

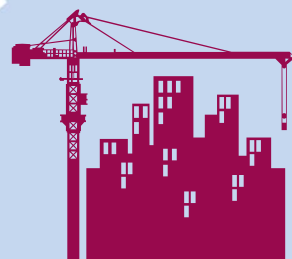
# 건설

건설  
Neutral(Maintain)  
건축자재  
Overweight(Maintain)

2013. 9. 10

## 건설, 건자재 입체 분석

경기가 회복되는 모습을 보이면서 실적이 부진하였던 건설주의 주가가 꿈틀대고 있고, 그 동안 호실적을 기록하였던 건자재 업체들도 양호한 주가모습을 보이고 있습니다. 이에 상반기 실적 발표를 토대로 건설업종과 건축자재(건자재/시멘트/페인트)의 업황을 정리해보고, 산업내에서 당사가 커버리지 하지 않지만 중요한 기업들에 대한 요점정리를 해보았습니다.



건설/지주

Analyst 박중선

02) 3787-4945

jspark@kiwoom.com

키움증권

## Contents



### I. 건설 업황 3

- > 수주 동향: 국내와 해외가 비슷한 규모로 수렴 예상 3
- > 주택시장 6
- > 건설사 재무구조 11
- > 삼성그룹 구조개편 자체 시나리오 14

### II. 건설업종 퀀트 분석 17

- > 건설업체들 향후 이익 추정 17
- > 건설사 기업가치 산출 19

### III. 키움증권의 NOT RATED 건설사에 대하여 20

- > 대우건설 (047040) 20
- > 현대산업 (012630) 21
- > GS건설 (006360) 22
- > 삼성엔지니어링 (028050) 23
- > 두산건설 (011160) 24
- > 한신공영 (004960) 25

### III. 건자재 업황 26

- > 시멘트 26
- > 페인트 28
- > 가구/건자재 31

### IV. 건자재 업종 퀀트 분석 40

- > 건자재 업체 실적 비교 40

### V. NOT RATED 건자재 업체 간략 정리 42

- > 한일시멘트 42
- > 리바트 43
- > 이에스동서 44
- > 한솔홈데코 45
- > 벽산 46
- > 건설화학 47
- > 조광페인트 47

## 건설 및 건축자재 분석

### >>> 건설업 업종 분석

올해 국내 수주는 85조원 내외로 감소하여 부진하지만, 해외 수주는 80조원에 육박하여 대형 건설주의 경우 성장성이 꺾이지 않을 것으로 판단됩니다.

상반기 실적은 대체로 부진하였지만, 부실 요인을 제거하고, 운전자본을 현금화 하면서 차입금도 줄어나갈 것으로 2014년이 다가올수록 건설주에 대하여는 긍정적으로 볼 수 있는 포인트가 증가하고 있습니다.

그렇지만 아직까지 대림산업과 현대건설, 삼성물산, 태영건설, 한신공영 등을 제외하면 현주가가 투자하기에 부담스럽기 때문에, 실적개선과 재무구조 개선을 확인한 이후에 투자의견을 변경할 생각입니다.

### >>> 건자재 업종 분석

5월 이후로 건자재(건축소재, 가구), 시멘트 일부 기업, 페인트업종을 분석해왔고, 이들 자료를 요점정리하면서 상반기 건자재 업황을 정리하였습니다.

최근 건자재 기업들을 탐방을 다녀왔고, 이들 중에서도 투자매력이 있는 기업이 많기 때문에, 간략한 탐방노트를 부록으로 실었습니다.

### >>> 건설업종 중립, 건자재업종 매수의견

당사에서는 재무구조와 영업현금흐름을 중심으로 밸류에이션을 하며, 주가가 많이 하락하였다고 업황회복시기에 무차별적으로 전종목을 긍정적으로 보고 있지 않습니다. 이에 건설업종에 대하여는 중립의견이지만 대림산업, 현대건설, 태영건설에 대하여 매수의견을 유지하며, 건자재 업종에서는 LG하우시스, KCC, 한샘, 아세아시멘트, 노루홀딩스, 삼화페인트를 매수추천합니다.

- > 당사는 9월 9일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

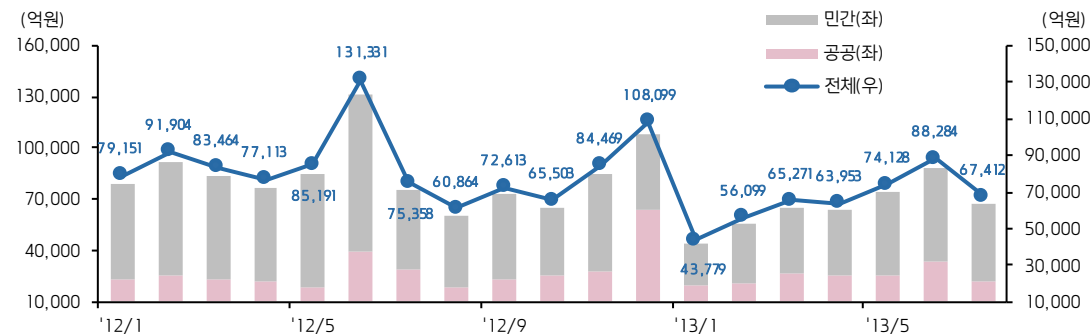
# I. 건설 업황

## >>> 수주 동향: 국내와 해외가 비슷한 규모로 수렴 예상

### 국내 신규 수주 부진 - 연간 85조원에 그칠 전망

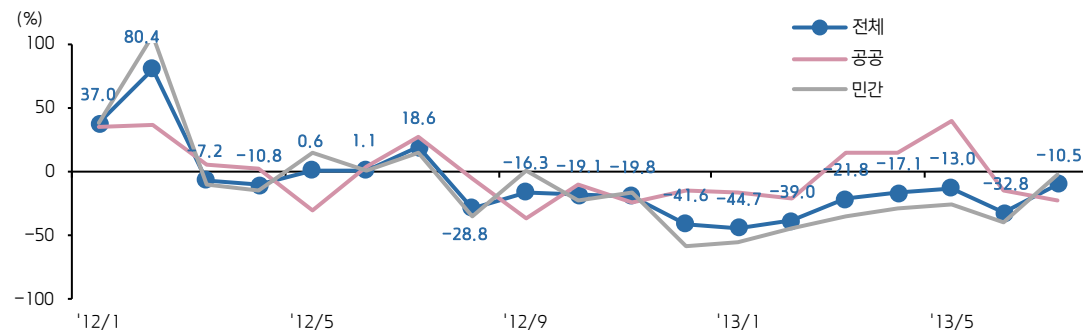
2013년 상반기 (1~7월) 건설사의 국내 수주 총계는 45.9조원으로 전년 동기 62.4조원 대비 26.4% 감소하였다. 공공 수주는 지난해 동기보다 4.9% 감소하였고, 민간 수주는 전년대 동기비 35.2%나 급감하여 주택시장 부진을 반영하였다.

### 국내 수주 동향



자료: 대한건설협회, 키움증권 정리

### 국내 수주 전년비 증가율 추이



자료: 대한건설협회, 키움증권 정리

국내 건설 수주 총액은 지난해 101.5조원에서 2013년 85조원으로 감소할 전망이다.

### 국내 건설 수주액 Trend 및 2013년 전망 (단위: 조원)

|           | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 국내 건설수주액  | 128.0 | 120.0 | 118.7 | 103.2 | 110.7 | 101.5 | 85.0  |
| (공공)      | 37.0  | 42.0  | 58.5  | 38.2  | 36.6  | 34.1  | 34.5  |
| (민간)      | 91.0  | 78.0  | 60.2  | 65.0  | 74.1  | 67.4  | 50.5  |
| (토목)      | 36.0  | 41.0  | 54.1  | 41.4  | 38.8  | 35.7  | 35.2  |
| (건축)      | 92.0  | 79.0  | 64.6  | 61.8  | 71.9  | 65.8  | 49.8  |
| 공기업 SOC투자 | 4.4   | 4.4   | 5.8   | 9.9   | 8.7   | 6.3   | 6.0   |

자료: 키움증권 추정, 대한건설협회, 건설산업연구원

## 해외 수주 - 750억달러 이상 수주 실적 기대

2013년 1월~8월 국내 건설사의 해외 수주 계약금액은 약 490억달러 (태국 치수사업과 삼성물산의 라빅2 발전, 카자흐 아티라우 석유화학 포함)으로 지난해 동기 360억달러에 비하여 약 36% 증가한 양호한 모습이다.

### 1~9월 주요 해외 신규 수주

| 프로젝트명       | 주요 내용     | 발주 국가(발주처) | 수주 규모(억\$) | 수주 건설사 | (낙찰일 mm/dd) 입찰 참여 건설사 및 비고  |
|-------------|-----------|------------|------------|--------|-----------------------------|
| 로이힐         | 항만/철광산/철도 | 호주         | 58.56      | 삼성물산   | 03/28, STX/포스코건설 탈락, 30개월공사 |
| 차오프라야강 개발   | 치수        | 태국         | 55~60      | 현대건설 등 | 3분기말~4분기 중 수주인식 예상          |
| 리아드지하철      | 지하철       | 사우디        | 19.7       | 삼성물산   | 06/17, 삼성물산이 알스톰 컨소시엄 참여    |
| SARB 해상유전 4 | 해상 유전     | UAE        | 18.9       | 현대건설   | 03/20, 삼성엔지, SK건설 탈락        |
| 아티라우 석유화학   | 석유화학      | 카자흐        | 20.0       | GS건설   | 3분기중 수주 확정 예상, 대림산업 탈락      |
| 사피 IPP      | 발전        | 모로코        | 19.7       | 대우건설   | 08/12                       |
| 라빅2 발전      | 발전        | 사우디        | 15.0       | 삼성물산   | 3분기중 수주 확정 예상               |
| TNB 1GW 발전  | 발전        | 말레이시아      | 11.5       | 대림산업   | 06/07, IPP민자발전              |
| 마덴 암모니아     | 화공        | 사우디        | 8.3        | 대림산업   | 07/10, 삼성엔지, GS건설 등 탈락      |
| 탈리마잔 복합화력   | 발전        | 투르크멘       | 8.2        | 현대엔지   | 03/13                       |
| 바드라 CPF     | 화공        | 이라크        | 8.8        | 삼성엔지   | 02/06                       |
| 아카스 가스전     | 화공        | 이라크        | 7.1        | 대우건설   | 07/29                       |
| 누계          |           |            | 약 490      |        |                             |

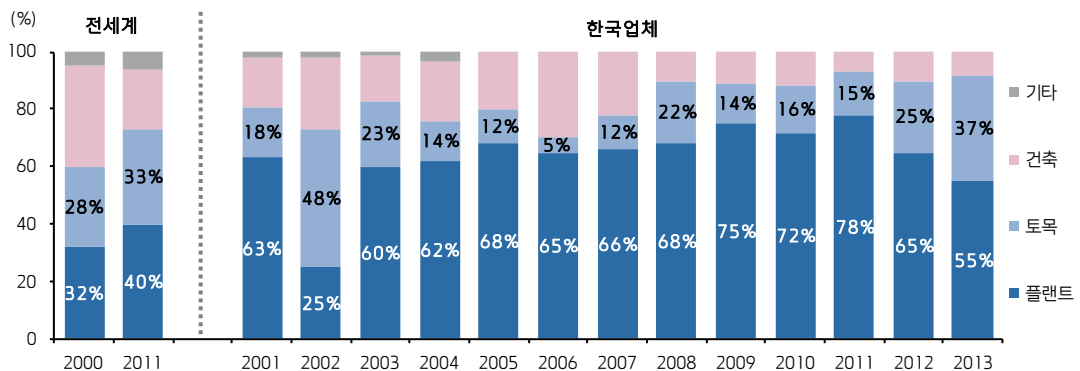
자료: 키움증권 정리

올해 1~8월 수주에서 공종별로 토목과 발전이 주류를 이루었다.

