

건설 (Overweight)

합산 시총 10조원의 벽, 이번에는 넘을까?

Issue Comment

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

합산 시총 10조원 벽, 이번에는 넘을 수 있을까?

- DL 이앤씨, HDC 현대산업개발, 현대건설을 중심으로 건설 섹터의 상승률이 계속되고 있다. YTD 기준으로 현대건설이 +40%, DL 이앤씨가 +37%, HDC 현대산업개발이 +14% 상승했다. 현대건설이 4Q24 '빅배스'를 실시한 1월 21일 이후 현대건설은 +38%, DL 이앤씨 +42%, HDC 현대산업개발은 +23% 상승했다.
- 커버리지 주택주인(현대건설, 대우건설, GS 건설, DL 이앤씨, HDC 현산)의 합산 시총은 10 조원을 돌파했다. 커버리지 주택주의 합산 시총은 22년 이후, 23년 상반기, 23년 11월, 24년 8월 10 조원을 상회했으나, 직후 다시 하락한 바 있다.
- 주가 상승이 돋보인 현대건설, DL 이앤씨, HDC 현대산업개발은 2025년의 이익 턴어라운드의 기대감이 높다는 공통점이 있다. 금리 하락 추세와 맞물려 3-5월 매매거래량이 늘어나는 계절적 특징으로 주택주의 주가 흐름은 상반기 긍정적일 것으로 예상된다. 이익 턴어라운드 가시성이 높고, Valuation 측면에서 아직도 저평가 국면에 있는 DL 이앤씨, HDC 현대산업개발을 Top picks로 추천한다.

주가 상승의 동력 ① 이익 턴어라운드 기대감, ② 금리 하락 추세, ③ 매매거래량이 늘어나는 계절성

① 주가 상승이 돋보인 현대건설, DL 이앤씨, HDC 현대산업개발의 공통점은 2025년의 이익 턴어라운드 기대감이 높다는 것이다. 현대건설은 4Q24 '빅배스'와 공격적인 2025년 영업이익 가이드스(1.2조원), DL 이앤씨는 4Q24 높아진 주택 마진(GPM 14.1%)과 공격적인 2025년 영업이익 가이드스(5,200억원), HDC 현대산업개발은 서울원 아이파크의 착공으로 2025년부터 본격적인 영업이익 증익 사이클에 돌입한다.

- 2025년 건설사들의 실적 턴어라운드는 착공 믹스와 2022~2024년의 주택 원가율을 감안했을 때, 충분한 근거가 있다고 판단한다. 2024년 건설사별로 건축/주택의 GPM은 현대건설 4.0%, GS 건설 9.3%, DL 이앤씨 8.8%, HDC 현대산업개발 9.7%, 대우건설 7.9%를 기록했다. 직전 3년인 2019~2021년의 평균 마진을 감안했을 때, 2022~2024년 건설사들은 과거 평균 마진 대비 6~12%p, 금액 측면으로는 0.7~4.1조원의 이익이 훼손되었다. 건설사별로 현대건설(연결)은 8.2%p(4.2조원), GS 건설 11.5%p(3.0조원, 검단 사고 비용 제외), 대우건설 6.4%p(1.3조원), HDC 현대산업개발 9.6%p(0.7조원, 화정 사고 비용 제외), DL 이앤씨 10.9%p(1.6조원)다. (2/10

실적 턴어라운드, 이번엔 믿어볼까?)

- 건설사들이 지난 3년간 6~12%p의 주택 마진 훼손을 반영하였고, 공사비가 급등했던 2021~2022년의 착공 물량들의 매출 비중이 2025년 연평균 30~40%로 하락하는 점을 감안했을 때 건설사들의 마진 상승의 가능성은 높다고 판단한다. 다만 아직 공사비 급등 현장의 매출 비중이 높고, 추가 비용 리스크를 완전히 배제할 수는 없다. 이러한 관점에서 착공 현장 믹스가 상대적으로 더욱 빠르게 개선되는 DL 이앤씨, HDC 현대산업개발, GS 건설의 이익 턴어라운드 가시성이 상대적으로 높다고 판단한다.

