

건설

비중확대 (유지)

80% 확률로, 상고하이(異)

신한투자증권
기업분석부

김선미 연구위원
☎ 02) 3772-1514
✉ sunmi.kim@shinhan.com

이지우 연구원
☎ 02) 3772-1578
✉ jwlee8991 @shinhan.com

신한 리서치
투자정보

I. Investment Summary

2023년 개발비용 상승으로 국내외 발주 지연

2023년도 건설업종에게 힘든 한 해였다. 2023년은 '개발비용 상승으로 인한 국내외 발주 지연'으로 요약가능하다. 전국 아파트 신규분양은 약 23만세대로 YoY -38% 축소가 예상된다. 신규 현장 유입이 지연되면서 기대했던 mix 개선에 따른 주택수익성 회복도 없었다. 연초 강했던 플랜트 수주는 2, 3Q 긴 공백기를 지나 4Q에 일부 회복하고 있으나, 업체별 성과가 양극화되며 시장의 우려가 커졌다.

2024년 건설업종 상고하이(異) 전망

불안정한 업황에도 불구하고 2024년 건설업종에 대한 투자의견 비중확대를 유지하며, 건설업종 주가 상고하이(다를 이, 異)의 흐름을 예상한다.

상반기: 해외 수주 증가로 시작해 주택경기 회복까지 가세

2024년 상반기 현재 입찰평가 중인 대형 해외수주 결과와 함께 업체들의 양호한 해외수주 가이던스가 건설사 턴어라운드 기대감을 높일 전망이다. 저가수주 우려가 다시 제기되고 있으나 1) 완화된 경쟁강도, 2) 건설사별 주력국 기반 높아진 수주성공률, 3) 클레임 정산 법률기반 강화, 4) 2022년 이후 국내사 해외 수익성 안정화 및 5) 글로벌 EPC사들의 2024년 이후 실적 추정치 상향세 등을 고려 시기우라 판단한다. 상반기 해외수주 증가와 함께 건설사 실적 상향이 기대된다.

장기간 침체를 지속한 주택부문도 턴어라운드가 기대된다. 신규분양은 연간 25만호 이상이 될 예정이며, 대출 축소 영향이 클 서울/수도권보다는 지방의 회복 강도(YoY +30% 이상)가 더 강할 전망이다. 2020~21년 분양한 저수익 현장 준공에 따른 주택 수익성 개선도 상반기 업종 주가 회복에 기여할 전망이다.

하반기: 주택분양 및 신사업 투자성과에 따라 업체별 주가 차별화 시작 전망

중요한 것은 하반기이다. 2014년 이후 건설업종 주가는 8번(80%) 상고하저의 흐름을 보였다. 2024년 하반기 주가는 1) 국내외 수주 턴어라운드 현실화 및 2) 신사업 투자성과 가시화 여부에 따라 업체별로 차별화될 전망이다. 주택의 경우 도시정비 외로 지방 신규주택사업에 적극적으로 참여하며 시장 회복에 탄력적으로 대응하는 업체의 분양 실적이 양호할 것으로 기대한다. 신사업은 업체별로 중요한 마일스톤 - EPC 전환(현대, 삼엔) 및 대형 수주(DL이앤씨) - 가 예정되어 있는데 성과에 따라 벨류에이션 리레이팅이 기대된다. 1), 2) 모두 2024년 하반기를 넘어 건설업종 주가 중장기 방향성을 결정할 주요 요인이 될 전망이다.

Top Picks : 현대건설, 대우건설

2024년에도 고금리/고물가 기조가 지속됨에 따라, P 상승(건설: 자체사업 확대/건자재: 판매단가 인상) 및 C 절감(건설: 높은 신용등급 기반 PF조달금리 인하, 반복된 해외수주 기반 원가경쟁력 개선/ 건자재: 일회성 비용 축소)하는 업체가 영업에 유리할 전망이다. 해당업체인 현대건설, 대우건설을 Top Picks로 제시한다. 차선호주는 플랜트 중심으로 영업이익 기준 YoY +60% 성장이 기대되는 DL이앤씨이다. 건자재업종의 경우 2024년 Q 감소 및 C 상승의 어려운 영업환경이 예상되는 만큼 전반적으로 보수적 의견을 제시하며, 판매단가 인상을 시도하는 시멘트, 한샘을 상대적으로 선호한다.

II. 2023년 요약 – 인플레이션이 너무해

개발비용 상승으로 국내외 수주 지연

주택시장 침체 우려, 연중 업종 주가 부진 초래

2023년 건설업종 KOSPI 대비 7.5%p 언더퍼폼

2023년 건설업중은 4.2% 하락하며 KOSPI 대비 7.5%p 언더퍼폼했다(10/27일 기준). 주택시장 침체 및 그에 따른 손실 발생 우려로 업종 주가는 연초부터 약세였다. 1Q23 국내외 대형 플랜트 수주 인식으로 업종 분위기 반전을 꾀했으나 주택시장 우려를 이기지 못했다. 결과적으로 삼성엔지니어링, 아이에스동서 등 주택 외 사업부 성장이 기대되는 업체들만 주가가 양호했다.

분기가 지날수록 건설업종에 대한 실망감은 더해졌다. 1) 더딘 주택부문 수익성 개선, 2) 2024년 이후 주택실적 축소 우려, 3) 중동 플랜트 수주 지연 등이 주요 원인이다.

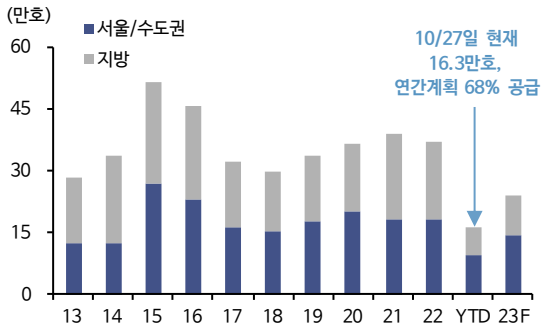
신규분양 축소되며 수익성 개선 지연 및 24년 이후 실적 축소 우려 확대

2023년에는 점진적으로 개선될 것으로 기대했던 주택부문 수익성은 3Q까지 2022년 수준에서 크게 나아지지 않았다. 원자재가 및 인건비는 여전히 높은 상황에서 연이은 부실공사 사건으로 현장 직간접비가 증가했다. 그러나 무엇보다도 mix 개선 역할을 해 줄 신규분양이 적었던 것의 영향이 컸다.

10/27일 현재 전국 아파트 신규분양은 16.3만호로 연간 계획의 68% 공급에 그쳤다(연초 계획 대비해서는 50%). 개발비용 상승에 따른 사업성 악화 및 자금조달 난항이 주요 원인인데 해결의 여지가 보이지 않는다. 정부가 대대적인 공급 활성화 대책도 발표했으나 효과는 제한적이다. 현재 기조라면 연간 신규분양 23만호도 빠듯해 보인다.

