2026. 1. 9

LS증권 리서치센터

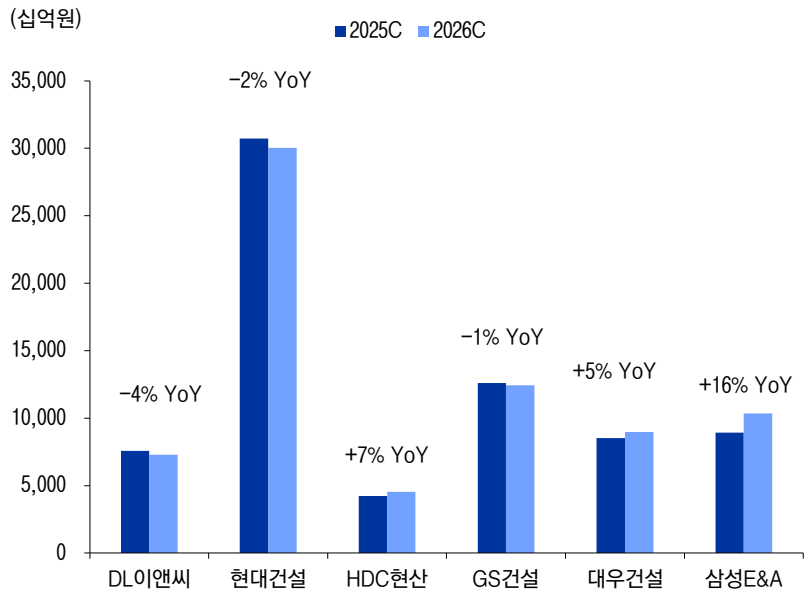
부동산 업황 점검:
규제 위로 부는 공급의 바람

건설/건자재/부동산 | **김세련** | sally.kim@ls-sec.co.kr |

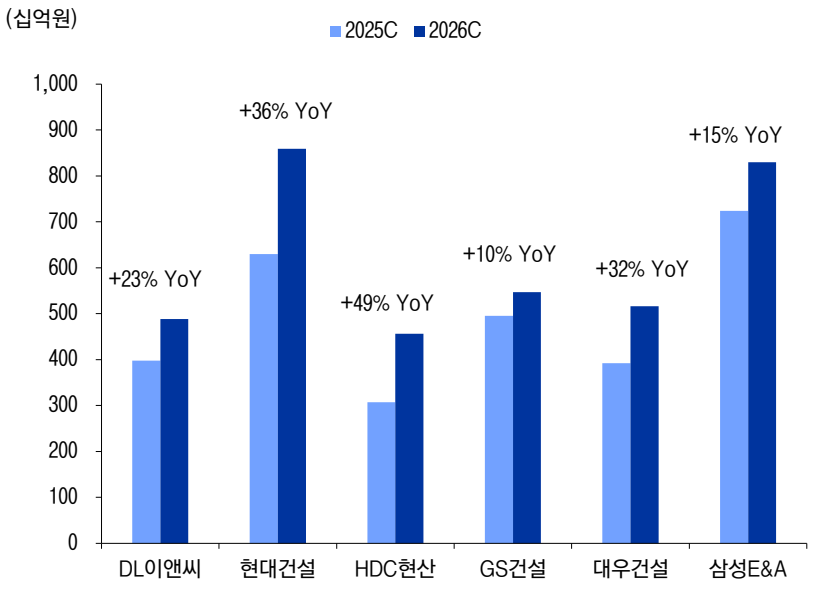
LS증권

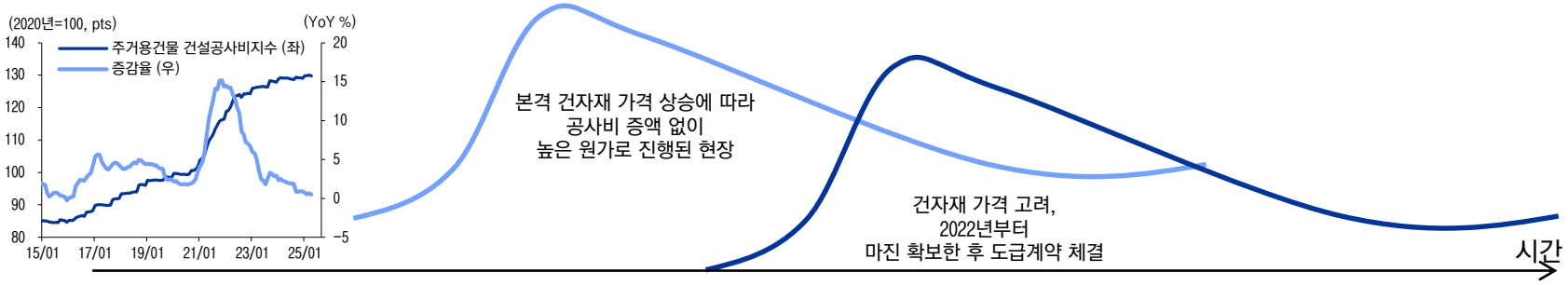
2026년: 매출 감익을 상쇄하는 이익 신장 예상

건설 2026년 매출액 성장률 YoY



건설 2026년 영업이익 성장률 YoY

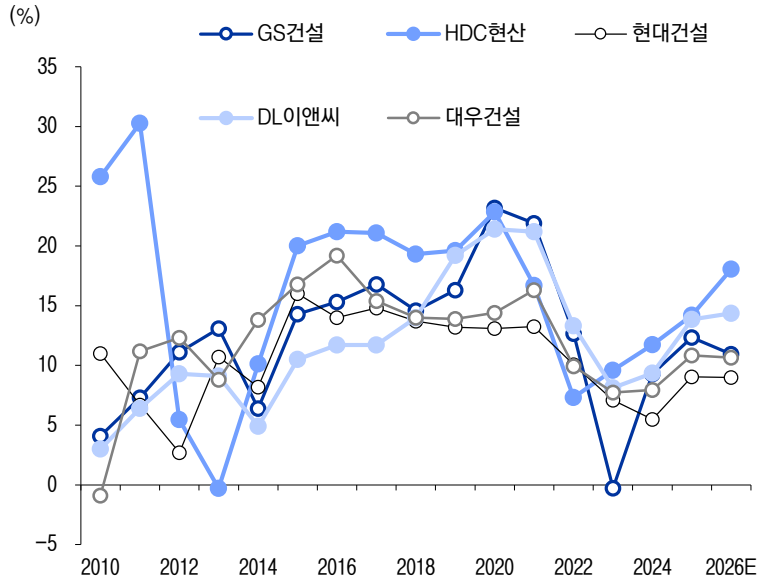




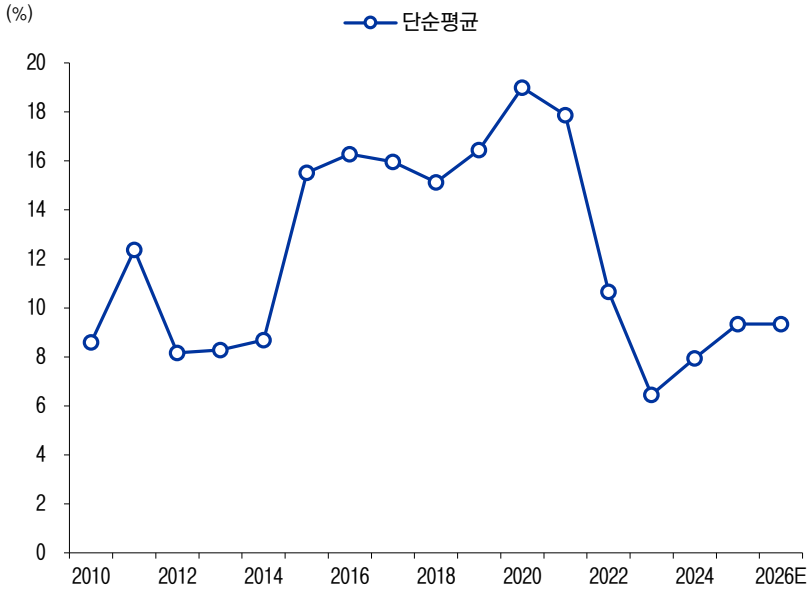
자료: 각 사, FnGuide, 한국건설산업연구원, LS증권 리서치센터

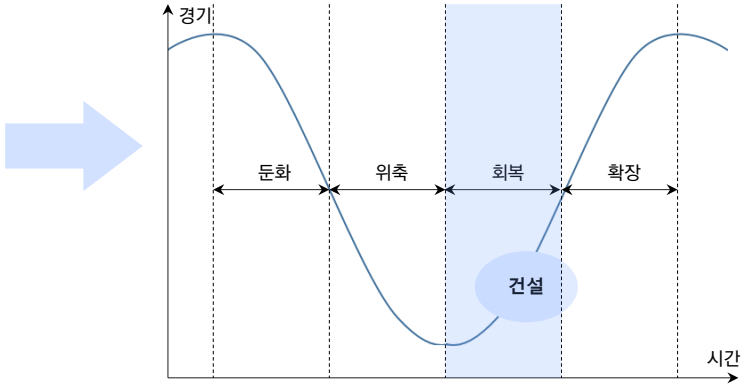
주택 마진, 실적 견인하며 회복 국면 진입

대형 건설사 주택 매출총이익률 추이 및 전망



대형 건설사 합산 기준 주택 매출총이익률 추이 및 전망

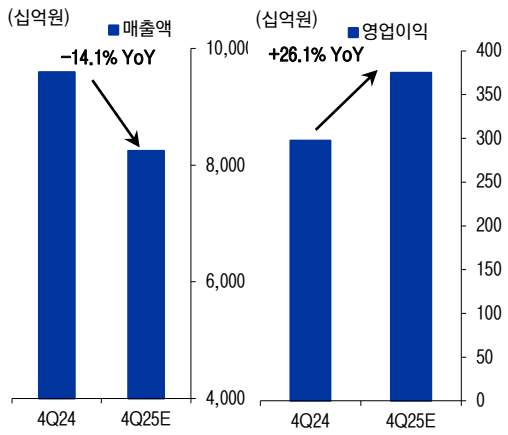




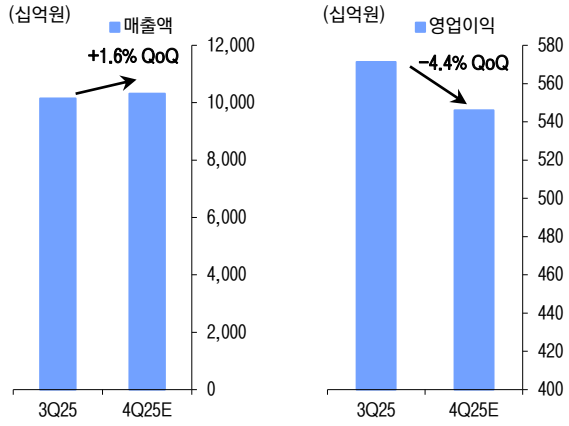
자료: 각 사, LS증권 리서치센터

4Q25 Preview: 비용 반영

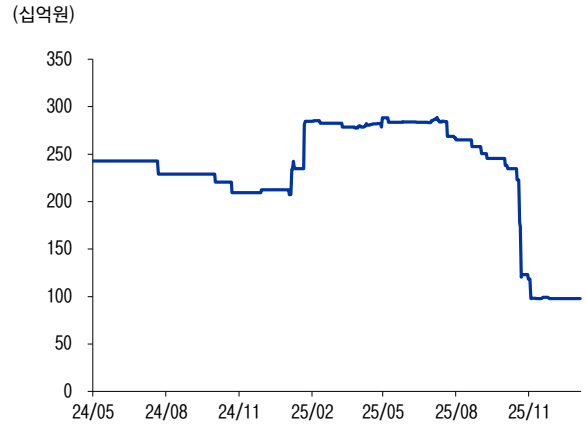
대형 건설사 합산* 4Q25 YoY



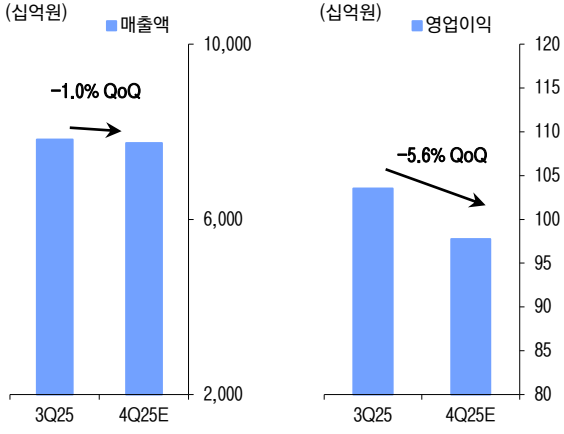
대형 건설사 합산* 4Q25 QoQ



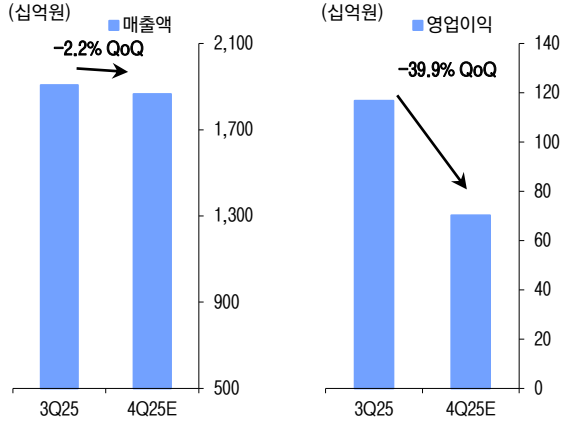
현대건설 4Q25 영업이익 컨센서스 추이



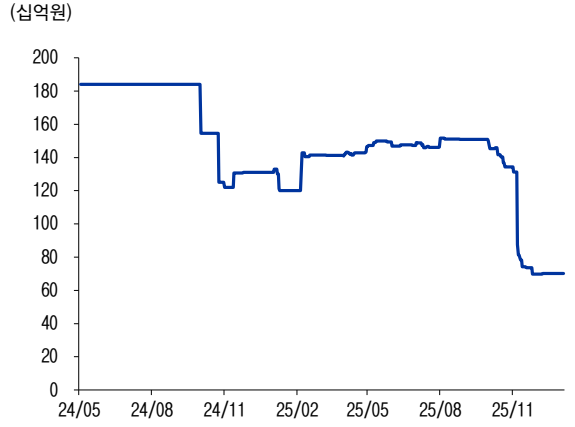
현대건설 4Q25 QoQ



DL이앤씨 4Q25 QoQ



DL이앤씨 연간 영업이익 컨센서스 추이



자료: 각 사, LS증권 리서치센터 / 주: *대형 건설사 합산은 비교 가능성을 위해 4Q24 적자인 현대건설을 제외함

4Q25 현대건설: 사우디 플랜트

(단위: 십억원)	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E
매출액	32,670	31,121	30,329	8,545	8,621	8,257	7,247	7,456	7,721	7,827	8,118
국내	19,395	19,231	17,812	4,590	5,243	4,665	4,897	4,376	4,942	4,896	5,017
현대건설	11,724	11,643	11,471	2,820	3,152	2,850	2,903	2,610	2,905	3,012	3,116
현대엔지니어링	7,286	7,166	5,910	1,677	2,041	1,703	1,865	1,649	1,955	1,767	1,795
기타	385	423	431	94	49	112	130	117	83	117	106
해외	13,275	11,890	12,517	3,955	3,379	3,592	2,350	3,080	2,778	2,931	3,101
현대건설	5,006	5,217	6,046	1,349	1,169	1,280	1,208	1,281	1,250	1,330	1,356
현대엔지니어링	7,475	6,428	6,222	2,418	2,021	2,086	950	1,718	1,469	1,547	1,694
기타	795	245	249	188	188	227	192	81	60	53	51
현대건설	16,730	16,860	17,517	4,168	4,321	4,130	4,111	3,891	4,154	4,342	4,472
현대엔지니어링	14,761	13,594	12,131	4,095	4,062	3,788	2,815	3,367	3,424	3,314	3,489
Sales Growth (YoY %)	*10.2*	*-4.7*	*-2.5*	*41.7*	*20.4*	*5.1*	*-15.7*	*-12.8*	*-10.4*	*-5.2*	*12.0*
국내	*9.2*	*-0.8*	*-7.4*	*23.7*	*16.3*	*3.1*	*-2.5*	*-4.7*	*-5.7*	*5.0*	*2.4*
현대건설	*5.3*	*-0.7*	*-1.5*	*20.7*	*11.0*	*2.8*	*-8.9*	*-7.4*	*-7.8*	*5.7*	*7.4*
현대엔지니어링	*17.8*	*-1.6*	*-17.5*	*30.5*	*32.3*	*10.8*	*2.6*	*-1.7*	*-4.2*	*3.8*	*-3.7*
기타	*-14.2*	*9.8*	*2.0*	*5.4*	*-61.2*	*-48.1*	*687.3*	*25.3*	*66.7*	*4.7*	*-18.7*
해외	*11.7*	*-10.4*	*5.3*	*70.4*	*27.3*	*7.7*	*-34.3*	*-22.1*	*-17.8*	*-18.4*	*32.0*
현대건설	*7.8*	*4.2*	*15.9*	*23.6*	*22.9*	*1.7*	*-10.1*	*-5.0*	*6.9*	*3.9*	*12.2*
현대엔지니어링	*8.6*	*-14.0*	*-3.2*	*99.9*	*20.3*	*9.6*	*-54.6*	*-29.0*	*-27.3*	*-25.8*	*78.4*
기타	*122.1*	*-69.2*	*2.0*	*869.1*	*704.3*	*31.5*	*34.6*	*-57.2*	*-68.1*	*-76.7*	*-73.3*
현대건설	*6.0*	*0.8*	*3.9*	*21.6*	*14.0*	*2.5*	*-9.3*	*-6.7*	*-3.9*	*5.1*	*8.8*
현대엔지니어링	*13.0*	*-7.9*	*-10.8*	*64.1*	*26.1*	*10.1*	*-28.0*	*-17.8*	*-15.7*	*-12.5*	*24.0*
매출총이익률 (%)	-0.7	5.7	5.8	6.2	4.0	4.2	-19.9	6.9	6.1	5.0	4.9
국내	5.5	9.0	9.0	6.1	5.0	7.0	4.0	8.1	9.7	9.2	9.1
해외	-9.5	0.2	1.3	6.4	2.3	0.7	-68.7	5.2	-0.4	-2.1	-1.9
현대건설	1.8	4.5	5.4	5.5	3.4	3.2	-4.8	5.4	4.4	4.1	4.1
