2025년 12월 26일 | Global Equity

레나 (LEN.US)

4Q25 Review: 버티기 구간

미국

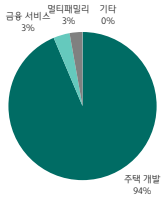
TP(컨센서스)	112.15 USD
CP(12.23)	104.74 USD

Key Data

국가	UNITED STATES
상장거래소	New York
산업 분류	자유소비재
주요 영업	가정용 내구재
홈페이지	www.lennar.com
시가총액(십억USD)	26.5
시가총액(조원)	39.0
52주최고/최저(USD)	144.24/98.42
주요주주 지분율(%)	
VANGUARD GROUP	11.46
블랙록	9.47

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(13.1)	(3.3)	(22.5)
상대	(17.3)	(17.5)	(37.6)

매출구성



Financial Data (백만USD)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출	35,441	34,187	33,555	35,591
영업이익	4,849	2,847	2,651	3,159
순이익	3,933	2,078	1,749	2,141
EPS(USD)	13.9	7.7	7.3	9.0
EPS(YOY, %)	(1.5)	(45.0)	(4.5)	22.5
ROE(%)	14.3	8.3	7.9	9.6
PER(배)	12.5	17.1	14.3	11.7
PBR(배)	1.7	1.5	1.1	1.1
배당률(%)	1.1	1.5	2.0	2.0

자료: Lennar, 하나증권

Analyst 하민호 minhoha@hanafn.com

하나증권 리서치센터

4Q25 Review: Q 증가, P 감소

레나의 2025년 4분기 실적은 매출액 93.7억달러(YoY -5.8%), 순이익 4.9억달러(YoY -55.3%), EPS 2.03달러(YoY -49.6%)를 기록하며 매출액 기준 컨센서스 상회, 이익단은 컨센서스를 하회했다. 4분기 주택인도물량은 22,931호로 전년동기대비 3.8% 증가했다. 평균 인도가격은 37.5만 달러로 전년동기대비 10.2% 하락했다. 이에 인도주택가치는 88.5억달러로 전년동기대비 6.8% 감소했다. 주택신규수주는 19,922호로 전년동기대비 18.5% 증가했지만 평균수주가격은 39.4만 달러로 전년동기대비 11.8% 하락했다. 결국 현재 미국 주택시장은 수요가 회복된 시장이라기 보다는 인센티브 등 가격조정이 들어가야 움직이는 시장이라고 볼 수 있다. 수주가 물량 기준으로는 크게 늘어 향후 인도량은 유지될 가능성이 크지만 ASP 하락과 마진 하락이 동반되고 있어, 가격주도형 장세가 이어질 것으로 판단한다.

마진 희생을 통한 물량 확보

이번 실적 특이사항은 1) 인센티브와 가격 인하로 4분기 총마진이 22%에서 17%로 5%p 이상 하락하는 것을 감수하면서도 보유 물량 수를 늘리며, 2026년 인도량 가이던스를 상향했다. 현재와 같은 시장에서 주택건설사들은 마진보다 시장 점유율과 파이프라인을 지키는 게 중요하다는 판단하에 향후 시장 완화를 전제로 버티기 전략에 들어간 것으로 보인다. 2) 가이던스 측면에서는 이미 크게 하락한 마진율 상황에서 내년 1분기 마진 가이던스를 15~16%로 더 낮게 제시하며 추가 하락을 감수하겠다는 메시지를 던졌다. 동시에 EPS 가이던스 또한 $0.80~1.10로 내놓아 컨센서스 $1.6를 크게 하회하며 실적발표 이후 주가가 크게 하락했다. 이외 3) Milrose 주식교환거래와 관련된 1억5,600만 달러의 비현금성 일회성 비용이 반영되었다.

가격보단 일단 물량 밀어내기

어려운 업황을 지나고 있는 지금 레나가 선택한 전략은 'Pace over price(가격보다는 속도)'이다. 이 구간을 통과하는 동안 저마진을 감수하되, 장기적으로 결국 풀어져 나올 수요와 공급 부족에 베팅하는 전략을 택하고 있다는 점을 여러 차례 강조했다. 특히 미국 주택시장이 '구매력 위기에 빠져 있다(entrenched in an affordability crisis)'고 표현하며, 높은 집값과 여전히 부담스러운 모기지 금리가 실수요자의 구매를 억누르고 있다고 언급했다. 결국 레나는 2026년 상반기까지 바닥 레벨을 확인한 후 미리 확보해둔 물량을 바탕으로 레버리지를 통한 실적 개선에 나설 것으로 전망한다.