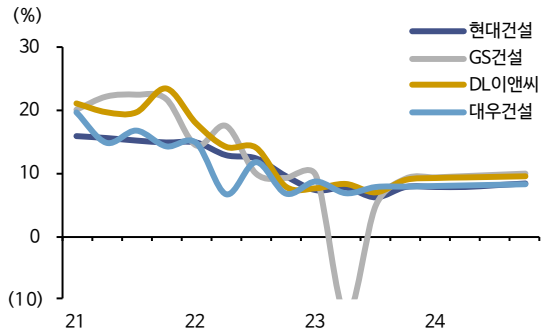
신규분양 축소가 장기화되자 2024년 건설사 실적 둔화에 대한 우려가 커졌다. 수주잔고가 작은 중소형사들의 경우 하반기부터 매출 둔화가 감지된다. 대형 건설사들은 도시정비 위주로 4Q에 3Q 누적 물량 이상의 분양을 공급한다는 계획이나, 실제 결과에 따라 향후 실적의 추가 하향 가능성이 있다.

전국 아파트 신규분양



자료: 부동산114, 신한투자증권

건설사 주택/건축부문 수익성(GPM)



자료: 각 사, 신한투자증권

해외, 우호적 영업환경에도 발주(FID) 지연

고유가 지속에도
해외수주 발주 지연

해외부문도 건설업종 주가에 크게 기여하지 못했다. 1Q 업체별로 연간 목표 50% 이상의 수주를 확보하는 등 시작은 고무적이었으나 2Q 이후 해외수주는 급감했고 업체별 실적은 양극화됐다.

높은 국제유가 수준에도 '개발원가 상승'이 문제가 됐다. 예전과 달리 건설사들이 저가수주를 지양하면서 발주처들의 예산 조정(증액/ 프로젝트 규모 재조정/ 사업성 재평가)이 필요해졌다. 그 과정에서 3Q까지 수주가 부재하자, 연초 52주 신고가 보이던 삼성엔지니어링 주가는 하락세로 전환됐다.

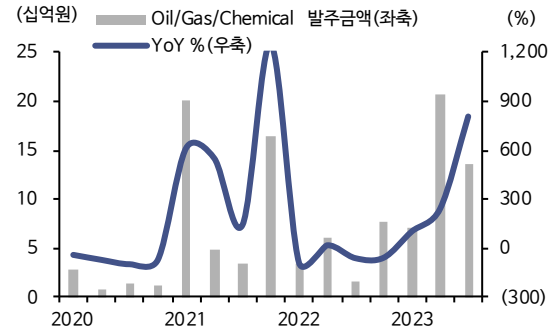
3Q23 재개된 입찰,
연말/연초 결과 발표 예상.

단, 발주지연 가능성 고려해
업체별 수주전략 점검 필요

그럼에도 불구하고 해외수주에 대한 기대감은 유효하다. 국내사들이 참여하는 주요 프로젝트가 3Q 발주가 재개됐다. 입찰서(ITB)가 발급됐고 현재 입찰평가가 진행 중이거나, 진행할 예정이다. ITB 발급 후 최종 수주업체 선정까지 소요시간이 짧아지고 있는 최근 추세를 감안 시 연말/연초에 결과 발표가 기대된다. 프로젝트당 입찰경쟁 업체 수가 3, 4개사 내외로 감소했고, 업체별 주력 공종을 감안 시 실질적인 경쟁률은 3:1이 안되는 안건들도 많아 업체들의 수주 증가가 기대된다.

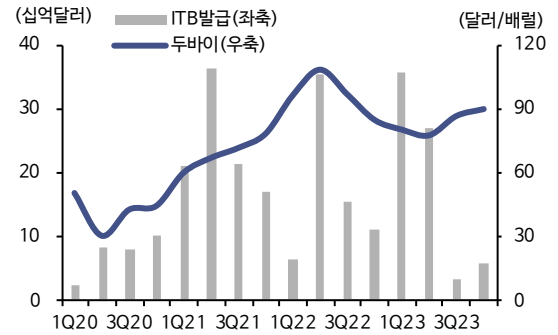
10월 현재 현대건설, 대우건설은 연간목표를 초과하는 해외수주를 확보한 반면 삼성엔지니어링 수주실적은 부진하다. 주력공사 발주 및 결과 발표 시점에 따라 업체별 성과가 갈린 것으로 보인다. 전반적으로 예산 조정 시간이 길어짐에 따라 하반기 안건에 집중했던 업체들은 수주 결과가 부진하다. 업체별 전략은 4Q23~2024년 상반기에 걸쳐 축소되겠으나, 발주처들의 예산 조정 과정이 향후에도 발생할 가능성이 높은 만큼 수주전략 점검이 필요하다는 판단이다.

중동 GCC국 화공플랜트 분기별 발주 내역



자료: 업계 자료, 신한투자증권

국제유가 및 중동 GCC국 화공플랜트 ITB 발급액



자료: 업계 자료, 신한투자증권

III. 2024년 전망 - 상고하이(異)

1) 상반기: 미워도 다시 한번, turnaround 기대감

해외수주 소식과 함께 기분 좋게 시작

2024년 건설업종 상고하이(異) 전망

2024년 건설업종은 상고하이(異)의 주가 흐름을 보일 것으로 예상한다.

상반기에는 국내외 수주 및 실적 턴어라운드 기대감과 낮은 Valuation 기반 건설업종 주가 상승 가능성이 높다. 하반기에는 1) YTD 수주 실적 및 2) 신사업 투자성과 가시화 여부에 따라 업체별로 주가 차별화가 진행될 예정이다.

상반기: 대형 중동PJT 결과 발표 및 업체별 가인던스 증액으로 턴어라운드 기대감 확산 기대

2024년 초 주요 건설사 해외수주 증가가 기대된다. 3Q에 입찰 재개된 대형 프로젝트들의 입찰 결과가 발표될 예정이기 때문이다. 중동 GCC국 기준 현재 건설사 상업입찰 후 입찰평가가 진행 중인 화공플랜트 발주예산은 350억달러 규모에 달한다. 2023년 기 발표된 프로젝트 기준 상업입찰 후 수주업체 선정까지 평균 3~4개월이 소요됐었음을 고려하면 1Q24 결과 발표가 집중될 전망이다.

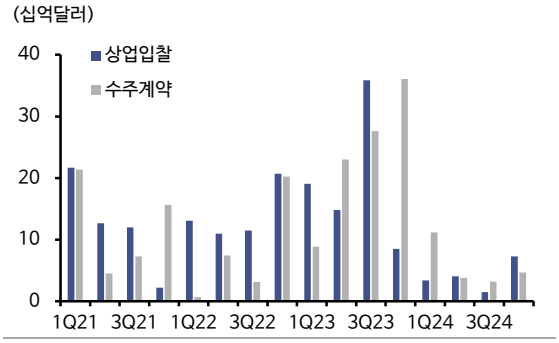
이를 기반으로 건설사들의 2024년 해외수주 가이던스는 2023년 대비 증액될 가능성이 높다. 앞서 DL이앤씨는 2024년 플랜트 수주목표로 올해 3.5조원 대비 17% 증가한 4.1조원을 제시했다. 현대건설, 삼성엔지니어링 또한 올해 대비 나은 해외수주를 기대하고 있다.