현대엔지니어링	-5.2	6.1	5.5	5.4	3.8	4.1	-46.1	7.1	6.9	5.3	5.1
영업이익	-1,263	635	702	251	147	114	-1,776	214	217	104	100
영업이익률 (%)	-3.9	2.0	2.3	2.9	1.7	1.4	-24.5	2.9	2.8	1.3	1.2

사우디 플랜트 비용 상승,
자회사 현대엔지니어링 실적 변동성

자료: 현대건설, LS증권 리서치센터

4Q25 DL이앤씨: 국내 플랜트, 자회사 대손

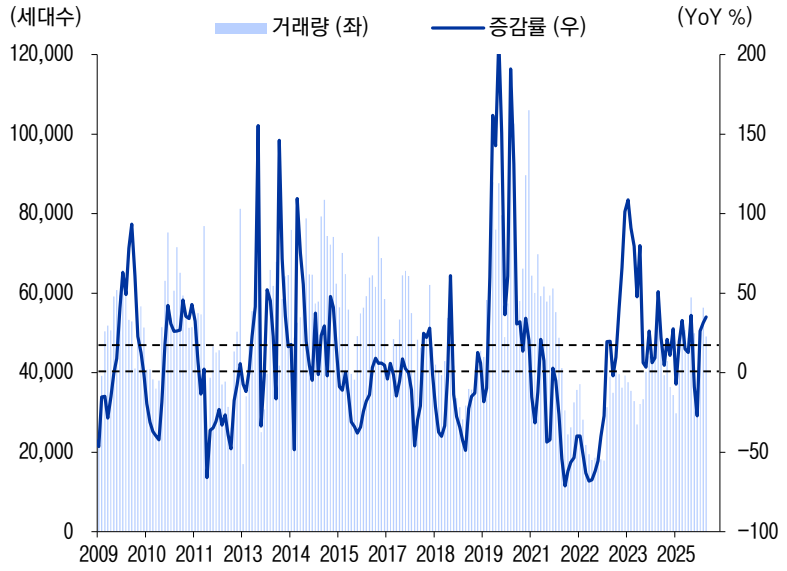
(단위: 십억원)	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E
매출액	8,318	7,501	7,345	1,891	2,070	1,919	2,439	1,808	1,991	1,907	1,795
DL이앤씨+해외법인	5,856	5,900	5,754	1,291	1,399	1,350	1,816	1,344	1,556	1,537	1,463
토목	918	739	844	199	223	227	270	193	190	152	205
플랜트	2,006	2,502	1,809	418	461	485	642	578	707	699	518
주택	2,932	2,659	3,101	673	715	638	905	574	659	686	741
DL건설	2,469	1,608	1,598	597	672	570	630	467	438	369	335
Sales Growth (YoY %)	*4.1*	*-9.8*	*-2.1*	*2.2*	*5.1*	*4.4*	*4.5*	*-4.4*	*-3.8*	*-0.6*	*-26.4*
DL이앤씨+해외법인	*4.7*	*0.8*	*-2.5*	*-3.5*	*1.9*	*8.2*	*11.2*	*4.1*	*11.2*	*13.8*	*-19.4*
토목	*0.2*	*-19.5*	*14.2*	*-3.3*	*-1.1*	*0.9*	*3.5*	*-3.4*	*-14.9*	*-33.1*	*-23.9*
플랜트	*42.9*	*24.7*	*-27.7*	*17.7*	*62.9*	*79.9*	*29.5*	*38.2*	*53.5*	*44.0*	*-19.4*
주택	*-10.4*	*-9.3*	*16.6*	*-13.2*	*-17.3*	*-15.3*	*3.1*	*-14.8*	*-7.8*	*7.5*	*-18.2*
DL건설	*1.6*	*-34.9*	*-0.6*	*15.9*	*11.9*	*-3.9*	*-12.7*	*-21.9*	*-34.9*	*-35.3*	*-46.9*
Sales Growth (QoQ %)				*-19.0*	*9.5*	*-7.3*	*27.1*	*-25.9*	*10.1*	*-4.2*	*-5.9*
DL이앤씨+해외법인				*-21.0*	*8.4*	*-3.5*	*34.5*	*-26.0*	*15.8*	*-1.3*	*-4.8*
토목				*-23.5*	*11.8*	*1.7*	*18.9*	*-28.5*	*-1.5*	*-20.0*	*35.3*
플랜트				*-15.6*	*10.1*	*5.4*	*32.3*	*-10.0*	*22.4*	*-1.2*	*-25.9*
주택				*-23.3*	*6.2*	*-10.8*	*41.8*	*-36.6*	*14.9*	*4.1*	*8.0*
DL건설				*-17.3*	*12.5*	*-15.2*	*10.7*	*-26.0*	*-6.2*	*-15.8*	*-9.1*
매출총이익률 (%)	14.4	15.3	16.0	9.6	8.1	10.9	11.8	10.7	12.7	13.4	11.3
DL이앤씨+해외법인	11.5	12.0	12.9	10.4	9.8	12.2	12.9	10.4	13.4	13.2	10.8
토목	7.9	5.2	8.0	10.1	8.8	10.5	3.4	10.2	8.8	-9.5	8.1
플랜트	16.2	12.0	12.4	16.0	14.6	18.9	15.3	11.6	15.2	14.1	5.2
주택	9.4	14.0	14.4	7.0	7.0	7.8	14.1	9.3	12.8	17.4	15.5
DL건설	6.8	12.0	11.1	6.9	4.5	7.8	8.2	11.0	10.2	13.9	13.5
영업이익	271	383	406	61	33	83	94	81	126	117	59
DL이앤씨+해외법인	250	327	349	41	42	73	95	59	104	117	48
DL건설	14	56	58	12	-7	10	-1	22	23	0	12
(YoY %)	*-18.1*	*41.4*	*6.0*	*-32.5*	*-54.7*	*3.7*	*6.7*	*33.0*	*287.5*	*40.1*	*-37.0*
DL이앤씨+해외법인	*-7.0*	*30.7*	*6.6*	*-49.1*	*-17.2*	*16.1*	*25.1*	*45.6*	*147.0*	*59.9*	*-49.6*
DL건설	*-77.4*	*304.8*	*3.1*	*12.5*	*적전*	*-41.1*	*적전*	*87.2*	*흑전*	*n/a*	*흑전*
영업이익률 (%)	3.3	5.1	5.5	3.2	1.6	4.3	3.9	4.5	6.3	6.1	3.3
DL이앤씨+해외법인	4.3	5.5	6.1	3.1	3.0	5.4	5.2	4.4	6.7	7.6	3.3
DL건설	0.6	3.5	3.6	2.0	-1.1	1.8	-0.1	4.7	5.2	0.0	3.5

자료: DL이앤씨, LS증권 리서치센터

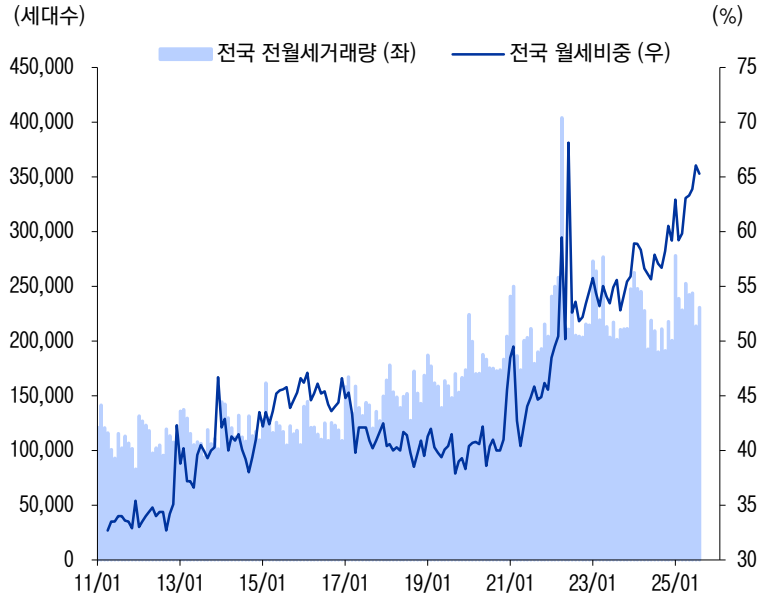
국내 플랜트 현장 원가 상승,
자회사 DL건설의
4분기 미분양 관련 대손상각 가능성

국내 주택, 실수요를 위주로 빠르게 재편되는 중 (1)

아파트 매매거래량 추이



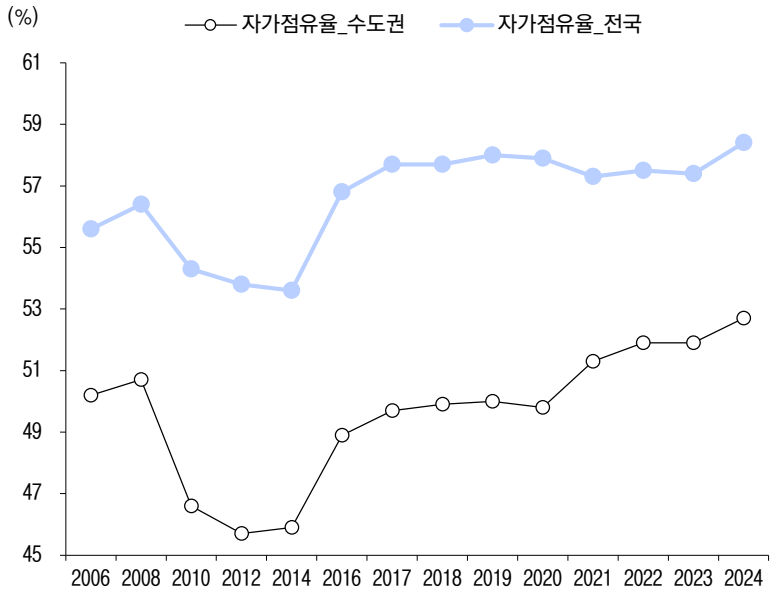
전월세 거래량 및 월세 비중



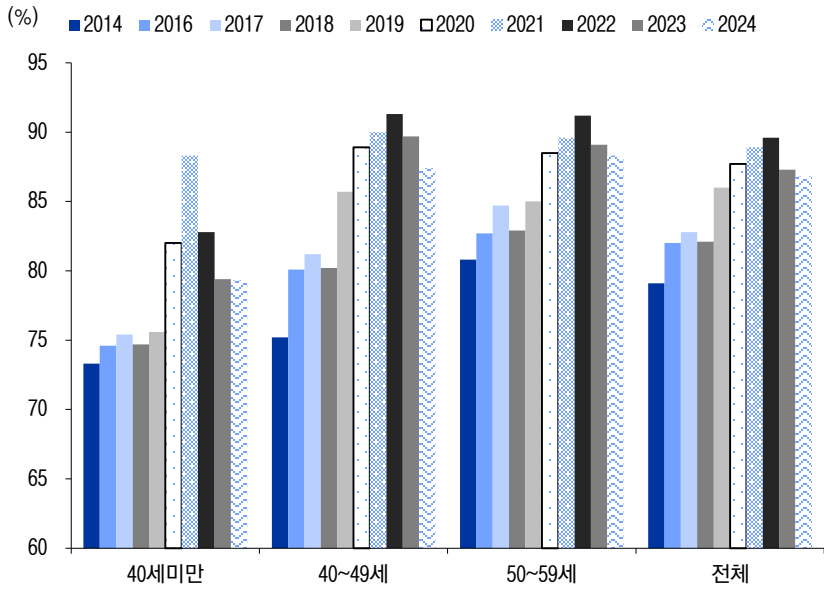
자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

국내 주택, 실수요를 위주로 빠르게 재편되는 중 (2)

자가 점유율 추이



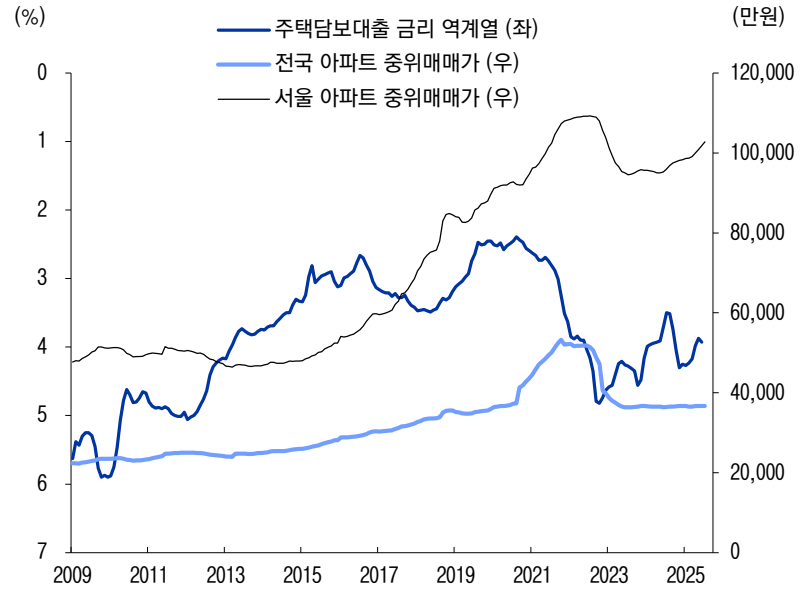
연령별 주택보유의식



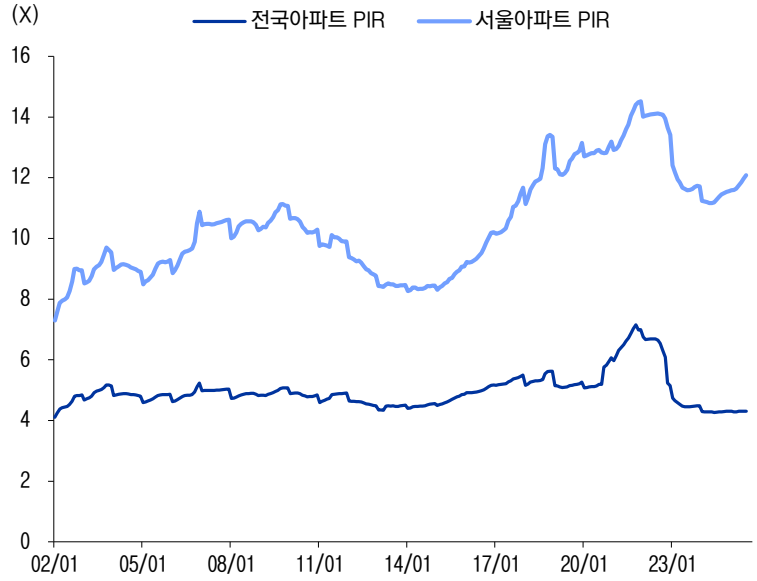
자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

