

Industrial팀

백재승

Senior Analyst

jaeseung.baek@samsung.com

건설 (NEUTRAL)

아직 온전히 아물진 않은 부동산 시장

- 지방과 달리 서울 일부 지역 중심으로 주택 거래량 및 가격 회복 가시화. 당분간 지역 간 차별화 심화 예상
- 부동산 시장은 추가 둔화보다는 바닥을 다지는 국면으로 보이나, 전체적으로는 아직 불확실성 존재. 대형 건설사 중심으로 투자 전략 꾸리는 것이 여전히 유효
- 시장 변화와 무관하게 현대엔지니어링 실적 개선이 기대되는 현대건설 선호. 주택 중심 업체들은 단기적으로 역전세난 및 안전 관련 불확실성 해소 여부가 관건

▶ AT A GLANCE

현대건설 (000720 KS, 36,950)

투자의견 **BUY**

목표주가: 49,000원 30.7%

삼성엔지니어링 (028050 KS, 31,850)

투자의견 **BUY**

목표주가: 38,000원 17.3%

GS건설 (006360 KS, 14,250)

투자의견 **HOLD**

목표주가: 16,000원 12.9%

한샘 (009240 KS, 44,100)

투자의견 **HOLD**

목표주가: 48,000원 8.6%

WHAT'S THE STORY?

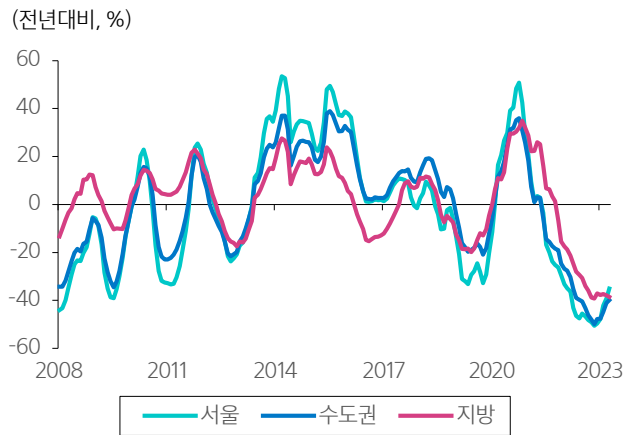
부동산 시장, 지역 간 양극화 진행 중: 서울 일부 지역을 중심으로 주택 거래량과 가격 회복이 조금씩 가시화되고 있다. 물론, 저가 매물 해소 과정에서 나타난 일시적 현상일 수도 있지만, 공격적인 금리 인상 cycle이 어느 정도 마무리되고 있다는 시그널을 감안할 때 추가적인 시장 악화보다는 바닥을 다져가는 시장 정도로 해석될 여지가 있다. 다만, 지방은 여전히 거래량과 가격 회복이 나타나고 있지 않아, 당분간 지역 간 차별화가 이어질 전망이다. 분양시장 개선을 위해 올해 2월말 무순위 청약 시 거주지 및 무주택 요건을 폐지하는 등으로 서울 지역 청약 경쟁률이 크게 회복된 것은, 1) 분양물량 자체의 감소도 있지만, 2) 지방 대비 서울을 더 안전하게 생각하는 실수요자들의 매수심리 개선 영향도 존재한다.

대형 건설사 중심 포트폴리오가 여전히 유효: 지역 간 시장 차별화는 필연적으로 서울 중심 주택 사업을 영위하는 대형 건설사들이 상대적으로 안전한 투자처임을 시사한다. 다만, 서울만이 아니라 전국을 놓고 보면 여전히 부동산 시장 불확실성이 해소되었다고 보긴 어려우며, 따라서 시공사들의 분양 전략은 당분간 보수적인 형태가 유지될 것으로 예상된다. 추가적인 금리 인상이 없다고 하더라도 고금리 수준은 유지되는 가운데, 높아진 공사비가 빠르게 하향 안정화될 가능성도 아직 제한적이라는 점도 분양물량 회복을 방해하는 요인이다. 이러한 분양 위축은 건설사들의 내년 주택 매출 감소를 야기할 수 있으나, 2024년에도 분양 위축이 이어진다면 중기적으로는 주택 공급 부족에의 우려가 제기될 수 있다는 점도 흥미로운 관전 포인트가 될 것이다.

주택사업 중심 건설사, 역전세난과 안전 관련 불확실성 해소 여부 확인 필요: 올해 하반기부터 내년 상반기까지 계약 만료가 되는 전국 주택 전세 보증금 규모가 300조 원을 넘어설 것이라는 직방의 추산 감안 시 최근 불거진 역전세난이 심화될 우려가 존재한다. 시장 측면에서 역전세난 심화는 부동산 가격 하락 요인(매도 압력 강화)으로 작용할 수 있고, 정책 측면에서는 현재 역전세난 우려로 인해 실거주 의무 규제 폐지가 국회 통과에 난항을 겪고 있어, 단기적으로 이러한 역전세난 해소 여부를 확인하는 것이 필요하다. 더불어, 최근 GS건설 인천 검단 현장 붕괴 사고 및 전면 재시공 결정 등이 시공사들의 주택 사업 수익성과 PF 관련 이슈들에 대한 우려로 작용할 수 있어, 해당 우려 해소 여부도 확인할 필요가 있다.

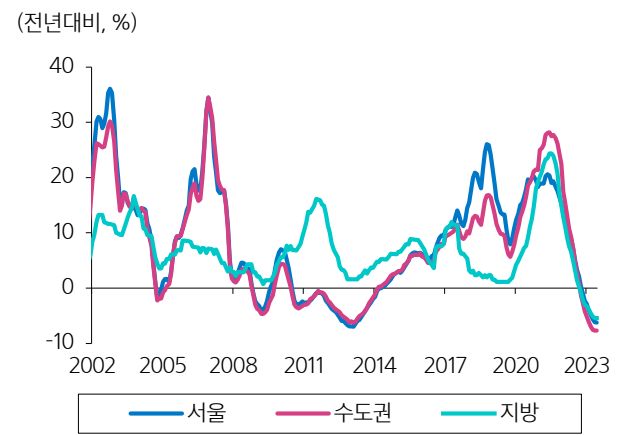
현대건설 선호: 연초부터 기대했던 유가 상승에 기반한 해외 수주 회복은 현대건설 사우디 아미랄 프로젝트 수주 제의 시 다소 실망스러웠지만, 국내 부동산 시장 불안감을 감안하면 여전히 하반기 해외 수주 파이프라인들의 실질적인 성과를 기대하는 것이 상대적으로 편안할 수 있다. 한편, 현대차그룹의 미국 공장 건설 작업에 기반한 현대엔지니어링의 실적 회복은 시장과 무관한 기대 요인이며, 이는 1) 사우디 아미랄 프로젝트의 높은 수주 가능성, 2) 서울 중심 주택 사업 영위 등의 특징을 지닌 현대건설의 또다른 투자 포인트가 될 수 있기에, 업종 내에서 현대건설은 선호한다.

