

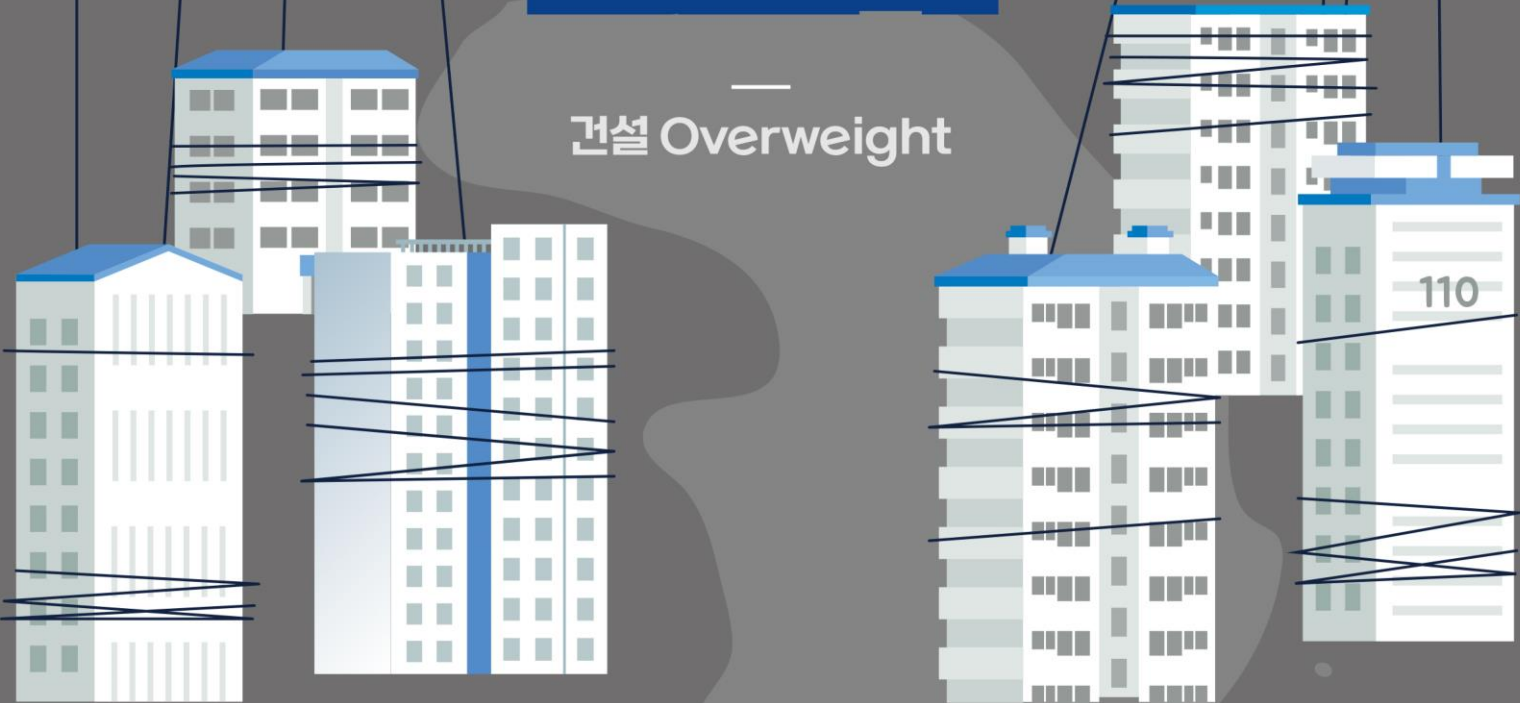


보이지 않는 손은 지역을 가리지 않는다

수요

공급

—
건설 Overweight



—
2025. 11. 19

Analyst 김승준 sjunkim@hanafn.com
RA 하민호 minhoha@hanafn.com

하나증권

건설 Overweight

보이지 않는 손은 지역을 가리지 않는다

Summary

- ✓ 결론: 2026년 주택주를 다시 봐야할 시점, 1H26 상저하고
- ✓ 부동산 전망: 수도권 상승, 지방 국지적 상승, 최고 화두지역 대구
- ✓ 주택주 투자: 실적보다 업황이, 밸류에이션 상향콜이 가능할 시점에 매수

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(11월18일)
GS건설(006360)	BUY	24,000원	18,450원
대우건설(047040)	BUY	4,500원	3,395원
DL이앤씨(375500)	BUY	55,000원	39,100원
HDC현대산업개발(294870)	BUY	26,000원	18,580원
현대건설(000720)	BUY	72,000원	60,800원

목차

1. 2026년 주택주를 다시 봐야할 시점, 1H26 상저하고	3
1) 주택주 투자: 착공이 증가하는 환경에 산다	3
2) 매매가 상승 전망: 수요>공급 → 전세가 상승 → 매매가 상승	4
3) 투자의견: 1H26 상저하고, 부동산 가격이 견인할 건설주가	5
2. 주거용 부동산 전망	6
1) 주거비용의 증가를 전망	6
2) 상승의 배경: 수요 증가	7
3) 상승의 배경: 공급 감소	11
4) 광역별 전망	15
3. 2026년 변수 요인	25
1) 2025년 정책	25
2) 노동안전종합대책과 노란봉투법	26
3) 추가로 나올 수 있는 정책	27
4. 건설기업 업황 전망	28
1) 업황이 개선되면 건설사 실적 또한 개선	28
2) 서울만 오른다고 업황이 개선되는 것은 아님	29
3) 빈 땅이 많은 지역이 올라야 건설 업황이 개선	30
5. 주택주 전망	32
1) 25년 실적 정리	32
2) 26년 실적 전망	34
3) 26년 주가 전망: 1H26 상저하고	35
기업분석	
GS건설 (006360)	37

2025년 11월 19일 | 산업분석_Industry In-depth

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 11월 18일

GS건설(006360)

BUY | TP 24,000원 | CP 18,450원

대우건설(047040)

BUY | TP 4,500원 | CP 3,395원

DL이앤씨(375500)

BUY | TP 55,000원 | CP 39,100원

HDC현대산업개발(294870)

BUY | TP 26,000원 | CP 18,580원

현대건설(000720)

BUY | TP 72,000원 | CP 60,800원

건설

보이지 않는 손은 지역을 가리지 않는다

결론: 2026년 주택주를 다시 봐야할 시점, 1H26 상저하고

2026년에 주택주를 다시 매수해야 하는 시점이 도래할 것으로 보면서, 건설주 투자의견 Overweight를 유지한다. 2026년은 부동산 가격 상승을 전망하며, 연말로 갈수록 지역적으로 확산, 상승 강도도 세질 것으로 추정한다. 이에 따라 2026년부터는 미분양이 해소되며 착공 물량이 회복될 수 있을 것으로 기대한다. 다만 주택주의 매수시점이 연초보다는 조금은 더 시간이 필요하다고 보기에, 상반기를 놓고 보았을 때 주가의 흐름을 상저하고로 전망한다. 주택주를 사야하는 시점에 매수 선호종목으로 GS건설을 제시한다.

부동산 전망: 수도권 상승, 지방 국지적 상승, 최고 화두지역 대구

2026년 주거용 부동산 시장은 전반적으로 상승할 것으로 전망한다. 내년 상승 전망의 배경은 빠른 유동성 증가 속도(D)와 예고된 입주감소(S)로 인한 주거비(전월세가격) 상승이다. 이에 따라 내년 전세가격 상승의 폭이 매매가격 상승의 폭보다 클 것으로 판단했다. 권역별로는 수도권이 가장 크게 상승할 것으로 보며, 지방은 입주 감소가 뚜렷히 나타나는 지역을 중심으로 상승할 것으로 전망한다. 특히 내년 화두지역은 대구다. 대구는 미분양이 많은 지역이면서, 가격 하락을 지속하는 지역이다. 내년 하반기부터 입주 감소가 뚜렷하게 나타나는데, 전세가격 상승 전환(이에 따른 매매가 상승 전환)이 같이 나타날 지가 관건이다. 대구가 턴어라운드 한다면, 사람들의 지방 부동산에 대한 인식 또한 바뀔 수 있다.

2026년 변수 요인: 정책의 구체적 시행과 추가 정책 여부

내년 변수가 될 가장 큰 요인은 올해 나온 정책의 구체적 시행과 부동산 정책 추가 여부다. 올해 발표된 각종 정책들이 내년부터 본격적으로 시행되었을 때 나타날 결과를 예측하기 어렵다. 또한 부동산 가격이 지속적으로 상승하는 모습이 나타날 때, 추가적인 부동산 대책이 어느 시점에 어떤 내용으로 나올지 예상하기 어렵다. 이러한 변수들은 주택주들의 비용 여부에 영향을 미칠 수 있다.

주택주 투자: 실적보다 업황이, 밸류에이션 상향콜이 가능할 시점에 매수

따라서, 주택주를 투자하는 접근 방식은 2026년의 실적(Bottom-up)보다는 업황 턴어라운드에서 나타날 수 있는 장단기(27~28년) 추정치 상향(Top-Down)이다. 밸류에이션 상향콜이 가능한 시점(경기와 광역시의 매매가 상승)에 주택주를 매수하기를 제안한다.



Analyst 김승준 sjunkim@hanafn.com
선임연구원 허민호 mimhoha@hanafn.com

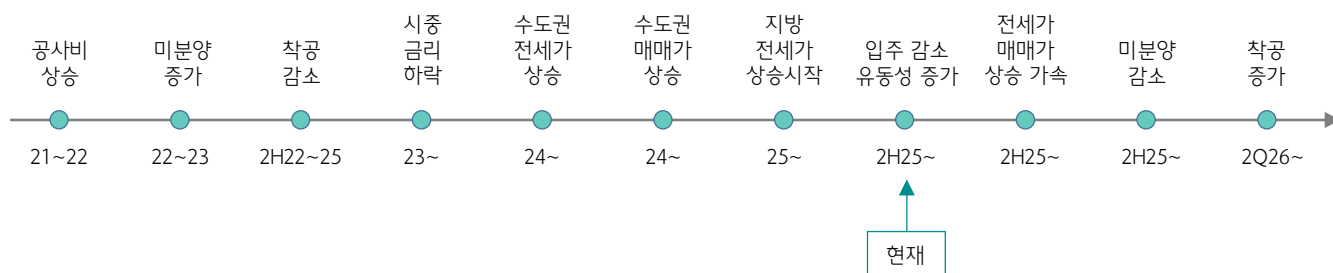
1. 2026년 주택주를 다시 봐야할 시점, 1H26 상저하고

1) 주택주 투자: 착공이 증가하는 환경에 산다

매매가 상승 → 미분양 감소
→ 착공 증가 → 실적 증가

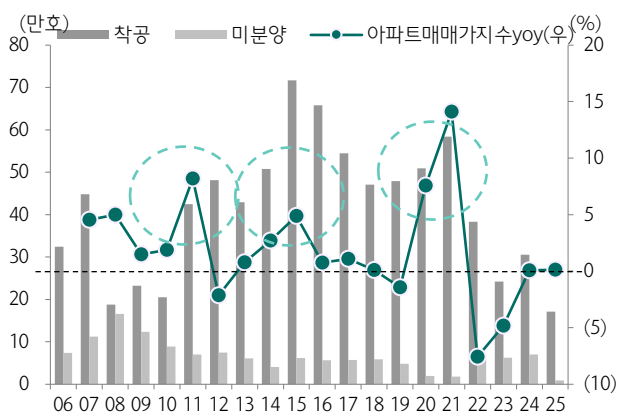
주택주는 착공이 돌아서는 환경이 조성될 때 매수를 제안한다. 착공의 증가는 곧 실적추정치의 상향으로 이어지며, 밸류에이션을 상향할 수 있는 근거가 되기 때문이다. 전반적인 건설업황의 흐름은 시세 상승 → 미분양 감소 → 착공 증가로 이어진다. 현재 착공이 부진한 이유는 사업성이 나오지 못하는 환경이기 때문이다. 시세가 상승하면서 사업성이 나오는 가격 구간이 되면, 미착공을 재개하거나 개발사업을 새로 진행하려는 움직임이 나타날 수 있다. 이러한 신호를 미분양의 감소와 함께 청약 결과에서 확인할 수 있다.

도표 1. 건설업황 흐름: 전세가/매매가 상승이 미분양 감소와 착공 증가로 이어질 구간



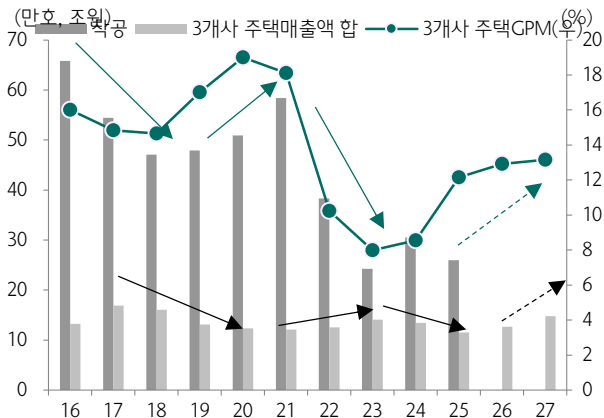
자료: 하나증권

도표 2. 시세가 상승하면 미분양이 감소, 착공이 증가



자료: 국토교통부, 한국부동산원, 하나증권

도표 3. 착공이 증가 시 이어지는 실적 증가 흐름



주: 3개사는 대우건설, DL이앤씨, HDC현대산업개발
자료: 하나증권 추정

2) 매매가 상승 전망: 수요>공급 → 전세가 상승 → 매매가 상승

D: 유동성 증가 가속
S: 입주 감소
P: 전세가 상승 → 매매가 상승

결국 업황에서 가장 중요한 지표는 시세의 방향성이다. 2026년 부동산 가격은 상승할 것으로 전망한다(전국 매매가 1.5% 상승, 전세가 3.5% 상승). 2026년에는 수요의 증가와 공급의 감소가 동시에 일어나기 때문이다. 수요에서는 5% 이상의 유동성 증가가 예상된다. 정부는 향후 5년동안 국가채무를 매년 100조원 이상 발행할 계획으로, 이는 국가부채가 약 7% 이상 증가하는 정도다. 공급에서는 입주 감소가 예고되어 있다. 2022년 하반기부터 감소한 착공물량은 2025년 하반기부터 입주 감소로 이어지기 시작했다. 아파트 리드 타임인 3년~3.5년을 고려할 때, 최소 2027년까지 입주 감소가 확정이다. 이에 따라 초과 수요시장이 나타나면서 전반적으로 전월세 가격 상승이 나타날 것으로 보며, 매매가 상승을 견인할 것으로 전망한다. 2026년 착공 물량을 32만호(+23.1%), 준공물량 30만호(-18.9%)로 추정한다.

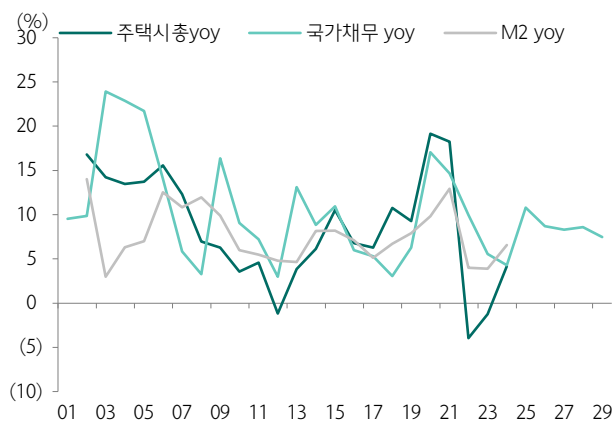
도표 4. 2026년 전망: 매매가 상승, 전세가 상승, 착공 증가, 준공 감소

2026년 전망:
전국 매매가 +1.5%
전국 전세가 +3.5%
주택 착공 +23.1%
주택 준공 -18.9%



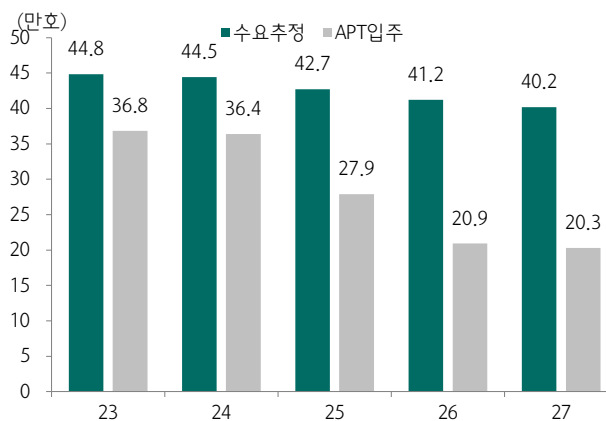
자료: 한국부동산원, 국토교통부, 하나증권 추정

도표 5. 유동성: 향후 5년간 매년 5% 이상씩 증가 전망



자료: 한국은행, 하나증권

도표 6. 필요한 수요 대비 부족한 아파트 입주 예고



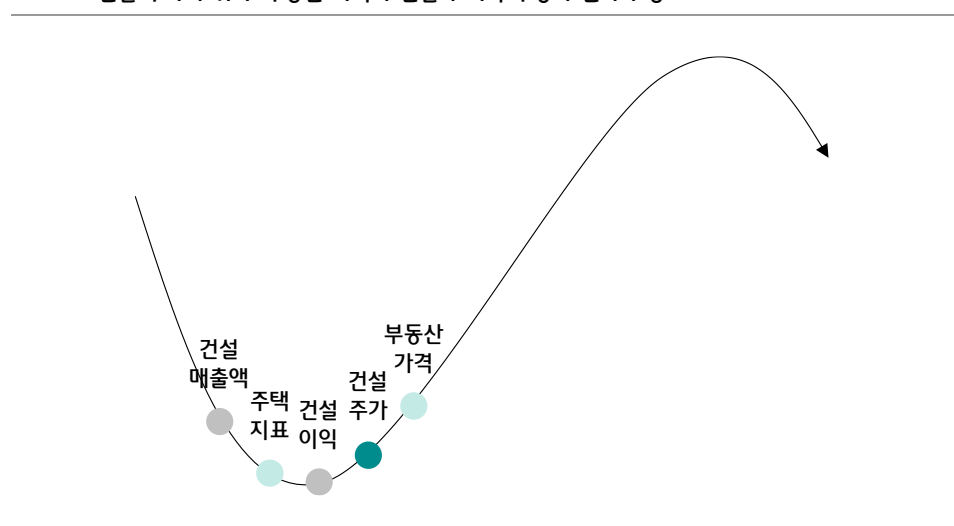
자료: 부동산114, 국토교통부, 하나증권

3) 투자의견: 1H26 상저하고, 부동산 가격이 견인할 건설주가

광역시 부동산 가격 상승시
주택주 매수 추천
그 중 GS건설 매수를 제안

주택주는 2026년 상승할 것을 전망하며, 투자의견 Overweight를 제시한다. 부동산 가격 상승에 따라 착공 증가에 대한 기대감이 전반적인 주택주들의 밸류에이션을 상향하는 논리로 이어질 것으로 기대한다. 다만 착공 증가 기대감이 형성되기까지는 다소 시간이 필요하며, 특히 광역시의 매매가 상승이 변곡점이 될 것으로 본다. 이에 따라 내년 상반기의 건설주 흐름을 상저하고로 전망한다. 부동산 가격의 상승 혹은 기대이상의 건설 이익의 흐름이 건설주가를 앞뒤로 끌어줄 것으로 기대한다. 주택주 중에서는 GS건설을 가장 선호한다. 대부분의 주택주가 밸류에이션이 비슷한 상황에서, 건설사 중 주택 비중이 높고, 실적 추정치의 변동성이 낮기 때문이다.

