



## Overweight

### Top Picks 및 관심종목

\*CP 2026년 5월 15일

삼성물산(028260)

BUY | TP 600,000원 | CP 396,500원

아이에스동서(010780)

BUY | TP 50,000원 | CP 30,400원



Analyst 김승준 sjunkim@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 5월 18일 | 산업분석\_Industry In-depth

# 건설

## 스토리로 가는 주식, 분기별 이벤트에 주목하자

### 스토리: 2Q 해협 봉쇄, 3Q 원전/재건/MSCI, 4Q 주택/인테리어

시장의 성격이 스토리에 따라 주가가 형성되기에, 투자전략은 스토리에 맞게 움직일 필요가 있다. 2분기는 그동안 주가를 이끌었던 재건과 원전의 스토리가 다소 약해지는 구간인 반면, 호르무즈 해협 봉쇄 장기화 우려가 나타나고 있다. 따라서 2분기는 회사 별개의 이벤트로 종목을 추천하며, 반도체와 저PBR로 투자포인트를 삼아 삼성물산을, 6월 경산에 분양을 준비하는 아이에스동서를 추천한다. 3분기는 대미투자, 베트남원전, 종전후 재건, MSCI 편입 등의 스토리가 나타날 시점으로, 관련 테마 종목으로 삼성E&A(재건, MSCI), DL이앤씨(이란), 대우건설(원전, MSCI), GS건설(베트남원전)을 제시한다. 4분기는 부동산 경기 회복, 상대적으로 저렴한 밸류에이션 등의 스토리로 주택주와 인테리어가 관심을 받을 것으로 전망한다. 이에 따라 IPARK현대산업개발, LX하우시스를 제시한다.

### 2Q: 해협봉쇄로 개별 이벤트 종목인 삼성물산과 아이에스동서를 추천

전쟁은 휴전 상태지만 봉쇄는 여전히 현재 진행형이다. 호르무즈 해협 봉쇄로 인해 원유와 나프타 수급 차질이 발생했고, 이는 가격 상승과 가동률 하락으로 이어졌다. 현재까지 공사 중단된 사례는 없으나, 장기화될 경우 다소 우려는 존재한다. 다만 정부의 원유 및 나프타 수입 지원과 자재 수급 관리로 공사 중단없이 진행되고 있다. 이에 따라 5~6월 수급 이슈에 따른 공사 중단 우려는 다소 해소된 국면이다. 다만 에너지 가격 상승에 따른 생산자 물가 상승은 불가피해 보인다. 전반적인 공사비의 상승은 원가를 상향으로 이어질 여지가 있으며, 이는 과거 17~18년, 21~22년 유가 상승 시기에도 있었다.

### 3Q: 삼성E&A(재건, MSCI), DL이앤씨(이란), 대우건설(원전, MSCI), GS건설(원전)

전후 복구 사업은 국내EPC사들에게 기회가 될 수 있다. 피해가 발생했던 바레인, 쿠웨이트, UAE에서 원시공자인 삼성E&A, GS건설, 대우건설 등이 유리할 수 있다. 또한 종전 이후 이란의 인프라 복구 및 유전과 가스전 신규 개발에서 수혜가 나타날 수 있다. 원전은 베트남 팀코리아 시공사 입찰이 있으며, 대미투자와 관련하여서도 나타날 수 있다.

### 4Q: 주택과 인테리어의 부각, IPARK현대산업개발과 LX하우시스

거주비용 상승에 따른 매매가 상승 추세가 이어지고 있으며, 이러한 분위기는 지속될 것으로 전망한다. 주택 준공물량은 작년 하반기부터 눈에 띄게 감소하면서, 2026년부터 2028년까지 가구수의 증가가 입주세대수와 멸실을 고려한 숫자보다 클 것으로 전망한다. 여기에 통화량은 빠르게 증가하고 있고, 소득도 꾸준히 상승하고 있다. 이러한 시세상승과 미분양 감소의 동반은 이후 부동산 개발 사업성의 회복으로 연결되며, 착공 증가의 흐름으로 이어질 수 있다. 또한 시세 상승이 나타나는 사이클의 전반기에는 매매거래량 증가가 동반된다. 이러한 매매거래량의 증가는 인테리어 실적 개선으로 이어진다.

## 목차

<b>1. 투자의견</b>	<b>4</b>
1) 추정치보다 스토리로 상승한 주가	4
2) 2~4분기 이어질 이벤트: 스토리별 갈아타기 전략	7
<b>2. 분기별 스토리</b>	<b>8</b>
1) 2Q: 해협 봉쇄	8
2) 3Q: 재건과 원전	11
3) 4Q: 주택과 인테리어	16
<b>기업분석</b>	<b>24</b>
삼성물산(028260)	24
아이에스동서(010780)	29

# 1. 투자의견

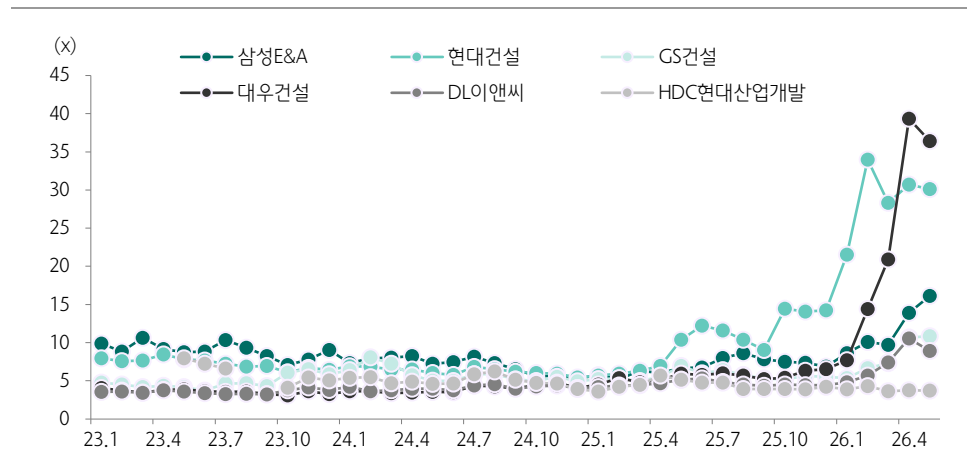
## 1) 추정치보다 스토리로 상승한 주가

원전, 재건에 오른 건설주

작년부터 건설주의 주가가 크게 상승했고, 그 배경에는 추정치 상향보다 스토리에 따른 밸류에이션 상향이 컸다. 작년 하반기부터 현대건설이 원전으로 크게 상승하기 시작하고, 연초부터는 대우건설이 원전으로 뒤를 이어 상승했다. 3월부터는 중동 내 분쟁으로 O&G 재건 테마에 삼성E&A가, 베트남 원전에 GS건설이, 엑스에너지 상장에 DL이앤씨가 상승했다. 스토리가 약했던 HDC현대산업개발은 크게 언더퍼폼했다. 주가 상승에 비해 각 회사의 26~27년 매출액 추정치는 하향됐고, 순이익은 주택 마진 회복에 일부 회사의 추정치가 상향됐으나 주가 상승을 끌어낼 숫자는 아니었다. 추정치 변경에 비해 몇몇 건설사의 밸류에이션은 중동남 시절(06~12년)보다도 더 높은 레벨로 상승했다.

도표 1. 12m fwd PER

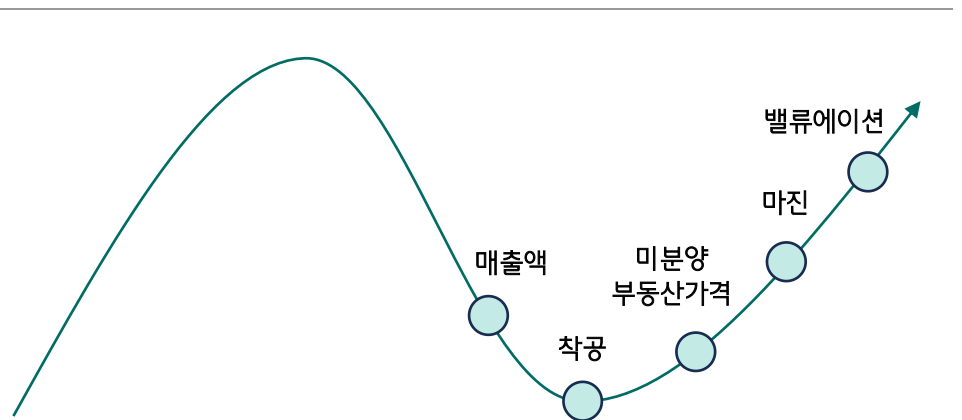
원전, 재건 등 스토리  
밸류에이션 상승  
주택주와 벌어진 괴리



자료: Dataguide, 하나증권

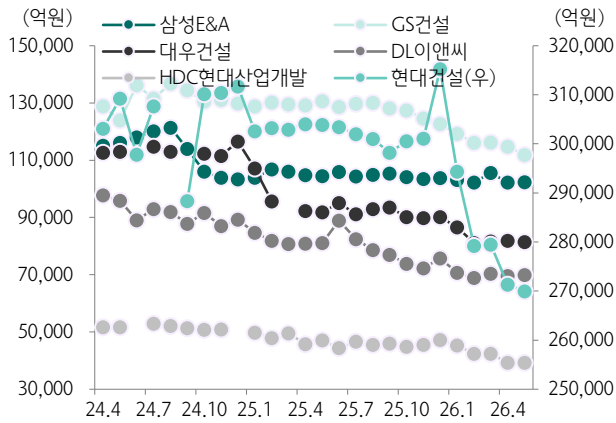
도표 2. 밸류와 실적, 지표의 위치

지표와 실적보다  
먼저 올라가버린 밸류



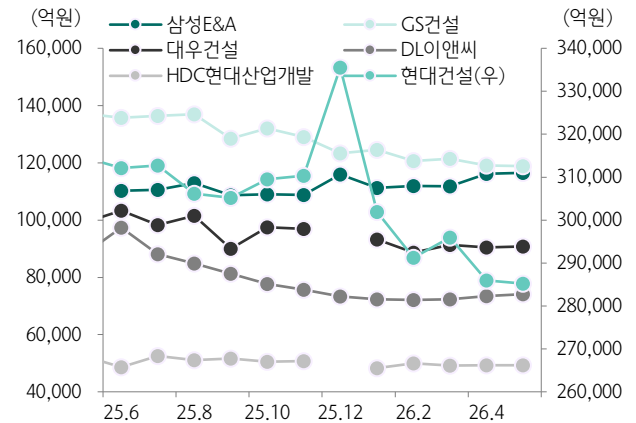
자료: 하나증권

도표 3. 26년 매출액 시장추정치: 하향



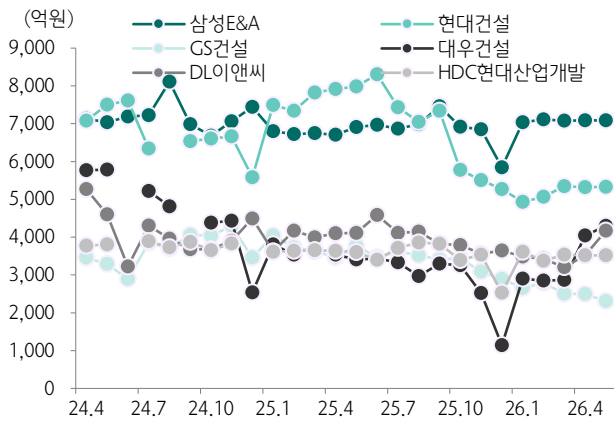
자료: Dataguide, 하나증권

도표 4. 27년 매출액 시장추정치: 유지 혹은 하향



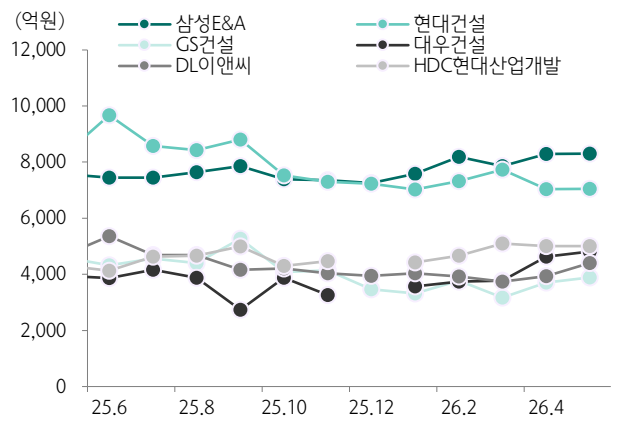
자료: Dataguide, 하나증권

도표 5. 26년 순이익 시장추정치: 주택주 상향



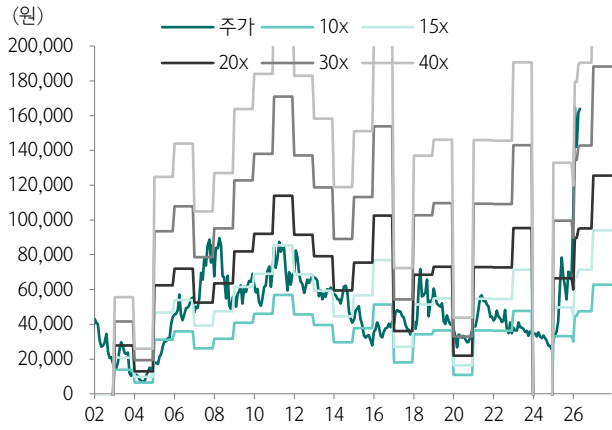
자료: Dataguide, 하나증권

도표 6. 27년 순이익 시장추정치: 주택주 상향



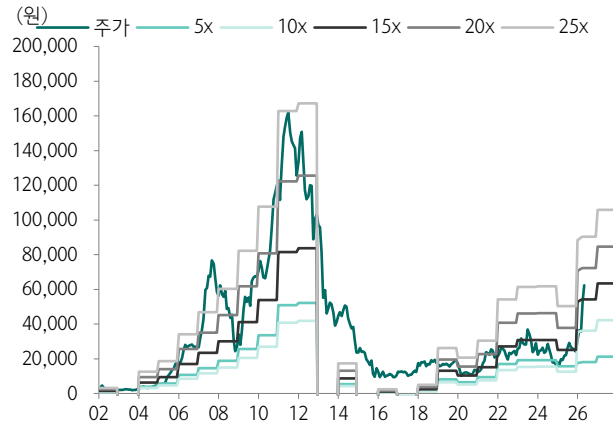
자료: Dataguide, 하나증권

도표 7. 현대건설 PER 밴드차트



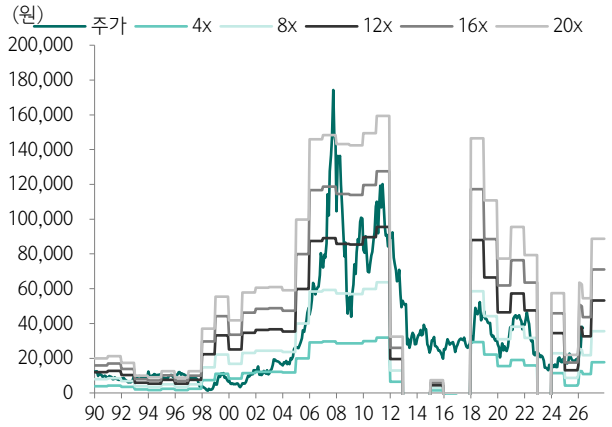
자료: Dataguide, 하나증권

도표 8. 삼성E&A PER 밴드차트



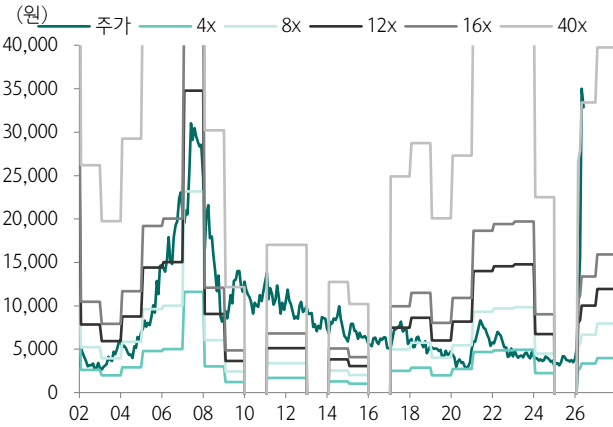
자료: Dataguide, 하나증권

도표 9. GS건설 PER 밴드차트



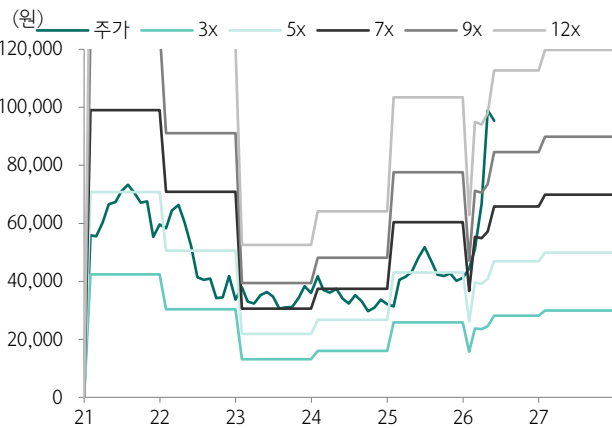
자료: Dataguide, 하나증권

도표 10. 대우건설 PER 밴드차트



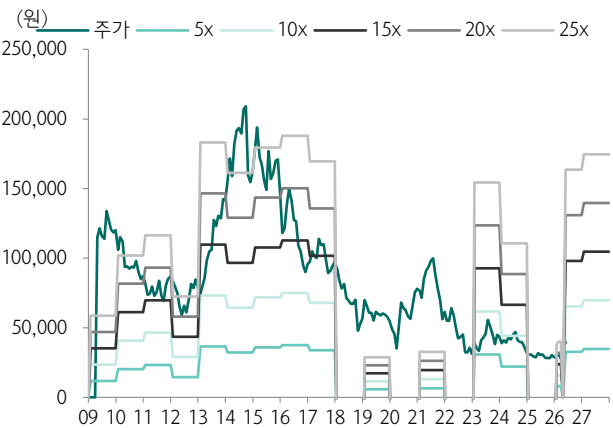
자료: Dataguide, 하나증권

도표 11. DL이앤씨 PER 밴드차트



자료: Dataguide, 하나증권

도표 12. LX하우시스 PER 밴드차트



자료: Dataguide, 하나증권

## 2) 2~4분기 이어질 이벤트: 스토리별 갈아타기 전략

2Q 해협 봉쇄  
3Q 재건/원전  
4Q 주택/인테리어

시장의 성격이 여전히 스토리에 따라 주가가 형성되기에, 현재의 투자전략은 스토리에 맞게 움직일 필요가 있다. 2분기는 그동안 주가를 이끌었던 재건과 원전의 스토리가 다소 약해지는 구간인 반면, 호르무즈 해협 봉쇄 장기화 우려가 나타나고 있다. 따라서 2분기는 회사별개의 이벤트로 종목을 추천하며, 반도체와 저PBR로 투자포인트를 삼아 삼성물산을, 6월 경산에 분양을 준비하는 아이에스동서를 추천한다. 3분기는 대미투자, 베트남원전, 종전후 재건, MSCI 편입 등의 스토리가 나타날 시점으로, 관련 테마 종목으로 삼성E&A(재건, MSCI), DL이앤씨(이란), 대우건설(원전, MSCI), GS건설(베트남원전)을 제시한다. 4분기는 부동산 경기 회복, 상대적으로 저렴한 밸류에이션 등의 스토리로 주택주와 인테리어가 관심을 받을 것으로 전망한다. 이에 따라 IPARK현대산업개발, LX하우시스를 제시한다.

도표 13. 건설 섹터 내 스토리 흐름: 1Q 원전/주택, 2Q 재건/원가, 3Q 원전/재건, 4Q 주택/인테리어

1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
원전	원전	원전	원전			원전	원전	원전			
			재건&이란	재건&이란	재건&이란	재건&이란	재건&이란	재건&이란			
			원가	원가	원가	원가					
	주택								주택	주택	주택
				인테리어					인테리어	인테리어	인테리어

자료: 하나증권

도표 14. 커버리지 종목 투자 의견

(단위: 원, %)

추천	기업명	투자 의견	목표주가	현재주가	상승여력	Target PER	투자 포인트
3Q	삼성 E&A	BUY	67,000	50,600	32.4	20.0	재건, MSCI
2Q	삼성물산	BUY	600,000	396,500	51.3	40.0	저 PBR(0.7 배), 반도체
	현대건설	BUY	240,000	155,000	54.8	45.0	원전
	대우건설	BUY	49,000	28,500	71.9	40.0	원전, MSCI
3Q	DL 이앤씨	BUY	120,000	80,300	49.4	11.0	이란
	GS 건설	BUY	45,000	32,000	40.6	17.0	재건
4Q	IPARK 현대산업개발	BUY	29,000	22,900	26.6	5.0	부동산 상승 사이클
2Q	아이에스동서	BUY	50,000	30,400	64.5	8.0	6월 경산펜타힐즈 분양
4Q	LX 하우스	BUY	57,000	38,550	47.9	7.0	부동산 상승 사이클

주1: 5/15 종가 기준

주2: Target PER은 2026년 추정치 기준

자료: 하나증권

## 2. 분기별 스토리

### 1) 2Q: 해협 봉쇄

#### (1) 호르무즈 해협 봉쇄 이후의 영향

**해협 봉쇄 영향:**  
 1) 자재가격 상승  
 2) 공사중단 없음  
 3) 5월 NCC 가동률 상승

3월 이란과 미국과의 전쟁과 그로 인한 호르무즈 해협 폐쇄가 있었다. 전쟁은 휴전 상태지만 봉쇄는 여전히 현재 진행형이다. 호르무즈 해협 봉쇄로 인해 원유와 나프타 수급 차질이 발생했고, 이는 가격 상승과 가동률 하락으로 이어졌다. 4/17 국토교통부가 발표한 자료에 따르면, 주요 건축자재 품목인 아스콘, 레미콘혼화제, 단열재, 플라스틱창호, 접착제 등에서 가격 상승과 재고 감소가 나타났다. 현재까지 공사 중단된 사례는 없으나, 장기화 될 경우 다소 우려는 존재한다. 다만 정부의 원유 및 나프타 수입 지원과 자재 수급 관리로 공사 중단없이 진행되고 있다. 5월 나프타 물량을 평시대비 85~90% 수준 확보했으며, 국내 NCC 가동률도 5월 90% 수준으로 회복을 전망하고 있다. 롯데케미칼, LG화학, 대한유화, 여천NCC 등도 4월보다 5월 가동률이 상향될 것을 시사했다. 이에 따라 5~6월 수급 이슈에 따른 공사 중단 우려는 다소 해소된 국면이다.

도표 15. 해협 봉쇄 이후 주요 쟁점 건축자재 가격 및 수급 현황과 전망 및 대응 전략

품목	가격	수급	전망 및 대응
아스콘	20~30% 상승	3월 전년비 70%	지속시 악화 우려
레미콘혼화제	최대 30% 상승	원료공급 유지	2~3개월 내 소진
단열재	최대 40% 인상	원료재고 50%	수입가격 인하 노력
플라스틱창호	동결/10% 인상	70~80% 생산 유지	PVC 소재기반 자재도 유사
접착제	30~50% 인상	70~80% 생산 유지	납품단가 반영
실란트	일부 10% 인상	원료 문제 없음	
철근/골재/시멘트	철근 8% 인상	차질 없음	

자료: 국토교통부, 하나증권

도표 16. 해협 봉쇄 이후 대응: 수급 우려 다소 해소, NCC 가동률 상승 전망

구분	내용
정부 지원	<ul style="list-style-type: none"> <li>추경 예상 6,744억원 편성, 나프타 수입단가 차액의 50% 지원</li> <li>4~6월 다변화 지역 도입 원유에 대해 중동산 대비 운임 차액 전액 지원</li> </ul>
나프타 수급	<ul style="list-style-type: none"> <li>5월 나프타 물량 확보 평시대비 85~90%수준</li> <li>미국 24.7%, 인도 23.2%, 알제리 14.5%, UAE 10.2%, 그리스 4.5% 등</li> </ul>
NCC 가동률 변화	<ul style="list-style-type: none"> <li>NCC 가동률 5월 90% 수준으로 회복 전망(3월 70~80%, 4월 60~70%)                             <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 롯데케미칼 대산 73% → 85%, 여수공장 정기보수 중</li> <li>&gt; LG화학 1Q 60%대 → 2Q 75%</li> <li>&gt; 대한유화 62% → 72%</li> <li>&gt; 여천NCC 60% → 65%</li> </ul> </li> </ul>

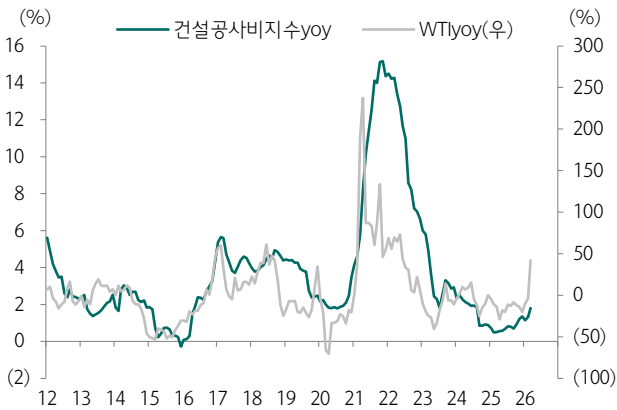
자료: 언론 종합, 하나증권

(2) 원자재 가격 상승에 따른 마진 하락 우려

공사비 상승 우려

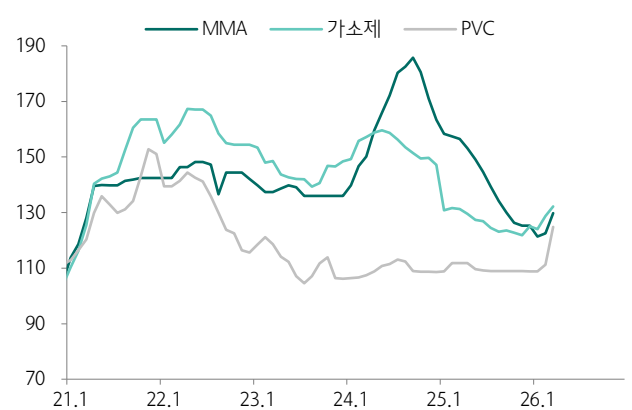
다만 해협 봉쇄 장기화에 따라, 에너지 가격 상승에 따른 생산자 물가 상승은 불가피해 보인다. 과거 2011~2013년 고유가(100달러), 2017~2018년 기저상승(50달러→80달러), 2021~2022년(60달러→100달러) 시기에 건설공사비지수도 비례하여 상승했다. 2017~2018년과 2021~2022년 건축주택 GPM은 하락을 기록한 바 있다. 건축비는 크게 원자재와 외주비로 나뉘는데, 유가 상승은 원자재 가격 상승뿐 아니라 외주비 상승도 이끈다. 여기에 전반적인 인플레이션에 따른 인건비 증가까지 나타나기에, 건축비가 상승한다. 최근 ESC(에스컬레이션) 조항에 따라 물가 상승분을 보전받을 수 있다. 하지만 온전히 보전받는다라는 보장이 없는 데다가, 진행률로 인식하는 건설업 특성과 발생회계 원칙을 고려할 때 원가를 상향이 나타날 수 있다.

도표 17. 유가와 공사비 상승률: 정방향



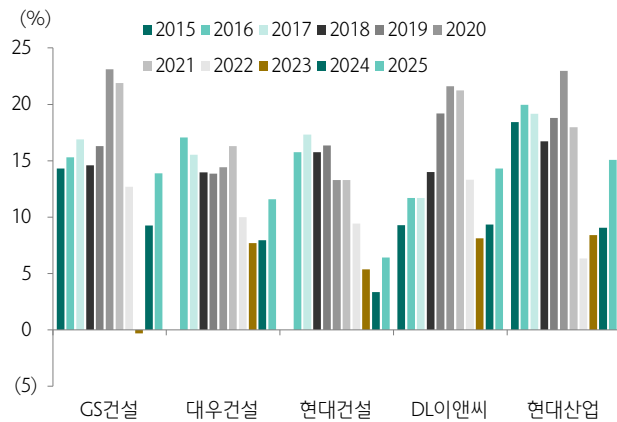
자료: 통계청, 하나증권

도표 18. 건축자재 원재료 가격: 3월 상승



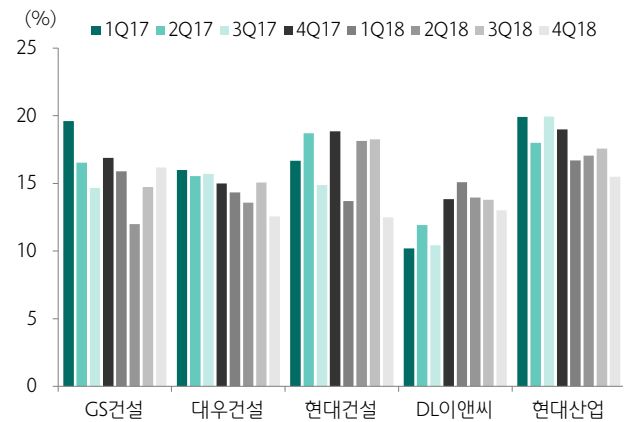
자료: 통계청, 하나증권

도표 19. 연간 건축주택GPM: 2018년 일부 마진 하락



자료: 각 사, 하나증권

도표 20. 2017~2018년 건축주택GPM: 하락 흐름



자료: 각 사, 하나증권

(3) 글로벌 EPC

매출 이연, 마진 하락  
장기화시 더 크게 영향

해협 봉쇄로 인한 영향은 국내에만 미치는 것은 아니다. 글로벌EPC사들도 이러한 영향을 인식하고 있다. 테크넵에너지는 카타르에서 LNG액화플랜트 EPC를 수행하는 대표적인 회사다. 현재 모든 사업장은 가동 상태이나, 물류문제가 발생하고, 안전 및 사업 유지를 위한 추가 비용이 발생했다고 밝혔다. 이에 따라 올해 가이던스에서 매출액을 6억유로 하향했으며, 마진도 0.5~1.5%p 하향했다. 2분기말까지 중등상황이 정상화된다는 가정하에 추산됐으며, 폐쇄가 길어질수록 영향은 커질 수 있다. 사이펴의 경우 1분기 프로젝트 수행은 일시적 차질이 있었지만 꾸준히 진행 중이다. 5~6월내로 해협 정상화를 예상하여 26년 실적 전망치는 유지했다. 다만 장기화시 특정 부품 공급 차질이 발생하고, 인플레이션 가능성에 유의하고 있다. 7월초까지 개방되지 않으면 자재 반입에 영향이 있을 수 있다.

도표 21. 유럽EPC사들의 호르무즈 해협 봉쇄 이후 현황 및 대응

회사	내용
Technip Energies	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 모든 사업장 안전 가동 상태</li> <li>• 사업장 가동 중단 및 물류문제 발생</li> <li>• 안전 및 사업 유지를 위한 추가 비용 발생(1Q)                         <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 법적 보호장치를 통한 비용 회수 기대</li> <li>&gt; 발생할 상황과 관련한 비용, 애매한 비용 등을 보수적으로 예상</li> </ul> </li> <li>• 가이던스 하향: 매출액 6억유로 하향, 마진 0.5~1.5%p 하향                         <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 2분기말까지 중등 상황이 정상화된다는 가정 하에</li> <li>&gt; 이후에도 이어지면, 중기단계 프로젝트에 영향</li> </ul> </li> </ul>
Saipem	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 1Q 프로젝트 수행은 일시적 차질로 꾸준히 사업 진행</li> <li>• 몇 주 안에 해협 정상화를 예상, 26년 실적 전망치 유지</li> <li>• 장기화시 특정 부품 공급 차질 및 인플레이션 가능성에 유의                         <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 5월말~7월초까지 개방되지 않으면 자재 반입 영향</li> <li>&gt; 일부는 인플레 상승에 대비한 조항 포함</li> <li>&gt; 보험료는 인상되지만, 예비비로 확보한 범위 수준으로 감당 가능</li> </ul> </li> </ul>

자료: 각 사, 하나증권

## 2) 3Q: 재건과 원전

### (1) 재건

**위험: 장기화**  
**기회: 재건, 공급다변화**

이란 분쟁을 둘러싼 위기는 위험과 기회로 나뉜다. 위험은 장기화다. 현재까지 이란과 미국간 종전 협상을 위해 논의되고 있지만, 간극이 좁혀지지 않고 평행선을 달리고 있다. 우라늄, 해협, 경제 제재, 대리전 등의 안건에 대해 서로가 양보하는 모습이 나타나고 있지 않아, 장기화가 우려될 수 있다. 기회는 종전 이후의 재건과 지역다변화에 있다. 유럽EPC사의 경우 전후복구는 사업기회로 이어질 것으로 보며, 테크니피에너지는 카타르 복구 전담팀을 구성하여 고객사와 협의를 완료했다. 사이팸의 경우에도, 중동 인프라 복구에 따른 추가 투자가 촉발될 것으로 봤으며, 인도나 중국 업체들에 비해 원시공자들이 유리할 것으로 전망했다.

도표 22. 이란과 미국 간 종전 협상을 위한 주요 쟁점사항

쟁점사항	미국	이란
우라늄	농축 X. 보유 고농축 우라늄 국외반출	수용 불가
호르무즈 해협	즉각적, 무조건적 개방	통행 프로토콜 도입
경제 제재	단계적 해제	즉각적, 전면적 해제, 동결자산 반환
대리전	헤즈볼라 등 지원 중단	미국의 중동내 군사행동 중단
전쟁배상금	논의대상 X	파괴 시설에 대한 배상금 요구

자료: 언론 종합, 하나증권

도표 23. 유럽EPC사의 중동 재건

회사	내용
Technip Energies	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 전후복구는 실질적인 사업 기회로 이어질 것으로 전망</li> <li>• 카타르 4 호기, 6 호기 복구 작업 지원 역량 보유                     <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 전담팀 구성, 고객사와 협의 완료</li> <li>&gt; 기존 LSTK 보다 다른 계약방식 선호</li> </ul> </li> <li>• 공급원 다변화를 위한 새로운 수요 촉발</li> </ul>
Saipem	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 중동 인프라 복구에 추가 투자 촉발 전망                     <ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; 원시공자에게 유리할 것으로 생각</li> </ul> </li> <li>• 지역 다각화</li> </ul>

자료: 각 사, 하나증권

원시공사: 삼성, GS, 대우  
이란: DL이앤씨

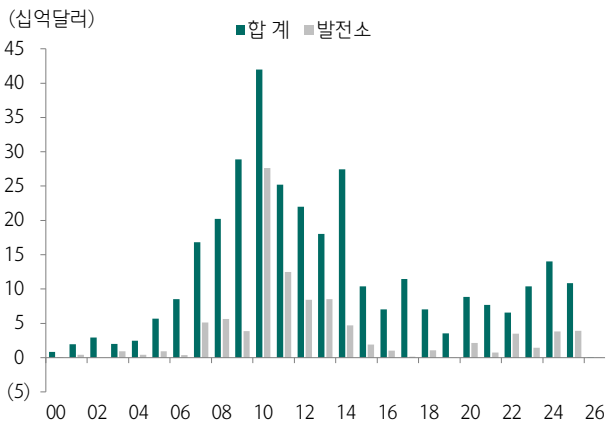
전후 복구 사업은 국내EPC사들에게도 기회가 될 수 있다. 2분기 재건과 이란 개발 스토리 추천 종목으로 삼성E&A와 DL이앤씨를 제시한다. 피해가 발생했던 바레인, 쿠웨이트, UAE에서 원시공사인 삼성E&A, GS건설, 대우건설 등이 유리할 수 있다. 여기에 이란의 경우 DL이앤씨는 전쟁 전까지 사무소를 유지할 정도로 관계를 이어가고 있었다. 종전 이후 이란의 인프라 복구 및 유전과 가스전 신규 개발에서 수혜가 나타날 수 있다. 과거 이란과 미국의 핵협상과 동결자산 해제 등의 이란 국제사회 복귀 이후 현대엔지니어링과 DL이앤씨가 각각 수주한 이력이 있다. 현대엔지니어링은 창간 석유화학 시설 확장 공사를 32억달러에 수주했으나, 2018년 이란 제재가 재개되면서 이후 계약이 해지된 바 있다. DL이앤씨는 이스파한 정유공장 현대화사업을 19억달러에 수주했으나, 마찬가지로 이후 해지됐다.

도표 24. 피격당했다고 알려진 시설 중 국내 건설사가 시공한 현장

피해 국가	O&G 플랜트	EPC 사
바레인	밥코	테크넵에너지/TR/삼성 E&A
쿠웨이트	미나알아마디(MAA)	GS 건설/SK 에코플랜트/JGC
	미나압둘라(MAB)	삼성 E&A/대우건설/Petrofac
UAE	루와이스	GS 건설, 삼성 E&A

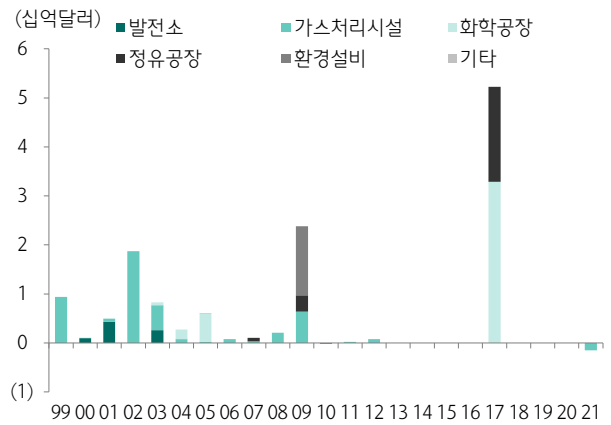
자료: 언론 종합, 하나증권

도표 25. 중동지역 산업설비 수주



자료: OCS, 하나증권

도표 26. 이란지역 산업설비 수주



자료: OCS, 하나증권

(2) 원전

3Q: 베트남 팀코리아 시공사 입찰  
 4Q: 불가리아, 루마니아 대형원전  
 2027년: 뉴스케일, GVH

3분기에 다시 불을 지필 수 있는 스토리가 원전이다. 3분기에는 베트남 팀코리아 시공사 입찰이 있으며, 대미투자와 관련하여 미국에서의 원전 이야기가 나타날 수 있다. 이어 4분기에는 현대건설의 불가리아 EPC 계약, 삼성물산의 루마니아 대형원전 EPC 계약 등을 기대해 볼 수 있다. 2027년에는 삼성물산의 SMR 관련한 수주 계약을 전망한다. 루마니아에서 진행하는 뉴스케일 SMR은 현재 Pre-EPC를 수행 중(26년 5월부터 27년 8월까지)이며, 이후 EPC 계약이 예정되어 있다. 또한 삼성물산은 GE-Vernova Hitachi(이하 GVH)와 공동 파트너십을 체결하고, 관련 사업을 스웨덴, 폴란드, 에스토니아에서 진행하고 있다. 아직 기술사 선정 혹은 표준 설계 개발 단계로 실제 계약까지는 시간이 필요할 것으로 보인다.

도표 27. 주요 건설사 원전 진행 현황

기업	구분	국가	프로젝트	용량	진행사항
삼성물산	대형원전	베트남	닌투언 2	1000MW x 2	하반기 팀코리아 시공파트너 입찰 참여 계획
		루마니아	체르나보다 3,4	700MW x 2	연말 팀코리아 일원으로 시공사 참여 추진 중
	뉴스케일 SMR	루마니아	도이체슈티	77MW x 6	Pre-EPC(26.5~27.8), 27년 중 EPC 계약추진
	GVH SMR	스웨덴	바텐팔-링할스	1500MW	숫리스트(GVH vs 롤스로이스) 선정, 2H26 기술사 선정
		폴란드	OSGE		26년 2월 GVH 폴란드 표전 설계 개발 계약 체결
		에스토니아	페르미 에네르키	GVH 300MW x 2	GVH 선정, 2032년 본공사 계획
현대건설	대형원전	불가리아	코즐로두이 7,8	1100MW x 2	24년 11월 ESC 체결, 26년말 EPC 전망
		슬로바키아	보후니체	1200MW	26년 1월, 미국/슬로바키아 원자력 협정 체결
		미국	페르미 마타도르	1000MW x 4	FEED 수행 완료(2Q26), 발주처 CEO/CFO 사임
		베트남	닌투언 2 호기	1000MW x 2	참여 계획이나 우선순위에서 밀림
	홀텍 SMR	미국	펠리세이드	300MW x 2	25년말 건설허가 신청, 제한적 작업승인 요청
대우건설	대형원전	체코	두코바니 5, 6	1000MW x 2	한수원 개념설계 체결, 29년 착공 목표
DL이앤씨	엑스에너지 SMR	미국	SMR 표준화 설계		
		노르웨이	몽스타드		정유공장 인근 SMR 건설 위한 환경영향평가 진행

자료: 언론 종합, 각 사, 하나증권

**미국: 대형원전보다 SMR에 진심**

미국은 대형원전보다는 SMR 관련 뉴스가 활발하다. AI데이터센터 확대로 전력 수요가 크게 증가하며, 발전원에 대한 요구도 커졌다. 구글, 아마존, 마이크로소프트 등 빅테크들은 SMR 프로젝트에 직접 투자하고, 전력 구매를 약속하는 등 선제적으로 전력 확보에 나섰다. 실제로 여러 SMR 업체들은 올해 중 건설허가 신청 혹은 착공을 준비 중에 있으며, 2029~2030년 상업운전에 나설 계획이다. 진행하는 대부분의 SMR 시공사는 북미EPC사(백텔, 자크리, 앳킨스 등)가 진행하고 있으며, 유일하게 홀텍SMR이 한국 건설사(현대건설)가 진행하고 있다. 또한 미국은 대형원전 건설을 재개하려는 움직임을 보였으며, 연방정부 소유의 10기, 민간(페르미) 4기를 준비하고 있다. 미국은 원전 건설 확대를 위해 일본과의 투자 협약 또한 맺었다. 총 5,500억달러의 전략적 투자를 25년 9월에 약속한 바 있으며, 실제로 올해 3월에는 투자 패키지에 SMR과 천연가스 발전에 대한 투자를 제안했다. 미국정부는 외부 자금을 지원받아 AI데이터센터 혹은 빅테크 기업들이 전력 구매하는 계약을 주선하여, 원전을 개발하려고 한다.

**도표 28. 미국 내 진행 중인 신규 대형원전**

프로젝트명	발전사	노형	현재 상태 및 목표
마타도르	페르미	AP1000 x 4기	텍사스 부지. 2026년 3월 인허가(EIS) 착수, 2027년 착공 목표
연방 정부 10기 프로젝트		AP1000 x 10기	2030년까지 10기 착공 목표로 정부-민간(카메코 등) 파트너십 체결

자료: 미국 정부, 하나증권

**도표 29. 미국 내 진행 중인 신규 SMR 원전**

프로젝트명	노형 (기술)	용량(MW)	전력구매처	진행사항 (2026.04 기준)
나트륨(테라파워)	소듐냉각고속로(SFR)	345	퍼시픽코프	2026년 3월 NRC 건설 허가 획득 및 와이오밍주 부지 착공
시드립트(X-energy)	고온가스냉각로(Xe-100)	320	다우	2026년 4월 관리 계약 체결, 상세 설계 및 NRC 심사 중
클린치 리버(GEH)	경수로(LWR)	300	TVA	최종 안전성 평가 보고서(FSER) 진행 중 (2026년 말 완료 예정)
헤르메스(Kairos)	용융염냉각로 (MSR)	500	구글	오크리지 부지 시험로 건설 중이며 구글과 대규모 공급 계약 체결
에너지 노스웨스트(XE)	고온가스냉각로(Xe-100)	960	아마존	아마존의 직접 투자로 워싱턴주 내 4기~12기 건설 계획 구체화
펠리세이드(홀텍)	가압경수로(PWR)	680		현대건설과 상세 설계 진행 중. 연방 대출 지원 및 인허가 준비

자료: 언론 종합, 하나증권

**도표 30. 미/일 대미 2차 투자 패키지 사항(2026년 3월)**

투자 항목	투자 금액	주요 위치	핵심 파트너 및 목적
SMR 건설 프로젝트	400억달러	테네시주, 앨라배마주	GE 버노바 + 히타치 주도. 기가와트급 데이터 센터 전용 전원 확보
천연가스 발전(PA)	170억달러	펜실베이니아주	급증하는 동부 지역 데이터 센터 전력 수요 대응
천연가스 발전(TX)	160억달러	텍사스주	텍사스 내 에너지 그리드 안정화 및 산업용 전력 공급
핵심 부품 제조		글로벌 공급망	IHI, 도시바 등 참여. SMR 용 흑연 및 핵연료 부품 안정 공급

자료: 언론 종합, 하나증권

**미국의  
대형원전 국영기업 주도  
SMR 도입 중**

미국 외에서 대형원전과 SMR 모두 개발 의지가 활발하다. 대형원전은 국영기업 주도로 진행되는 분위기이며, SMR은 민간 모두 파트너 선정, 부지 선정 등 신규 착공을 위한 준비를 하고 있다. 대표적으로 대형원전 신규 착공에 적극적인 국가는 동유럽이다. 체코, 폴란드, 헝가리, 루마니아, 튀르키예, 슬로바키아 등이 대형원전 발주에 나서고 있다. 최근 체코는 한수원과, 폴란드는 웨스팅하우스와, 헝가리는 러시아와, 루마니아는 캐나다와, 튀르키예는 러시아와 진행 중이며, 추가적으로 슬로바키아가 미국과 준비 중이다. SMR은 현재 착공을 시작한 북미 외 국가는 없다. 현재 파트너를 선정하여 부지선정, 환경영향평가, 설계허가 단계에 있다. 현재 가장 많은 파트너로 선정된 기업은 GVH다. GVH는 폴란드, 핀란드, 캐나다, 에스토니아 등에서 선정됐으며, 스웨덴에서 기술사 선정 경쟁 중이다. 그 다음으로 언급되는 것이 롤스로이스SMR이다. 롤스로이스SMR은 체코, 폴란드, 영국 등에서 파트너로 선정됐으며, 스웨덴에서 기술사 선정 경쟁 중이다.

**도표 31. 글로벌(미국제외) 진행중인 신규 원전 현황**

국가	대형원전	SMR
영국	힝클리포인트 진행 중(EDF), 사이즈웰 C 2기(EDF)	롤스로이스 SMR(Wylfa), 뉴스케일(CNP), 홀택(Cottam), 엑스에너지(하틀폴)
프랑스	EPR2 6기 확정, Penly(EDF)	EDF Nuward 400MWe 개발중
네덜란드	4기 추가 계획(EDF vs WEC)	
체코	두코바니 2기(한수원)	롤스로이스 SMR 파트너 선정
폴란드	루비아토보 3기(WEC/백델)	GVH(OSGE), 뉴스케일(KGHM), 롤스로이스 SMR(SGPI)
헝가리	팍스 II 2기(로사툼)	롤스로이스 SMR(ULC)
루마니아	체르나보다 3,4(Flour)	뉴스케일(도이체슈티)
튀르키예	아쿠유 4기(로사툼) 진행 중, 신규 2,3원전 계획	도입 목표
슬로바키아	보후니체 1기(WEC) 계획 승인	
핀란드	EDF와 WEC 과 협약(Fortum)	GVH(Fortum)
스웨덴	탈원전 법안 폐기, 2기 착공 지원 대출안 통과	GVH vs 롤스로이스 SMR
노르웨이		후보 부지 선정, 환경영향평가
캐나다	브루스 C 4기 계획	GVH 4기(OPG) 공사 중, GVH(SaskPower)
UAE	제 2 원전 계획 구체화	
인도	자국기술로 카이가 5,6 호기 계획, 10기 사전 건설 진행	
한국	2기 추가 건설 확정	1기 건설 확정, i-SMR(170MW) 개발 중
일본	중단 현장 재개 모색	자국 기술 개발 중
중국	24년 6기 착공, 25년 3기 착공, 10기 추가 건설 승인	화룽 1호 등 자국 노형 공사 중
우즈베키스탄	로사툼 협력, 총 4기 계획	
카자흐스탄	로사툼 파트너 선정	
베트남	닌투언 1 호기(로사툼), 닌투언 2 호기 계획	

자료: 언론종합, 하나증권

### 3) 4Q: 주택과 인테리어

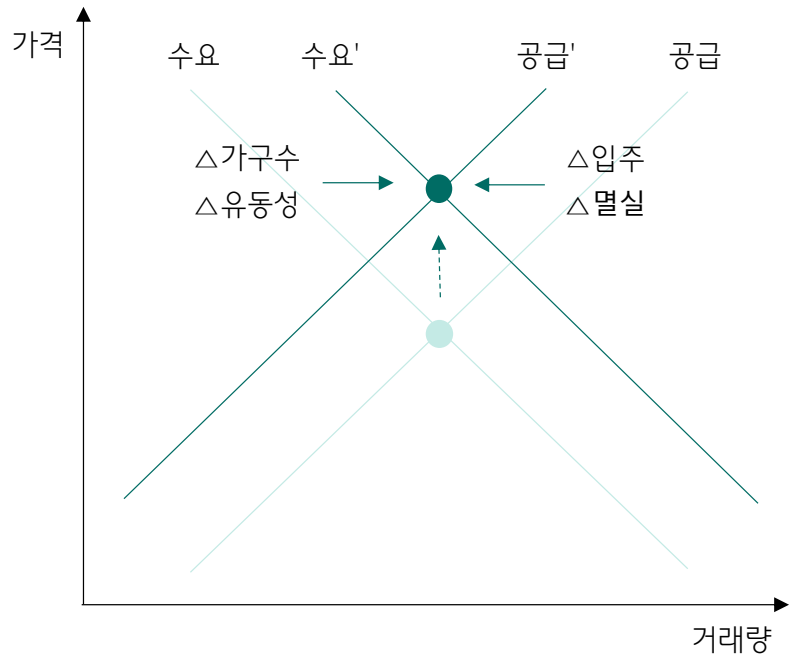
#### (1) 주택

전월세 가격 상승  
매매 가격 상승

거주비용 상승에 따른 매매가 상승 추세가 이어지고 있으며, 이러한 분위기는 지속될 것으로 전망한다. 아파트 전세가격은 2022년 크게 하락한 이후 2023년부터 반등하여 상승을 지속해오고 있다. 최근에는 수도권뿐 아니라 광역시에서의 전세가격 상승이 나타나고 있다. 이러한 거주비용 상승의 배경에는 초과수요가 있다. 거주 비용은 거주 수요(가구수, 유동성)와 거주 공급(입주와 멸실)로 정해진다. 가구수와 유동성은 증가하고 있는 반면, 입주는 감소하고 있다. 이러한 초과수요가 거주가격 상승을 견인하고 있으며, 이러한 거주가격 상승이 매매가격 상승으로 이어지고 있다.

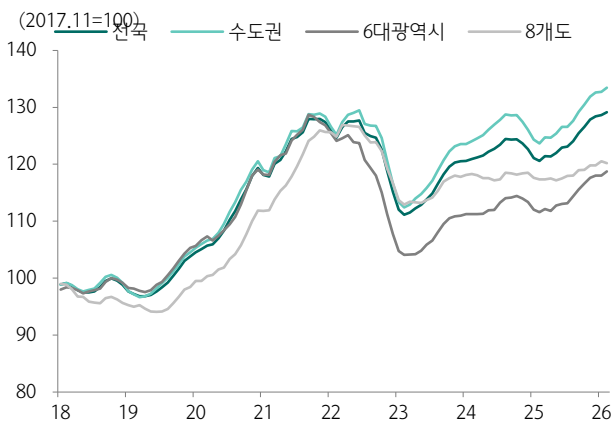
도표 32. 거주비용 상승의 배경

$\Delta$ 수요:  $\Delta$ 가구수 +  $\Delta$ 유동성  
 $\Delta$ 공급:  $\Delta$ 입주 -  $\Delta$ 멸실



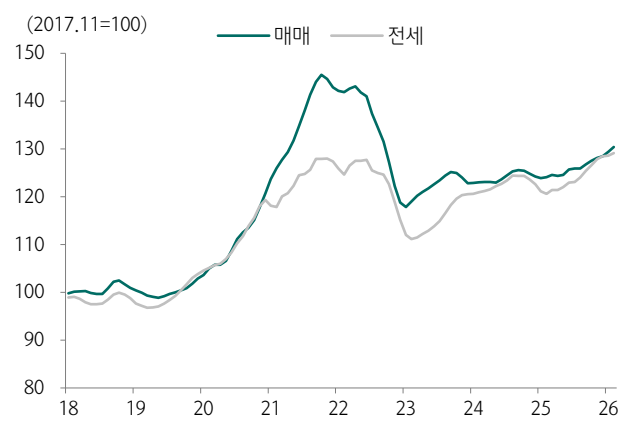
자료: 하나증권

도표 33. 아파트 전세실거래가지수



자료: 한국부동산원, 하나증권

도표 34. 전국 아파트 실거래가지수

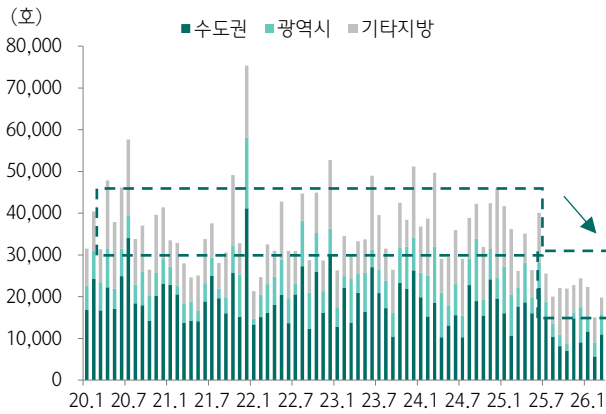


자료: 한국부동산원, 하나증권

공급: 주택 준공 감소(2H25~)

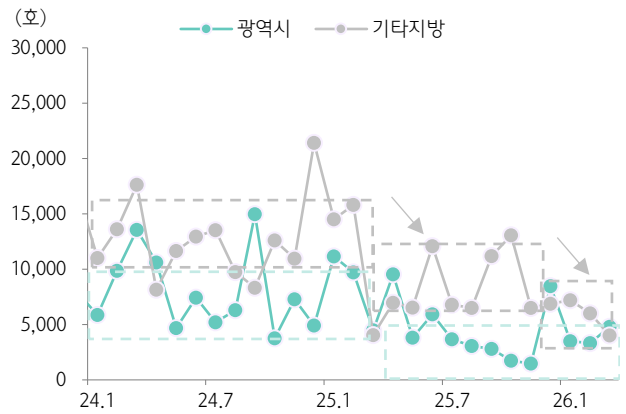
먼저 공급을 살펴보면, 주택 준공물량은 작년 하반기부터 눈에 띄게 감소하기 시작했다. 수도권에서만 준공물량이 감소한 것이 아니라, 광역시와 기타지방에서도 준공물량의 감소가 나타나고 있다. 올해 1분기 주택 준공물량도 감소를 계속하고 있다. 저조한 준공물량은 2028년까지 예고되어 있다. 전국 아파트 입주세대수가 24년 36만호, 25년 27만호, 26년 20만호, 27년 23만호이며, 2028년은 그보다도 적다. 2022년부터 이어진 착공 부진이 공사가 완료되는 3년뒤 시점부터 준공 물량 감소로 이어지는 것이다.

도표 35. 주택 준공: 작년 하반기 감소 시작



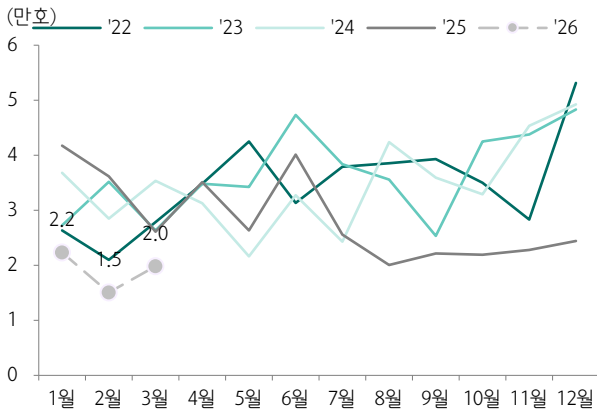
자료: 국토교통부, 하나증권

도표 36. 주택 준공: 광역시와 지방에서도 감소



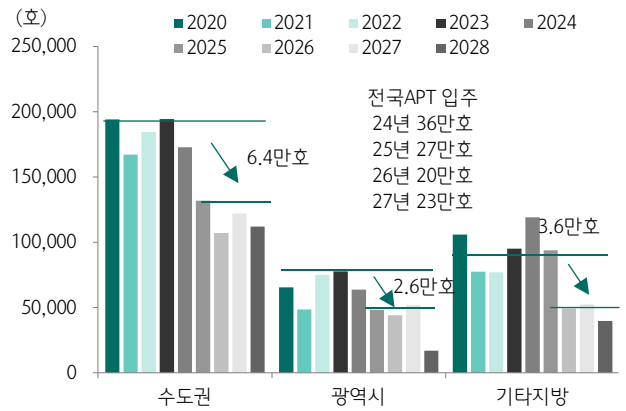
자료: 국토교통부, 하나증권

도표 37. 주택 준공: 1분기도 감소 지속



자료: 국토교통부, 하나증권

도표 38. 아파트 입주 물량: 26년부터 20만호 수준

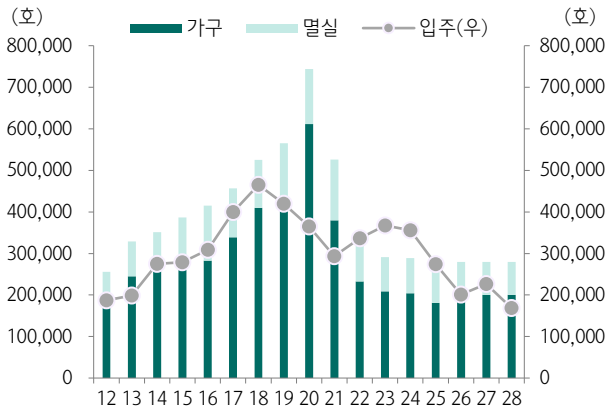


자료: REPS, 하나증권

'26~'28: △가구 > △(입주-멸실)

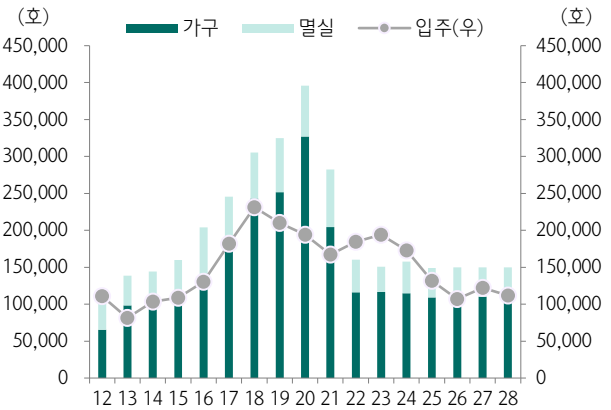
유동성을 제외한 가구, 멸실, 입주세대수를 보면, 2026년부터 2028년까지 가구수의 증가가 입주세대수와 멸실을 고려한 숫자보다 클 것으로 전망한다. 이는 수도권뿐 아니라 광역시와 기타지방에서도 나타날 것으로 전망한다. 22~24년에는 공급이 많았으나, 25년부터 초과수요 시장으로 점차 변화, 26~28년에는 확연한 초과수요 시장이 발생할 것으로 본다.

도표 39. 전국 가구/멸실/입주 비교



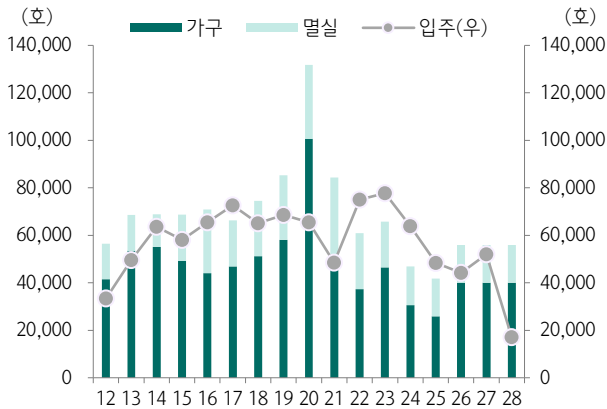
자료: 통계청, REPS, 하나증권

도표 40. 수도권 가구/멸실/입주 비교



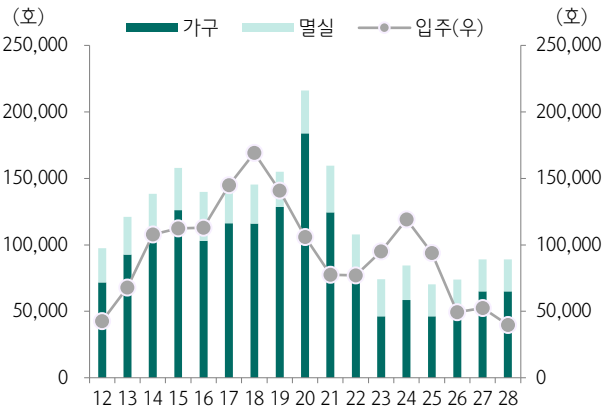
자료: 통계청, REPS, 하나증권

도표 41. 광역시 가구/멸실/입주 비교



자료: 통계청, REPS, 하나증권

도표 42. 기타지방 가구/멸실/입주 비교

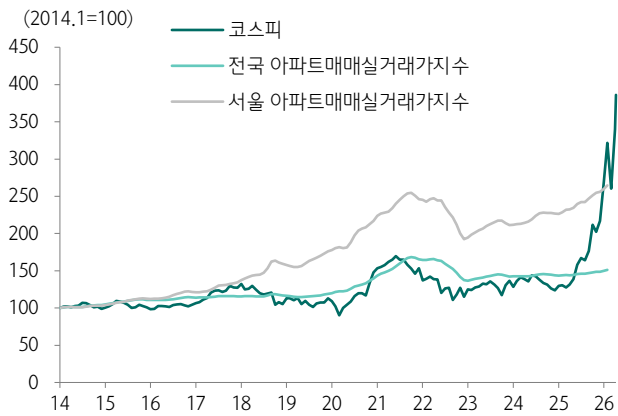


자료: 통계청, REPS, 하나증권

**주식은 자산 상위 가구가 더 많이 보유**

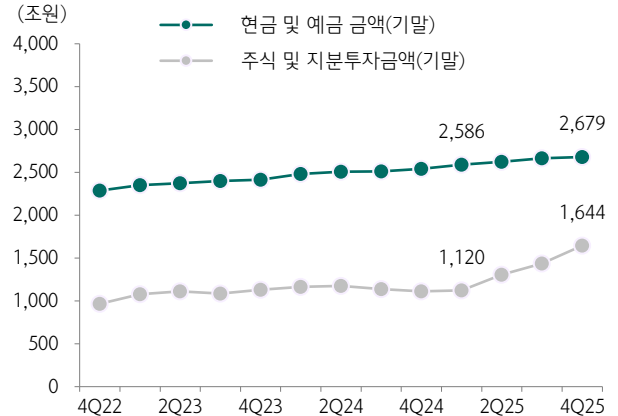
최근 주식시장이 크게 상승함에 따라 부동산 시장에 영향이 나타날 수 있다. 다만 이러한 주식시장 부의 상승 효과는 고가주택에만 영향을 미칠 것으로 전망한다. 그 이유는 주식시장으로 큰 돈을 번 가구는 자산을 기준으로 상위 가구이며, 해당 가구의 갈아타기는 고가주택을 위주로 진행될 것이기 때문이다. 코스피는 2025년 이후 약 3배 상승했다. 실제로 한국은행 집계한 민간의 주식 및 지분투자금액이 1,120조원에서 1644조원으로 약 524조원 증가했다. 이러한 증가는 자산 상위 가구에 쏠림이 있을 것으로 본다. 가구의 금융 자산 내 주식 비중을 보면 자산 상위 20%의 가구가 평균보다 더 높은 비중으로 갖고 있다. 평균 금액으로 보면 가구의 자산 상위 20%는 평균 7천만원 중반의 주식을 보유한 반면, 전체 가구의 평균 주식 보유 금액은 약 2천만원 수준이다. 상위 10%, 상위 5%로 올라갈수록 이러한 양극화가 더 심해지는(거인 행렬) 것을 고려할 때, 주식시장 상승으로 인한 유동성 증가는 고가주택 쏠림으로 이어질 수 있다.

**도표 43. 코스피와 아파트 가격지수 비교**



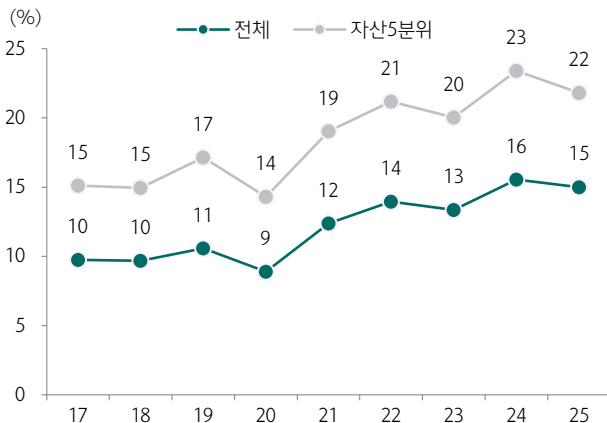
자료: 통계청, 한국부동산원, 하나증권

**도표 44. 가계의 금융 자산 추이**



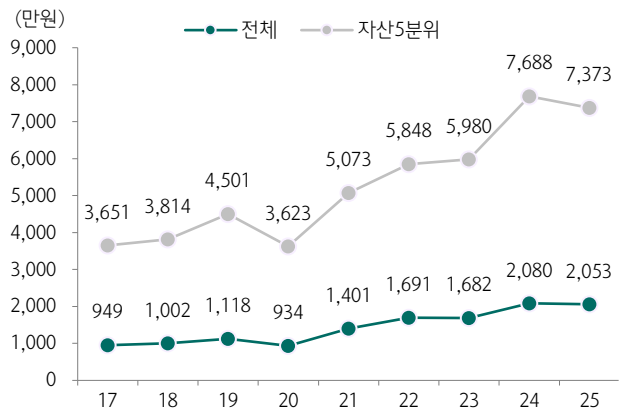
자료: 한국은행, 하나증권

**도표 45. 가구의 금융 자산 내 주식 비중**



자료: 통계청, 하나증권

**도표 46. 가구의 평균 금융 자산 보유**

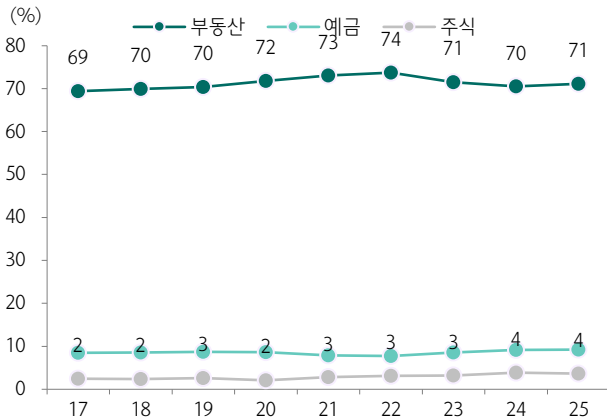


자료: 통계청, 하나증권

**자산내 비중:**  
부동산 >>>>>> 주식  
빨라지는 유동성(M2) 증가  
꾸준히 상승하는 소득

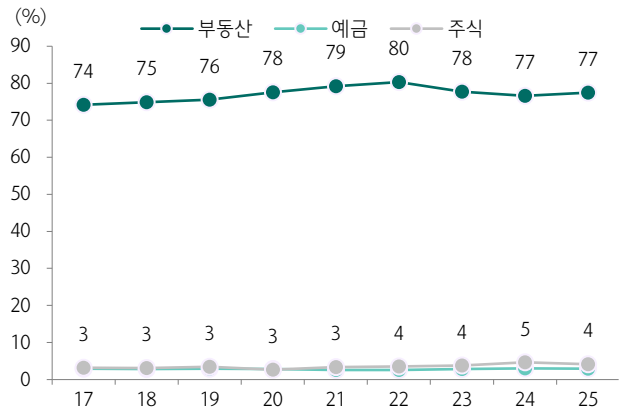
주식 자산이 크게 증식되었어도, 여전히 가계 자산에서 가장 큰 부분을 차지하고 있는 것은 부동산이다. 상위 20% 가구의 자산 내 비중에서도 부동산이 전체 자산의 75% 이상을 차지하며, 주식비중은 전체 자산의 4% 내외다. 주가의 상승은 고가 주택 수요에 영향을 미치겠지만, 전반적인 부동산 시장에서는 여전히 시장 전체의 유동성과 소득이 중요하다. 통화량은 전년동월대비 5% 이상 빠르게 증가하고 있고, 소득 또한 매년 3% 이상 꾸준히 상승하고 있다. 이러한 유동성 증가는 거주시장 내에서의 수요 증가로 이어질 수 있으며, 초과수요 시장을 더욱 촉발할 수 있다.

도표 47. 가구의 자산 내 비중



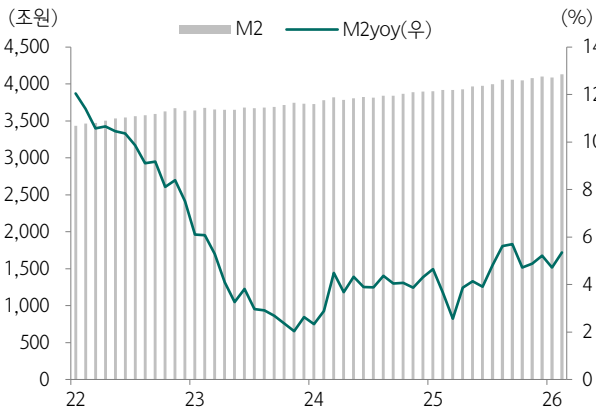
자료: 통계청, 하나증권

도표 48. 상위 20% 가구의 자산 내 비중



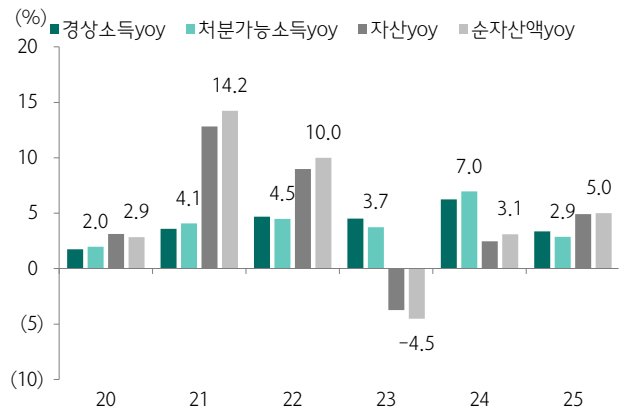
자료: 통계청, 하나증권

도표 49. 최근 빨라지고 있는 유동성 증가



자료: 한국은행, 하나증권

도표 50. 연도별 가구의 소득 및 자산 변화

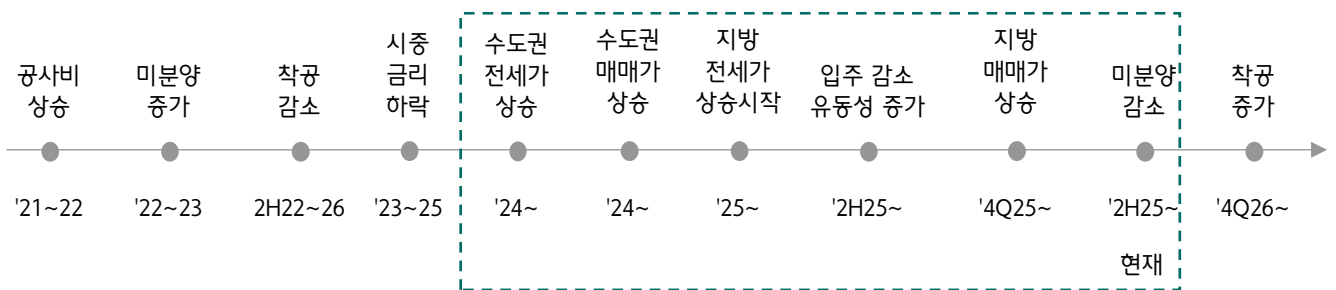


자료: 통계청, 하나증권

미분양 감소 →  
 착공 증가 →  
 건설 실적 증가

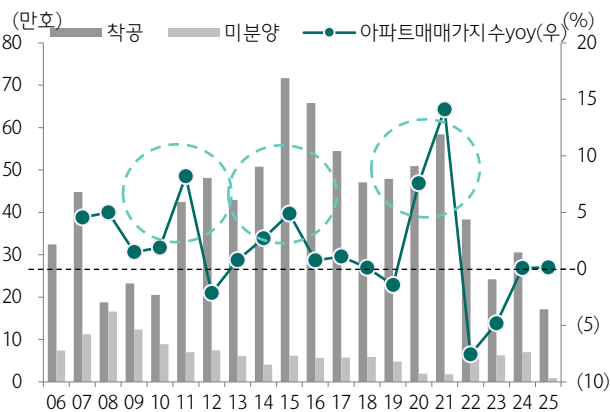
현재 건설 및 부동산 업황의 흐름은 수도권외의 거주비용과 매매가 상승이 먼저 나타났고, 뒤 이어 지방의 전세가 상승이 시작됐다. 입주 감소와 유동성 증가의 영향이 나타나기 시작했으며, 이에 따라 지방에서도 매매가가 상승하는 지역들이 확산되기 시작했다. 전국 미분양은 감소하기 시작했고, 특히 광역시를 중심으로 미분양이 감소하고 있다. 이러한 시세상승과 미분양 감소의 동반은 이후 부동산 개발 사업성의 회복으로 연결되며, 착공 증가의 흐름으로 이어질 수 있다. 착공 증가 흐름으로 반전 시, 최소 3년 이상의 증가를 전망할 수 있다. 이러한 턴어라운드 관점이 형성되는 타이밍에 주택주를 매수해야 한다. 4분기 주택주 매수는 밸류에이션이 가장 저렴한 IPARK현대산업개발을 추천한다.

도표 51. 건설업황 흐름: 전세가/매매가 상승이 미분양 감소와 착공 증가로 이어질 구간



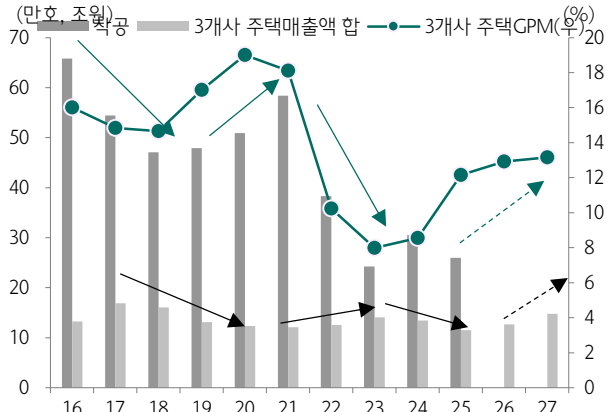
자료: 하나증권

도표 52. 시세가 상승하면 미분양이 감소, 착공이 증가



자료: 국토교통부, 한국부동산원, 하나증권

도표 53. 착공이 증가 시 이어지는 실적 증가 흐름



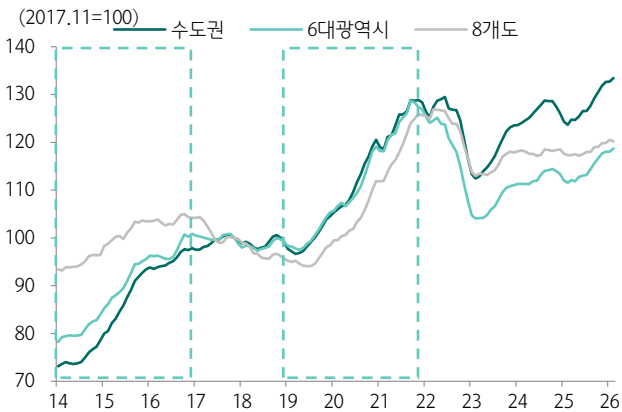
주: 3개사는 대우건설, DL이앤씨, HDC현대산업개발  
 자료: 하나증권 추정

(2) 인테리어

**시세 상승 전반기 특징:**  
**매물 증가, 거래량 증가, 시세 상승**

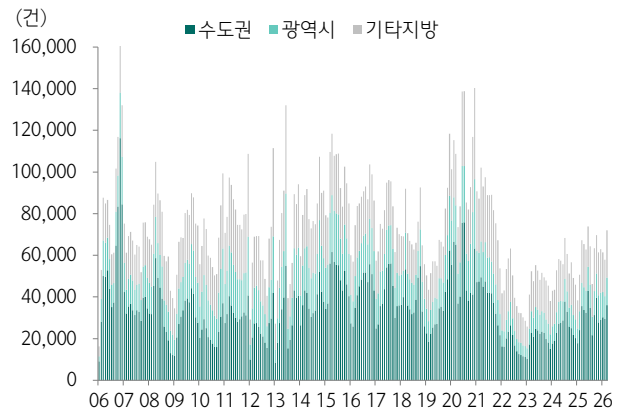
시세 상승이 나타나는 사이클의 전반기에는 매매거래량 증가가 동반된다. 매매 매물 증가가 가격 상승을 동반하며 거래량이 증가하게 된다. 그 사례로 2014년~2015년과 2019년~2020년 매매거래량이 크게 증가한 바 있다. 상승의 하반기로 가게 되면 매매거래량이 둔화된다. 매물이 감소하고, 부족한 매물 속에서 호가가 매매가로 체결된다. 가격 상승은 나타나지만 거래량은 둔화된다. 그 사례로 상승 하반기인 2016년과 2021년이 있다. 현재 부동산 업황은 상승 사이클이 전반기에 있다고 판단한다. 매물 증가와 거래량 증가, 가격 상승이 함께 나타나고 있다.

도표 54. 아파트 실거래가지수: 14~17년, 19~22년 상승기



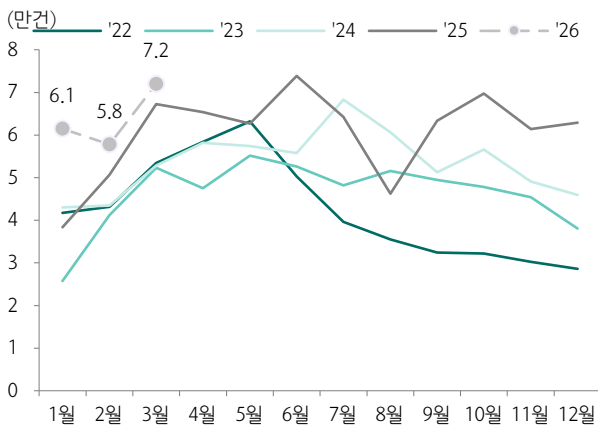
자료: 한국부동산원, 하나증권

도표 55. 주택 매매거래량: 14~15년, 19~20년 증가 사이클



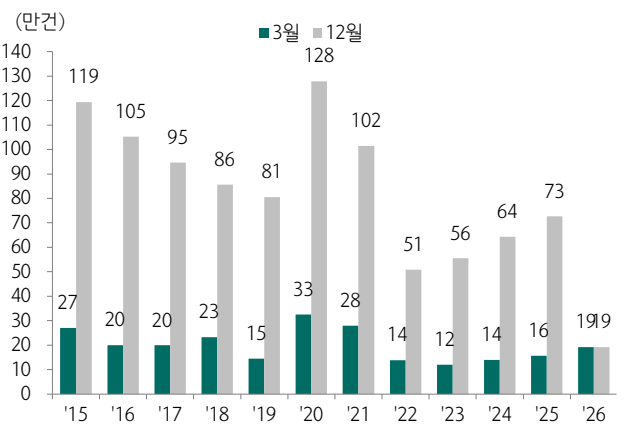
자료: 국토교통부, 하나증권

도표 56. 주택매매거래량: 1분기 증가



자료: 국토교통부, 하나증권

도표 57. 연간 주택매매거래량: 23년부터 증가 중

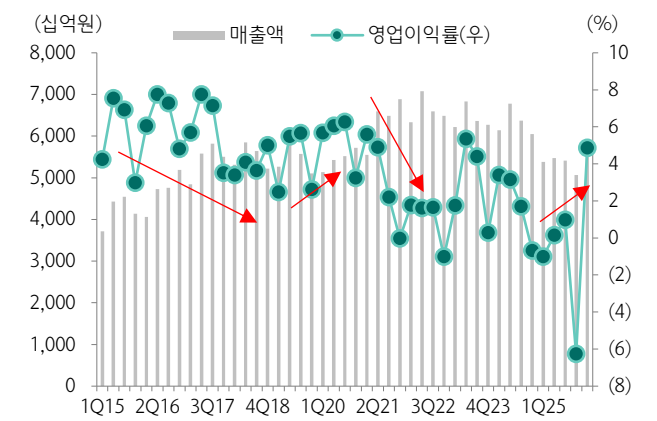


자료: 국토교통부, 하나증권

주택 매매거래량 증가  
→ 인테리어 실적 증가

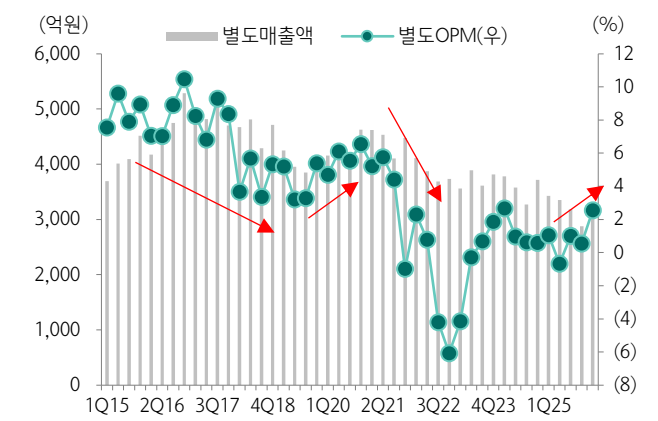
건자재 업체의 실적은 매매거래량의 방향성과 유사한 흐름을 보인다. LX하우시스와 한샘 모두 매매거래량이 감소하는 시점에 마진이 하락하는 경향을 보였으며, 2020년 매매거래량이 반등할 때 실적이 개선된 모습을 보인다. 2021년부터 감소한 매매거래량은 큰 폭의 실적 감소로 나타났고, 최근 매매거래량이 개선되면서 회복되는 모습을 보이고 있다. 2026~2027년은 수도권뿐 아니라 지방에서의 상승을 전망하고 있어, 부동산 상승 업황의 전반기라고 보고 있다. 이에 따라 매매거래량 증가를 전망하며, 건자재 업체들 실적에도 긍정적 영향을 줄 것으로 본다. 다만 호르무즈 해협 폐쇄에 따른 원자재 가격 상승으로, 2분기부터의 마진은 다소 보수적으로 볼 필요가 있다. 4분기 인테리어 턴어라운드 스토리에서는 밸류에이션이 저렴한 LX하우시스를 추천한다.

도표 58. LX하우시스 건축부문 매출액과 OPM



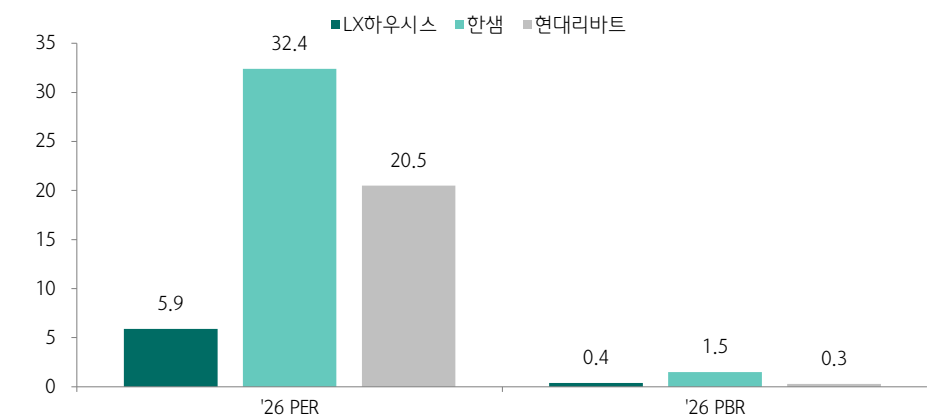
자료: LX하우시스, 하나증권

도표 59. 한샘 별도매출액과 OPM



자료: 한샘, 하나증권

도표 60. 인테리어 3사 PER, PBR 밸류에이션 비교



자료: Dataguide, 하나증권

2026년 5월 18일 | 기업분석\_Update

## BUY (유지)

목표주가(12M) 600,000원  
현재주가(5.15) 396,500원

### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,493.18
52주 최고/최저(원)	452,000/122,400
시가총액(십억원)	64,300.0
시가총액비중(%)	1.05
발행주식수(천주)	162,167.6
60일 평균 거래량(천주)	532.2
60일 평균 거래대금(십억원)	175.2
외국인지분율(%)	30.98
주요주주 지분율(%)	
이재용 외 11 인	38.12
케이씨씨	10.49

### Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	44,191.8	47,025.1
영업이익(십억원)	3,684.7	4,177.4
순이익(십억원)	3,769.1	4,114.8
EPS(원)	16,358	18,153
BPS(원)	333,701	351,091

### Stock Price



### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	42,103.2	40,742.2	44,243.7	46,625.7
영업이익	2,983.4	3,292.7	3,527.5	3,883.6
세전이익	3,722.5	4,260.3	4,511.9	5,945.3
순이익	2,230.3	2,439.1	2,492.1	3,046.2
EPS	12,280	14,165	15,087	18,616
증감율	3.86	15.35	6.51	23.39
PER	9.35	16.91	26.28	21.30
PBR	0.64	0.81	0.66	0.65
EV/EBITDA	6.68	10.80	15.23	13.74
ROE	6.83	6.02	3.39	3.10
BPS	180,536	294,897	596,401	612,216
DPS	2,600	2,800	2,800	2,800



Analyst 김승준 sjunkim@hanafn.com

# 삼성물산 (028260)

## 2분기 TOP PICK으로 추천

### 투자 의견 Buy, 목표주가 600,000원 유지, TOP PICK으로 추천

삼성물산 투자 의견 Buy, 목표주가 600,000원을 유지한다. 목표주가는 26년 EPS 추정치에 Target P/E 40.0배를 적용했다. 이는 26년 BPS 추정치에 P/B 1.0배를 적용한 것과 같다. 현재 삼성전자 주가 반영시 PBR 0.7배다. Peer 대비 저렴한 밸류에이션이면서, 2분기 반도체에 대한 기대감은 여전히 유효하다. 여기에 분기별 영업이익 증가, 성장기적 에너지 수요 증가에 대응 가능한 기업인 점을 감안해서, TOP PICK으로 매수를 추천한다.

### PBR 0.7배는 사업과 지분과 스토리를 고려할 때 저렴한 밸류

삼성물산의 현재 컨센서스 기준 PBR은 1.3배다. 하지만 현재 시장 추정치 상의 삼성물산의 주요지배지분은 삼성전자의 지분가치 상승이 반영되어있지 않다. 삼성전자의 주가는 1분기 말 대비 현재 약 10만원 상승했으며, 삼성물산이 보유한 주식(3.0억주)를 고려할 때 약 30조원의 지분가치 증가가 있었다. 이를 고려할 때의 삼성물산의 주요지배지분은 96조원으로, 현재 컨센서스 52조원과 큰 차이가 있다. PBR 0.7배는 이러한 가치를 산정했을 때의 밸류에이션이다. 올해 분기별로 증가하는 이익, 속도가 빨라지는 반도체 투자와 그에 따른 매출액 성장의 기대, 원전(대형원전, SMR) 수주 추진, 래미안의 수주 성장, 미국 태양광 운영 사업 추진(IPP사업자) 등의 밸류에이션에 프리미엄을 부여할 네러티브까지 풍부하다.

### 원전 스토리: 3Q 베트남, 4Q 루마니아

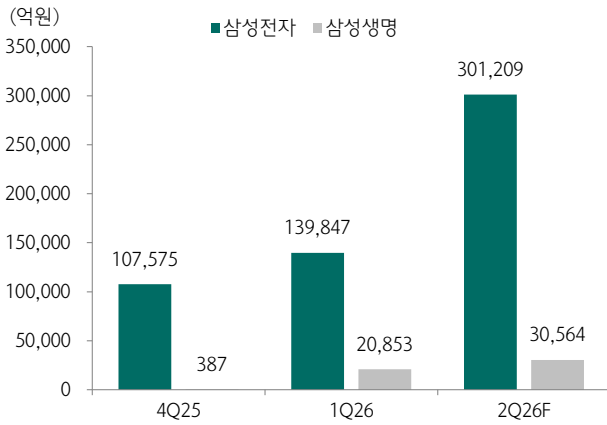
대형원전은 베트남, 사우디, 루마니아, SMR은 루마니아, 스웨덴, 에스토니아에서의 수주를 추진하고 있다. 대형원전은 팀코리아의 시공사로서 참여하며, 베트남은 올해 하반기 시공파트너 입찰에 참여할 계획이다. 루마니아도 올해 말 시공사가 선정될 예정으로 팀코리아 일원으로 시공사 참여를 추진 중이다. 사우디는 현재 발주가 지연 중이며, 미국은 팀코리아 차원에서 안건 발굴 중에 있다. SMR은 루마니아에서 Nuscale 6기의 Pre-EPC(환경영향평가, 인허가 등 진행)를 26년 5월부터 27년 8월까지 수행하며, 27년 중 EPC 계약을 추진 중이다. 그리고 작년 10월 GVH(GE Vernova-Hitachi)사와 SMR 공동 파트너십을 체결, 유럽 중심으로 사업을 확대하고 있다. 스웨덴, 에스토니아, 폴란드 사업을 공동 참여할 계획이다. 스웨덴은 25년 8월에 슛리스트(GVH vs 롤스로이스)에 선정, 올해 하반기 중 기술사 선정 예정이다. 32년 1호기 착공 목표다. EPC 수주할 시 삼성물산은 전분야 시공(C)과 터빈과 보조설비의 설계구매(EP)도 담당한다. 에스토니아는 발주처가 GVH사를 선정했으며, 2032년 본공사를 계획 중이다.

도표 1. 목표주가 산정(P/E Valuation)

P/E Valuation	금액	내용
2026E EPS	15,411	
2027E EPS	18,616	
Target P/E(배)*	40.0	
목표주가(원)	616,432	
현재주가(원)	396,500	
상승여력(%)	55.5	

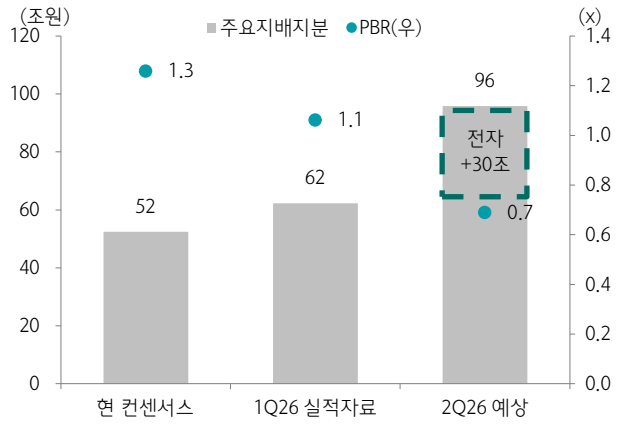
자료: 삼성물산, 하나증권 추정

도표 2. 지분가치 상승에 따른 삼성물산 예상 지배주요지분 증가



자료: 하나증권

도표 3. 주요지배지분 비교와 2분기 삼성전자 가치 상승 반영



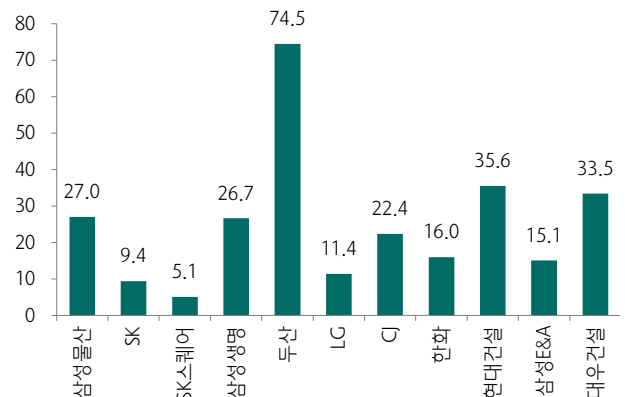
자료: 하나증권

도표 4. '26F 컨센 기준 PBR Peer Valuation



자료: Dataguide, 하나증권

도표 5. '26F 컨센 기준 PER Peer Valuation



자료: Dataguide, 하나증권



도표 10. 삼성물산 연결 실적 개요

(단위: 억원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	97,368	100,220	101,510	108,320	104,660	108,053	114,892	114,831	407,418	442,437	466,257	497,111
YoY	-9.8%	-8.9%	-1.5%	8.4%	7.5%	7.8%	13.2%	6.0%	-3.2%	8.6%	5.4%	6.6%
1. 건설	36,200	33,950	30,900	40,440	34,130	38,963	43,583	46,321	141,490	162,998	191,815	199,284
YoY	-35.2%	-30.9%	-31.1%	10.1%	-5.7%	14.8%	41.0%	14.5%	-24.2%	15.2%	17.7%	3.9%
1-1. 건축	27,290	23,290	20,590	28,800	22,450	28,797	32,534	35,898	99,970	119,678	149,185	154,616
YoY	-40.2%	-41.3%	-41.8%	-0.4%	-17.7%	23.6%	58.0%	24.6%	-33.2%	19.7%	24.7%	3.6%
1-2. 플랜트	6,970	9,070	8,340	9,420	10,600	8,912	9,910	9,198	33,800	38,619	38,385	41,092
YoY	-14.9%	18.7%	10.5%	56.7%	52.1%	-1.7%	18.8%	-2.4%	15.0%	14.3%	-0.6%	7.1%
2. 상사	34,360	37,760	38,850	35,400	41,140	38,138	39,239	35,754	146,370	154,270	155,813	157,371
YoY	18.2%	11.1%	21.9%	1.0%	19.7%	1.0%	1.0%	1.0%	12.6%	5.4%	1.0%	1.0%
3. 패션	5,040	5,100	4,450	5,600	5,730	5,151	4,495	5,656	20,190	21,032	21,242	21,454
YoY	-2.5%	-0.6%	2.8%	3.5%	13.7%	1.0%	1.0%	1.0%	0.7%	4.2%	1.0%	1.0%
4. 리조트	8,790	10,510	10,710	9,850	9,300	10,615	10,817	9,949	39,860	40,681	41,088	41,498
YoY	4.4%	2.9%	4.8%	-3.1%	5.8%	1.0%	1.0%	1.0%	2.2%	2.1%	1.0%	1.0%
5. 바이오	12,980	12,900	16,600	17,030	14,360	15,186	16,759	17,152	59,510	63,457	56,300	77,504
YoY	37.1%	11.5%	39.8%	35.6%	10.6%	17.7%	1.0%	0.7%	30.9%	6.6%	-11.3%	37.7%
매출총이익	17,530	18,010	20,510	20,820	18,690	20,442	22,190	22,598	76,870	83,921	90,124	98,691
YoY	6.3%	-5.9%	19.9%	13.5%	6.6%	13.5%	8.2%	8.5%	8.2%	9.2%	7.4%	9.5%
매출총이익률	18.0%	18.0%	20.2%	19.2%	17.9%	18.9%	19.3%	19.7%	18.9%	19.0%	19.3%	19.9%
판매비	10,286	10,480	10,570	12,600	11,490	11,886	12,638	12,631	43,936	48,645	51,288	54,682
YoY	9.8%	3.5%	8.4%	5.1%	11.7%	13.4%	19.6%	0.2%	6.5%	10.7%	5.4%	6.6%
판매비율	10.6%	10.5%	10.4%	11.6%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	10.8%	11.0%	11.0%	11.0%
영업이익	7,244	7,530	9,940	8,220	7,200	8,557	9,552	9,967	32,934	35,275	38,836	44,009
YoY	1.7%	-16.3%	35.1%	29.4%	-0.6%	13.6%	-3.9%	21.2%	10.4%	7.1%	10.1%	13.3%
영업이익률	7.4%	7.5%	9.8%	7.6%	6.9%	7.9%	8.3%	8.7%	8.1%	8.0%	8.3%	8.9%
1. 건설	1,590	1,180	1,110	1,480	1,110	1,948	2,179	2,316	5,360	7,553	9,591	9,964
OPM	4.4%	3.5%	3.6%	3.7%	3.3%	5.0%	5.0%	5.0%	3.8%	4.6%	5.0%	5.0%
2. 상사	630	800	760	530	1,090	953	785	715	2,720	3,543	3,116	3,147
OPM	1.8%	2.1%	2.0%	1.5%	2.6%	2.5%	2.0%	2.0%	1.9%	2.3%	2.0%	2.0%
3. 패션	340	330	120	450	380	361	315	368	1,240	1,423	1,487	1,502
OPM	6.7%	6.5%	2.7%	8.0%	6.6%	7.0%	7.0%	6.5%	6.1%	6.8%	7.0%	7.0%
4. 리조트	-120	540	730	550	-210	598	644	629	1,700	1,662	2,201	2,223
OPM	-1.4%	5.1%	6.8%	5.6%	-2.3%	5.6%	6.0%	6.3%	4.3%	4.1%	5.4%	5.4%
5. 바이오	4,800	4,680	7,220	5,210	4,830	4,696	5,629	5,939	21,910	21,094	22,441	27,172
OPM	37.0%	36.3%	43.5%	30.6%	33.6%	30.9%	33.6%	34.6%	36.8%	33.2%	39.9%	35.1%
영업외손익	4,792	0	2,110	2,770	6,250	1,106	1,106	1,106	9,672	9,567	19,187	13,500
YoY	36.4%		486.1%	30.7%	30.4%		-47.6%	-60.1%	30.8%	-1.1%	100.6%	-29.6%
지배주주손익	7,328	3,530	5,670	7,870	8,440	5,073	5,595	5,813	24,398	24,921	30,462	30,192
YoY	0.7%	-38.8%	26.6%	65.0%	15.2%	43.7%	-1.3%	-26.1%	9.4%	2.1%	22.2%	-0.9%
수주	34,160	13,890	74,050	73,910	50,000	60,100	44,000	45,100	196,010	199,200	209,300	209,300
YoY	42.3%	-67.0%	109.0%	-6.3%	46.4%	332.7%	-40.6%	-39.0%	8.6%	1.6%	5.1%	0.0%
1. 건축	27,600	10,100	39,910	64,990	49,090	40,000	40,000	40,000	142,600	169,090	160,000	160,000
YoY	26.1%	-75.6%	124.2%	94.2%	77.9%	296.0%	0.2%	-38.5%	24.4%	18.6%	-5.4%	0.0%
2. 플랜트	6,430	3,180	33,970	8,870	860	20,000	2,000	5,000	52,450	27,860	47,000	47,000
YoY	257.2%	396.9%	94.1%	-79.2%	-86.6%	528.9%	-94.1%	-43.6%	-16.2%	-46.9%	68.7%	0.0%
수주잔고	275,460	255,060	296,850	294,860	317,260	338,397	338,813	337,592	294,860	337,592	355,078	365,094
QoQ, YoY	-0.6%	-7.4%	16.4%	-0.7%	7.6%	6.7%	0.1%	-0.4%	6.4%	14.5%	5.2%	2.8%
1. 건축	150,470	130,040	148,440	176,360	205,690	216,893	224,359	228,462	176,360	228,462	239,277	244,661
QoQ, YoY	0.4%	-13.6%	14.1%	18.8%	16.6%	5.4%	3.4%	1.8%	17.6%	29.5%	4.7%	2.3%
2. 플랜트	104,890	105,200	130,390	105,540	99,020	110,108	102,198	98,001	105,540	98,001	106,616	112,524
QoQ, YoY	-1.8%	0.3%	23.9%	-19.1%	-6.2%	11.2%	-7.2%	-4.1%	-1.2%	-7.1%	8.8%	5.5%

자료: 삼성물산, 하나증권 추정

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	42,103.2	40,742.2	44,243.7	46,625.7	49,711.1
매출원가	34,995.6	33,054.7	35,851.6	37,613.3	39,842.0
매출총이익	7,107.6	7,687.5	8,392.1	9,012.4	9,869.1
판매비	4,124.2	4,394.8	4,864.5	5,128.8	5,468.2
영업이익	2,983.4	3,292.7	3,527.5	3,883.6	4,400.9
금융손익	76.3	75.1	88.4	264.0	442.5
중속/관계기업손익	56.4	78.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	606.4	814.3	896.1	1,797.7	1,156.0
세전이익	3,722.5	4,260.3	4,511.9	5,945.3	5,999.3
법인세	950.5	353.6	1,043.8	1,450.6	1,437.7
계속사업이익	2,772.0	3,906.7	3,440.4	4,351.7	4,313.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2,772.0	3,906.7	3,440.4	4,351.7	4,313.2
비배주주지분 손이익	541.8	1,467.5	948.3	1,305.5	1,293.9
지배주주순이익	2,230.3	2,439.1	2,492.1	3,046.2	3,019.2
지배주주지분포괄이익	(2,764.1)	19,293.3	44,456.9	3,993.8	3,958.5
NOPAT	2,221.6	3,019.5	2,711.5	2,936.0	3,346.2
EBITDA	3,916.5	4,351.1	4,505.8	4,723.2	5,121.5
성장성(%)					
매출액증가율	0.50	(3.23)	8.59	5.38	6.62
NOPAT증가율	1.04	35.92	(10.20)	8.28	13.97
EBITDA증가율	6.11	11.10	3.56	4.82	8.43
영업이익증가율	3.94	10.37	7.13	10.09	13.32
영업이익(지배주주)순이익증가율	0.54	9.36	2.17	22.23	(0.89)
EPS증가율	3.86	15.35	6.51	23.39	(0.89)
수익성(%)					
매출총이익률	16.88	18.87	18.97	19.33	19.85
EBITDA이익률	9.30	10.68	10.18	10.13	10.30
영업이익률	7.09	8.08	7.97	8.33	8.85
계속사업이익률	6.58	9.59	7.78	9.33	8.68

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	20,181.0	21,356.4	26,727.0	32,423.2	37,855.0
금융자산	5,251.3	5,634.4	10,064.8	15,118.9	19,979.9
현금성자산	3,622.4	3,458.2	7,762.2	12,729.9	17,514.1
매출채권	5,203.1	5,658.9	5,998.9	6,231.1	6,437.5
재고자산	5,125.9	5,642.1	5,981.0	6,212.5	6,418.3
기타유동자산	4,600.7	4,421.0	4,682.3	4,860.7	5,019.3
비유동자산	41,809.5	65,176.3	109,257.8	108,458.9	107,774.5
투자자산	23,417.4	46,543.1	91,602.9	91,643.7	91,679.9
금융자산	22,479.2	45,572.9	90,574.3	90,575.3	90,576.2
유형자산	8,658.4	9,682.7	8,713.1	7,873.4	7,152.8
무형자산	6,187.1	5,963.7	5,963.7	5,963.7	5,963.7
기타비유동자산	3,546.6	2,986.8	2,978.1	2,978.1	2,978.1
자산총계	61,990.4	86,532.7	135,984.7	140,882.1	145,629.6
유동부채	14,747.3	13,872.0	14,556.3	15,023.6	15,439.2
금융부채	2,442.1	2,034.1	2,051.0	2,062.5	2,072.8
매입채무	2,437.7	2,474.5	2,623.1	2,724.7	2,814.9
기타유동부채	9,867.5	9,363.4	9,882.2	10,236.4	10,551.5
비유동부채	9,984.6	15,163.8	15,949.4	16,485.9	16,963.0
금융부채	2,251.3	2,086.3	2,086.3	2,086.3	2,086.3
기타비유동부채	7,733.3	13,077.5	13,863.1	14,399.6	14,876.7
부채총계	24,731.9	29,035.8	30,505.6	31,509.5	32,402.1
지배주주지분	31,068.6	49,911.8	96,945.7	99,533.6	102,094.6
자본금	18.5	18.5	18.5	18.5	18.5
자본잉여금	10,695.5	10,651.2	10,651.2	10,651.2	10,651.2
자본조정	(1,887.4)	(1,221.3)	(1,221.3)	(1,221.3)	(1,221.3)
기타포괄이익누계액	8,227.8	24,953.6	69,953.6	69,953.6	69,953.6
이익잉여금	14,014.4	15,509.9	17,543.7	20,131.7	22,692.6
비지배주주지분	6,189.9	7,585.1	8,533.4	9,838.9	11,132.8
자본총계	37,258.5	57,496.9	105,479.1	109,372.5	113,227.4
순금융부채	(557.9)	(1,514.0)	(5,927.5)	(10,970.1)	(15,820.8)

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	12,280	14,165	15,087	18,616	18,451
BPS	180,536	294,897	596,401	612,216	627,866
CFPS	22,807	27,321	32,536	38,976	36,844
EBITDAPS	21,564	25,269	27,279	28,864	31,298
SPS	231,815	236,608	267,859	284,937	303,792
DPS	2,600	2,800	2,800	2,800	2,800
주가지표(배)					
PER	9.35	16.91	26.28	21.30	21.49
PBR	0.64	0.81	0.66	0.65	0.63
PCFR	5.03	8.77	12.19	10.17	10.76
EV/EBITDA	6.68	10.80	15.23	13.74	11.97
PSR	0.50	1.01	1.48	1.39	1.31
재무비율(%)					
ROE	6.83	6.02	3.39	3.10	2.99
ROA	3.48	3.28	2.24	2.20	2.11
ROIC	12.22	15.44	13.81	15.69	18.59
부채비율	66.38	50.50	28.92	28.81	28.62
순부채비율	(1.50)	(2.63)	(5.62)	(10.03)	(13.97)
이자보상배율(배)	13.33	23.93	28.63	31.38	35.39

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	3,306.9	3,023.7	5,122.8	5,672.2	5,461.4
당기순이익	2,772.0	3,906.7	3,440.4	4,351.7	4,313.2
조정	1,262.0	451.8	978.3	839.6	720.6
감가상각비	933.1	1,058.3	978.3	839.7	720.7
외환거래손익	(177.9)	(8.6)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(56.4)	(78.1)	0.0	0.0	0.0
기타	563.2	(519.8)	0.0	(0.1)	(0.1)
영업활동 자산부채변동	(727.1)	(1,334.8)	704.1	480.9	427.6
투자활동 현금흐름	(1,759.5)	(1,839.8)	(45,186.2)	(127.2)	(113.1)
투자자산감소(증가)	12,819.2	(16,926.0)	(45,059.7)	(40.8)	(36.3)
자본증가(감소)	(1,628.1)	(1,736.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(12,950.6)	16,822.6	(126.5)	(86.4)	(76.8)
재무활동 현금흐름	(540.7)	(376.7)	(441.3)	(446.7)	(448.0)
금융부채증가(감소)	(612.9)	(573.0)	16.9	11.6	10.3
자본증가(감소)	(0.5)	(44.3)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	490.0	666.1	0.1	(0.1)	(0.1)
배당지급	(417.3)	(425.5)	(458.3)	(458.2)	(458.2)
현금의 증감	1,006.8	807.2	4,484.3	4,967.7	4,784.2
Unlevered CFO	4,142.3	4,704.4	5,374.1	6,377.9	6,029.0
Free Cash Flow	1,678.8	1,287.3	5,122.8	5,672.2	5,461.4

자료: 하나증권

2026년 5월 18일 | 기업분석\_Update

## BUY (유지)

목표주가(12M) 50,000원  
현재주가(5.15) 30,400원

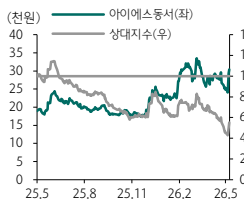
### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,493.18
52주 최고/최저(원)	33,450/17,350
시가총액(십억원)	917.7
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	30,187.0
60일 평균 거래량(천주)	137.9
60일 평균 거래대금(십억원)	4.0
외국인지분율(%)	6.54
주요주주 지분율(%)	
아이에스주 외 6인	55.89
국민연금공단	5.18

### Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	1,389.4	1,610.7
영업이익(십억원)	174.7	229.6
순이익(십억원)	103.3	136.9
EPS(원)	3,337	4,409
BPS(원)	44,742	48,774

### Stock Price



### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,514.6	1,234.4	1,388.2	1,281.3
영업이익	169.7	68.1	279.0	216.7
세전이익	(160.2)	(74.1)	286.9	161.5
순이익	(148.7)	(53.8)	215.8	118.2
EPS	(4,910)	(1,782)	7,150	3,917
증감율	적전	적지	흑전	(45.22)
PER	(4.26)	(13.10)	4.25	7.76
PBR	0.46	0.56	0.63	0.59
EV/EBITDA	8.64	17.37	5.51	6.20
ROE	(10.19)	(4.13)	16.05	7.90
BPS	45,312	41,546	48,204	51,629
DPS	1,000	500	500	500



Analyst 김승준 sjunkim@hanafn.com

# 아이에스동서 (010780)

## 6월 경산 펜타힐즈W 분양 기대감이 주가에 더해진다면

### 투자의견 Buy, 목표주가 50,000원 유지

아이에스동서 투자의견 Buy, 목표주가는 50,000원을 유지한다. 목표주가는 2028년 EPS 추정치에 Target P/E 5.0배를 적용했다. 올해 자체 개발 예정인 펜타힐즈W(경산 중산)을 통해 건설 매출액이 매우 크게 성장할 것(2028년)으로 추정하며, 이에 따라 전사 이익 또한 크게 증가할 것으로 본다. 펜타힐즈W는 1차와 2차로 나뉘어서 분양할 예정이며, 1차 분양은 올해 6월 계획이다. 1차 분양이 4월에서 6월로 한 차례 분양이 밀리게 되면서, 아이에스동서의 주가는 한동안 하락했었다. 다시 6월이 다가오는 만큼, 기대감을 주가에 반영해도 충분해 보인다.

### 자체개발의 이익 효과: 6월 경산 펜타힐즈W의 기대

아이에스동서는 2014년 용호동W, 2019년에 수서범어W 등으로 이익이 크게 증가했던 과거 사례가 두 차례나 있으며, 이 시기 모두 주가가 크게 상승했다. 아이에스동서의 주가는 해당 현장들이 본격적으로 이익이 인식될 시점(약 2년뒤)을 선반영해왔다. 이번에도 펜타힐즈W를 개발을 통해 2028년 이익 도약이 전망되는 바, 과거 두차례 겪었던 밸류의 저점인 PER 5배를 적용해도 상승여력은 60% 이상 존재한다. 2년뒤 추정치 기준으로 PER 밴드가 5배에서 8배 사이인 것을 감안하면, 기업가치 고점은 2조원을 상회할 수 있을 것으로 기대한다. 펜타힐즈의 입지, 신축, 대단지 프리미엄을 고려했을 때 분양가 2,000만원/3.3m<sup>2</sup> 수준은 충분히 소화 가능할 것으로 본다. 특히 주변 아파트가 상승 거래가 나타나고 있어서 가격 상승의 방향성을 고려했을 때, 분양 흥행을 기대해볼 수 있다.

### 건설의 다른 부문에서의 실적 개선도 하방을 지지

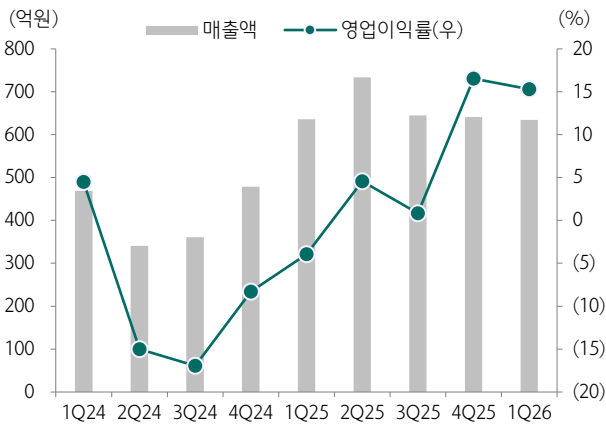
1Q26 아이에스동서 실적에서 눈에 띄는 점은 콘크리트 부문과 폐배터리 부문에서의 실적 개선이다. 콘크리트 부문의 1분기 매출액은 전년동기대비 0.3% 감소했으나, OPM이 크게 상승(+19.2%pyoy)했다. 반도체 공장 공사 재개 및 신규 수주로 PC와 파일의 수요가 증가했으며, 이에 따라 ASP가 상승한 것이 OPM 상승으로 이어진 것으로 추정한다. 향후 평택, 용인에서의 추가 수주를 기대해볼 수 있어서, 과거에 비해 실적이 한단계 올라왔다고 판단한다. 폐배터리의 경우 여전히 스크랩 수급은 어려운 상황이지만, 금속 소재 가격 상승으로 1Q26 실적이 크게 증가했다. 호르무즈 해협 폐쇄 장기화에 따른 소재 가격 상승이 이어지고 있기에 향후 폐배터리 부문의 마진 개선이 기대된다.

도표 1. 목표주가 산정(P/E Valuation)

P/E Valuation	금액	내용
2028F EPS	10,987	
Target PER(배)	5.0	
목표주가(원)	49,443	
현재주가(원)	30,400	
상승여력(%)	62.6	

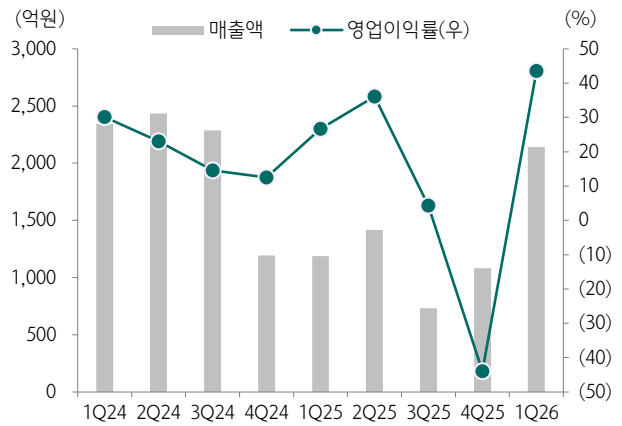
자료: 아이에스동서, 하나증권 추정

도표 2. 콘크리트 부문



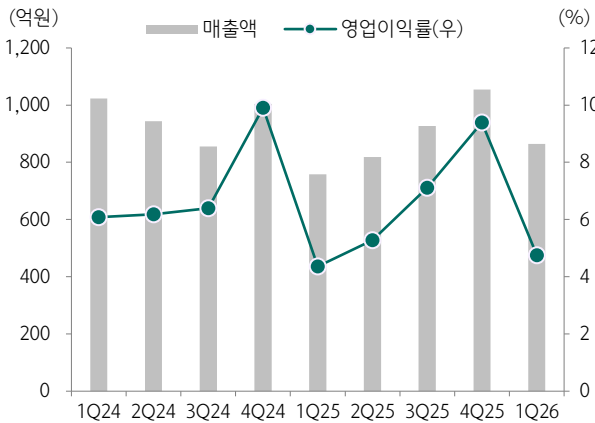
자료: 아이에스동서, 하나증권

도표 3. 건설 부문



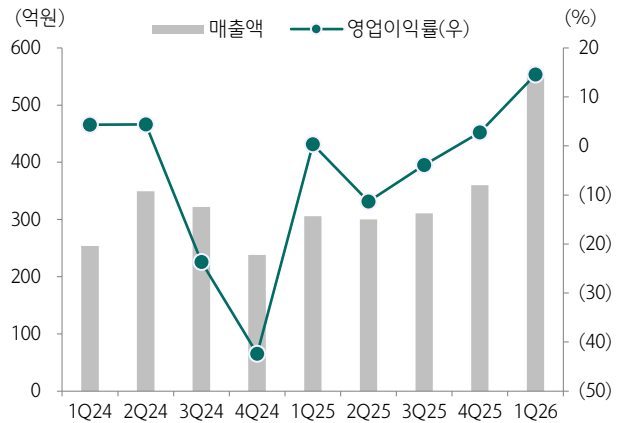
자료: 아이에스동서, 하나증권

도표 4. 폐기물 부문



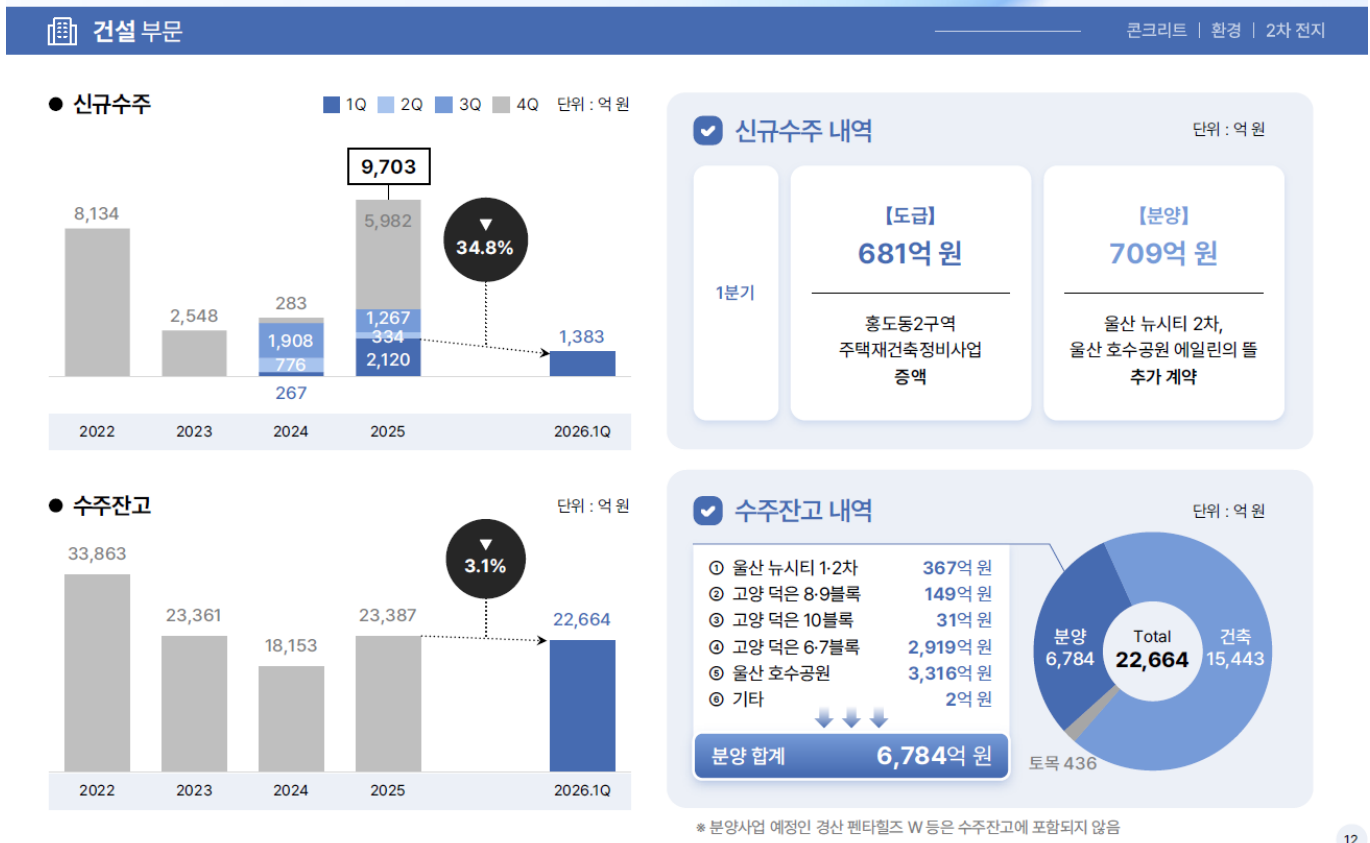
자료: 아이에스동서, 하나증권

도표 5. 폐배터리 부문



자료: 아이에스동서, 하나증권

도표 6. 1Q26 건설 부문 자체현장 수주잔고 내역



자료: 아이에스동서

도표 7. 건설 부문 진행중인 프로젝트 및 예정 프로젝트 현황

건설 부문

콘크리트 | 환경 | 2차 전지

**진행중인 프로젝트** 단위: 억 원

구분	현장명	공사기간	진행률	세대수	계약/도급 금액	수익인식
분양	울산 뉴시티 에일린의 뜰 2차	2021.03 - 2024.06	100.0%	967	5,189	인도
	고양 덕은DMC 아이에스BIZ타워 센트럴 (8-9BL)	2022.04 - 2025.03	100.0%	-	5,426	진행+인도
	고양 덕은DMC 아이에스BIZ타워 센트럴 (10BL)	2022.04 - 2024.12	100.0%	-	2,346	진행+인도
	고양 덕은DMC 아이에스BIZ타워 한강 (6-7BL)	2022.10 - 2025.11	100.0%	-	5,124	인도
	울산 호수공원 에일린의 뜰 1단지	2025.11 - 2028.05	0.0%	310	1,997	미정
	울산 호수공원 에일린의 뜰 2단지	2025.11 - 2028.09	0.0%	210	1,319	미정
<b>소 계</b>				<b>1,487</b>	<b>21,401</b>	
도급	-	-	-	-	-	-
<b>합 계</b>				<b>1,487</b>	<b>21,401</b>	

**예정 프로젝트** 단위: 억 원

분양시기	현장명	세대수	계약/도급 금액	분양/도급
2026	경산 펜타힐즈 W	3,443	미정	분양
	울산 남구 B-14구역 주택재개발정비사업	1,521	4,502	도급
<b>소 계</b>		<b>4,964</b>	<b>4,502</b>	
미정	대구 서봉덕 주택재개발정비사업	538	1,794	도급
	대구 복현동 럭키 5차 소규모 재건축사업	175	427	도급
	대구 복현동 협진아파트 1단지 소규모 재건축사업	114	297	도급
	대구 복현동 협진아파트 2,3단지 소규모 재건축사업	152	421	도급
	울산 천상지구 도시개발사업(토목)	-	436	도급
	부산 태원아파트 일원 가로주택정비사업	255	683	도급
	대구 동서타운 소규모 재건축사업	204	421	도급
	대구 지산동 낙원아파트 가로주택정비사업	169	366	도급
	대전 홍도동2구역	461	1,586	도급
	대구 대명동 태양지구 가로주택정비사업	216	531	도급
	대구 제림은마 아파트 가로주택정비사업	188	465	도급
	대구 효목동 가로주택 정비사업	181	536	도급
	대구 원대 2가 주택재개발정비사업	927	3,413	도급
	부산 남구 용호동	288	미정	분양
	고양 덕은지구 1-5블록	-	미정	분양
	<b>소 계</b>		<b>3,868</b>	<b>11,376</b>
<b>합 계</b>		<b>8,832</b>	<b>15,878</b>	

자료: 삼성물산

도표 8. 아이에스동서 주가는 개발 프로젝트의 이익이 예상되는 시점(FY3)을 선반영

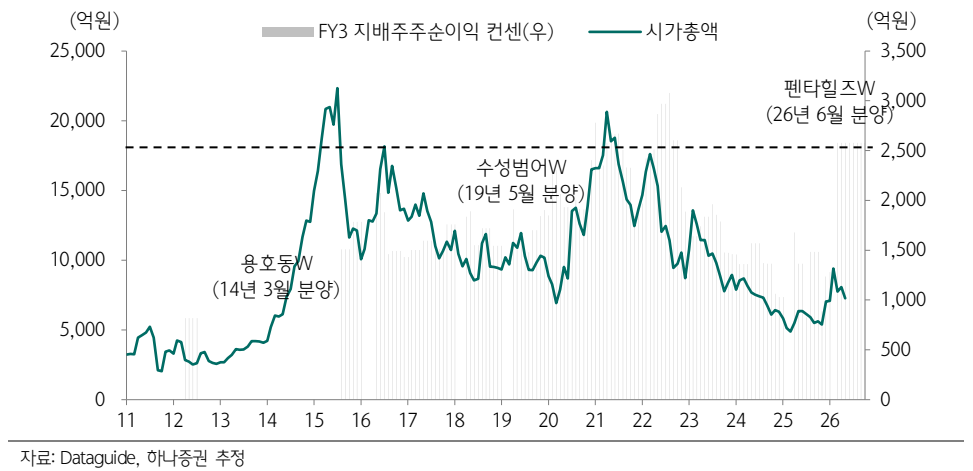


도표 9. 개발이익 정점에서의 PER 5배에서 8배 밸류

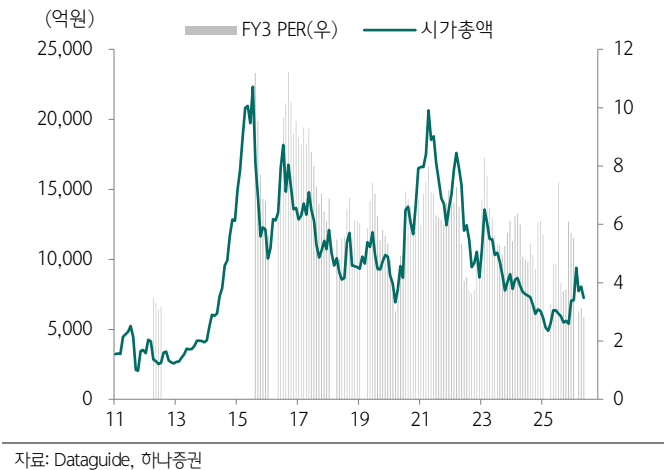


도표 10. 당해순이익 턴어라운드 구간에서 크게 상승



도표 11. 경산 펜타힐즈W 사업 개요



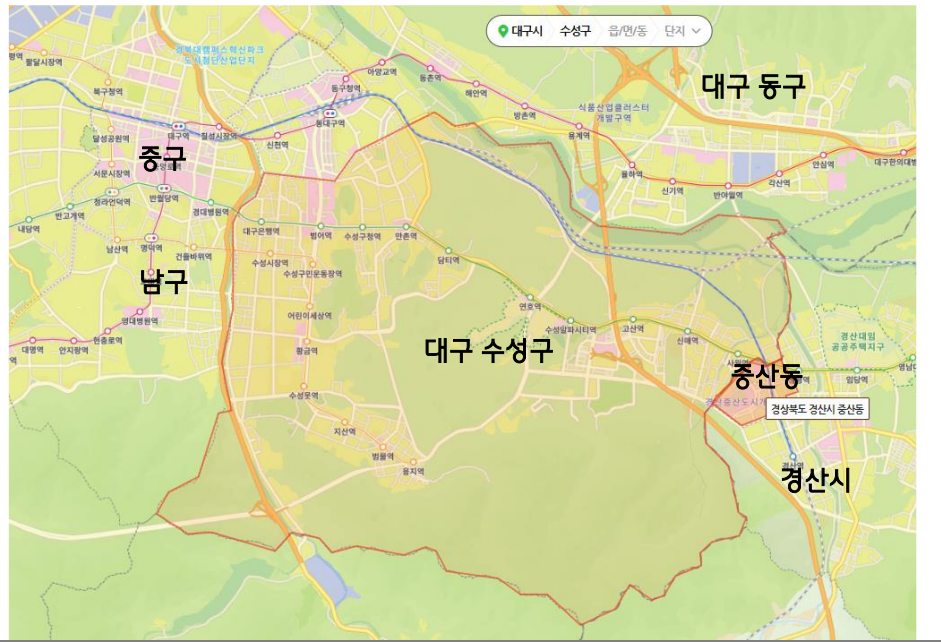
도표 12. 경산 펜타힐즈W 조감도



자료: 아이에스등서

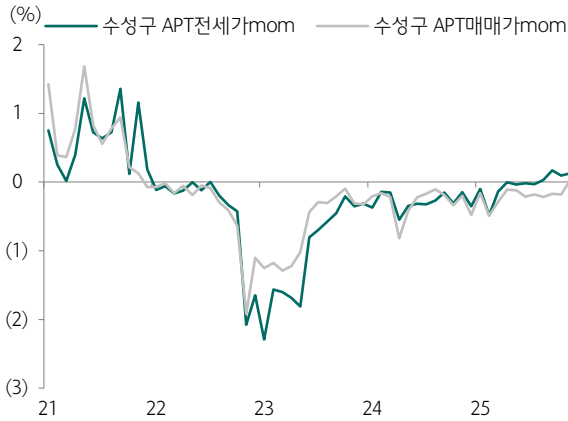
도표 13. 경산시 증산동(펜타힐즈W)의 위치

대구 수성구와 행정구역을 맞대고 있음



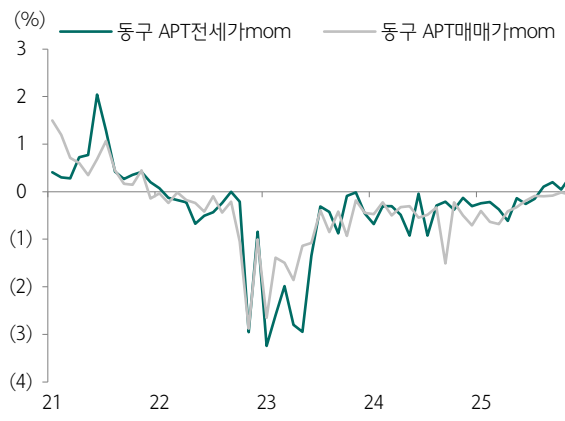
자료: 네이버지도

도표 14. 대구 수성구 아파트 가격, 상승으로 전환



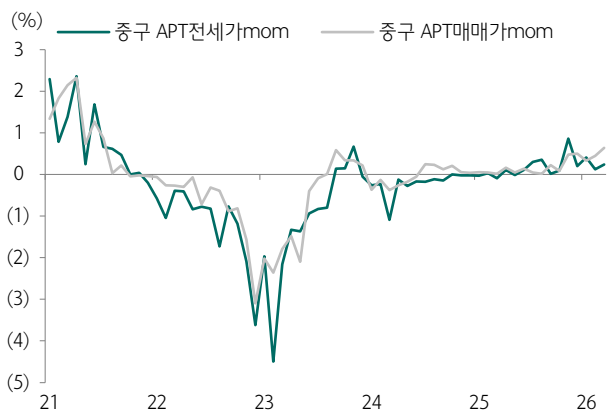
자료: KB부동산, 하나증권

도표 15. 대구 동구 아파트 가격, 상승으로 전환



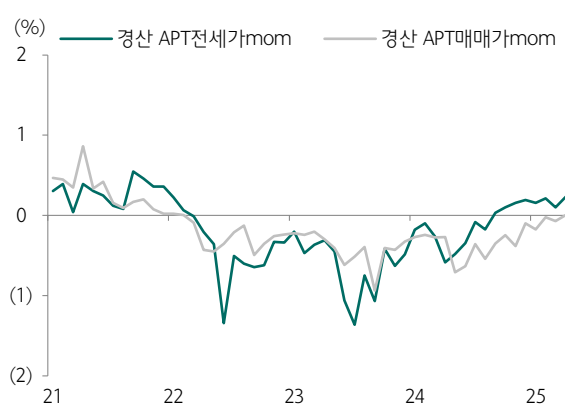
자료: KB부동산, 하나증권

도표 16. 대구 중구 아파트 가격, 상승으로 전환



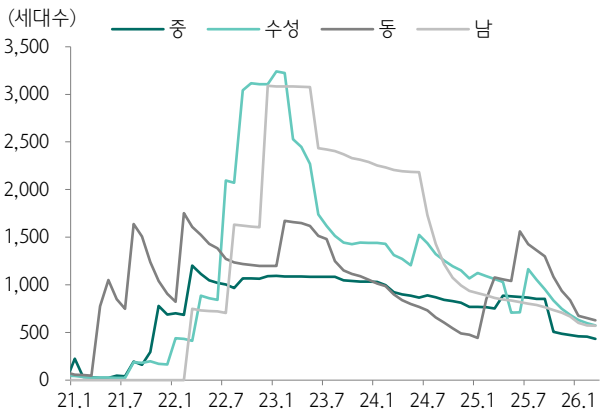
자료: KB부동산, 하나증권

도표 17. 경산시 아파트 전세가격 상승 전환



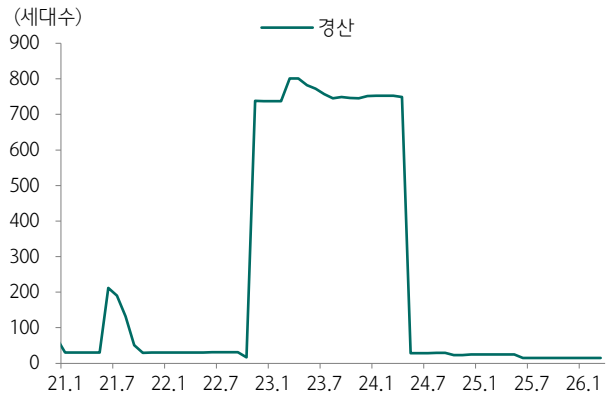
자료: KB부동산, 하나증권

도표 18. 대구 수성/중/동/남구 미분양 추이



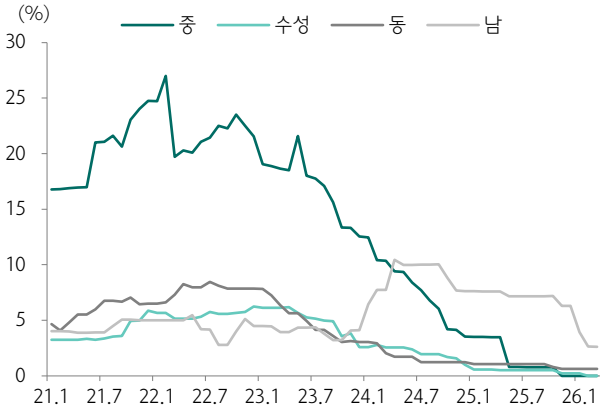
자료: 국토교통부, 하나증권

도표 19. 경산시 미분양 추이



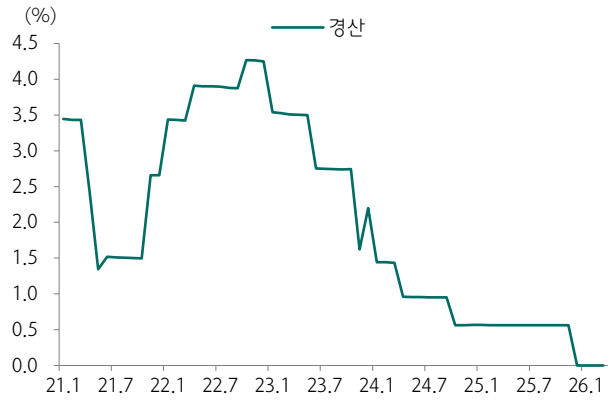
자료: 국토교통부, 하나증권

도표 20. 대구 등록세대수 대비 2년뒤까지 입주 누적물량



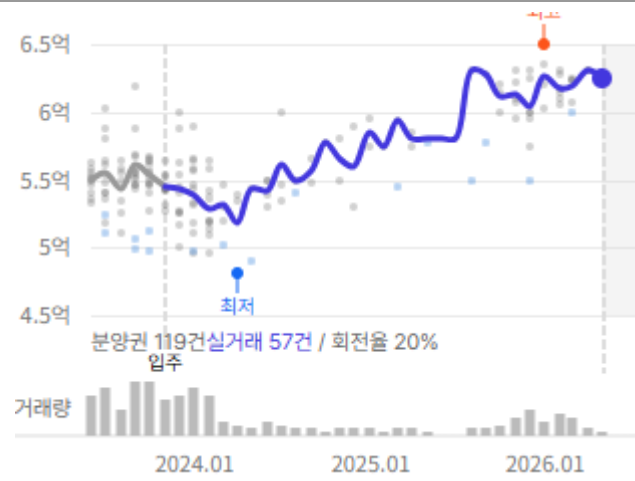
자료: KB부동산, 하나증권

도표 21. 경산 등록세대수 대비 2년뒤까지 입주 누적물량



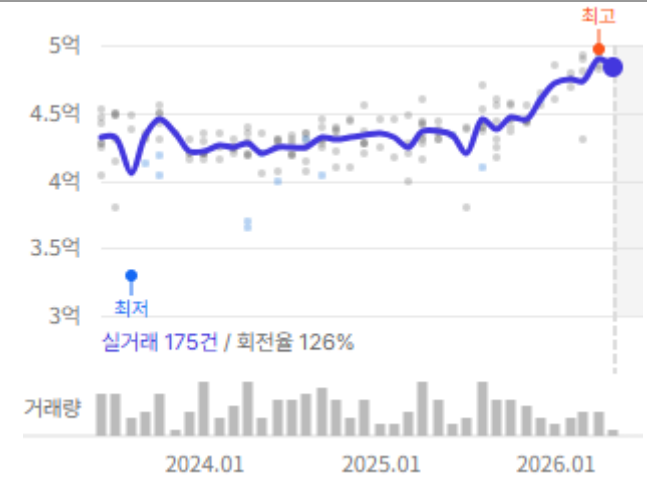
자료: KB부동산, 하나증권

도표 22. 중산자이1단지 매매가 추이



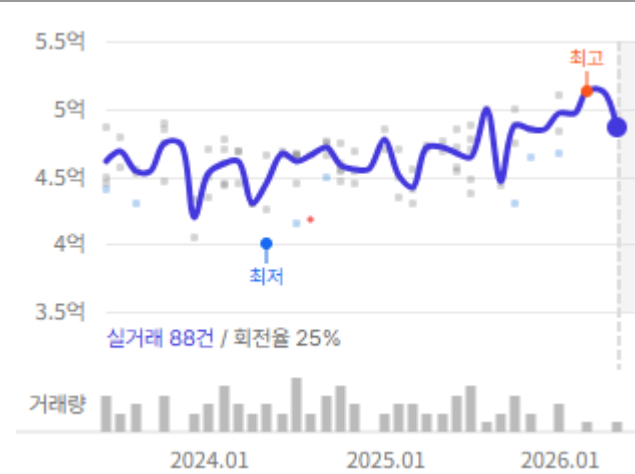
자료: 호갱노노

도표 23. 펜타힐즈더샵1단지 매매가 추이



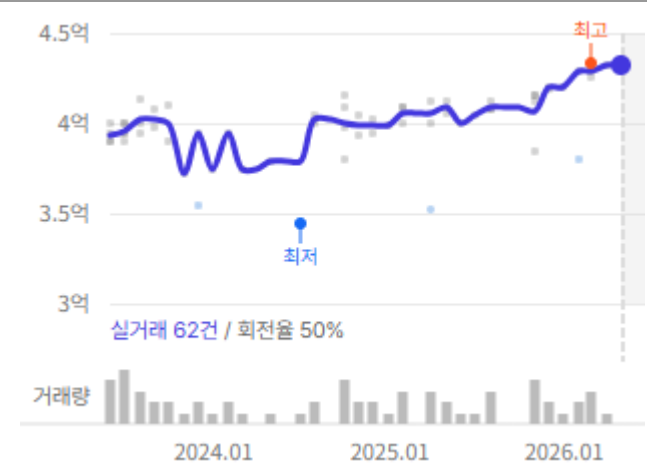
자료: 호갱노노

도표 24. 펜타힐즈푸르지오 매매가 추이



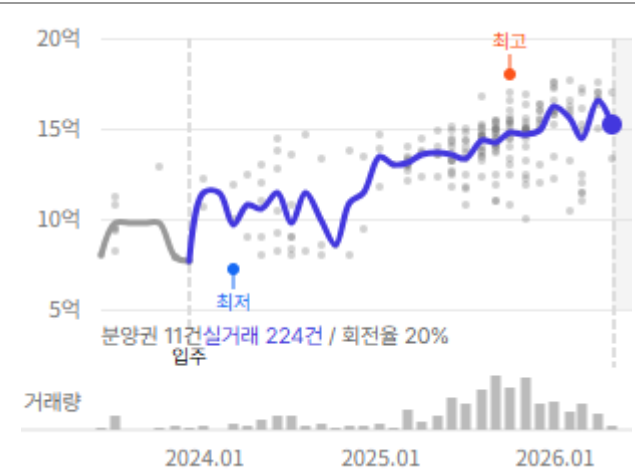
자료: 호갱노노

도표 25. 힐스테이트펜타힐즈 매매가 추이



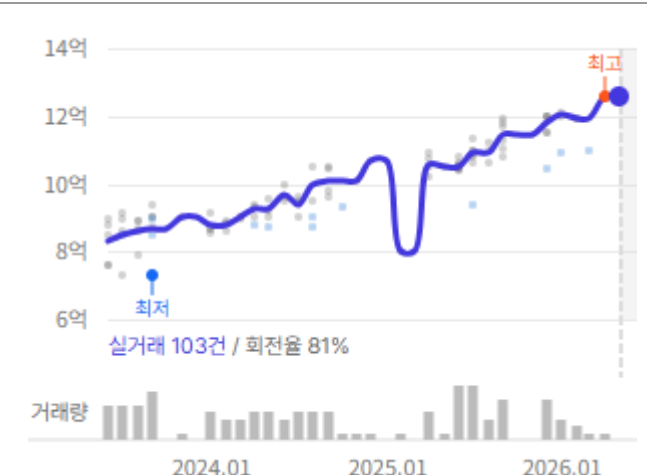
자료: 호갱노노

도표 26. 수성범어W 매매가 추이



자료: 호갱노노

도표 27. 범어에일린의들 매매가 추이



자료: 호갱노노

도표 28. 경산 펜타힐즈W 매출액 및 이익 추정

(단위: 억원, %)

구분	내용	비고
대지면적(m2)	106,279	매입가 3,700 억원
연면적(m2)	913,518	
용적률(%)	860	
최대층	59 층	
세대	3,443	30 평 25%, 40 평 43%, 50 평 25%, 60 평 7%
예상평당분양가(만원)	2,050	
분양매출액(억원)	31,762	@분양가 2,050 만원, 평균 45 평 기준
토지매입가(억원)	3,700	
건축비(억원)	17,994	@공사비 평당 650 만원 추정
이익(억원)	10,068	
이익률(%)	31.7	
1 차 사업기간(개월)	53	2026.3.1~2030.8.31 가정
진행매출(1 년차)	318	2026.3.1~2026.12.31, 2% 가정
진행매출(2 년차)	1,270	2027, 8% 가정
진행매출(3 년차)	4,764	2028, 30% 가정
진행매출(4 년차)	4,764	2029, 30% 가정
진행매출(5 년차)	4,764	2030.1.1~2030.8.31, 30% 가정
2 차 사업기간(개월)	53	2026.10.1~2031.3.31 가정
진행매출(1 년차)	159	2026.10.1~2026.12.31, 1% 가정
진행매출(2 년차)	1,112	2027, 7% 가정
진행매출(3 년차)	4,764	2028, 30% 가정
진행매출(4 년차)	4,764	2029, 30% 가정
진행매출(5 년차)	4,764	2030, 30% 가정
진행매출(6 년차)	318	2031.1.1~2031.3.31, 2% 가정
매출액 추정(억원)		상가부문은 제외
2027 년	2,859	27 년 3 월부터 매출 인식
2028 년	9,529	
2029 년	9,529	
2030 년	9,529	
2031 년	318	

주: 분양매출액에서 상가부문은 제외한 수치  
 자료: 아이에스동서, 하나증권 추정

도표 29. 아이에스동서 연결 실적 개요

(억원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,991	3,352	2,710	3,290	4,370	3,679	2,878	2,955	12,344	13,882	12,813	22,575
YoY	-27.6	-18.2	-31.0	9.9	46.1	9.8	6.2	-10.2	-18.5	12.5	-7.7	76.2
1. 콘크리트	636	733	645	641	634	640	647	653	2,655	2,574	2,679	2,788
YoY	35.6	115.3	78.6	34.1	-0.3	-12.7	0.3	1.9	61.0	-3.0	4.1	4.1
2. 건설	1,187	1,417	732	1,081	2,140	1,500	600	600	4,417	4,840	3,300	12,521
YoY	-49.3	-41.8	-68.0	-9.4	80.3	5.8	-18.1	-44.5	-46.5	9.6	-31.8	279.4
3. 폐기물	758	819	927	1,054	864	884	1,001	1,138	3,557	3,887	4,198	4,534
YoY	-25.9	-13.2	8.4	5.0	14.0	8.0	8.0	8.0	-7.0	9.3	8.0	8.0
4. 폐배터리	306	300	311	360	550	450	466	378	1,276	1,844	1,936	2,033
YoY	20.4	-14.1	-3.6	51.2	79.8	50.0	50.0	5.0	9.7	44.5	5.0	5.0
매출총이익	711	985	579	861	1,515	1,183	891	886	3,135	4,475	4,067	6,934
매출총이익률	23.8	29.4	21.3	26.2	34.7	32.1	30.9	30.0	25.4	32.2	31.7	30.7
판매 및 관리비	387	447	488	1,155	335	450	450	450	2,477	1,685	1,900	2,000
판매비율	12.9	13.3	18.0	35.1	7.7	12.2	15.6	15.2	20.1	12.1	14.8	8.9
영업이익	324	538	90	-294	1,181	733	441	436	658	2,791	2,167	4,934
YoY	-59.4	-4.4	-63.1	-418.5	265.1	36.2	388.4	-248.4	-61.2	324.4	-22.4	127.7
영업이익률	10.8	16.1	3.3	-8.9	27.0	19.9	15.3	14.8	5.3	20.1	16.9	21.9
1. 콘크리트	-25	33	5	106	97	51	52	52	120	252	234	251
영업이익률	-3.9	4.6	0.8	16.5	15.3	8.0	8.0	8.0	4.5	9.8	8.8	9.0
2. 건설	317	512	32	-475	932	525	210	210	385	1,877	1,105	3,756
영업이익률	26.7	36.1	4.3	-43.9	43.6	35.0	35.0	35.0	8.7	38.8	33.5	30.0
3. 폐기물	33	43	66	99	41	93	117	121	241	373	568	657
영업이익률	4.4	5.3	7.1	9.4	4.7	10.6	11.7	10.7	6.8	9.6	13.5	14.5
4. 폐배터리	1	-34	-12	10	80	54	56	45	-35	235	232	244
영업이익률	0.3	-11.4	-3.9	2.8	14.5	12.0	12.0	12.0	-2.7	12.8	12.0	12.0
영업외손익	-299	-239	-245	-404	830	-250	-250	-250	-1,187	80	-550	-400
세전이익	24	299	-154	-698	2,011	483	191	186	-530	2,871	1,617	4,534
YoY	-94.6	-10.3	적지	적지	8,179.7	61.7	흑전	흑전	적지	흑전	-43.7	180.5
당기순이익	3	192	-126	-589	1,545	372	147	144	-520	2,207	1,245	3,491
YoY	-99.1	-20.4	248.7	-72.6	48,186.9	93.6	흑전	흑전	적지	흑전	-43.6	180.5
지배주주순이익	19	208	-119	-483	1,530	353	139	136	-376	2,159	1,182	3,317
YoY	-94.4	-8.6	적지	적지	8,169.6	70.1	흑전	흑전	적지	흑전	-45.2	180.5

자료: 아이에스동서, 하나증권 추정

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,514.6	1,234.4	1,388.2	1,281.3	2,257.5
매출원가	1,125.5	918.7	940.7	874.6	1,564.1
매출총이익	389.1	315.7	447.5	406.7	693.4
판매비	219.4	247.5	168.5	190.0	200.0
영업이익	169.7	68.1	279.0	216.7	493.4
금융손익	(107.4)	(121.4)	(88.3)	(85.9)	(79.6)
중속/관계기업손익	(28.1)	32.4	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(194.4)	(53.2)	96.2	30.7	39.3
세전이익	(160.2)	(74.1)	286.9	161.5	453.1
법인세	(0.1)	(2.3)	66.4	37.2	104.3
계속사업이익	(160.2)	(71.8)	220.6	124.5	349.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(160.2)	(71.8)	220.6	124.5	349.1
비배주주지분 순이익	(11.5)	(18.0)	4.8	6.2	17.5
지배주주순이익	(148.7)	(53.8)	215.8	118.2	331.7
지배주주지분포괄이익	(146.7)	(50.7)	180.7	101.9	285.9
NOPAT	169.6	66.0	214.5	166.8	379.9
EBITDA	220.5	115.6	314.2	247.2	519.9
성장성(%)					
매출액증가율	(25.37)	(18.50)	12.46	(7.70)	76.19
NOPAT증가율	(31.64)	(61.08)	225.00	(22.24)	127.76
EBITDA증가율	(43.61)	(47.57)	171.80	(21.32)	110.32
영업이익증가율	(50.16)	(59.87)	309.69	(22.33)	127.69
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	(45.23)	180.63
EPS증가율	적전	적지	흑전	(45.22)	180.50
수익성(%)					
매출총이익률	25.69	25.58	32.24	31.74	30.72
EBITDA이익률	14.56	9.36	22.63	19.29	23.03
영업이익률	11.20	5.52	20.10	16.91	21.86
계속사업이익률	(10.58)	(5.82)	15.89	9.72	15.46

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,117.3	1,971.5	2,178.1	2,373.2	2,987.9
금융자산	391.1	345.5	646.6	854.6	1,357.2
현금성자산	364.2	305.7	610.9	812.4	1,285.0
매출채권	84.4	87.4	80.8	95.4	105.0
재고자산	1,373.4	1,318.2	1,252.3	1,189.7	1,130.2
기타유동자산	268.4	220.4	198.4	233.5	395.5
비유동자산	1,436.7	1,486.5	1,426.7	1,435.4	1,590.3
투자자산	298.5	359.8	335.2	374.5	555.9
금융자산	219.5	259.9	245.5	268.6	374.8
유형자산	726.4	720.5	690.8	664.6	641.5
무형자산	143.6	123.2	117.7	113.3	109.9
기타비유동자산	268.2	283.0	283.0	283.0	283.0
자산총계	3,554.0	3,458.0	3,604.8	3,808.7	4,578.2
유동부채	1,601.1	1,637.7	1,588.9	1,667.0	2,027.4
금융부채	1,191.2	1,172.0	1,170.3	1,173.0	1,185.6
매입채무	96.1	60.2	54.1	63.9	109.2
기타유동부채	313.8	405.5	364.5	430.1	732.6
비유동부채	395.7	398.9	388.8	405.0	479.8
금융부채	274.7	299.6	299.6	299.6	299.6
기타비유동부채	121.0	99.3	89.2	105.4	180.2
부채총계	1,996.8	2,036.7	1,977.7	2,071.9	2,507.2
지배주주지분	1,358.9	1,244.1	1,445.1	1,548.5	1,865.4
자본금	15.4	15.4	15.4	15.4	15.4
자본잉여금	396.6	178.4	178.4	178.4	178.4
자본조정	(8.9)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
기타포괄이익누계액	18.9	22.7	22.7	22.7	22.7
이익잉여금	936.9	1,037.6	1,238.6	1,342.0	1,658.8
비지배주주지분	198.3	177.2	182.0	188.2	205.6
자본총계	1,557.2	1,421.3	1,627.1	1,736.7	2,071.0
순금융부채	1,074.8	1,126.0	823.2	617.9	128.0

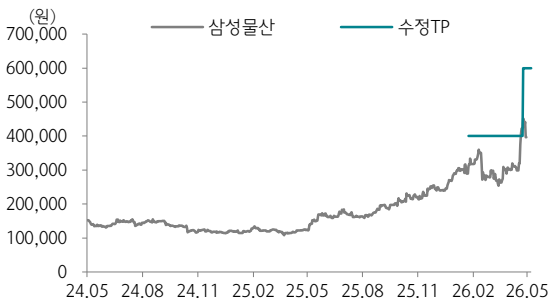
투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(4,910)	(1,782)	7,150	3,917	10,987
BPS	45,312	41,546	48,204	51,629	62,124
CFPS	8,861	6,404	13,726	9,339	18,662
EBITDAPS	7,282	3,829	10,409	8,189	17,224
SPS	50,026	40,890	45,988	42,446	74,785
DPS	1,000	500	500	500	500
주가지표(배)					
PER	(4.26)	(13.10)	4.25	7.76	2.77
PBR	0.46	0.56	0.63	0.59	0.49
PCFR	2.36	3.65	2.21	3.26	1.63
EV/EBITDA	8.64	17.37	5.51	6.20	2.04
PSR	0.42	0.57	0.66	0.72	0.41
재무비율(%)					
ROE	(10.19)	(4.13)	16.05	7.90	19.43
ROA	(3.82)	(1.53)	6.11	3.19	7.91
ROIC	7.42	3.06	10.80	8.89	22.19
부채비율	128.23	143.29	121.54	119.30	121.06
순부채비율	69.02	79.22	50.59	35.58	6.18
이자보상배율(배)	1.44	0.68	2.73	2.12	4.82

자료: 하나증권

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	(130.9)	133.6	292.6	264.3	650.5
당기순이익	(160.2)	(71.8)	220.6	124.5	349.1
조정	266.0	138.4	35.3	30.5	26.6
감가상각비	50.8	47.4	35.2	30.5	26.5
외환거래손익	(2.6)	0.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	28.1	(32.4)	0.0	0.0	0.0
기타	189.7	122.5	0.1	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	(236.7)	67.0	36.7	109.3	274.8
투자활동 현금흐름	24.2	(106.4)	28.6	(45.8)	(211.4)
투자자산감소(증가)	279.7	165.7	24.6	(39.3)	(181.4)
자본증가(감소)	(52.0)	(35.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(203.5)	(236.6)	4.0	(6.5)	(30.0)
재무활동 현금흐름	(121.4)	(243.4)	(16.6)	(12.1)	(2.3)
금융부채증가(감소)	(89.4)	5.7	(1.7)	2.7	12.6
자본증가(감소)	2.7	(218.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	10.6	(1.1)	(0.0)	0.1	0.0
배당지급	(45.3)	(29.8)	(14.9)	(14.9)	(14.9)
현금의 증감	(228.0)	(216.1)	336.4	201.5	472.6
Unlevered CFO	268.3	193.3	414.4	281.9	563.4
Free Cash Flow	(182.9)	98.2	292.6	264.3	650.5

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

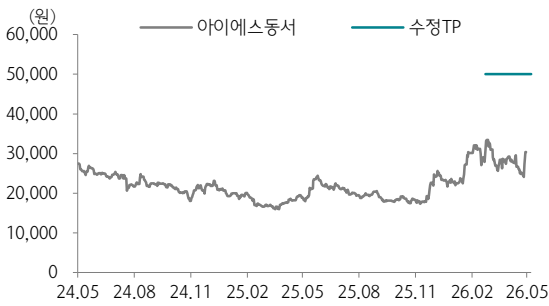
삼성물산



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.5.11	BUY	600,000	-	-
26.2.9	BUY	400,000	-24.09%	5.63%
24.1.30	Not Rated	-	-	-

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

아이에스동서



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.3.11	BUY	50,000	-	-
24.3.8	Not Rated	-	-	-

Compliance Notice

- 당사는 2026년 5월 18일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김승준)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김승준)는 2026년 5월 18일 현재 해당회사의 유가증권 을 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 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	97.26%	2.74%	0.00%	100%

\* 기준일: 2026년 05월 15일