② 2025년 2월 25일 한은은 기준금리를 기존 3.00%에서 2.75%로 25bp 인하했다. 당사는 성장과 물가의 방향성을 감안했을 때 한은의 금리인하 기조는 지속성이 있다고 판단하고 있다. 당사가 예상하는 올해 최종 기준금리 수준은 2.25%다. (2/25 금리 인하 후 한다. 국고 금리 뉴레인지 형성).

- 건설사들의 주가는 금리와 역의 상관관계를 가지고 있다. 2022년 금리는 연초부터 7월까지 급등(국고채 3년물 2.0% → 4.5%)했고, 건설사 주가는 합산 시총(커버리지 5개 주택주)은 16조원에서 10조원까지 약 40% 조정받은 바 있다. 그리고 2022년말 강원중도개발공사 EOD사태, 그리고 2023년 이후부터는 PF 리스크와 마진 훼손이 본격화되며 건설사들의 주가는 상승하지 못했다. 현재의 커버리지 주택주의 합산 시총은 10조원 수준으로 국고채 3년물이 3.5~4.0%(기준금리 3.5%)이었던 2023년과 아직 유사하다.
- 현재 국고채 3년물 금리는 2.57% 수준이며, 연간 기준으로 하향 안정화될 가능성이 높은 것을 감안할 때, 금리 하락에 따른 건설주 주가 상승 시나리오는 유효하다.
- ③ 부동산 시장은 3~5월 매매거래량이 늘어나는 계절적 특징을 가지고 있으며, 7월 DSR 3단계를 앞두고 이러한 계절성이 평년보다 더욱 두드러질 가능성이 높다. 1월 기준 전국 아파트 매매거래량은 2.9만호(-7.2% YoY), 서울은 3,233호(+31.6% YoY), 경기 8,348호(+8.0% YoY), 인천 1,549호(-18.4% YoY)를 기록했다. 아직 잠정치지만 2월의 서울의 아파트 매매거래량은 3,900호 수준으로 전년동월대비 46% 증가한 것으로 파악된다.
- KB부동산 기준 3월 첫째 주 전국의 아파트 매매가격은 보합을 기록하며, 2024년 11월 이후 15주 연속 하락세를 멈췄다. 서울의 아파트 가격은 전주대비 +0.16% 상승했으며, 2024년 5월 이후 40주 연속 상승과 더불어 2024년 10월 이후 가장 큰 상승 폭을 기록했다. 금리 인하 기조와 맞물려 2월 서울시의 토지거래허가구역 지정 해제에 영향으로 강남 3구의 상승세가 이어지고 있다. 강남 3구의 2025년 YTD 상승률은 강남구 +1.8%, 서초구 +1.5%, 송파구 +1.8%다.
- 전반적인 부동산 경기는 부진하고, 주거용 부동산 시장 역시 강남 3구 외에는 뚜렷한 상승세가 아니지만, 1) 금리 인하 기조, 2) 7월 DSR 3단계 실시 감안 시 서울의 아파트 시장은 최소 상반기까지는 긍정적인 흐름을 이어갈 것으로 예상된다.