그림 1. 주택 거래량: 서울/수도권 vs 지방



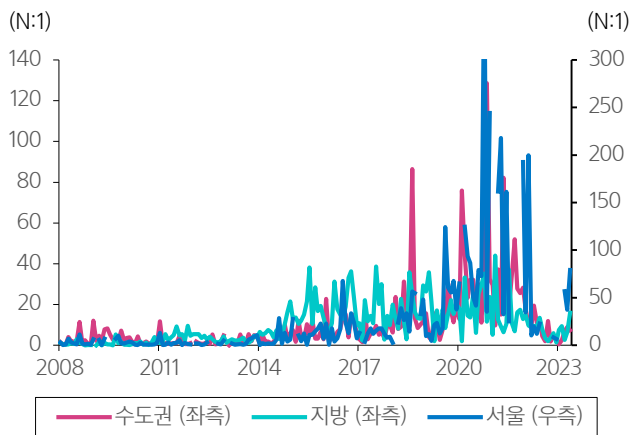
자료: 부동산114, 삼성증권

그림 2. 부동산 가격: 서울/수도권 vs 지방



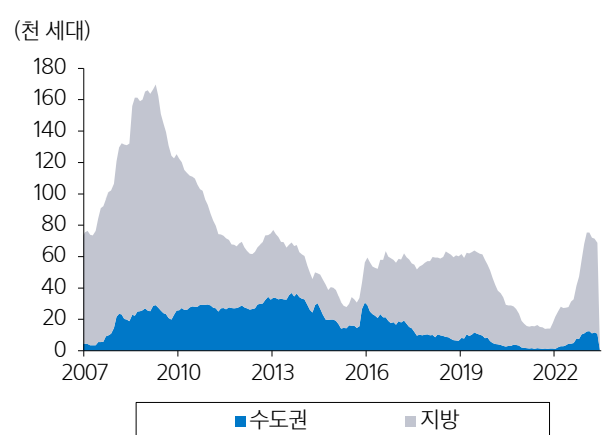
자료: 부동산114, 삼성증권

그림 3. 청약 경쟁률 추이: 수도권 vs 지방



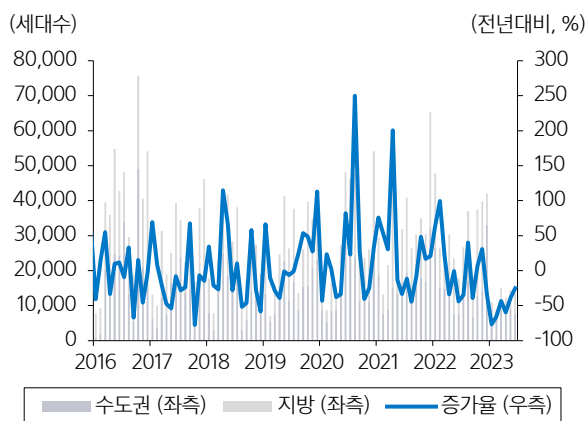
자료: 부동산114, 삼성증권

그림 4. 미분양 재고 추이: 수도권 vs 지방



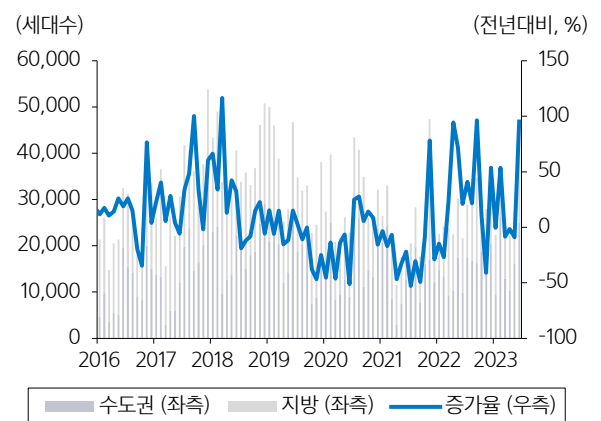
자료: 부동산114, 삼성증권

그림 5. 분양물량 추이: 수도권 vs 지방



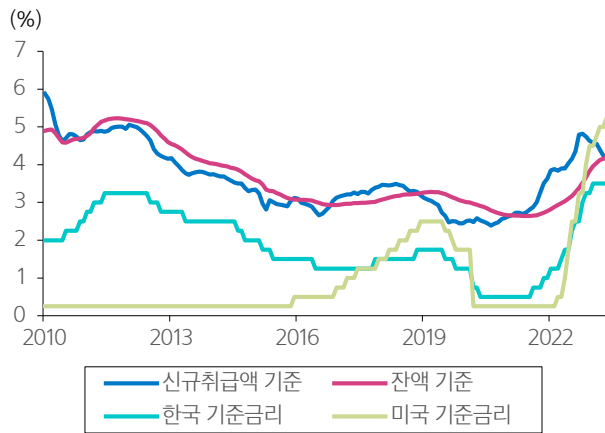
자료: 부동산114, 삼성증권

그림 6. 입주물량 추이: 수도권 vs 지방



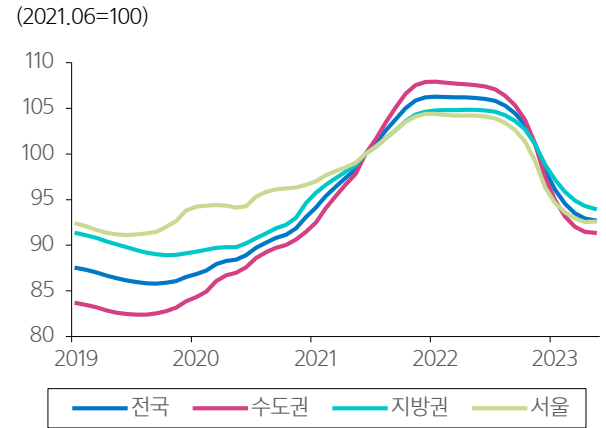
자료: 부동산114, 삼성증권

그림 7. 주택담보대출 금리 vs 한국/미국 기준 금리



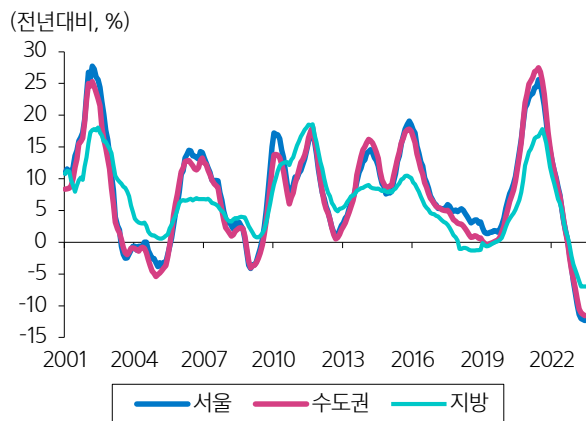
자료: Bloomberg, Quantiwise, 삼성증권

그림 8. 아파트 매매가격지수 추이



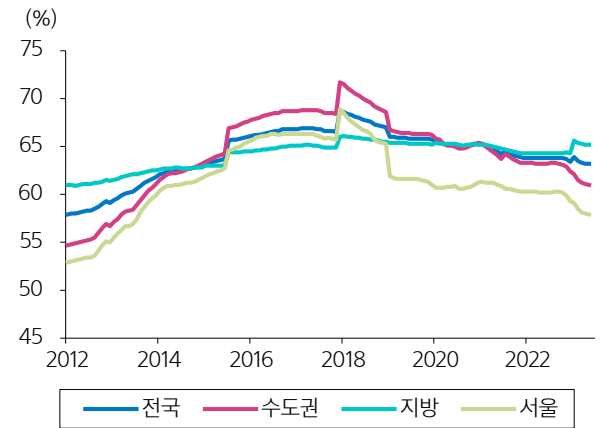
자료: 한국부동산원, 삼성증권

그림 9. 전세가격 증감률



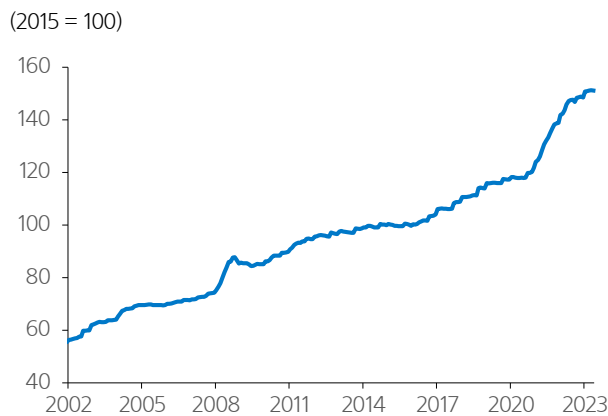
자료: 부동산114, 삼성증권

그림 10. 부동산 전세가율 추이



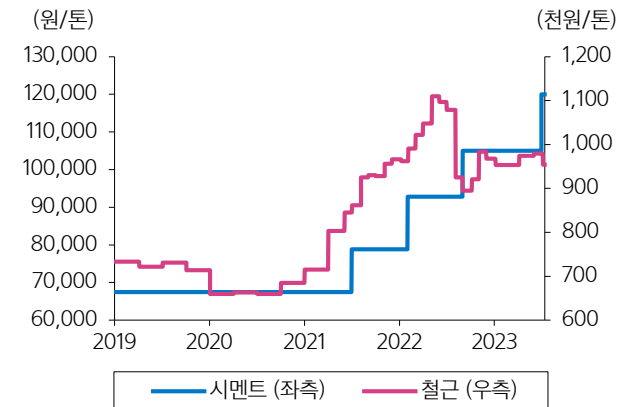
자료: 부동산114, 삼성증권

그림 11. 공사비 추이



자료: 공사비원가관리센터, 삼성증권

그림 12. 철근 및 시멘트 가격 추이



자료: 스틸데일리, 언론, 삼성증권

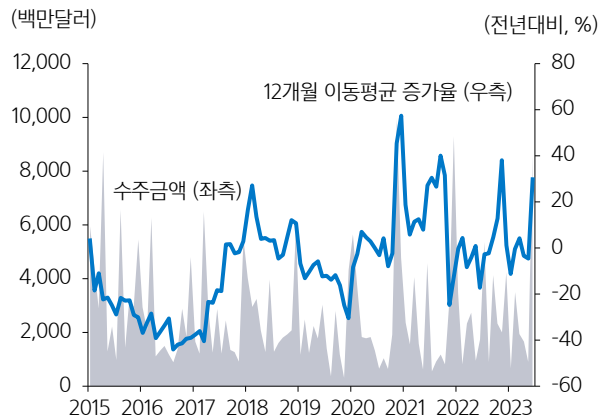
표 1. 2023년 부동산 관련 규제 변화 현황

항목	내용	기준	변경	현황
종합부동산세	종합부동산세 기본공제금액 상향	1주택: 11억 다주택: 6억	1주택: 12억 다주택: 9억	현재 적용 중
종합부동산세	2주택* 이상 종과세율 인하	0.6-3%	0.5-2.7%	현재 적용 중
양도세	양도세 다주택자 종과 배제 연장	2023년 5월 9일까지	2024년 5월 9일까지	현재 적용 중
분양권 거래	분양권 전매제한 개선	수도권 전매제한: 최대 10년 비수도권 전매제한: 최대 4년	수도권 전매제한: 최대 3년 비수도권 전매제한: 최대 1년	현재 적용 중
LTV	다주택자 LTV 규제 완화	대출 불가	LTV 30% 허용	현재 적용 중
청약 거주 요건	무순위 청약 거주 요건 폐지	청약자 본인이 해당 지역 거주 필요	무순위 청약 시 타 지역 거주자도 참여 가능	현재 적용 중
DSR	전세금 반환목적 한해 DSR 일시 완화	원리금 상환액이 연소득 40% 이하	전세금 반환목적에 한해 일시 완화	7월말 적용
취득세**	다주택자 취득세 종과 완화	1주택/2주택 1-3% 조정지역 2주택/3주택 8% 4주택 12%	1주택/2주택 1-3% 3주택 4% 4주택 6%	국회 미통과
양도세	분양권/입주권 단기 양도세율 완화	1년 미만: 70% 1년 이상: 60%	1년 미만: 45% 1년 이상: 일반 세율	국회 미통과
실거주 의무	분상제 아파트 실거주 의무 폐지	2-5년간 실거주 의무 부여	실거주 의무 폐지	국회 미통과
재건축 초과이익 환수	재건축 초과이익 환수 규제 완화	초과이익 환수 면제 기준: 0.3억원	초과이익 환수 면제 기준: 1억원 10년 이상 보유 시 부담금 최대 50% 감면	국회 미통과
양도세	양도세 다주택자 종과세율 완화	기본세율***에 2주택자 20%pts 3주택 이상 30%pts 종과세율 적용	양도세 종과세율 완화	논의 중
LTV	다주택자 LTV 규제 완화	LTV 30% 허용	LTV 상향	논의 중

참고: * 조정대상지역; ** 법률 개정안 통과 시 2022년 12월 21일부터 소급 적용; *** 6-40%

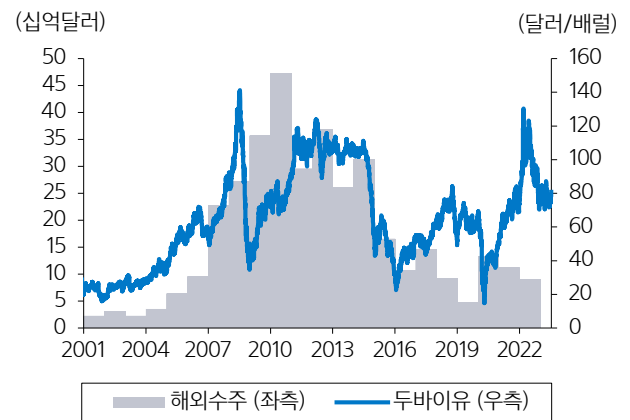
자료: 삼성증권 정리

그림 13. 월별 해외수주 금액 추이



자료: 해외건설종합정보서비스, 삼성증권

그림 14. 유가 vs 해외 수주



자료: Bloomberg, 해외건설종합정보서비스, 삼성증권

표 2. 현대건설 주요 해외 수주 파이프라인

지역	프로젝트	수주 예상 금액 (십억 달러)	수주 예상시기	비고
사우디아라비아	자푸라2	2.0	3Q23-4Q23	입찰 완료
사우디아라비아	Fadhili Gas revamping	4.7	4Q23	삼성엔지니어링과 컨소시엄 형성
사우디아라비아	Safaniyah GOSP (정유)	3.6	2H23	7월말 입찰 예상
UAE	루아이스 LNG	4.5	2H23	8월말 입찰 계획이며, 우리 지분율 30%
사우디아라비아	네옴시티 Civil box C타입	1.0	2H23	Scope 변경 후 7월 중 재입찰 예정
사우디아라비아	네옴시티 옥사곤항만	0.5	2H23	규모가 크지 않고, 입찰 참여기업 다수 존재

참고: 수주 예상 금액은 우리 지분율이 아닌 전체 규모 기준

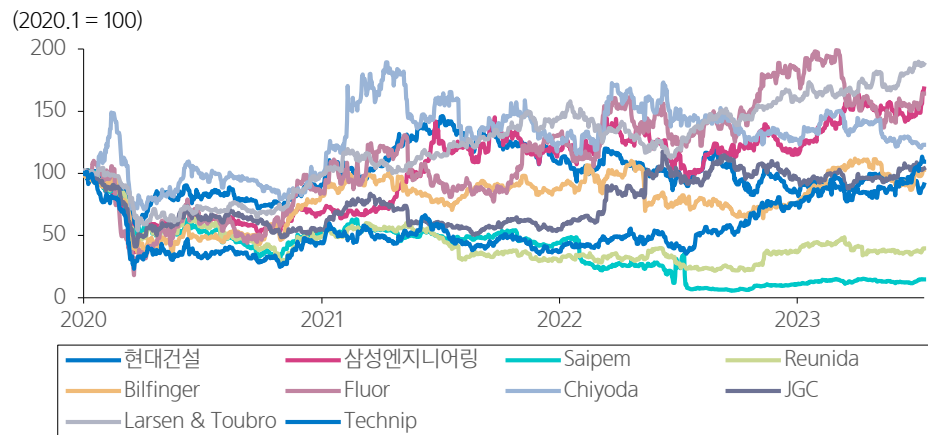
자료: 현대건설, 삼성증권

표 3. 삼성엔지니어링 주요 해외 수주 파이프라인

지역	프로젝트	수주 예상 금액 (십억 달러)	수주 예상시기	비고
사우디아라비아	자푸라2	2.5	3Q23-4Q23	
사우디아라비아	Fadhili Gas revamping	2.0	4Q23	
인도	MEG 석유화학	1.0	2H23	
인도네시아	석유화학 Cap2	2.0	2H23	Feed-to-EPC의 EPC 전환
인도네시아	석유화학 TPPI		2H23	Feed-to-EPC의 EPC 전환
미국	텍사스 LNG 액화플랜트	1.0	2H23	Feed-to-EPC의 EPC 전환
UAE	Hail & Gasha	2.0	1Q24	발주처 발주 규모 변경 후 재입찰 예정

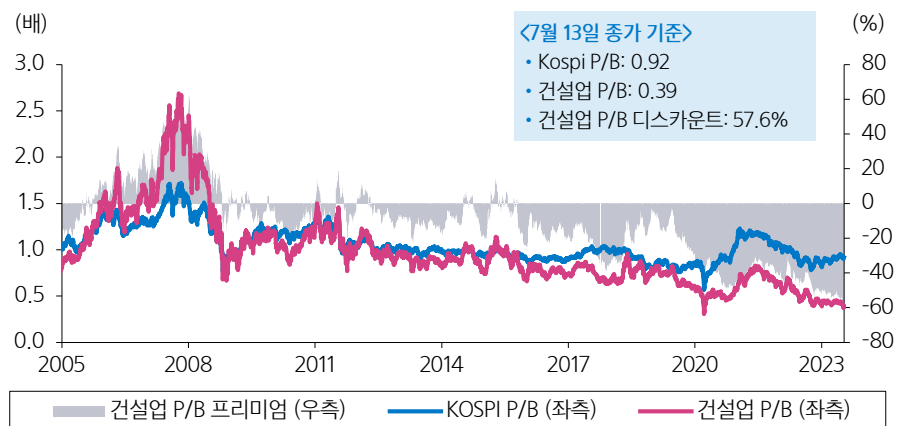
자료: 삼성엔지니어링, 삼성증권

그림 15. 글로벌 건설업체들 주가 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 16. P/B valuation: 건설업종 vs Kосpi