플랜트가 전체 수주에서 차지하는 비중은 2011년을 정점으로 하락추세이며, 화공/정유/가스 등의 비중은 2009년 55%를 형성 한 이후 2012년 25%로 하락했고, 2013년 1~8월에도 약 90억달러로 전체 490억달러의 18% 수준으로 더욱 감소하였다.

이로 인해 화공/정유 부문에 강점이 있는 삼성엔지니어링이 수주가 부진한 반면, 토목/발전에서 강점이 있는 삼성물산이 새로운 수주 1위 업체로 등극하였다.

### 해외 수주 공종별 동향



자료: 대한건설협회, 키움증권 정리, 2013년은 1~9월 누계 (수주 예상 프로젝트 포함)

## 하반기 기대되는 프로젝트 - 정유/가스 비중 증가

연말까지 대기하고 있는 프로젝트 안전도 풍부하며, 상반기 절대 규모에서 부진했던 화공/정유/가스 프로젝트도 풍부하게 발주가 나올 전망으로 이 부문 강점을 지녔지만 상반기 발주 부진과 경쟁 심화로 수주실적이 부진하였던 일부 건설사에 다소 긍정적인 전망이다.

### 10~12월 주요 수주 예상 프로젝트

| 프로젝트명         | 주요 내용 | 발주 국가(발주처) | 수주 규모(억\$)   | 주요 입찰 참여 건설사 및 비고                |
|---------------|-------|------------|--------------|----------------------------------|
| 나씨리아 원유저장     | 화공    | 이라크        | 20.0         | 대우, GS, 사이펄 등 경쟁                 |
| 도하메트로         | 토목    | 카타르        | 20.5         | 현대, 대우 등 컨소시엄 경쟁                 |
| 소하르 정유        | 화공    | 오만         | 15.0         | GS, 현대, 삼엔, 대림, 대우 등 경쟁          |
| MIRFA IWPP    | 화공    | UAE        | 18.0         | 현대, 삼엔 경쟁                        |
| 정유            | 정유    | 베네수엘라      | 15.0         | 현대건설 수의계약                        |
| 가스            | 가스    | 베네수엘라      | 10.0         | GS건설 수의계약                        |
| 라스타누라 정유/PX   | 화공/정유 | 사우디        | 26.0         | 현대, SK, 삼엔 등 경쟁                  |
| 지잔 복합화력 2.4GW | 발전    | 사우디        | 30.0         | 삼성물산, 대림산업 경쟁                    |
| 주바이크 유전       | 유전    | 이라크        | 10.0         | 현대, 삼엔 등 경쟁                      |
| 카르발라 정유       | 정유    | 이라크        | 40.0         | 현대-GS-SK 컨소시엄, 대림-대우-사이펄 컨소시엄 경쟁 |
| 5" LPG train  | 가스    | 쿠웨이트       | 10.0         | 대림산업 기대                          |
| CFP - 알아호마디   | 정유    | 쿠웨이트       | 30.0         | GS-SK 컨소시엄, 삼엔-페트로팍 컨소시엄 유력      |
| CFP - 미나압둘라   | 정유    | 쿠웨이트       | 30.0         | GS-SK 컨소시엄, 삼엔-페트로팍 컨소시엄 유력      |
| CFP - 공정개선    | 정유    | 쿠웨이트       | 30.0         | 현대-대림 컨소시엄, 삼엔-페트로팍 컨소시엄 유력      |
| <b>누계</b>     |       |            | <b>약 400</b> |                                  |

자료: 키움증권 정리

상위권 건설사의 해외수주 증가로 국내 수주 대비 해외 수주액의 비중은 2007년 30%대에서 2010년 50%를 돌파하였고, 2013년 거의 100%에 육박할 전망이다.

### 해외 건설 수주액 Trend 및 2013년 전망 (단위: 억달러)

|                        | 2007         | 2008         | 2009         | 2010         | 2011         | 2012         | 2013E      |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| <b>해외 건설 수주액 (억달러)</b> | <b>398</b>   | <b>476</b>   | <b>492</b>   | <b>530</b>   | <b>591</b>   | <b>649</b>   | <b>750</b> |
| (중동 - UAE원전제외)         | 228          | 272          | 357          | 473          | 295          | 369          | 350        |
| (비중동)                  | 170          | 204          | 134          | 57           | 296          | 280          | 400        |
| (화공)                   | 130          | 149          | 270          | 180          | 178          | 161          | 180        |
| (비화공)                  | 268          | 328          | 221          | 350          | 413          | 488          | 570        |
| <b>상위 8개사 총계</b>       | <b>189</b>   | <b>248</b>   | <b>309</b>   | <b>353</b>   | <b>388</b>   | <b>486</b>   | <b>555</b> |
| 현대건설                   | 39           | 65           | 44           | 111          | 47           | 105          | 95         |
| 현대엔지니어링                | 5            | 6            | 6            | 33           | 35           | 48           | 45         |
| 삼성엔지니어링                | 38           | 13           | 93           | 36           | 71           | 105          | 70         |
| 삼성물산                   | 17           | 26           | 4            | 44           | 46           | 62           | 140        |
| GS건설                   | 33           | 53           | 69           | 48           | 42           | 45           | 65         |
| 대림산업                   | 20           | 35           | 26           | 31           | 59           | 32           | 65         |
| 대우건설                   | 18           | 21           | 28           | 25           | 51           | 63           | 60         |
| SK건설                   | 20           | 28           | 39           | 25           | 37           | 26           | 40         |
| <b>국내 건설수주액 (천억원)</b>  | <b>1,280</b> | <b>1,200</b> | <b>1,187</b> | <b>1,032</b> | <b>1,107</b> | <b>1,015</b> | <b>850</b> |

자료: 키움증권 추정, 대한건설협회, 건설산업연구원

## >>> 주택시장

### 주택 - 미분양 상반기 내내 감소, 7월 다시 증가

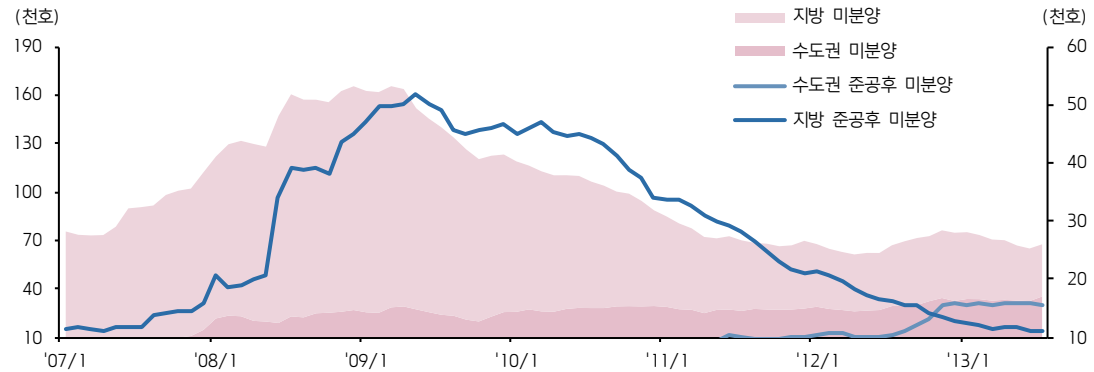
전국 미분양 주택 수는 2012년말 7.5만가구에서 6월 6.5만가구로 감소세를 보였다.

미분양 가구가 감소한 것은 6억이하 25평미만 미분양을 구매할 때 취득 후 5년간 양도세 면제해주는 4/1 대책이 효과를 발휘했고, 건설사들도 적극적으로 할인분양에 나섰고, 전세 값이 급등하면서 실수요가 다소 늘어났기 때문으로 판단된다.

그러나 미분양 가구수는 취득세 인하 종료가 이뤄진 7월 6.8만가구로 다시 증가하였다.

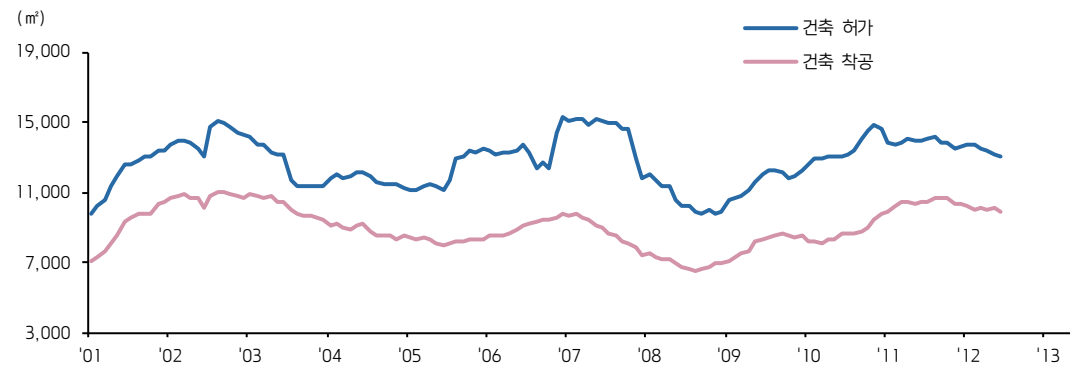
그리고 수도권외의 준공 후 미분양 가구수는 2012년 6월 1만가구를 돌파한 이후 꾸준히 증가하여 2013년 7월 약 1.6만가구에 이르러 아직까지 건설사들에게 부담요인으로 작용하고 있다.

### 국내 미분양 동향



자료: 대한건설협회, 키움증권 정리

### 건축 허가 및 착공 면적 추이



자료: 대한건설협회, 키움증권 정리

## 주택 - 정부, 8/28 대책으로 거래 활성화 시도

정부는 전월세 문제 해결책으로 주택 거래활성화를 내세우고 있다.

이번에 정부가 주택시장을 살리기 위하여 거래 활성화가 필요하며, 주택 거래에 따른 비용과 집을 사는데 대한 두려움을 줄여줘야 한다는 논리는 맞다고 본다.

이를 위해 6억 이하 주택에 대하여 취득세 인하를 단행하고, 정부가 3,000건을 시범적으로 모기지금리를 1%대로 낮춰주고, 집값 하락에 따른 손실 보전을 정부가 일부 해주기로 하였다.

이러한 대책은 필자가 2월 14일 작성한 업종 자료에서 인용한 미국의 부동산 대책과 매우 흡사하다.

그러나 가계 부채 문제(약 1,000조원)이 심각하며, 주택가격이 PIR기준으로는 아직 높은 상황(서울 소득3분위/주택가격 3분위 PIR 9.4배)에서 추가 대출을 통한 주택구매 수요 늘리기 정책이 효과를 발휘할지는 의문이다.