도표 1. 분기별 및 연간 주요 실적 추이

(단위: 백만USD, %)

구분	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25A	2023	2024	2025A
매출액	**9,416**	**9,947**	**7,632**	**8,378**	**8,810**	**9,368**	**34,233**	**35,441**	**34,187**
주택 개발	9,046	9,549	7,284	7,844	8,254	8,885	32,661	33,906	32,267
주택 분양	9,018	9,501	7,241	7,788	8,214	8,855	32,459	33,778	32,097
토지 판매	28	48	43	56	31	21	202	128	151
금융 서비스	273	305	277	298	314	309	977	1,109	1,198
멀티패밀리	93	89	63	230	228	159	573	412	681
기타	4	5	7	5	14	15	22	14	41
YoY	7.9%	-9.3%	4.4%	-4.4%	-6.4%	-5.8%	1.7%	3.5%	-3.5%
주택 개발	8.7%	-9.2%	5.1%	-6.4%	-8.8%	-6.9%	2.2%	3.8%	-4.8%
금융 서비스	2.7%	0.0%	11.0%	5.8%	15.0%	1.4%	20.6%	13.6%	8.0%
멀티패밀리	-32.0%	-36.9%	-51.3%	131.5%	144.5%	78.4%	-33.7%	-28.2%	65.4%
기타	-50.8%	-28.4%	191.2%	58.2%	283.4%	213.4%	-50.4%	-35.4%	191.2%
매출원가	**7,012**	**7,430**	**5,924**	**6,459**	**6,821**	**7,403**	**24,993**	**26,329**	**26,606**
YoY	11.7%	-6.6%	9.5%	-0.3%	-2.7%	-0.4%	7.7%	5.3%	1.1%
원가율	74.5%	74.7%	77.6%	77.1%	77.4%	79.0%	73.0%	74.3%	77.8%
매출총이익	**2,404**	**2,516**	**1,707**	**1,919**	**1,990**	**1,965**	**9,241**	**9,112**	**7,581**
YoY	-1.9%	-16.4%	-10.3%	-16.2%	-17.2%	-21.9%	-11.8%	-1.4%	-16.8%
GPM	25.5%	25.3%	22.4%	22.9%	22.6%	21.0%	27.0%	25.7%	22.2%
주택 분양	2,028	2,101	1,352	1,386	1,434	1,501	7,559	7,523	5,674
분양GPM	22.5%	22.1%	18.7%	17.8%	17.5%	17.0%	23.3%	22.3%	17.7%
영업비용	**765**	**852**	**763**	**845**	**848**	**859**	**2,732**	**3,129**	**3,315**
YoY	9.8%	3.4%	5.2%	7.4%	10.8%	0.9%	14.9%	14.5%	5.9%
% of Sales	8.1%	8.6%	10.0%	10.1%	9.6%	9.2%	8.0%	8.8%	9.7%
판매관리비	765	852	763	845	848	859	2,732	3,129	3,315
영업이익	**1,535**	**1,498**	**721**	**675**	**831**	**732**	**5,437**	**5,311**	**2,959**
YoY	0.2%	-19.1%	-26.0%	-48.2%	-45.9%	-51.1%	-13.6%	-2.3%	-44.3%
OPM	16.3%	15.1%	9.4%	8.1%	9.4%	7.8%	15.9%	15.0%	8.7%
주택 분양	1,478	1,495	809	728	760	718	5,528	5,342	3,015
YoY	-1.1%	-21.8%	-21.3%	-45.7%	-48.6%	-52.0%	-18.4%	-3.4%	-43.6%
OPM	16.3%	15.7%	11.1%	9.3%	9.2%	8.1%	16.9%	15.8%	9.3%
금융 서비스	144	154	143	157	178	134	509	577	612
멀티패밀리	79	(0)	(0)	(15)	(17)	(44)	(51)	(97)	(75)
기타	20	0	(89)	(53)	63	61	(210)	(48)	(19)
지배주주순이익	**1,163**	**1,096**	**520**	**477**	**591**	**490**	**3,939**	**3,933**	**2,078**
YoY	4.8%	-19.5%	-27.8%	-50.0%	-49.2%	-55.3%	-14.6%	-0.2%	-47.2%
NPM	12.3%	11.0%	6.8%	5.7%	6.7%	5.2%	11.5%	11.1%	6.1%
희석EPS (GAAP)	**4.39**	**4.12**	**2.01**	**1.85**	**2.35**	**1.97**	**14.02**	**14.62**	**8.18**
YoY	11.3%	-15.9%	-22.6%	-47.3%	-46.6%	-52.1%	-12.8%	4.3%	-44.0%

자료: Lennar, 하나증권

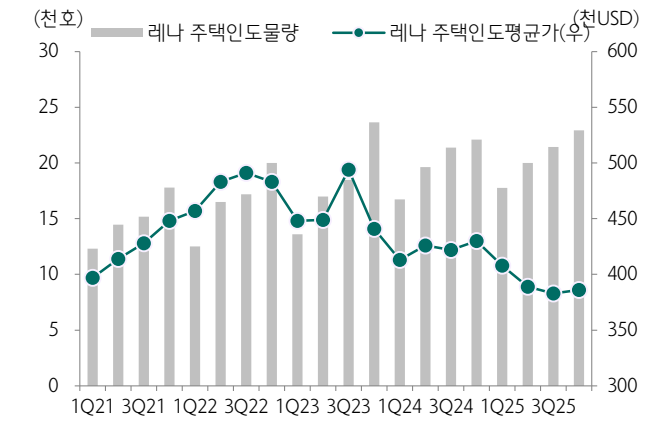
도표 2. 입주 주택 수 및 신규수주 주택 수 추이

(단위: 유닛, 백만USD, %)

구분	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
입주 주택 수	**21,392**	**22,094**	**17,754**	**20,018**	**21,438**	**22,931**	**72,747**	**79,827**	**82,141**
(%YoY)	15.7%	-6.6%	6.2%	2.0%	0.2%	3.8%	9.8%	9.7%	2.9%
입주 주택 평균 판매가	422,000	430,000	408,000	389,000	383,000	386,000	446,000	423,000	386,000
(%YoY)	-14.6%	-2.5%	-1.2%	-8.7%	-9.2%	-10.2%	-7.1%	-5.2%	-8.7%
입주 주택 가치	9,018	9,501	7,241	7,788	8,214	8,854	32,615	33,965	32,308
(%YoY)	8.8%	-9.0%	4.9%	-6.8%	-8.9%	-6.8%	2.4%	4.1%	-4.9%
신규수주 주택 수	**20,473**	**16,814**	**18,254**	**22,460**	**22,900**	**19,922**	**68,828**	**76,636**	**83,536**
(%YoY)	4.5%	-2.8%	0.7%	5.8%	11.9%	18.5%	13.1%	11.3%	9.0%
신규수주 평균 가격	606,000	425,000	593,000	495,000	367,000	375,000	441,000	425,000	375,000
(%YoY)	18.4%	1.4%	8.2%	-8.3%	-39.4%	-11.8%	-1.3%	-3.6%	-11.8%
신규수주 가치	8,493	7,138	7,371	8,505	8,383	7,458	30,509	32,678	31,951
(%YoY)	-1.2%	-1.5%	-4.5%	-7.1%	-1.3%	4.5%	4.9%	7.1%	-2.2%

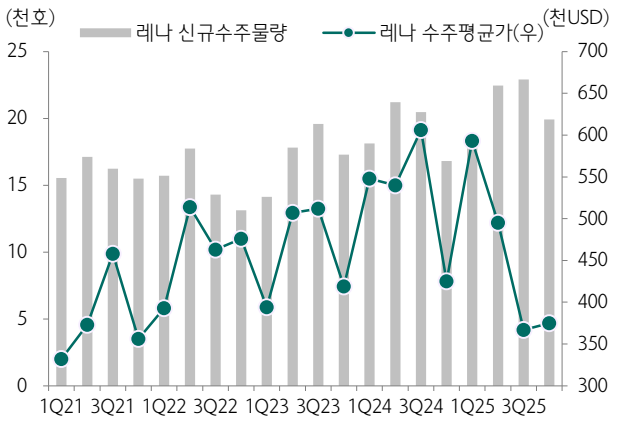
자료: Lennar, 하나증권

도표 3. 분기별 주택 인도 물량 및 인도주택 평균가격



자료: Lennar, 하나증권

도표 4. 분기별 주택 신규수주 물량 및 수주주택 평균가격

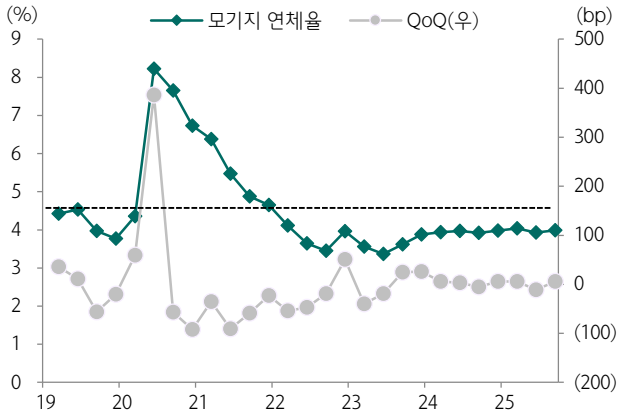


자료: Lennar, 하나증권

도표 5. 미국 30년 고정 모기지금리: 6% 중후반 유지 중

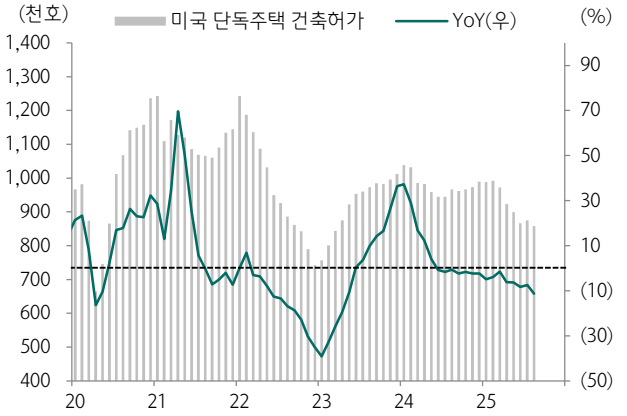
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 미국 모기지 연체율: 평균치 이하 유지 중



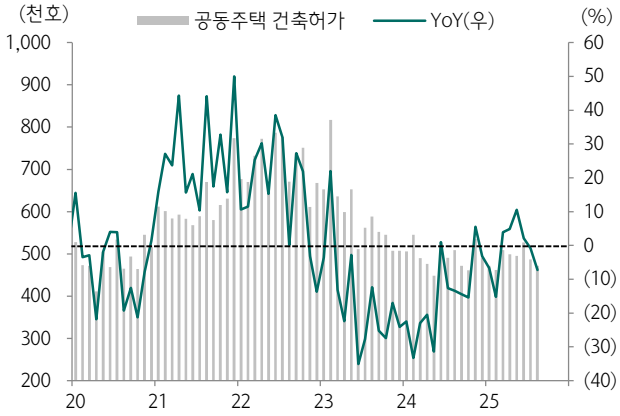
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 미국 단독주택 건축허가: 8월 YoY -11.3%, MoM -1.9%



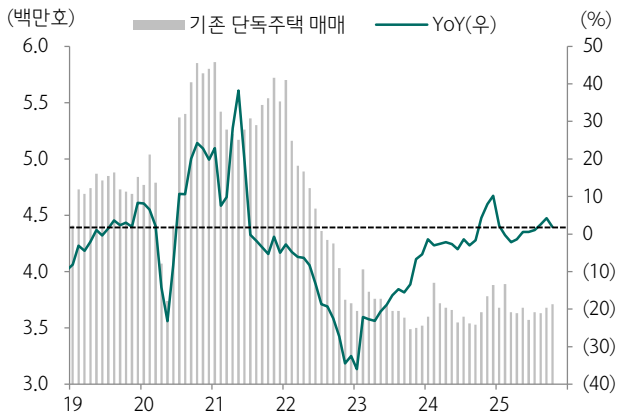
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 미국 공동주택 건축허가: 8월 YoY -7.3%, MoM -3.1%