iM증권 Top picks: DL이앤씨, HDC현대산업개발 투자 포인트 정리

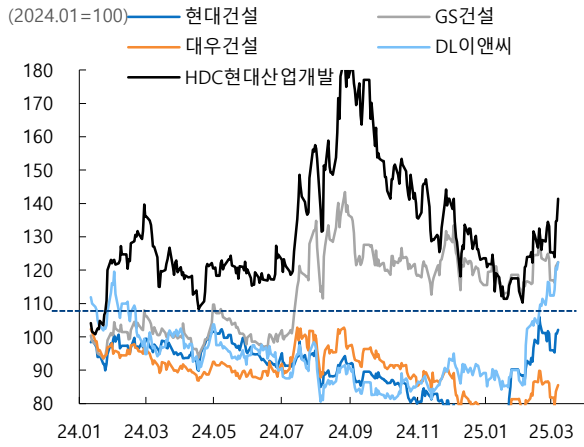
① DL 이앤씨: 저평가된 사업가치와 X-Energy 투자

- DL 이앤씨의 현재 시가총액은 1.7 조원으로, 현재 주가 기준 2025년 P/E는 5.1 배, P/B는 0.33 배다. 커버리지 대형 건설사와 비교했을 시 평균에 위치해 있다. 하지만 DL 이앤씨의 순현금 1조원(2024년말 기준)을 감안 시 사업 가치는 7천억원에 불과하며, 2025년 추정 Noplat이 3,553억원인 것을 감안 시 영업 가치는 커버리지 건설사 중 가장 저평가다.
- DL 이앤씨는 2023년 1월 미국 SMR 기업 X-Energy가 발행하는 전환사채 2,000만달러를 인수했다. X-Energy는 2023년 10월 시리즈 C 라운드로 2억 3,500만달러, 2025년 2월에는 시리즈 C-1 라운드로 총 7억달러를 조달했다. 시리즈 C-1 라운드에는 Amazon, Citadel, 미시간대학 등이 참여했다. DL 이앤씨의 투자 당시 X-Energy의 기업 가치, 그리고 현재 시리즈 C-1 라운드에서의 인정받은 기업 가치에 대해서는 정확한 정보가 없고, X-Energy의 상장 시점 역시 알려진 바 없으나, DL 이앤씨의 X-energy 투자는 현재까지는 매우 성공적이라고 판단한다.

② HDC현대산업개발: 서울원 아이파크 완판, 2027년까지 커버리지 건설사 중 유일한 매출 성장

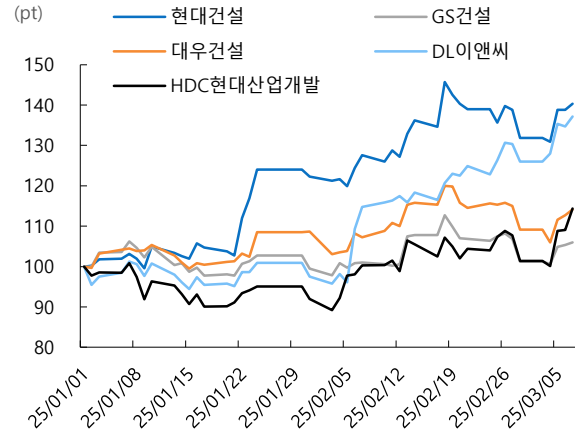
- 서울원 아이파크 1,856세대는 모두 판매될 것으로 보인다. 2024년 11월에 진행한 서울원 아이파크 분양에서 초기 미분양이 558세대가 나와 우려를 샀지만, 한 차례의 무순위 청약, 한 차례의 임의공급이 진행되며 물량을 소진했다. 2025년 1월 진행된 무순위 청약에서 558세대 중 459세대가 판매되었고, 2025년 3월 잔여 99세대를 대상으로 진행된 임의 공급에서는 1세대(167m2)를 제외하고 모두 청약이 접수됐다.
- 자체사업의 경우 1차 중도금 납부일(3월 31일) 기준으로 공정을 10% 이하면 진행 기준, 초과면 인도 기준으로 매출을 인식하는데, 서울원 아이파크의 경우 1,757세대(약 2.8조원)가 진행 기준으로 매출 인식될 예정이다. 4Q24 HDC 현산은 서울원 아이파크의 매출을 공정을 5% 수준으로 인식한 바 있는데, 당시에는 계약률을 70% 수준으로 가정한 것으로 추정된다. 상향된 계약률을 기준으로 4Q24 서울원 아이파크 미인식 매출은 최소 350억원 이상일 것으로 추정되며, 이는 1Q25 추정치의 상향 요인으로 작용할 수 있다.
- HDC현대산업개발은 서울원 아이파크 착공 본격화로 커버리지 주택주 중 유일하게 2027년까지 매출이 증가한다. 2025년 추정 매출은 4.5조원 → 2027년 5.4조원이다. 당사 추정 EPS는 2025년 4,207원(+78% YoY), 2026년 5,445원(+29% YoY), 2027년 5,629원(+3.4% YoY)다. 현재 주가 기준 2025년 P/E는 4.9배에 불과하다.