자료: Quantiwise, 삼성증권

표 4. 건설업종 peer valuation 테이블

(십억원)	매출 (2024E)	영업이익 (2024E)	순이익 (2024E)	EPS 성장률 (CAGR, %)	P/E (2024E, 배)	ROE (2024E, %)	P/B (2024E, 배)	EV/EBITDA (2024E, 배)	OPM (%)
현대건설	22,382	828	708	3.7	7.7	6.1	0.5	0.4	3.7
GS건설	12,821	542	300	5,704.4	4.1	6.2	0.2	4.6	4.2
삼성엔지니어링	11,062	812	575	(1.8)	10.8	16.9	1.8	4.9	7.3
대우건설	10,720	708	491	(2.0)	3.6	11.1	0.4	2.0	6.6
DL이앤씨	8,719	548	404	2.5	2.9	8.9	0.3	0.2	6.3
Saipem	16,327	740	311	n/a	12.8	3.2	1.2	3.1	4.5
Reunida	6,255	232	137	n/a	6.9	31.6	1.5	3.2	3.7
Bilfinger	6,378	302	188	127.8	10.0	9.1	1.1	3.6	4.7
Fluor	21,078	595	466	77.4	13.1	9.7	1.9	4.9	2.8
Chiyoda	4,249	197	129	3.3	6.1	41.6	1.9	4.7	4.6
JGC	7,460	414	322	7.3	12.5	8.2	1.0	3.9	5.6
Larsen & Toubro	36,352	3,949	2,517	22.2	21.4	14.1	3.1	15.4	10.9
Technip	10,840	991	589	n/a	16.6	5.8	2.1	6.4	9.1
평균				34.1	10.6	14.3	1.5	4.7	5.9

참고: 현대건설, GS건설, 삼성엔지니어링을 제외한 기업들 수치는 Bloomberg 컨센서스 기준

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

표 5. 실적 추정 비교: 삼성증권 vs 컨센서스

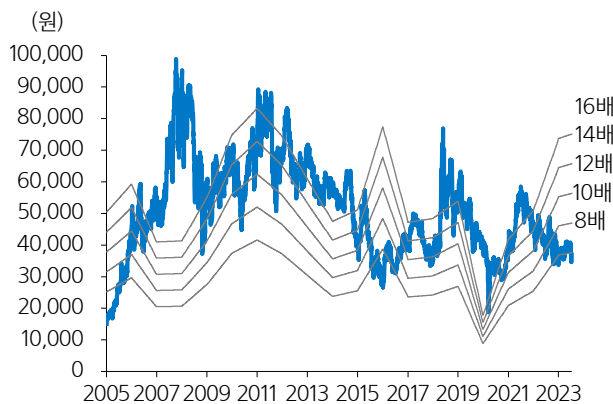
(십억원)	2Q23E			3Q23E			2022	2023E				2024E		
	실제	컨센	차이	삼성	컨센	차이	실제	삼성	컨센	차이		삼성	컨센	차이
매출														
현대건설	6,138	6,415	-4.3%	5,996	6,240	-3.9%	21,239	24,160	25,295	-4.5%		22,382	25,599	-12.6%
GS건설	3,522	3,487	1.0%	3,264	3,218	1.4%	12,299	13,648	13,789	-1.0%		12,821	13,440	-4.6%
삼성엔지니어링	2,632	2,680	-1.8%	2,637	2,642	-0.2%	10,054	10,533	10,756	-2.1%		11,062	11,111	-0.4%
한샘	501	494	1.4%	499	489	2.0%	2,001	1,987	1,967	1.0%		2,120	2,092	1.4%
영업이익														
현대건설	184	188	-2.2%	203	213	-4.7%	575	761	797	-4.6%		828	932	-11.2%
GS건설	-399	-8	nm	130	113	14.9%	555	20	411	-95.1%		542	653	-17.0%
삼성엔지니어링	194	199	-2.4%	191	194	-1.7%	703	803	812	-1.1%		812	811	0.1%
한샘	-9	-7	nm	-3	-2	nm	-22	-21	-21	nm		57	45	27.6%
순이익														
현대건설	150	149	0.9%	181	149	21.4%	471	659	616	7.0%		708	717	-1.3%
GS건설	-300	-87	nm	69	87	-20.9%	441	6	314	-98.3%		300	467	-35.7%
삼성엔지니어링	137	159	-13.8%	135	148	-8.5%	595	585	621	-5.8%		575	617	-6.9%
한샘	-7	-6	nm	-3	-2	nm	-71	-21	-20	nm		36	37	-2.6%

자료: Quantwise, 삼성증권 추정

현대건설

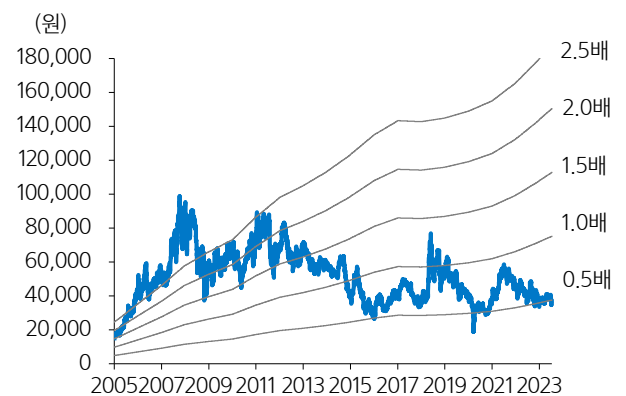
현대건설의 2Q23 연결기준 매출 및 영업이익은 각각 전분기 대비 1.8%, 6.0% 증가한 6.1조, 1,840억 원으로, 영업이익은 컨센서스에 부합할 것으로 예상된다. 기분양 물량에서의 주택 사업 현장 수 확대와 기수주 현장들에서의 EPC 매출 지속 등에 기반해 안정적인 실적을 시현할 것으로 기대된다. 더불어, 2Q23 중 사우디 아미랄 프로젝트 50억 달러, 현대엔지니어링의 미국 배터리 공장 약 4조 원 등의 해외 수주가 반영되며, 올해 연결기준 전체 수주 목표 29조 원 중 약 70%가 상반기에 달성된 점도 긍정적이다. 작년 4분기 S-oil 사한 프로젝트 (연결기준 2.4조 원 수주)에 이어 사우디 아미랄 프로젝트까지 수주 성공하며 대형 EPC 수주 흐름을 이어가고 있다는 점은, EPC 수주를 확대하고자 하는 전략을 국내 건설업체들 중 상대적으로 더 강하게 유지하고자 하는 회사 노력의 결과라 볼 수 있다. 한편, 작년 연결기준 실적 부진의 원인으로 작용했던 자회사 현대엔지니어링은 1분기 실적 일부 회복을 경험한 데 이어 2분기에도 회복된 실적이 유지될 것으로 예상된다. 이에 더해, 작년말 현대차 미국 자동차 공장 신설 등 그룹사 수주 1.5조 원 인식에 이어, 최근 현대차와 연계된 미국 배터리 공장 건설 프로젝트(4조원)도 수주하며 그룹사향 매출 확대를 통한 안정적인 실적 회복 기초를 당분간 시현할 것으로 기대된다. 현대건설 별도기준 분양물량이 올해 상반기 누적 기준 1,300세대에 불과해 올해 연간 가이던스 하향 조정이 불가피해 보인다는 점이 아쉽지만, 1) 부동산 시장 부진에 대해 굳이 분양 밀어내기를 진행할 이유가 없는 안정적인 재무구조, 2) 이미 지역 간 양극화 현상이 발생 중인 부동산 시장 흐름에서 서울/수도권 비중이 높은 대형 건설사로서의 지위, 3) 부진한 국내 주택 시장을 상쇄할 해외 수주 성공 등에 기반해 현대건설에 대해 BUY 투자 의견을 유지한다.

그림 17. 현대건설: P/E 밴드



자료: Quantwise, 삼성증권 추정

그림 18. 현대건설: P/B 밴드



자료: Quantwise, 삼성증권 추정

표 6. 현대건설 주요 해외 수주 파이프라인

지역	프로젝트	수주 예상 금액 (십억 달러)	수주 예상시기	비고
사우디아라비아	자푸라2	2.0	3Q23-4Q23	입찰 완료
사우디아라비아	Fadhili Gas revamping	4.7	4Q23	삼성엔지니어링과 컨소시엄 형성
사우디아라비아	Safaniyah GOSP (정유)	3.6	2H23	7월말 입찰 예상
UAE	루아이스 LNG	4.5	2H23	8월말 입찰 계획이며, 우리 지분율 30%
사우디아라비아	네옴시티 Civil box C타입	1.0	2H23	Scope 변경 후 7월 중 재입찰 예정
사우디아라비아	네옴시티 옥사곤항만	0.5	2H23	규모가 크지 않고, 입찰 참여기업 다수 존재

참고: 수주 예상 금액은 우리 지분율이 아닌 전체 규모 기준

자료: 현대건설, 삼성증권

표 7. 현대건설 실적 breakdown

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
매출	4,058.9	4,544.2	4,042.5	4,325.4	4,149.6	4,383.5	4,351.9	5,180.5	4,145.3	5,579.4	5,430.8	6,083.5	6,031.1
현대건설	2,273.5	2,512.2	2,248.0	2,286.4	2,285.7	2,417.4	2,448.2	3,095.0	2,392.9	2,967.5	3,130.4	3,487.7	3,427.4
건축/주택	1,221.0	1,522.9	1,422.9	1,533.2	1,506.3	1,600.4	1,635.1	1,952.7	1,611.3	1,938.0	2,024.3	2,270.5	2,318.7
인프라/환경	571.1	457.5	390.2	238.4	301.9	285.3	282.5	432.7	304.5	537.4	405.3	367.1	390.9
플랜트/전력	468.0	514.5	423.8	495.7	464.2	508.5	517.5	582.9	458.5	462.9	669.7	814.1	698.0
기타	13.3	17.4	11.0	19.1	13.2	23.2	13.1	126.8	18.6	29.3	31.1	36.0	19.8
현대엔지니어링	1,638.0	1,921.1	1,697.2	1,932.1	1,752.4	1,827.1	1,811.2	1,964.4	1,641.4	2,481.2	2,196.8	2,493.1	2,495.0
플랜트/인프라	757.9	921.5	715.2	876.2	821.3	745.9	709.1	777.3	618.4	1,158.8	913.9	864.7	946.6
건축/주택	678.1	823.5	784.6	837.7	715.9	875.2	872.5	963.8	801.1	1,082.9	1,013.6	1,345.6	1,304.5
기타	202.0	176.0	197.5	218.2	215.3	206.0	229.5	223.5	221.9	239.5	269.3	282.7	243.8
기타	147.4	110.8	97.3	106.9	111.5	139.0	92.5	121.0	111.0	130.7	103.7	102.7	108.7
매출총이익	434.9	314.3	348.4	299.3	399.8	418.0	421.5	558.0	371.2	441.7	333.3	366.9	379.9
현대건설	229.4	169.3	234.1	136.8	198.5	150.7	207.8	370.7	203.7	248.7	210.4	228.8	213.3
건축/주택	157.5	215.9	162.5	221.7	197.2	199.7	199.0	293.8	181.1	180.5	186.3	191.3	141.7
인프라/환경	82.3	0.5	24.8	(147.6)	(12.6)	(63.1)	(44.8)	3.0	4.9	31.2	(37.0)	(20.1)	34.9
플랜트/전력	(17.7)	(56.4)	44.0	34.8	15.6	5.2	50.4	12.6	11.1	22.4	42.4	37.0	26.9
기타	7.2	23.5	(11.4)	27.9	(1.7)	8.9	3.2	61.4	6.7	14.6	18.6	20.6	9.8
현대엔지니어링	170.5	128.0	103.7	143.7	178.0	247.0	193.1	145.9	136.4	143.1	92.3	105.4	126.6
플랜트/인프라	57.4	19.5	(19.7)	10.2	69.2	51.0	53.5	16.8	41.5	43.3	9.8	(59.8)	50.9
건축/주택	95.7	96.6	107.8	121.4	90.9	181.2	120.0	118.3	76.4	88.3	63.0	145.2	56.7
기타	17.4	11.8	15.6	12.2	17.8	14.7	19.6	10.8	18.6	11.5	19.4	19.9	19.1
기타	35.0	17.0	10.6	18.7	23.3	20.3	20.6	41.4	31.2	49.8	30.6	32.7	40.0
영업이익	165.3	153.9	139.8	89.9	200.9	141.0	220.4	191.3	171.5	175.4	153.7	81.4	173.5
현대건설	59.6	90.8	76.6	27.4	87.2	27.1	112.0	112.9	98.9	113.0	106.7	27.7	93.0
현대엔지니어링	80.1	57.6	65.5	55.5	102.9	107.4	103.8	50.5	57.7	32.4	23.5	2.8	45.5
기타	25.6	5.5	(2.2)	7.1	10.8	6.5	4.6	27.9	14.9	29.9	23.5	50.9	35.0
이익률 (%)													
매출총이익률	10.7	6.9	8.6	6.9	9.6	9.5	9.7	10.8	9.0	7.9	6.1	6.0	6.3
현대건설	10.1	6.7	10.4	6.0	8.7	6.2	8.5	12.0	8.5	8.4	6.7	6.6	6.2
건축/주택	12.9	14.2	11.4	14.5	13.1	12.5	12.2	15.0	11.2	9.3	9.2	8.4	6.1
인프라/환경	14.4	0.1	6.3	(61.9)	(4.2)	(22.1)	(15.9)	0.7	1.6	5.8	(9.1)	(5.5)	8.9
플랜트/전력	(3.8)	(11.0)	10.4	7.0	3.4	1.0	9.7	2.2	2.4	4.8	6.3	4.5	3.8
기타	53.8	135.6	(103.6)	146.2	(13.1)	38.6	24.3	48.4	36.0	50.0	60.0	57.3	49.6
현대엔지니어링	10.4	6.7	6.1	7.4	10.2	13.5	10.7	7.4	8.3	5.8	4.2	4.2	5.1
플랜트/인프라	7.6	2.1	(2.8)	1.2	8.4	6.8	7.5	2.2	6.7	3.7	1.1	(6.9)	5.4
건축/주택	14.1	11.7	13.7	14.5	12.7	20.7	13.8	12.3	9.5	8.2	6.2	10.8	4.3
기타	8.6	6.7	7.9	5.6	8.3	7.2	8.5	4.8	8.4	4.8	7.2	7.0	7.8
기타	23.8	15.4	10.9	17.5	20.9	14.6	22.3	34.2	28.1	38.1	29.5	31.8	36.8
영업이익률	4.1	3.4	3.5	2.1	4.8	3.2	5.1	3.7	4.1	3.1	2.8	1.3	2.9
현대건설	2.6	3.6	3.4	1.2	3.8	1.1	4.6	3.6	4.1	3.8	3.4	0.8	2.7
현대엔지니어링	4.9	3.0	3.9	2.9	5.9	5.9	5.7	2.6	3.5	1.3	1.1	0.1	1.8
기타	17.4	4.9	(2.3)	6.6	9.7	4.7	4.9	23.1	13.4	22.9	22.7	49.5	32.2