업체들의 해외수주 의지 강화는 업종 주가에 긍정적으로 반영될 전망이다. 국제유가 상승 및 경쟁강도 완화 등의 우호적인 업황 변화에도 국내사 주가는 부진했다. 연초이래 10% 급등한 글로벌 EPC업체들과 차별화된 양상이다. 2024년 이후 해외부문 사업비중이 증가되며 주가 영향력은 점차 확대될 것으로 기대한다.

2024년 발주예산, 연말/연초 일정 구체화되며 증액 예상

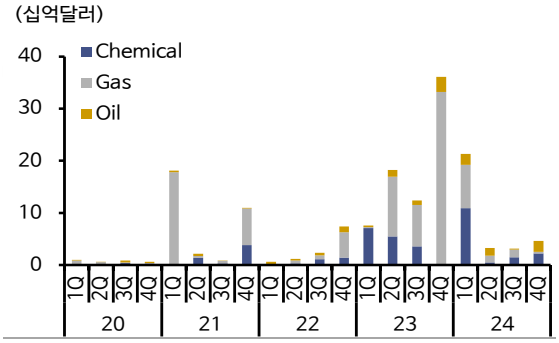
2024년 중동 화공플랜트 발주예산은 연말/연초에 구체화될 예정이다. 아직 발주일정이 확정되지 않은 안건들이 많아 2024년 발주예산이 감소하는 것으로 보이나 예산은 향후 증액될 가능성이 높다. 10/20일 기준 집계된 2024년 화공플랜트 발주예산은 9월 초 집계한 예산 대비 14% 증가했다.

GCC국 Oil/Gas/Chemical 발주절차



자료: 업계 자료, 신한투자증권 / 주: Upstream 및 수소PJT 제외

GCC국 Oil/Gas/Chemical 공종별 발주예산



자료: 업계 자료, 신한투자증권 / 주: Upstream 및 수소PJT 제외

저가수주 가능성 우려 제기

2023년 예상과 다른 업체별 수주 결과 – 현대건설 YoY +200% 급증 vs. 삼성엔지니어링 저조 – 로 저가수주에 대한 우려가 다시 제기되고 있으나, 가능성은 낮다고 판단한다.

과거 대비 완화된 수주경쟁 강도 및 업체들의 타이트한 인력 상황을 고려 시 저가수주 필요성이 낮기 때문이다. 과거와 달리 발주처 요구에 따른 EPC사 입찰가격 재산정 사례도 없었다.

경쟁강도 완화, 견적비 통제, 클레임 정산 기반 해외 수익성 악화 우려 불필요

과거 건설사 해외부문에서 손실이 잦았던 이유는 저가수주 외로 사업초기 예상하지 못한 변수로 인한 비용 발생 및 발주처와의 클레임 정산 실패 영향이 크다. 그러나 2013년 대규모 손실 이후 주요 건설사들은 예산관리체계 도입을 통해 예상변수를 타이트하게 관리하며 입찰견적 통제력을 높여왔으며 클레임을 위한 법률검토 과정 또한 강화했다. 강점있는 국가 및 공종 중심으로 입찰을 진행하면서 실행력도 개선됐다.

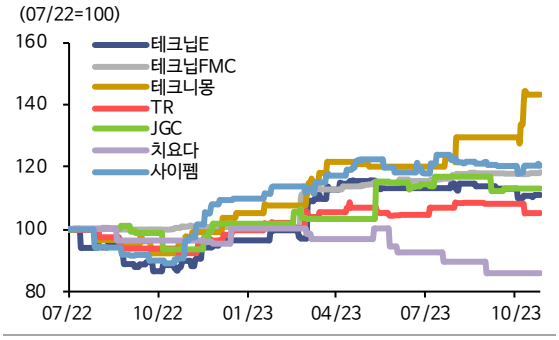
이는 건설사들의 양호한 실적으로 반증된다. 4Q22 이후 건설사 실적에서 일회성 손실이 큰 폭 축소됐다. 진행률 회계를 쓰는 건설업 특성 상 분기마다 일회성 손익 발생은 불가피하나, 최근 들어 일회성 비용의 규모 및 빈도 수 모두 축소됐다. 이는 건설사들의 해외수주의 퀄리티가 높아졌음을 의미한다.

글로벌 EPC사 2024년 실적 추정치는, 지속 상향 중

해외업체들 실적에서도 저가수주 우려는 불식된다. 주택사업 비중이 큰 국내 건설사와 달리 플랜트 중심의 사업 포트포리오를 갖춘 글로벌 EPC사들의 실적은 화공플랜트 발주시장 흐름을 잘 보여준다. 주요 글로벌 EPC사 2024년 매출 및 EBITDA 추정치는 2022년 하반기부터 꾸준하게 상향 조정됐다. 매출과 수익 추정치가 동행하는 것으로 보아 저가수주 우려는 미미한 것으로 보인다.

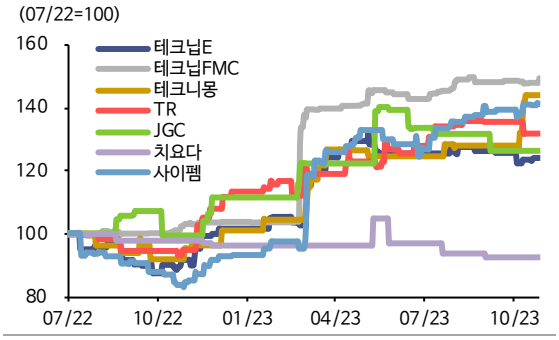
결론적으로 특정 업체의 해외수주 증가를 저가수주 가능성으로 확대해석할 필요는 없다는 판단이다. 업체별 해외수주는 실적 상향 조정과 함께 주가 상승으로 이어질 것으로 기대한다.