도표 7. 건설 주가의 위치: 부동산 가격과 건설사 이익 추정치 변화가 중요



자료: 하나증권

도표 8. 종목별 투자의견

(단위: 원, %)

TOP PICK	기업명	투자의견	목표주가	현재주가	상승여력	Target PER	'26 PER	비고
O	삼성 E&A	BUY	39,000	25,300	54.2	13.0	7.3	가스발 화공 수주 및 계열사 투자 확대
	현대건설	BUY	72,000	60,800	18.4	16.0	12.5	원전밸류
	대우건설	BUY	4,500	3,395	32.5	6.5	6.1	각종 1 회성 비용의 제거 여부
	DL 이앤씨	BUY	55,000	39,100	40.7	6.5	4.8	성장 모멘텀 확인이 필요
O	GS 건설	BUY	24,000	18,450	30.1	6.5	5.2	부동산 업황 개선 시 매수 추천
	HDC 현대산업개발	BUY	26,000	18,580	40.0	5.0	3.7	저렴한 밸류에이션
	LX 하우스	BUY	40,000	29,850	34.0	11.0	7.0	매매거래량 증가가 필요

주1: 11/18 종가 기준

주2: Target PER은 2026년 추정치 기준

자료: Dataguide, 하나증권

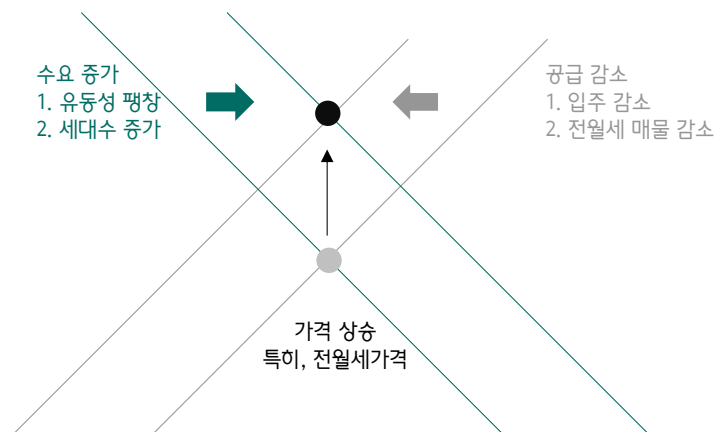
2. 주거용 부동산 전망

1) 주거비용의 증가를 전망

2026년 수요와 공급, 가격
 수요: 유동성, 세대수
 공급: 입주세대수, 전월세매물
 가격: 전월세 가격

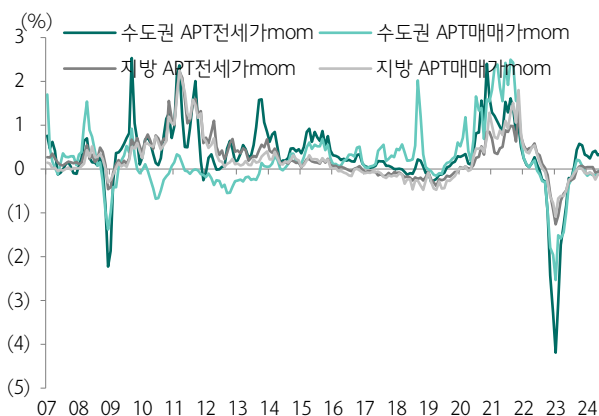
2025년에 이어 2026년에도 주거비용 증가를 전망한다. 다른 조건들이 동일하다는 가정하에, 몇몇 수요와 공급 요소들의 변화량에 따라 가격이 변화한다. 거주시장에서 수요 내 변화량은 유동성의 증감, 세대수의 증감이며, 공급 내 변화량은 신축입주(세대수), 멸실, 국지적으로 전월세매물의 감소다. 각 변화량의 정도에 따라 가격이 변동하기에, 2026년에는 수요의 증가, 공급의 감소로 거주가격이 상승할 것으로 본다. 이러한 전월세 가격의 변동은 매매가격에도 영향을 준다. 특히 전세가율(전세가격 ÷ 매매가격)이 높은 곳일수록 전세가격과 매매가격의 방향성이 매우 유사하다.

도표 9. 주거 시장 내 수요 증가, 공급 감소 = 가격 상승



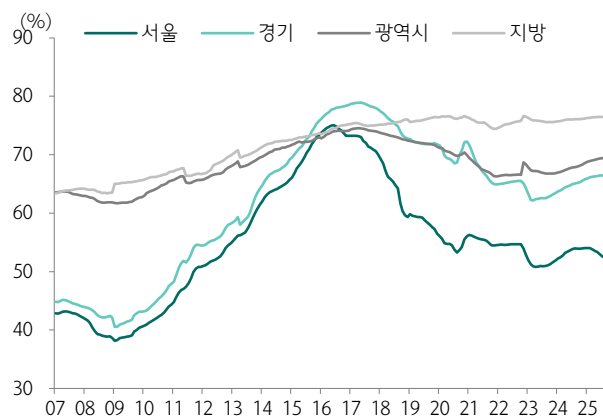
주: 다른 모든 조건이 동일하다는 가정 하에
 자료: 하나증권

도표 10. 매매가와 전세가: 대체로 일치하는 방향성



자료: KB부동산, 하나증권

도표 11. 전세가율이 높은 지역에서 더 높은 일치성



자료: KB부동산, 하나증권

2) 상승의 배경: 수요 증가

(1) 수요 1: 빨라지는 유동성 증가 속도

유동성 조절 장치:

1)금리

2)국채

2026년 부동산 가격 상승을 전망하는 주요 요인 중 하나는 빠른 유동성 증가다. 현재 기준 금리는 2.5%로 동결이지만, 정부는 올해부터 5년간 정부부채를 613.9조원 늘릴 계획이다. 2026년 예산안과 함께 발표된 2025~2029년 국가재정운용계획에 따르면, 매년 100조원 이상의 국가채무를 늘릴 예정이다. 이는 약 매년 7~8% 증가하는 수준이며, 이러한 국채 증가는 시장 내 유동성 증가로 이어질 수 있다(양적완화 효과). 국가채무와 M2는 유사한 흐름을 보여왔으며, 화폐가치의 변화는 곧 주택의 명목가격에도 영향을 준다.

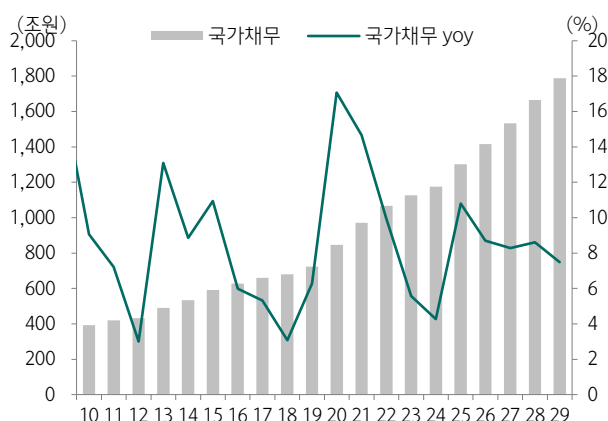
도표 12. 2025~2029년 국가재정운용계획: 매년 100조원 이상 국채 증가

(단위: 조원, %)

	24	25	26	27	28	29	증가율
24~28년 계획	656.6	677.4	704.2	730.3	756.2		3.6
25~29년 부처요구		673.3	777.6	835.4	880.2	923.5	8.2
계획대비 추가요구		-4.1	73.4	105.1	124		
재정수입		642.4	674.2	705	733.7	771.1	
재정지출		703.3	728	764.4	802.6	834.7	
통합재정수지		-60.9	-53.8	-59.4	-68.9	-63.6	
관리재정수지		-111.6	-109	-115.4	-128.9	-124.9	
국가채무	1,175.00	1,301.90	1,415.20	1,532.50	1,664.30	1,788.90	
전년대비증감		126.9	113.3	117.3	131.8	124.6	
(GDP대비)		49.1	51.6	53.8	56.2	58	

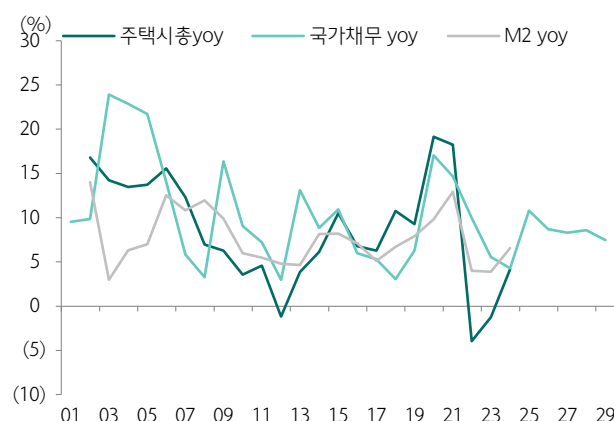
자료: 기획재정부, 하나증권

도표 13. 국가채무: 매년 8% 이상 증가 전망



자료: 한국은행, 하나증권

도표 14. 유동성과 주택시총: 유사한 흐름

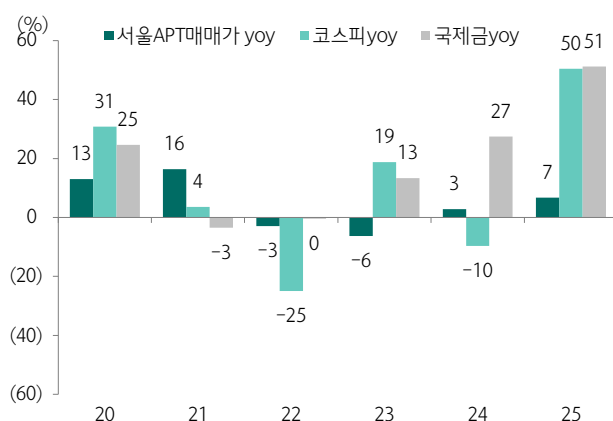


자료: 한국은행, 하나증권

유동성과 자산가격

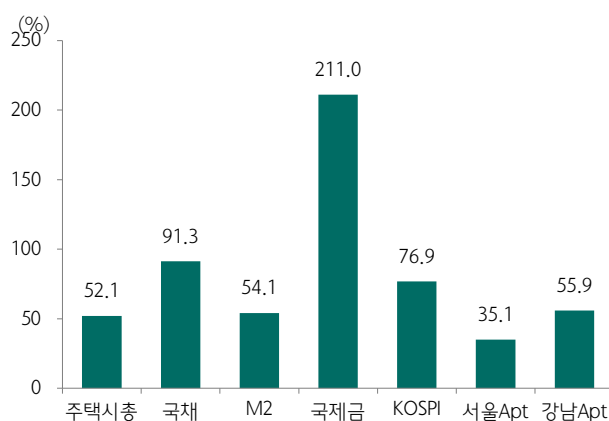
유동성의 증가와 자산가격의 변화를 보면, 화폐가치의 하락이 자산에 미치는 영향을 확인할 수 있다. 코로나 이전 시기인 2018년 대비 지금 유동성의 정도와 자산가격을 비교해보면, M2가 54.1% 증가할 동안 주택시총은 52.1% 상승했으며, 국제 금은 211.0%, 코스피는 76.9%, 서울 아파트는 35.1%, 강남 아파트는 55.9% 상승했다. 각 자산별로 유동성 외에 가격에 미치는 다른 요소들이 있을 수 있다. 하지만 전반적인 방향성과 상승의 정도가 유사하다는 점은 유동성의 변화 정도가 가격(명목가격)에 미치는 영향이 크다는 것을 보여준다.

도표 15. 자산가격등락 비교: 상대적으로 부진한 아파트 가격 상승



자료: 한국부동산원, Dataguide, 하나증권

도표 16. 2018년 대비 유동성과 자산가격 비교



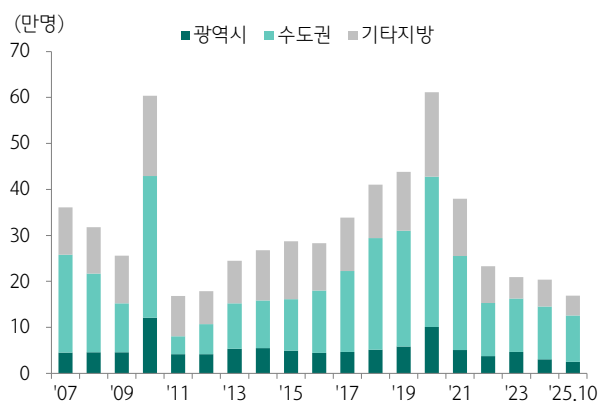
자료: 한국부동산원, Dataguide 한국은행, 하나증권

(2) 수요 2: 여전히 세대수는 증가 중

인구는 감소하지만
세대는 증가 중

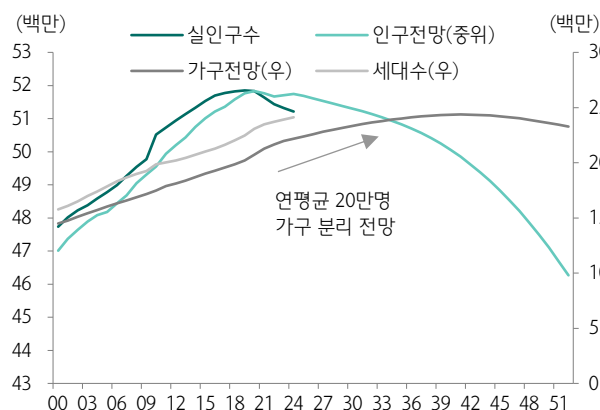
주택은 필수재로, 모두가 사용해야 하는 재화다. 그 말인 즉, 독립하는 가구(신규 세대)가 발생하는 만큼 새로운 집이 필요하다는 의미다. 세대수의 증감은 거주시장 내에서 유동성과 마찬가지로 중요한 요소다. 인구가 감소하는 추세라 하더라도, 여전히 독립해야 하는 가구가 많다면 그만큼의 신규 주택이 필요하다. 전국적으로 세대수는 매년 20만가구씩 증가한다. 통계청은 2041년까지 가구수가 증가할 것으로 전망하는데, 그 이유는 독립하는 나이인 청년세대(만 19세~34세)의 인구가 많기 때문이다. 전국적으로 청년인구는 약 920만명이 있으며, 그 중 410만명이 독립하지 않은 청년들이다. 청년세대의 가구 분화만큼 신규주택이 필요하다.

도표 17. 연도별 세대수 증가: 매년 20만세대씩 증가 중



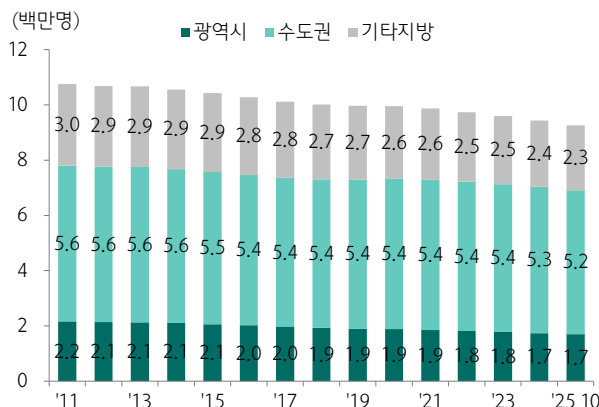
자료: 통계청, 하나증권

도표 18. 통계청의 가구 증가 추정



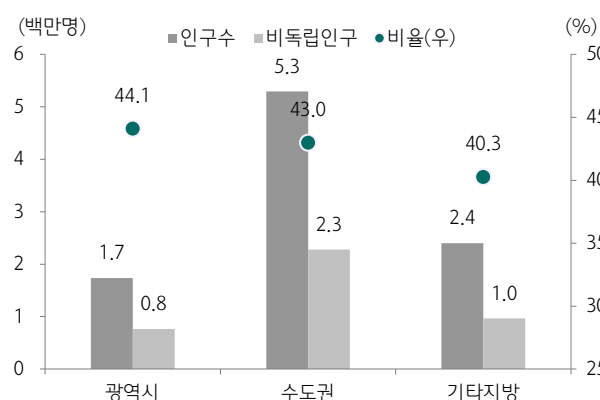
자료: 통계청, 하나증권

도표 19. 20~35세 인구 지역별 분포



자료: 통계청, 하나증권

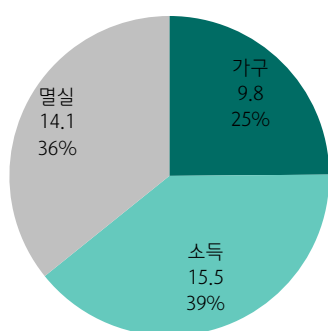
도표 20. 독립하지 않은 20~35세 지역별 분포



자료: 통계청, 하나증권

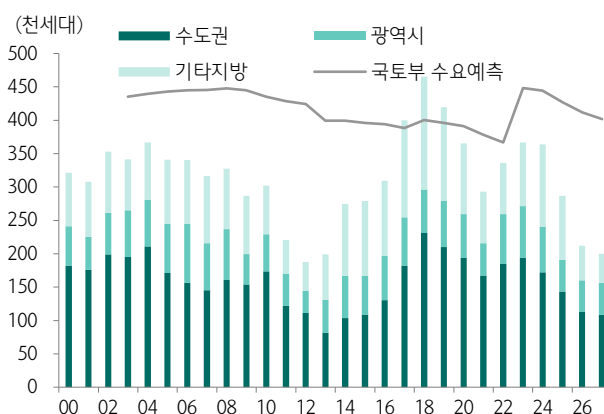
국토부 수요 추정: 국토교통부는 장기주거종합계획을 통해서 연간 필요한 신규주택 수요를 추정한다. 연평균 39.4만호의 주택이 필요하다고 보는데, 이는 가구 분화 요인에서 9.8만호, 소득요인에서 15.5만호, 멸실요인에서 14.1만호로 구분했다. 과거부터 추정해온 수요와 실 공급을 비교했을 때, 초과수요가 크게 나타난 시기(2011~2013년)에 거주비용이 크게 상승했고 초과공급이 나타났던 시기(2017~2019년)에는 거주비용의 상승이 크게 둔화되거나 하락하는 모습이 나타났다. 2026년~2027년은 초과수요가 크게 나타날 것으로 예상되는 시기로, 이 시기의 거주비용은 크게 상승할 것으로 전망한다.

도표 21. 국토부 수요 추정 요소: 가구/소득/멸실



자료: 국토교통부, 하나증권

도표 22. 연도별 국토부 수요 추정과 실공급 비교



자료: 국토교통부, 하나증권

도표 23. 국토부 신규주택 수요 추정: 연평균 39.4만호

(단위: 천호)

연도	전국	수도권	충청권	호남권	대경권	동남권	강원권	제주권
2023	448.2	278	51.1	24.8	33.4	40.6	13.1	7.2
2024	444.5	276	52.7	23.6	32.7	39.4	12.9	7
2025	427.2	267.5	50.5	21.7	31.6	36.7	12.4	6.8
2026	412.1	259.8	49	20.1	30.6	34.3	11.9	6.4
2027	401.8	255.5	47.4	18.7	29.5	32.8	11.7	6.2
2028	385.7	245.4	45.8	17.8	28.5	30.8	11.4	6
2029	372.9	237.2	44.2	17	28.1	29.5	11.2	5.7
2030	359.7	228.9	42.8	15.9	27.6	27.9	11.1	5.5
2031	349.4	222.1	42	15.1	27.4	26.7	10.8	5.2
2032	333.2	213.8	39.6	13.7	25.9	24.8	10.4	4.9

자료: 국토교통부, 하나증권

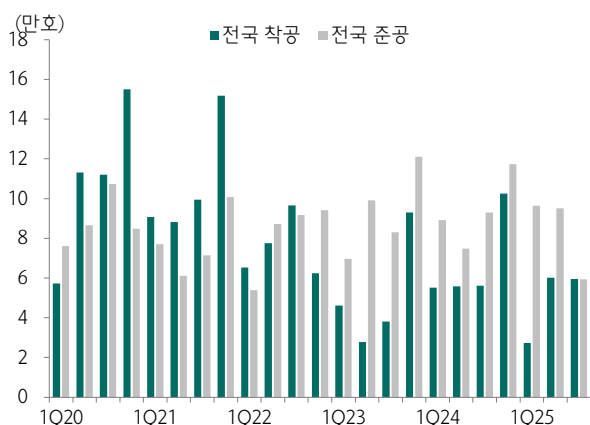
3) 상승의 배경: 공급 감소

(1) 공급 1: 예고된 입주 감소

아파트 리드타임: 3년~3.5년
착공 감소 → 3년뒤 준공 감소

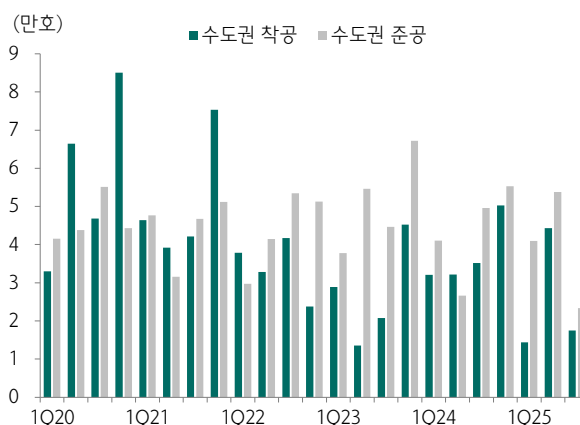
수요는 증가할 것으로 보는 반면, 공급은 감소가 예정되어 있다. 감소가 예정된 배경에는 아파트의 리드타임에 있다. 아파트 공사를 시작해서 완공하는 데까지 걸리는 기간은 3년에서 3년 반정도가 소요된다. 이에 따라 착공 물량이 감소하기 시작하면 3년뒤에 준공 물량 또한 감소한다. 실제로 2022년 하반기부터 금리인상으로 인한 유동성 증가 둔화, 공사비 상승에 따른 개발 사업성 부족, 미분양 증가에 따른 리스크 확대 등으로 착공 물량이 감소하기 시작했다. 이에 따라 올해 하반기부터 입주 감소가 월별 주택 지표를 통해 확인되고 있다. 2025년까지도 착공 물량이 지지부진하기 때문에, 완공이 되는 2028년까지 입주의 부족은 예고되어 있는 결과값이다. 이는 수도권뿐만 아니라, 광역시 및 기타지방도 시점의 차이일 뿐 향후에 나타날 이벤트다.