자료: 현대건설, 삼성증권 추정

표 8. 현대건설: 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
신규수주	5,879.3	10,046.9	5,786.1	5,786.1	6,576.3	6,576.3	6,576.3	6,576.3	35,027.8	27,498.4	26,305.3
현대건설	3,231.0	6,240.5	3,297.2	3,297.2	3,718.2	3,718.2	3,718.2	3,718.2	19,784.6	16,066.0	14,872.9
건축/주택	3,127.2	1,531.6	1,531.6	1,531.6	1,737.5	1,737.5	1,737.5	1,737.5	13,811.4	7,722.0	6,949.8
인프라/환경	57.3	755.2	755.2	755.2	696.9	696.9	696.9	696.9	2,903.8	2,323.0	2,787.6
플랜트/전력	16.5	3,924.3	981.1	981.1	1,254.4	1,254.4	1,254.4	1,254.4	2,951.5	5,903.0	5,017.6
현대엔지니어링	2,648.3	3,806.4	2,488.8	2,488.8	2,858.1	2,858.1	2,858.1	2,858.1	15,243.2	11,432.4	11,432.4
수주잔고	93,252.6	97,269.7	97,167.7	97,067.2	98,176.2	99,153.9	100,385.1	101,423.7	94,553.0	384,757.2	399,138.9
현대건설	57,395.2	60,150.6	60,022.0	59,824.9	60,266.4	60,614.5	61,045.9	61,368.7	58,848.5	237,392.6	243,295.4
건축/주택	40,813.1	39,973.7	39,226.2	38,425.1	37,996.4	37,520.1	37,155.9	36,714.4	39,785.8	158,438.1	149,386.8
인프라/환경	7,306.3	7,713.1	8,108.6	8,486.6	8,826.4	9,148.8	9,446.0	9,722.3	8,340.4	31,614.7	37,143.5
플랜트/전력	9,275.8	12,454.2	12,668.1	12,884.7	13,405.4	13,897.8	14,386.4	14,864.8	10,722.3	47,282.8	56,554.4
현대엔지니어링	35,857.4	37,119.1	37,145.7	37,242.3	37,909.8	38,539.4	39,339.2	40,055.0	35,704.5	147,364.5	155,843.5
매출	6,031.1	6,138.1	5,996.3	5,994.8	5,575.6	5,706.9	5,453.4	5,646.0	21,239.1	24,160.4	22,382.0
현대건설	3,427.4	3,485.1	3,425.8	3,494.4	3,276.7	3,370.2	3,286.8	3,395.4	11,978.5	13,832.7	13,329.1
건축/주택	2,318.7	2,371.0	2,279.2	2,332.7	2,166.1	2,213.8	2,101.6	2,179.0	7,844.1	9,301.5	8,660.5
인프라/환경	390.9	348.4	359.7	377.3	357.1	374.6	399.7	420.6	1,614.3	1,476.3	1,552.0
플랜트/전력	698.0	745.9	767.2	764.5	733.7	762.0	765.7	776.0	2,405.2	2,975.6	3,037.4
현대엔지니어링	2,495.4	2,544.7	2,462.2	2,392.2	2,190.6	2,228.5	2,058.3	2,142.3	8,815.4	9,894.6	8,619.7
매출총이익	379.9	416.0	434.8	444.8	438.5	447.7	436.3	450.2	1,512.7	1,675.5	1,772.6
현대건설	213.3	234.2	240.4	254.7	250.1	256.8	256.8	265.1	892.6	942.6	1,028.8
현대엔지니어링	126.6	141.8	154.5	150.1	148.4	150.9	139.4	145.1	479.7	573.0	583.8
영업이익	173.5	184.0	202.7	200.8	213.7	211.9	200.4	202.2	574.9	760.9	828.2
세전이익	226.6	214.6	258.1	253.7	247.4	246.1	259.3	258.5	753.8	953.1	1,011.4
순이익	150.5	150.2	180.7	177.6	173.2	172.3	181.5	181.0	470.9	659.0	708.0
지배주주 순이익	130.8	112.7	135.5	133.2	129.9	129.2	136.1	135.7	408.9	512.2	531.0
증가율 (전년 대비, %)											
신규수주	(33.9)	(15.3)	(24.7)	(12.1)	11.9	(34.5)	13.7	13.7	17.7	(21.5)	(4.3)
현대건설	(48.8)	(2.9)	(20.5)	13.9	15.1	(40.4)	12.8	12.8	17.4	(18.8)	(7.4)
현대엔지니어링	2.3	(29.9)	(29.6)	(32.5)	7.9	(24.9)	14.8	14.8	18.1	(25.0)	0.0
수주잔고	11.2	6.4	1.4	2.7	5.3	1.9	3.3	4.5	19.9	306.9	3.7
현대건설	7.0	3.3	(2.1)	1.7	5.0	0.8	1.7	2.6	18.6	303.4	2.5
현대엔지니어링	18.6	11.9	7.6	4.3	5.7	3.8	5.9	7.6	22.0	312.7	5.8
매출	45.5	10.0	10.4	(1.5)	(7.6)	(7.0)	(9.1)	(5.8)	17.6	13.8	(7.4)
현대건설	43.2	17.4	9.4	0.2	(4.4)	(3.3)	(4.1)	(2.8)	16.9	15.5	(3.6)
현대엔지니어링	52.0	2.6	12.0	(4.1)	(12.2)	(12.4)	(16.4)	(10.4)	19.6	12.2	(12.9)
매출총이익	2.3	(5.8)	30.5	21.3	15.4	7.6	0.3	1.2	(15.8)	10.8	5.8
현대건설	4.9	(6.0)	14.6	10.7	17.3	9.6	6.9	4.1	(3.8)	5.6	9.1
현대엔지니어링	(7.1)	(1.5)	67.3	39.9	17.2	6.4	(9.7)	(3.3)	(37.7)	19.4	1.9
영업이익	1.2	4.9	31.9	170.2	23.2	15.2	(1.1)	0.7	(23.7)	32.4	8.8
순이익	(17.8)	(33.2)	(23.0)	(203.3)	15.0	14.7	0.5	1.9	(15.1)	40.0	7.4
이익률 (%)											
매출총이익률	6.3	6.8	7.3	7.4	7.9	7.8	8.0	8.0	7.1	6.9	7.9
현대건설	6.2	6.7	7.0	7.3	7.6	7.6	7.8	7.8	7.5	6.8	7.7
현대엔지니어링	5.1	5.6	6.3	6.3	6.8	6.8	6.8	6.8	5.4	5.8	6.8
영업이익률	2.9	3.0	3.4	3.3	3.8	3.7	3.7	3.6	2.7	3.1	3.7
순이익률	2.5	2.4	3.0	3.0	3.1	3.0	3.3	3.2	2.2	2.7	3.2

자료: 현대건설, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	18,066	21,239	24,160	22,382	21,553
매출원가	16,268	19,726	22,485	20,609	19,769
매출총이익	1,797	1,513	1,676	1,773	1,784
(매출총이익률, %)	9.9	7.1	6.9	7.9	8.3
판매 및 일반관리비	1,044	938	915	944	960
영업이익	754	575	761	828	824
(영업이익률, %)	4.2	2.7	3.1	3.7	3.8
영업외손익	101	179	192	183	184
금융수익	225	401	161	161	161
금융비용	126	177	52	51	50
지분법손익	-11	-13	0	0	0
기타	12	-33	83	73	73
세전이익	854	754	953	1,011	1,008
법인세	300	283	294	303	303
(법인세율, %)	35.1	37.5	30.9	30.0	30.0
계속사업이익	554	471	659	708	706
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	554	471	659	708	706
(순이익률, %)	3.1	2.2	2.7	3.2	3.3
지배주주순이익	408	409	512	531	529
비지배주주순이익	147	62	147	177	176
EBITDA	925	757	888	969	961
(EBITDA 이익률, %)	5.1	3.6	3.7	4.3	4.5
EPS (지배주주)	3,651	3,637	4,556	4,724	4,710
EPS (연결기준)	4,966	4,189	5,863	6,298	6,280
수정 EPS (원)*	2,608	3,186	4,606	4,775	4,761

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	1,009	-143	333	115	289
당기순이익	554	471	659	708	706
현금유출입이없는 비용 및 수익	727	470	326	291	238
유형자산 감가상각비	162	172	123	137	133
무형자산 상각비	10	9	4	4	4
기타	555	288	199	150	101
영업활동 자산부채 변동	-162	-827	-652	-884	-655
투자활동에서의 현금흐름	-798	1,853	-130	-122	-116
유형자산 증감	-77	-130	-111	-102	-98
장단기금융자산의 증감	-697	1,606	-1	-1	-1
기타	-24	378	-18	-19	-17
재무활동에서의 현금흐름	-493	-658	-155	-65	-50
차입금의 증가(감소)	-324	-410	-78	0	0
자본금의 증가(감소)	84	-3	0	0	0
배당금	-67	-67	-67	-67	-67
기타	-186	-178	10	2	17
현금증감	-260	1,047	43	-76	118
기초현금	3,187	2,927	3,974	4,017	3,940
기말현금	2,927	3,974	4,017	3,940	4,058
Gross cash flow	1,281	941	985	999	944
Free cash flow	912	-292	202	-6	172