주요 글로벌EPC 업체들 2024년 매출 추정치



자료: Thomson Reuters, 신한투자증권

주요 글로벌EPC 업체들 2024년 EBITDA 추정치



자료: Thomson Reuters, 신한투자증권

아파트 신규분양 YoY 증가 전망. 회복 강도는 서울,수도권 〈 지방

주택부문도 점진적으로 턴어라운드 기대

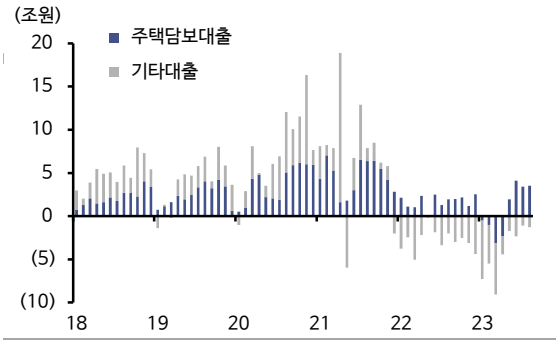
장기간 침체를 지속한 주택부문도 턴어라운드가 기대된다. 2025년 입주물량 급감을 앞두고 신규분양 수요가 증가할 가능성이 높기 때문이다. 단 지역은 서울/수도권 보다는 지방의 회복 강도가 더 강할 전망이며 전반적인 회복세는 연말로 갈수록 뚜렷해질 것으로 예상한다.

서울의 경우 도시정비 사업지가 많아 상대적으로 미분양 리스크가 적고, 수요층이 넓다는 측면에서 경기둔화기에 특히 선호된다. 그러나 문제는 주택수요층의 구매력이다. 각 종 대출규제 완화에도 DSR이 유지되는 한 구매가능한 주택 수는 제한적이다.. 50년 만기 주담대 상품도 중단됐으며 주택담보대출 금리는 상승하고 있다. 이에 더해 정부는 2024년 예산안에 주택금융 관련 출자 예산을 전액 삭감하면서 2024년 정책모기지 축소를 예고했다. 2024년 청약수요는 둔화가 불가피해 보인다.

대출 제한 고려 시 도시정비 중심의 서울 분양 증가 가능성은 제한적

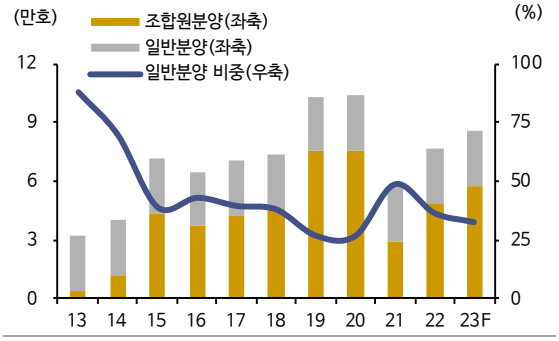
2024년에도 분양을 계획하는 도시정비사업이 많겠으나 시기가 지연될 가능성이 높다. 조합원들이 분담금을 낮추기 위해 일반분양을 최대한 미루면서 2023년 도시정비사업 물량 중 일반분양 비중은 33%까지 하락했다. 2024년에도 유사한 흐름이 예상되며, 이 경우 서울 분양물량 YoY 증가분은 제한적일 것으로 보인다.

주택담보대출 MoM 증감



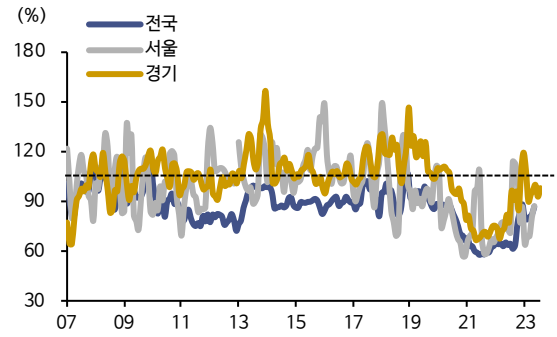
자료: 부동산114, 신한투자증권

도시정비 분양, 일반분양 비중



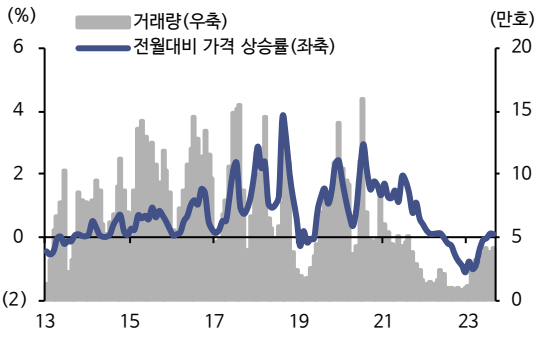
자료: 부동산114, 신한투자증권

지역별 아파트 신규분양가 vs. 시세



자료: 부동산114, 신한투자증권

아파트 가격 MoM 상승률 및 매매거래량



자료: 국토교통부, 부동산114, 신한투자증권

오히려 기회는 지방에서. Again 2012?!

반면 지방 신규분양은 점진적으로 증가할 것으로 예상한다. 2025년 이후 신규공급 축소가 예정된 가운데 서울과 달리 주택구입부담이 아직은 낮기 때문이다.

서울/수도권 외 지방/광역시 입주예정물량은 2023년 대비 2024년 29%, 2025년 52% 감소가 예상된다. 후분양 세대 수를 고려해도 차이는 크지 않을 듯하다. 이는 금융위기 이후 지방 주택경기가 반등하기 시작한 2012년과 유사한 상황이다. 당시에도 안전한 서울/수도권 중심으로만 신규분양이 공급되면서 지방 주택공급 부족 우려가 커졌다. 2012년부터는 1) 전세/매매가 70% 상회, 2) 입주물량 축소(2010년 대비 24% 감소), 3) 금리 인하 기대감이 맞물리며 주택수요가 반등했다.

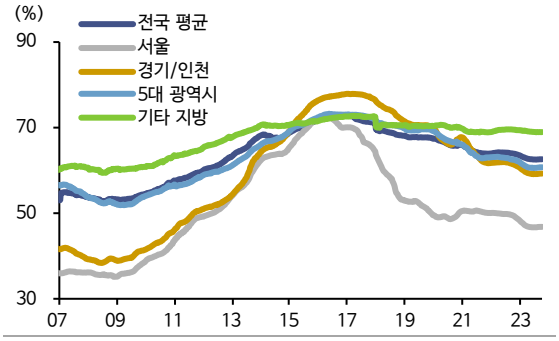
10월 지역별로 전세/매매비율이 70% 상회하는 지역이 나타나고 있다. 절대적으로 증가한 주택재고, 높아진 금리 수준 및 경기둔화에 따른 구매력 축소 가능성 등을 고려해야 하나, 1) 금리와 소득 수준이 반영된 주택구입부담지수는 2012년과 유사한 수준이고 2) 하반기 들어 미분양 소진 속도가 빨라진 점 고려 시 2024년 지방 주택경기 회복에 대해 희망을 가질 만하다.

2024년 공급급감 체감되는 연말로 갈수록 주택경기 회복세 가시화 예상

지방 주택경기 회복세는 2025년 신규공급 급감이 가시화되는 연말로 갈수록 뚜렷해질 전망이다. 현재 남아있는 많은 미착공PF 현장은 주로 지방에 위치하는데, 누적된 금융비용을 고려 시 분양가 인상이 필요하다. 시세 대비 분양가 비율이 평균 92%에 머무르는 서울과 달리 지방은 프리미엄이 이미 40~60% 수준으로 높아 추가 확장이 어렵다. 결국 주택사업 진행을 위해서는 시세 반등이 선제돼야 한다. 이는 기존 미분양 해소 및 PF 구조조정 이후에 가능 전망이며 시기는 2024년 하반기 이후가 될 가능성 높다.

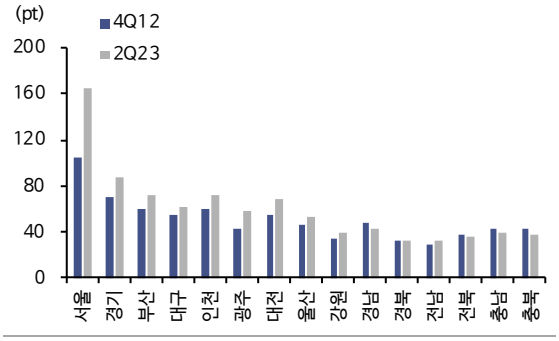
당사는 2024년 연간 25만호 이상의 신규분양 공급을 예상하며 이 중 지방물량은 12만세대 수준으로 2023년 대비 30% 증가할 것으로 예상한다. 2024년 연간 신규분양계획은 연초 부동산114와 같은 민관업체에 의해 발표되는데, 시장 우려와 달리 견조한 계획이 제시되며 업종 주가 회복에 기여할 것으로 기대한다.

지역별 전세/매매 비율



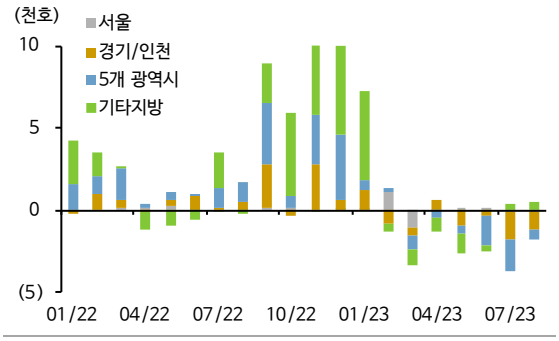
자료: 부동산114, 신한투자증권

주택구입부담지수



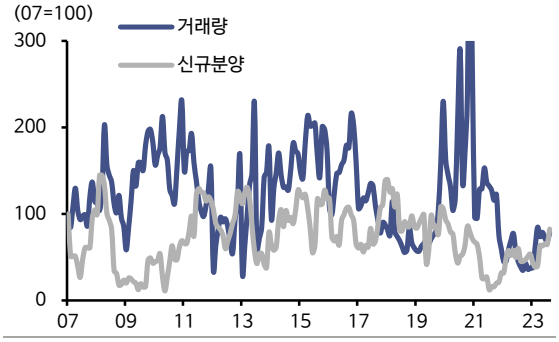
자료: 주택금융공사, 신한투자증권

지역별 미분양 MoM 증감



자료: 국토교통부, 신한투자증권

부산 아파트 매매거래량 및 신규분양 추이



자료: 부동산114, 신한투자증권

실적, 우려와 달리 이익 성장 전망

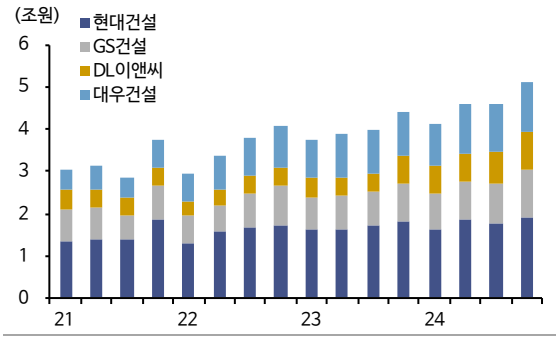
2024년 건설사 실적은 외형보다 수익성 측면에서 개선 폭을 높일 전망이다.

주택수익성 개선되며 2024년 건설사 이익 성장 전망

2년 연속 저조한 신규분양으로 2024년 이후 건설사 실적 축소에 대한 시장의 우려가 높다. 그러나 1) 입주 임박한 현장들에서의 매출 인식 확대, 2) 기존 현장 공사비 증액 효과, 3) 높아진 세대 당 공사비, 4) 2023년 초 수주한 대형 플랜트 프로젝트 공정 본격화 영향으로 2024년에도 건설사 외형 성장은 가능할 전망이다. 성장률이 다소 둔화되겠으나 이익률 개선으로 만회 가능하다. 1) 2020~2021년 분양한 저수익 주택현장들의 준공 및 2) 2023년 분양 물량들의 실행률 현실화 효과로 주택부문 수익성이 개선될 것으로 기대되기 때문이다. 업체별로 주택매출 비중이 70%에 달하는 만큼 주택원가율 1% 하락은 전사 영업이익률을 0.7% 상승으로 이어진다.

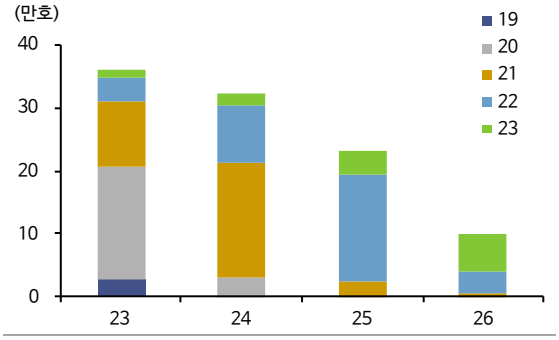
기대 이상의 양호한 실적 가이던스는 Fw12M 5배에 불과한 업종 valuation 저평가 매력을 부각시켜 줄 것으로 기대한다.

주요 건설사 비주택부문 매출액



자료: 각 사, 신한투자증권

연도별 입주예정물량, 분양 시기별 구분



자료: 부동산114, 신한투자증권

2) 하반기: 업체별 차별화의 시작

매년 반복된 상고하저 주가 흐름, 이번엔 다르다

과거 10년동안 8번 상고하저 주가 기록

중요한 것은 하반기이다. 2014년 이후 건설업종 주가는 8번(80%) 상고하저의 흐름을 보였다. 2024년 하반기 주가는 1) 국내외 수주 턴어라운드 현실화 및 2) 신사업 투자성과 가시화 여부에 따라 업체별로 다르게 전개될 전망이다.

2024년 하반기, 1) 업체별 주택수주(분양) 2) 신사업 투자성과 가시화 여부에 따라 업체별 주가 차별화 시작 전망

1) 업체별 수주(분양)실적은 주택부문에서 크게 차별화될 것으로 보인다. 주요 건설사들은 최근 미분양 리스크가 낮고, PF 신용공여 부담이 적은 도시정비 사업 수주에 주력해왔다. 도시정비사업 진행 속도는 개별 현장 이슈보다 업황(=분양가 및 시세)에 의해 결정되는 경향이 높다. 동일한 사업 리스크(공사비 및 신규분양 협상 장기화)에 노출되어 있는 만큼 건설사 도시정비 분양 실적은 업체마다 유사할 수 있다. 결국 업체별 분양규모 차이는 신규주택사업에서 발생할 전망이다. 2024년 서울/수도권 대비 지방 주택경기 회복 강도가 높을 것으로 기대되는 만큼 지방 주택사업에 적극적인 업체가 분양 성과가 양호할 전망이다.

