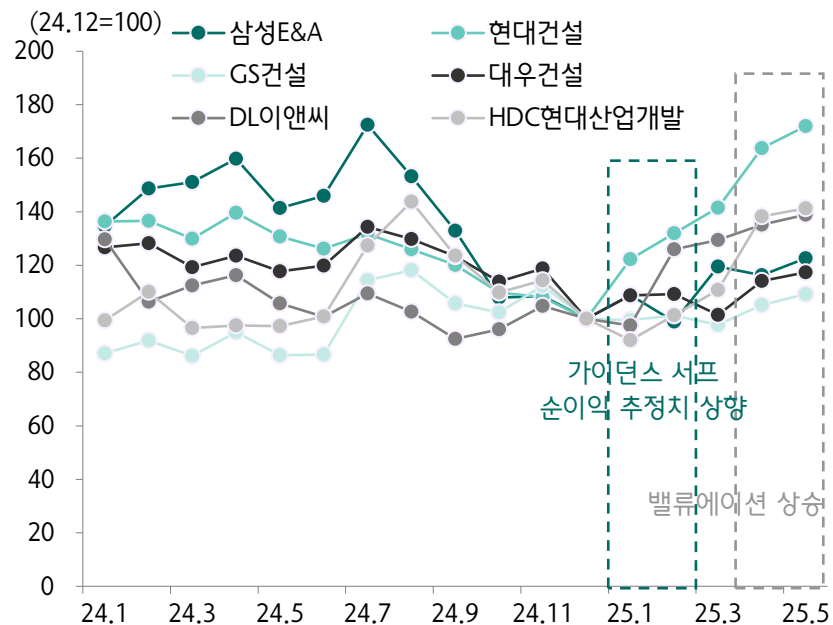


1. 상반기 업황

건설 시장: 1분기 추정치 상향, 2분기 밸류에이션 상승의 영향

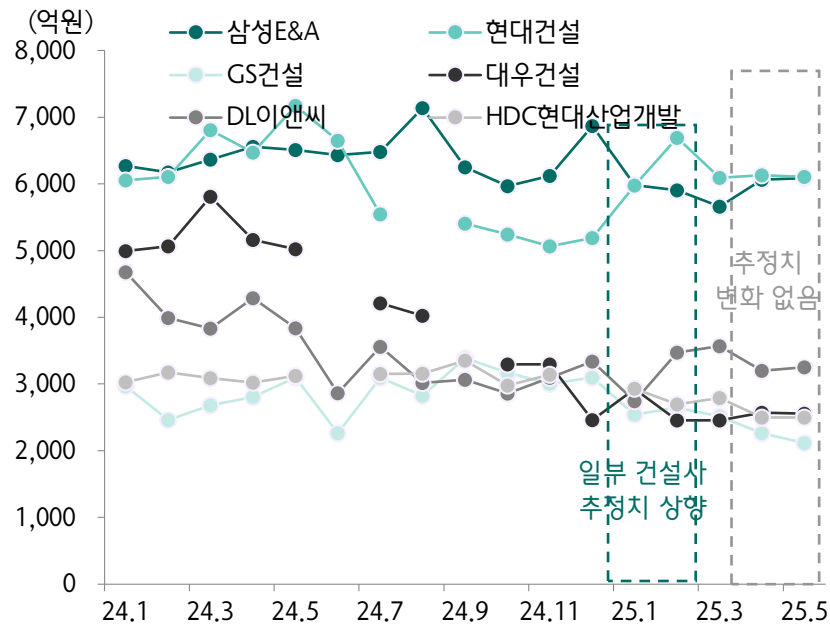
- 건설 주가: 연초 대비 전반적으로 상승
- 1~2월은 가이던스 서프(현대건설, DL이앤씨)로 추정치 상향의 영향
- 4~5월은 추정치 변화 없이 주가 상승. 3~4월 수도권 가격 상승, 미국 관세 무풍지대, 5월 대선 공약 등의 영향으로 주가 상승

건설 주가: 연초 대비 크게 상승(1Q 추정치, 2Q 밸류에이션)