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회식, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 현대건설, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	14,526	15,517	16,735	17,397	18,076
현금 및 현금등가물	2,927	3,974	4,017	3,940	4,058
매출채권	23	5	20	19	14
재고자산	718	855	924	1,028	1,138
기타	10,859	10,683	11,773	12,411	12,865
비유동자산	5,111	5,395	5,795	6,113	6,432
투자자산	1,378	1,557	3,272	3,468	3,672
유형자산	1,012	1,049	1,258	1,379	1,495
무형자산	718	721	721	721	721
기타	2,002	2,068	544	544	544
자산총계	19,637	20,912	22,529	23,510	24,508
유동부채	7,613	8,757	9,384	9,418	9,521
매입채무	2,167	2,599	2,667	2,824	2,954
단기차입금	109	83	83	83	83
기타 유동부채	5,338	6,075	6,634	6,511	6,484
비유동부채	2,595	2,230	2,495	2,664	2,782
사채 및 장기차입금	1,610	1,211	1,214	1,214	1,214
기타 비유동부채	985	1,019	1,282	1,451	1,568
부채총계	10,208	10,987	11,879	12,082	12,303
자배주주지분	7,217	7,687	8,346	9,054	9,760
자본금	562	562	562	562	562
자본잉여금	1,098	1,095	1,095	1,095	1,095
이익잉여금	5,640	6,009	6,668	7,376	8,082
기타	-83	20	20	20	20
비지배주주지분	2,213	2,238	2,305	2,374	2,445
자본총계	9,429	9,924	10,650	11,428	12,205
순부채	-3,760	-3,486	-3,787	-3,711	-3,829

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	6.5	17.6	13.8	-7.4	-3.7
영업이익	37.3	-23.7	32.4	8.8	-0.5
순이익	143.5	-15.1	40.0	7.4	-0.3
수정 EPS**	134.1	22.1	44.6	3.7	-0.3
주당지표					
EPS (지배주주)	3,651	3,637	4,556	4,724	4,710
EPS (연결기준)	4,966	4,189	5,863	6,298	6,280
수정 EPS**	2,608	3,186	4,606	4,775	4,761
BPS	62,029	66,290	71,987	78,125	84,474
DPS (보통주)	600	600	600	600	600
Valuations (배)					
P/E***	14.4	11.8	8.1	7.9	7.9
P/B***	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	0.3	0.7	0.5	0.6	0.5
비율					
ROE (%)	5.9	5.5	6.4	6.2	6.2
ROA (%)	3.0	2.3	3.0	3.1	2.9
ROIC (%)	10.4	7.3	11.7	13.8	11.8
배당성향 (%)	147.2	146.7	13.0	12.6	12.6
배당수익률 (보통주, %)	1.3	1.7	1.6	1.6	1.6
순부채비율 (%)	-39.9	-35.1	-35.6	-32.5	-31.4
이자보상배율 (배)	13.0	13.1	14.5	16.1	16.4

삼성엔지니어링

삼성엔지니어링의 2Q23 연결기준 매출은 전분기 대비 3.9% 증가한 2.6조 원, 영업이익은 전분기 대비 14.1% 감소한 1,936억 원으로, 영업이익은 컨센서스를 충족할 것으로 예상된다. 기수주 화공사업들의 견고한 수익성이 유지되는 가운데, 지난 2개 분기 연속 2조 원 이상의 수주를 달성한 비화공사업의 매출 호조도 이어질 전망이다. 회사의 올해 신규 수주 가이드선 12조 원 달성에 있어 상반기까지는 화공보다는 비화공 수주의 기여도가 더 큰 것으로 추정된다. 2분기에도 공시된 비화공 사업 수주 증액 규모만 합산 7,000억 원이 넘는 반면, 회사가 제시했던 화공 수주 파이프라인에서 2분기에도 수주 성공 실적은 거의 없었기 때문이다. 이에 따라, 시장은 여전히 단기적으로는 화공 수주 실적을 가장 중요한 주가 모멘텀으로 생각할 것이다. 이미 입찰을 완료한 사우디 자푸라 2 프로젝트(25억 달러) 외에도, 사우디 Fadhilli gas revamping (20억 달러), 인도 MEG 프로젝트(10억 달러) 등의 경쟁입찰 프로젝트들과 함께, 인도네시아 석유화학 Cap2 프로젝트(20억 달러), 인도네시아 TPPI 석유화학 프로젝트, 미국 텍사스 LNG(10억 달러 이상) 등 Feed-to-EPC 프로젝트들도 파이프라인에 두루 존재하여 상반기 비어있던 화공 수주 실적이 하반기에는 어느 정도 채워질 것으로 기대된다. 실적과 비화공 수주 모두 긍정적 흐름을 보여주는 상황에서 유일하게 기대를 충족시키지 못한 화공 수주 실적이 하반기에 현실화된다면, 충분히 기업가치 제고에 기여할 것으로 예상된다. 최소한 비화공사업에서의 견고한 실적이 지속될 것이라고 예상되기에, 실적 상향 조정에 근거하여 목표주가를 3% 상향한 38,000원으로 제시한다.

삼성엔지니어링은 2021년부터 말레이시아 H2비스커스 프로젝트(삼성엔지니어링, 롯데케미칼, POSCO홀딩스, 말레이시아 SEDC에너지, 사라왁전력청 참여) 개시를 통해 그린 수소 관련 사업(총 20만 톤 규모로, 말레이시아 현지 사용 7천톤 제외한 물량을 전부 한국으로 암모니아 형태로 반입 계획)에 첫 걸음을 떼었으며, 올해 하반기 Feed 착수 가능성이 높은 것으로 파악된다. 이에 더해, 최근 회사는 오만 그린수소 프로젝트 (총 6개 블록에 대해 입찰을 진행했으며, 회사가 포함된 컨소시엄이 1개 블록 사업자 선정)에 대해 컨소시엄에 참여하여 사업자로 선정되었다. 해당 컨소시엄은 오만에서 태양광 및 풍력 등 신재생에너지 발전을 통해 생산된 전기로 그린수소를 생산하는 것으로, 컨소시엄은 삼성엔지니어링 외에도 POSCO홀딩스, 한국남부발전, 한국동서발전, 프랑스 Engi, 태국 PTTEP로 구성되었다. 5GW 규모의 신재생에너지 단지 조성 및 22만 톤의 그린수소 생산을 목표로 하며, 이 그린수소를 120만 톤의 암모니아로 합성하여 국내로 조달할 계획이며, 현재로서는 2027년 EPC 전환 및 2030년 준공을 목표로 한다. 중장기 프로젝트로 아직까지 구체적인 사업 전개까지 기다림이 많이 필요한 상황이나, 그린 수소 사업 전개를 위한 가시화된 진행이 이루어지고 있다는 점은 중장기 기업가치 제고에 긍정적이라 할 수 있다.

표 9. 삼성엔지니어링 주요 해외 수주 파이프라인

지역	프로젝트	수주 예상 금액 (십억 달러)	수주 예상시기	비고
사우디아라비아	자푸라2	2.5	3Q23-4Q23	
사우디아라비아	Fadhili Gas revamping	2.0	4Q23	
인도	MEG 석유화학	1.0	2H23	
인도네시아	석유화학 Cap2	2.0	2H23	Feed-to-EPC의 EPC 전환
인도네시아	석유화학 TPPI		2H23	Feed-to-EPC의 EPC 전환
미국	텍사스 LNG 액화플랜트	1.0	2H23	Feed-to-EPC의 EPC 전환
UAE	Hail & Gasha	2.0	1Q24	발주처 발주 규모 변경 후 재입찰 예정

자료: 삼성엔지니어링, 삼성증권

표 10. 삼성엔지니어링: 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
신규수주	2,102.7	1,978.7	3,855.0	3,855.0	2,857.5	2,857.5	2,857.5	2,857.5	10,233.6	11,791.4	11,430.0
화공	91.4	536.1	2,412.3	2,412.3	1,431.2	1,431.2	1,431.2	1,431.2	3,894.4	5,452.2	5,724.8
비화공	2,011.3	1,442.6	1,442.6	1,442.6	1,426.3	1,426.3	1,426.3	1,426.3	6,339.2	6,339.2	5,705.3
수주잔고	17,979.8	17,326.7	18,544.6	19,669.4	19,784.0	19,873.3	19,959.3	20,037.5	17,901.7	19,669.4	20,037.5
화공	12,137.7	11,575.0	12,877.5	14,066.9	14,275.5	14,467.0	14,629.9	14,766.2	12,721.8	14,066.9	14,766.2
비화공	5,842.1	5,751.7	5,667.2	5,602.6	5,508.4	5,406.4	5,329.4	5,271.3	5,179.9	5,602.6	5,271.3
매출	2,533.5	2,631.8	2,637.0	2,730.2	2,743.0	2,768.1	2,771.6	2,779.2	10,054.3	10,532.5	11,061.9
화공	1,074.3	1,098.8	1,109.9	1,223.0	1,222.5	1,239.8	1,268.3	1,294.8	4,819.6	4,505.9	5,025.4
비화공	1,459.2	1,533.0	1,527.2	1,507.2	1,520.5	1,528.4	1,503.3	1,484.4	5,234.7	6,026.6	6,036.5
매출총이익	322.8	292.4	292.7	300.9	305.5	308.1	307.6	307.8	1,080.9	1,208.7	1,229.0
화공	106.4	103.3	104.4	115.0	115.0	116.6	119.3	121.8	396.2	429.1	472.6
비화공	216.4	189.0	188.3	185.8	190.5	191.5	188.4	186.0	684.7	779.6	756.4
영업이익	225.4	193.6	190.5	193.5	205.3	206.6	202.6	197.4	702.9	803.0	812.0
세전이익	222.3	195.9	192.8	195.8	207.6	208.8	204.9	199.7	715.7	806.8	821.1
순이익	175.9	137.1	135.0	137.1	145.3	146.2	143.4	139.8	595.3	585.0	574.8
지배주주순이익	177.4	137.1	135.0	137.1	145.3	146.2	143.4	139.8	664.9	586.5	574.8
증가율 (전년 대비, %)											
신규수주	-25.1	34.6	76.3	2.3	35.9	44.4	-25.9	-25.9	45.3	15.2	-3.1
화공	-93.0	1,828.3	174.5	44.2	1,465.9	167.0	-40.7	-40.7	34.5	40.0	5.0
비화공	34.6	-0.0	10.3	-31.1	-29.1	-1.1	-1.1	-1.1	52.8	0.0	-10.0
수주잔고	4.5	3.6	4.2	9.9	10.0	14.7	7.6	1.9	9.3	9.9	1.9
화공	-5.3	-5.7	-1.9	10.6	17.6	25.0	13.6	5.0	2.3	10.6	5.0
비화공	33.3	28.9	21.4	8.2	-5.7	-6.0	-6.0	-5.9	31.1	8.2	-5.9
매출	17.1	5.6	7.3	-7.1	8.3	5.2	5.1	1.8	34.3	4.8	5.0
화공	0.9	-9.9	-12.1	-4.0	13.8	12.8	14.3	5.9	23.6	-6.5	11.5
비화공	32.8	20.4	27.7	-9.5	4.2	-0.3	-1.6	-1.5	45.9	15.1	0.2
매출총이익	24.1	17.5	16.8	-6.4	-5.4	5.4	5.1	2.3	25.5	11.8	1.7
화공	-17.9	25.3	-11.1	72.4	8.1	12.8	14.3	5.9	-22.5	8.3	10.1
비화공	65.7	13.7	41.4	-27.0	-12.0	1.3	0.0	0.1	95.5	13.9	-3.0
영업이익	29.2	26.1	18.7	-9.8	-8.9	6.7	6.4	2.0	39.7	14.2	1.1
지배주주순이익	55.0	-2.4	-17.9	-44.2	-18.1	6.6	6.3	2.0	78.6	-11.8	-2.0
이익률 (%)											
매출총이익률	12.7	11.1	11.1	11.0	11.1	11.1	11.1	11.1	10.8	11.5	11.1
화공	9.9	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	8.2	9.5	9.4
비화공	14.8	12.3	12.3	12.3	12.5	12.5	12.5	12.5	13.1	12.9	12.5
영업이익률	8.9	7.4	7.2	7.1	7.5	7.5	7.3	7.1	7.0	7.6	7.3
지배주주순이익률	7.0	5.2	5.1	5.0	5.3	5.3	5.2	5.0	6.6	5.6	5.2

자료: 삼성엔지니어링, 삼성증권 추정

표 11. 삼성엔지니어링: 목표주가 산정

구분	(십억원)
연결기준 영업가치	7,363.7
- 2023-2024년 평균 순자산가치	3,507.4
- Target P/B (배)*	2.1
주식수 (1주)	196,000,000
주당주가 (원)	38,000