주택가격 소득 분위별 PIR (단위: 배)

|                |   | 전국 연소득 |      |      |     |     | 서울 연소득 |      |      |      |      |
|----------------|---|--------|------|------|-----|-----|--------|------|------|------|------|
|                |   | 1      | 2    | 3    | 4   | 5   | 1      | 2    | 3    | 4    | 5    |
| 주택<br>평균<br>가격 | 1 | 6.5    | 3.1  | 2.3  | 1.7 | 1.1 | 13.8   | 6.5  | 4.8  | 3.7  | 2.3  |
|                | 2 | 10.4   | 5.0  | 3.7  | 2.8 | 1.8 | 20.5   | 9.7  | 7.1  | 5.5  | 3.4  |
|                | 3 | 14.2   | 6.7  | 5.0  | 3.8 | 2.4 | 26.9   | 12.8 | 9.4  | 7.2  | 4.5  |
|                | 4 | 19.4   | 9.2  | 6.8  | 5.2 | 3.3 | 36.3   | 17.2 | 12.6 | 9.6  | 6.1  |
|                | 5 | 33.4   | 15.9 | 11.7 | 8.9 | 5.6 | 59.8   | 28.4 | 20.8 | 15.9 | 10.0 |

자료: 국민은행, 키움증권 정리

## 실수요자들이 무엇을 원하는지를 파악해야

정부 정책이 부동산 경기를 살리기 위해 대출 금리 인하나 취득세 영구 인하하여 매매수요를 살리려고 하지만 이 정도로 해결되지 않을 것으로 본다.

현재 부동산 시장의 침체 원인은 결국 부동산 구매층의 의사에 달려 있다고 판단된다.

전국 전세값 상승을 주도하고 있는 반포 아파트



자료: 한국경제TV

전국 부동산수요를 주도하는 복부인의 모습



자료: 임권택 감독의 영화 '복부인'의 한 장면

지금 강남의 부자들은 장기적인 부동산 침체를 예상하고 자산의 유동성을 높이는데 주력하고 있다. 이로 인해 집을 구매할 여력이 되면서도 전세에 머물려고 하고, 그들이 선호하는 일부 아파트의 전세값을 집값 수준으로 끌어올리고 있다. 반포, 잠원, 잠실, 여의도 등지에서 전세값이 고공행진을 하면서 이것이 풍선효과를 불러일으켜 강북과 경기 수도권 지역까지 전세와 월세가 상승한 것으로 본다.

## 필자가 생각하고 있는 주택시장 살리기 대책

따라서 부동산 구매가능 계층을 전세시장에서 구매시장으로 이전시키려면, 그들의 고민거리부터 해결해야 한다.

주택 구매능력이 되는 부자들이 다시 집을 사게 하려면, 그들은 현재 보유중인 부동산 가격을 유지시키면서 신규 구매하는 주택도 집값이 오르기를 희망하기 때문에,

- 1) 6억 미만 주택에 편중된 취득세 감면 혜택을 전체 주택으로 확산시키고,
- 2) 수도권 인구 감소 추세를 막기 위한 대책 (과도한 지방 분산 정책 억제)을 세워줘야 한다고 본다.

그러나 이는 부의 편중을 더욱 심화시키는 정책이기도 하고, 집값 상승의 부작용은 전세계 여러 곳에서 발견되어 (그리스, 스페인, 아일랜드, 미국 플로리다/아리조나/캘리포니아 등) 역시나 임시방편일수 있겠다.

그보다는

- 1) 신규 공급되는 주택의 가격을 소득대비 매력적인 수준으로 하락시켜 분양 받은 집의 가격 상승에 대한 기대감 향상시키고,
- 2) 교통 인프라 등이 취약한 외곽 신도시와 업무 중심지간의 고속 교통망을 확충시키며,
- 3) 중/저소득층의 소득수준을 높여 국민들의 주택 구매여력을 높이거나,
- 4) 해외 부유층이 한국의 부동산을 투자할 수 있도록 투자이민정책을 열어두는 것이

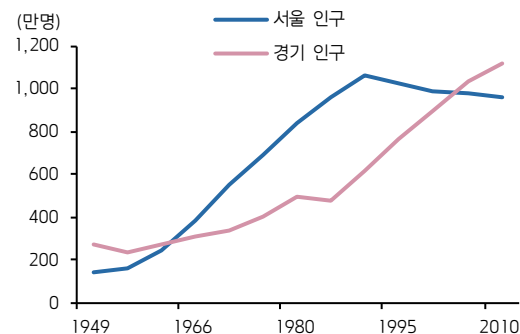
주택시장을 살릴 대책이라고 본다.

### 시대별 주요 신 주거단지 비교

| 주요 아파트단지  | 압구정, 이촌, 잠실, 여의도, 구반포 | 목동, 신반포, 상계, 개포, 과천 | 분당, 일산, 중동    | 파주, 용인, 김포, 동탄 |
|-----------|-----------------------|---------------------|---------------|----------------|
| 개발 시기     | 1970~1980             | 1980~1990           | 1990~2000     | 2000~2012      |
| 주요 입주 세대  | 1940~1950년생           | 1950~1960년생         | 1960~1970년생   | 1970~1980년생    |
| 당시 서울 인구  | 688만명                 | 963만명               | 1,022만명       | 976만명          |
| 서울시청에서 거리 | 5~12 km               | 6~15 km             | 15~30 km      | 20~45 km       |
| 강남역에서 거리  | 3~9 km                | 3~17 km             | 12~30 km      | 20~40 km       |
| 평당 분양가    | 30만원~70만원             | 70~150만원            | 150~250만원     | 1,000~2,000만원  |
| 1인당 국민소득  | 10~100만원              | 101~373만원           | 446~1,163만원   | 1,277~2,492만원  |
| 현재 평당 시세  | 2,000~4,000만원         | 1,000~4,000만원       | 1,000~3,000만원 | 700~1,500만원    |
| 분양가 대비 상승 | 2,857~8,000%          | 667~5,714%          | 400~2,000%    | -25~-30%       |

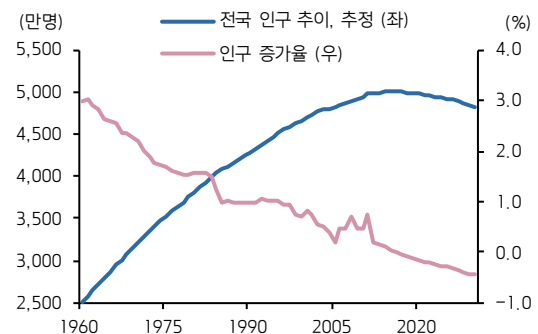
자료: 키움증권 리서치 (분양가와 1인당 국민소득은 당해년도 원화 물가기준)

### 서울, 경기 인구 추이



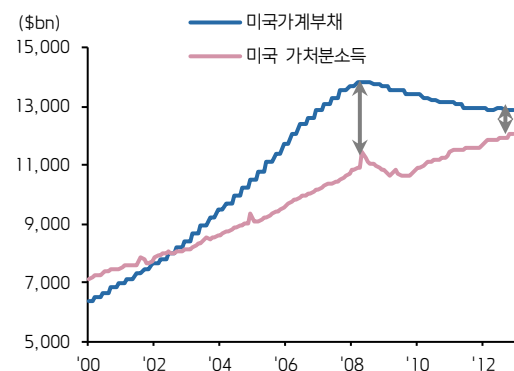
자료: 통계청

### 전국 인구 및 증가율



자료: 통계청 (외국인 인구 유입 제한된 case 적용)

## 미국 가계부채 및 가처분소득 추이



자료: Bloomberg

## 미국 기존주택 평균가격, 소득대비 비율



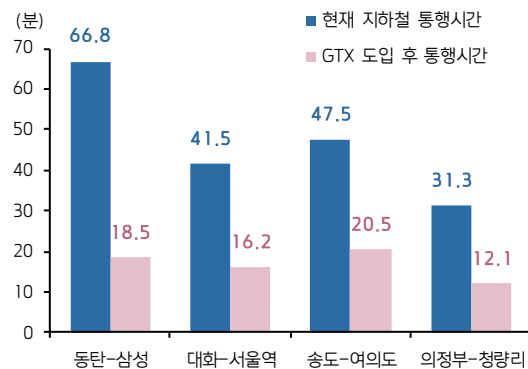
자료: Bloomberg

## 왜 집을 사지 않는 것일까 (KDI 분석)

| 대분류               | 소분류 (부문 내 중요도)                   | 중요도   | 종합중요도 | 순위 |
|-------------------|----------------------------------|-------|-------|----|
| 부동산 시장<br>동향 및 전망 | 부동산 가격 동향 및 전망                   | 0.326 | 0.149 | 1  |
|                   | 부동산 구매 및 투자 심리                   | 0.285 | 0.130 | 2  |
|                   | 인구·가구 등 부동산 수요 동향 및 전망           | 0.217 | 0.099 | 4  |
|                   | 공급량, 재고량, 미분양 등 부동산 공급물량 동향 및 전망 | 0.172 | 0.078 | 6  |
| 경제<br>동향 및 전망     | 소득, 자산가치 등 가계소득 및 가계 여건          | 0.388 | 0.120 | 3  |
|                   | 이자율, 가계부채 등 금융여건                 | 0.236 | 0.073 | 7  |
|                   | 수출, 내수, 물가 등의 대외 여건 및 경제 성장      | 0.209 | 0.065 | 8  |
|                   | 주식, 펀드 등 대체자산 투자의 수익성 매력도        | 0.166 | 0.051 | 10 |
| 부동산<br>정책 환경      | 취·등록세, 양도세 등의 부동산 조세 정책          | 0.375 | 0.088 | 5  |
|                   | LTV, DTI 등의 부동산 금융 정책            | 0.276 | 0.065 | 9  |
|                   | 공공투자, 개발사업 등 부동산 개발 정책           | 0.218 | 0.051 | 11 |
|                   | 보금자리주택, 임대주택 등 서민 주거복지 정책        | 0.132 | 0.031 | 12 |

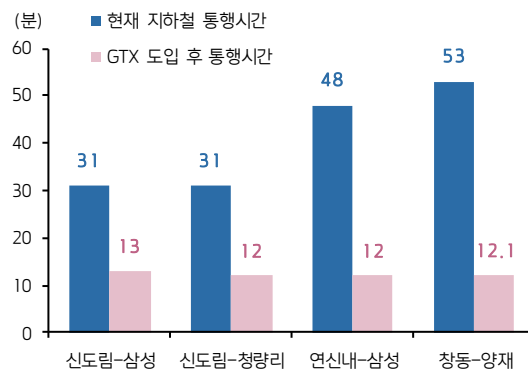
자료: KDI보고서

## 광역권 GTX 도입 효과



자료: GTX 홈페이지

## 서울권 GTX 도입 효과



자료: GTX 홈페이지

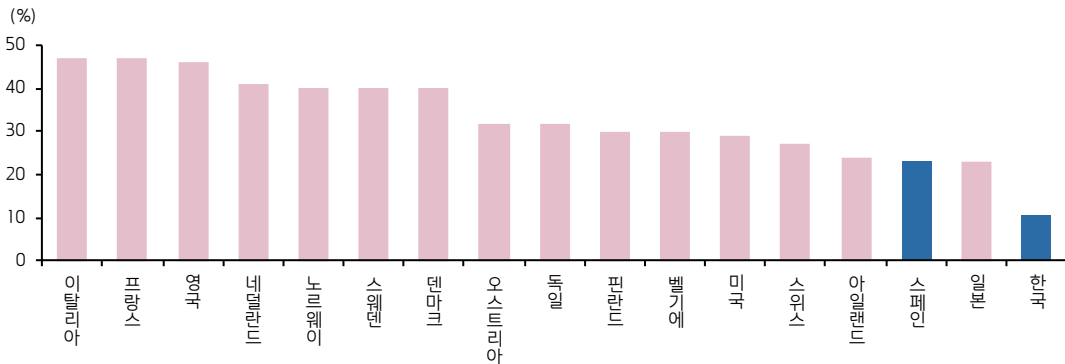
## 주택 - 리모델링 수요는 꾸준히 증가할 것

주택의 구매 수요는 구매하려는 주택에 대한 종합적인 만족도가 집값 대비 합리적이라고 생각될 때라고 본다. 그렇지 않다면 굳이 자신이 살던 집을 팔고 건설사가 공급해주는 아파트를 구매하지 않을 것이다. 필자의 5월 22일 건축자재 리포트에서는 주택의 만족도와 구매욕구를 높이기 위해서는 다음의 조건이 필요하다고 보았다.

- 1) 지리적인 조건 (통근/통학 시간, 사회문화적인 인프라)
- 2) 거주 만족도, 유지 비용 (인테리어 디자인, 수도광열비, 관리비, 공해 등)
- 3) 소형 주택 (핵가족의 재분열, 고령화 추세 고려)

따라서 제한적인 주택수요가 이어진다면, 지리적으로 유망한 지역(교통, 산업, 문화, 교육 등)에서 주거의 질을 개선시키기 위한 리모델링 수요가 증가할 것이라고 본다.

### 국가별 건축시장에서 리모델링이 차지하는 비중



자료: 46th EUROCONSTRUCT Conference, 한국건설산업연구원에서 재인용

선진국에서는 1인당 GDP가 2만 달러 중반을 상회하면서 건축물 리모델링 시장이 활성화되었다.

- 이는 1) 저출산, 고령화, 세대 감소 등 사회적 환경 변화에 따라 주택의 신축이 줄어들어이기도 하며,  
2) 주택의 거주성 향상, 주택 재고의 재이용 등으로 국가 정책 방향이 전환되었기 때문이기도 하다.

또한 건축물은 에너지의 25%를 소비하며, 자재까지 포함할 경우 온실가스 배출의 40%를 차지하며, 건축물 에너지 소비의 63.8%는 환경 조절에 사용되는 에너지(난방, 냉방, 환기, 조명)이고, 주거 건물에서는 냉난방 에너지가 총 에너지 사용량의 59%를 차지한다는 점에서 에너지 효율성 개선을 위한 리모델링에 대한 정부의 지원이 증가할 것이라고 본다.

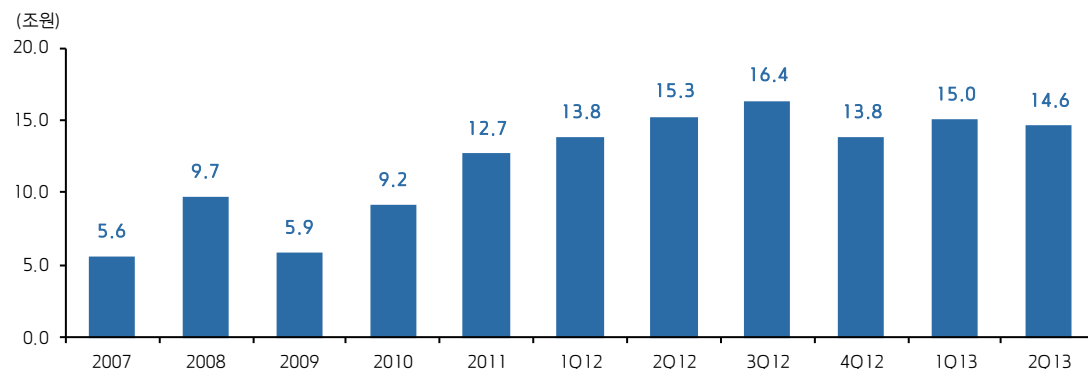
- 1) 리모델링은 재개발 대비 폐기물 발생 억제 및 건물의 장수명화를 유도하여 친환경 적이며,
- 2) 리모델링으로 단열 성능을 높이면 에너지 절감을 통한 온실가스 배출 감소를 달성할 수 있다.

## >>> 건설사 재무구조

### 차입금 여전히 부담스러운 수준

30대 건설사의 차입금 총계는 2009년 5.9조원에서 2013년 2분기 14.6조원으로 증가하였다. 투자자나 애널리스트가 건설업종을 평가할 때 쉽게 실수하는 것은 영업이익과 시가총액만 지켜보고 저평가를 논하는 것이라고 본다. 필자는 시가총액과 순차입금을 합산한 Enterprise value 대비 영업이익이 풍부한 경우에만 저평가라고 판단한다.

### 국내 30대 건설사 별도기준 순차입금 추이



자료: 전자공시, 키움증권 정리

### 2013년 2분기 주요 건설사 순차입금

| 건설사     | 별도 순차입금 | 연결 순차입금 | 자본총계    | 시가총액   |
|---------|---------|---------|---------|--------|
| 삼성물산    | -30,827 | -34,861 | 107,330 | 93,418 |
| 현대건설    | -6,546  | -4,509  | 46,211  | 68,929 |
| 삼성엔지니어링 | 972     | -7,237  | 14,956  | 34,800 |
| 대림산업    | -510    | -4,497  | 50,117  | 34,522 |
| 대우건설    | -19,138 | -20,076 | 35,221  | 33,624 |
| 현대산업    | -13,675 | -21,110 | 24,876  | 17,715 |
| GS건설    | -10,994 | -19,950 | 32,931  | 20,451 |
| 두산건설    | -7,491  | -12,150 | 15,466  | 13,548 |
| 태영건설    | -3,495  | -3,703  | 7,739   | 4,622  |
| 코오롱글로벌  | -6,802  | -9,387  | 4,560   | 3,518  |
| 벽산건설    | 110     | 99      | -812    | 867    |
| 금호산업    | -4,895  | -5,527  | 203     | 4,530  |
| 남광토건    | -693    | -693    | 338     | 830    |
| 진흥기업    | -1,666  | -1,520  | 971     | 2,015  |
| 한라건설    | -6,036  | -9,640  | 6,542   | 1,811  |
| 동원개발    | -4      | -11     | 2,571   | 1,494  |
| 동부건설    | -7,419  | -12,593 | 3,341   | 1,237  |
| 한신공영    | 1,346   | -2,282  | 4,075   | 1,288  |
| 성지건설    | 77      | -67     | 613     | 788    |
| 경남기업    | -5,344  | -14,689 | 4,457   | 869    |
| 계룡건설    | -1,630  | -2,018  | 5,234   | 728    |

자료: 전자공시, 키움증권 정리

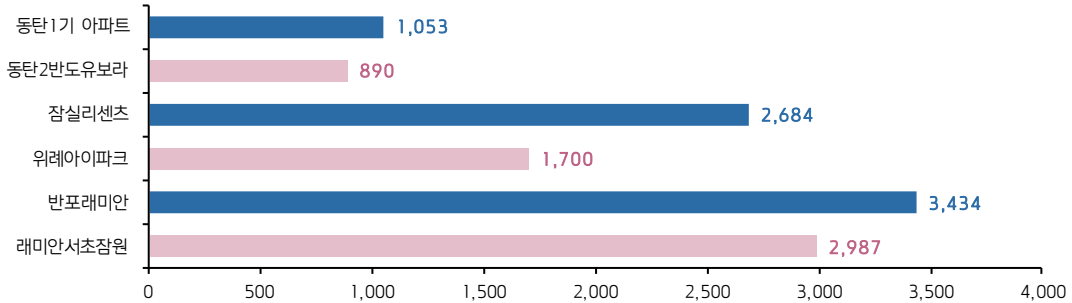
주: 위 종목들은 주요지표에 따른 퀀트 분석을 위한 기초자료이며 투자자의견을 표시하지 않습니다

## 건설사, 차입금 줄이기 노력 중

최근 건설사들이 당장의 이익 보다는 현금 유동성을 확보하여 재무레버리지를 낮추기 위하여 노력하고 있다.

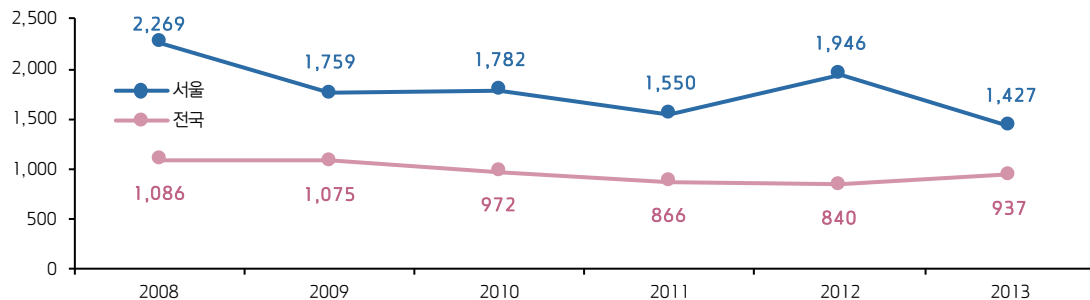
특히 그 동안 쌓여있던 자체 용지 개발이나 미착공PF 등을 분양하면서 당초 예상했던 가격보다 낮게 분양하고 있고, 이러한 신규 공급이 소비자의 만족도를 높이면서, 정부의 주택경기 활성화 대책과 맞물려 분양률을 높였고, 청약경쟁률이 되살아나고 있다.

### 인근 시세보다 저렴한 분양가



자료: 부동산114, 키움증권 정리

### 아파트 3.3㎡당 분양가 추이



자료: 부동산114, 키움증권 정리

이를 통해 일부 건설사들은 올해 상반기말 차입금이 지난해 말보다 감소하였다.

전국의 미분양 아파트가 올해 상반기 약 1만세대 감소하였다.

미분양 아파트의 가격을 가구당 3억 정도로 가정하였을 때 미분양 가구수가 1만가구가 감소하면 주택 건설사들에게 현금이 약 3조원 가량 유입될 것이므로 현금흐름에 긍정적인 요인이 되겠다.

실제로 현대산업개발의 경우 2012년말 미분양가구수가 3,800가구에서 2013년 상반기말 2,200가구로 감소하면서 별도순차입금이 2012년말 1.58조에서 2013년 상반기말 1.37조원으로 감소하였다. GS건설도 2012년말 미분양가구수가 1,500가구에서 2013년 상반기말 1,099세대로 크게 감소하기도 하였다.