자료: Dataguide, 하나증권

2025년 순이익 시장 추정치: 1분기 상향, 2분기 변화 없음



자료: Dataguide, 하나증권



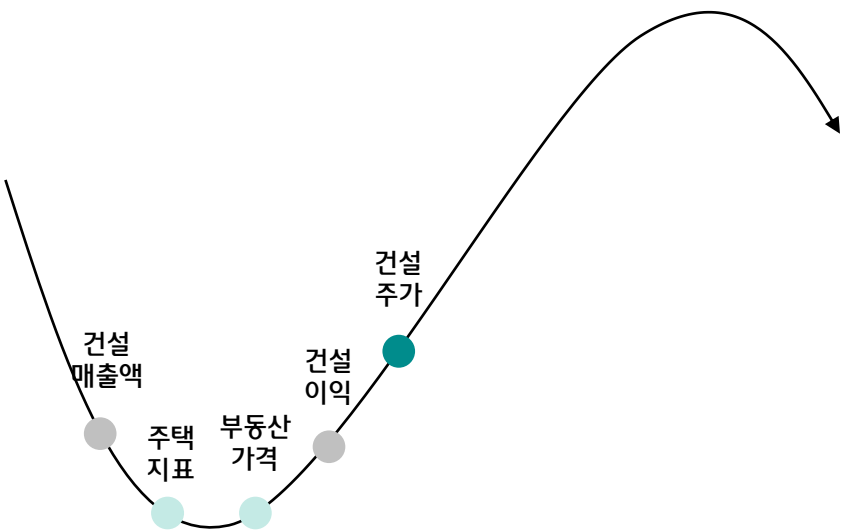
2. 하반기 전망



하반기 상저하고: 상반기 주가가 빠르게 상승한 영향

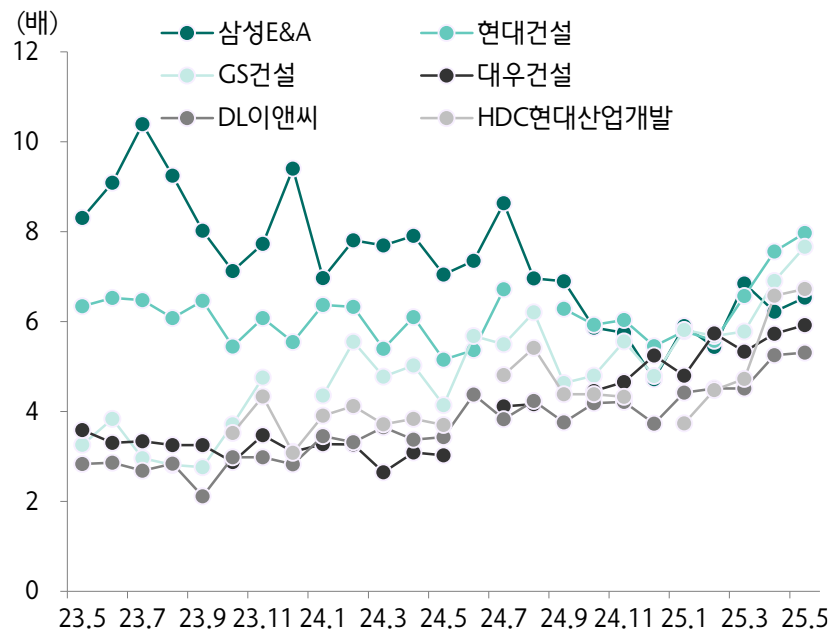
- 지표 회복 여부와 이익 추정치 상향 대비 주가가 더 크게 상승한 상황(PER 7~8배) = 밸류에이션의 상승
- 지표 회복 및 호조가 확인되어야 밸류에이션을 더 상승 견인할 수 있음(다만, 6월 이후 기대되는 이벤트가 부재)
- 주택 마진의 상승(회복)이 확인되는 3분기 실적 시즌(10월)까지 추정치가 변화될 요인이 크지 않음