참고: * 2005-2011년 평균 P/B를 2023-2024년 ROE 추정치에 맞춰 60% 할인 적용

자료: 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	7,487	10,054	10,532	11,062	10,838
매출원가	6,625	8,973	9,324	9,833	9,636
매출총이익	861	1,081	1,209	1,229	1,202
(매출총이익률, %)	11.5	10.8	11.5	11.1	11.1
판매 및 일반관리비	358	378	406	417	429
영업이익	503	703	803	812	773
(영업이익률, %)	6.7	7.0	7.6	7.3	7.1
영업외손익	26	13	4	9	9
금융수익	48	98	33	33	33
금융비용	41	94	16	16	16
지분법손익	-11	7	16	16	16
기타	30	1	-30	-24	-24
세전이익	530	716	807	821	782
법인세	178	120	222	246	235
(법인세율, %)	33.7	16.8	27.5	30.0	30.0
계속사업이익	351	595	585	575	548
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	351	595	585	575	548
(순이익률, %)	4.7	5.9	5.6	5.2	5.1
지배주주순이익	372	665	587	575	548
비지배주주순이익	-21	-70	-2	0	0
EBITDA	549	760	840	848	781
(EBITDA 이익률, %)	7.3	7.6	8.0	7.7	7.2
EPS (지배주주)	1,900	3,392	2,993	2,932	2,794
EPS (연결기준)	1,791	3,037	2,985	2,932	2,794
수정 EPS (원)*	1,594	3,377	2,985	2,932	2,794

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	740	577	682	656	589
당기순이익	351	595	585	575	548
현금유출입이없는 비용 및 수익	289	427	334	335	307
유형자산 감가상각비	35	42	30	29	0
무형자산 상각비	11	16	7	7	7
기타	243	370	298	299	300
영업활동 자산부채 변동	166	-304	-238	-254	-266
투자활동에서의 현금흐름	-201	-529	-651	-656	-652
유형자산 증감	-29	-19	-32	-32	-28
장단기금융자산의 증감	-143	-423	-593	-593	-593
기타	-29	-87	-26	-30	-31
재무활동에서의 현금흐름	-208	175	-7	-5	-4
차입금의 증가(감소)	-212	190	0	0	0
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	3	-16	-7	-5	-4
현금증감	390	274	75	46	-16
기초현금	748	1,138	1,412	1,487	1,533
기말현금	1,138	1,412	1,487	1,533	1,517
Gross cash flow	640	1,022	919	910	855
Free cash flow	710	556	648	622	559

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회식, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 삼성엔지니어링, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	4,442	5,948	6,326	6,654	6,865
현금 및 현금등가물	1,138	1,412	1,487	1,533	1,517
매출채권	1,799	2,131	2,328	2,507	2,645
재고자산	0	0	0	0	0
기타	1,505	2,405	2,511	2,613	2,703
비유동자산	1,616	1,901	2,150	2,375	2,604
투자자산	132	252	1,549	1,762	1,981
유형자산	447	437	449	461	472
무형자산	56	75	75	75	75
기타	981	1,137	77	77	77
자산총계	6,059	7,849	8,476	9,029	9,470
유동부채	3,853	5,013	5,112	5,148	5,038
매입채무	799	935	999	1,060	1,093
단기차입금	41	232	232	232	232
기타 유동부채	3,013	3,846	3,881	3,856	3,712
비유동부채	246	259	261	203	206
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	246	259	261	203	206
부채총계	4,098	5,272	5,373	5,350	5,243
지배주주지분	2,002	2,693	3,220	3,795	4,342
자본금	980	980	980	980	980
자본잉여금	-22	-22	-22	-22	-22
이익잉여금	1,012	1,677	2,262	2,836	3,384
기타	33	59	0	0	0
비지배주주지분	-42	-116	-116	-116	-116
자본총계	1,961	2,577	3,104	3,679	4,226
순부채	-1,327	-1,837	-1,884	-1,931	-1,914

재무비율 및 주당지표

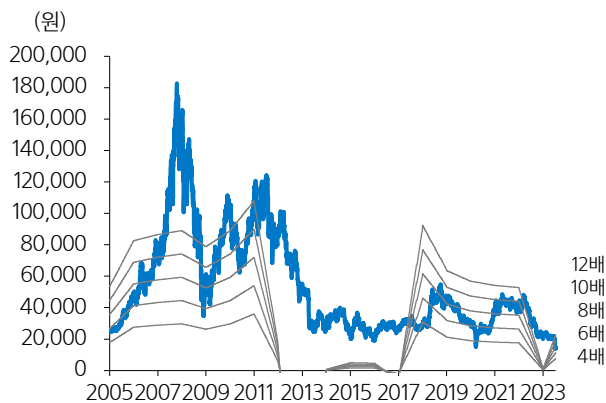
12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	10.9	34.3	4.8	5.0	-2.0
영업이익	39.3	39.7	14.2	1.1	-4.8
순이익	39.2	69.6	-1.7	-1.8	-4.7
수정 EPS**	12.2	111.8	-11.6	-1.8	-4.7
주당지표					
EPS (지배주주)	1,900	3,392	2,993	2,932	2,794
EPS (연결기준)	1,791	3,037	2,985	2,932	2,794
수정 EPS**	1,594	3,377	2,985	2,932	2,794
BPS	9,036	11,575	14,492	17,302	20,165
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	20.3	9.6	10.9	11.0	11.6
P/B***	3.6	2.8	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	9.1	6.0	5.2	5.1	5.3
비율					
ROE (%)	17.6	29.2	20.6	16.9	16.9
ROA (%)	6.5	8.6	7.2	6.6	5.9
ROIC (%)	177.5	301.7	-41.0	-18.5	-18.5
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	-67.7	-71.3	-60.7	-52.5	-45.3
이자보상배율 (배)	98.5	48.0	50.0	50.6	48.2

GS건설

2Q23 연결기준 매출은 전분기 대비 0.5% 증가한 3.5조 원이나, 지난 4월 발생한 인천 검단 현장 주차장 붕괴 사고로 인한 총당금 5,500억 원이 2분기에 일시에 반영될 것으로 보여 영업손익은 전분기 대비 적자 전환한 3,989억 원의 영업손실이 예상된다. 기 분양물량을 토대로 한 주택 매출 흐름은 1분기와 큰 변화가 없을 것으로 예상되는 한편, 베트남 나베 1-1구역 매출이 1분기 791억 원 반영에 이어 2분기에도 1,200억 원 반영이 예상된다. 다만, 여전히 불확실성 해소가 불충분한 부동산 시황으로 인해 회사의 2Q23 분양물량은 3,540세대로, 올해 상반기 기준 회사의 연간 분양 가이던스가 35% 충족된 수준이다. 최근 서울 일부 지역을 중심으로 한 주택 가격 회복세가 포착되고 있으나, 부동산 시장 회복을 단언하긴 어렵다. 오히려 당분간 서울/수도권과 지방 간 부동산 시장 차별화가 진행될 것으로 예상되며, 이로 인해 회사의 분양물량 흐름에 대한 보수적 추정을 아직 견지할 필요가 있다.

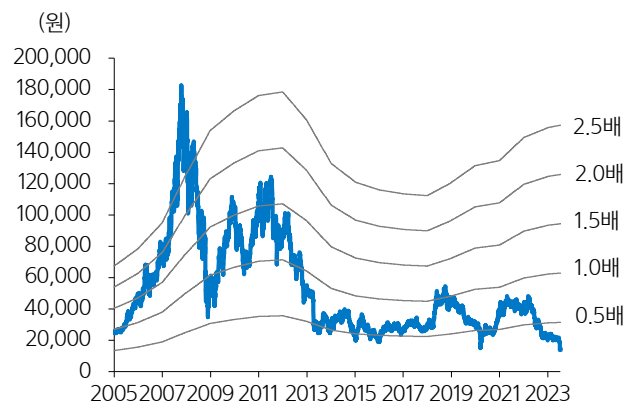
일회성 비용을 제외한다면 2분기 영업손익이 기존 컨센서스를 충족하는 수준이었겠지만, 인천 검단 현장에 대한 총당금 5,500억 원 반영으로 2분기 영업손실이 불가피해 보인다. 더불어, 이번 사고로 인해, 1) 최근 착공한 현장들에 대한 안전 강화 관련 비용들이 예정원가율에 추가 반영될 수 있고, 2) “자이” 브랜드 이미지 훼손으로 인한 수주 감소 가능성이 존재한다는 점은 당장 2분기 실적뿐만 아니라 향후 실적에도 영향을 줄 수 있어 향후 점검이 필요한 부분이다. 이에 따라, 회사의 수주 및 실적 추정치 하향 조정과 함께, 불확실성 증대를 target valuation 할인율 확대로 반영하여 목표주가를 기존 대비 27% 하향한 16,000원으로 제시하는 한편, 제한적인 상승 여력을 토대로 투자 의견을 Hold로 하향 조정한다. 실제로, 당장 8월에 국토교통부가 GS건설 전국 현장들에 대한 조사 결과 및 인천 검단 현장 사고에 대한 처분 결과를 발표할 계획이며, 이 결과에 따라 회사의 투자センチメント 단기 회복 여부가 결정될 것으로 예상된다.

그림 19. GS건설: P/E 밴드



자료: Quantwise, 삼성증권 추정

그림 20. GS건설: P/B 밴드



자료: Quantwise, 삼성증권 추정

표 12. GS건설: 목표주가 산정

구분	(십억원)
연결기준 영업가치	1,320.4
- 2023년 순자산가치	4,867.7
- Target P/B (배)*	0.27
주식수 (1주)	79,889,681
주당주가 (원)	16,000

참고: * 2012-2014년 평균 P/B에 대해 단기적으로 크게 증대된 불확실성을 반영하여 65% 할인 적용

자료: 삼성증권 추정

표 13. GS건설: 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
신규수주	2,099.0	2,894.9	2,894.9	2,894.9	1,943.4	1,943.4	1,943.4	1,943.4	16,074.0	10,783.7	7,773.7
토목	155.0	193.7	193.7	193.7	196.0	196.0	196.0	196.0	549.0	736.2	784.1
플랜트/발전	199.0	1,206.5	1,206.5	1,206.5	624.6	624.6	624.6	624.6	2,148.0	3,818.4	2,498.4
주택/건축	1,745.0	1,494.7	1,494.7	1,494.7	1,122.8	1,122.8	1,122.8	1,122.8	13,377.0	6,229.1	4,491.2
수주잔고	47,420.4	46,793.4	46,423.9	45,969.5	44,630.2	43,350.3	42,107.2	40,922.2	48,834.4	45,969.5	40,922.2
토목	6,313.0	6,236.9	6,164.1	6,094.3	6,024.3	5,957.4	5,893.3	5,832.0	6,432.0	6,094.3	5,832.0
플랜트/발전	13,949.0	14,845.8	15,744.9	16,635.7	16,933.0	17,217.8	17,489.9	17,749.3	14,191.0	16,635.7	17,749.3
주택/건축	33,208.0	31,791.4	30,626.5	29,382.2	27,846.5	26,379.7	24,959.5	23,607.6	34,230.0	29,382.2	23,607.6
매출	3,513.0	3,521.8	3,264.4	3,349.2	3,282.7	3,223.4	3,186.5	3,128.4	12,299.0	13,648.5	12,821.0
토목	274.0	269.8	266.6	263.5	266.0	263.0	260.1	257.3	1,061.0	1,073.9	1,046.3
플랜트/발전	441.0	309.7	307.3	315.7	327.3	339.8	352.5	365.3	1,797.0	1,373.7	1,384.8
주택/건축	2,767.0	2,911.3	2,659.6	2,739.0	2,658.5	2,589.6	2,543.0	2,474.8	9,335.0	11,076.9	10,265.8
기타	31.0	31.0	31.0	31.0	31.0	31.0	31.0	31.0	106.0	124.0	124.0
매출총이익	347.8	-217.9	300.9	320.1	325.6	319.2	325.5	328.7	1,292.3	751.0	1,299.0
토목	22.5	19.1	18.8	18.6	18.8	18.6	18.4	18.2	77.5	79.0	73.9
플랜트/발전	46.2	60.3	24.5	25.2	27.7	28.8	29.9	31.0	10.8	156.2	117.4
주택/건축	271.2	-305.2	249.6	268.4	271.1	263.9	269.2	271.6	1,185.5	484.0	1,075.9
기타	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	18.5	31.8	31.8
영업이익	158.9	-398.9	130.4	120.0	140.3	131.8	148.7	121.3	554.8	10.3	542.1
세전이익	208.1	-428.2	97.9	93.1	110.6	102.2	121.6	94.2	664.9	-29.0	428.6
순이익	161.6	-299.7	68.6	65.2	77.4	71.5	85.1	65.9	441.2	-4.4	300.0
지배주주순이익	135.9	-305.2	63.1	59.8	72.0	66.1	79.7	60.5	339.3	-46.3	278.3
증가율 (전년 대비, %)											
신규수주	-38.1	-33.9	-38.1	-20.2	-7.4	-32.9	-32.9	-32.9	20.6	-32.9	-27.9
토목	198.1	-11.9	198.1	-8.6	26.5	1.2	1.2	1.2	-81.4	34.1	6.5
플랜트/발전	-50.4	43.5	108.7	267.8	213.9	-48.2	-48.2	-48.2	18.3	77.8	-34.6
주택/건축	-40.6	-54.9	-62.8	-51.9	-35.7	-24.9	-24.9	-24.9	56.3	-53.4	-27.9
수주잔고	2.9	-1.3	-5.5	-5.9	-5.9	-7.4	-9.3	-11.0	8.4	-5.9	-11.0
토목	-6.7	-7.2	-5.6	-5.3	-4.6	-4.5	-4.4	-4.3	-7.4	-5.3	-4.3
플랜트/발전	0.8	3.5	9.1	17.2	21.4	16.0	11.1	6.7	2.5	17.2	6.7
주택/건축	5.7	-1.6	-10.3	-14.2	-16.1	-17.0	-18.5	-19.7	13.4	-14.2	-19.7
매출	47.9	15.5	10.5	-14.6	-6.6	-8.5	-2.4	-6.6	36.1	11.0	-6.1
토목	20.7	1.4	2.1	-14.2	-2.9	-2.5	-2.4	-2.4	36.0	1.2	-2.6
플랜트/발전	10.0	-9.2	-36.6	-44.6	-25.8	9.7	14.7	15.7	-13.5	-23.6	0.8
주택/건축	60.6	20.7	21.9	-9.2	-3.9	-11.1	-4.4	-9.6	53.2	18.7	-7.3
매출총이익	14.9	-164.4	3.8	-11.5	-6.4	-246.5	8.1	2.7	-2.0	-41.9	73.0
영업이익	3.7	-342.7	4.2	7.0	-11.7	-133.1	14.1	1.1	-14.2	-98.1	5,162.1
지배주주순이익	-5.3	-314.6	-56.3	-165.8	-47.0	-121.7	26.2	1.2	-16.9	-113.7	-700.5
이익률 (%)											
매출총이익률	9.9	-6.2	9.2	9.6	9.9	9.9	10.2	10.5	10.5	5.5	10.1
토목	8.2	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	7.3	7.4	7.1
플랜트/발전	10.5	19.5	8.0	8.0	8.5	8.5	8.5	8.5	0.6	11.4	8.5
주택/건축	9.8	-10.5	9.4	9.8	10.2	10.2	10.6	11.0	12.7	4.4	10.5
영업이익률	4.5	-11.3	4.0	3.6	4.3	4.1	4.7	3.9	4.5	0.1	4.2
지배주주순이익률	3.9	-8.7	1.9	1.8	2.2	2.1	2.5	1.9	2.8	-0.3	2.2