다만, 7~10월 주요 건설사들이 주택경기 회복을 기대하고, 그동안 미뤄왔던 분양을 늘리고 있어 미분양가구수가 다시 증가하고 있고, 공사투입단가가 증가하면서 하반기 순차입금 감소는 제한적일 수 있다고 판단된다.

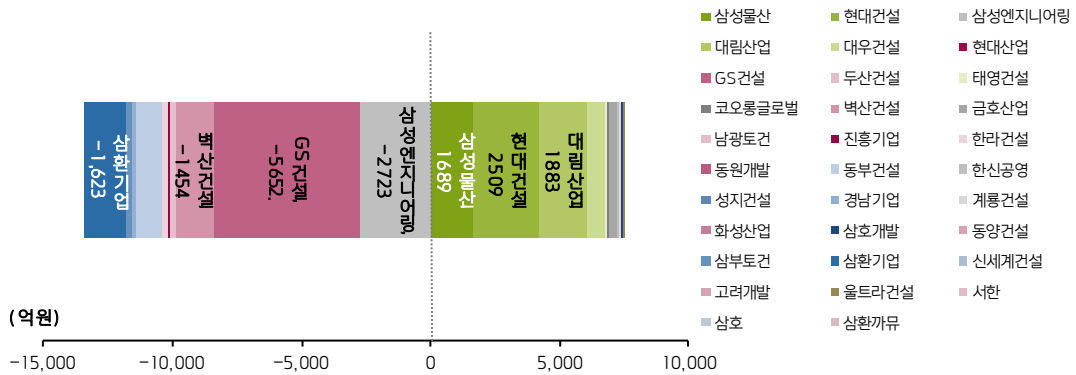
## >>> 건설사 실적 동향

### 상반기 건설사 실적 - 적자 기업 속출

상장된 건설사 58사 중 31%인 18사가 2013년 상반기 당기 순손실을 기록하였다. 건설업종 전체로도 5,925억원의 적자를 기록하였다. (1분기 3,343억원 적자, 2분기 2,582억원 적자)

건설업종 적자의 원인은 잘 알려진 바와 같이 1) 과거 저가 수주한 해외 공사에서 cost over run 발생, 2) 과거 무리하게 확보한 주택사업장의 미분양/집값 하락으로 대손 비용 증가, 3) 재무구조 악화에 따른 이자비용 증가가 주요 원인이다.

2013년 상반기 건설업체 순익 누계 차트 (단위 : 억원)

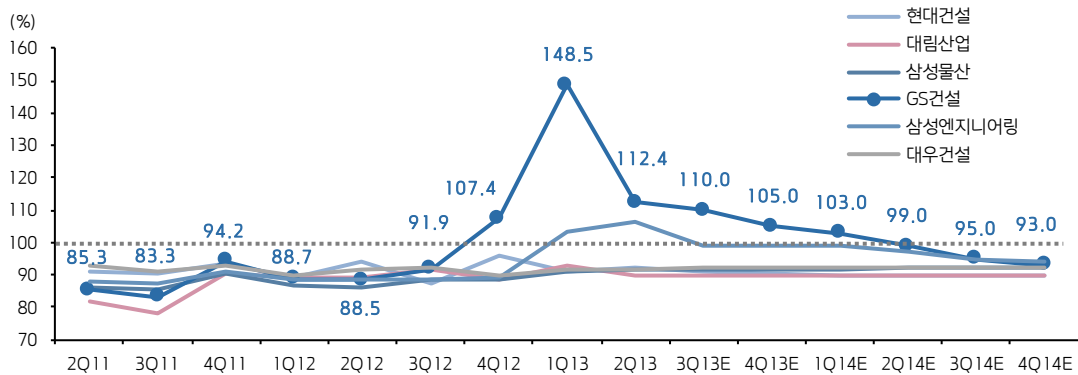


### 하반기 실적 개선 시나리오 - 국내외 사업장의 안정화 필요

2013년 하반기 이후 건설업체들의 실적이 회복되기 위해서는 1) 신규 수주한 해외수주의 원가율 안정, 저마진 project의 조기 종료, 2) 정부의 부동산 부양책과 건설사들의 분양가 인하가 맞물려 주택사업장의 입주율 증가 및 잔금 유입 증가 등이 수반되어야 할 것이다.

그러나 장기 미착공PF사업장의 분양 개시 이후 분양률을 높이기 위한 비용 증가, UAE/사우디 등에서 과거 경쟁사 대비 수천억원 낮은 단가에 낙찰 받은 것으로 추정되던 프로젝트의 본격적인 실적 반영으로 하반기 급격한 손익 개선이 쉽지 않을 전망이다.

해외 부문 매출총이익률 추이 및 추정 (Base case)



## >>> 삼성그룹 구조개편 자체 시나리오

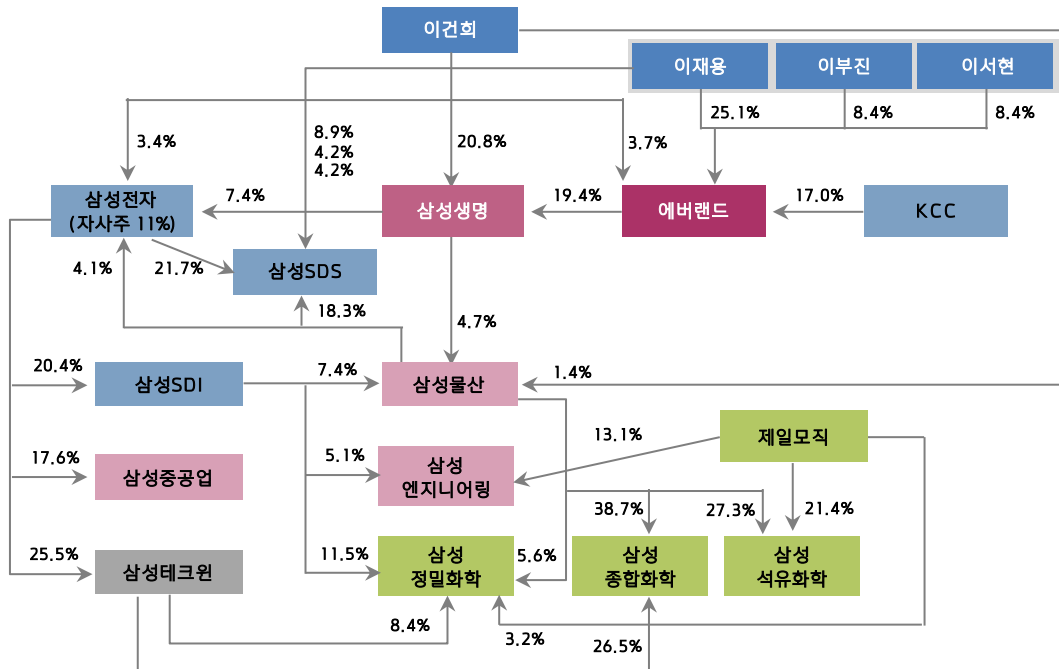
## 삼성물산 중심의 건설/중공업 소그룹 체제 형성 시나리오

삼성그룹에는 건설/조선/플랜트와 관련된 기업이 삼성물산, 삼성엔지니어링, 삼성중공업, 삼성테크윈 등이며, 각각 삼성전자, 삼성SDI, 제일모직 등이 최대주주로 지분관계가 분산되어 있다.

이들 연계기업들이 하나의 소속된 소그룹 내에서 지분관계로 뭉친다면, 현재보다는 좀더 체계적인 수주전략과 상호 시너지를 낼 것으로 판단한다.

이에 이를 위한 시나리오를 작성해보았다.

### 삼성그룹 지배구조 일부



자료: 키움증권

## 각 계열사가 보유하고 있는 비연계 자회사 현황

삼성전자가 보유한 중공업, 기계, 바이오, 레저 관련 지분의 시가총액 합계는 약 2.9조원이며, 삼성물산이 보유한 전자, 금융 관련 지분의 시가총액 합계는 약 9.9조원이다. 또한 제일모직이 보유하고 있는 삼성엔지니어링, 삼성중공업의 지분가치는 약 5,000억원이다.

### 삼성물산이 보유한 전자/금융 관련 주식

| 보유기업     | 지분율   | 지분가치 (백만원) |
|----------|-------|------------|
| 삼성전자     | 4.1%  | 807        |
| 삼성SDS    | 18.3% | 86         |
| 삼성카드     | 2.5%  | 11         |
| 제일기획     | 12.6% | 31         |
| 삼성종합화학   | 38.7% | 36         |
| 삼성석유화학   | 27.3% | 5          |
| 삼성정밀화학   | 5.6%  | 9          |
| 삼성바이오로직스 | 10.5% | 5          |
| 합계       |       | 990        |

자료: 전자공시, 금융증권 정리

### 삼성전자가 보유한 건설/조선/기계/바이오 관련 주식

|               | 지분율   | 지분가치 (백만원) |
|---------------|-------|------------|
| 삼성중공업         | 17.6% | 156        |
| 삼성메디슨 (연계)    | 68.5% | 48         |
| 삼성테크윈         | 25.5% | 88         |
| 삼성바이오로직스 (연계) | 42.1% | 23         |
| 호텔신라          | 5.1%  | 14         |
| 삼성정밀화학        | 8.4%  | 10         |
| 삼성석유화학        | 13.0% | 8          |
| 삼성종합화학        | 3.9%  | 7          |
| 합계            |       | 365        |

자료: 전자공시, 금융증권 정리

### 제일모직이 보유한 건설/화학 관련 주식

| 보유기업        | 지분율   | 지분가치 (백만원) |
|-------------|-------|------------|
| 삼성엔지니어링     | 13.1% | 45         |
| 삼성중공업       | 0.4%  | 4          |
| 삼성테크윈       | 0.1%  | 0.4        |
| 삼성석유화학 (연계) | 21.4% | 13         |
| 삼성종합화학 (연계) | 0.9%  | 2          |
| 합계          |       | 65         |

자료: 전자공시, 금융증권 정리

## 지분 맞교환 방식에 세금 면제가 될 경우

삼성그룹의 순환출자 지분관계 정리와 지주회사 설립을 위하여 지분 맞교환의 경우까지 세금을 면제해주는 case를 생각해보았다.

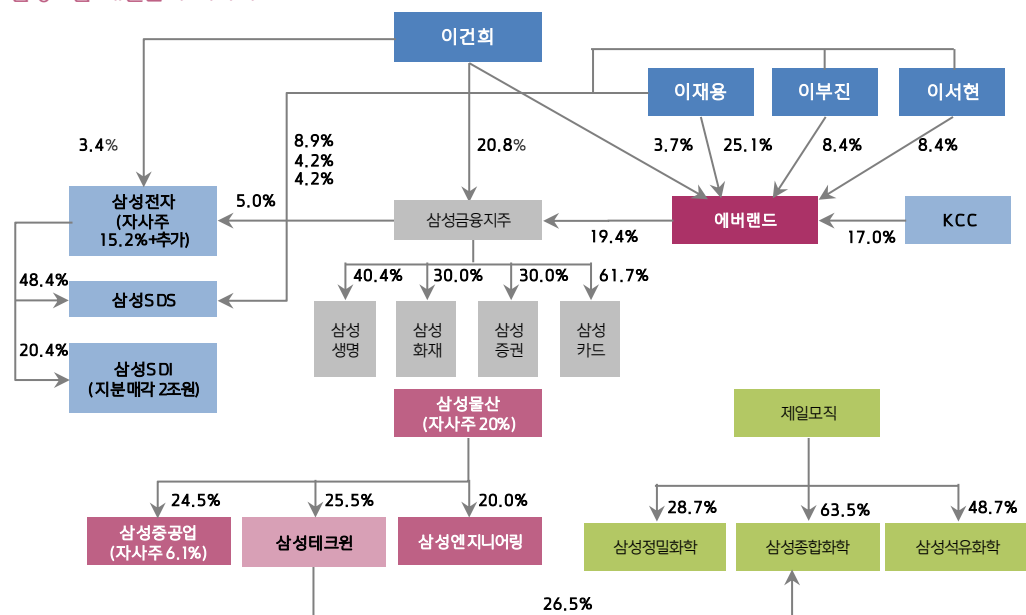
만약 삼성물산이 삼성전자에 보유하고 있는 비연계 지분을 전량 매각하고, 대신 삼성전자가 보유한 관련 지분을 가져오고, 그 차액만큼을 현금으로 돌려받는 경우를 생각하였다.