건설 현 위치: 업황에 비해 빠르게 상승한 주가



자료: 하나증권

PER Valuation: 6~8배 수준으로 크게 상승



자료: Dataguide, 하나증권



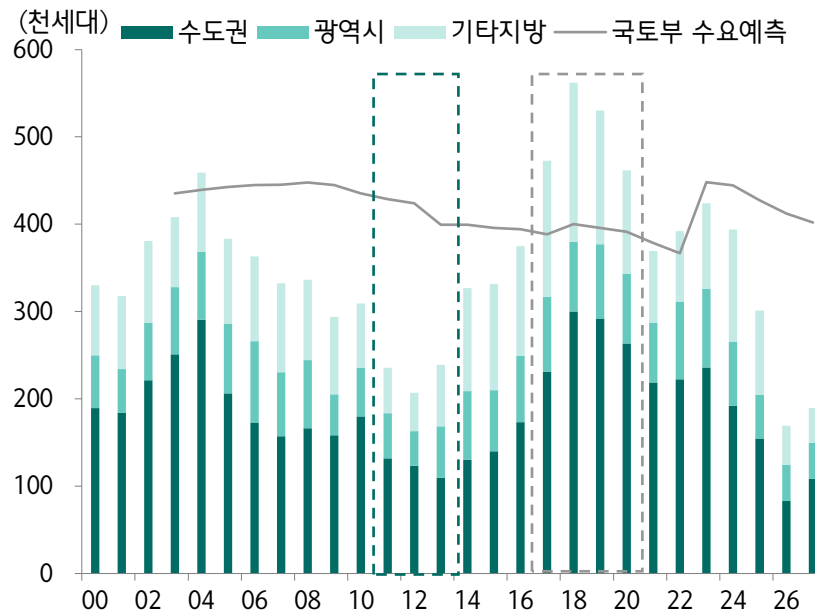
2. 하반기 전망



Red Pill: 서서히 나타날 부동산 가격의 상승

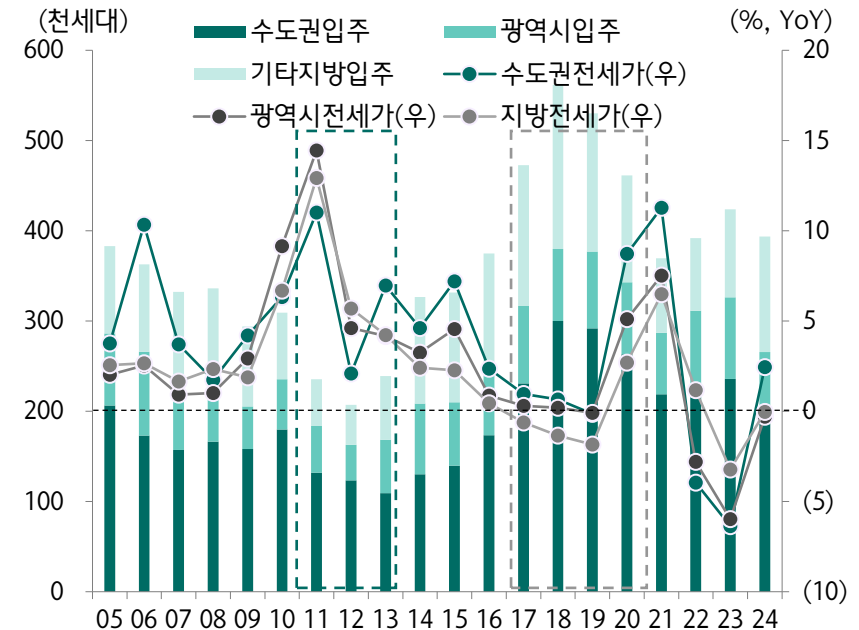
- 기본적으로 부동산 시장, 특히 주거시장은 수요와 공급에 따라 가격의 등락이 결정
- 가구, 소득, 멸실적 요인으로 매년 40만호의 신축 입주가 필요한 것 대비 실제 공급량 비교: 초과수요, 초과공급으로 표현
- 초과수요(2011~2013년)의 전세가 크게 상승, 초과공급(2017~2020년)의 전세가 하락. 초과수요인 2026년~2027년은?