가격의 지엽적인 양극화 (1)

주택담보대출 금리 역계열과 아파트 중위매매가격 비교

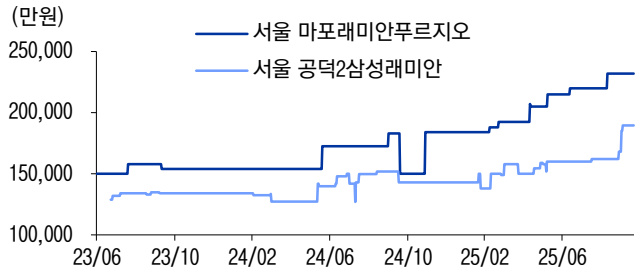


전국, 서울 PIR (Price to Income Ratio) 비교

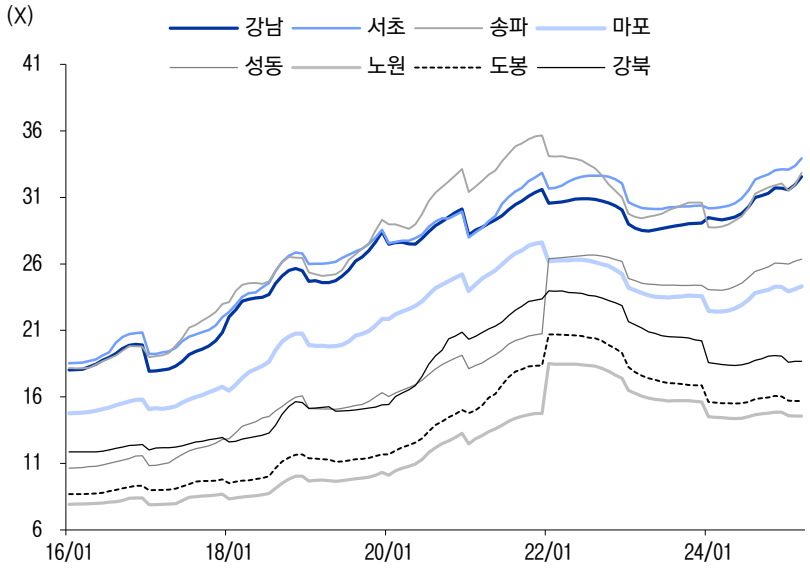


자료: 한국은행, 국토교통부, KB부동산, LS증권 리서치센터

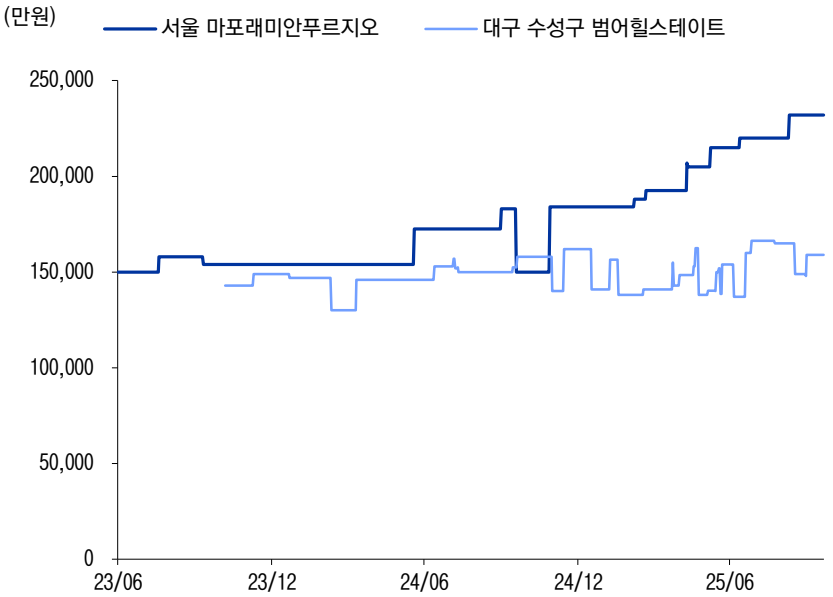
가격의 지엽적인 양극화 (2)



서울시 구별 PIR 비교



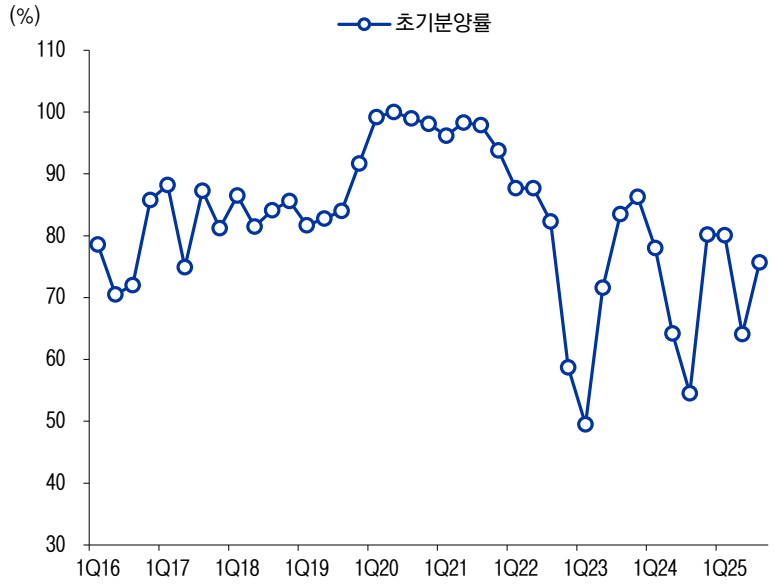
서울, 대구 아파트 가격 비교



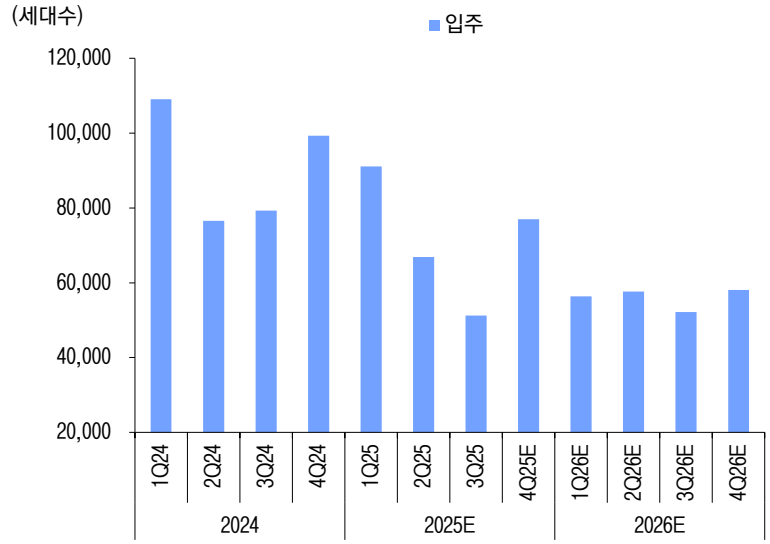
자료: 국세통계포탈, 부동산114, LS증권 리서치센터

신규 주택 유입 감소

민간 아파트 초기 분양률 추이



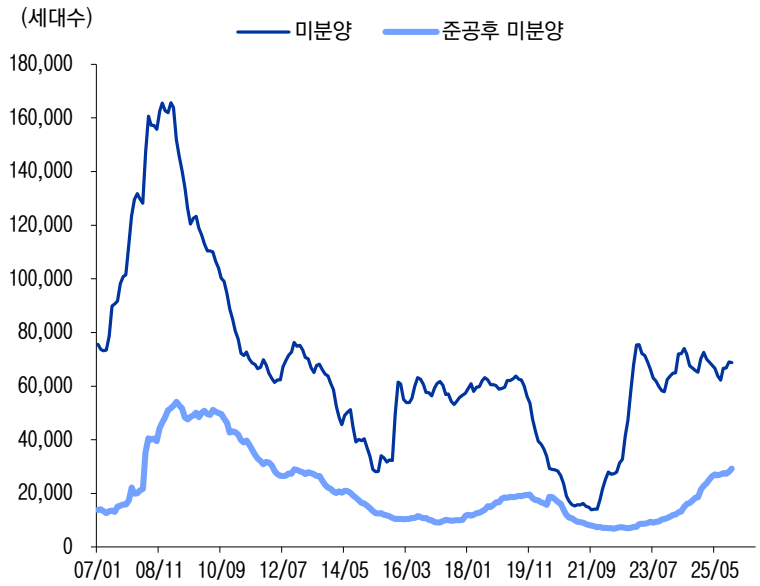
분기별 전국 입주 세대수 추이 및 전망



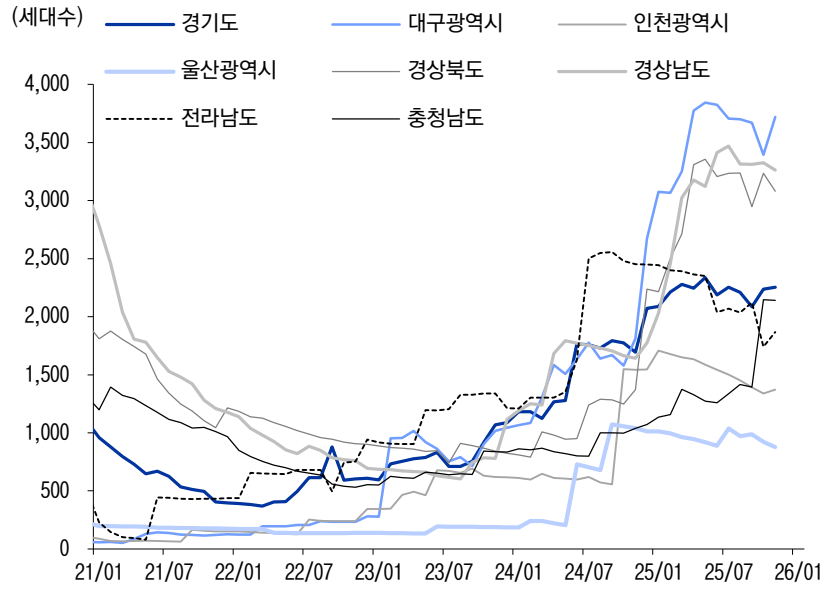
자료: 국토교통부, 주택도시보증공사, LS증권 리서치센터 / 주: 초기분양률은 분양기간 3개월 초과 6개월 이하 민간아파트의 지역별 평균 분양률

진정되어 가는 재고 리스크 (1)

미분양 및 준공 후 미분양 추이



지역별 준공 후 미분양 추이 비교



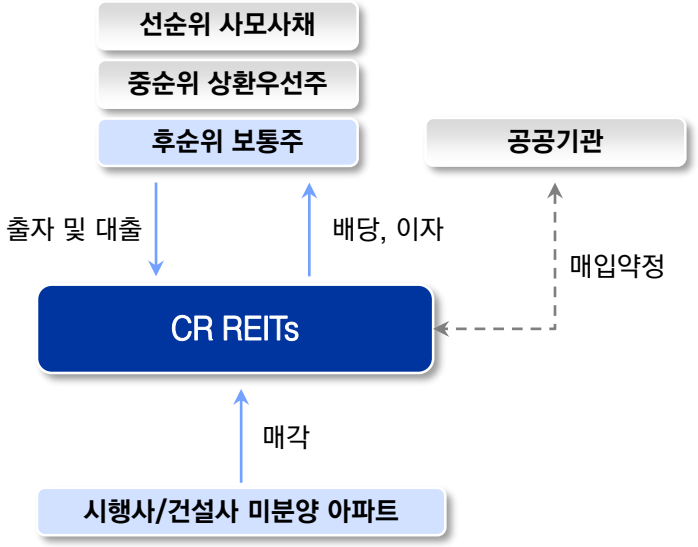
대구: 중구, 동구 지역 물량 증가
(힐스테이트 동대구 센트럴 , 대구역 센텀원 등)

충청남도: 천안 풍세면 휴먼빌 퍼스트시티, 내포신도시 등 물량 증가

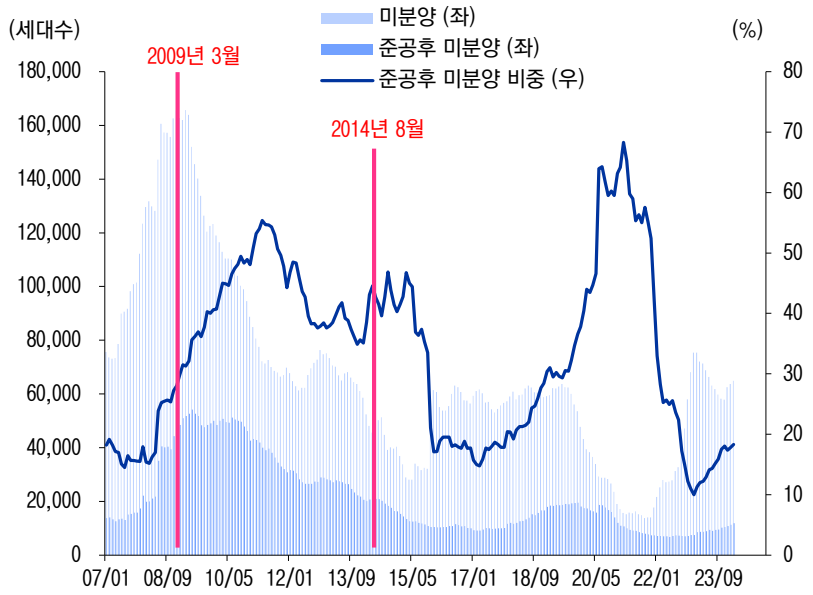
자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

진정되어 가는 재고 리스크 (2)

기업구조조정 리츠 (CR* REITs) 구조



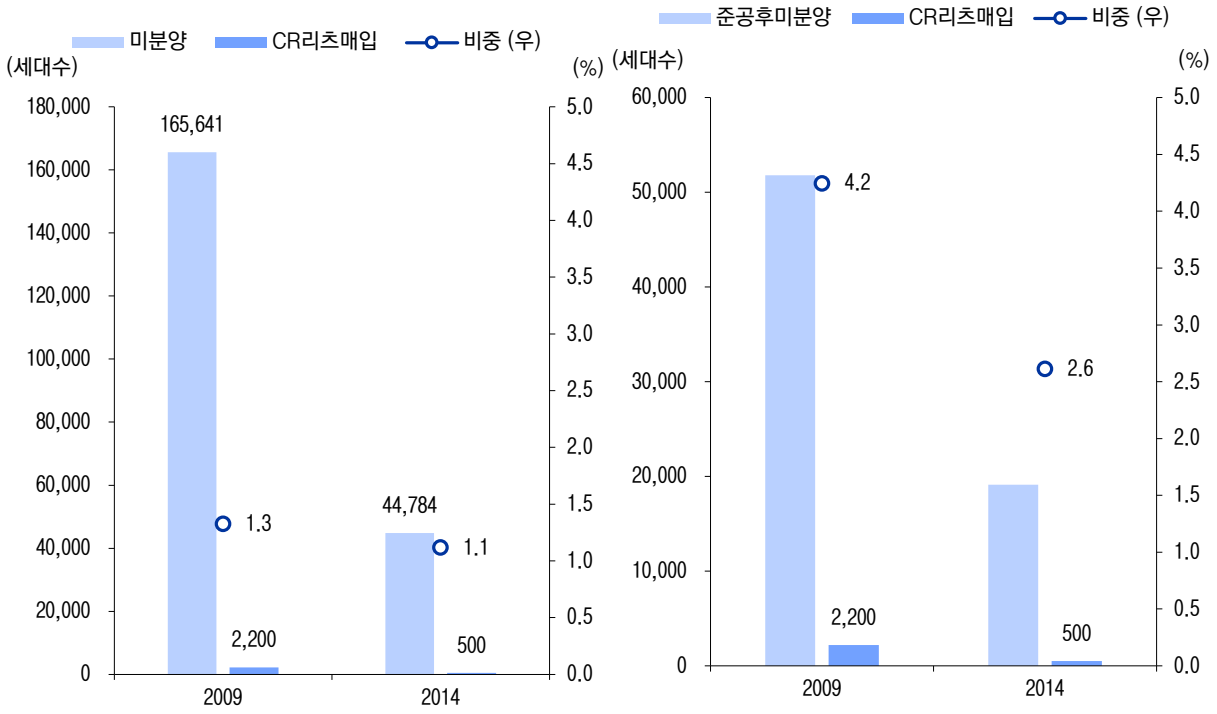
과거 국가 주도하의 CR REITs 미분양 매입 시점



자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터 / 주: *CR=Corporate Restructuring

진정되어 가는 재고 리스크 (3)

CR REITs 매입 규모 및 청산 이후 수익률 비교

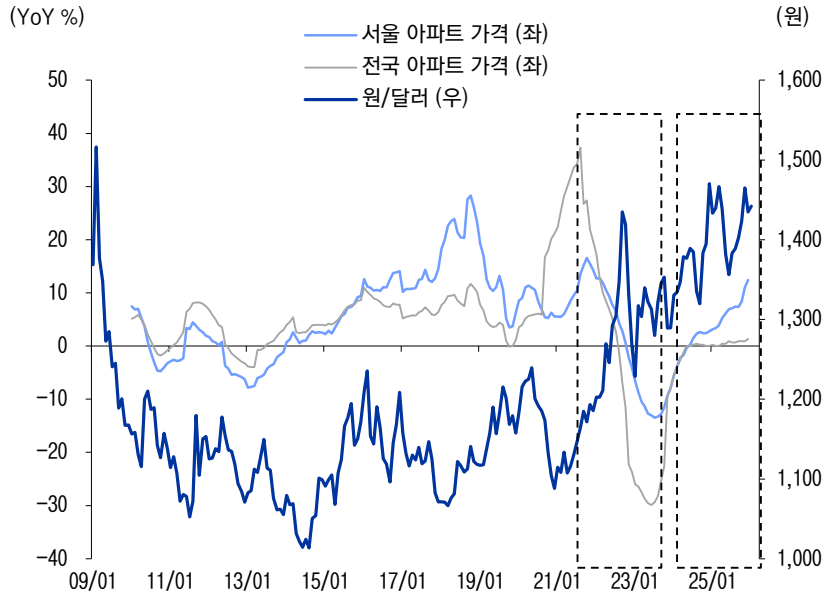


(연평균 수익률, %)	건설사	부동산펀드
우투하우징 제1호	-6.2	7.0
우투하우징 제2호	-6.0	6.8
우투하우징 제3호	-7.3	7.0
에프엔뉴하우징 제1호	-9.6	6.8
에프엔뉴하우징 제2호	-12.4	6.6

자료: 국토교통부, LS증권 리서치센터

금리의 함수, 정책이라는 변수 (1)

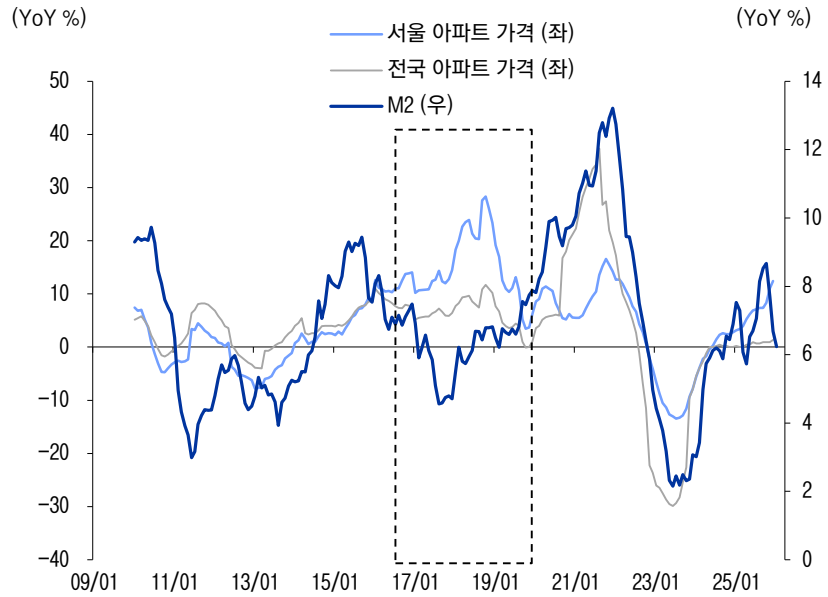
원달러 환율과 아파트 가격 증가율 비교



2022년: 급격한 미국 금리 인상에 따른 환율 슈팅
→ 국내 금리 인상으로 이어지며 부동산 가격 하락

현재: 한미 금리 인하 속도차와 수출 경쟁력 등에 따른
구조적 환율 상승 → 원자재 가격 상승 압박으로
분양가 상승 견인 → 원화가치 하락에 따른 안전자산 선호

시중 통화량(M2)과 아파트 가격 증가율 비교



2017~2019년:
강력한 부동산 수요 규제책 시행
(양도세 중과, 임대사업자 등록 등)
→ 공급 감소로 인한 매물 잠김 (Lock-in)효과로
M2 상승률 대비 가파른 가격 상승

자료: 한국은행, KB부동산, LS증권 리서치센터

금리의 함수, 정책이라는 변수 (2)

● 정권 교체에도 주거용 부동산은 큰 틀에서 안정적인 정책기조 유지

- 미국은 공공임대, 금융정책 등 양당 기조에 소폭 차이는 있으나 시장 자율성을 흔드는 규제는 제한적임. 일본은 버블 붕괴 이후 장기적으로 정책 일관성을 유지했고, 중국도 2010년 이후 규제 강도를 조절하되 공급 확대 기조를 유지하고 있음
- 우리 나라는 정치적 변화에 따른 정책 변동성이 큼

미국, 일본, 한국, 중국의 정권별 부동산 정책 기조

국가	시기/정권	정치색	수요 규제	대출 규제	세금 (취득/양도)	공급 규제 or 완화
한국	진보 정권	진보	강화: 다주택자 규제, 청약자격 축소	강화: LTV·DSR 축소, 다주택자 대출 큰 폭의 제한	중과세: 취득·양도세 최대 12%	공공분양 확대, 민간공급억제
	보수 정권	보수	완화 (다주택 구매 일부 허용)	일부 완화, 규제지역 축소	세율 인하, 중과 해제	민간재건축·재개발 활성화, 공공분양 축소
미국	민주당	진보	중립~완화: 공공임대·저소득 지원	위기 시 규제: 금융위기 이후 대출·심사 강화	실수요 혜택, 세제 공제 확대	저가주택 공급 확대, 규제 일부 완화
	공화당	보수	완화: 소유·대출 활성화	규제 완화: 모기지, 대출 문턱 낮춤	세금 감면, 투자자 혜택	규제 완화, 민간 공급 촉진
일본	1980~90년대	중도~보수	'1가구 1주택' 목표 정책지원	공공·민간 대출확대 (장기·저리)	거래세 낮음, 장기보유공제	대규모 국가공급 (주택공단)
	1990년대~	변화없음	버블억제 (대출 억제)	버블 붕괴 후 대출규제	일부 세금 강화, 단기 거래세 인상	신규공급 억제 (총량규제), 도시재생 중점
	2000년대~현재	변화없음	저성장 대응: 지방인구 지원, 소형주택 장려정책	낮은 금리, 민간 대출 인센티브	세제완화 (구입·유지비)	도시재생, 특구 완화, 민간시장 강조
중국	2000년대 초	시장주의 도입	주택상품화·분양 자유화	대출 완화, 신규공급 폭증	세금 정책 약함 (공급확대 우위)	대규모 신규 택지 개발
	2010년대 후반	규제강화	다주택 제한, 외지인 구매 제한	대출 규제, LTV 상향	수요억제 (세금, 규제↑)	공급 일부 축소, 도시공급 강화
	2022~현재	경기부양	규제완화 (생애최초·외지인 규제 완화)	대출금리 인하, LTV 완화	세금감면, 혜택 확대	미분양 해소지원, 규제완화

자료: LS증권 리서치센터

금리의 함수, 정책이라는 변수 (3)

● 우리나라의 다주택자 세금 중과 또는 누진, 대출 총량 제한은 드문 규제

- 미국, 일본, 중국의 다주택자 취득세 중과는 존재하지 않으며, 대신 우리 나라보다 보유세 (재산세)가 높은 편. 우리 나라의 재산세가 0.1% 수준이라면 다른 국가들은 1%를 상회하며 보유에 따른 부담이 높은 편
- 양도세의 경우는 장기 보유에 따른 공제 확대가 어느 정도 공통적으로 적용되나, 단기 양도 차익 금액에 따른 누진세와 다주택자 중과세는 우리 나라만 존재
- LTV의 경우도 총량적 규제가 아니라 상대적으로 금융권과 개인의 재량에 따라 한도가 설정됨. 중국의 경우는 우리 나라와 유사하게 다주택자에 대한 LTV가 실질적으로 제한되며, 미국의 경우도 세컨하우스 구매시 DSR, DTI에 대한 심사가 엄격하게 이루어짐. 다만, 국가적 차원에서의 대출 제한이 나타나는 곳은 없음

미국, 일본, 한국, 중국의 주택 관련 세금과 대출지원/규제 비교

세금	구분	한국	미국	일본	중국
취득세	무주택자	1~3% (9억 이상 주택 3%)	주별 재산이전세 1~2%	등록면허세, 취득세 약 3%	계약세 약 1%
	다주택자	12% (취득세 중과)	기준 동일	기준 동일	기준 동일
보유세	공통	재산세 0.1%	주별 0.5~2%, 평균 1.1%	약 1.7%	약 1.2%
양도세	1주택자	6~45%, 단기보유시 최대 70%	연방세율 20~30% (장기보유 감면)	15~30%	20%
	다주택자	다주택 +20%p 누진, 단기보유시 최대 75%	기준 동일	기준 동일	기준 동일
대출지원/규제	무주택자	LTV 70%, 수도권 6억원 이하	저소득 매수자 대출지원	LTV 90~100%	LTV 80~90%
	다주택자	규제지역 대출금지	DSR, DTI 고려 엄격한 심사	기준 동일	LTV 대폭 축소, 실질적 대출 불가

자료: LS증권 리서치센터

금리의 함수, 정책이라는 변수 (4)

● 금리, 정책 여건이 맞을 때가 비로소 업사이클

- 과거 정권별 부동산 정책 기조와 금리, 실제 분양, 입주를 함께 살펴보면 결국 부동산 및 건설 시장 업사이클은 금리, 정책 양방향 조건이 함께 작용해야 한다는 것을 알 수 있음. 금리 인하 기조와 공급 확대 정책 기조가 더해지면서 빅사이클이 가능한데, 최근 매크로는 금리 인하 기조가 분명하지만 공급확대 정책 뒤로 과징금 관련 법제화 이슈로 인해 실질적인 공급 규제나 다름 없는 상황으로 판단. 민간 공급에 대한 완연한 정책 기조 선회가 나타나지 않는다면 공급대책은 반쪽자리 정책일 수밖에 없다고 판단. 섹터 의견 Neutral 유지하나, 공공 주도 정책 하에서 중견 건설사, 시멘트 업체에는 기회가 열릴 것으로 예상

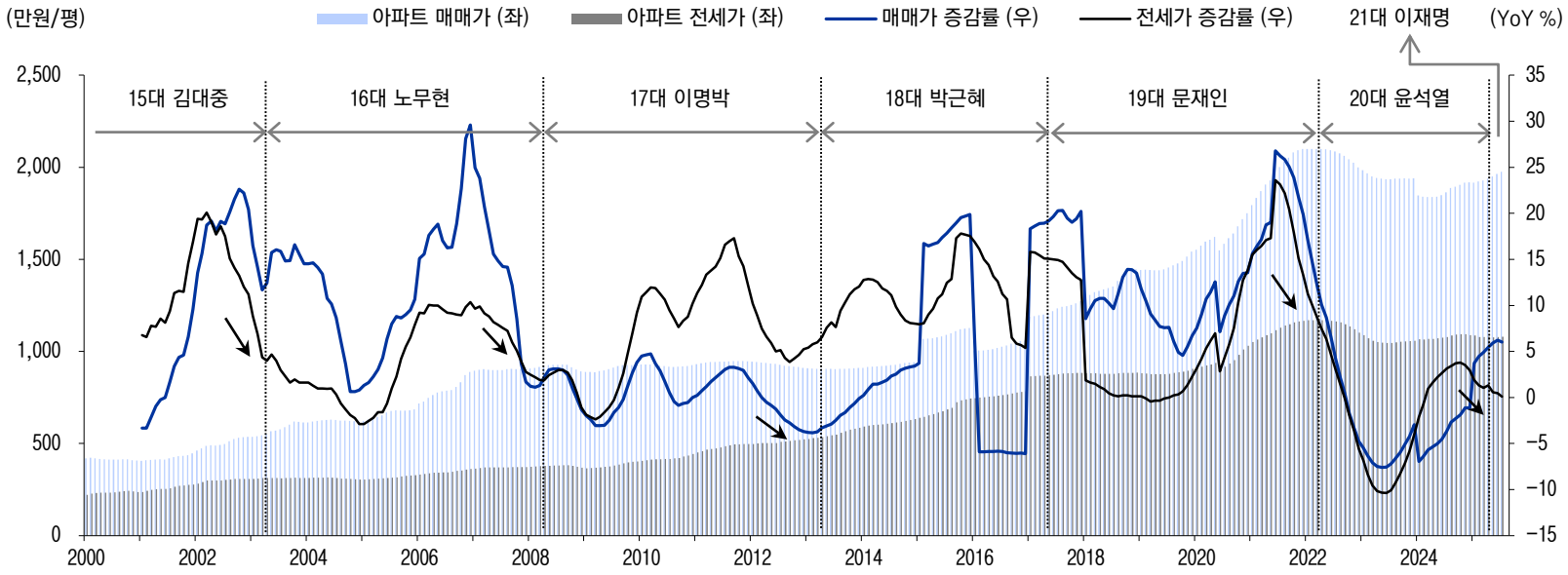
정권별 부동산 정책 기조 및 공급, 가격 추이

구분	노무현	이명박	박근혜	문재인	윤석열	이재명
임기	**03/02~08/02**	**08/02~13/02**	**13/02~17/03**	**17/05~22/03**	**22/05~25/04**	**25/06~30/06**
부동산 정책기조	규제	완화	완화	규제	완화	규제
금리	인상	인하	하락	인하 → 인상	인상 → 인하	인하
유가	상승	유지	하락	하락 → 상승	하락 → 상승	하락 → 상승
아파트 분양 (만 호)						
전국	149	114	176	155	75	-
서울	18	14	18	13	8	-
서울/수도권	72	57	83	99	41	-
임기 평균 아파트 연간 분양 (호)	**297,143**	**228,683**	**439,251**	**310,001**	**246,883**	-
아파트 입주 (만 호)						
전국	171	132	126	173	113	-
서울	29	18	12	18	9	-
서울/수도권	88	72	52	88	57	-
임기 평균 아파트 연간 입주 (호)	**341,537**	**264,959**	**315,323**	**346,279**	**357,873**	-
아파트 가격 증가율 (%)_전국	19.0	12.0	8.7	36.1	-8.1	-
아파트 가격 증가율 (%)_서울	28.4	-2.5	8.0	51.8	8.1	-
아파트 가격 증가율 (%)_서울/수도권	29.4	-3.5	8.0	51.5	-0.6	-