삼성물산은 이 경우 약 7조원의 차액이 발생하며, 동사의 연결 순차입금 3.6조원을 모두 갚더라도 약 3.5조원의 현금이 남게 된다. 그리고 화학계열사(삼성종합화학, 삼성정밀화학, 삼성석유화학) 지분도 장부가 기준으로 약 7,500억원을 보유하게 된다.

삼성물산은 이를 재원으로 삼성SDI와 삼성생명등이 보유하고 있는 지분을 매입하여 자사주로 약 20%를 확보하고(약 2조원 재원 필요), 제일모직을 비롯한 계열사들이 보유하고 있는 삼성엔지니어링과 삼성중공업 지분을 매입할 수 있다(약 3조원 재원 필요). 여기에 삼성물산이 보유하게 되는 화학계열사 지분을 모두 제일모직에 넘길 경우에는 2.2조원의 현금만 사용해도 된다.

이러한 가정에서 지분관계 추정도를 그려보면 아래와 같다. (삼성금융지주회사의 경우 필자가 3월 11일 발표한 지주회사 리포트"2013년 주요그룹 성장전략"의 10~11페이지에 있는 내용을 참고하면 됨)

### 삼성그룹 계열분리 시나리오



자료: 키움증권

이러한 지분구조 개편이 이뤄질 경우 계열사간의 시너지 제고와 삼성물산, 삼성SDI 등이 보유하고 있는 지분가치의 현금화 등이 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단한다.

## II. 건설업종 퀀트 분석

### >>> 건설업체들 향후 이익 추정

#### 매출액 추정: 수주잔고, 신규수주 성장성 등 감안

상장된 모든 건설사들의 fundamental을 quant적인 접근으로 전망해보았다. 일단, 2013년 2분기말 수주잔고를 갖고, 올해 예상되는 신규수주금액을 수치를 입력한 후 수주잔고/매출액 비율로 나누어보면 매출액을 대략적으로 추정할 수 있겠다.

이 중, 당사 커버리지 종목인 삼성물산, 현대건설, 대림산업은 earnings model에 적용된 수치를 이용하였다.

#### 수주잔고 & 신규수주 & 매출액 추정 (단위: 억원, %)

| 기업명     | 수주잔고    |         | 신규수주    |         |         | 수주잔고<br>회전율 | 매출액     |         |         |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|---------|---------|---------|
|         | 2013 E  | 2014 E  | 2013    | 2014    | 2015    |             | 2013    | 2014    | 2015    |
| 삼성물산    | 429,946 | 454,208 | 202,732 | 180,000 | 180,000 | 4.7         | 276,406 | 294,051 | 308,568 |
| 현대건설    | 488,667 | 521,146 | 170,668 | 191,000 | 191,000 | 3.0         | 143,577 | 153,207 | 164,966 |
| 삼성엔지니어링 | 166,340 | 163,929 | 80,000  | 90,000  | 110,000 | 1.8         | 107,925 | 92,411  | 91,072  |
| 대림산업    | 282,070 | 300,950 | 113,350 | 116,000 | 89,000  | 3.0         | 105,322 | 121,666 | 138,781 |
| 대우건설    | 389,346 | 384,513 | 100,000 | 95,000  | 95,000  | 4.0         | 96,449  | 99,832  | 101,188 |
| 현대산업    | 127,924 | 131,273 | 20,000  | 30,000  | 40,000  | 5.0         | 36,981  | 36,651  | 38,538  |
| GS건설    | 376,478 | 371,900 | 110,000 | 100,000 | 100,000 | 3.6         | 105,191 | 107,277 | 106,006 |
| 두산건설    | 81,476  | 78,181  | 12,000  | 13,000  | 14,000  | 5.0         | 23,369  | 23,295  | 23,636  |
| 태영건설    | 34,489  | 32,172  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 2.8         | 13,605  | 12,318  | 11,490  |
| 코오롱글로벌  | 29,574  | 31,012  | 12,000  | 12,000  | 12,000  | 2.8         | 34,763  | 38,062  | 41,326  |
| 백산건설    | 26,352  | 22,568  | 5,000   | 5,000   | 5,000   | 3.0         | 10,676  | 8,784   | 7,523   |
| 금호산업    | 47,693  | 49,021  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 6.0         | 7,539   | 8,671   | 9,804   |
| 남광토건    | 9,686   | 9,457   | 3,000   | 3,000   | 3,000   | 3.0         | 3,343   | 3,229   | 3,152   |
| 진흥기업    | 15,571  | 15,381  | 5,000   | 5,000   | 5,000   | 3.0         | 5,286   | 5,190   | 5,127   |
| 한라건설    | 37,362  | 34,908  | 10,000  | 10,000  | 10,000  | 3.0         | 13,681  | 12,454  | 11,636  |
| 동원개발    | 11,667  | 10,778  | 3,000   | 3,000   | 3,000   | 3.0         | 4,333   | 3,889   | 3,593   |
| 동부건설    | 27,613  | 30,409  | 10,000  | 12,000  | 12,000  | 3.0         | 8,807   | 9,204   | 10,136  |
| 한신공영    | 37,546  | 34,813  | 9,000   | 9,000   | 9,000   | 3.1         | 13,045  | 11,740  | 10,856  |
| 성지건설    | 2,533   | 2,489   | 800     | 800     | 800     | 3.0         | 867     | 844     | 830     |
| 경남기업    | 38,906  | 39,116  | 12,000  | 12,000  | 10,000  | 3.3         | 11,698  | 11,790  | 11,853  |
| 계룡건설    | 22,805  | 23,203  | 9,000   | 8,000   | 7,000   | 3.0         | 6,902   | 7,602   | 7,734   |
| 화성산업    | 9,719   | 9,479   | 3,000   | 3,000   | 3,000   | 3.0         | 3,359   | 3,240   | 3,160   |
| 삼호개발    | 4,339   | 4,393   | 1,500   | 1,500   | 1,500   | 3.0         | 1,420   | 1,446   | 1,464   |
| 동양건설    | 5,185   | 4,956   | 1,500   | 1,500   | 1,500   | 3.0         | 1,842   | 1,728   | 1,652   |
| 삼부토건    | 13,767  | 13,178  | 4,000   | 4,000   | 4,000   | 3.0         | 4,883   | 4,589   | 4,393   |
| 삼환기업    | 12,719  | 10,980  | 5,000   | 2,500   | 2,500   | 3.0         | 3,860   | 4,240   | 3,660   |
| 신세계건설   | 8,862   | 7,908   | 5,000   | 2,000   | 2,000   | 3.0         | 1,931   | 2,954   | 2,636   |
| 고려개발    | 18,909  | 18,606  | 6,000   | 6,000   | 6,000   | 3.0         | 6,455   | 6,303   | 6,202   |
| 울트라건설   | 6,652   | 7,435   | 3,000   | 3,000   | 3,000   | 3.0         | 1,826   | 2,217   | 2,478   |
| 삼호      | 20,419  | 20,613  | 7,000   | 7,000   | 7,000   | 3.0         | 6,710   | 6,806   | 6,871   |

자료: 키움증권 추정, dataguide

주: 위 종목들은 주요지표에 따른 퀀트 분석을 위한 기초자료이며 투자 의견을 표시하지 않습니다

## 영업이익 추정: 수주잔고의 질, 매출총이익률, 판관비율 감안

1~2분기에 대규모 영업적자를 기록하였던 삼성엔지니어링과 GS건설은 지난해 이후 수익성 위주의 수주 전략으로 선화한 것으로 판단되어 2014년 이후에는 매출총이익률이 7~8%대로 정상화될 것으로 전망한다. 다만 수주의 성장성이 꺾이면서 고정비(인건비)와 매출액의 50%를 상회하는 과도한 매출채권+미수금+대여금 등을 해소하는 과정에서 판관비가 매출액대비 3% 이상 지출될 것으로 추정된다.

여러가지 가정을 통해 상장된 주요 건설사의 2014~2015년 영업이익을 추정하면 다음과 같다.

매출총이익률 & 영업이익 가정 (단위: 억원, %)