자료: GS건설, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	9,037	12,299	13,648	12,821	11,792
매출원가	7,686	11,013	12,897	11,522	10,406
매출총이익	1,351	1,287	751	1,299	1,386
(매출총이익률, %)	14.9	10.5	5.5	10.1	11.8
판매 및 일반관리비	704	732	731	757	784
영업이익	646	555	20	542	602
(영업이익률, %)	7.2	4.5	0.1	4.2	5.1
영업외손익	11	110	-39	-114	-109
금융수익	128	196	118	95	90
금융비용	182	295	225	192	181
지분법손익	5	18	31	0	0
기타	61	191	37	-18	-18
세전이익	658	665	-19	429	493
법인세	229	224	-25	129	148
(법인세율, %)	34.8	33.6	128.5	30.0	30.0
계속사업이익	429	441	5	300	345
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	429	441	5	300	345
(순이익률, %)	4.7	3.6	0.0	2.3	2.9
지배주주순이익	408	339	-46	278	288
비지배주주순이익	20	102	52	22	58
EBITDA	800	769	206	584	645
(EBITDA 이익률, %)	8.9	6.3	1.5	4.6	5.5
EPS (지배주주)	4,793	3,964	-542	3,252	3,362
EPS (연결기준)	5,032	5,155	64	3,505	4,034
수정 EPS (원)*	4,508	4,397	61	3,513	4,042

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	1,107	-7	-538	-101	-32
당기순이익	429	441	5	300	345
현금유출입이없는 비용 및 수익	496	520	259	116	87
유형자산 감가상각비	121	159	145	0	0
무형자산 상각비	32	56	41	42	43
기타	342	306	73	74	44
영업활동 자산부채 변동	521	-656	-802	-517	-464
투자활동에서의 현금흐름	-531	-1,311	-668	-685	-680
유형자산 증감	-130	-293	-222	-233	-228
장단기금융자산의 증감	-189	-724	-428	-428	-428
기타	-212	-294	-18	-23	-24
재무활동에서의 현금흐름	-5	625	625	667	649
차입금의 증가(감소)	38	976	1	0	0
자본금의 증가(감소)	160	-9	0	0	0
배당금	-121	-120	-120	-69	-86
기타	-82	-223	735	735	735
현금증감	599	-695	-581	-120	-64
기초현금	2,119	2,718	2,024	1,442	1,322
기말현금	2,718	2,024	1,442	1,322	1,259
Gross cash flow	924	962	265	416	432
Free cash flow	973	-303	-772	-341	-268

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회식, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: GS건설, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	8,195	9,412	9,670	9,859	9,952
현금 및 현금등가물	2,718	2,024	1,442	1,322	1,259
매출채권	43	82	104	113	119
재고자산	1,477	1,500	1,714	1,820	1,841
기타	3,957	5,806	6,409	6,604	6,733
비유동자산	6,989	7,535	7,915	8,342	8,789
투자자산	1,889	2,189	4,852	5,174	5,521
유형자산	1,543	1,820	1,914	2,015	2,113
무형자산	680	888	888	888	888
기타	2,876	2,638	261	265	267
자산총계	15,184	16,947	17,585	18,201	18,741
유동부채	6,769	8,205	8,781	9,064	9,255
매입채무	1,227	1,682	1,880	1,906	1,887
단기차입금	269	879	879	879	879
기타 유동부채	5,273	5,644	6,022	6,279	6,488
비유동부채	3,542	3,385	3,503	3,580	3,645
사채 및 장기차입금	2,395	2,234	2,235	2,235	2,235
기타 비유동부채	1,147	1,151	1,268	1,345	1,411
부채총계	10,311	11,590	12,284	12,643	12,900
지배주주지분	4,625	4,832	4,750	4,980	5,234
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	951	943	943	943	943
이익잉여금	3,406	3,660	3,550	3,785	4,045
기타	-160	-199	-171	-176	-182
비지배주주지분	247	525	551	578	607
자본총계	4,873	5,356	5,301	5,558	5,841
순부채	795	1,960	1,970	2,090	2,154

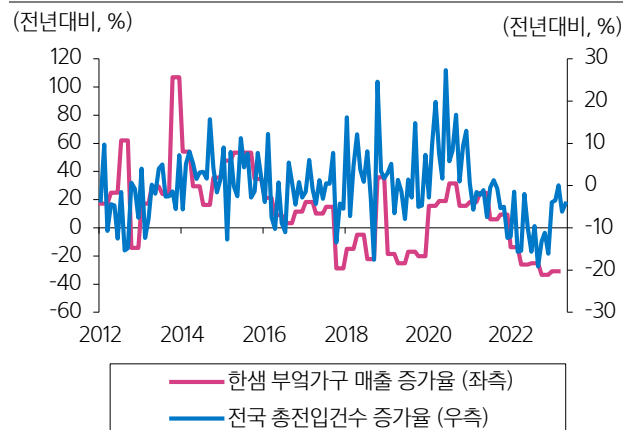
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	-10.7	36.1	11.0	-6.1	-8.0
영업이익	-13.8	-14.2	-96.4	2,585.1	11.0
순이익	30.1	2.9	-98.8	5,395.6	15.1
수정 EPS**	-4.8	-2.5	-98.6	5,704.4	15.1
주당지표					
EPS (지배주주)	4,793	3,964	-542	3,252	3,362
EPS (연결기준)	5,032	5,155	64	3,505	4,034
수정 EPS**	4,508	4,397	61	3,513	4,042
BPS	53,888	59,761	62,290	63,474	66,609
DPS (보통주)	1,300	1,300	800	1,000	1,200
Valuations (배)					
P/E***	3.1	3.2	234.1	4.0	3.5
P/B***	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	1.6	3.3	17.8	4.6	4.3
비율					
ROE (%)	8.8	8.0	0.1	6.2	6.2
ROA (%)	3.0	2.7	0.0	1.7	1.9
ROIC (%)	14.7	10.9	-0.1	9.6	10.4
배당성향 (%)	318.3	383.2	-238.1	39.7	38.4
배당수익률 (보통주, %)	3.3	6.1	9.2	9.2	9.2
순부채비율 (%)	16.3	36.6	37.2	37.6	36.9
이자보상배율 (배)	7.0	3.7	0.1	2.8	3.3

한샘

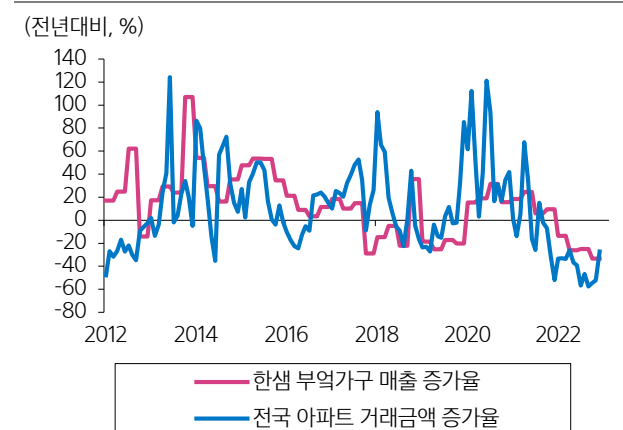
2Q23 연결기준 매출은 전분기 대비 6.7% 증가한 5,008억, 영업손실은 전분기 대비 적자 규모가 축소된 85억 원으로, 영업손익은 컨센서스에 부합할 것으로 예상된다. 1분기 극도로 부진했던 리하우스 매출이 조금씩 회복된 한편, 입주물량의 선행 지표인 B2B 특판 매출이 증가한 것이 전분기 대비 매출 회복의 주된 요인들로 작용할 전망이다. 한편, 여전히 원가율 개선이 두드러지게 나타나진 않고 있으나, DT컨설팅 비용 감소 등 판관비 축소가 나타난 것이 영업적자 폭 축소를 이끌 것으로 예상된다. 다만, 3분기에는 일시적으로 마케팅/광고비용이 다시 증가할 수 있어, 매출 회복이 꾸준히 이어져야 적자 폭의 유의미한 축소 또한 이어질 것이다. 주택 거래량이 일부 회복되고 있지만, 회사의 흑자 전환을 쉽게 단언할 수 있는 외부 환경이 도래했다고 보긴 어렵다. 이러한 불확실성 하에서도 회사는 궁극적으로 점유율 확대를 위해 B2C 시장에서의 브랜드 파워 제고 전략을 유지해 왔다. 무한책임사원과 DT로 대변되는 회사의 이러한 전략이 기업가치 제고로 이어지기 위해서는, 1) 점유율 확대를 이끄는 방법들이 시차를 두고 수익성 향상으로도 이어질 수 있는지, 2) 전략의 실행 도구들이 진입장벽을 가지고 있는지에 대한 확인이 필요하다. 다만, 이를 확인하는 것 또한 시장 정상화가 전제되어야 가능하다는 점에서, 아직은 불확실성이 존재하는 현재 상황을 고려하여 Hold 투자 의견을 유지한다. 또한, 시장 흐름 속에서 실적 개선 속도를 아직 쉽게 가능하기 어려운 불확실성을 반영하여 올해와 내년 실적 추정치를 소폭 하향하고, 이에 따라 목표주가를 기존 대비 6% 하향한 48,000원을 제시한다. 거래량 중심의 시장 흐름 여부에 대해 지속적인 점검이 필요한 가운데, 2021년 이후 에이블씨앤씨 비용 관리를 통한 수익성 개선을 이끌었던 김유진 대표집행임원이 8월 1일 한샘 CEO로 새롭게 부임하며 점유율 확대를 추구하던 전략의 변화 및 이로 인한 단기 실적 변화 여부도 새롭게 점검해야 할 것이다.