그림1. 커버리지 건설사 주가 추이(2024년~)



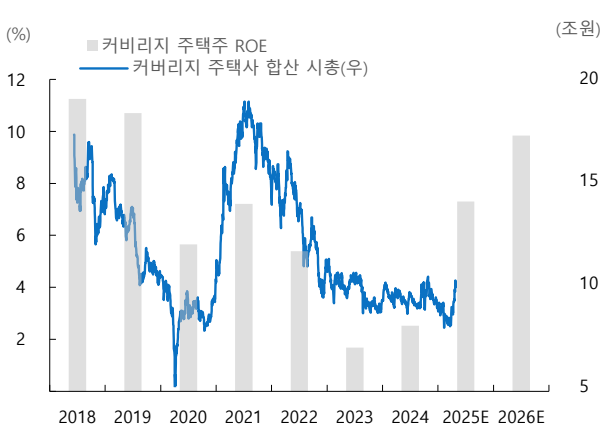
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림2. 커버리지 건설사 건설사 주가 추이 YTD



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림3. 커버리지 합산 시총과 ROE 추이



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림4. 커버리지 건설사 시총과 국고채 3년물 추이



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

표1. 커버리지 주택사 P/E Valuation(연평균)

(x)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
DL이앤씨	-	-	4.4	4.5	7.0	6.8	5.1
HDC현대산업개발	4.2	6.3	10.4	17.4	4.4	8.2	4.9
현대건설	13.2	30.1	13.4	11.5	7.8	N/A	7.1
GS건설	6.7	7.0	8.8	8.4	N/A	6.5	4.6
대우건설	9.6	5.3	5.8	4.6	3.5	6.3	5.1

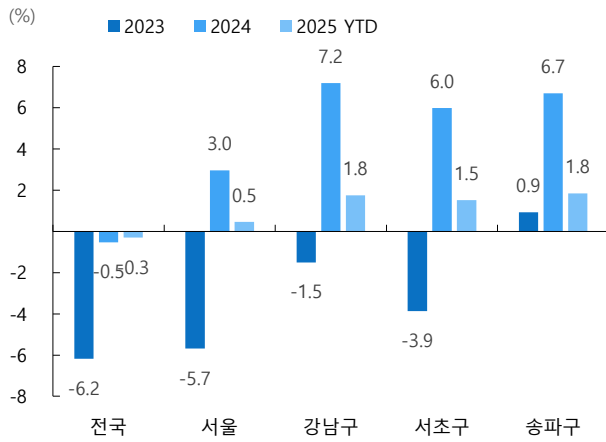
자료: iM증권 리서치본부/ 주: 2025년은 현재 주가 기준

표2. 커버리지 주택사 P/B Valuation(연평균)

(x)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
DL이앤씨	-	-	0.61	0.43	0.28	0.27	0.33
HDC현대산업개발	0.78	0.50	0.64	0.30	0.25	0.41	0.41
현대건설	0.80	0.56	0.75	0.61	0.51	0.45	0.48
GS건설	0.75	0.53	0.78	0.59	0.36	0.35	0.34
대우건설	0.81	0.56	0.88	0.62	0.44	0.35	0.33

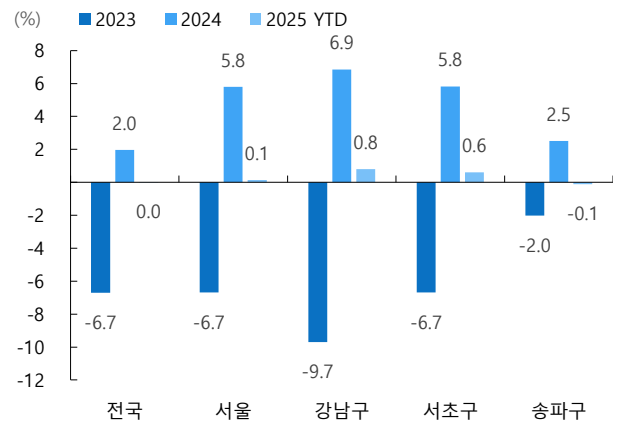
자료: iM증권 리서치본부/ 주: 2025년은 현재 주가 기준

그림5. 아파트 매매 가격 추이(KB부동산)



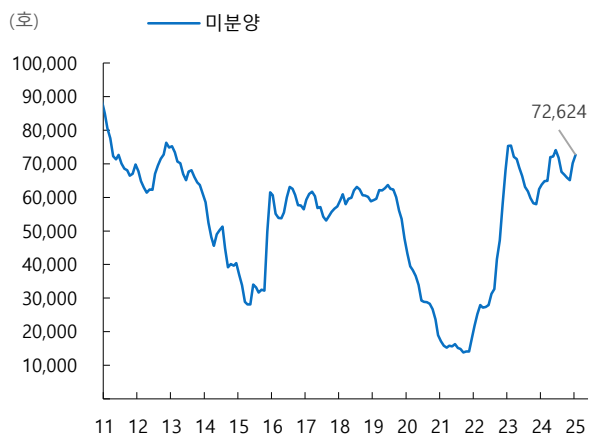
자료: KB부동산, iM증권 리서치본부

그림6. 아파트 전세 가격 추이(KB부동산)



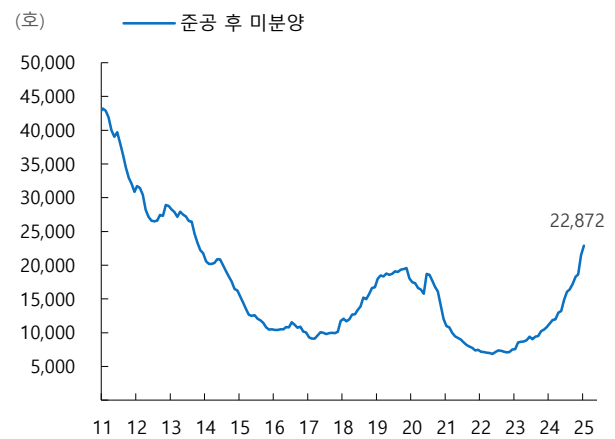
자료: KB부동산, iM증권 리서치본부

그림7. 전국 미분양 추이(2025년 1월)



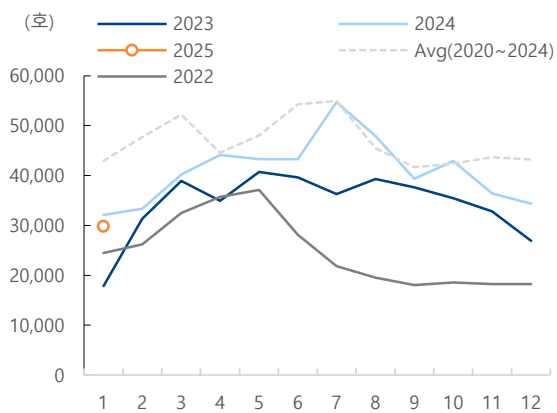
자료: 국토교통부, iM증권 리서치본부

그림8. 전국 준공 후 미분양 추이(2025년 1월)