| 기업명     | 건설 매출총이익률 |       | 판관비     |        | 건설부문 영업이익 |        |        | 전사 영업이익 |        |
|---------|-----------|-------|---------|--------|-----------|--------|--------|---------|--------|
|         | 2014      | 2015  | 인건비(억원) | 기타(비중) | 2013      | 2014   | 2015   | 2014    | 2015   |
| 삼성물산    | 10.0%     | 10.0% | 4,885   | 2.5%   | 4,132     | 4,555  | 4,776  | 5,644   | 5,920  |
| 현대건설    | 10.2%     | 10.0% | 2,158   | 1.9%   | 10,389    | 10,887 | 11,571 | 10,887  | 11,571 |
| 삼성엔지니어링 | 7.0%      | 8.0%  | 2,468   | 2.0%   | -309      | 2,153  | 2,997  | 2,153   | 2,997  |
| 대림산업    | 10.0%     | 10.1% | 1,909   | 2.9%   | 4,355     | 5,399  | 5,518  | 5,770   | 5,889  |
| 대우건설    | 10.0%     | 10.0% | 2,158   | 3.8%   | 4,111     | 4,331  | 4,419  | 4,331   | 4,419  |
| 현대산업    | 11.0%     | 12.0% | 654     | 3.1%   | 1,384     | 1,628  | 2,063  | 2,128   | 2,563  |
| GS건설    | 7.5%      | 8.5%  | 2,381   | 3.0%   | -9,495    | 2,386  | 3,362  | 2,386   | 3,362  |
| 두산건설    | 10.0%     | 10.0% | 788     | 4.0%   | 456       | 392    | 352    | 1,202   | 1,352  |
| 태영건설    | 13.0%     | 13.0% | 366     | 3.5%   | 383       | 804    | 726    | 804     | 726    |
| 코오롱글로벌  | 9.0%      | 10.0% | 779     | 3.0%   | 367       | 415    | 557    | 1,377   | 1,767  |
| 벽산건설    | 5.0%      | 5.0%  | 92      | 3.5%   | 68        | 40     | 21     | 40      | 21     |
| 금호산업    | 10.0%     | 10.0% | 285     | 3.5%   | 205       | 279    | 353    | 279     | 353    |
| 남광토건    | 5.0%      | 5.0%  | 51      | 3.5%   | -1        | -2     | -3     | -2      | -3     |
| 진흥기업    | 5.0%      | 5.0%  | 115     | 3.0%   | -10       | -12    | -13    | -12     | -13    |
| 한라건설    | 8.0%      | 9.0%  | 226     | 3.5%   | 253       | 334    | 414    | 334     | 414    |
| 동원개발    | 13.0%     | 13.0% | 29      | 3.0%   | 404       | 360    | 330    | 360     | 330    |
| 동부건설    | 5.0%      | 5.0%  | 339     | 3.0%   | -163      | -155   | -136   | -155    | -136   |
| 한신공영    | 9.0%      | 9.0%  | 194     | 3.0%   | 654       | 511    | 458    | 511     | 458    |
| 성지건설    | 9.0%      | 9.0%  | 34      | 3.0%   | 18        | 16     | 16     | 16      | 16     |
| 경남기업    | 10.0%     | 10.0% | 88      | 4.0%   | 614       | 620    | 623    | 620     | 623    |
| 계룡건설    | 7.0%      | 7.0%  | 250     | 3.0%   | 26        | 54     | 60     | 54      | 60     |
| 화성산업    | 10.0%     | 10.0% | 73      | 3.0%   | 163       | 154    | 149    | 154     | 149    |
| 삼호개발    | 10.0%     | 10.0% | 27      | 3.0%   | 72        | 74     | 76     | 74      | 76     |
| 동양건설    | 5.0%      | 5.0%  | 94      | 3.0%   | -57       | -59    | -61    | -59     | -61    |
| 삼부토건    | 5.0%      | 5.0%  | 173     | 3.5%   | -99       | -104   | -107   | -104    | -107   |
| 삼환기업    | 5.0%      | 5.0%  | 121     | 3.0%   | -44       | -36    | -48    | -36     | -48    |
| 신세계건설   | 5.0%      | 5.0%  | 163     | 3.0%   | -124      | -104   | -110   | -104    | -110   |
| 고려개발    | 8.0%      | 8.0%  | 118     | 3.5%   | 172       | 165    | 161    | 165     | 161    |
| 울트라건설   | 9.0%      | 9.0%  | 73      | 3.0%   | 73        | 97     | 112    | 97      | 112    |
| 삼호      | 9.5%      | 9.5%  | 118     | 4.0%   | 251       | 256    | 260    | 256     | 260    |

자료: 키움증권 추정

주: 1) dataguide 인건비는 건설부문의 인건비만 추정한 것임

2) 위 종목들은 주요지표에 따른 퀀트 분석을 위한 기초자료이며 투자 의견을 표시하지 않습니다

## >>> 건설사 기업가치 산출

### 상장 건설업체 NAV 산출 - 당사 커버리지 건설사 상승여력 확인

당사의 건설업체 밸류에이션 방식은 2014~2015년 별도기준 영업이익추정치에 업체별성장성을 감안한 5~9배를 적용하고, 비건설부문 가치(투자부동산, 보유유가증권, 재고자산용지 50%반영 등)를 합산한 후 순차입금과 PF우발채무 중 부실화가능성을 감안한 금액 등을 차감하여 산출하였다(PF우발채무의 20%를 해당건설사의 차입금에 연결시킨것은 보수적인 평가방식으로 판단).

이 경우 현재 시가총액대비 상승여력이 존재하는 건설사로는 (시가총액 순으로) 삼성물산, 현대건설, 대림산업, 태영건설, 한신공영, 화성산업, 동원개발 등이 있다.

### 주요 건설사 쿼트 상 NAV 요약 (단위: 억원)

| 기업명     | 시가총액<br>(자사주제외,<br>우선주포함) | 수주잔고<br>(2Q 13) | 영업이익<br>(14~15년평균) | 영업가치<br>(OPX5~9배) | 비영업가치<br>(부동산<br>+유가증권등) | 2Q13 차입금+<br>PF 우발채무의 20% | NAV    |
|---------|---------------------------|-----------------|--------------------|-------------------|--------------------------|---------------------------|--------|
| 삼성물산    | 89,164                    | 420,890         | 5,782              | 51,795            | 81,734                   | -36,141                   | 97,388 |
| 현대건설    | 68,959                    | 475,917         | 11,229             | 78,603            | 15,489                   | -7,877                    | 86,215 |
| 삼성엔지니어링 | 32,156                    | 182,898         | 2,575              | 20,598            | 2,139                    | -7,237                    |        |
| 대림산업    | 35,565                    | 244,366         | 5,830              | 32,062            | 21,831                   | -6,946                    | 46,947 |
| 대우건설    | 33,241                    | 385,509         | 4,375              | 30,626            | 17,004                   | -24,607                   |        |
| 현대산업    | 17,292                    | 117,001         | 2,345              | 16,418            | 14,862                   | -21,110                   |        |
| GS건설    | 19,874                    | 381,070         | 2,874              | 18,679            | 25,980                   | -24,384                   |        |
| 두산건설    | 13,548                    | 87,755          | 1,277              | 7,662             | 3,939                    | -13,213                   |        |
| 태영건설    | 3,867                     | 32,984          | 765                | 4,590             | 6,689                    | -4,189                    | 7,032  |
| 코오롱글로벌  | 3,553                     | 26,634          | 1,572              | 9,432             | 2,917                    | -9,665                    |        |
| 백산건설    | 863                       | 24,417          | 30                 | 182               | 1,196                    | -773                      |        |
| 금호산업    | 4,556                     | 41,279          | 316                | 1,895             | 3,317                    | -9,143                    |        |
| 남광토건    | 830                       | 7,154           | -54                |                   | 224                      | -3,017                    |        |
| 진흥기업    | 2,041                     | 15,167          | -12                |                   | 319                      | -2,934                    |        |
| 한라건설    | 5,246                     | 36,789          | 374                | 2,245             | 5,851                    | -10,354                   |        |
| 동원개발    | 1,494                     | 13,000          | 345                | 2,069             | 40                       | -11                       | 2,098  |
| 동부건설    | 1,256                     | 24,654          | -146               |                   | 3,509                    | -12,593                   |        |
| 한신공영    | 1,222                     | 37,301          | 484                | 2,421             | 2,324                    | -2,694                    | 2,049  |
| 성지건설    | 788                       | 2,951           | 16                 | 96                | 85                       | -221                      |        |
| 경남기업    | 861                       | 39,846          | 621                | 3,729             | 3,241                    | -16,003                   |        |
| 계룡건설    | 722                       | 23,856          | 57                 | 341               | 2,968                    | -2,960                    |        |
| 화성산업    | 660                       | 9,921           | 151                | 757               | 506                      | 468                       | 1,731  |
| 삼호개발    | 507                       | 4,102           | 75                 | 300               | 383                      | -20                       | 662    |
| 동양건설    | 412                       | 4,522           | -60                |                   | 532                      | -3,594                    |        |
| 삼부토건    | 478                       | 13,486          | -105               |                   | 5,900                    | -11,645                   |        |
| 삼환기업    | 380                       | 9,485           | -42                |                   | 2,852                    | -4,178                    |        |
| 신세계건설   | 432                       | 8,005           | -107               |                   | 351                      | -2,584                    |        |
| 고려개발    | 383                       | 17,897          | 163                | 978               | 951                      | -4,518                    |        |
| 울트라건설   | 455                       | 6,571           | 104                | 522               | 154                      | -1,059                    |        |
| 삼호      | 266                       | 19,590          | 322                | 1,930             | 182                      | -3,913                    |        |

자료: 키움증권 추정, dataguide

주: 1) 대림산업의 PF에 삼호와 고려개발 PF우발채무의 50%를 반영시킴, 2) 동원개발 수주잔고는 추정치임.

3) 당사에서 NAV 산출을 위해 적용한 영업이익에 대한 multiple은 성장성을 반영한 것이며, 평균이 6.0배이고, 삼성물산은 9배, 현대건설/삼엔은 8배, 대우건설/현대산업은 7배, 나머지 건설사는 5~6배를 적용하였다.

4) 위 종목들은 주요지표에 따른 쿼트 분석을 위한 기초자료이며 투자 의견을 표시하지 않습니다

### Ⅲ. 키움증권의 Not Rated 건설사에 대하여

#### >>> 대우건설 (047040) – Not Rated

##### 합리적인 사업진행으로 PF지급보증 급격히 낮추고 있음

대우건설의 PF보증잔액은 2013년 상반기말 22,652억원이고, 이 중 미착공PF잔액이 1.5조원에 달하여 과도한데, 하반기 김포풍무/위례신도시/합정2구역 등에서 착공전환을 하면서 미착공PF잔액은 6,700억 원대로 감축시킬 계획

이다.

2013년 상반기말 순차입금은 연결기준으로 2조원(별도 1.9조원)에 달하며, 연말까지도 순차입금 규모는 2.3조원대에 머무를 전망이다.

##### 신규수주는 양호한 모습

상반기 신규수주는 6.1조원 (해외수주 2.2조원)으로 다소 부진했으나, 3분기 중 확보한 이라크 아카스 가스전(7.1억달러), 모로코사피 IPP발전(19.7억달러), 태국 물관리 사업, 이라크 추가 수주, 동남아 건축/토목 수주 등을 감안하면 연간 6조원 해외수주는 달성가능하다고 판단된다.

##### 영업가치는 우량한 수준

타사에 비하여 합리적인 주택분양정책으로 분양률을 끌어올렸고, 주택부문 매출총이익률을 8~10%대로 유지하고 있는 점이 긍정적이며, 해외 부문에서도 무리한 경쟁 입찰을 피하고 북아프리카/이라크 등 비경쟁 지역지역에서 선전하면서 9~10%의 매출총이익률을 유지하고 있는 점이 긍정적이다. 이를 통해 연간 4,000억원 이상의 영업이익을 꾸준히 낼 것으로 기대된다.

##### 투자매력을 확보하려면

지난 몇 년간 대우건설의 주가는 하락추세였다. 이는 3,000~4,000억원의 영업이익으로는 시가총액과 순차입금을 합산한 EV를 설명하는데 10배 이상의 multiple을 적용했어야 했고, P/E 배수는 20배를 상회하여 상대적인 투자매력이 낮았기 때문이다.

지속적인 미착공 PF의 분양 전환과 기존 분양 현장에서의 잔금 유입에 따라 차입금을 감축하고, 양질의 수주에서 기대치를 상회하는 영업이익을 기록한다면, 밸류에이션이 매력적인 수준을 찾아갈 것이고, 주가도 상승 추세로 전환될 것으로 판단한다.

## >>> 현대산업 (012630) – Not Rated

### 올해 저마진 현장 마무리

현대산업은 2013년 상반기 매출액 1.8조원, 영업이익 550억원, 순이익 80억원으로 부진하였다.

별도 기준으로는 매출액 1.16조원, 영업이익 258억원, 순이익 19억원으로 1.7조원대 시가총액을 설명하는데는 다소 부진하였다.

이렇게 실적이 부진했던 것은 대구월배, 아산용화, 울산문수로 등 저마진PF 인수 사업장에서의 매출이 증가하였기 때문이며, 하반기에도 대구월배2차가 분양되면서 일회성 비용인식이 대기하고 있어 이익률이 올해는 급격히 개선되기 힘들어 보인다.