자료: 부동산114, 국토교통부, LS증권 리서치센터

우리 나라 정권별 아파트 가격 흐름

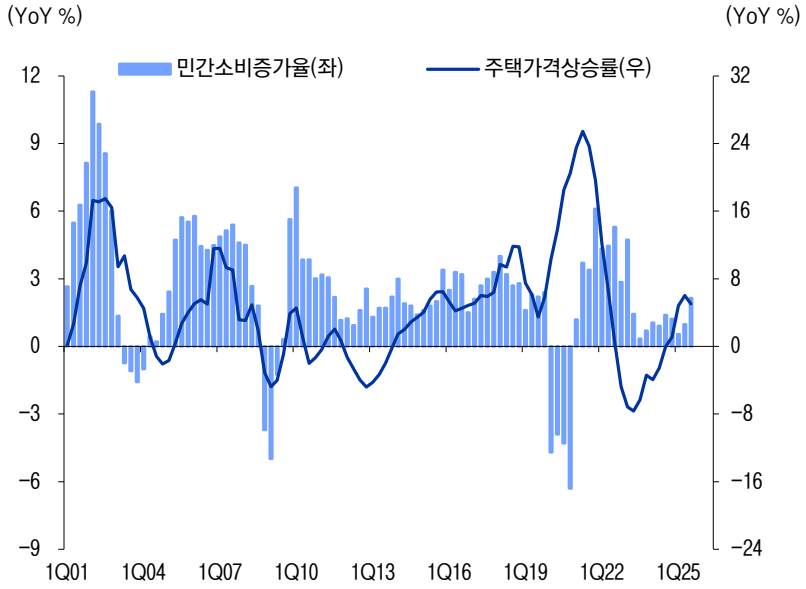
정권별 아파트 매매, 전세 가격 및 증감률 추이



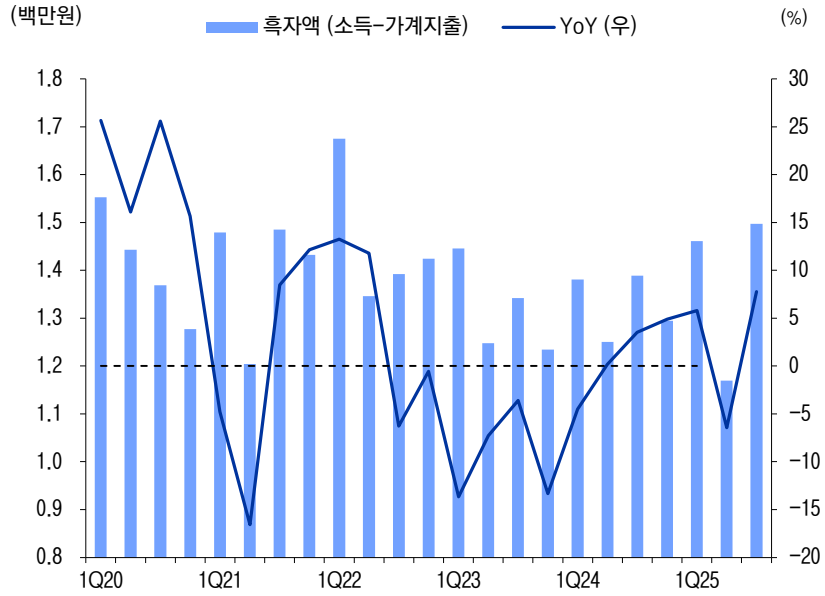
자료: 부동산114, LS증권 리서치센터

구조적 수요 회복은 시간, ‘t’가 필요

민간소비, 주택가격 추이 비교



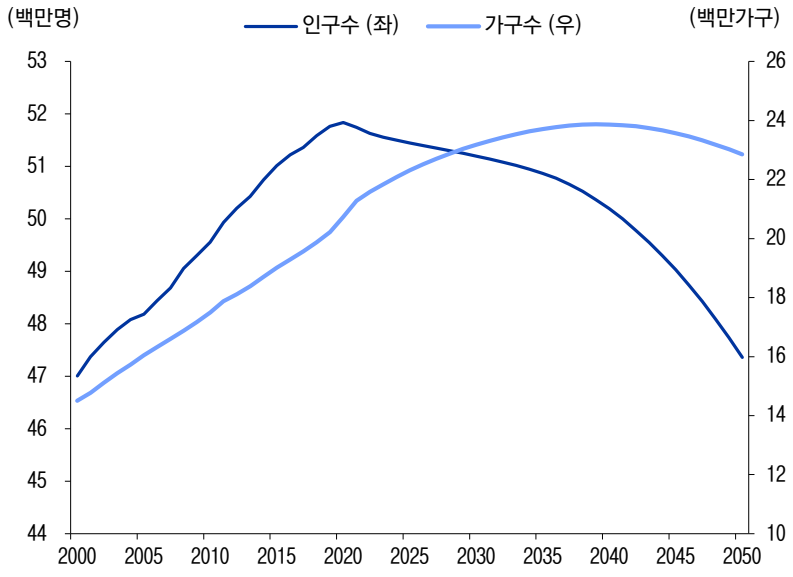
근로자가구 월별 평균 흑자액 추이



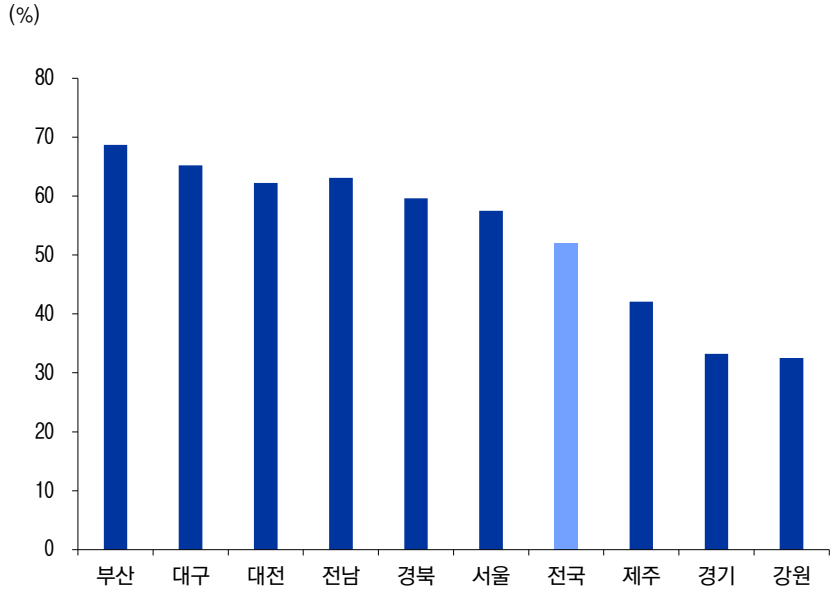
자료: 국토교통부, 통계청, LS증권 리서치센터

눌려있는 주택 공급의 성장성 (1)

우리나라 인구수, 가구수 추이 및 전망

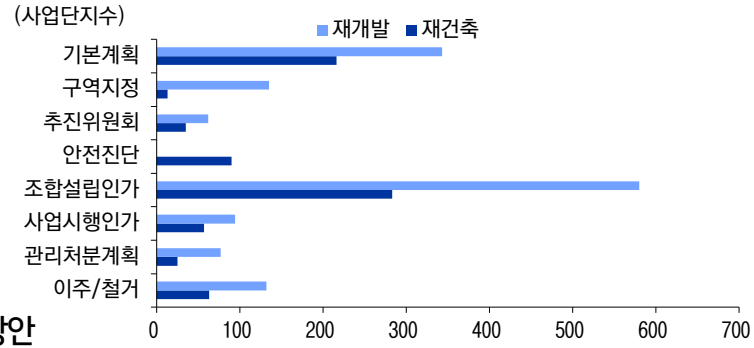


우리나라 주택 노후도 도시별 비교



자료: 통계청, 국토교통부, LS증권 리서치센터 / 주: 30년 넘는 주택을 노후 주택으로 분류

눌려있는 주택 공급의 성장성 (2)



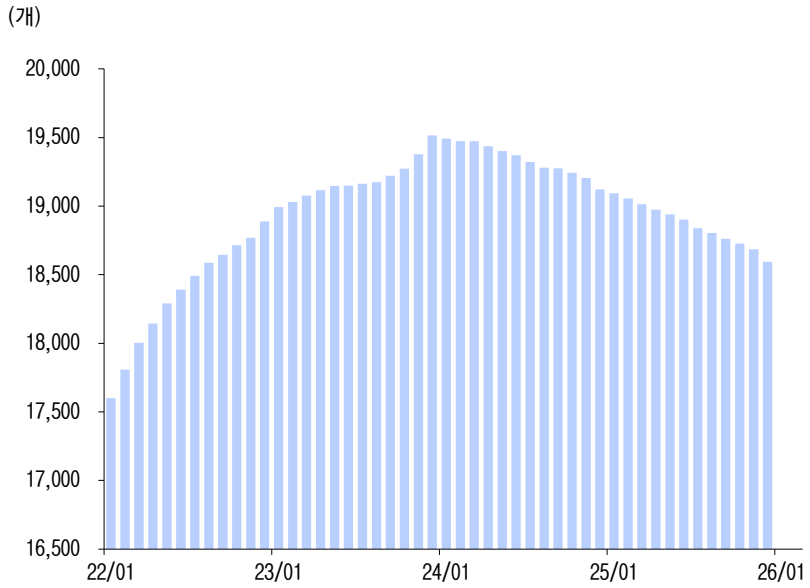
재개발, 재건축 단계별 9/7 공급대책에서 제시된 사업 속도 축소 방안

단계	항목	비고
I. 계획수립	절차 간소화	기본계획, 정비계획 수립 절차 동시 진행
	초기사업비 지원	추진위도 지원대상에 포함, 조합 융자한도 상향
	사업역량 강화	주민에게 무상 컨설팅 제공, 사업 표준 매뉴얼 등 의무교육
II. 조합설립	특례 확대	재건축시 상가 등 토지분할 특례 청구주체, 범위 확대
	참여 유도	건축,토지대장 등 행정정보 지자체가 추진위에 직접 제공
III. 사업인가	인허가 신청 간소화	한 번의 총회를 통해 사업시행계획, 관리처분인가 동시 신청 허용
	인허가 지연 방지	인허가 과정에서 관계기관 이견 등을 조정하는 기구 설립 예정
	조합운영지원	임원 해임시 지자체에 해임사유 신고, 즉시 전문조합관리인 선임
IV. 인허가 완료 사업	분쟁 조정	통합분쟁위 신설, 공사비 갈등시 갈등조정 전문가 파견 의무화
	관리처분계획 기간단축	감평액 통지와 관리처분계획 공람을 총회 전 병행

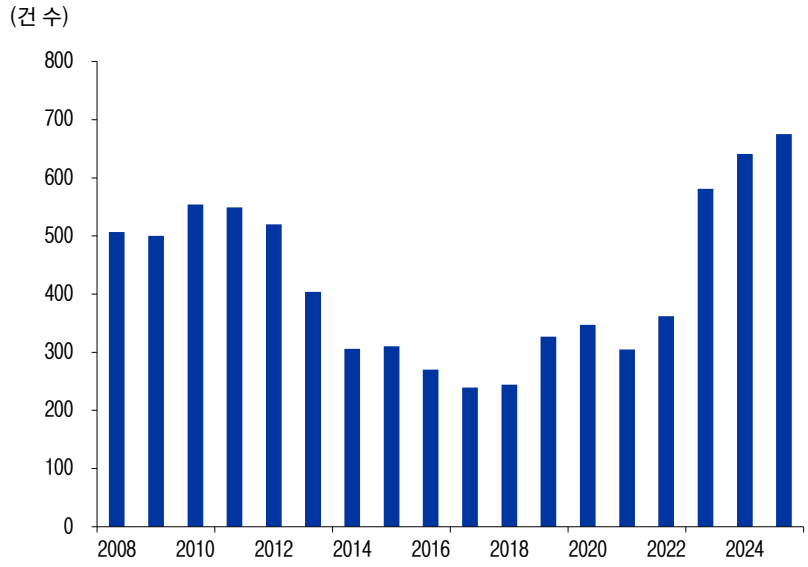
자료: 부동산114, 국토교통부, LS증권 리서치센터

공급의 회복 탄력성 확대 (1)

건설업 등록 현황: 토건, 건축, 조경 라이선스 보유 업체 수



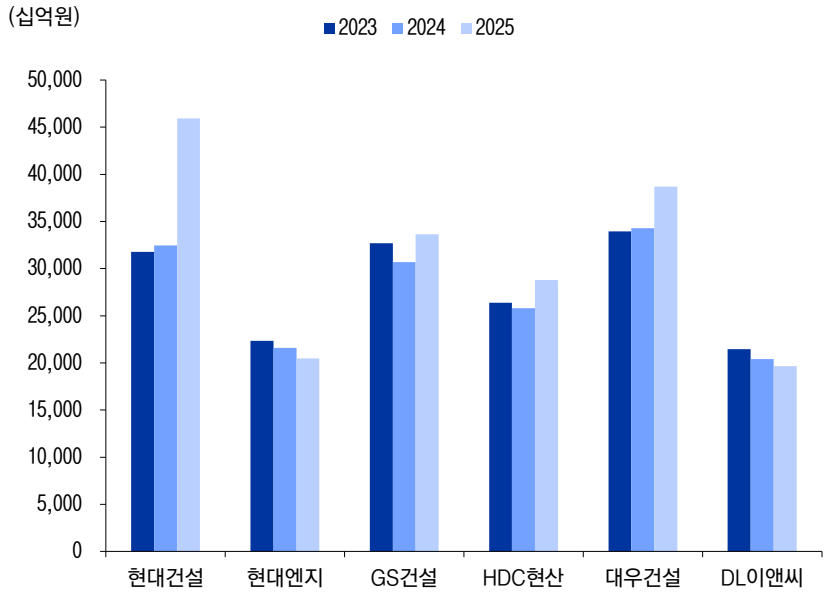
국내 종합공사업 폐업 신고 건수 연도별 현황



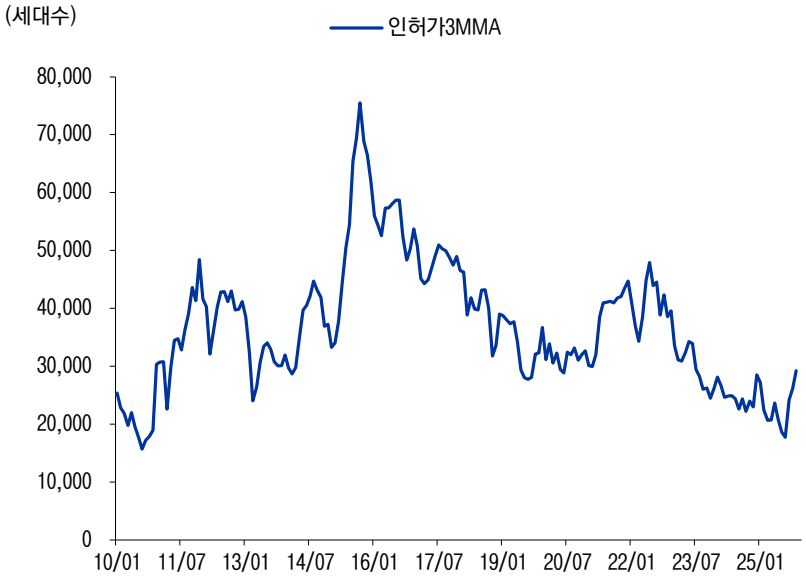
자료: 대한건설협회, 국토교통부, LS증권 리서치센터

공급의 회복 탄력성 확대 (2)