예측한 수요 대비 실제 아파트 입주(공급) 비교



주: 국토교통부 수요추정 40만호 중 10만호가 가구, 16만호가 소득, 14만호가 멸실요인임
자료: 국토교통부, REPS, 하나증권

초과수요(11~13년) 전세가 상승, 초과공급(17~20년) 전세가 하락



자료: KB부동산, REPS, 하나증권





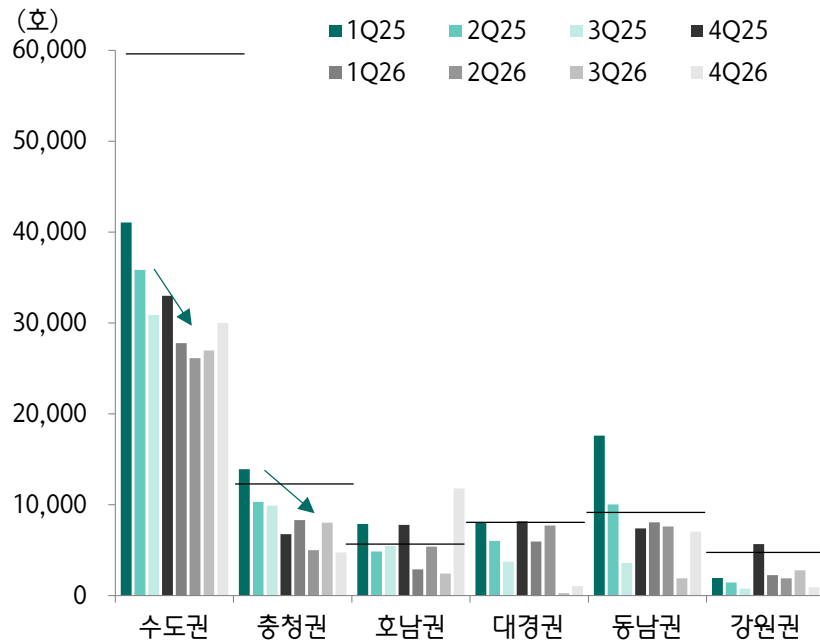
2. 하반기 전망



하반기 아파트 입주 세대수: 수도권의 감소가 뚜렷

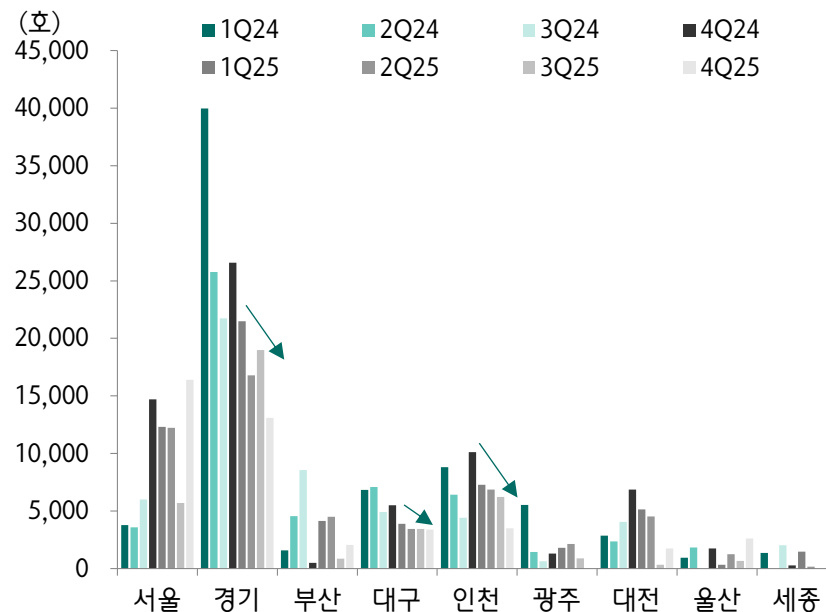
- 하반기 수도권(특히 경기, 인천)에서의 아파트 입주 감소가 뚜렷하게 발생
- 지방에서는 충청권에서의 감소가 뚜렷. 다만, 대전은 여전히 입주가 많은 상황
- 대구는 입주 세대수가 감소하나, 여전히 초과공급 상태

권역별 아파트 입주 세대수: 수도권/충청권 하반기 감소



주: 실선은 국토교통부 수요 추정치
자료: 국토교통부, REPS, 하나증권

주요 도시지역 아파트 입주 세대수: 수도권에서의 입주 감소가 뚜렷



자료: KB부동산, REPS, 하나증권





2. 하반기 전망



하반기 적용될 정책: DSR(3단계), 부동산 PF

- 6월 이후 이벤트는 소멸, 정책적 요소가 영향을 미칠 것으로 전망
- 7월부터 DSR 3단계 적용: DSR 계산 시 적용되는 가산금리의 상승으로 대출 금액 축소
- 부동산 PF: 자기자본비율 상향 방향(위험가중치, 총당금 차등화, 요건 도입 등)

스트레스DSR 3단계 적용 및 부동산PF 관련 제도개선 방안

스트레스DSR(40%)		1단계	2단계	3단계
시행시기		24.2~24.8	24.9	25.7
적용대상	은행 제2금융권	주담대 미적용	주담대/신용대출 주담대	주담대/신용대출/기타대출 주담대/신용대출/기타대출
적용률	가산 +1.5p%의	25%	수도권 80%, 지방 50%	수도권 100%, 지방 50%
가산금리(+%p)	변동형(100%)	0.38	1.20/0.75	1.50/0.75
	혼합형(60%→80%)	0.23	0.72/0.45	1.20/0.45
	주기형(30%→60%)	0.11	0.36/0.23	0.90/0.23

금융권 건전성 제도개선 세부방안

PF사업 자기자본비율에 따른 위험가중치 및 총당금 차등화
자기자본비율 요건 도입 검토
금융권별 위험가중치, 총당금 규제 정비
부동산 PF에 대한 거액신용공여 한도 규제 마련
업권별 부동산 PF 익스포저에 대한 한도 규제 정비

증권업 기업금융 경쟁력 제고방안

부동산에 대한 NCR 리스크 반영, 익스포저 한도 규제 강화
발행어음의 부동산 운용한도 단계적 축소(30%→10%)

자료: Quantiwise, 하나증권





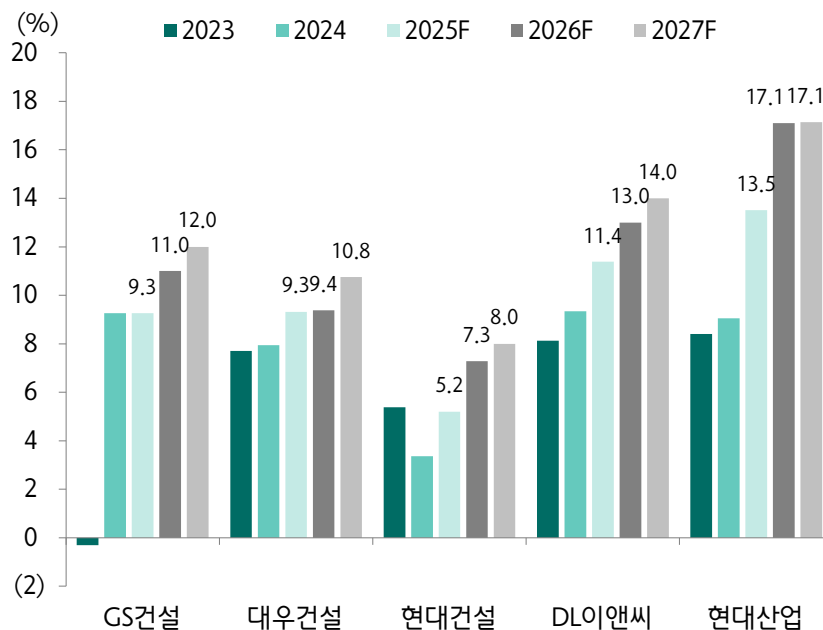
3. 기업



큰 그림은 변하지 않음: 마진 상승, 이익 증가

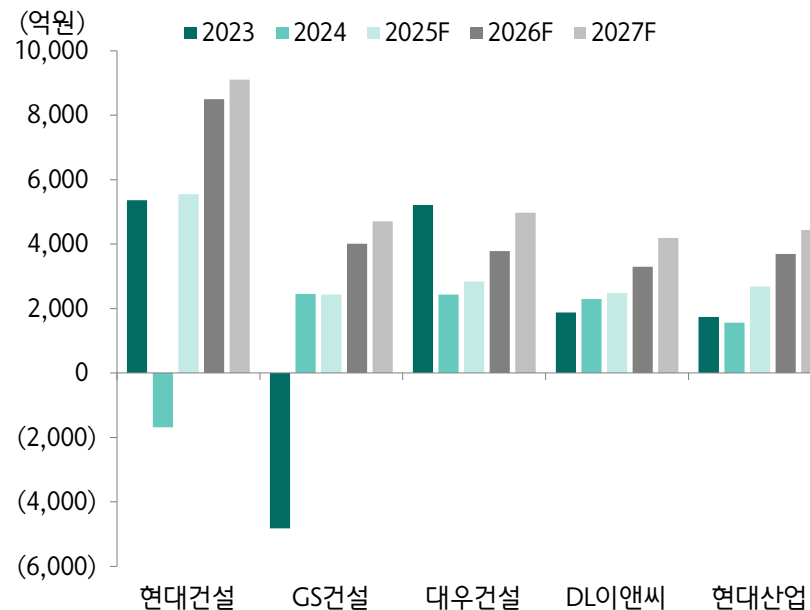
- 마진: 원가율 높은 현장(2021~2022년 착공)의 종료(2025~2026년)에 따라 마진 믹스가 해가 갈수록 기계적으로 개선
- 순이익: 2026년까지 마진 개선에 따른 이익 증가, 2027년부터는 매출액 증가와 동반한 이익 증가 전망
- 2026년부터 착공 회복 전망, 이에 따라 2027년부터는 매출액 증가를 동반한 이익 증가 전망

