

건설/부동산 (Overweight)

산업 포인트

4Q25 건설 업종 실적은 원가, 대손 반영이 이루어졌으나, 오히려 향후 실적 개선 가시성 증대. 정비사업 수주 호황 이어질 것으로 예상하며, 원전을 중심으로 한 해외 수주 확대 기대

4Q25 Review: 고진감래(苦盡甘來)

건설/부동산 류태환_02)368-6156_taehtwan.ryu@eugenefn.com

RA 임범수_02)368-6168_beomsu@eugenefn.com

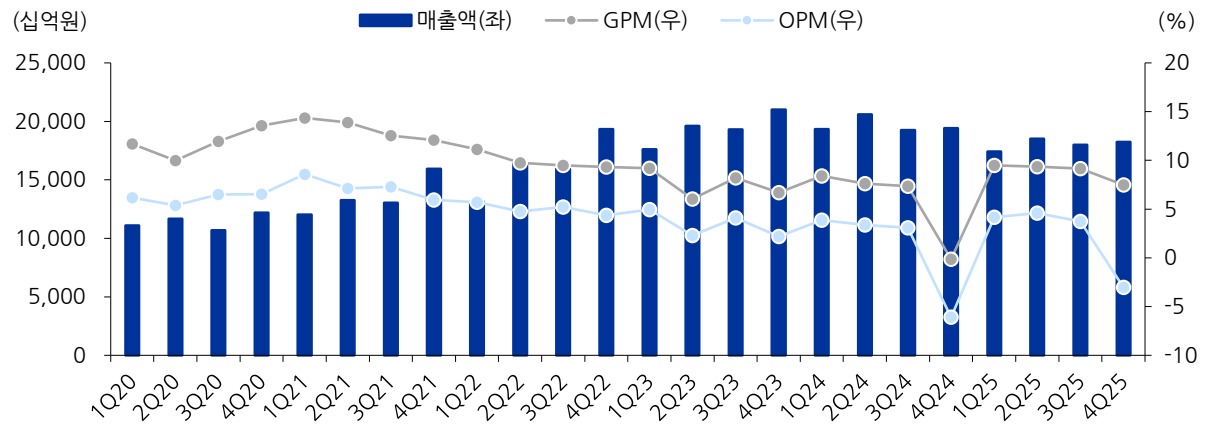
- **건설 업종 투자의견 상황:** 4Q25 실적발표를 통해 건설 업종 내 누적되어 왔던 불확실성이 상당 부분 비용으로 반영. 원가 및 미분양 관련 대손 등이 일시에 반영되며 단기 실적은 부진했으나, 그만큼 '26년 이후 이익 개선에 대한 가시성은 오히려 높아진 국면. 지난 해에 이어 대형사의 역대급 정비사업 수주실적이 기대되며, 원전을 중심으로 한 해외 수주 모멘텀 여전히 유효. 플랜트의 경우 유가에 민감한 기존 화공 중심의 사업구조에서 벗어나 친환경 에너지 분야로의 변화 기대. 현대건설의 MSCI 지수 편입에 따른 수급 개선 효과 역시 업종 전반의 투자심리를 지지할 것으로 예상. 비용 선반영에 따른 실적 가시성 회복과 사업 포트폴리오 전환을 감안할 때 업종 멀티플 정상화 국면 진입이 가능하다고 판단. **건설 업종 투자의견을 Overweight로 상향, 과거 '20~'21년 멀티플 기준 현저한 할인 구간에 위치한 삼성E&A와 GS건설을 관심종목으로 제시**
- **1) 비용 구조 바닥 확인:** 건설 업종 전반으로 4Q25에 원가 및 대손을 크게 반영. 대우건설은 GPM -25.3%(-34.0%p QoQ) 및 판관비율 39.2%(+33.3%p QoQ)를 기록하며 대규모 빅 배스(Big Bath)를 단행. 이외에도 GS건설은 신사업 부문 GPM -7.8%(-26.8%p QoQ) 및 판관비율 10.4%(+2.9%p QoQ), DL이앤씨는 플랜트 부문 GPM 1.4%(-12.7%p QoQ), 현대건설은 토목 부문 GPM 0.5%(-9.1%p QoQ) 및 판관비율 6.1%(+2.4%p QoQ), HDC현대산업개발은 판관비율 16.3%(+10.9%p QoQ)를 기록하며 비용 부담을 일시에 인식. 3월 공시 예정인 사업보고서 상 매출채권, 미청구공사비, PF보증 등의 익스포저가 일부 잔존할 가능성은 있으나, **이번 비용 반영은 시장의 우려를 상당 부분 해소했다는 점에서 '26년이 실적 턴어라운드의 출발점이 될 것으로 판단**
- **2) 정비사업 수주 호황 및 고마진 자체사업 매출 확대:** 지난 해에 이어 **정비사업은 압여목성(압구정·여의도·목동·성수)을 중심으로 80조원 규모의 큰 장이 열릴 예정.** 이주비 대출 규제 등으로 사업 지연 가능성은 존재하나, 정비사업 수주 모멘텀 자체는 유효. 또한 HDC현대산업개발의 서울원 아이파크, 대우건설의 베트남 개발사업(Starlake City) 매출 확대로 고마진 자체사업 매출 구조 정착 기대
- **3) 원전/SMR 모멘텀 확대:** 글로벌 원전 시장 내 한국 기업의 경쟁력은 원가와 공기 측면에서 독보적. 아직까지는 원전/SMR 수주 규모와 수익성에 대해 많은 가정이 필요하지만, 현대건설(불가리아, Fermi, Palisades 등)과 대우건설(체코 두코바니 등)의 원전/SMR 프로젝트의 진척, 원전 파이프라인 확대에 따라 원전 모멘텀은 더욱 강해질 것으로 판단. **동시 시공 원전 CAPA에 대한 부담이 커질수록, 원전 경험(비주간사)을 보유했음에도 모멘텀에서 소외되었던 GS건설과 DL이앤씨가 컨소시엄 형태로 참여할 가능성이 부각될 것으로 예상**
- **4) 해외 포트폴리오 다변화:** 더불어 과거 화공 중심 구조에서 벗어나 LNG, CCS, 저탄소 암모니아/수소, SAF, 수처리 등 저탄소·친환경 영역으로 플랜트 포트폴리오가 다변화되는 중. 삼성E&A의 경우 사업부를 화공/비화공에서 화공/첨단산업/New Energy로 재편했으며, New Energy 수주 파이프라인이 전체의 약 66%를 차지. **유가 민감도가 높은 화공의 프레임에서 벗어난 플랜트 수주 성과가 이어진다면 건설 업종 전반의 재평가가 이루어질 것으로 전망.** 주택 편중 매출 구조의 점진적 탈피 역시 중장기적으로 긍정적일 것으로 판단

도표 1. 커버리지 기업 연간 실적 추이

(단위: 십억원, %, 배)	구분	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025P	2026F
현대건설	매출액	16,971	18,066	21,239	29,651	32,670	31,063	27,978
	GPM	8.2	9.9	7.1	5.7	(0.7)	6.4	7.1
	판관비율	5.0	5.8	4.4	3.1	3.2	4.3	4.2
	OPM	3.2	4.2	2.7	2.6	(3.9)	2.1	3.0
	ROE	1.8	5.9	5.5	6.8	(2.1)	4.6	5.6
	PBR	0.6	0.7	0.5	0.5	0.4	1.6	1.5
	PER	33.2	12.2	9.6	7.3	-	34.1	26.8
삼성 E&A	매출액	6,749	7,487	10,054	10,625	9,967	9,029	10,426
	GPM	10.0	11.5	10.8	13.7	15.1	14.8	13.8
	판관비율	4.6	4.8	3.8	4.3	5.4	6.0	5.2
	OPM	5.4	6.7	7.0	9.3	9.7	8.8	8.6
	ROE	17.3	20.7	28.3	24.5	19.7	13.9	15.8
	PBR	1.6	2.2	1.6	1.6	0.8	1.4	1.2
	PER	10.3	12.1	6.6	7.5	4.3	10.4	8.1
대우건설	매출액	8,137	8,685	10,419	11,648	10,504	8,055	8,131
	GPM	12.3	14.3	12.0	10.4	8.8	3.0	12.4
	판관비율	5.4	5.8	4.7	4.7	5.0	13.1	5.5
	OPM	6.9	8.5	7.3	5.7	3.8	(10.1)	6.9
	ROE	11.1	16.5	14.6	13.2	5.6	(23.8)	9.8
	PBR	0.8	0.7	0.5	0.4	0.3	0.9	0.9
	PER	7.3	5.0	3.5	3.4	5.5	-	9.2
DL 이앤씨	매출액	-	7,632	7,497	7,991	8,318	7,402	7,014
	GPM	-	18.2	12.4	9.8	10.2	12.2	13.6
	판관비율	-	5.6	5.8	5.6	6.9	6.9	6.0
	OPM	-	12.5	6.6	4.1	3.3	5.2	7.6
	ROE	-	-	9.7	4.1	4.8	7.8	7.7
	PBR	-	0.6	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
	PER	-	4.0	3.2	7.4	5.4	5.0	4.7
GS 건설	매출액	10,123	9,037	12,299	13,437	12,864	12,450	11,807
	GPM	15.2	14.9	10.5	2.0	8.7	10.8	12.0
	판관비율	7.8	7.8	5.9	4.8	6.4	7.3	7.1
	OPM	7.4	7.2	4.5	(2.9)	2.2	3.5	4.9
	ROE	7.7	9.3	7.2	(10.5)	5.6	2.1	6.4
	PBR	0.7	0.7	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
	PER	33.2	12.2	9.6	7.3	-	19.3	6.0
HDC 현대산업개발	매출액	3,670	3,364	3,298	4,191	4,256	4,147	4,262
	GPM	21.4	14.8	9.6	9.1	9.4	14.3	16.2
	판관비율	5.4	6.6	6.1	4.4	5.1	8.3	5.4
	OPM	16.0	8.1	3.5	4.7	4.3	6.0	10.8
	ROE	8.9	6.3	1.8	5.9	5.1	5.0	10.3
	PBR	0.6	0.5	0.2	0.3	0.4	0.5	0.4
	PER	7.3	8.6	13.1	5.6	7.6	9.8	4.5

자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 2. 커버리지 기업 합산 분기별 실적 추이



자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 3. 코스피 vs 건설업 증가지수 추이



자료: Quantivise, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.12.31 기준)