대형 건설사 주택 수주잔고 현황



민간 주택 인허가 3개월 이동평균 추이



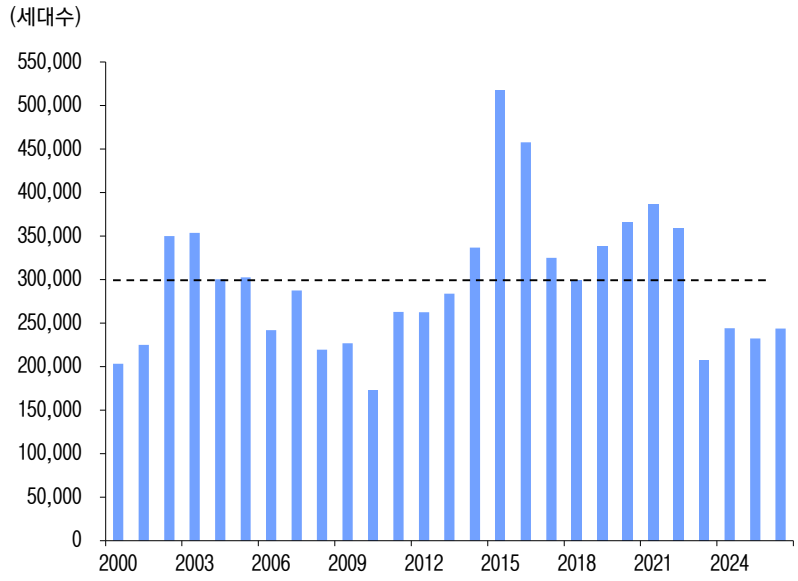
자료: 대한건설협회, 국토교통부, LS증권 리서치센터

올해 Q는 소폭 증가할 것으로 전망되지만…

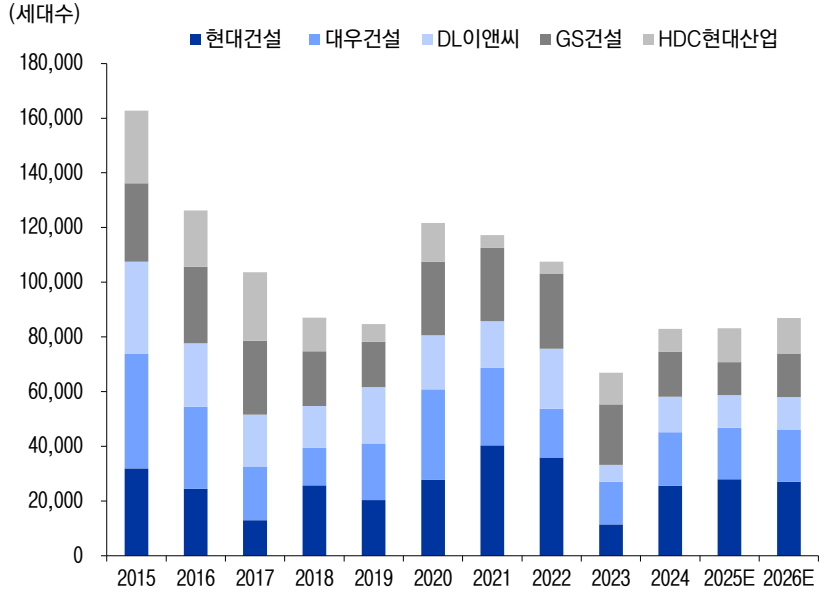
● 분양, 5% YoY 증가 전망

- 안전 규제와 수요 규제에 따른 시장 위축 등으로 건설사가 적극적인 공급 확대를 할 수 있는 상황이 아닌 것에는 분명하나, 1) 이미 신축 위주로 재편된 수요 쏠림 현상과, 2) 핵심지역 가격 신고가 랠리 지속, 3) 보유하고 있는 우량한 주택 수주잔고, 4) 변동성이 제한된 공사비를 고려할 때, 건설사가 공급을 늘리지 않을 이유도 없다고 판단됨
- 재개발/재건축 잔고를 바탕으로 우량 사업지에 마진을 충분히 남길 수 있는 적정한 분양가로 사업을 전개한다면, 2026년에도 분양은 꺾일 가능성이 되려 제한적. 당사는 2026년 분양은 YoY 5% 증가하는 수준으로 제시될 것으로 전망함
- 다만, 5%의 성장이 시장을 주도할 성장성이 아니기 때문에 주택주 포함 업종 투자 의견은 여전히 중립 (Neutral)을 유지

연도별 분양 추이 및 전망



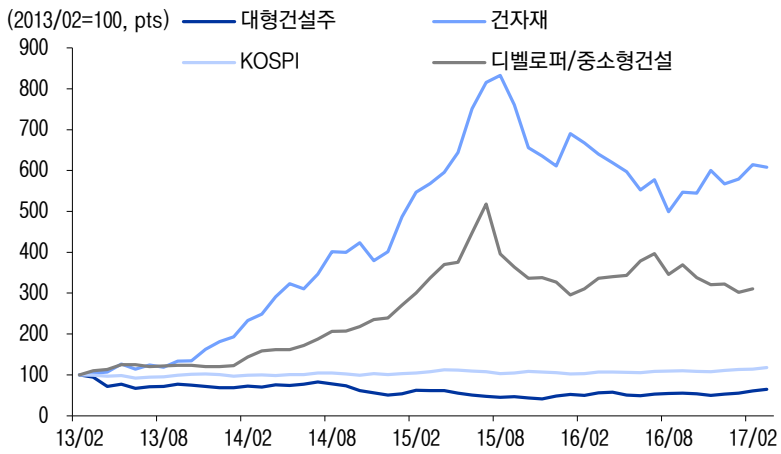
주요 건설사 연도별 분양 추이 및 전망



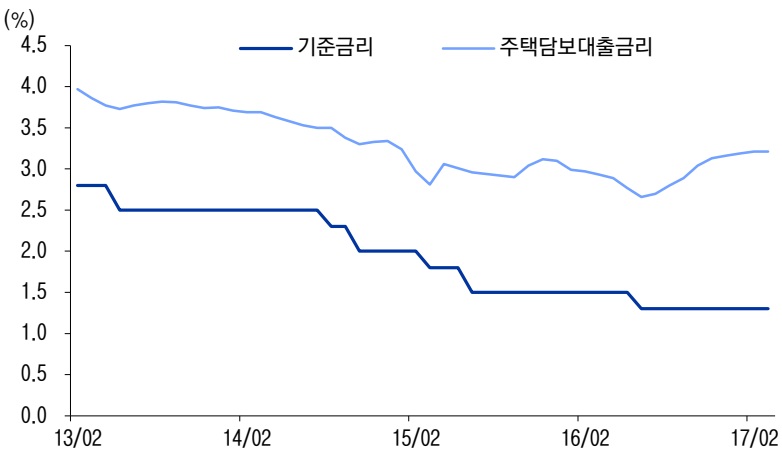
자료: 국토교통부, 각 사, LS증권 리서치센터

과거*와 같은 또 한 번의 빅사이클이 도래할 것으로 기대

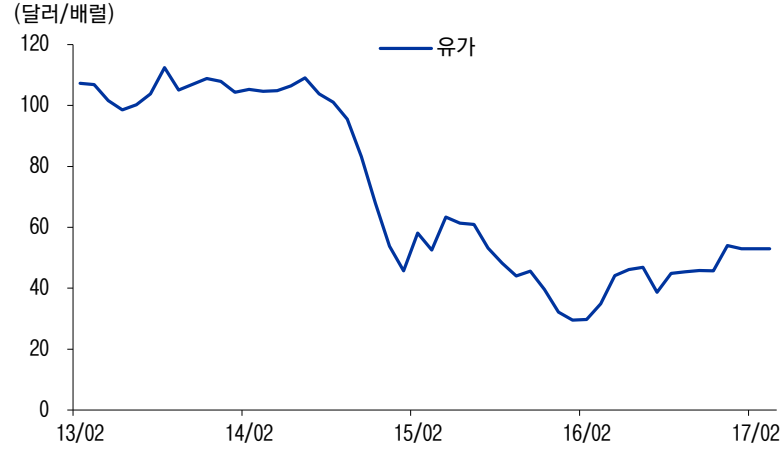
박근혜 정부 건설, 건자재, 디벨로퍼 상대주가: 큰 폭의 아웃퍼폼



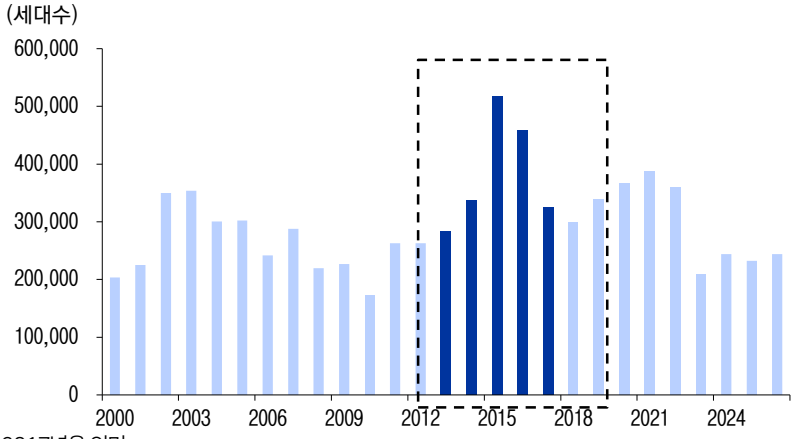
박근혜 정부 주택담보대출 금리 추이: 우하향 + LTV 70%



박근혜 정부 유가 추이: 하향안정화



박근혜 정부 전국 분양물량: 역사적 고점



자료: 한국은행, Bloomberg, 부동산114, LS증권 리서치센터 / 주: 유가는 두바이유 기준, *과거 빅사이클인 2014~2017년을 의미

총평

- 일부 업체 연말 비용 반영으로 4분기 단기적인 실적 악화 예상되나,
- 2021년 건자재 가격 슈팅으로 판가 전이 못한 현장들 준공, 정상 마진 현장 유입으로 믹스 개선
- 임차시장에서 월세 거래 증가, 전방위적 수요 규제 확대로 투기수요 진입이 어려움
- 실수요 위주로 시장 재편, 시장 유동성 증가와 원화가치 하락으로 똘똘한 한 채 거래 지속될 것
- 신축 유입 감소와 수요 증가로 지엽적인 가격 양극화 지속, 업체별로 차별적인 기회를 만들 것
- 정부의 정책 지원과 분양 공급 감소에 따른 자연스러운 미분양 소강, 리스크 레벨 다운될 것
- 건설사 구조조정 확대로 인해 건전한 턴어라운드 가능한 상황
- 2026년은 민간+공공 공급 확대로 5% YoY로 Q 성장 가능할 전망
- 규제로 인해 눌린 성장성과 노후 주택 증가, 개발 잠재력 쌓여 나가는 중
- 금리, 정책이 모두 더해지는 한 번의 빅사이클, 머지 않아 도래할 가능성이 높다고 판단

Appendix

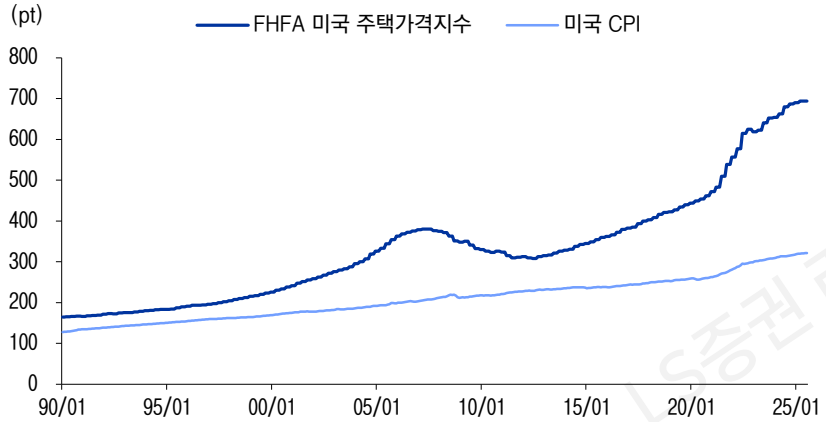
해외 부동산 시장 현황

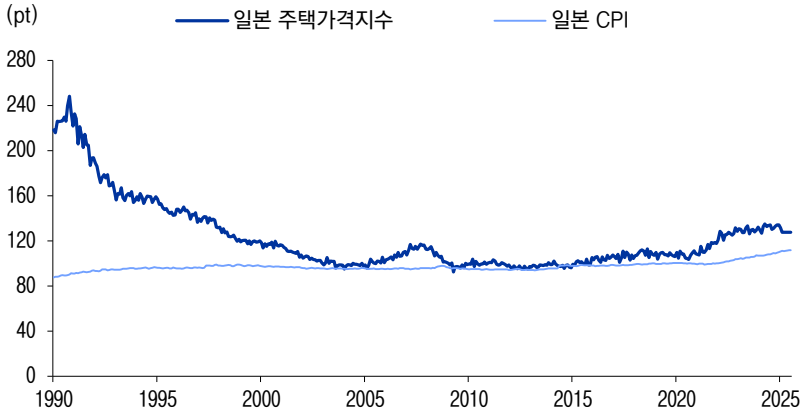
각국 CPI와 주거용 부동산 가격 비교

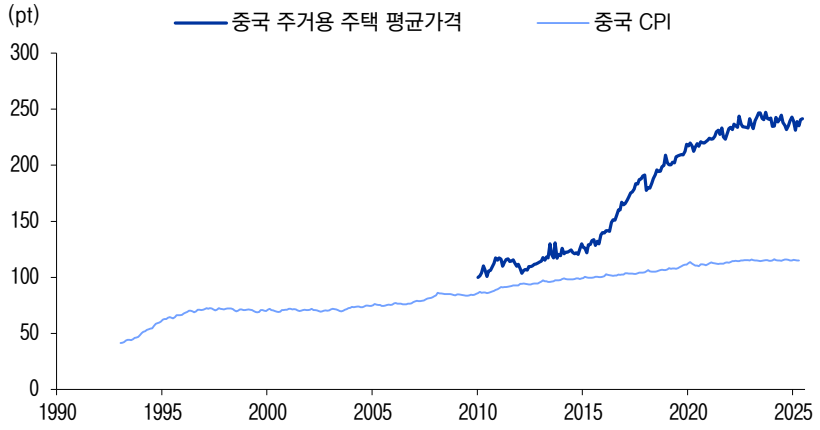
CPI와 밀접하게 움직일 수밖에 없는 주거용 부동산 가격

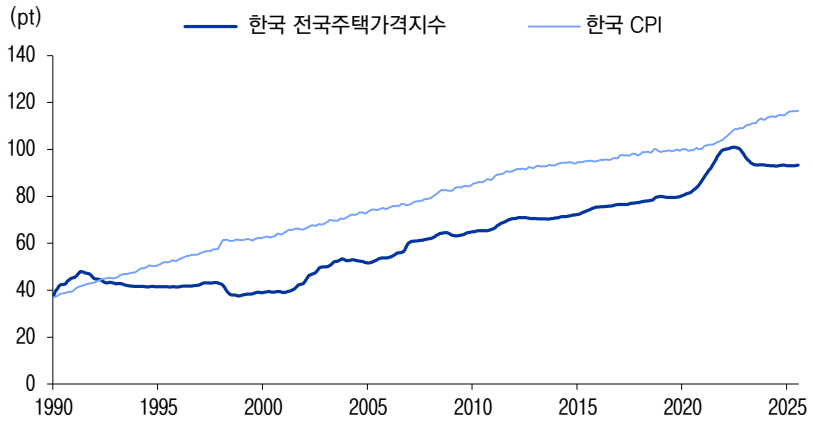
- 정책적 환경이 다르지만, 결국 인플레이션이라는 매크로 변수에 장기적으로 가격 방향성도 수렴. 일본 역시 장기 디플레이션 국면에서 부동산 가격이 장기적으로 눌렸음

미국, 일본, 한국, 중국의 CPI와 주거용 부동산 가격 YoY 증가율 비교









자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

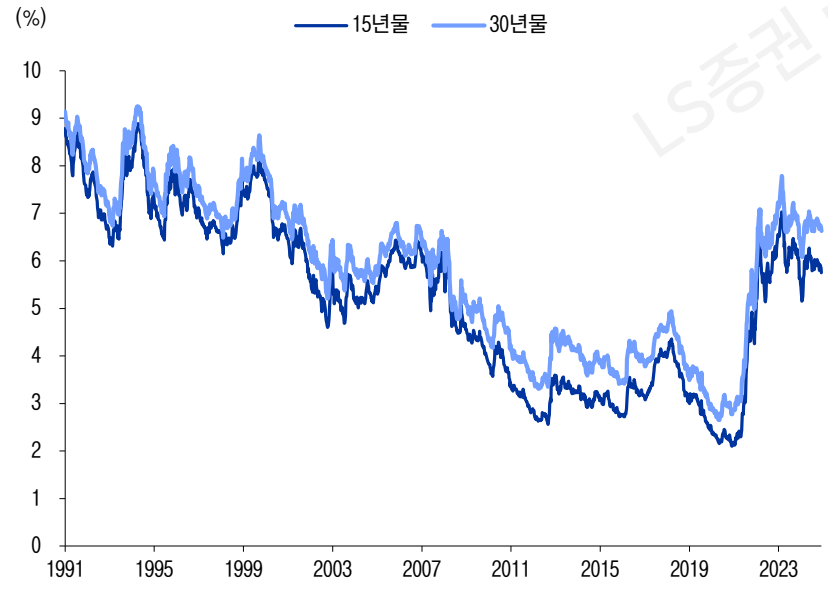
미국 주거용 부동산 현황 (1)

● 수요: 금리 하락에 따른 신규주택 거래 활성화

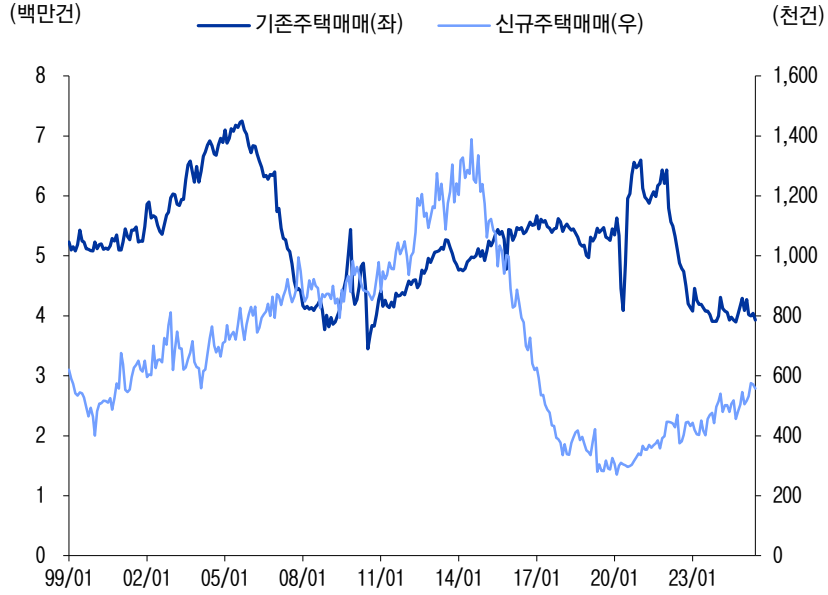
- 미국 모기지 금리의 Peak out으로 신규주택 거래량이 저점을 다진 이후 반등세 지속되고 있는 모습
- 금리 하락 사이클에서 통상적으로 기존주택, 신규주택 매매 건수는 동반해서 증가함
- 다만, 기존주택의 경우 30년 모기지 고정금리가 통상적이다 보니 금리 하락 초입 구간에서는 락인 (Lock-in)효과가 발생할 수밖에 없음. 이에 따라 기존주택 매매는 아직 활성화되지 못하고 있음

LS증권 리서치센터

미국 모기지 금리 장기 시계열 추이



미국 기존주택매매, 신규주택매매 건수 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

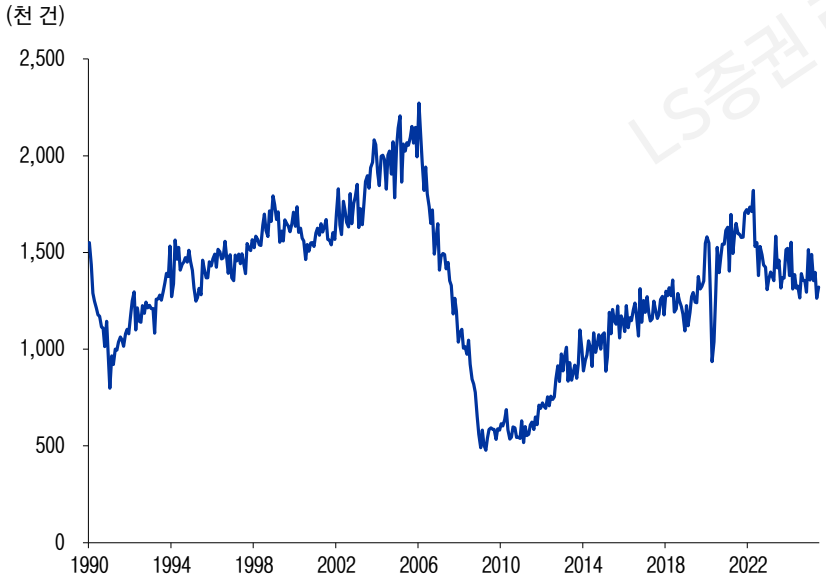
미국 주거용 부동산 현황 (2)

● 공급: 여전히 낮은 주택 재고

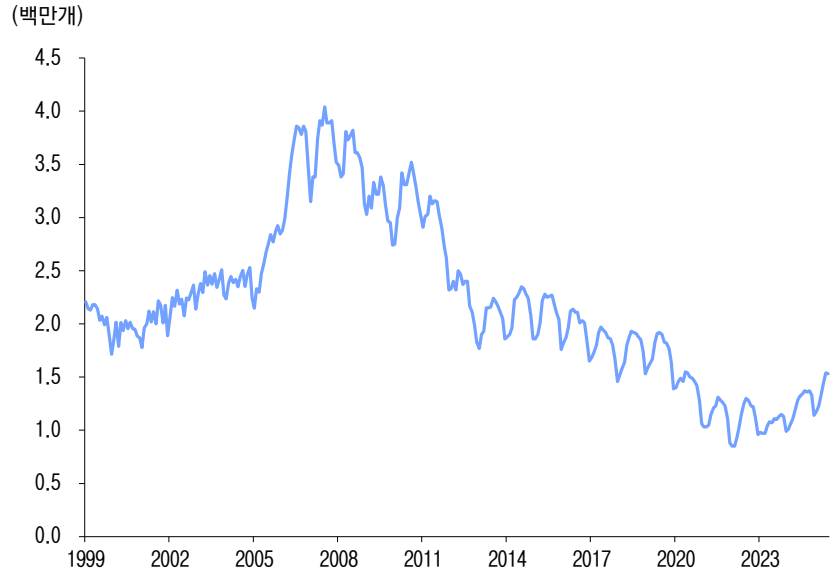
- 2008년 금융위기 당시 착공이 급격히 줄면서 공급 부족이 심화, 이후 회복 국면에서도 재고는 과거 수준을 회복하지 못했음
- 금리의 절대 레벨이 작년까지 높았다보니 착공 건수는 다소 정체되어 있으나,
- 재고의 경우 락인 효과와 여전히 절대적으로 높은 금리 수준으로 인한 거래 위축으로 다시 상승하는 상황
- 따라서 현재의 재고 증가는 수요의 장기 정체가 야기한 것으로 공급 부족이 해소된 것은 아니며, 금리의 추가 안정화와 신규 착공이 확대될 때 정상화 가능할 것

LS증권 리서치센터

미국 월별 주택착공 건수 추이



미국 주택재고 추이



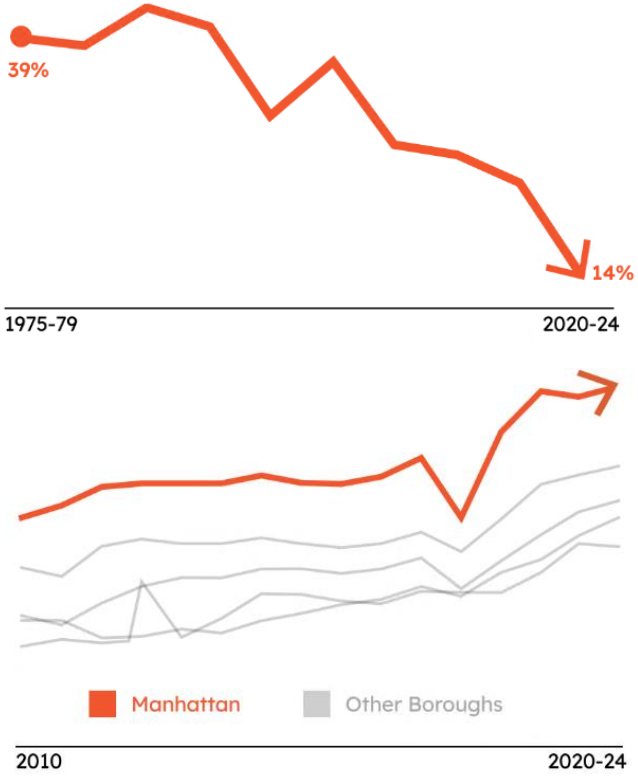
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

미국 주거용 부동산 현황 (3)

● 뉴욕 과밀지역 개발 활성화 대책: Manhattan Plan

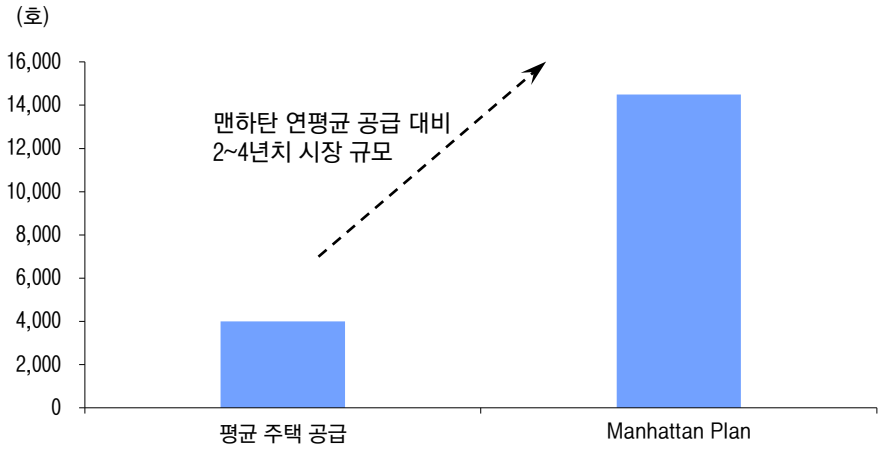
- 초고밀 도심지역의 오피스 공실률 확대와 주거 공급 부족에 따른 렌트료 상승을 해결하고자 2025년 뉴욕시는 'Manhattan Plan'을 설정
- 도심 초고밀 주거 허용을 위해 용적률 개념의 FAR을 대폭 상향 조정하고, 비주거 건물의 주거 전환을 전면 허용, 도심 집중화 되는 주거 트렌드를 정책적으로 지원

맨하탄 신규주택 준공비율 (상), 맨하탄 중위 요구 렌트료 추이 (하)



Manhattan Plan 세부 내용

정책	내용
용적률 완화	신규 고밀 주거지구 신설, FAR (건물총면적/대지면적) 기존 12에서 최대 18까지 증액
오피스의 주택 전환	상업용 건물, 유휴 오피스 등을 주택으로 전환 허용, 개발 인센티브 지급 (재산세 감면, 보조금 등)
공공주택 의무화	신규 주택 중 20~30%의 영구적 임대료 제한 주택 의무 공급



자료: NYC Planning, LS증권 리서치센터

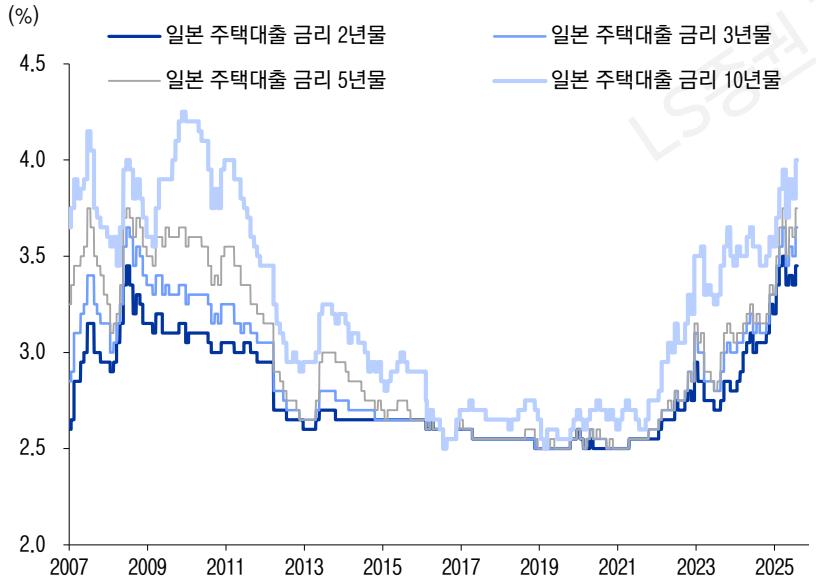
일본 주거용 부동산 현황 (1)

● 경기 회복에 따른 해외 투자자 유입으로 가격 상승

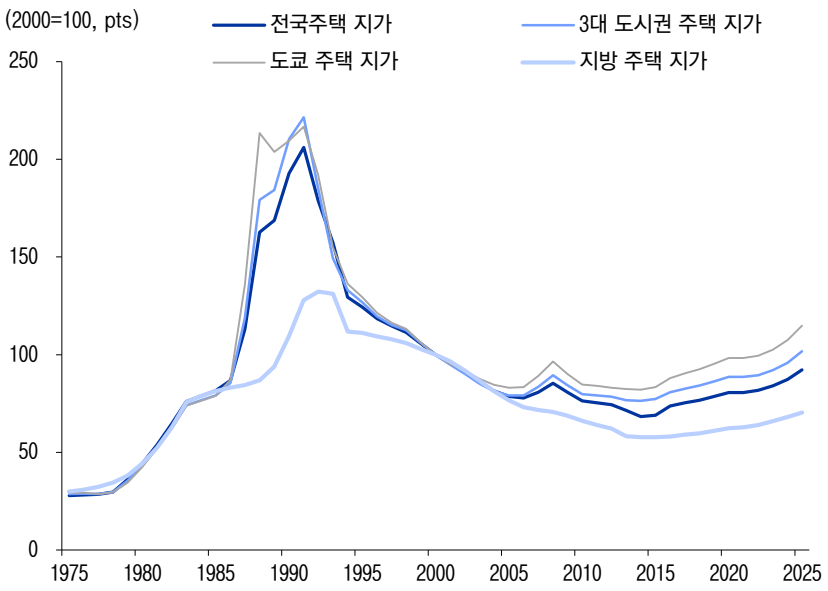
- 경제 회복과 디플레이션 탈피에 따라 장기 초저금리 구간을 벗어나며 주택담보대출 금리 역시 상승 전환
- 엔화 약세와 더불어 상승 전환하긴 했지만 여전히 낮은 금리 레벨로 인해 글로벌 자금 유입되며 지가 상승에 기여
- 장기 저성장 국면에서 자산 선호가 부동산으로 집중되며, 특히 도쿄를 필두로 한 대도시 중심으로 가격 상승 가파른 모습

LS증권 리서치센터

일본 주택담보대출 금리 추이



일본 지가지수 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

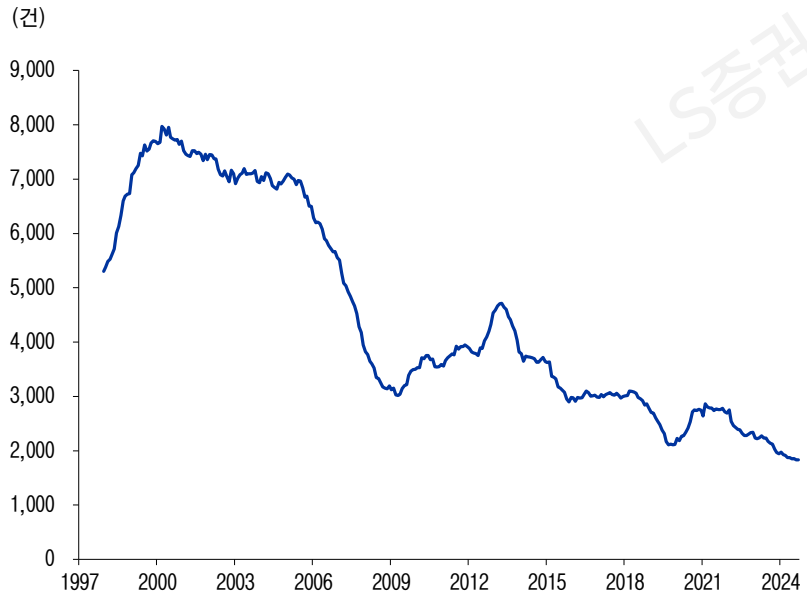
일본 주거용 부동산 현황 (2)

공급 안정화와 거래 회복

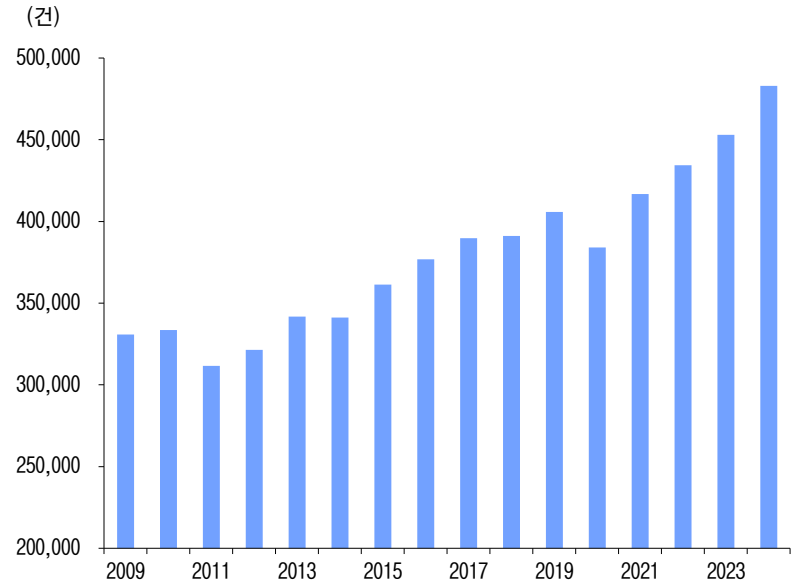
- 주택 재고는 2000년대 초반을 정점으로 꾸준히 감소하며 시장 안정화 지속됨
- 동시에 주택 거래량은 장기적인 우상향을 그리며 수요가 꾸준히 유지되고 있음을 보여줌
- 인구 감소에도 불구하고 대도시 중심의 1, 2인 가구 증가에 따른 주거 수요 확대
- 저금리 속에 일본주택금융지원기구를 통한 안정적 대출 공급이 오랫동안 유지되며 거래량 점진적 증가, 최근에는 해외 투자자 수요 증가로 거래량 확대

LS증권 리서치센터

일본 주택 재고



일본 주택 거래량 (단독주택, 콘도, 아파트 합산 기준)



자료: Bloomberg, 일본 국토교통성, LS증권 리서치센터

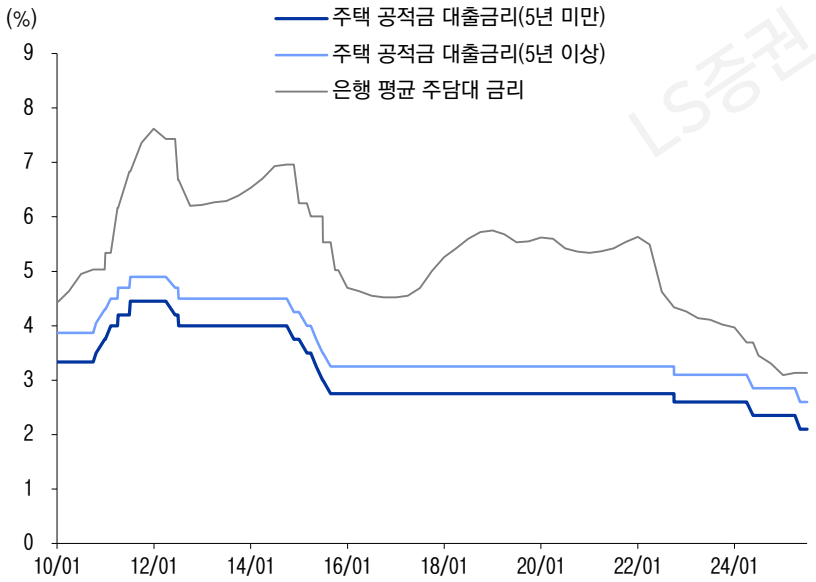
중국 주거용 부동산 현황 (1)

● 조정 국면 지속되는 중

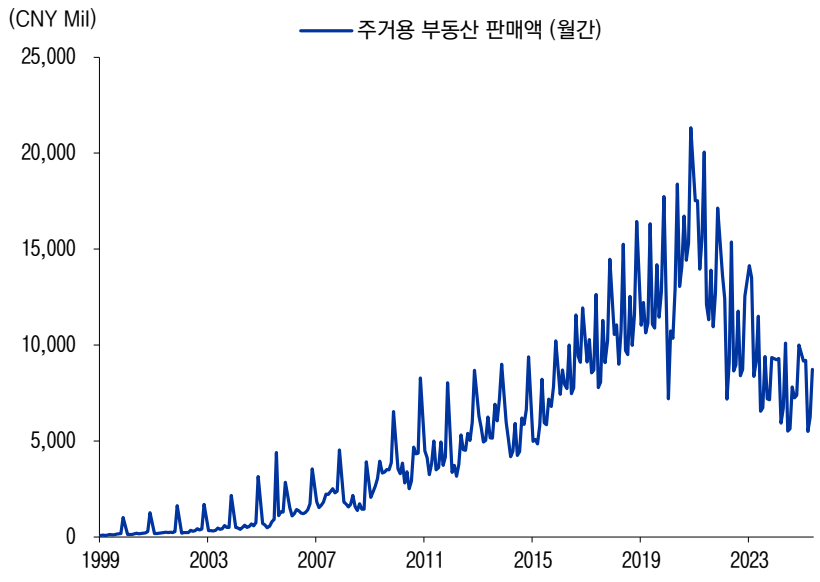
- 중국은 주택담보대출금리가 장기적으로 하락, 정부가 시장을 부양하기 위해 적극적으로 금리 인하와 규제 완화를 시도
- 2020년까지 거래가 급격히 늘며 부동산 시장이 과열되었으나, 이후 경기 둔화로 인해 거래액이 급감함
- 최근 중국 정부의 금리 인하, LTV 완화, 디벨로퍼 자금 확충 등의 다양한 부동산 부양책이 발표되고 있으나 경제성장률과 부채 리스크로 회복 속도 더딜 것으로 전망

LS증권 리서치센터

중국 대출금리 및 주담대 금리 추이



중국 주거용 부동산 거래량 (판매액) 추이



자료: WIND, LS증권 리서치센터

중국 주거용 부동산 현황 (2)

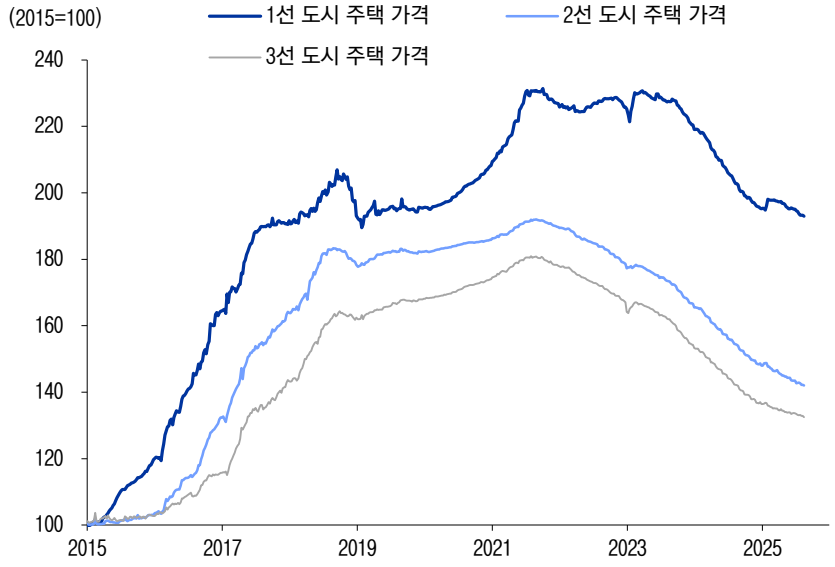
● 당분간 해소되지 않을 공급과잉

- 중국 1선도시의 주택 재고는 크게 증가하며 전반적인 공급 과잉 압박 지속되는 모습
- 가격 역시 조정을 거치며 하락세 지속되고 있으며, 3선도시 대비 1선도시의 가격 하락 폭 자체는 방어되고 있으나 재고 부담으로 하락 압력 지속

LS증권 리서치센터

중국 1선 도시 주택 재고 합산

중국 도시별 주택 가격지수 추이



자료: WIND, LS증권 리서치센터

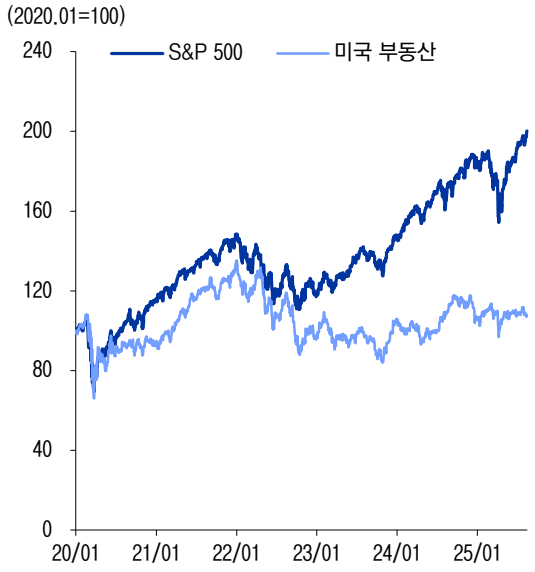
국가별 부동산 섹터 상대수익률

● 상대적으로 양호한 일본, 미국

- 각 국의 부동산 섹터의 상대수익률 추이를 보면, 일본의 경우 경제 성장에 따른 초저금리 탈피와 해외 투자자 유입에 따른 지가지수 반등으로 시장을 추종하는 양호한 흐름을 보이고 있음. 미국의 경우 부동산 시장 자체는 어느 정도 회복 궤도에 접어들었으나 AI를 필두로 한 시장 우상향 속에서 수익률 측면으로는 언더퍼폼. 중국은 시장 부진에 따라 큰 폭의 언더퍼폼 지속 중
- 결론적으로는, 주요국 주거용 부동산 시장은 나라별 제도적 차이에도 불구하고, 장기적으로 금리, 물가 등 거시경제에 강하게 연동. 우리 나라는 상대적으로 정책 변동성이 매크로보다 큰 변수로 작용, 상대적인 디스카운트 요소로 판단

LS증권 리서치센터

미국 부동산 섹터 상대수익률 추이

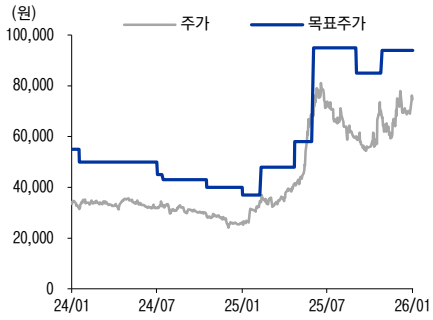


일본 부동산 섹터 상대수익률 추이

중국 부동산 섹터 상대수익률 추이

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

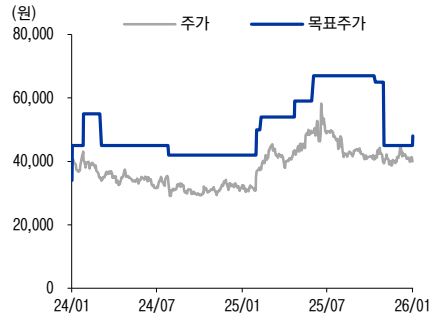
현대건설 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%)			일시	투자의견	목표가격	괴리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2019.07.22	신규	김세련									
2024.01.09	Buy	55,000	-36.9		-39.1						
2024.01.24	Buy	50,000	-28.6		-33.0						
2024.07.09	Buy	45,000	-23.4		-27.4						
2024.07.22	Buy	43,000	-22.2		-27.6						
2024.10.23	Buy	40,000	-26.3		-31.9						
2025.01.08	Buy	37,000	-6.5		-20.7						
2025.02.17	Buy	48,000	-14.3		-25.0						
2025.04.30	Buy	58,000	18.6		-11.0						
2025.06.09	Buy	95,000	-14.6		-27.3						
2025.09.09	Buy	85,000	-13.5		-29.8						
2025.11.03	Buy	94,000									

DL이앤씨 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%)			일시	투자의견	목표가격	괴리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2021.05.12	신규	김세련									
2024.01.09	Buy	45,000	-4.2		-13.0						
2024.02.02	Buy	55,000	-26.0		-30.6						
2024.03.11	Buy	45,000	-16.9		-23.6						
2024.08.02	Buy	42,000	-16.3		-25.4						
2025.02.07	Buy	50,000	-23.9		-25.1						
2025.02.17	Buy	54,000	-15.9		-23.2						
2025.04.30	Buy	59,000	-15.3		-21.8						
2025.06.09	Buy	67,000	-13.1		-31.5						
2025.10.20	Buy	65,000	-31.8		-35.4						
2025.11.07	Hold	45,000	0.2		-9.0						
2026.01.08	Buy	48,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김세련)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight (비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	88.7%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
	투자등급 3단계	Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	11.3%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		**100.0%**	투자의견 비율은 2025. 1. 1 ~ 2025. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)