그림 21. 증가율: 총 전입 건수 vs 한샘 부엌가구 매출



자료: 부동산114, 한샘

그림 22. 증가율: 아파트 거래대금 vs 한샘 부엌가구 매출



자료: 부동산114, 한샘

표 14. 한샘: 목표주가 산정

구분	(십억원)
연결기준 영업가치	892.2
- 2024년 순이익	35.9
- Target P/E (배)*	24.9
자사주**	231.9
기업가치	1,124.2
주식수 (1주)	23,533,928
주당주가 (원)	48,000

참고: * 국내 peer 평균 valuation에 한샘의 역사적 프리미엄 반영; ** 7월 13일 종가 반영

자료: 삼성증권 추정

표 15. 한샘: 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출	469.3	500.8	499.1	518.2	522.2	528.4	524.5	545.0	2,000.9	1,987.3	2,120.2
B2C	271.2	295.4	300.6	318.1	330.2	329.4	332.2	351.1	1,248.8	1,185.3	1,342.8
리모델링/부역	124.2	157.3	156.7	164.5	173.9	183.5	180.0	188.1	667.8	602.7	725.6
리하우스	80.5	109.2	108.1	114.0	121.9	129.9	127.6	134.1	500.5	411.9	513.5
KB대리점	43.7	48.1	48.5	50.5	52.0	53.6	52.5	54.1	167.3	190.8	212.1
인테리어가구	147.0	138.1	144.0	153.6	156.3	145.9	152.1	162.9	581.0	582.6	617.2
대리점	43.1	41.8	42.7	47.3	45.7	43.8	44.8	48.7	160.9	174.9	183.1
직매장	49.9	45.4	49.2	51.7	53.9	48.6	52.6	56.8	203.5	196.2	212.0
온라인	54.0	50.9	52.1	54.6	56.7	53.4	54.7	57.3	216.6	211.6	222.1
B2B/기타	198.1	205.4	198.4	200.1	192.0	199.0	192.3	194.0	752.1	802.0	777.4
영업이익	-15.7	-8.5	-2.8	6.5	11.7	13.5	15.1	16.6	-21.7	-20.5	56.9
리모델링/부역	-3.1	-2.4	-0.8	3.3	6.1	7.3	8.1	8.4	9.0	-3.0	29.9
인테리어가구	-3.6	-1.3	-0.3	1.9	3.5	4.0	5.0	6.1	-18.4	-3.3	18.7
B2B/기타	-9.0	-4.8	-1.7	1.3	2.0	2.1	2.1	2.1	-12.3	-14.2	8.3
증가율 (전년 대비, %)											
매출	-10.8	0.2	4.6	4.1	11.3	5.5	5.1	5.2	-10.3	-0.7	6.7
B2C	-21.4	-4.8	3.9	4.6	21.8	11.5	10.5	10.4	-20.3	-5.1	13.3
리모델링/부역	-30.8	-10.7	-1.2	7.1	40.0	16.6	14.9	14.4	-24.8	-9.7	20.4
리하우스	-41.0	-18.8	-6.4	0.1	51.4	18.9	17.9	17.6	-24.4	-17.7	24.7
KB대리점	1.4	15.5	12.9	27.4	19.0	11.4	8.1	7.1	-25.9	14.0	11.2
인테리어가구	-11.2	2.9	10.1	2.0	6.3	5.7	5.7	6.1	-14.3	0.3	5.9
대리점	3.7	20.0	12.0	2.0	6.0	5.0	5.0	3.0	-9.7	8.7	4.7
직매장	-14.0	3.0	0.0	-1.0	8.0	7.0	7.0	10.0	-18.1	-3.6	8.0
온라인	-25.0	-8.0	20.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	-13.9	-2.3	5.0
B2B/기타	9.5	8.4	5.5	3.4	(3.0)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	13.1	6.6	-3.1
영업이익	-257.2	-492.5	-79.4	-132.3	(174.0)	(259.2)	(640.0)	154.3	-131.3	-5.7	n/a
부역가구	-157.2	-148.6	55.3	-514.3	(294.2)	(407.2)	(1,103.8)	158.3	-84.1	-133.6	-1,083.7
인테리어가구	-258.5	-69.3	-95.9	-123.8	(199.0)	(412.9)	(1,575.0)	215.5	-175.7	-82.3	n/a
기타	-493.2	-429.7	-65.4	-111.8	(122.7)	(144.3)	(224.0)	55.1	4.2	14.9	n/a
이익률 (%)											
영업이익률	-3.4	-1.7	-0.6	1.3	2.2	2.5	2.9	3.1	-1.1	-1.0	2.7
부역가구	-2.5	-1.5	-0.5	2.0	3.5	4.0	4.5	4.5	1.4	-0.5	4.1
인테리어가구	-2.4	-0.9	-0.2	1.3	2.3	2.8	3.3	3.8	-3.2	-0.6	3.0
기타	-3.3	-2.3	-0.8	0.7	1.1	1.1	1.1	1.1	-1.6	-1.8	1.1

자료: 한샘, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,231	2,001	1,987	2,120	2,215
매출원가	1,660	1,562	1,568	1,612	1,672
매출총이익	571	439	419	508	543
(매출총이익률, %)	25.6	22.0	21.1	24.0	24.5
판매 및 일반관리비	502	461	440	451	463
영업이익	69	-22	-20	57	80
(영업이익률, %)	3.1	-1.1	-1.0	2.7	3.6
영업외손익	14	-62	-3	-6	-5
금융수익	5	11	11	11	12
금융비용	6	10	10	10	10
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	15	-63	-4	-7	-7
세전이익	83	-83	-23	51	74
법인세	26	-12	-3	15	22
(법인세율, %)	31.3	14.5	12.1	30.0	30.0
계속사업이익	57	-71	-21	36	52
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	57	-71	-21	36	52
(순이익률, %)	2.6	-3.6	-1.0	1.7	2.3
지배주주순이익	56	-71	-21	36	52
비지배주주순이익	1	0	0	0	0
EBITDA	140	52	33	110	130
(EBITDA 이익률, %)	6.3	2.6	1.7	5.2	5.9
EPS (지배주주)	2,377	-3,031	-874	1,525	2,208
EPS (연결기준)	2,431	-3,031	-874	1,525	2,208
수정 EPS (원)*	2,433	-3,658	-874	1,525	2,208

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	28	-21	47	75	79
당기순이익	57	-71	-21	36	52
현금유출입이없는 비용 및 수익	106	149	100	93	83
유형자산 감가상각비	66	69	48	47	45
무형자산 상각비	5	5	5	5	6
기타	35	75	47	41	33
영업활동 자산부채 변동	-92	-81	-33	-54	-56
투자활동에서의 현금흐름	108	81	53	54	55
유형자산 증감	-27	3	9	10	11
장단기금융자산의 증감	106	64	45	45	45
기타	29	15	-1	-1	-1
재무활동에서의 현금흐름	-126	-141	-136	-149	-158
차입금의 증가(감소)	27	-6	27	0	0
자본금의 증가(감소)	-4	0	0	0	0
배당금	-23	-32	0	0	0
기타	-125	-103	-163	-149	-158
현금증감	12	-80	6	-19	-23
기초현금	106	118	37	44	24
기말현금	118	37	44	24	2
Gross cash flow	163	77	80	129	135
Free cash flow	-0	-46	28	58	63

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 한샘, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	458	372	397	412	433
현금 및 현금등가물	118	37	44	24	2
매출채권	83	114	124	138	157
재고자산	110	121	129	148	173
기타	147	100	100	101	101
비유동자산	789	728	741	775	810
투자자산	95	86	280	308	338
유형자산	503	421	427	432	438
무형자산	33	24	24	24	24
기타	158	196	10	10	10
자산총계	1,246	1,100	1,138	1,186	1,243
유동부채	392	464	520	538	563
매입채무	172	164	175	187	197
단기차입금	25	53	83	83	83
기타 유동부채	194	247	262	267	284
비유동부채	233	191	161	157	144
사채 및 장기차입금	28	25	25	25	25
기타 비유동부채	205	166	136	132	119
부채총계	625	654	681	694	707
자배주주지분	621	445	456	492	536
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	34	35	35	35	35
이익잉여금	775	689	655	691	734
기타	-211	-301	-257	-257	-257
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	622	445	456	492	536
순부채	46	177	19	38	61

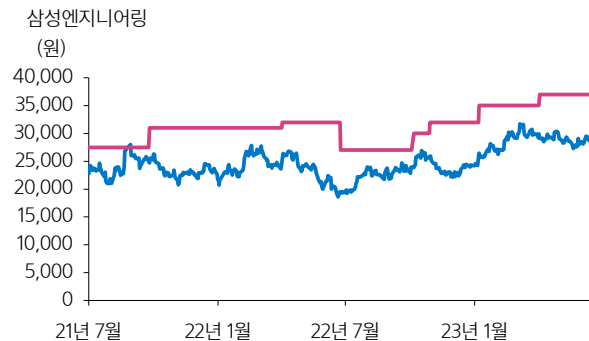
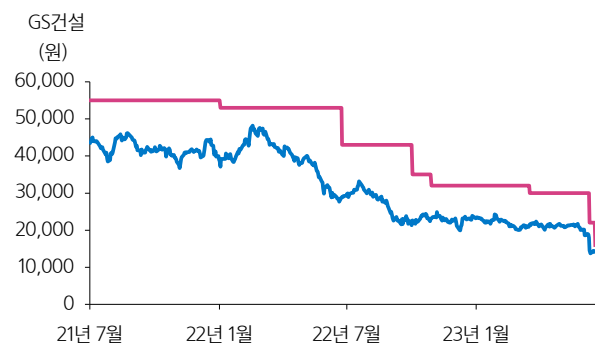
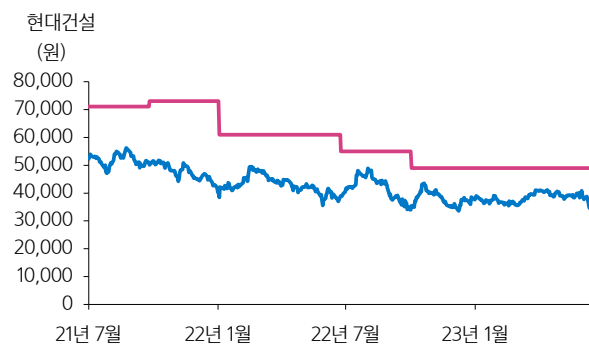
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	7.9	-10.3	-0.7	6.7	4.5
영업이익	-25.6	적전	적지	흑전	40.0
순이익	-14.4	적전	적지	흑전	44.8
수정 EPS**	-14.0	적전	적지	흑전	44.8
주당지표					
EPS (지배주주)	2,377	-3,031	-874	1,525	2,208
EPS (연결기준)	2,431	-3,031	-874	1,525	2,208
수정 EPS**	2,433	-3,658	-874	1,525	2,208
BPS	26,570	22,672	26,630	28,016	30,360
DPS (보통주)	1,550	800	0	500	1,000
Valuations (배)					
P/E***	18.2	n/a	n/a	29.0	20.0
P/B***	1.7	1.9	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	6.2	19.9	19.0	8.0	6.9
비율					
ROE (%)	9.2	-16.1	-4.6	7.6	7.6
ROA (%)	4.6	-6.1	-1.8	3.1	4.3
ROIC (%)	11.1	-3.8	-5.7	27.6	37.1
배당성향 (%)	2,770.7	-1,121.5	-32.3	41.6	32.6
배당수익률 (보통주, %)	1.7	1.8	0.0	1.1	2.3
순부채비율 (%)	7.4	39.6	4.2	7.8	11.4
이자보상배율 (배)	12.4	-2.2	-2.1	5.7	8.0

Compliance notice

- 당사는 2023년 7월 14일 현재 삼성엔지니어링(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 7월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 7월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

현대건설

일 자	2021/6/29	2022/1/27	7/19	10/27
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	71027	61000	55000	49000
과리율 (평균)	-29.09	-29.54	-23.88	
과리율 (최대or최소)	-17.53	-18.93	-11.09	

GS건설

일 자	2021/4/29	2022/1/27	7/19	10/27	11/23	2023/4/12	7/6	7/17
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
TP (원)	55000	53000	43000	35000	32000	30000	22000	16000
과리율 (평균)	-22.81	-25.59	-36.09	-33.79	-30.21	-30.20	-35.64	
과리율 (최대or최소)	-15.91	-9.06	-22.79	-30.29	-22.19	-25.67	-34.27	

삼성엔지니어링

일 자	2021/6/29	10/20	2022/4/27	7/19	10/31	11/23	2023/2/1	4/28	7/17
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	27500	31000	32000	27000	30000	32000	35000	37000	38000
과리율 (평균)	-13.60	-23.02	-27.77	-17.53	-14.27	-26.08	-18.10	-21.65	
과리율 (최대or최소)	1.82	-10.16	-16.25	-8.52	-10.33	-18.91	-9.43	-13.38	

한샘

일 자	2021/4/21	7/15	2022/2/9	5/2	7/19	10/31	11/23	2023/7/17
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD
TP (원)	140000	150000	100000	88000	72000	56000	51000	48000
과리율 (평균)	-21.72	-32.10	-19.97	-24.55	-31.23	-22.82	-7.31	
과리율 (최대or최소)	4.64	-17.33	-10.10	-13.41	-19.03	-10.89	5.88	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.06.30

매수(79.9%)·중립(20.1%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA