

건설 (Overweight)

실적 턱어라운드, 이번엔 믿어볼까?

Issue Comment

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

건설사들의 주가 상승, 이유는 있다

- 현대건설이 4Q24 실적을 발표한 1 월 21 일부터 커버리지 주택주의 주가는 호조를 보였다. 그 기간 주가는 현대건설이 24.1%, DL 이앤씨가 20.5%, HDC 현대산업개발이 10.1% 상승했다. 건설사들은 매출, 수주, 분양 측면에서 다소 보수적인 가이드언스를 제시했지만, 현대건설과 DL 이앤씨가 공격적인 영업이익 가이드언스를 제시하며 건설사들의 실적 턱어라운드 기대감이 높아지고 있다.
- 연도별 착공 면적을 고려했을 때 건설사들의 주택 부문의 실적은 2024 년 저점을 기록했을 가능성이 높다. 2025 년 중에도 일부 2021 년 착공 현장의 준공에 맞춰 추가 비용 리스크가 잔존하지만 전년대비 이익 증가의 가시성은 높다고 판단한다.
- 부동산 경기는 여전히 부진하지만, 실적 턱어라운드 관점에서 건설주의 매력도는 높아지는 구간이다. 이익 턱어라운드의 가시성이 높고, 밸류에이션 매력도가 높은 DL 이앤씨, HDC 현대산업개발을 매수 추천한다.

건설사 2025년 가이드언스 관련 포인트

- 커버리지 건설사(현대건설, GS 건설, DL 이앤씨, HDC 현대산업개발, 대우건설)들은 2025 년 가이드언스를 제시했다. 당사는 당초 불확실한 건설 경기와 원가율 상승의 영향이 지속된다는 점에서 2025 년 연간 가이드언스를 모두 보수적으로 제시할 것으로 예상했다. 매출, 수주, 분양 물량 측면에서는 대부분 보수적인 가이드언스를 제시했지만, 현대건설과 DL 이앤씨의 영업이익 가이드언스는 매우 공격적이었다.
- 매출 측면에서 HDC 현대산업개발을 제외한 4 개 건설사가 모두 전년대비 매출액 감소를 전망했다. HDC 현대산업개발은 전년대비 1% 증가한 4.3 조원의 매출액 가이드언스를 제시했다. 대우건설을 제외한 나머지 4 개 건설사는 2~7% 수준의 전년대비 매출 감소를 전망했지만, 대우건설은 전년대비 20% 감소한 매출액 가이드언스를 제시했다. 건설사들 대부분은 부동산 호황기였던 2021~2022 년 착공했던 물량들의 매출 비중이 점차 줄어들며 공사비 상승에도 매출액은 감소를 전망하는 가운데, 대우건설은 토목, 플랜트 부문의 매출 감소도 발생하는 구간으로 접어들었다.
- 수주 측면에서는 업체별로 차이가 있다. DL 이앤씨와 대우건설은 전년대비 큰 폭의 수주 증가(각각 +39%, +43% YoY), 현대건설, HDC 현대산업개발은 전년과 유사한 수준(각각 +2.7%, -4.3%), GS 건설은 전년대비 큰 폭의 감소(-28% YoY)를 제시했다. DL 이앤씨와 대우건설의 경우 2024 년 이연되었던 해외 프로젝트 수주를 반영했고, GS 건설은 2024 년 거대 프로젝트 수주(오만 해수담수화 2.4 조원, 사우디 파드힐리 1.6 조원)와 주택 수주가 증가(+52% YoY)했던 것을 감안하여 보수적인 수주 가이드언스를 제시했다.
- 영업이익 가이드언스는 현대건설과 DL 이앤씨만이 제시했다. 현대건설은 1.2 조원, DL 이앤씨는 5,200 억원을 제시했는데 2024 년의 영업이익이 현대건설 -1.2 조원, DL 이앤씨 2,709 억원인 것을 감안할 때 매우 공격적인 가이드언스다. 특히 현대건설이 영업이익 가이드언스를 달성한다면 1947 년 창사 이래 최대의 실적을 기록하는 것이다. 현대건설은 4Q24 빅배스(영업이익 -1.7 조원)와 주택 부문의 마진 상승, DL 이앤씨 역시 주택 부문의 마진 턱어라운드로 가이드언스를 달성한다는 입장이다.

건설사들의 주택 마진은 최악의 구간은 지난 것으로 판단

- 2025년의 건설사의 주택 마진 턴어라운드의 시점과 강도에 대해서는 판단하기 아직은 이르다. 하지만 공사비가 급등했던 2020~2021년의 착공 현장들이 2024년부터 실제 준공되어, 사업의 최종 손익이 회계적으로 반영된 것을 감안할 때, 이익의 저점은 2024년이었을 확률이 높다.
- 건설사들은 2022년부터 공사비 상승에 따른 사업 마진 훼손을 손익에 반영하기 시작했고, 대부분의 커버리지 건설사들의 주택 손익은 2023년 중에 최근 3년 최저점을 기록했다. 건설사별로 2024년 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 0.7~1.2조원의 이익이 훼손되었다. 건설사별로 현대건설은 8.2%p(0.9조원), GS건설 11.5%p(1.1조원, 검단 사고 비용 제외), 대우건설 6.4%p(6,700억원), HDC현대산업개발 9.6%p(1.0조원, 화정 사고 비용 제외), DL이앤씨 10.9%p(1.2조원)다.
- 2021~2022년 건설사들의 분양/착공 현장의 물량까지 감안할 때, HDC현대산업개발과 DL이앤씨의 주택 부문 비용 반영이 상대적으로 더욱 선제적이었을 것으로 추정된다.

2025년 추가 비용 리스크 존재, 또한 주택 마진의 과거 회귀는 매우 오랜 시간이 필요할 것으로 보임

- 건설사들이 2022년부터 주택/건축의 비용을 인식하기 시작했지만, 추가 비용이 모두가 현재까지의 예정원가율에 산정되었을 것이라고 판단하기에는 이르다. 준공 시점에 예정했던 도급 증액 실패, 돌관 공사 리스크가 남아있고, 프로젝트의 예정원가율이 준공 시점에 상향될 수도 있다(반대 경우도 있음). 따라서 2025년 중의 건설사들의 주택 마진 턴어라운드의 방향성은 유효하나, 강도와 시점에 대해서는 아직 확인할 수 있는 시점은 아니다. 2021년 착공 현장들이 대다수 마무리되는 2025년 중의 건설사들의 실적에서 비로소 확인이 가능할 것으로 예상된다.
- 또한 2026년, 2027년 장기적으로 봤을 때, 과거 건설사들이 주택 부문에서 기록했던 15~20% 수준의 마진으로 회복할 가능성은 매우 낮다. 공사비 상승이 완만해지기 시작한 2023년 이후 착공 현장들의 공사 마진은 15~20% 수준이 아니었을 가능성이 크다. 지방의 주택 경기는 매우 어려웠고, 서울의 정비사업 역시 건설사와 조합의 공사비 협의에 많은 어려움이 있었다. 또한 건설 주요 자재의 가격 하락을 감안해도 인건비 성격이 강한 외주비, 노무비가 전체 공사 원가의 60% 이상을 차지한다는 점도 건설사들의 마진 확보에 어려움으로 지속적으로 작용할 것이다.

그럼에도 마진 턴어라운드 관점에서도 매력적인 건설주

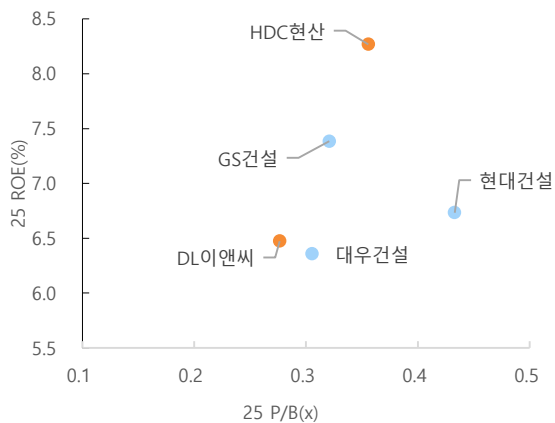
- 전국의 분양 물량은 2023년 21만호, 2024년 25만호로 부진하였고, 미분양이 증가(2024년 12월 7만호, +12.3% YoY)하는 등 대부분의 부동산/건설 관련 지표가 부정적인 상황이다. 2025년에도 부동산 경기의 부진은 이어질 것으로 예상된다.
- 다만 건설사들의 추가 측면에서는 실적의 턴어라운드 관점에서 업사이드가 존재할 것으로 보인다. 금리 인상 사이클, 강원중도개발공사 EOD 사태 등으로 건설사들의 주가는 2022년부터 굉장히 부진했고, 이미 Valuation 관점에서는 내려갈 여지가 없다고 판단한다. 커버리 건설사들의 12개월 포워드 기준 P/B는 0.25~0.45x에 형성되어 있고, P/E는 4~6배에 형성되어 있다.
- 2025년 이익의 턴어라운드의 가능성이 높고 Valuation 매력도가 높은 DL이앤씨, HDC현대산업개발을 Top picks로 추천한다([DL이앤씨 보고서](#), [HDC현대산업개발 보고서](#))

표1. 커버리지 건설사 실적, 수주 추이 및 가이드언스

(십억원)		2022	2023	2024	2025G
현대건설	매출액	21,239	29,651	32,693	30,387
	영업이익	575	785	-1,221	1,183
	신규수주	35,028	32,157	30,313	31,141
	분양	36,000	11,539	25,661	23,241
GS 건설	매출액	12,299	13,437	12,864	12,600
	영업이익	555	-388	286	-
	신규수주	16,075	10,183	19,889	14,300
	분양	28,001	22,098	16,445	16,251
DL 이앤씨	매출액	7,497	7,991	8,318	7,800
	영업이익	497	331	271	520
	신규수주	11,894	14,889	9,481	13,200
	분양	22,777	6,176	13,026	11,945
HDC 현대산업개발	매출액	3,298	4,191	4,256	4,306
	영업이익	116	195	185	-
	신규수주	901	2,605	4,910	4,698
	분양	4,307	11,566	8,307	11,375
대우건설	매출액	10,419	11,648	10,504	8,400
	영업이익	760	663	403	-
	신규수주	14,130	13,210	9,913	14,200
	분양	17,678	15,540	19,486	16,422

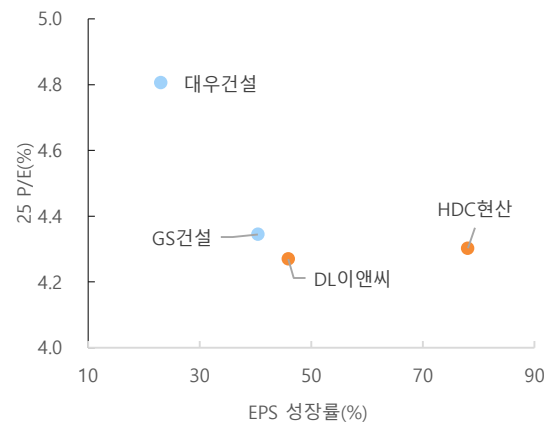
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 커버리지 건설사 2025년 P/B 및 ROE



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

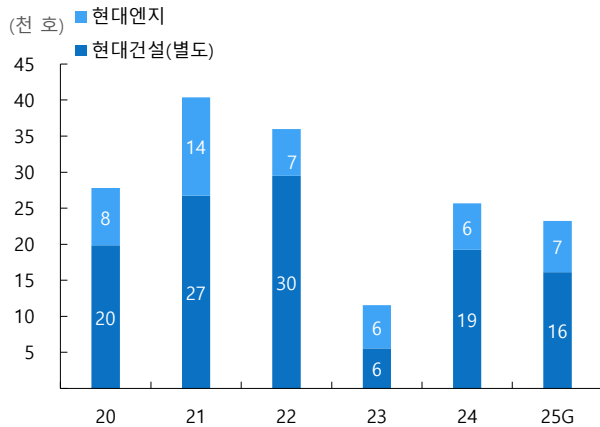
그림2. 커버리지 건설사 2025년 EPS성장률 및 P/E



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

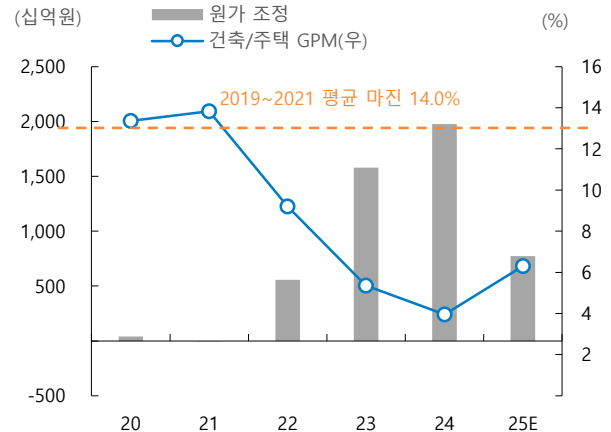
주: 현대건설의 2025년 추정 P/E는 6.4배

그림3. 현대건설 분양 물량 추이



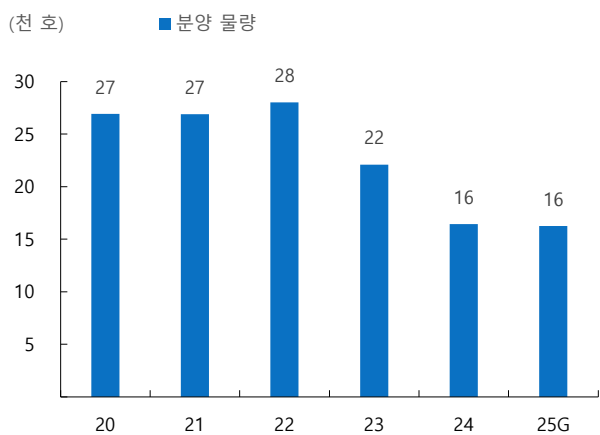
자료: 현대건설, iM증권 리서치본부

그림4. 현대건설 건축/주택 경사 마진 대비 조정액(경사마진 14%)



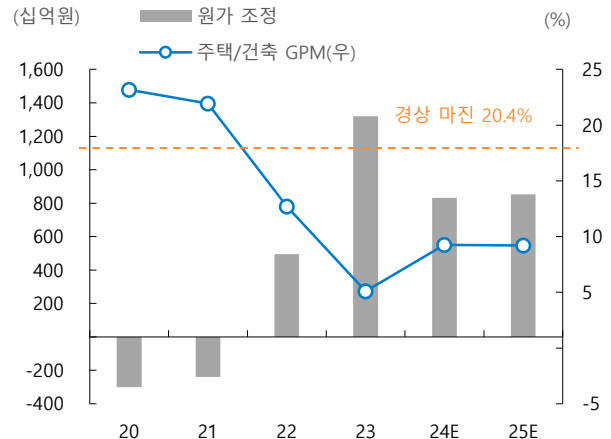
자료: 현대건설, iM증권 리서치본부

그림5. GS건설 분양 물량 추이



자료: GS건설, iM증권 리서치본부

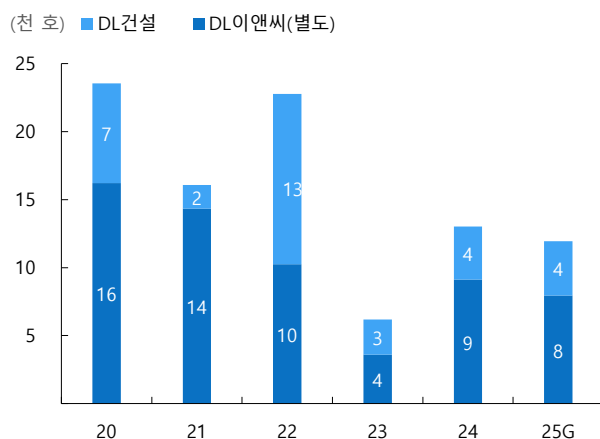
그림6. GS건설 건축/주택 경사 마진 대비 조정액(경사마진 20%)



자료: GS건설, iM증권 리서치본부

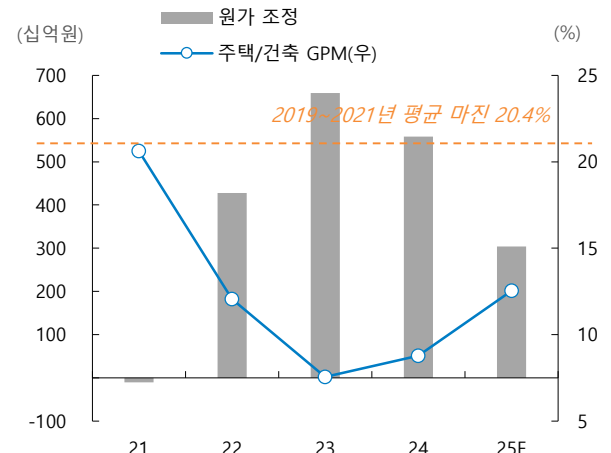
주: 검단 사고 5,500억원 비용 반영 제외

그림7. DL이앤씨 착공 물량 추이



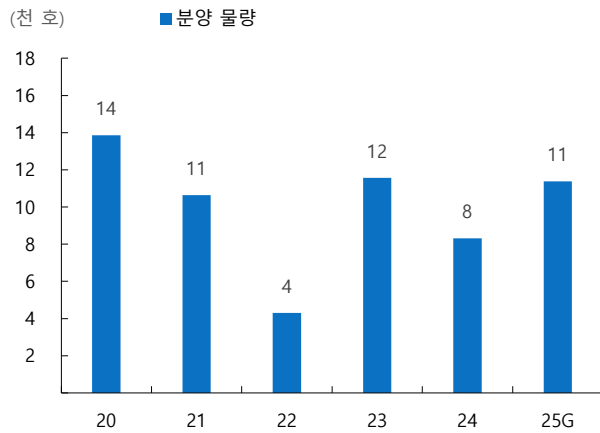
자료: DL이앤씨, iM증권 리서치본부

그림8. DL이앤씨 건축/주택 경사 마진 대비 조정액(경사마진 20%)



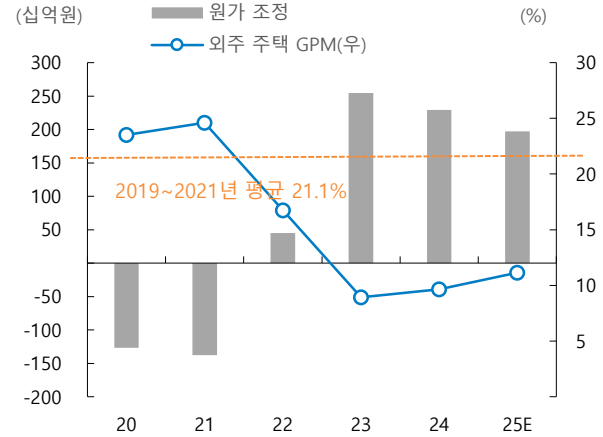
자료: DL이앤씨, iM증권 리서치본부

그림9. HDC현산 분양물량 추이



자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

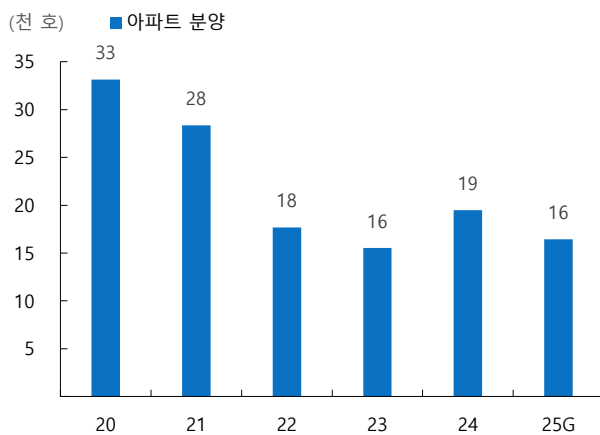
그림10. HDC현산 주택 경사 마진 대비 조정액(경사마진 21%)



자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

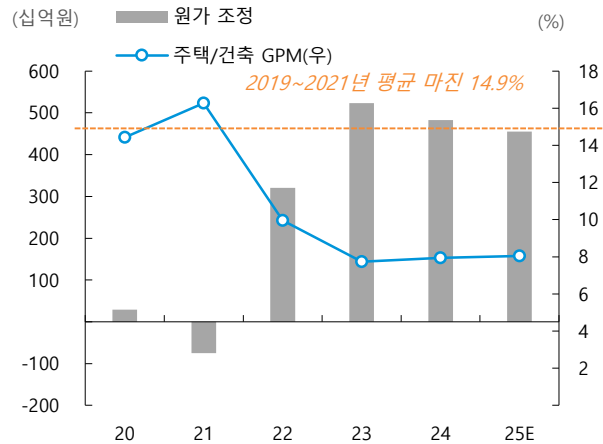
주: 광주 화정 사고 3,700억원 비용 제외

그림11. 대우건설 분양물량 추이



자료: HDC현대산업개발, iM증권 리서치본부

그림12. 대우건설 건축/주택 경사 마진 대비 조정액(경사마진 15%)



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

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%