높은 신용등급 또는 규모의 경제 기반 원가경쟁력이 높고, 지방 주택시행사와의 네트워크가 강해 우량사업지 선점이 가능한 업체는 연말로 갈수록 수주계획이 확대될 가능성이 높다. 대형사 중에서는 대우건설이 이에 해당된다. 대우건설은 신규주택/도시정비/자체사업을 적절하게 배분해 업황에 따라 신규분양 규모를 탄력적으로 조정해 왔다. 최근 도시정비사업 비중이 높아지며 신규분양 규모가 축소됐으나 2024년 하반기 지방 주택경기 회복 시 가장 탄력적으로 대응하며 물량을 확대할 수 있을 것으로 기대한다.

2) 2024년 하반기를 넘어 중장기적으로 건설사 실적/주가 차별화시킬 변수는 신사업 투자성과 가치화 여부이다. 현재 업체마다 신사업에 적극적으로 투자를 확대하고 있다. 주로 신재생에너지 분야로 아직 시장형성이 되지 않은 부문인 만큼 업체마다 기술개발 및 업무협약 단계가 많다.

2024년 업체별로 신사업 관련 중요 마일스톤 대기. 성과 따라 벨류에이션 리레이팅 가능할 전망

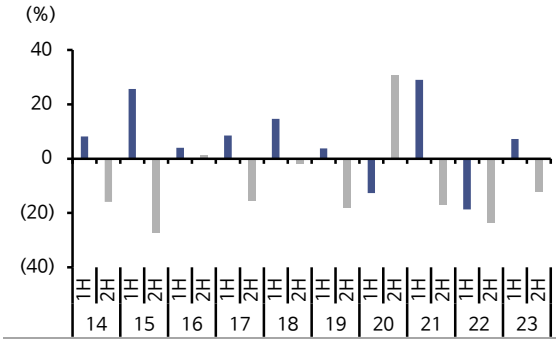
그러나 2024년에는 업체별로 주요 마일스톤이 예정되어 있다. 현대건설, 홀텍과 공동개발 중인 SMR 설계를 2024년 완료하는 것이 1차 목표이며 2024년에는 홀텍이 보유한 펠리세이드 부지에 SMR 시공을 계획하고 있다. 상용화를 위한 테스트 단계로 중요한 이벤트이다. 삼성엔지니어링의 경우 말레이시아 사라왁 H2bicus 프로젝트 FEED 완료 후 2024년 하반기 EPC 전환을 목표로 하고 있다. 하반기 EPC 착수 시 그린 암모니아 프로젝트 중에서는 가장 빠른 사례가 될 전망이다. DL이앤씨의 경우 2023년 소규모 CCUS(500억원, 2건) 수주 후 2024년 5천억원 이상 규모의 CCUS 수주를 추진할 계획이다.

신사업 투자 마일스톤이 계획대로 잘 진행된다면 업체별로 벨류에이션 리레이팅이 가능할 전망이다. 신재생에너지 분야 EPC 수주 증가 및 실적 기여도 증가까지는 아직도 3~4년의 시간이 더 필요하나, 구체적인 진행 과정만 확인돼도 기대감이 선반영될 수 있을 전망이다.

신재생에너지 분야 기술 개발은 업체별 중장기 실적 성장 가능성을 넘어 국내 건설사들이 단순 EPC사에서 라이센서로의 레벨업을 의미한다. 현재 화공플랜트 분야 주요 라이센서 업체들의 PER은 약 15~25배로 국내사 대비 2배 이상 할증 거래되고 있다.

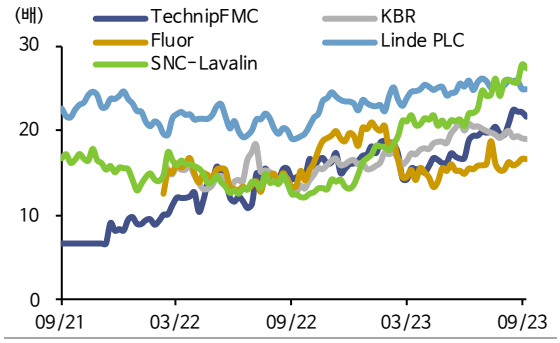
단, 업체별 주요 마일스톤이 지연될 경우 실망감에 주가가 반락할 가능성도 농후하다. 업체들의 신사업 투자 성과 확인은 2024년 뿐만 아니라 중장기적으로 건설업종 투자 결정에 있어 가장 중요한 이벤트가 될 전망이다.

건설업종 연도별 상반기/하반기 주가수익률



자료: QuantiWise, 신한투자증권

글로벌 화공플랜트 라이센서 Valuation



자료: Bloomberg, 신한투자증권

주요 건설사 신사업 추진 내역

업체명	신사업 추진 분야	성과	실적 가시화
현대건설	해상풍력	6건 개발사업 운영	25년 매출 가시화
	SMR	홀텍社와 협력해 공동 개발중. 24년 상용화 및 29년 상업운전 목표	26년 펠리세이드 EPC 매출
	전력중개	현대모비스와 VPP 계약, 연내 현기차 추진	27년 매출 가시화
삼성ENG	암모니아 합성/분해	5건 벤처투자 완료. Flagship PJT 2건(사라왁 H2bicus, 오만 하이드롬)	25년 사라왁 EPC 매출
	CCUS	말레이시아 Shepherd CCS 프로젝트 진행 중	
GS건설	해수담수화	자회사 이니마, UAE 슈웨이하트 4 해수담수화사업 수주	23년부터 EPC 매출 본격화
	CCUS	바스프·에어리퀴드코리아·린데코리아 등 글로벌기업들과 MOU 체결	
대우건설	SMR	체코, 폴란드 원전 입찰 예정. 폴란드 지사 개설해 동유럽 시장 진출 추진	24년 입찰 예정
	해상풍력	영월에코윈드 풍력발전단지 진행. 모노베이스윈드·코리오제너레이션 등 글로벌기업들과 MOU 체결	
DL이앤씨	CCUS	자회사 카본코 설립 후 사우디, 아시아, 오세아니아, 베트남 MOU 체결	23년 1천억원 수주
	SMR	SK에코플랜트·한국원자력연구원 등과 MOU 체결	
코오롱글로벌	육상풍력	26건의 프로젝트(합산 932MW) 수행	
	해상풍력	완도 '장보고 해상풍력발전사업' 허가 취득	

자료: 각 사, 신한투자증권

3) 인플레이션 시대, P 인상 & C 절감 업체가 유리

2024년 인플레이션 지속.

Q 확대 업체보다는
P상승/C절감 업체가 유리

① P 상승
: 건설사 - 자체사업 확대
: 건자재 - 판매단가 인상

국내외 수주 및 실적 회복 전망에도 2024년 영업업황은 여전히 녹록치 않을 전망이다. 2024년에도 고금리 및 고물가 기조가 지속되며 개발원가 상승 부담이 지속될 가능성이 크기 때문이다. 과거 대비 사업성이 낮아진 현재의 매크로 상황에서는 Q(양)을 확대하는 업체보다 ① P(단가)를 높이고, ② C(원가)를 절감하는 업체들의 투자매력이 높을 전망이다.

① P 상승: 건설사에게 있어 P의 상승은 '현장당 이익' 극대화이다. 이는 자체사업을 통해 가능하다. 직접 부지를 매입해 주택을 개발하는 자체사업의 경우 토지대까지 매출로 인식함에 따라 일반 도급사업 대비 매출 규모가 약 1.5배 높다. 높은 수익성까지 고려하면 영업이익은 도급사업 대비 2배 이상 크다.

이에 최근 자체사업에 적극적인 건설사들이 증가하고 있다. 현대건설은 2024년 하반기 분양 예정인 CJ 가양동 부지를 포함해 총 6건의 (준)자체사업지를 보유하고 있다. 대우건설의 경우 2024년 3건의 자체사업을 통해 2조원의 매출을 확보할 계획이다. HDC현대산업개발은 현재 최소 4.5조원(23F 연간 매출액 1.2배)에 달하는 광운대 역세권 사업 착공을 준비 중에 있다. 그 외 HL D&I 한라는 별도 신규법인 설립을 통해 자체사업을 본격적으로 확대한다는 비전을 제시했다.

업체별로 부지매입을 물가상승이 본격화되기 전인 2020년 이전인 마무리한 만큼이라 당초 계획대비 분양 일정이 지연됐음에도 현 시세 기준 수익성은 양호할 것으로 기대된다.

향후에도 건설사들의 자체사업 투자는 지속될 예정이다. 토지대가 높아진 만큼 주요 투자 대상은 NPL이 될 예정이다. 향후 주택경기 회복 시 해당 지역 부지를 매입한 건설사 위주로 빠른 공급이 가능할 전망이다.

주요 건설사 자체사업 보유 내역 및 추진 계획

건설사	현장명	사업 시점	사업규모
현대건설	CJ가양동부지	2024년 하반기	토지대만 3조원
	용산 크라운호텔	미정	
	서울역 힐튼호텔	미정	
	역삼 르메르디앙호텔	미정	
	송도 힐스테이트 4~6차	미정	
대우건설	양주 역세권	2024년 상반기	약 2조원
	부산 범일동		
	아산 탕정		
	김포 풍무	미정	
HDC현대산업개발	광운대 역세권 개발	2024년 상반기 착공 목표	총 사업비 최소 4.5조원
	의정부	2023.11월 착공	
	청주 가경 6~9차	6차는 2023년 분양	
	곤지암, 춘천, 속초 등	미정	보유부지 취득가액 1.3조원
DL이앤씨	오산 세마2차	2025년	1.9조원
	인천 삼산4구역	미정	
	임천 검단	2025년말	1.7조원
	포항 장성	2024년말	1.2조원
	마북 3차	미정	
	파주 헤이리	미정	

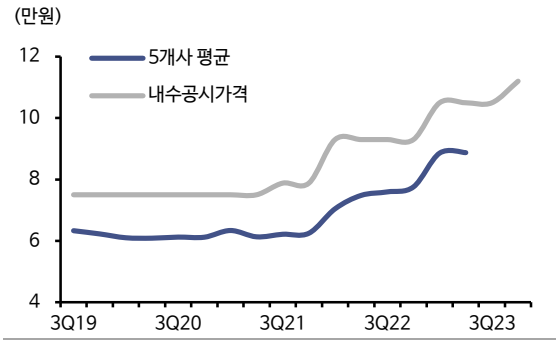
자료: 각 사, 신한투자증권

건자재의 경우 판매단가를 올릴수 있는 업체가 실적 방어에 유리할 전망이다. 해당 업체로는 시멘트사(10월 시멘트 판매단가 6.7% 인상)와 한샘(직시공 패키지 판매)이 있다.

시멘트사들은 10월 5개사 모두 약 +6.7%의 단가 인상에 합의했다. 2018년 출혈경쟁에 따른 업계 재편 이후 처음 맞는 이례적인 연속 인상으로, 시멘트사들의 점진적인 수익성 개선이 예상된다. Q의 변동성은 크지 않을 가운데, 단가 인상에 의한 P 영향이 커져 이익에 대한 민감도가 높은 상황이다. 따라서 기타 사업부 비중이 작아 단가 인상에 의한 수익성의 YoY 개선세가 뚜렷할 업체(아세아, 한일)가 유리할 전망이다.

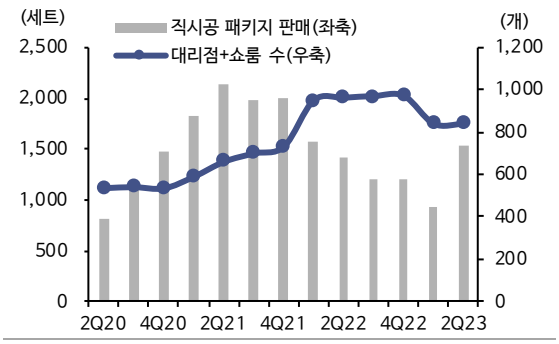
한샘은 2022년 이후 KB/건자재 외로 철거 및 목공까지 한샘이 자체적으로 진행하는 직시공 패키지 판매에 주력하고 있다. 직시공 패키지 제품은 단품 대비 매출 규모가 2배 이상 커 외형 확대에 유리하다. 2022년 제휴점 계약구도 변경으로 단기 실적 악화 있었으나 2023년 직시공 패키지 판매는 빠르게 증가하고 있다. 구매력 저하로 주택거래량 회복에 차질 예상되는 현 시점에서 직시공 패키지 판매는 한샘의 외형 성장에 중요한 역할 할 것으로 기대된다.

시멘트 가격 추이



자료: 전자공시, 신한투자증권

한샘 리하우스 직시공 패키지 판매 및 대리점/쇼룸 수



자료: 한샘, 신한투자증권

② C 절감
: 건설사 - 반복수주 및 신용공여로 원가절감

: 건자재 - 원가보다는 판관비 부문에서 효과 기대

② C 절감: 2024년에도 개발원가 상승에 따른 사업성 악화가 예상되는 만큼 원가를 낮춰줄 수 있는 업체들의 수주경쟁력이 높을 전망이다. 건설사의 경우 1) 높은 신용등급 및 PF 신용공여에 따른 조달금리 인하, 2) 특정 지역에서의 반복수주 통한 구매력 개선으로 원가경쟁력을 갖출 수 있다.

원가 측면에서는 현대건설이 가장 앞서 나가고 있다. 현대건설은 신용등급이 높아 경쟁사 대비 금융조달 비용이 낮다. 2022년 주택수주기 급증할 수 있었던 이유이다. 현재는 리스크관리 차원에서 준자체사업 확대에 적극적이지는 않으나, 우량 투자기회 선점 가능성은 경쟁사 대비 높을 전망이다.

현대건설의 해외부문 원가경쟁력도 높다. 2019년부터 이어진 대형 프로젝트 수주로 인력 확보 및 자재조달 측면에서 협상력이 개선됐다. 현대건설은 사우디를 중심으로 올해 12조원의 해외수주를 확보했으며 2024년에도 100억달러 이상의 수주를 추진할 계획이다. 현대건설의 원가경쟁 개선과 사우디의 투자 확대가 어우러진 결과로 2024년에도 현대건설 해외수주 호조가 기대된다.

반면, 건자재사 중에서는 원가절감 측면에서 기대할 만한 업체가 없다. 국제유가 상승으로 원자재가 부담이 다시 높아지고 있기 때문이다. 원재료가 상승은 2개월 후행하여 건자재사 원가에 반영되는데 9월 이후 국제유가 상승세가 가팔라진 점을 고려 시 4Q23부터 원가 부담이 가시화될 전망이다. 2024년부터 B2B 매출 둔화도 예상되고 있는 만큼 건자재사 실적은 다소 더딘 가능성이 높다.

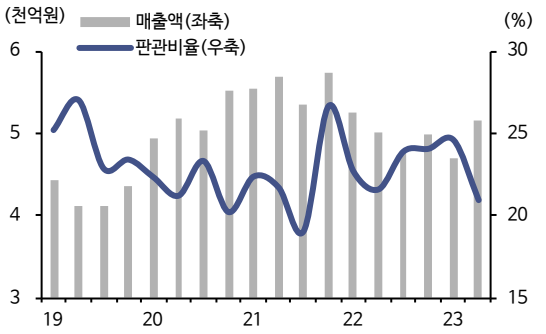
건자재사 비용 절감은 원가보다 판관비 부문에서 효과를 볼 수 있다. 대표적인 업체는 한샘이다. 한샘은 CEO 교체 후 비효율적인 비용 관리에 주력하고 있다. 이에 2022년 일시적으로 증가했던 컨설팅비, 마케팅비는 점진적으로 축소될 전망이다. 3Q까지는 규모가 크지 않았으나 4Q부터는 의미있는 이익 개선이 가능할 것으로 기대한다.

현대건설 사우디 수주 내역

공사명	억원	계약일	준공예정
마잔 오일처리 시설 신설 및 확장	19,478	05/19	07/24
마잔 가스처리 공장 부대시설	16,360	05/19	12/24
자푸라 유틸리티 및 부대시설 공사	9,825	11/21	08/25
네옴 런닝 터널 공사	6,283	06/22	12/25
아미랄 프로젝트 PKG #1,4	65,545	06/23	06/27
자푸라 프로젝트 PKG #2	30,000	n/a	n/a

자료: 현대건설, 신한투자증권

한샘 매출액 및 판관비율 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

IV. Top Picks

80% 확률로, 상고하이(上高下異)

업종 투자의견 '비중확대', Top Picks 현대건설, 대우건설

2024년 건설업종에 비중확대 의견을 제시한다. 2022년 개발원가 상승으로 이례적인 국내외 수주 지연을 경험했으나 1) 제한적인 공급처, 2) 개선된 협상력 기반 건설사 신규수주는 점진적으로 개선될 것으로 기대한다. 3) 2024년에는 신재생에너지 관련 중요한 마일스톤이 예정되어 있어 성과에 따라 밸류에이션 리레이팅 가능성도 있다.

Top Picks로 현대건설, 대우건설을 제시한다. 1) 2024년에도 높아진 원가경쟁력 기반 신규수주 화보에 유리할 전망이며, 2) 2024년 해외 프로젝트 공정 본격화로 실적은 안정적으로 성장이 가능하다. 3) 현대건설은 해상풍력/SMR/전력중개 신사업 성과 구체화가, 4) 대우건설은 자체/도시정비/도급을 활용한 주택분양의 빠른 회복이 추가 Upside Potential이다.

차선호주는 플랜트 중심으로 영업이익 기준 YoY +60% 성장이 기대되는 DL이앤씨이다. 건자재업종의 경우 2024년 Q(입주예정물량) 감소 및 C(원재료가) 상승의 어려운 영업환경이 예상되는 만큼 전반적으로 보수적 의견을 제시하며, 판매단가 인상을 시도하는 시멘트, 한샘을 상대적으로 선호한다.

Coverage 건설사 투자의견 및 투자포인트 정리

종목명	투자 의견	목표 주가 (원)	상승 여력 (%)	투자포인트
현대건설 (A000720)	매수	53,000	57.5	24F 주택 매출 성장, 해외 플랜트 수주 매출화로 외형 성장 지속 전망 해상풍력/SMR/전력중개 등 신사업 성과 기반 Upside Potential 기대 안정적 실적, 높아진 수주경쟁력, 투자성과 본격화로 주가 상승여력 ↑
삼성ENG (A028050)	매수	43,000	76.6	사우디 파디힐리PJT 수주 주력, 화공부문 불확실성은 당분간 지속 24F 사라왁 H2bicus FEED/EPC 전환, 추가 Flagship 프로젝트 확보 기대 28F 에너지전환 수주비중 30% 목표, 견고한 기반 마련 수주전략이 필요
GS건설 (A006360)	Trading BUY	15,000	12.2	24F 주택매출 증가 지속하나 현장별 점검 따른 원가 부담은 지속 재건축 중심 분양 이어지겠으나 중장기 수익성 기대치는 낮춰야 단기 주가 급락에도 불확실성 남아있어 보수적 접근 권고
대우건설 (A047040)	매수	6,100	54.8	3Q 누적 해외수주 목표 133% 초과 달성. 4Q에도 대규모 수의계약 기대 이라크 발주 본격화, 리비아 재건 재개 등 고려 시 양호한 수주 지속 전망 해외로 강해진 체력, 24년 하반기 이후 지방주택경기 회복 고려해 매수 추천
DL이앤씨 (A375500)	매수	50,000	44.7	주택부문 실적은 4Q 신규착공 본격 매출화되는 25년 이후 성장 전망 양호한 신규수주 기반 플랜트 매출 확대로 24년 영업이익 개선 기대 주가 하방보다 상방 높아, 1월 주주환원정책 발표 시 회복 속도 결정 예상

자료: 각 사, 신한투자증권
주: 11월 1일 종가 기준