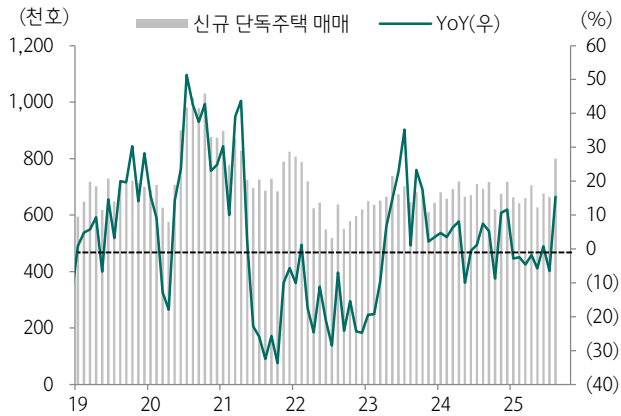
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 미국 기존 단독주택 매매거래량 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 미국 신규 단독주택 매매거래량 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위: 백만USD)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출	34,233	35,441	34,187	33,555	35,591
매출총이익	8,200	8,059	6,245	5,567	6,218
판관비	3,398	3,398	3,398		
영업이익	5,394	4,849	2,847	2,651	3,159
이자 비용	189	189	189		
기타영업손익	(81)	(534)	(155)		
세전이익	5,202	5,185	2,814		
법인세	706	706	706		
소수주주이익	30	30	30		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	3,939	3,933	2,078	1,749	2,141
성장율(YoY)					
매출	1.7	3.5	(3.5)	(1.8)	6.1
영업이익	(20.1)	(10.1)	(41.3)	(6.9)	19.2
순이익	(14.6)	(0.2)	(47.2)	(15.9)	22.4
수익성(%)					
매출총이익률	24.0	22.7	18.3	16.6	17.5
영업이익률	15.8	13.7	8.3	7.9	8.9
순이익률	11.5	11.1	6.1	5.2	6.0

주: GAAP 기준. 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나증권

대차대조표 (단위: 백만USD)

	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	23,422	28,293	27,165	26,955	16,088
현금성자산	2,922	4,779	6,474	4,910	3,441
매출채권	1,297	1,614	1,696	1,653	1,003
비유동자산	9,786	9,692	12,069	14,358	21,179
투자자산	2,836	2,836	2,836	2,836	2,836
유형자산	496	505	551	791	0
자산총계	33,208	37,984	39,234	41,313	34,430
유동부채	2,298	3,584	4,172	5,403	3,289
비유동부채	9,914	10,160	8,360	7,888	9,001
부채총계	12,211	13,744	12,532	13,292	12,290
자본금	8,842	5,447	5,600	5,759	5,940
이익잉여금	11,975	18,653	20,981	22,111	16,020
자본총계	20,996	24,240	26,702	28,021	22,141

투자지표

	2023	2024	2025	2026F	2027F
주당지표(USD)	14.1	13.9	7.7	7.3	9.0
조정 EPS	94.6	86.0	86.0	92.6	98.8
BPS	120.8	130.3	132.6	140.5	149.0
SPS	1.5	2.0	2.0	2.0	2.1
DPS	14.1	13.9	7.7	7.3	9.0
주가지표(배)					
PER	9.0	12.5	17.1	14.6	11.9
PBR	1.4	1.7	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.2	9.1	9.1	10.5	8.8
PSR	1.1	1.3	1.0	0.8	0.8
배당수익률(%)	1.2	1.1	1.5	1.9	2.0
재무비율(%)					
ROE	15.4	14.3	8.3	7.9	9.6
ROA	10.2	9.8	5.5	5.1	5.8
ROIC	17.1	15.0	9.7	-	-
부채비율	19.2	15.9	18.4	-	-
유동비율	4.9	4.9	4.9	-	-
이자보상배율(배)	12.1	15.7	9.5	-	-

주: EPS는 Bloomberg 조정치. 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나증권

현금흐름표 (단위: 백만USD)

	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	2,533	3,266	5,180	2,403	2,403
감가/무형상각비	86	87	110	116	116
비현금자본증감	(1,369)	(2,105)	1,319	(34)	
투자활동	(105)	(128)	(177)	(303)	(303)
유형자산처분	42	25	13	61	
유형자산취득	(65)	(57)	(100)	(172)	
투자자산증감	0	0	0	0	0
재무활동	(2,405)	(1,277)	(3,248)	(3,682)	
배당금	(310)	(438)	(431)	(549)	
단기부채증감	0	0	0	0	0
장기부채증감	(1,079)	(214)	(1,198)	(830)	
자본금증감	(1,430)	(1,039)	(1,183)	(2,256)	
잉여현금흐름	2,468	3,208	5,080	2,232	

Compliance Notice

- 당사는 2025년 12월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(하민호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(하민호)는 2025년 12월 26일 현재 해당회사의 유가증권을 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.