도표 24. 22년 하반기부터 감소한 착공, 25년 하반기부터 감소하는 준공



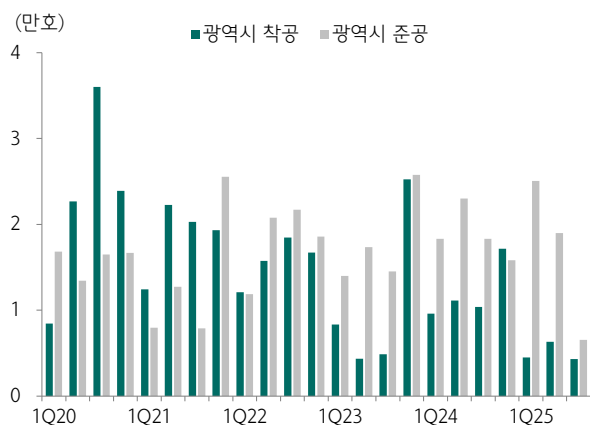
자료: 국토교통부, 하나증권

도표 25. 수도권도 감소하는 것은 마찬가지



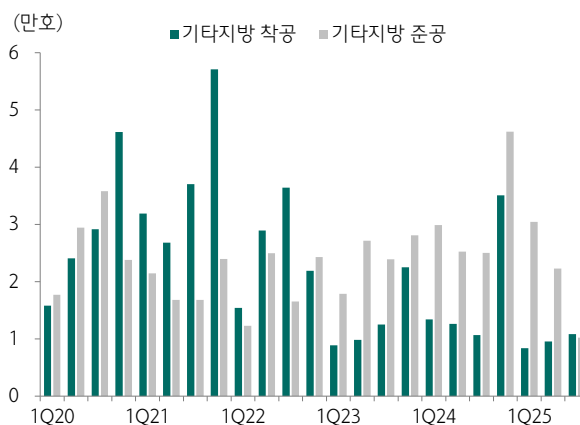
자료: 국토교통부, 하나증권

도표 26. 광역시는 2023년부터 본격적으로 착공 감소



자료: 국토교통부, 하나증권

도표 27. 기타지방도 2023년부터 본격적으로 착공 감소



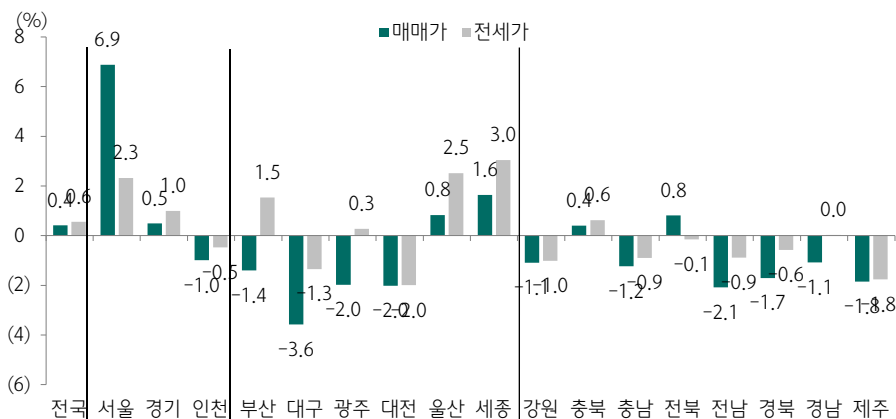
자료: 국토교통부, 하나증권

2025년 상승지역:
서울, 경기, 울산, 세종, 청주, 전주
공통점: 전세가격 상승지역
배경: 입주 감소 예고 지역

올해 부동산 가격 상승 지역의 공통점은 입주 감소가 두드러진다는 것이다. 올해 서울, 경기, 울산, 세종, 청주, 전주 지역에서 매매가 및 전세가가 상승했다. 해당 지역들은 올해와 내년 입주 감소가 예정된 지역들로, 서울을 제외한 나머지 지역들은 전세가 상승이 매매가 상승보다 두드러졌으며, 전세가격과 매매가격의 방향성이 높은 정도로 일치한다.

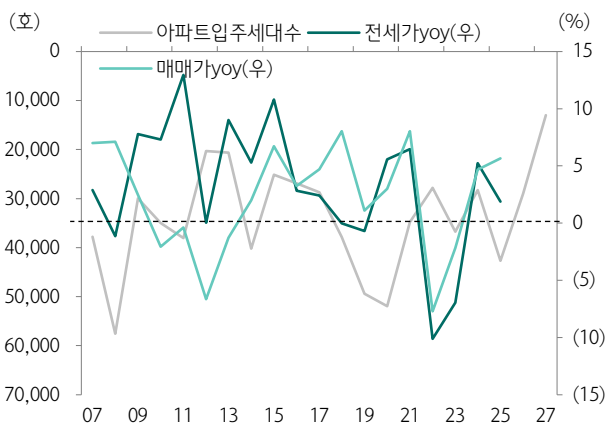
도표 28. 2025년 연초대비 지역별 아파트 매매가 및 전세가 등락

서울, 경기, 울산, 세종, 충북 상승



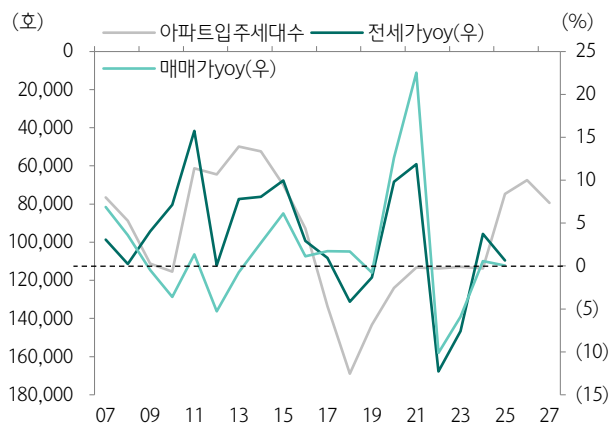
자료: 한국부동산원, 하나증권

도표 29. 서울 입주세대수와 전세가, 매매가



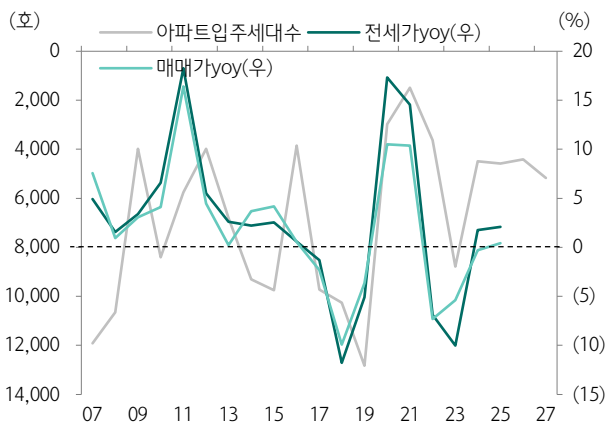
자료: 한국부동산원, 국토교통부, 하나증권

도표 30. 경기 입주세대수와 전세가, 매매가



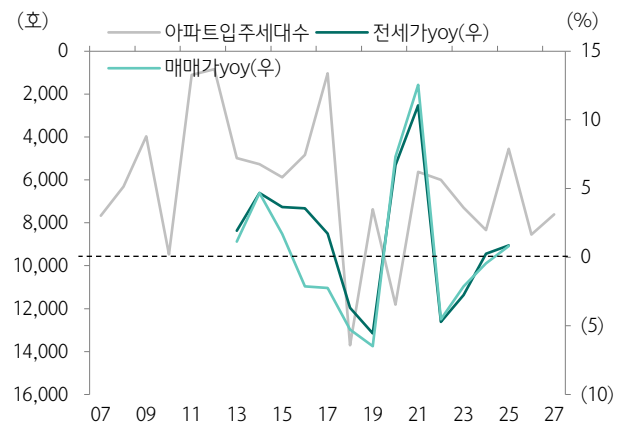
자료: 한국부동산원, 국토교통부, 하나증권

도표 31. 울산 입주세대수와 전세가, 매매가



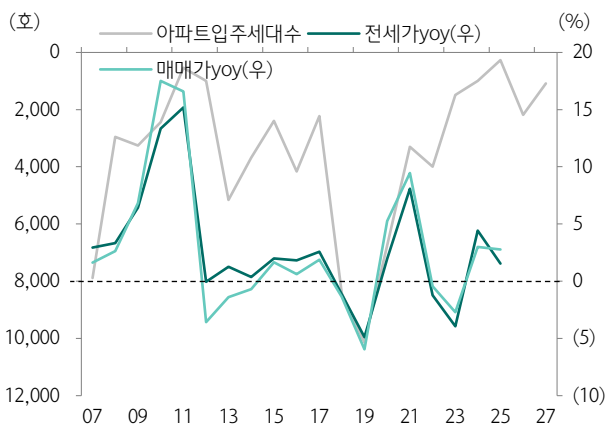
자료: 한국부동산원, 국토교통부, 하나증권

도표 32. 청주 입주세대수와 전세가, 매매가



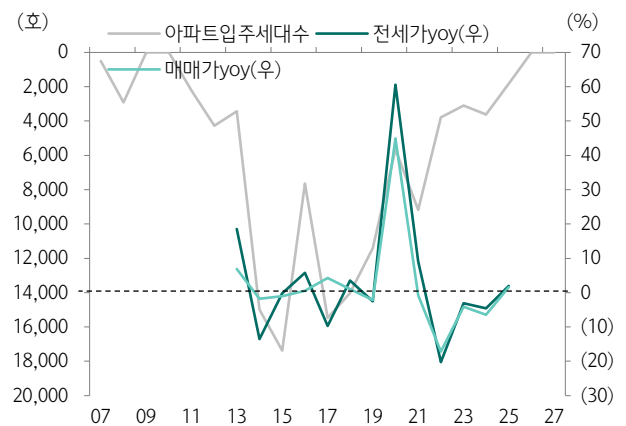
자료: 한국부동산원, 국토교통부, 하나증권

도표 33. 전주 입주세대수와 전세가, 매매가



자료: 한국부동산원, 국토교통부, 하나증권

도표 34. 세종 입주세대수와 전세가, 매매가



자료: 한국부동산원, 국토교통부, 하나증권

(2) 공급 2: 전월세 매물 감소(수도권)

실거래 위주의 시장 개편

올해 수도권은 토허제 및 규제지역 지정되었으며, 이로 인해 전월세 매물이 점차 감소할 것으로 전망한다. 토허제는 6개월 내 전입 및 2년 거주 의무 규정으로, 규제지역은 구입주담대 시 6개월 이내 전입의무 부과가 영향을 준다. 과거에는 서울의 자가점유자가 외지로 나가면서 매각할 때, 외지인이 투자목적으로 매수하면 전월세 시장에 매물이 생겨날 수 있었다. 토허제로 이 부분에서 과거에 비해 매물 증가를 제한하는 영향이 있을 수 있다. 입주 감소가 예고된 상황에서 1.5만호 이상의 멸실로 나타나는 이사수요, 전월세 매물의 증가 제한 등은 전월세 가격의 상승에 영향을 미칠 수 있다.

도표 35. 토지거래허가구역 지정

구분	내용
적용 기간	2025.10.15~2026.12.31
면적기준	주거지역 60m2 초과(지자체마다 해당 기준면적의 10%~300% 범위로 조정 가능)
허가 요건	주거용: 무주택자, 6개월내 전입, 2년 거주 의무
허가 제외	대가 없는 상속/증여, 허가면적 미만토지, 경매 등
벌칙	2년이하의 징역 혹은 체결 당시의 토지가격의 30%에 상당하는 금액 이하의 벌금

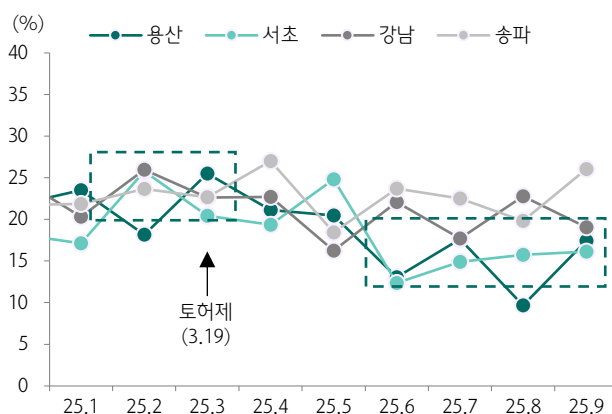
자료: 국토교통부, 하나증권

도표 36. 수도권 대출 규제

구분	내용
수도권 대출규제	- 구입주담대시 6개월 이내 전입의무 부과 - 주택매매임대사업자 대출 제한 - 소유권이전 조건부 전세대출 금지

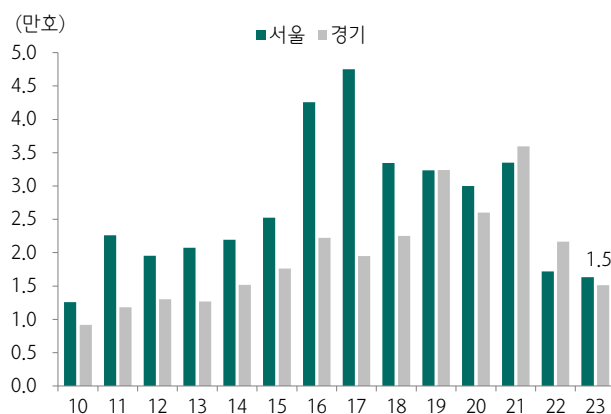
자료: 국토교통부, 하나증권

도표 37. 강남3구/용산구 토허제 지정 이후 외지인 아파트매매비중



자료: 한국부동산원, 하나증권

도표 38. 서울/경기 멸실주택



자료: 한국부동산원, 하나증권

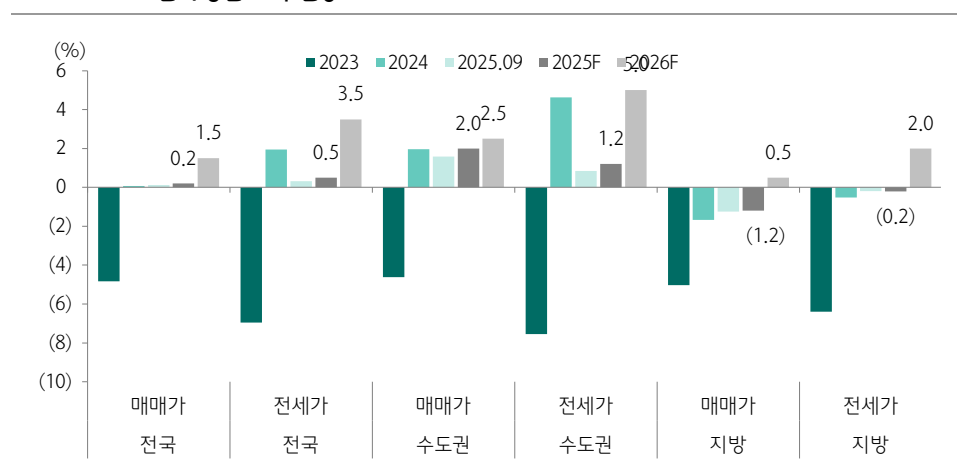
4) 광역별 전망

(1) 개요: 전국적으로 상승하나, 수도권이 지방보다 더 크게 상승을 전망

전국: 매매 +1.5%, 전세 +3.5%
 수도권: 매매 +2.5%, 전세 5.0%
 지방: 매매 +0.5%, 전세 +2.0%

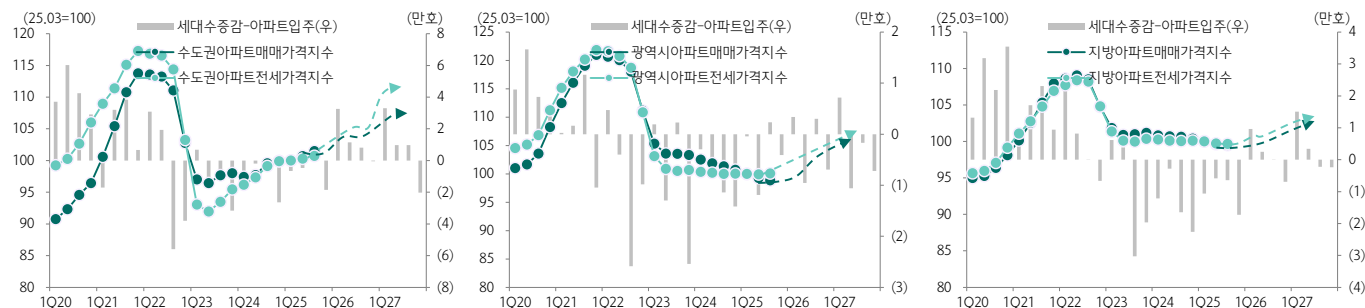
2026년 전국 매매가 1.5%, 전세가 3.5% 상승을 전망하며, 매매가보다 전세가 상승이 더 클 것으로 본다. 수도권은 매매가 2.5%, 전세가 5.0% 상승할 것으로 전망하며, 수도권의 가격 상승 폭이 가장 클 것으로 본다. 지방은 매매가 0.5%, 전세가 2.0% 상승을 전망하며, 수도권에 비해 상승 속도가 느리지만, 상승으로 전환하는 해가 될 것으로 본다. 수도권을 광역시나 기타지방에 비해 더 크게 상승을 전망하는 이유는 입주부족의 차이 때문이다. 수도권은 2025년 하반기부터 입주 감소에 들어가기 시작하며, 그 감소폭이 크다. 지방 또한 2026년부터 입주 감소가 시작하지만, 이마저도 지역별로 감소하는 시점이 다르며, 정도도 다르다. 다만 유동성의 증가 영향은 전국적으로 미칠 것이기에, 전반적으로 상승할 것으로 본다.

도표 39. 2026년 부동산 가격 전망



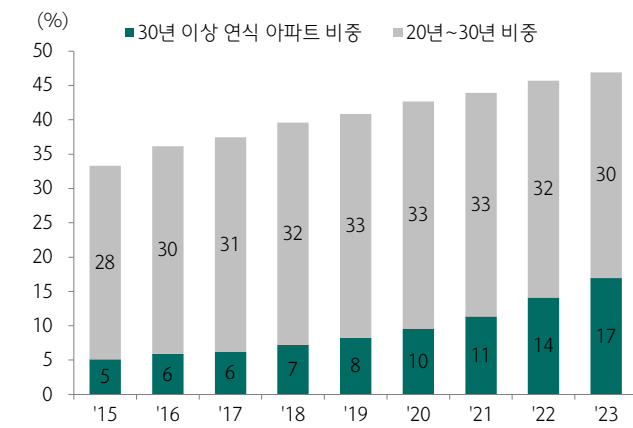
자료: 한국부동산원, 하나증권 추경

도표 40. 수도권/광역시/기타지방 가격 전망



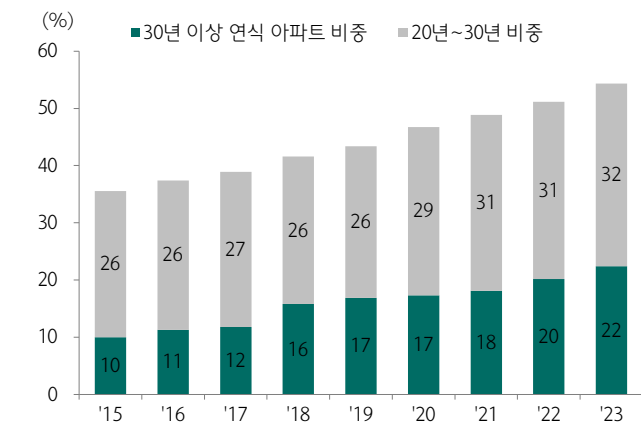
자료: 한국부동산원, 하나증권

도표 41. 전국 아파트 중 20년 이상 아파트 비중



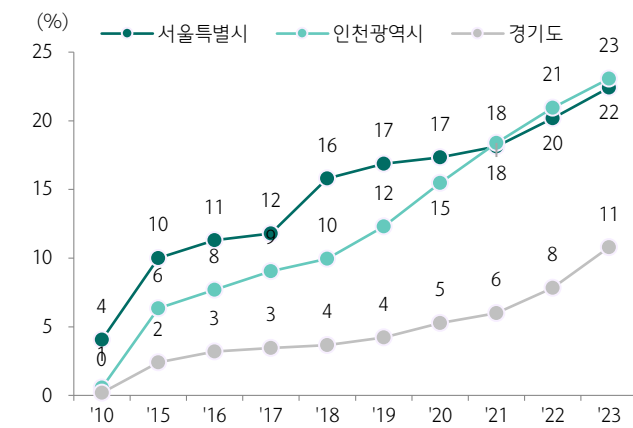
자료: 통계청, 하나증권

도표 42. 서울 아파트 중 20년 이상 아파트 비중



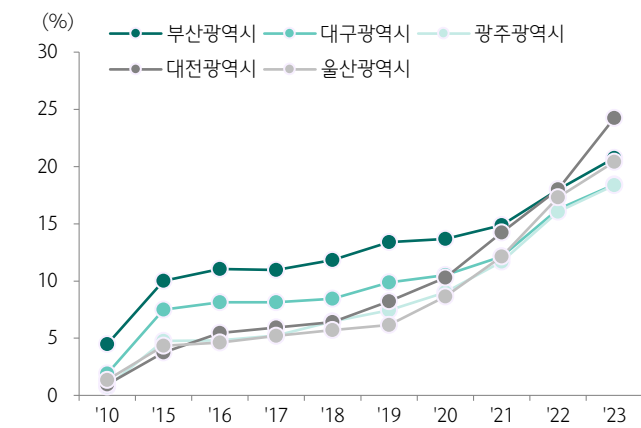
자료: 통계청, 하나증권

도표 43. 수도권 아파트 중 30년 이상 아파트 비중 추이



자료: 통계청, 하나증권

도표 44. 광역시 아파트 중 30년 이상 아파트 비중 추이

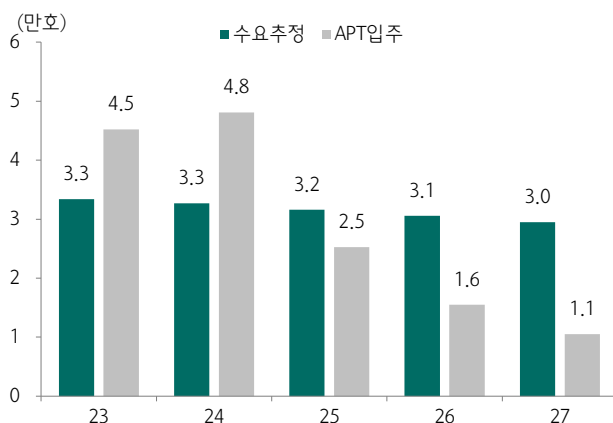


자료: 통계청, 하나증권

(3) 대경권: 2026년 화두지역

대구를 중심으로 한 대경권은 긴 시간동안 하락을 이어온 지역이다. 매매가격 하락뿐 아니라 전세가격 하락 또한 이어져온 곳이다. 그 이유는 초과공급이 매우 심했기 때문이다. 2023년~2024년 초과공급은 미분양의 증가, 전세가격 하락으로 이어질 수 밖에 없었다. 그래서 2023년부터 지자체는 건설사업계획 승인을 전면 보류했고, 이러한 영향이 내년 하반기부터 입주 감소로 이어질 예정이다. 입주 감소에 따라 초과수요 시장으로 바뀌었을 때, 수급의 논리에 따라 전세가격의 상승이 나타날지 확인할 수 있는 지역이다. 대구의 상승 전환은 타지역들도 수급 논리에 따라 가격 상승이 나타날 수 있다는 것을 보여줄 수 있는 사례가 될 수 있다. ‘대구마저도 상승해?’의 관점 전환이 전국 부동산 시장에 심리적 요인을 자극할 수 있다.

도표 49. 대경권 국토부 수요 추정 및 아파트 예정 입주수



자료: 국토교통부, 부동산114, 하나증권

도표 50. 연초대비 대경권 아파트 매매가 및 전세가 등락

지역							
매매지수 증감률							
전세지수 증감률							
		북				포항 북구	
		-2.7				-2.7 -3.3	
		-2.6				-2.8 -2.8	
				동			
구미				-2.0		남구	
-2.7						-1.7	
-2.0		서		중		경산	
달성		-2.7		0.7		-0.5	
-1.9		-1.5		0.8		수성	
0.4		달서		남		-2.3	
		-3.2		-1.8		0.4	
		-1.5		-2.0			
				-0.9		경주	
						-2.4	
						-1.8	

자료: 한국부동산원, 하나증권

도표 51. 대경권 미분양 현황 및 연초대비 증감

지역					
미분양					
연초대비					

	대구	북			
구미	8,762	1,219			
1,140	-45	-616	동		
-936	서	중	1,362		
달성	773	853	885	경산	
58	-70	83	수성	15	
-16	달서	남	1,055	-10	
	2,654	788	-11		
	-151	-149			

포항	
2,880	
129	
경주	
991	
-371	

자료: 국토교통부, 하나증권

도표 52. 대경권 전세가율과 2026~2027년 입주 추이

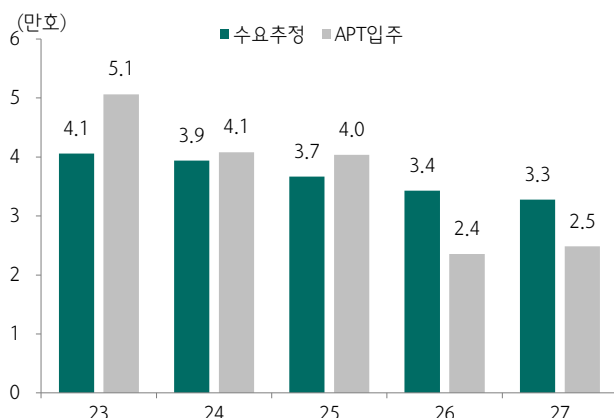
지역명		북	대구
전세가율(%)		76.0	68.4
26+27년입주/세대		1.5	1.1
		중	동
		서	60.1
		59.7	0.6
		0.0	남
		수	성
달성	달서	65.5	59.5
71.2	70.6	6.3	0.6
0.0	0.8		

자료: KB부동산, 부동산114, 통계청, 하나증권

(4) 동남권: 국지적으로 나타나기 시작한 상승

동남권 안에서는 국지적으로 상승이 나타나기 시작했다. 울산은 이미 전세가 상승이 매매가 상승을 견인하는 상황이며, 부산 일부 지역에서는 전세가 상승이 두드러지게 나타나고 있다. 동남권은 올해까지도 초과공급이 나타나는 지역으로, 특히 부산을 중심으로 크게 나타났다. 부산은 분양 시장도 좋지 못하게 되면서 미분양 또한 올해 증가한 지역이다. 하지만 일부 지역구들의 전세가격 상승은 미분양이 발생하더라도 전월세시장 내에서 수요 대비 공급이 부족하다는 것을 보여주고 있다. 울산은 전세가격이 높은 지역에서 전세가격의 상승은 매매가격 상승을 견인한다는 것을 여실히 보여주고 있다. 이러한 방향성은 2026년에도 이어질 것으로 전망하며, 부산 또한 매매가 상승으로 전환되는 지 여부가 중요하다.

도표 53. 동남권 국토부 수요 추정 및 아파트 예정 입주수



자료: 국토교통부, 부동산114, 하나증권

도표 54. 연초대비 동남권 아파트 매매가 및 전세가 등락

지역	매매지수 증감률		전세지수 증감률	
	매매지수 증감률	전세지수 증감률	매매지수 증감률	전세지수 증감률
울주	0.2	1.0	1.4	3.3
중	-3.6	1.0	3.3	3.6
북	-1.0	3.0	4.9	3.0
남	-0.9	2.0	2.0	-0.9
동	-3.6	3.0	2.3	-3.6
금정	-3.6	3.0	2.3	-3.6
기장	-3.6	3.0	2.3	-3.6
창원	-1.1	-1.2	-1.4	-1.9
의창	-1.4	-0.5	-3.1	0.5
마산회원	-1.4	-0.5	-3.1	0.5
성산	-1.3	-1.7	-2.0	-2.0
양산	-1.3	-1.7	-2.0	-2.0
진주	1.0	-1.4	-1.9	-1.3
마산합포	2.0	-1.1	-0.8	-1.3
진해	-0.6	-3.0	-5.9	-1.0
김해	-0.5	-2.4	-1.0	-1.0
사천	-0.6	-3.0	-5.9	-1.0
통영	-0.6	-3.0	-5.9	-1.0
거제	-0.6	-3.0	-5.9	-1.0
부산	-2.7	-3.4	-2.7	-3.4
북	-2.7	-3.4	-2.7	-3.4
부산진	-2.7	-3.4	-2.7	-3.4
사상	-2.7	-3.4	-2.7	-3.4
동	-2.7	-3.4	-2.7	-3.4
연제	-2.7	-3.4	-2.7	-3.4
수영	-2.7	-3.4	-2.7	-3.4
사하	-2.7	-3.4	-2.7	-3.4
중	-2.7	-3.4	-2.7	-3.4
영도	-2.7	-3.4	-2.7	-3.4
서	-2.7	-3.4	-2.7	-3.4
영도	-2.7	-3.4	-2.7	-3.4
영도	-2.7	-3.4	-2.7	-3.4

자료: 한국부동산원, 하나증권

도표 55. 동남권 미분양 현황 및 연초대비 증감

지역	미분양	연초대비
울산	2,308	-1,823
울주	350	178
중	983	-763
북	-169	5
남	733	64
동	-896	0
부산	7,146	300
금정	2,426	41
기장	221	221
북	203	1,564
부산진	89	1,156
동래	533	266
해운대	1,284	1,284
사상	430	419
연제	-147	211
수영	402	402
사하	765	0
중	-12	83
남	-359	-359
영도	211	21
서	182	-1
진주	73	1,544
창원	-13	155
양산	221	499
강서	-211	492
사천	393	262
통영	456	1,367
거제	-30	46
김해	-150	-118

자료: 국토교통부, 하나증권

도표 56. 동남권 전세가격과 2026~2027년 입주 추이

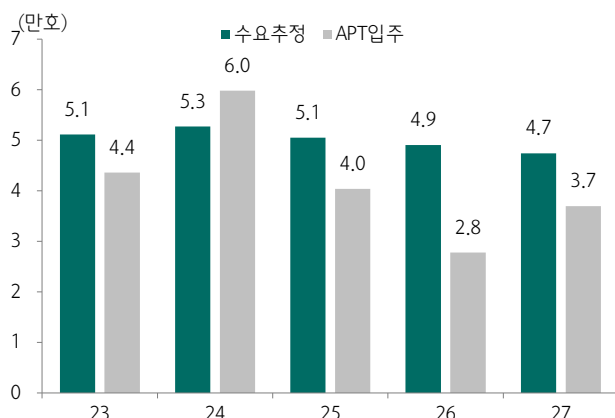
지역	전세가격	2026~2027년 입주 추이
울산	76.7	중
중	75.5	북
북	4.3	0.0
남	78.3	72.2
동	3.2	1.5
금정	67.7	73.1
기장	72.5	1.8
부산	66.6	67.7
북	72.5	1.8
부산진	70.2	60.7
동래	60.7	57.1
해운대	57.1	0.7
사상	74.2	1.9
동	1.3	연제
연제	61.6	49.9
수영	49.9	2.0
사하	67.1	61.6
중	72.2	0.6
남	0.9	69.7
영도	69.3	0.0
서	0.0	70.5
영도	0.0	0.0

자료: KB부동산, 부동산114, 통계청, 하나증권

(5) 충청권: 양극화

충청권은 공급과잉지역과 초과수요지역이 극명하게 구분되는 지역이다. 아산/천안과 대전은 공급과잉으로 전세가 하락과 매매가 하락이 뚜렷하게 나타난다. 반면 청주와 세종지역은 전세가 상승이 크게 나타나는 지역이다. 이는 미분양의 현황에서도 구분된다. 특히 대전은 2027년 입주세대수가 다소 많은 지역으로, 전세가격이 상승하는데 다른 광역시에 비해 다소 시기적으로 늦을 가능성이 있다.

도표 57. 충청권 국토부 수요 추정 및 아파트 예정 입주수



자료: 국토교통부, 부동산114, 하나증권

도표 58. 연초대비 충청권 아파트 매매가 및 전세가 등락

지역	당진	아산	천안		
	-0.2	-2.1	-2.2		
	-0.7	-0.8	-1.6		
		서북	동남	충주	
		-2.3	-2.1	-0.8	
	매매지수 증감률	-1.5	-1.7	-0.6	
	전세지수 증감률	청주	홍덕	청원	
		-0.1	0.4	-0.3	
		1.1	1.9	1.3	
		공주	세종	서원	상당
		0.5	2.4	-0.9	0.1
		-0.1	1.6	0.1	1.0
		계룡	유성	대덕	
	-0.4	-0.7	-1.0	동	
	0.7	-0.1	-0.6	-3.3	
		서	충	-2.8	
		-1.9	-3.8		
		-2.9	-3.0		

자료: 한국부동산원, 하나증권

도표 59. 충청권 미분양 현황 및 연초대비 증감

	당진	아산	천안		
	104	2,096	1,106		
	81	486	-225		
			청주		
			178	충주	
			-63	210	
지역					
미분양			공주	세종	191
연초대비			285	50	
			7	-11	
			계룡	유성	대덕
			370	144	3
			370	-164	-60
				서	충
				428	1,333
				-715	1,174

자료: 국토교통부, 하나증권

도표 60. 충청권 전세가율과 2026~2027년 입주 추이

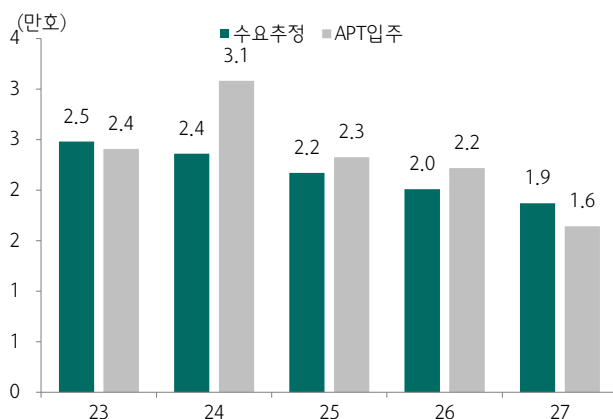
지역명			
전세가율(%)			
26+27년입주/세대			
		대전	세종
유성	대덕	70.6	46.6
69.6	71.3	3.4	0.0
5.2	1.2	동	
서	충	72.6	
70.5	70.1	2.5	
2.5	4.8		

자료: KB부동산, 부동산114, 통계청, 하나증권

(6) 호남권: 공급과잉

호남권은 전주를 제외하고는 공급과잉이다. 이러한 공급과잉 상황은 2026년까지도 이어질 것으로 보인다. 여전히 2026년까지 입주세대수가 유의미하게 감소하지 못하기 때문이다. 초과수요시장인 전주만 전세가격 상승과 매매가격 상승이 이어지고 있다.

도표 61. 호남권 국토부 수요 추정 및 아파트 예정 입주수



자료: 국토교통부, 부동산114, 하나증권

도표 62. 연초대비 호남권 아파트 매매가 및 전세가 등락

군산	익산	덕진	전주	지역	
-2.2	-3.1	2.8	2.2	매매지수 증감률	
-1.2	-2.0	2.6	2.0	전세지수 증감률	
	김제	완산			
	0.4	1.7			
	-0.2	1.5			
			북		
			-1.5		
		광산	0.8		
무안	나주	-1.7	서	순천	광양
-0.1	-3.1	0.4	-1.7	-1.5	-3.6
-0.6	-3.0		-0.2	-0.8	-2.7
			-1.4	여수	
목포			남	-1.7	
0.7			-2.7	0.3	
0.2			-0.3		

자료: 한국부동산원, 하나증권

도표 63. 호남권 미분양 현황 및 연초대비 증감

군산	익산	전주	지역		
831	958	170	미분양		
-333	27	142	연초대비		
	김제				
	371				
	263				
		북			
		530			
		광산	22	순천	광양
무안	나주	325	서	341	917
8	142	77	247	64	-455
-28	30	광주	0	여수	
		1,370	남	451	
목포		128	268	-138	-65
241			167		
-10					

자료: 국토교통부, 하나증권

도표 64. 호남권 전세가율과 2026~2027년 입주 추이

지역명		
전세가율(%)		
26+27년입주/세대		
광주	북	
75.3	79.4	
2.9	4.1	
광산	서	동
75.6	74.1	69.7
1.4	4.1	1.5
	남	
	70.4	
	2.3	

자료: KB부동산, 부동산114, 통계청, 하나증권

(7) 올해 특징지역 1: 울산

매매가 +0.8%

전세가 +2.5%

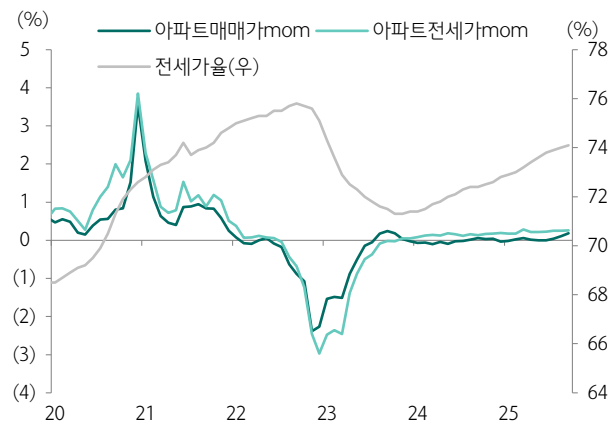
올해 지방 도시 중 상승이 두드러진 지역 중 하나가 울산이다. 울산은 연초대비 매매가 0.8% 상승, 전세가 2.5% 상승을 보였다. 전세가격 2.5% 상승은 세종(+3.0%)에 이어 두번째로 높은 수치다. 울산은 전세가율이 높은 지역(74%)으로, 전세가격과 매매가격의 방향성이 매우 유사하게 움직이는 지역이다. 올해 전세가 상승이 매매가 상승을 견인했다고 봐도 무방하다. 울산은 여전히 가구 분리가 나타날 청년세대 인구가 8.7만명이 있는 반면, 매년 신축 입주는 약 4,500세대 수준이다. 이미 초과수요가 나타나고 있다는 것을 전세가격 상승에서 확인할 수 있으며, 이러한 상황이 내년에도 크게 바뀌지 않는다.

도표 65. 올해 동남권에서 두드러지게 상승한 지역: 울산

지역	매매지수 증감률	전세지수 증감률
울주	1.4	0.2
남	2.0	4.9
북	1.0	3.6
동	-0.9	3.0
금정	-3.6	-1.0
기장	-3.0	0.3
동래	-1.0	-1.7
해운대	2.3	-3.6
연제	0.8	-0.2
수영	-1.7	2.6
사하	-2.6	-0.5
중	-0.3	-0.1
남	-1.4	2.1
서	-2.4	-4.7
영도	0.4	-0.9
창원	-1.1	-1.2
의창	-1.4	-1.9
마산회원	-1.4	-0.5
성산	-3.1	-0.5
양산	-3.1	0.5
강서	-3.1	-2.0
북	-2.7	-3.4
부산진	-3.4	0.3
사상	-2.5	-2.7
동	-0.4	4.0
사하	-2.6	-0.5
중	-0.3	-0.1
남	-1.4	2.1
서	-2.4	-4.7
영도	0.4	-0.9
진주	1.0	-1.4
마산합포	2.0	-1.1
진해	-1.4	-0.8
김해	-1.9	-1.3
사천	-0.6	-3.0
통영	-0.5	-2.4
거제	-5.9	-1.0

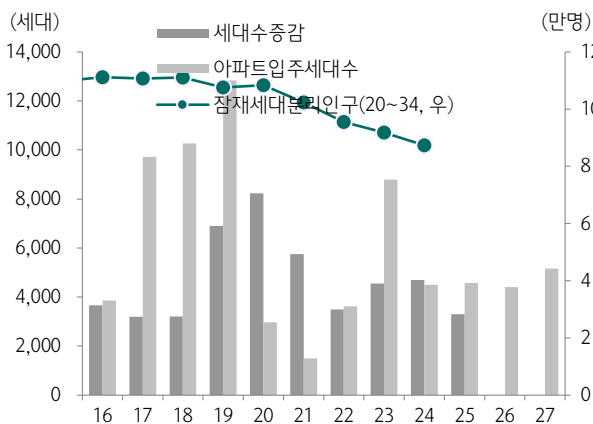
자료: 국토교통부, 부동산114, 하나증권

도표 66. 전세가율이 높은 지역으로 전세가 상승률 > 매매가 상승률



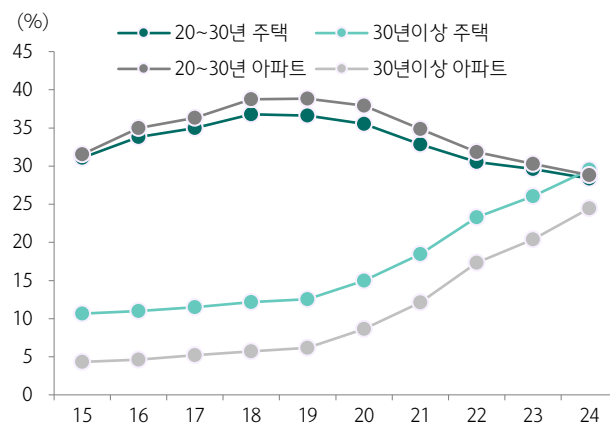
자료: 한국부동산원, 하나증권

도표 67. 세대수 증가 정도와 아파트 입주 세대수가 비슷한 수준



자료: 통계청, 부동산114, 하나증권

도표 68. 노후화가 빠르게 진행 중



자료: 통계청, 하나증권

(8) 올해 특징지역 2: 전주

매매가 +2.2%

전세가 +2.0%

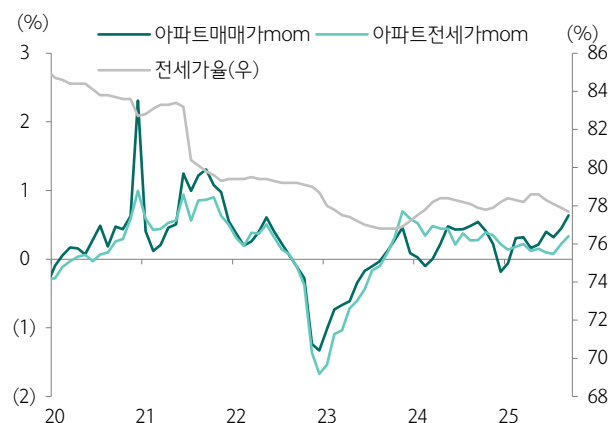
전주도 지방 도시 중 상승한 특징지역 중 하나다. 전주는 연초대비 매매가 2.2%, 전세가 2.0% 상승했으며, 지역구에 가리지 않고 모두 상승했다. 전세가율이 78%에 달하는 지역으로 전세가의 향방이 매매가의 향방에 영향을 크게 미친다. 전주는 2023년부터 입주감소가 시작되었기에, 2023년 하반기부터 전세가격과 매매가격이 상승으로 전환했고, 이러한 상승이 꾸준히 이어진 지역이다. 여전히 세대분리가 가능한 청년세대 인구가 5.3만명이 존재하는 반면, 입주세대수는 평균 1,100세대 수준이다. 아파트의 노후화 또한 빠르게 진행되고 있기에, 퀄리티 있는 주택으로의 수요 집중은 계속될 전망이다. 올해에 이어 2026년에도 상승이 이어질 수 있는 지역으로 전망한다.

도표 69. 올해 호남권에서 두드러지게 상승한 지역: 전주

군산	익산	덕진				
-2.2	-3.1	2.8	전주		지역 매매지수 증감률 전세지수 증감률	
-1.2	-2.0	2.6	2.2			
	김제	완산	2.0			
	0.4	1.7				
	-0.2	1.5				
			북			
			-1.5			
		광산	0.8		순천	광양
		-1.7	서		-1.5	-3.6
		0.4	-1.7		-0.8	-2.7
			-0.2	동		
			-1.4		여수	
			남	1.7	-1.7	
			-2.7		0.3	
			-0.3			
무안	나주	-1.7	서			
-0.1	-3.1		-1.7			
-0.6	-3.0		-0.2	-1.4		
목포			남	1.7		
0.7			-2.7			
0.2			-0.3			

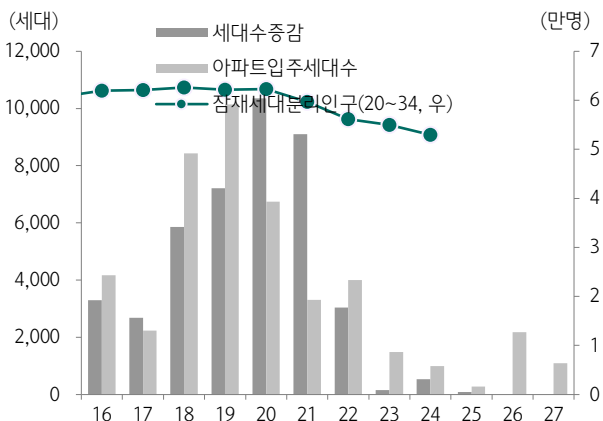
자료: 국토교통부, 부동산114, 하나증권

도표 70. 전세가율이 높은 지역으로, 2024년부터 꾸준히 상승 중



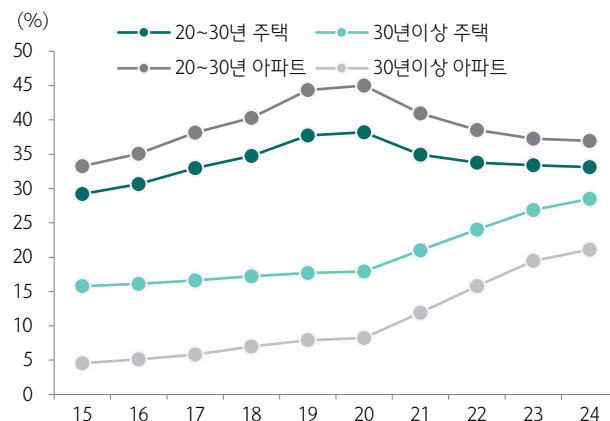
자료: 한국부동산원, 하나증권

도표 71. 잠재적 세대 분리 인구가 많은 것 대비 입주가 적음



자료: 통계청, 부동산114, 하나증권

도표 72. 노후화가 빠르게 진행 중



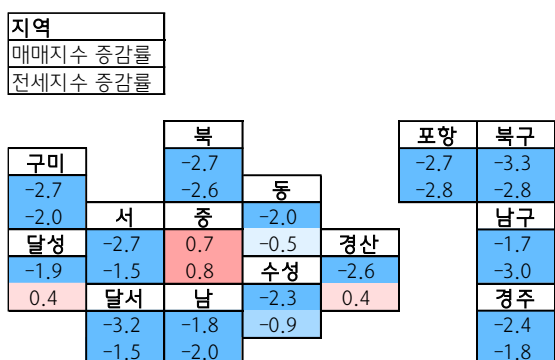
자료: 통계청, 하나증권

(9) 화두지역: 대구

26년 하반기부터 입주 없는 지역 대구가 턱어라운드 되는가

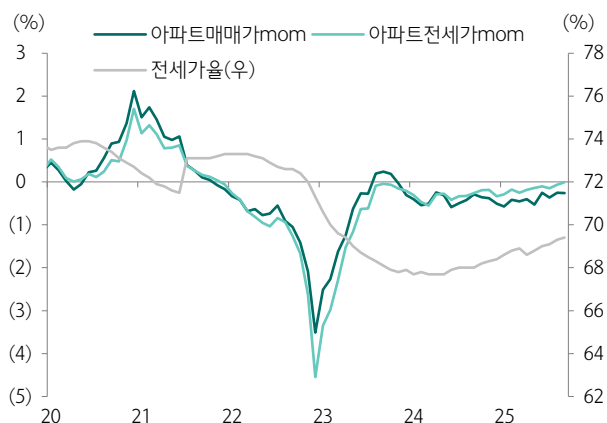
2026년 화두지역은 대구다. 2022년부터 이어진 하락이 멈추고 상승으로 전환될 수 있는지, 턱어라운드의 여부가 관건이다. 턱어라운드가 가능할 것으로 보는 배경에는 입주 감소가 있다. 대구는 2022년부터 쌓이는 미분양 우려와 가격 하락으로, 2023년부터 지자체에서 주택 건설사업계획 승인 전면 보류 방침을 이어갔다. 이에 따라 2026년 하반기부터 입주가 크게 감소하는 구간으로 진입한다. 이 시기부터 전월세 시장이 초과수요 시장으로 바뀌는데, 이 시점에도 시장경제 논리에 따라 전월세 가격이 상승하는지 여부를 확인할 수 있다. 대구는 분리가능한 잠재적 청년인구가 20만명이 있으며, 2026년 상반기까지 1만세대 신축 완공 이후 입주는 없다.

도표 73. 미분양과 하락으로 대표되는 지역: 대구



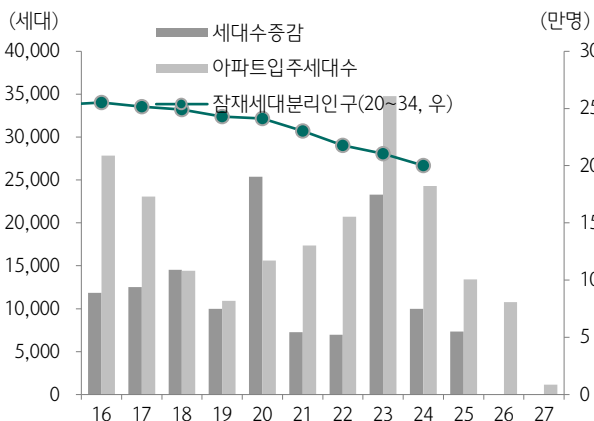
자료: 국토교통부, 부동산114, 하나증권

도표 74. 2022년부터 이어져온 하락(전세가마저도)



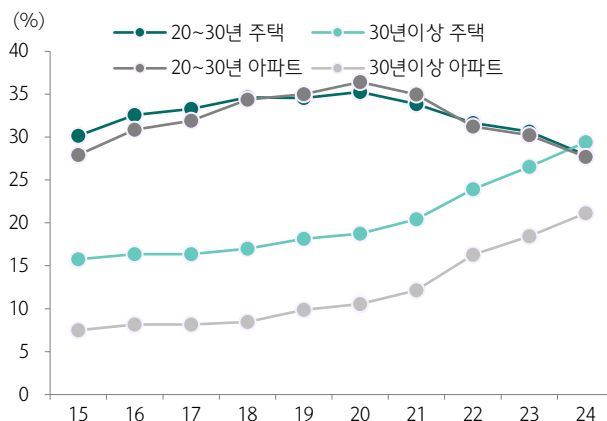
자료: 한국부동산원, 하나증권

도표 75. 2026년 하반기부터 입주가 감소



자료: 통계청, 부동산114, 하나증권

도표 76. 노후화가 빠르게 진행 중



자료: 통계청, 하나증권

3. 2026년 변수 요인

1) 2025년 정책

2025년: 수요 규제, 공급 확대
안전 강조

올해 이재명 정부가 들어선 이후, 가계부채 대책 1건, 부동산 대책 3건, 노동안전대책 1건이 발표되었다(6/27 가계부채 관리강화방안, 8/14 지방중심 건설투자 보강방안, 9/7 주택공급 확대방안, 9/15 노동안전 종합대책, 10/15 주택시장 안정화대책). 수도권을 중심으로는 수요를 억제하는 대책(대출 한도 축소 및 제한, 실거주 의무 등)과 공급 정책(연간 27만호, LH직접시행 등)이 있었으며, 지방 수요 유인책(세컨드홈 등)이 있었다. 건설업을 대상으로는 중대재해 관련하여 안전을 강화하는 내용 등이 있었다. 그 중 내년부터 적용될 내용으로 1) 다주택자 양도세증과, 2)중대재해 관련 처벌 규정, 3)LH 공공택지 직접 시행이 있다.

도표 77. 적용 중인 정책과 적용될 정책

시행여부	구분	내용	적용일
적용 정책	수도권 대출 규제	• 구입주담대 15억원 이하 6억원, 15~25억원 4억원, 25억원 초과 2억원	2025-10-16
		• 구입주담대 시 6개월이내 전입의무 부과	2025-06-28
		• 주택매매임대사업자 대출 제한(LTV 0%)	2025-09-08
		• 생활안전 주담대 1억원 제한(1주택자), 2주택자는 대출 금지	2025-06-28
		• DSR STS금리 3.0%로 상향	2025-10-16
		• 소유권이전 조건부 전세대출 금지	2025-06-28
		• 1주택자 전세대출한도 2억원 제한 일원화	2025-09-08
		• 전세대출 보증비율 80%	2025-07-21
	규제지역	• 구입주담대 생애최초 70%, 1주택자 LTV 40%, 2주택자이상 0%	2025-10-16
		• 1억원 초과 신용대출 보유자, 실행일로부터 1년간 규제지역 주택구입 제한	2025-10-16
		• 취득세 2주택자 8%, 3주택자이상 12%	2025-10-16
		• 조합원 지위양도제한(재건축=조합설립인가, 재개발=관리처분인가)	2025-10-16
		• 자금조달계획서 및 입주계획 신고, 증빙자료 제출 의무	2025-10-16
	토지거래허가지역	• 취득일로부터 2년간 실거주 의무	2025-10-20
적용될 정책	규제지역	• 양도소득세율 2주택 +20%p, 3주택이상 +30%p	2026-06-01
	중대재해	• 외국인 사망사고 발생 사업장 고용 제한 요건 강화(제한 단위 사업주로 확대)	2026~
		• 노동자의 작업중지 또는 시정조치 요구 권리 신설	2026~
		• 연간 3명이상 사망사고 발생 시 과징금 도입	2026~
		• 사망자수에 따른 건설사 영업정지 수준 강화	2026~
		• 중대재해 발생을 인허가 취소나 영업정지 사유에 포함	2026~
	주택공급	• 공공택지 LH 직접시행으로 전환	25.12

자료: 국토교통부, 노동부, 금융위원회, 하나증권

2) 노동안전종합대책과 노란봉투법

노동조합법 2,3조 개정(노란봉투법)과 노동안전종합대책은 2026년부터 건설업에 영향을 미칠 수 있다. 노란봉투법 중 ‘근로계약 체결 당사자가 아니더라도, 실질적이고 구체적으로 지배/결정할 수 있는 자도 사용자로 규정’과 ‘사용자는 단체교섭, 쟁의행위, 그밖의 노동조합의 활동으로 인한 손해를 배상 청구할 수 없음’ 등이 건설업에 영향을 줄 수 있다. 노동안전종합대책에서는 외국인 사망사고 발생 시 사업주의 3년 고용 제한, 작업중지권 행사 요건 완화 등이 영향을 줄 수 있다.

도표 78. 노란봉투법

구분	내용
주요 내용	- 근로계약 체결 당사자가 아니더라도, 실질적이고 구체적으로 지배/결정할 수 있는 자도 사용자로 규정 - 근로자가 아닌 자의 가입 허용 - 사용자는 단체교섭, 쟁의행위, 그밖의 노동조합의 활동으로 인한 손해를 배상 청구할 수 없음 - 사용자의 불법행위에 방위하기 위해 부득이 손해를 가한 경우 배상할 책임 없음 - 손해배상책임을 근로자에게 인정하는 경우 책임비율을 정하도록 함 - 배상액 감면 청구 가능, 경제상태 등을 고려하여 감면 여부 및 정도 판단 - 신원보증인은 단체교섭, 쟁의행위, 그밖에 노조 활동으로 인한 손해 배상 책임없음 - 사용자는 노조활동을 방해할 목적으로 손해배상청구 행사하면 안됨
시행일	2026년 3월 10일

자료: 노동부, 하나증권

도표 79. 노동안전 종합대책 중 주요 내용

구분	내용
외국인 노동자	- 외국인 사망사고 발생 시 3년간 고용 제한 - 중대재해에 해당하는 질병 부상 시 1년간 고용 제한 - 건설업 고용제한 단위를 현장→사업주로 변경
공사기간	- 민간공사설계서에 공사기간 산정기준 포함(발주자가 적정 공기 산정) - 건설공사기간 연장 사유로 폭염 등 기상재해 추가 추진(산업안전보건법)
작업중지권	- 작업중지 또는 시정조치 요구 권리 신설(산업안전보건법) - 노동자 작업중지권 행사 요건 완화(급박한 위험이 있는 경우 → 위험의 우려가 있는 경우) - 정당한 작업중지권 행사 시 불리한 처우 받은 경우 형사처벌 신설, 법적 구제
경제적 제재	- 연간 3명이상 사망사고 발생 시 과징금 도입(산업안전보건법) - 건설사 영업정지 요청 요건 추가(동시 2명이상 사망 + 연간 다수사망) - 사망자 수에 따라 영업정지 기간 강화 - 최근 3년간 영업정지 처분 2회 받은 후 다시 영업정지요청 사유 발생 시 등록말소 요청 규정 신설
공공입찰 제한	민간 사업장에서 중대재해 발생 시 공공사업 입찰 제한 대상에 포함(국가계약법)
대책 이행	연내 입법 추진, 연내 개정완료 목표

자료: 노동부, 하나증권

3) 추가로 나올 수 있는 정책

향후 나올 수 있는 부동산 관련 정책은 '민주당 재집권전략 보고서'에서 예상할 수 있다. 해당 보고서는 녹색(정책의 방향과 가야할 길을 논의)로서, 더불어민주당을 지지하는 민생실천위원회에서 발간했다. 해당 위원회는 80여명의 민주당 국회의원이 소속되어있으며, 현 위원장은 박주민 의원이다(초대 우원식→이학영→박홍근→진성준→박주민). 보고서에서 제시하는 전반적인 방향성은 노동소득과 사업소득이 존중받는 사회로의 전환이며, 부동산 불로소득을 철저하게 환수, 국민이 공유하는 경제시스템을 구축이 필요하다고 말한다. 이에 따라 개발 단계에서 개발부담금, 토지초과이익세, 지역균형발전을 위한 상생기금을, 소유단계에서 거래세는 낮게, 보유세는 높게, 처분단계에서 시세차익 규모에 따른 양도세를, 소유형태를 다양화하는 방향을 제시했다. 주택의 탈금융화, 주택의 공공성 강화, 보편적 정책 적용, 전세 리스크 관리 등을 얘기하면서, 공공 주도의 부동산 개발(재건축재개발 포함), 공공임대주택의 확대, 주택 대출 축소, 전세 비중 축소 등을 제시했다. 해당 내용들이 반드시 부동산 정책으로 나온다는 보장은 없다. 다만 이러한 논의들이 오고갔다는 점에서 한번 내용을 짚고 넘어갈 필요는 있다.

도표 80. 주요 쟁점과 추가로 나올 수 있는 정책

쟁점	정책
주택의 탈금융화	- 기업대출보다 주택담보대출을 선호하는 행위 축소 - 공공임대주택 확대: 영리기업 외 다양한 주체의 주택시장 참여 유도
공공성 강화	- 공공주도 재건축재개발 - 공공의 민간주택 매입 확대
정책의 보편성	- 보편적 세제/금융/정책 - 부동산 가격공시제도 개선
전세 리스크 관리	- 전세비중 축소, 월세비중 확대 - 전세 임대소득세제 개편, 월세소득공제 확대 - 보증금반환보증비중 축소 - 전세대출 점진적 축소, 다주택자 직접대출로 전환 - 주택임대차보호법 개편: 계약기간 연장, 인상률상한제, 공정임대료 등 - 민간임대주택등록 의무화 - 공공분양 주택모델 폐지: 공적전세로 대체(토지임대부, 장기전세)

자료: 을지로위원회, 하나증권

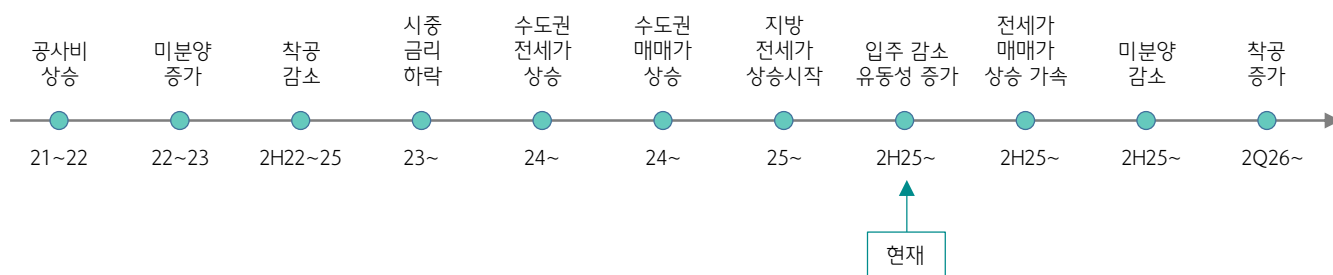
4. 건설기업 업황 전망

1) 업황이 개선되면 건설사 실적 또한 개선

매매가 상승 → 미분양 감소
→ 착공 증가 → 실적 증가

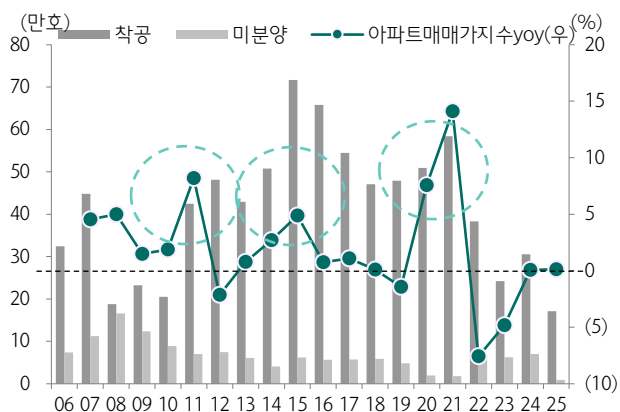
부동산 업황이 개선되면 건설사 실적 또한 개선될 수 있다. 건설사에게 가장 중요한 지표는 착공이다. 착공 세대수에 따라 매출액의 방향성이 달라지며, 업황의 분위기는 마진의 정도도 다르게 하기 때문이다(공급자 우위 시장). 착공이 증가할 수 있는 환경이라는 것은 1)판매가 잘되어야 하며, 2)수익이 나야한다. 판매가 잘되는 지의 여부는 미분양을 통해 확인할 수 있으며, 판매의 여부와 수익은 모두 부동산 시세에 따라 결정된다. 부동산 가격 상승기에는 미분양이 감소, 착공 증가가 나타나며, 이에 따라 주택 사업을 영위하는 건설사들의 매출액과 이익 또한 좋아진다. 따라서 시세가 상승하는 분위기가 형성되면 장단기 건설사의 매출액과 이익 추정치가 상향될 여지가 커진다.

도표 81. 건설업황 흐름: 전세가/매매가 상승이 미분양 감소와 착공 증가로 이어질 구간



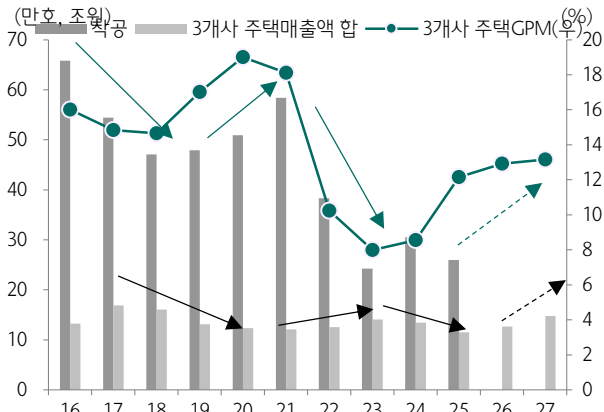
자료: 하나증권

도표 82. 시세가 상승하면 미분양이 감소, 착공이 증가



자료: 국토교통부, 한국부동산원, 하나증권

도표 83. 착공이 증가 시 이어지는 실적 증가 흐름



주: 3개사는 대우건설, DL이앤씨, HDC현대산업개발

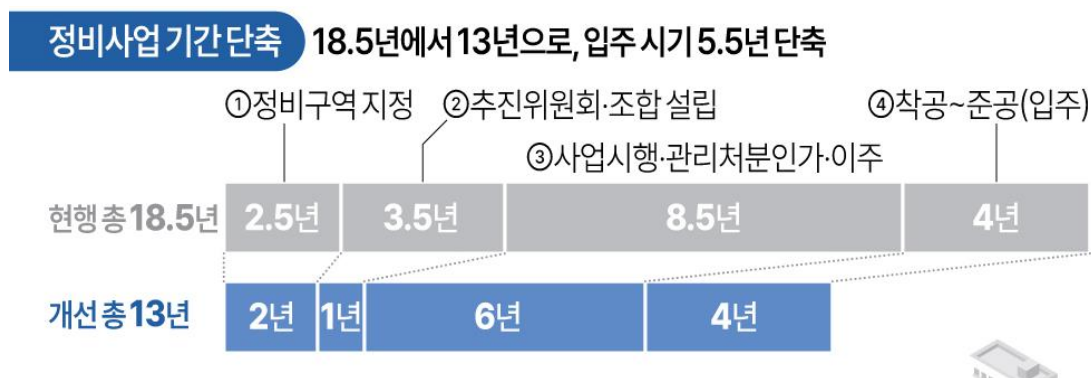
자료: 하나증권 추정

2) 서울만 오른다고 업황이 개선되는 것은 아님

서울은 물리적 시간이 필요

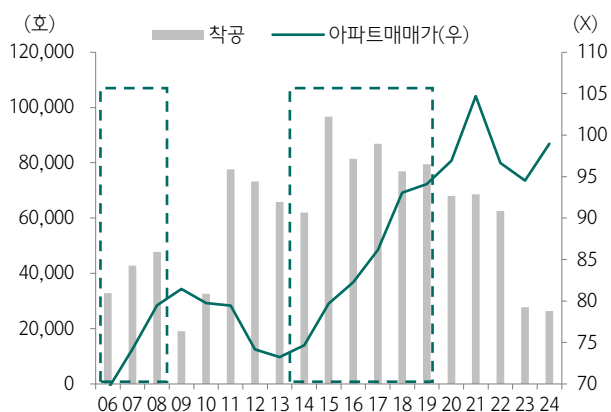
하지만 시세의 중요도가 상대적으로 떨어지는 지역이 서울이다. 서울은 빈 땅이 없고, 그린 벨트로 묶여 있다 보니, 대부분의 개발은 도시정비(재건축, 재개발)로 이루어진다. 문제는 도시정비가 빠른 시일내에 완공까지 이루어지지 않는다는 점이다. 평균적으로 18.5년이 소요되며, 사업시행인가부터 착공까지는 6년~8.5년이 걸린다. 부동산 경기의 흐름을 타고 개발을 준비한다고 해도, 바로 착공까지 나올 수가 없다는 의미다. 서울시가 2029년부터 착공 세대수가 늘어날 수 있다는 계획에서도 이를 확인할 수 있다. 당장 2028년까지 아무리 노력한다고 해도 착공세대수가 늘어나기, 물리적인 시간을 고려했을 때 어려운 것이다. 따라서 서울의 부동산 가격만 오른다고 주택주의 밸류에이션을 상향하기엔, 실질적으로 착공이 따라오지 못한다. 빈 땅이 많은 지역인 경기, 광역시, 기타지방에서의 시세 상승이 나타나야 비로소 부동산 업황이 회복 국면에 들어갔다고 말 할 수 있다.

도표 84. 도시정비사업 소요 기간: 인가로부터 착공까지 6년~8.5년



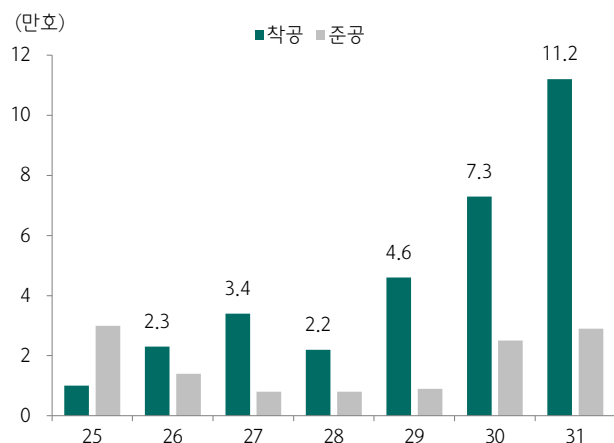
자료: 서울시, 연합뉴스

도표 85. 서울은 2010년대부터 시세와 착공은 비례하지 않음



자료: 한국부동산원, 국토교통부, 하나증권

도표 86. 서울시가 제시한 착공/준공 스케줄

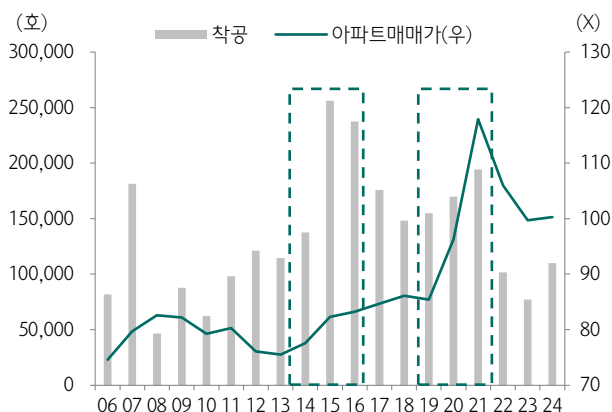


자료: 서울시, 하나증권

3) 빈 땅이 많은 지역이 올라야 건설 업황이 개선

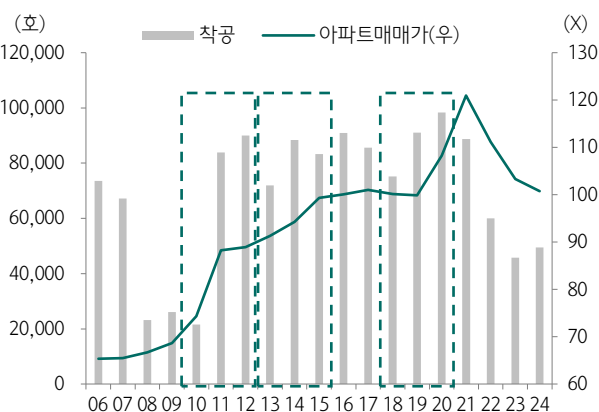
빈 땅이 많은 경기나 광역시의 지역은 과거부터 시세가 상승하면 착공 증가로 이어져왔다. 경기도는 2014~2016년, 2019~2021년에 시세 상승에 따른 착공 증가 흐름을 보였으며, 광역시는 2010~2012년, 2013~2015년, 2018~2020년에 동일한 모습을 보였다. 지금 해당 지역에서 착공이 부진한 이유는 시세가 추세적으로 상승하는 모습이 부족하기 때문이다. 여전히 경기외곽이나 광역시는 미분양이 해소되는 모습이 뚜렷하게 나타나지 못하고 있다. 2026년에는 이런 빈땅이 많은 지역에서의 시세 상승 전환을 기대하며, 과거에 보았던 사이클과 같이 3년은 갈 것으로 전망한다.

도표 87. 경기: 시세가 상승하면 착공도 증가



자료: 한국부동산원, 국토교통부, 하나증권

도표 88. 광역시: 시세가 상승하면 착공도 증가



자료: 한국부동산원, 국토교통부, 하나증권

도표 89. 연초대비 미분양 현황: 경기 외곽과 광역시에서의 미분양 해소 여부(=시세 상승 여부)가 변곡점

지역	전국	서울	경기	수도권	광역시	기타지방
미분양	66,762	1,088	12,656	15,351	21,652	29,759
연초대비	-3,411	131	-298	-1,646	433	-2,198

파주	1	0	고양	68	-114
----	---	---	----	----	------

동두천	137	0	강북	50	-16
양주	1,376	646	도봉	65	13
의정부	662	122	은평	20	0
			종로	20	0
			성북	0	0
			노원	0	0
			서대문	21	54
			중구	53	94
			동대문	-76	0
			종랑	0	0
			마포	48	1
			용산	-2	0
			성동	0	54
			광진	-3	-3

남양주	352	4	구리	38	38
-----	-----	---	----	----	----

속초	788	-231	강릉	1,051	-201
춘천	170	-112	원주	483	-745
동해	0	0			

서	1,040	0	인천	1,607	-112	-1,415	-1,479
0	-112	-1,415	-1,479				
중	366	32	1,873	145	8	0	0
33	156	-54	1,620	0	-23	0	0
-14	연수	남동	부천	구로	금천	관악	하남
	121	11	144	134	8	4	3
	-23	0	-54	68	-3	4	1

광명	6	0	과천	0	0	0
시흥	-354	0	0	0	0	0
안산	25	0	군포	61	0	0
0	-3	0	-234	0	0	0
0	0	0	0	0	0	0
수원	0	0	0	0	0	0
-275	0	0	0	0	0	0

당진	104	81	아산	1,807	197
----	-----	----	----	-------	-----

천안	1,055	0	충주	413	394
청주	-276	86	-155		
공주	277	-1	세종	47	-14
계룡	338	135	3	0	0
338	-173	-60	480	-166	-166
서	401	1,263	대전	2,282	-37
전주	160	-742	1,104		
132					

군산	784	-380	익산	906	-25
			김제	351	243

북	527	19	광산	330	82
			서	247	0
			광주	0	0
			남	1,365	123
			261	160	

순천	335	58	여수	451	-65
----	-----	----	----	-----	-----

광양	917	-455	진주	68	-18
			창원	1,452	63
			사천	388	-155
			통영	262	-118
			거제	446	-40

구미	1,059	-1,017	달성	55	-19
대구	8,537	-270	서	765	-78
북	1,188	-647	중	851	81
			남	764	-173
			2,661	-144	-112

동	1,299	822	수성	954	-112
---	-------	-----	----	-----	------

경산	15	-10	부산	7,316	299
			2,596	40	210
			북	200	86
			부산진	2,209	1,801
			동래	476	209
			연제	210	-28
			수영	82	-360
			서	211	182
			영도	21	-1

포항	2,762	11
----	-------	----

경주	816	-546
----	-----	------

울산	2,152	-1,979	중	229	245
			울주	-884	72
			남	707	64
			-922	0	

자료: 국토교통부, 하나증권

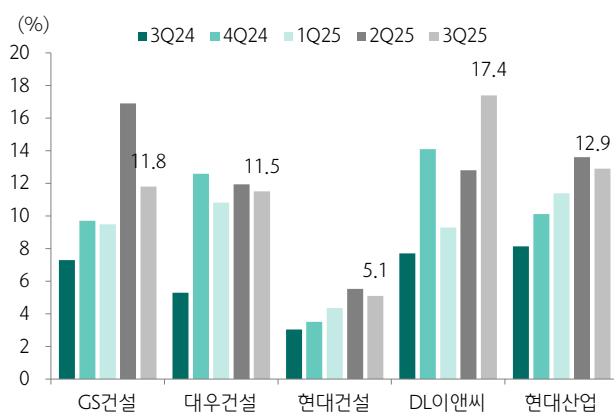
5. 주택주 전망

1) 25년 실적 정리

국내외 비용반영 수주부진

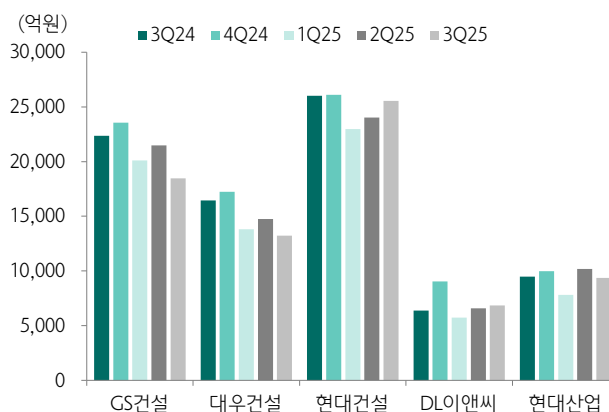
올해 건설사들의 실적은 연초 기대보다는 좋지 않았다. 국내에서는 여전히 원가 부담이 이어지고 있었으며, 몇몇 기업들은 총당금 등의 영업외 비용도 있었다. 해외에서는 공기지연에 따른 비용 등이 매분기 발생했다. 3분기까지 분양 물량도 저조한 기업들이 있었으며, 플랜트 수주 부진에 따라 연간 목표치를 달성 못할 것으로 보이는 모습도 나타났다. 이에 따라 2025년 연간 순이익 추정치가 상향되는 모습보다는 대부분 하향되는 모습이었다.

도표 90. 주택건축GPM: 10% 초반대로 회복



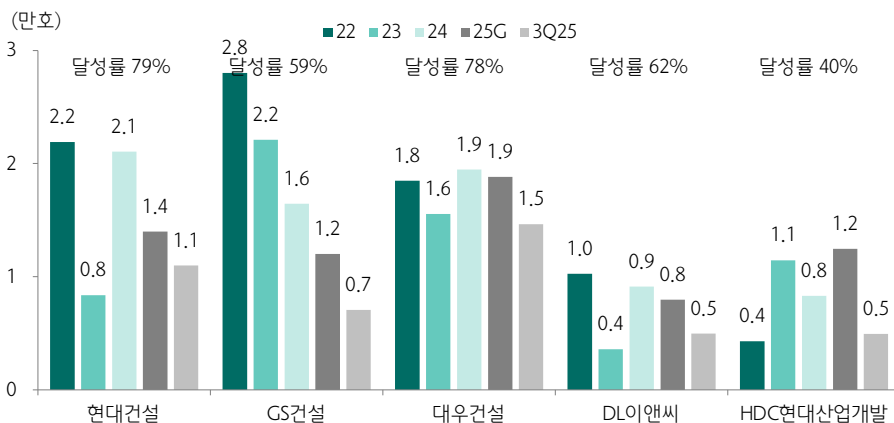
자료: 각 사, 하나증권

도표 91. 주택건축 매출액: 감소 추세



자료: 각 사, 하나증권

도표 92. 착공/분양 세대수: 전반적으로 감소 추세



주: 현대건설과 DL이앤씨는 착공 기준, 나머지는 분양 기준

자료: 각 사, 하나증권

도표 93. 2025년 주요 실적 특이사항

기업명	1Q25	2Q25	3Q25
삼성E&A	① 1회성 정산이익(비화공) > 정상 GPM: 화공 8~12%, 비화공 12~13%	① 1)1회성 정산이익 반영(제외시 GPM 화공 11.4%, 비화공 13.2%)	① 1회성: 기자재비 개선, 예비비 조정 등
현대건설	① 현대ENG 교량 사고: 1분기 미반영. 조사결과 후 연내 반영 전망 ② 착공: 현대건설 1,587세대, 현대ENG 0세대 ③ 원전 캐파: 현 인력(320명) 기준으로 불가리아 외 추가 1개정도 프로젝트 수행 가능	① 플랜트: 사우디 마잔/자푸라 공기 지연에 따른 비용 반영 ② 판관비: ENG 주택 미수채권 대손처리, 해외 수주 중단 비용	① 건설: 플랜트원가 사우디 비용 반영, 판관비 수주추진비용 반영, 일부 주택 정산비용 반영 ② ENG: 플랜트 원가에 본드콜, 사우디 비용 등 1,700억원 비용, 1회성 원가개선 600억원 ③ 원전 캐파: 현 400명 확보, 2기당 300명 캐파. 신한울/불가리아/SMR에 총 1,000명 필요, 사내 인력 충원 > 페르미, 유럽 원전 등은 추가로 인력 충원 필요
GS건설	① 건축주택: 도급중액 사업장 등 약 300억원 반영, 제외시 GPM 8.0% ② 인프라: 싱가포르 2개 현장 협의에 따른 이익 반영 ③ 신사업: 영국 엘리멘트(철골모듈) 원가 악화에 따른 비용 반영(약 400억원 추정) ④ 플랜트: 매출액 기여 높은 3개 현장이 실행원가 확정 전이라 원가율 100%로 결산 ⑤ 판관비: 공사미수금 대손 및 수주 마케팅비 증가 ⑥ 영업외: 환손실 270억원, 금융순비용 370억원	① 1)건축주택: 도급중액 정산이익 2,000억원 ② 2)인프라: 부산 만덕센텀 450억원 비용 ③ 3)플랜트: 사우디 안부 공기지연 600억원 비용 ④ 4)신사업: 영국 엘리멘트(철골모듈) 사업 타절 1,200억원 비용 ⑤ 5)판관비: 카타르 도하메트로 총당금 환입 700억원 ⑥ 6)영업외: 영국 엘리멘트 청산손실 730억원, 환손실 1,870억원, 금융순비용 270억원	① 건축주택: 별다른 특이사항 없이 GPM 11.8% > 2026년 매출액 증가 어려움 ② 신사업: 푸디엔 매출액 1,000억원, GPC 매출액 +300억원qoq 등 ③ 판관비: 수주추진비, 광고비 등 ④ 영업외: 환이익 400억원
대우건설	① 주택건축: 준공관련이익 300억원 반영(제외시 GPM 8.6%) ② 마진 가이드선: 토목 8% 수준, 플랜트 22% 내외 ③ 영업외: 하자보수 관련 기타충당부채 및 일부 잡손실 반영 ④ 미분양: 6,119세대	① 주택건축: 믹스개선, 1회성 정산이익 ② 토목: 이라크 공기지연, 국내 외주비 증가 ③ 연결종속: 베트남 토지매각 600억원 ④ 판관비: 대구 미분양 500억원 대손상각 ⑤ 영업외: 순금융비용 150억원, 사업 충당부채 및 소송비 등 300억원, 환손실 600억원 ⑥ 미분양: 5,200세대(-890세대qoq)	① 주택건축: 1회성 없이 GPM 11% 유지 ② 플랜트: 쿠웨이트 AS비용 130억원 ③ 토목: 이라크 공기지연, 싱가포르 투입원가 증가로 490억원 ④ 영업외: 하자소송 총당금 등 220억원, 나이지리아 세금 잡손실 400억원, 각종 수수료 150억원 비용 ⑤ 미분양: 4,882세대(-344세대qoq)
DL이앤씨	① 플랜트: 일부 프로젝트 사업비 정산 영향으로 연간 적정원가율 80% 중반 ② DL건설: 토목 GTX-A 돌관 추가 비용	① 주택: 일부 도급 중액 반영 ② DL건설: 토목 현장 비용 반영 ③ 영업외: 환손실 800억원	① 주택: GPM 17.4%(1회성 제거시 16% 수준) ② 토목: 국내 현장 공기 지연 비용 선제적 반영 ③ 판관비: DL건설 총당금 ④ 영업외: 환이익 약 200억원
HDC현대산업개발	① 자체: 수원10단지 800억원(인도, 추정), 서울원 진행률 7.8%, 계약을 95% 추정 > 서울원 계약을 상승에 따라 4Q24에 인식하지 못한 매출액 일시 인식 ② 일반건축: 지식산업센터(강동) 추가 비용 인식 ③ 외주주택마진: 둔촌주공 완공 후 정상 마진으로 하반기 개선	① 자체: 수원 11~12단지 580억원 인식(잔여 2,400억원) ② 자체: 서울원아이파크 진행률 9.5% (2Q 1.7%) ③ 일반건축: 고덕강일 지식산업센터 정산비용 반영	① 자체: 수원 1,300억원 인식(잔여 300억원) ② 자체: 서울원아이파크 진행률 12.5% (3Q 3%) ③ 외주: 도급중액 미체결에 따른 비용 100억원(4Q 중액 계획)

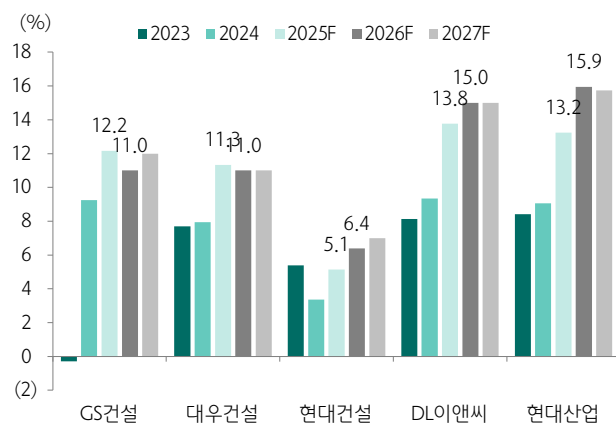
자료: 각 사, 하나증권

2) 26년 실적 전망

주택 원가 개선을 베이스로 하되,
추가 비용이 발생할 우려

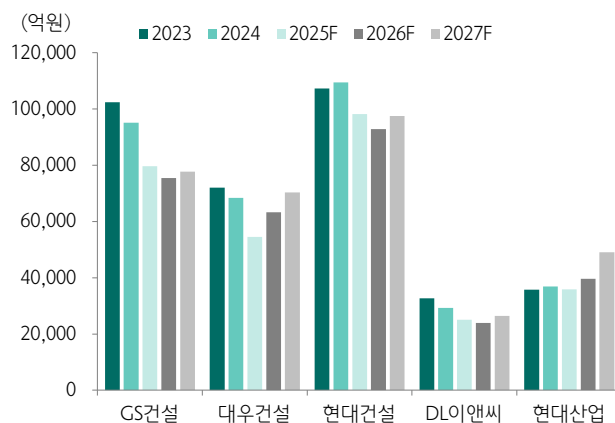
2026년은 대부분 올해보다 개선될 것으로 전망한다. 원가를 높은 현장의 준공에 따라 2025년에 비해 2026년의 주택 마진 믹스가 개선될 것이기 때문이다. 그리고 2025년에 반영했던 각종 비용들에 대한 기저효과로, 2026년에는 이익이 개선될 전망이다. 하지만 25년 3분기 실적발표 이후 2026년 추정치가 대부분 하향됐다. 그 이유는 2026년 주택 매출액이 생각보다 더 감소할 우려가 있기 때문이며, 여전히 1회적인 비용 여지가 있을 수 있기 때문이다. 분양 100% 현장에서도 공사비 이슈로 준공 시점에 비용반영이 나타나는 모습들이 있었고, 내년 준공현장에서도 나타날 수 있다. 여기에 해외 비용의 여부도 2025년으로 끝이라고 장담할 수 없다. 공기가 연장된 해외 현장의 경우 추가로 연장될 지에 대해 확실치 않고, 이에 따른 추가비용이 발생할 수 있기 때문이다.

도표 94. 주택건축GPM: 2025년보다 소폭의 개선을 전망



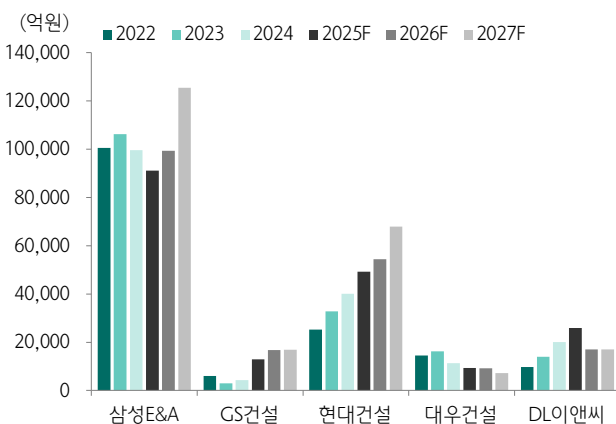
자료: 각 사, 하나증권 추정

도표 95. 주택건축 매출액: 2026년은 감소, 2027년 증가



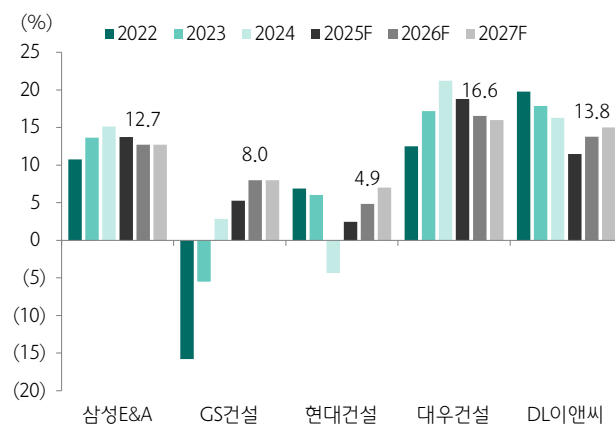
자료: 각 사, 하나증권 추정

도표 96. 플랜트 매출액: 해외 수주한 삼성과 현대만 증가



자료: 각 사, 하나증권 추정

도표 97. 플랜트GPM: 해외 비용 여부가 관건



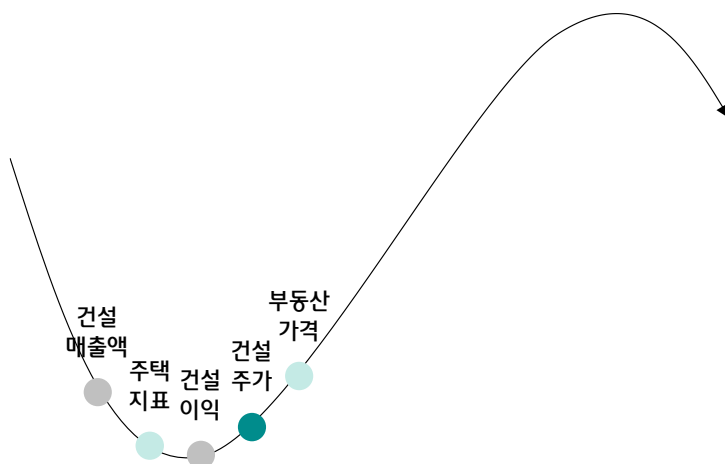
자료: 각 사, 하나증권 추정

3) 26년 주가 전망: 1H26 상저하고

1분기 저점
2분기 변곡점
경기/광역시 부동산 가격 상승 시
주택주 매수 추천
그 중 GS건설 매수를 제안

주택주는 2026년 상승할 것을 전망하며, 투자 의견 Overweight를 제시한다. 부동산 가격 상승에 따라 착공 증가에 대한 기대감이 전반적인 주택주들의 밸류에이션을 상향하는 논리로 이어질 것으로 기대한다. 다만 착공 증가 기대감이 형성되기까지는 다소 시간이 필요하며, 특히 광역시의 매매가 상승이 변곡점이 될 것으로 본다. 이에 따라 내년 상반기의 건설주 흐름을 상저하고로 전망한다. 부동산 가격의 상승 혹은 기대이상의 건설 이익의 흐름이 건설주가를 앞뒤로 끌어줄 것으로 기대한다. 주택주 중에서는 GS건설을 가장 선호한다. 대부분의 주택주가 밸류에이션이 비슷한 상황에서, 건설사 중 주택 비중이 높고, 실적 추정치의 변동성이 낮기 때문이다.

도표 98. 건설주 주가 위치: 부동산 가격이 상승하거나, 건설 이익이 증가하거나



자료: 하나증권

도표 99. 종목별 투자 의견

(단위: 원, %)

TOP PICK	기업명	투자 의견	목표주가	현재주가	상승여력	Target PER	'26 PER	비고
O	삼성 E&A	BUY	39,000	25,300	54.2	13.0	7.3	가스발 화공 수주 및 계열사 투자 확대
	현대건설	BUY	72,000	60,800	18.4	16.0	12.5	원전밸류
	대우건설	BUY	4,500	3,395	32.5	6.5	6.1	각종 1 회성 비용의 제거 여부
	DL 이앤씨	BUY	55,000	39,100	40.7	6.5	4.8	성장 모멘텀 확인이 필요
O	GS 건설	BUY	24,000	18,450	30.1	6.5	5.2	부동산 업황 개선 시 매수 추천
	HDC 현대산업개발	BUY	26,000	18,580	40.0	5.0	3.7	저렴한 밸류에이션
	LX 하우스	BUY	40,000	29,850	34.0	11.0	7.0	매매거래량 증가가 필요

주1: 11/18 종가 기준

주2: Target PER은 2026년 추정치 기준

자료: Dataguide, 하나증권

기업분석

GS건설 (006360)

37

2025년 11월 19일 | 기업분석_Update

BUY (유지)

목표주가(12M) 24,000원
현재주가(11.18) 18,450원

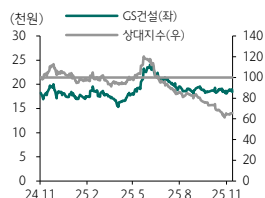
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,953.62
52주 최고/최저(원)	24,150/15,340
시가총액(십억원)	1,579.0
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	85,581.5
60일 평균 거래량(천주)	398.2
60일 평균 거래대금(십억원)	7.5
외국인지분율(%)	24.97
주요주주 지분율(%)	
하창수 외 16 인	23.64
국민연금공단	7.55

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	12,596.1	12,472.7
영업이익(십억원)	494.9	546.6
순이익(십억원)	131.2	356.5
EPS(원)	1,508	3,718
BPS(원)	53,588	56,742

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	13,436.7	12,863.8	12,492.0	12,158.5
영업이익	(387.9)	286.0	489.5	534.2
세전이익	(517.5)	441.5	181.8	461.3
순이익	(481.9)	245.6	115.4	307.1
EPS	(5,631)	2,869	1,349	3,588
증감율	적전	흑전	(52.98)	165.97
PER	(2.67)	6.05	14.05	5.28
PBR	0.30	0.33	0.35	0.33
EV/EBITDA	(22.43)	11.23	7.11	6.43
ROE	(10.54)	5.63	2.56	6.49
BPS	50,839	52,003	54,085	57,375
DPS	0	300	300	300



Analyst 김승준 sjunkim@hanafn.com
선임연구원 허민호 mimhoha@hanafn.com

GS건설 (006360)

경기와 광역시만 살아난다면

투자의견 Buy, 목표주가 24,000원 유지

GS건설 투자의견 Buy, 목표주가는 24,000원을 유지한다. 목표주가는 26년 EPS 추정치에 Target P/E 6.5배를 적용했다. GS건설은 3분기 실적에서 건축주택 마진이 11%대를 보이며, 상반기 대규모 준공 이후 믹스가 개선됐음을 보여줬다. 하지만 분양세대수가 감소하여 건축 주택 매출액이 증가하는 모습을 보이기 어려워졌다. 이니마 매각 후 매각예정자산으로 분류 되면, 주택 실적 비중이 더욱 커지게 된다. 결국 실적의 큰 방향성은 주택부문이 결정하게 되는데, 주택 업황이 개선된다면 향후 매출액의 방향성 또한 좋아질 수 있음을 시사리 예측 할 수 있다. 부동산 업황의 개선 시 대장주로서의 역할을 기대한다.

4Q25 추정: 매출액 3.0조원, 영업이익 1,085억원(OPM 3.6%)

4Q25 매출액 3.0조원(-10.7%yoy), 영업이익 1,085억원(+168.0%yoy)으로 추정한다. GPM 을 인프라 7.0%, 건축주택 10.0%, 플랜트 8.0%, 신사업 15.0%로 추정했다. 건축주택은 3 분기 실적을 반영하여, 원가율 90%내외를 유지할 것으로 전망했다. 신사업에서는 뚜띠엠에서 약 500억원의 잔여 매출액 중 일부만 인식될 것으로 추정했다. 4분기 분양은 약 5,000세대, 연간 누적으로 1.2만세대(기존 가이드스 1.4만세대)를 할 것으로 보인다. 이에 따라 내년 건축주택 매출액은 올해보다 감소할 것으로 전망한다.

2026년 추정: 매출액 12.2조원, 영업이익 5,342억원(OPM 4.4%)

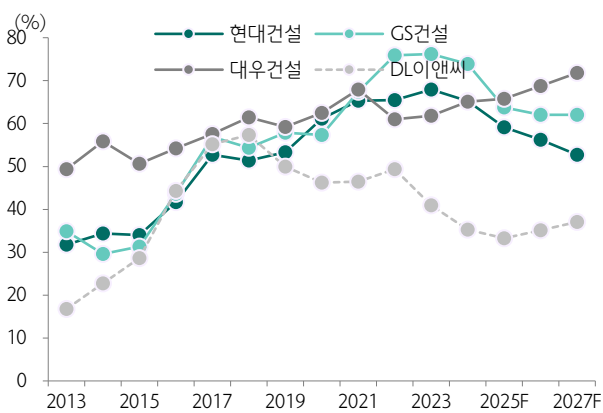
2026년 매출액 12.2조원(-2.7%yoy), 영업이익 5,342억원(+9.2%yoy)으로 추정한다. GPM 인프라 7.0% 건축주택 11.0%, 플랜트 8.0%, 신사업 14.7%로 추정했다. 건축주택은 2026년의 1회성 이익과 비용을 제거했을 때 보다 개선된 것으로 전망한다. 이미 3Q25 실적에서부터 마진이 개선된 모습(GPM 11.8%)을 보였다. 다만 착공/분양 부진에 따라 2026년 매출액은 전년대비 5.3% 감소할 것으로 추정했다. 2026년에는 이니마 매각에 따른 신사업 부문에서의 매출액 및 이익 제외가 있을 수 있다. 그래서 전사 매출액과 영업이익의 추정치가 하향될 수 있다. 하지만 순이익은 크게 변동이 없을 것으로 전망한다. 이니마 매각 대금으로 차입금을 상환하면서 나타나는 이자의 비용 감소와 이니마 이익 제외에서 나타나는 이익 감소가 비슷할 것으로 보기 때문이다. 2026년 지배주주순이익을 3,071억원으로 추정하며, PER 5배 수준이다.

도표 1. 목표주가 산정(P/E Valuation)

P/E Valuation	금액	내용
2025F EPS	1,349	
2026F EPS	3,588	
Target PER (배)*	6.5	
목표주가 (원)	23,321	
현재주가 (원)	18,450	
상승여력	26.4%	

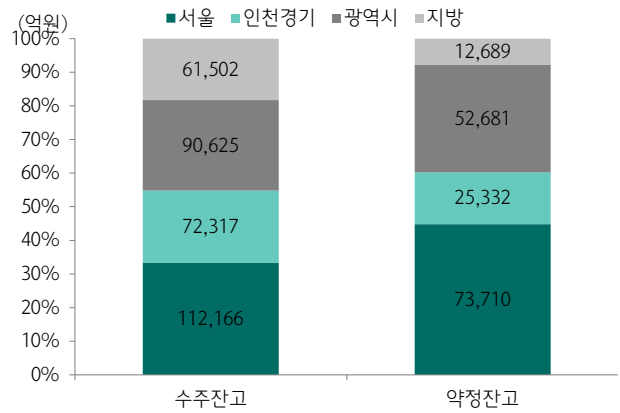
자료: GS건설, 하나증권 추정

도표 2. 건설사별 건축주택 매출액 비중



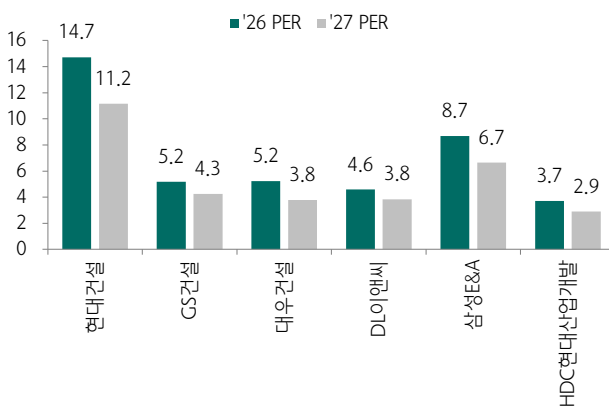
자료: 각 사, 하나증권 추정

도표 3. GS건설 수주잔고 지역별 비중



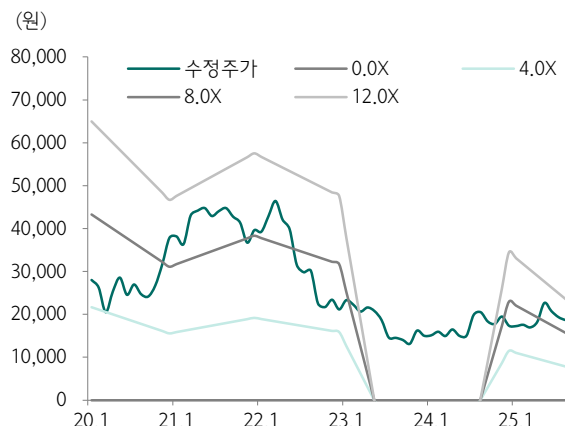
자료: GS건설, 하나증권

도표 4. PER Peer Valuation



자료: Dataguide, 하나증권

도표 5. GS건설 PER Valuation Band



자료: Dataguide, 하나증권

도표 6. GS건설 연결 실적 개요

(단위: %, 억원)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	30,710	32,972	31,092	33,865	30,629	31,961	32,080	30,250	128,639	124,920	121,585	125,170
YoY	-12.60%	-5.70%	0.10%	1.90%	-0.30%	-3.10%	3.20%	-10.70%	-4.30%	-2.90%	-2.70%	2.90%
1. 인프라	2,630	2,591	3,129	3,186	3,455	3,113	3,811	2,968	11,536	13,347	11,370	11,216
YoY	-4.00%	-16.40%	5.70%	42.20%	31.40%	20.10%	21.80%	-6.90%	4.50%	15.70%	-14.80%	-1.40%
2. 플랜트	540	605	1,024	2,092	2,836	3,407	3,396	3,337	4,261	12,976	16,743	16,952
YoY	-32.50%	-23.40%	40.30%	203.20%	425.20%	463.10%	231.60%	59.50%	41.60%	204.50%	29.00%	1.20%
3. 신사업	2,870	3,503	3,610	3,933	3,945	3,710	6,185	4,130	13,916	17,970	17,223	18,534
YoY	-13.70%	-5.70%	-1.10%	-6.70%	-15.80%	-15.20%	-17.50%	-16.70%	-1.60%	29.10%	-4.20%	7.60%
4. 건축주택	23,870	25,327	22,368	23,548	20,096	21,484	18,453	19,616	95,113	79,649	75,449	77,669
YoY	-13.70%	-5.70%	-1.10%	-6.70%	-15.80%	-15.20%	-17.50%	-16.70%	-7.10%	-16.30%	-5.30%	2.90%
매출총이익	2,750	2,770	2,581	3,082	2,910	2,972	3,882	3,082	11,182	12,845	13,077	14,160
YoY	-20.50%	흑전	14.70%	흑전	5.80%	7.30%	50.40%	0.00%	326.80%	14.90%	1.80%	8.30%
매출총이익률	9.00%	8.40%	8.30%	9.10%	9.50%	9.30%	12.10%	10.20%	8.70%	10.30%	10.80%	11.30%
1. 인프라	63	-326	329	-140	511	-224	236	208	-75	731	796	785
매출총이익률	2.40%	-12.60%	10.50%	-4.40%	14.80%	-7.20%	6.20%	7.00%	-0.70%	5.50%	7.00%	7.00%
2. 플랜트	68	-275	89	241	68	37	312	267	122	685	1,339	1,356
매출총이익률	12.50%	-45.50%	8.70%	11.50%	2.40%	1.10%	9.20%	8.00%	2.90%	5.30%	8.00%	8.00%
3. 신사업	476	581	379	732	371	-423	1,175	619	2,169	1,742	2,538	2,595
매출총이익률	16.60%	16.60%	10.50%	18.60%	9.40%	-11.40%	19.00%	15.00%	15.60%	9.70%	14.70%	14.00%
4. 건축주택	2,101	2,786	1,633	2,284	1,909	3,631	2,177	1,962	8,804	9,679	8,299	9,320
매출총이익률	8.80%	11.00%	7.30%	9.70%	9.50%	16.90%	11.80%	10.00%	9.30%	12.20%	11.00%	12.00%
영업이익	710	930	817	405	704	1,620	1,485	1,085	2,862	4,894	5,342	6,325
YoY	-55.30%	흑전	36.20%	흑전	-0.80%	74.20%	81.80%	168.00%	흑전	71.00%	9.20%	18.40%
영업이익률	2.30%	2.80%	2.60%	1.20%	2.30%	5.10%	4.60%	3.60%	2.20%	3.90%	4.40%	5.10%
지배주주순이익	1,349	269	1,187	-349	284	-627	899	598	2,456	1,154	3,071	3,735
YoY	-2.00%	흑전	38276.50%	적전	-79.00%	적전	-24.20%	흑전	흑전	-53.00%	166.00%	21.60%
수주	33,020	50,445	46,143	69,492	46,553	32,304	44,529	29,000	199,100	152,386	115,500	115,500
YoY	57.30%	40.40%	129.80%	179.60%	41.00%	-36.00%	-3.50%	-58.30%	95.50%	-23.50%	-24.20%	0.00%
1. 인프라	250	330	3,023	7,642	1,130	3,015	1,641	5,000	11,245	10,786	10,500	10,500
2. 플랜트	16,150	1,217	0	12,765	237	1,875	107	1,000	30,132	3,219	12,000	12,000
3. 건축주택	14,760	19,913	29,221	33,247	38,971	25,420	39,672	20,000	97,141	124,063	83,000	83,000
수주잔고	545,700	577,020	567,284	599,532	635,357	624,284	646,404	645,154	599,532	645,154	639,070	629,399
QoQ, YoY	0.70%	5.70%	-1.70%	5.70%	6.00%	-1.70%	3.50%	-0.20%	10.60%	7.60%	-0.90%	-1.50%
1. 인프라	63,440	58,470	58,891	58,198	62,751	61,699	59,355	61,387	58,198	61,387	60,518	59,802
2. 플랜트	21,430	23,010	21,049	33,366	47,397	43,507	40,367	38,030	33,366	38,030	33,288	28,336
3. 건축주택	312,770	313,510	315,537	320,830	344,273	348,099	370,106	370,490	320,830	370,490	378,041	383,372
4. 신사업	129,830	164,420	156,902	170,824	180,936	170,979	176,576	175,446	170,824	175,446	168,223	159,689

자료: GS건설, 하나증권 추정

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	13,436.7	12,863.8	12,492.0	12,158.5	12,517.0
매출원가	13,174.5	11,749.6	11,205.7	10,850.8	11,101.0
매출총이익	262.2	1,114.2	1,286.3	1,307.7	1,416.0
판매비	650.1	828.2	796.8	773.4	783.5
영업이익	(387.9)	286.0	489.5	534.2	632.5
금융손익	(206.5)	(221.1)	(135.8)	(55.6)	(27.1)
중속/관계기업손익	39.9	(7.2)	6.5	0.0	0.0
기타영업외손익	37.0	383.9	(178.3)	(17.3)	(42.5)
세전이익	(517.5)	441.5	181.8	461.3	562.9
법인세	(98.0)	177.6	66.3	122.6	149.2
계속사업이익	(419.5)	263.9	113.3	331.6	403.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(419.5)	263.9	113.3	331.6	403.4
비배주주지분 손이익	62.4	18.4	(2.1)	24.5	29.8
지배주주순이익	(481.9)	245.6	115.4	307.1	373.5
지배주주지분포괄이익	(406.1)	179.1	143.3	159.0	193.4
NOPAT	(314.5)	170.9	310.9	392.2	464.9
EBITDA	(194.5)	494.7	706.6	717.1	787.0
성장성(%)					
매출액증가율	9.25	(4.26)	(2.89)	(2.67)	2.95
NOPAT증가율	적전	흑전	81.92	26.15	18.54
EBITDA증가율	적전	흑전	42.83	1.49	9.75
영업이익증가율	적전	흑전	71.15	9.13	18.40
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	(53.01)	166.12	21.62
EPS증가율	적전	흑전	(52.98)	165.97	21.63
수익성(%)					
매출총이익률	1.95	8.66	10.30	10.76	11.31
EBITDA이익률	(1.45)	3.85	5.66	5.90	6.29
영업이익률	(2.89)	2.22	3.92	4.39	5.05
계속사업이익률	(3.12)	2.05	0.91	2.73	3.22

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(5,631)	2,869	1,349	3,588	4,364
BPS	50,839	52,003	54,085	57,375	61,442
CFPS	7,983	10,194	9,362	8,094	8,578
EBITDAPS	(2,273)	5,780	8,256	8,380	9,196
SPS	157,005	150,311	145,966	142,069	146,259
DPS	0	300	300	300	300
추가지표(배)					
PER	(2.67)	6.05	14.05	5.28	4.34
PBR	0.30	0.33	0.35	0.33	0.31
PCFR	1.88	1.70	2.02	2.34	2.21
EV/EBITDA	(22.43)	11.23	7.11	6.43	5.29
PSR	0.10	0.12	0.13	0.13	0.13
재무비율(%)					
ROE	(10.54)	5.63	2.56	6.49	7.40
ROA	(2.78)	1.38	0.65	1.73	2.05
ROIC	(5.17)	2.61	4.77	6.37	7.68
부채비율	262.47	249.97	229.70	220.03	209.20
순부채비율	51.32	66.79	51.58	40.96	30.46
이자보상배율(배)	(1.27)	0.91	1.61	1.82	2.15

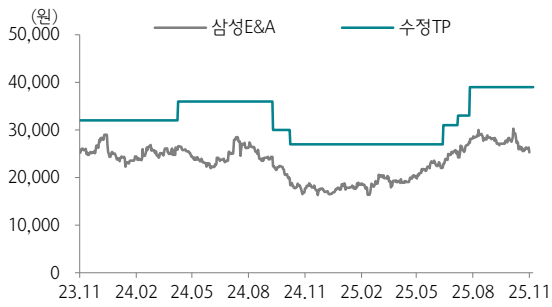
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,482.0	8,666.5	8,862.5	9,444.4	10,082.4
금융자산	3,266.0	2,813.6	3,631.0	4,071.7	4,549.2
현금성자산	2,244.9	2,083.0	2,978.4	3,401.4	3,858.7
매출채권	73.4	7.4	6.6	6.8	7.0
재고자산	1,338.7	1,280.0	1,143.4	1,174.5	1,209.8
기타유동자산	4,803.9	4,565.5	4,081.5	4,191.4	4,316.4
비유동자산	8,225.3	9,136.7	8,623.8	8,508.8	8,431.3
투자자산	2,503.0	3,032.3	2,745.3	2,813.1	2,890.2
금융자산	2,288.4	2,748.6	2,491.9	2,552.8	2,622.1
유형자산	2,256.2	2,638.6	2,442.7	2,284.0	2,152.6
무형자산	961.0	1,064.3	1,109.7	1,085.5	1,062.4
기타비유동자산	2,505.1	2,401.5	2,326.1	2,326.2	2,326.1
자산총계	17,707.3	17,803.3	17,486.3	17,953.2	18,513.7
유동부채	8,796.2	9,031.9	6,866.7	7,009.7	7,172.2
금융부채	2,449.0	3,257.8	1,703.2	1,706.4	1,710.0
매입채무	1,606.3	1,638.1	1,463.2	1,503.0	1,548.3
기타유동부채	4,740.9	4,136.0	3,700.3	3,800.3	3,913.9
비유동부채	4,025.9	3,684.3	5,316.0	5,333.7	5,353.9
금융부채	3,324.1	2,953.5	4,663.3	4,663.3	4,663.3
기타비유동부채	701.8	730.8	652.7	670.4	690.6
부채총계	12,822.1	12,716.2	12,182.7	12,343.4	12,526.1
지배주주지분	4,314.5	4,414.1	4,592.2	4,873.8	5,221.8
자본금	427.9	427.9	427.9	427.9	427.9
자본잉여금	942.0	924.0	923.9	923.9	923.9
자본조정	(36.8)	(98.3)	(98.3)	(98.3)	(98.3)
기타포괄이익누계액	(65.0)	(106.0)	(17.6)	(17.6)	(17.6)
이익잉여금	3,046.4	3,266.5	3,356.3	3,637.9	3,985.9
비배주주지분	570.7	673.0	711.4	736.0	765.8
자본총계	4,885.2	5,087.1	5,303.6	5,609.8	5,987.6
순금융부채	2,507.1	3,397.8	2,735.5	2,297.9	1,824.1

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	469.8	267.8	395.3	491.2	531.4
당기순이익	(419.5)	263.9	113.3	331.6	403.4
조정	861.8	371.3	484.5	182.9	154.4
감가상각비	193.4	208.7	217.1	182.9	154.5
외환거래손익	(15.7)	(180.8)	206.3	0.0	0.0
지분법손익	(39.9)	(123.3)	60.2	0.0	0.0
기타	724.0	466.7	0.9	0.0	(0.1)
영업활동자본부채변동	27.5	(367.4)	(202.5)	(23.3)	(26.4)
투자활동 현금흐름	(763.1)	(548.9)	228.3	(85.6)	(97.3)
투자자산감소(증가)	186.1	122.7	287.0	(67.9)	(77.1)
자본증가(감소)	(476.1)	(416.2)	(97.1)	0.0	0.0
기타	(473.1)	(255.4)	38.4	(17.7)	(20.2)
재무활동 현금흐름	703.9	358.8	263.7	(22.3)	(21.9)
금융부채증가(감소)	815.0	438.3	155.1	3.2	3.6
자본증가(감소)	(0.7)	(18.0)	(0.1)	0.0	0.0
기타재무활동	(0.0)	(61.5)	134.2	0.0	0.0
배당지급	(110.4)	0.0	(25.5)	(25.5)	(25.5)
현금의 증감	410.7	77.7	948.9	422.9	457.3
Unlevered CFO	683.2	872.4	801.3	692.7	734.1
Free Cash Flow	(6.3)	(148.4)	281.8	491.2	531.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

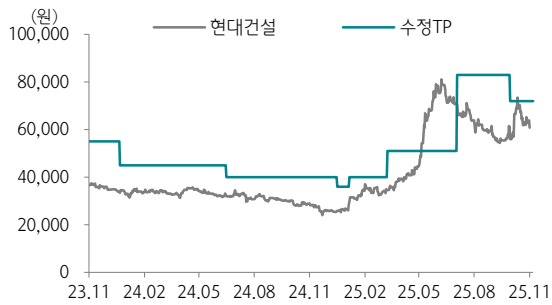
삼성E&A



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.8.13	BUY	39,000		
25.7.25	BUY	33,000	-20.09%	-16.67%
25.7.1	BUY	31,000	-20.25%	-16.77%
24.10.25	BUY	27,000	-29.41%	-12.78%
24.9.27	BUY	30,000	-29.07%	-25.33%
24.4.26	BUY	36,000	-31.25%	-20.69%
23.10.31	BUY	32,000	-21.31%	-9.38%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

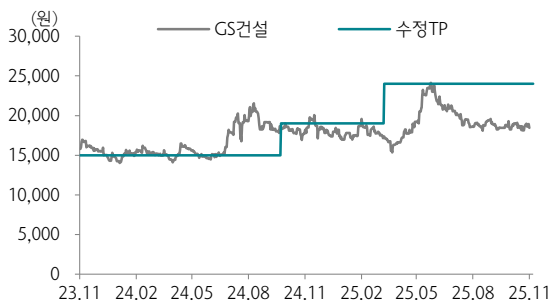
현대건설



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.10.17	BUY	72,000		
25.7.21	BUY	83,000	-25.91%	-14.22%
25.3.27	BUY	51,000	10.75%	59.02%
25.1.23	BUY	40,000	-15.68%	-7.50%
25.1.3	BUY	36,000	-26.82%	-20.97%
24.7.3	BUY	40,000	-25.71%	-13.88%
24.1.8	BUY	45,000	-25.39%	-20.67%
23.4.6	BUY	55,000	-32.66%	-25.18%

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

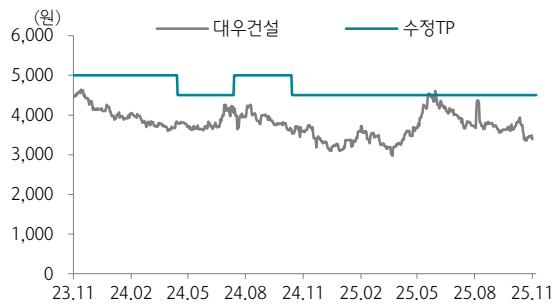
GS건설



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.3.27	BUY	24,000		
24.10.10	Neutral	19,000	-4.79%	5.53%
24.7.27	1년 경과		-	-
23.7.27	Neutral	15,000	-0.02%	28.07%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

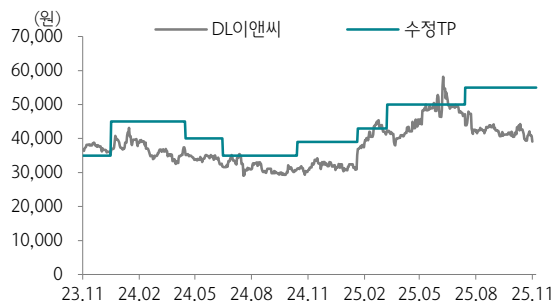
대우건설



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.10.31	BUY	4,500		
24.7.31	BUY	5,000	-22.26%	-14.80%
24.5.2	BUY	4,500	-15.27%	-5.33%
23.7.10	BUY	5,000	-17.05%	-6.10%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

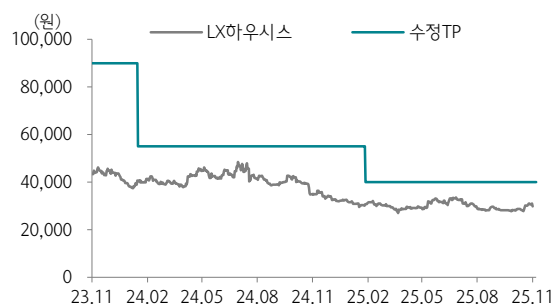
DL이앤씨



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.8.1	BUY	55,000		
25.3.27	BUY	50,000	-7.26%	16.40%
25.2.7	BUY	43,000	-3.90%	5.58%
24.11.1	BUY	39,000	-18.41%	-9.87%
24.9.30	BUY	35,000	-13.26%	-8.29%
24.7.3	Neutral	35,000	-8.76%	1.29%
24.5.3	Neutral	40,000	-14.65%	-11.38%
24.2.2	Neutral	45,000	-19.41%	-11.44%
24.1.3	BUY	45,000	-13.66%	-4.22%
23.2.6	Neutral	35,000	-3.33%	-17.57%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

LX하우시스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.2.14	BUY	40,000		
25.2.2	1년 경과		-	-
24.2.2	BUY	55,000	-27.47%	-11.82%
23.9.5	BUY	90,000	-52.65%	-46.00%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

HDC현대산업개발



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.10.20	BUY	26,000		
25.3.27	BUY	33,000	-31.02%	-22.42%
25.3.26	담당자 변경			
24.2.7	Not Rated	-	-	-

Compliance Notice

- 당사는 2025년 11월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 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
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김승준)는 2025년 11월 19일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 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 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 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	95.77%	4.23%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 16일