주택건축 GPM: 2025~2027년 마진 상승 추정



자료: 각 사, 하나증권 추정

순이익 추정치: 2025년부터 2027년까지 순이익 증가 추정



자료: KB부동산, REPS, 하나증권





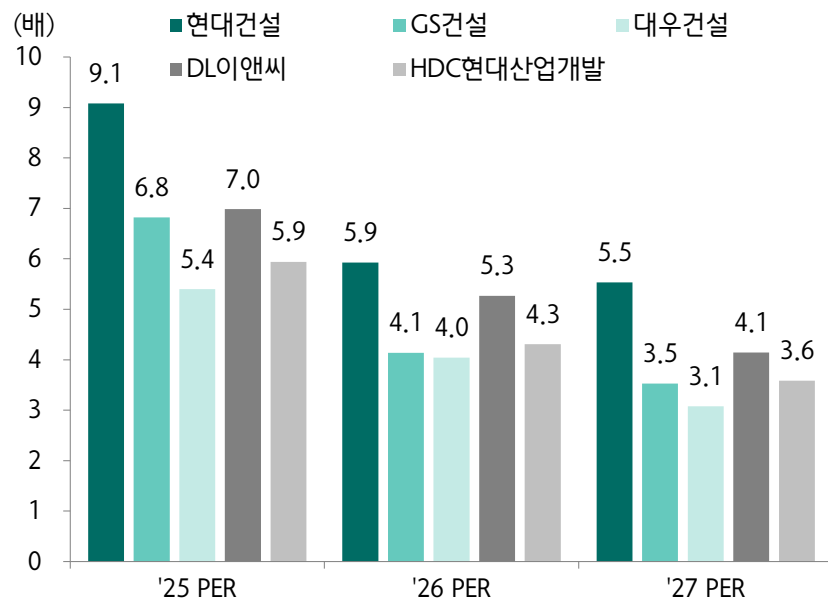
4. Top Picks



HDC현대산업개발(294870) | BUY | TP 33,000원 | CP(5월22일) 24,600원

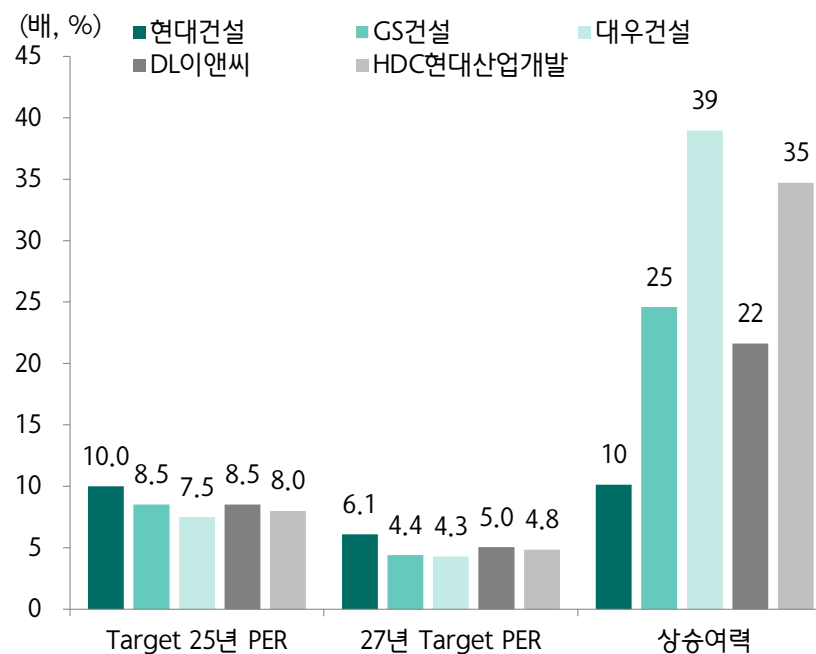
- 건설 Overweight, TOP PICK으로 HDC현대산업개발 제시(유지)
- 건설 상승 사이클의 초입. 매년 이익 증가를 감안하여 2027년 Target PER 4.5배를 2025년 추정치 기준으로 환산, 목표주가 선정
- 업황 회복은 모두에게 수혜로, Top-Down 관점에서 상승여력이 높은 HDC현대산업개발 TOP PICK

연도별 PER Peer Valuation: 2025년 추정치 기준 6~7배



주: 5/19 종가 기준
자료: 하나증권 추정

주택주 연도 추정치별 Target PER과 그에 따른 상승여력



주: 5/19 종가 기준
자료: 하나증권 추정





4. Top Picks



HDC현대산업개발(294870) | BUY | TP 33,000원 | CP(5월22일) 24,600원

- 서울원 아이파크가 2028년까지 실적 우상향을 만들어주는 가운데, 외주부문에서의 착공 및 신규수주가 이익을 더해줄 예정
- 2026년부터는 신규 복합개발사업(잠실, 복정, 청라)의 착공 예정
- 다만, 영업정지 효력이 언제 나타날 지에 대한 리스크가 존재. 3심까지 진행 가정 시 2026년까지 효력 발생이 안될 것으로 추정

Financial Data

(단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,190.8	4,256.2	3,993.8	4,168.2
영업이익	195.3	184.6	336.9	491.3
순이익	173.1	155.7	268.0	369.5
증감률	243.7	(10.0)	72.0	37.8
PER	5.56	7.64	6.10	4.42
PBR	0.32	0.38	0.49	0.44
ROE	5.86	5.09	8.31	10.56
DPS	700	700	700	700

자료: 하나증권

주요 사업지 예상 기여 매출액 및 공사기간

(단위: 억원)

구분	사업지	매출액	공사기간
자체	서울원 아이파크	28,901	24.11~28.07
	청주가격 7,8단지	8,303	2026년 착공 예정
	천안 부성3	4,971	2025년 착공 예정
외주	성성5, 부성4~6, 부대1	13,277	2024~2026년 착공 예정
	시티오씨엘 2, 6~9	21,025	2024~2027년 착공 예정
	파주메디컬클러스터	10,019	25년말~26년초 착공 예정
	용산철도병원부지개발		2026년 착공 예정
	공릉역세권개발		2026년 착공 예정
일반건축	복정역세권개발	13,597	2026년 착공 예정
	청라의료복합	6,920	2026년 착공 예정
	잠실마이스	5,086	2026년 착공 예정

자료: HDC현대산업개발, 하나증권



투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

HDC현대산업개발



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.3.27	BUY	33,000		
24.2.7	Not Rated	-	-	-

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김승준)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 5월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김승준)는 2025년 5월 26일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.43%	4.57%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 05월 23일