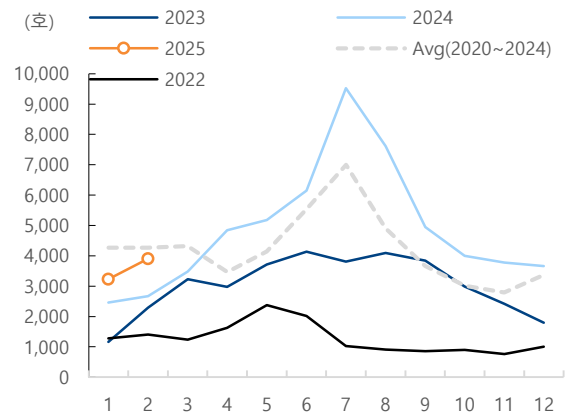
자료: 국토교통부, iM증권 리서치본부

그림9. 전국 아파트 매매 거래량



자료: 국토교통부, iM증권 리서치본부

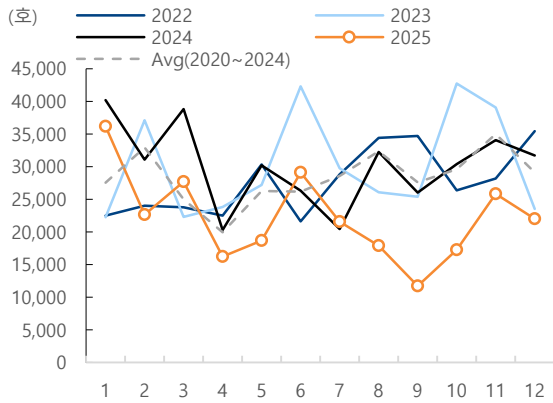
그림10. 서울 아파트 매매 거래량



자료: 서울시 부동산 광장, iM증권 리서치본부

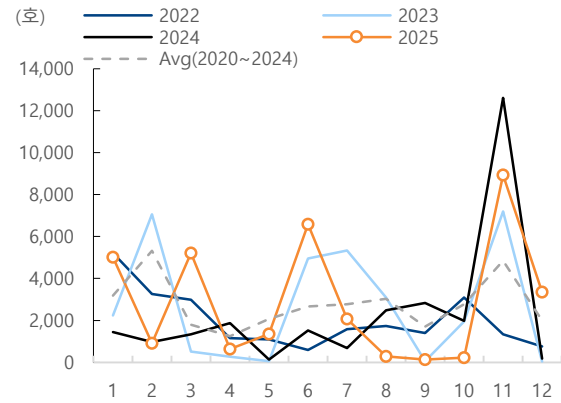
주: 2025년 2월 매매거래량은 잠정치, 상향될 수 있음

그림11. 전국 아파트 입주 추이



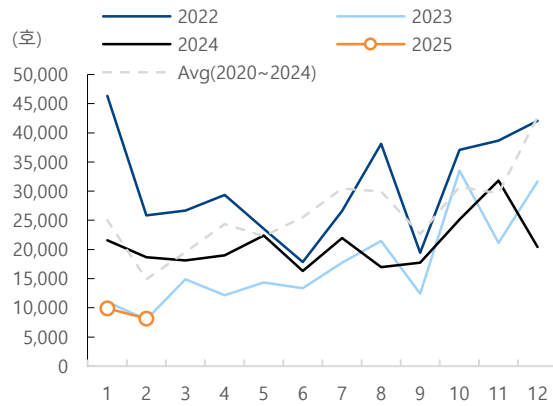
자료: 부동산114, iM증권 리서치본부

그림12. 서울 아파트 입주 추이



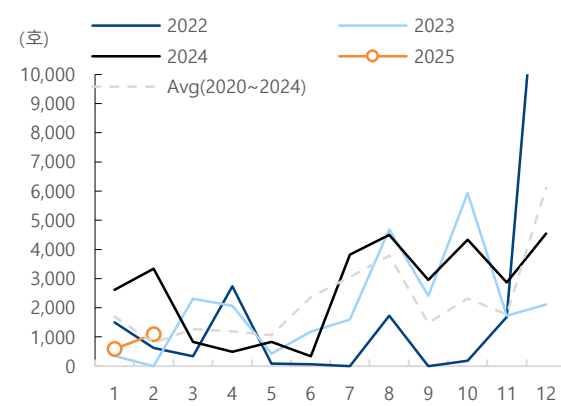
자료: 부동산114, iM증권 리서치본부

그림13. 전국 아파트 분양 추이



자료: 부동산114, iM증권 리서치본부

그림14. 서울 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. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

중목추천 투자등급

중목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

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%