그러나 현대산업개발은 PF우발채무를 모두 착공전환하여 투자자가 바라볼 때 불확실한 요인을 제거하였다는 점은 긍정적이다.

### 현금흐름은 크게 개선

그러나 미분양 세대수가 지난해말 약 3,800세대에서 올해 상반기말 2,200세대로 감소하면서 영업현금흐름은 양호하였다. (1~2분기 누계 현금흐름 7,190억원) 이를 통해 순차입금이 2012년말 1.67조원에서 2분기말 1.39조원으로 축소되었다.

고양삼송(1,066세대)는 분양초기임에도 불구하고, 분양률이 53%대에 이르렀고, 9월~11월 분양하는 수원아이파크3차는 초기 계약률 60%를 기대하고 있다.

사업성이 매우 떨어질것이라고 우려했던 김포양촌부지(장부가 약 2,300억원)는 현금으로 환급받을 수 있다고 하는 점도 긍정적이다.

### 내년이후 실적 개선 기대

현대산업개발은 주택경기 부진기에도 분양성고가 양호하였고, 그동안 저마진 PF현장을 처리하면서 마진은 다소 부진하였지만 현금흐름을 개선시켰다. 이제는 양질의 자체용지를 매출로 인식하면서 실적이 좋아질 차례이다. 회사측에서는 수원, 고양 등의 향후 사업장의 매출총이익률을 20%대 중반으로 예상하고 있다.

동사는 GTX사업의 주간사이며, 2015년부터 착공이 들어가는 통영 민자 LNG발전(2조원)과 동두천 복합화력발전 건설을 진행할 계획이고, 부산신항만 개발(약 5,000억원) 등의 토목사업이 활발해질 전망으로 향후에도 꾸준한 실적 개선이 기대된다.

### 연결법인 실적, 재무구조

현대EP를 비롯한 연결법인들은 2013년 상반기 226억원의 영업이익을 기록하였다. 그러나 현대산업개발의 연결순차입금이 2.1조원에 달하여 연결법인들의 순차입금이 7천억원대에 이른다는 점을 감안하면, 기업가치의 추가요인으로는 부족하다고 판단된다.

### 투자매력을 확보하려면

현대산업개발은 아직까지 순자산가치 이하에서 거래되고 있고, 이를 매력으로 외국인 투자자들과 주택경기 회복을 기대하는 국내투자자들의 기대를 받고 있다. 그러나 연결기준으로 2조원을 상회하는 순차입금을 감안한다면, 동사의 현재 시가총액이 확실한 매력을 찾으려면 연결기준 영업이익이 최소한 3천억원~4천억원에 빠르게 도달한다는 확신이 있어야 하겠다.

## >>> GS건설 (006360) – Not Rated

### 내년 이후 실적 턴어라운드 기대

GS건설은 올해 약 대규모 영업적자를 기록할 전망이다, 2014년 이후 영업실적이 흑자전환을 할 것으로 추정된다.

동사는 2013년 2분기말 5.4조원의 공공수주잔고와 약 1조원의 계열사관련 잔고, 약 14조원의 민간(주택)수주잔고, 14조원의 해외수주잔고를 갖고 있다. (호주 비료수주 3.2조원 제외)

현재 동사의 해외수주잔고 중 저마진으로 판단하는 프로젝트를 정리하면 다음과 같다.

#### GS건설의 주요 저마진 해외 프로젝트

| 발주처             | 현장명                   | 도금액(억원) | 공사잔액(억원) | 완성률 | 완공예정일      |
|-----------------|-----------------------|---------|----------|-----|------------|
| ARAMCO+SUMITOMO | Rabigh II CP4         | 10,508  | 9,554    | 9%  | 2015-06-10 |
| ARAMCO+SUMITOMO | Rabigh II Project UO1 | 3,950   | 3,695    | 6%  | 2015-06-09 |
| ARAMCO+SUMITOMO | Rabigh CP 3&4         | 3,565   | 3,529    | 6%  | 2015-06-10 |

자료: 키움증권 추정

그러나 이미 2013년 상반기 중 대규모 적자 현장을 실적에 반영했고, 수주당시부터 무리한 수주로 낙인찍힌 현장이 감소하고 있어 향후에는 대규모 적자의 발생가능성은 낮아보인다.

다만, 동사의 5.9조원에 달하는 운전자본(매출채권+대여금+공사미수금 등: 비슷한 외형의 대형건설사보다 1~2조원 많은 수준)에서 손실이 발생할 수 있고, 반영 시점에 대한 불확실성이 있기 때문에 이익의 급격한 개선보다는 완만한 턴어라운드를 기대하는 것이 합리적이라고 판단된다.

### 양질의 자산가치, 저 P/B는 매력적

동사가 67.6%(무역협회가 31.9%) 소유한 파르나스호텔은 그랜드인터컨티넨탈호텔과 코엑스인터컨티넨탈 호텔 두개를 운영하며, 호텔부문의 자산가치는 1조원에 달하며, 연간 매출액 2천억원 중반과 영업이익 400~500억원을 기록하고 있다. 파르나스는 성장을 위해 기존 2개 호텔의 확장을 진행하고 있고 2012년 12월 명동에 나인트리호텔을 개장하였다.

그 외 동사가 소유한 엘리시안 강촌리조트 256만㎡, 제주도 애월읍 182만㎡ 등 부지의 장부가는 약 5,000억원이며, 골프장 1,032억원, 건물 3,681억원을 소유하고 있다.

파르나스 호텔 67.6%과 기타 부동산을 합산한 GS건설의 비 건설영업 유형자산 가치는 1.6조원으로 평가되어 매력적이다.

GS건설의 2013년말 예상 순자산이 3.2조원이며, 현재 시가총액은 약 2조원으로 P/B는 0.6배로 저평가이다.

### 투자매력을 확보하려면

동사의 2분기말 연결순차입금은 2조원이고, PF우발채무는 2.2조원에 달한다. 여기에서 발생하는 이자비용이 동사의 2014~2015년 평균 영업이익의 규모(퀀트 분석상 2,874억원으로 예상)대비 과도한 수준이기 때문에, 아직까지 투자매력은 높지 않다.

차입금을 줄이기 위해서는 해외수주에서 전수금 유입(하반기에 카자흐스탄 LG화학공장에서 약 15억\$, 베네수엘라 가스플랜트에서도 15억\$ 수주가 기대), 비영업용 부동산/건물/골프장 매각을 시도할 것으로 판단된다. ROE가 높지 않은 부동산가치를 무리하게 목표가 산정에 적용하지 않고도 영업실적으로 Enterprise value를 설명할 수 있어야 추가적인 주가 상승이 가능할 것이라고 판단한다.

## >>> 삼성엔지니어링 (028050) – Not Rated

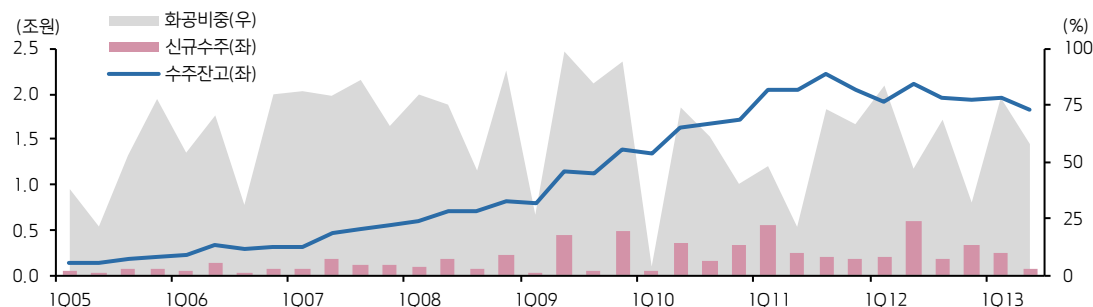
### 매출액 감소세를 어떻게 만회할지가 관건

중동의 화공발주 시장은 2008년 이전만 해도 매출총이익률이 20%를 넘기기도 하는 등 Cash cow시장이었으나, 이제는 역성장을 우려할 정도이고, 한국뿐 아니라 유럽건설사와 경쟁이 심화되면서 수주의 수익성이 오히려 타 공종보다 낮아지는 추세이다.

화공 프로젝트에 크게 의존하고 있는 동사의 수주잔고는 매분기 감소세를 보이고 있다. 이는 플랜트의 공사기간이 약 2~3년으로 짧은데 반해 신규수주가 예상치를 하회하고 있기 때문이다. 동사는 9월까지 약 6조원의 신규수주를 확보할 것으로 기대되나, 소하르 오만정유 프로젝트 수주에 실패할 경우 연간 수주는 약 7조원에 마감될 가능성도 있다.

동사는 수주잔고의 약 14%를 매출로 인식해오고 있고, 이러한 시나리오 분석에 의하면 2013년말 수주잔고는 17조원으로 감소할 전망이다.

### 삼성엔지니어링 수주잔고, 신규수주, 화공비중 trend



자료: 삼성엔지니어링, 키움증권 정리

### 이익에 대한 낮은 가시성 해소 필요

정확한 정보는 부재하지만, 삼성엔지니어링의 UAE 카본블랙 프로젝트, 카자흐스탄 발하쉬 석탄화력, 사우디 가스전프로젝트 등이 공사비가 수주금액을 크게 상회할 가능성을 염두하고 있다. 개인적인 판단으로는 삼성엔지니어링이 타사보다 불확실해 보이는 현장의 수가 많고 규모도 크다.

### 삼성엔지니어링 주요 저마진 해외 프로젝트

| 발주처    | 현장명                                  | 도금액(억원) | 공사잔액(억원) | 완성률   | 완공예정일   |
|--------|--------------------------------------|---------|----------|-------|---------|
| 아부다비정유 | Takreer Carbon Black & Delayed Coker | 28,433  | 25,502   | 10.3% | 2016-01 |
| BTPP   | 카자흐스탄 발카쉬 석탄화력                       | 23,866  | 501      | 2.1%  | 2018-04 |
| 사우디아람코 | Shaybah NGL #2 Recovery & Utilities  | 7,875   | 2,382    | 69.8% | 2014-07 |
| 아부다비정유 | TAKREER RRE Utilities & Offsite      | 31,006  | 2,106    | 92.9% | 2014-02 |
| 사우디아람코 | Shaybah Increase Gas Handling        | 11,568  | 2,164    | 81.3% | 2014-05 |
| 사우디아람코 | Shaybah #1 Inlet & Gas Treatment     | 6,816   | 1,570    | 77.0% | 2014-06 |

자료: 키움증권 추정

### 재무구조 개선 필요

삼성엔지니어링의 2013년 상반기 자본총계는 1.3조원이며, 연말에도 1.5조원 수준에 그칠 전망이다. 풍부한 선수금으로 순현금을 유지하였지만 현재는 약 7천억원의 순차입금이다. 이를 현재 시가총액에 합산할 경우 4.1조원의 EV이며, 이는 동사의 이익규모나 수주잔고를 감안할 경우 매력없는 수치라고 판단한다. 단순 P/B로만 보아도 2.6배 수준으로 대형건설사 가운데 가장 고평가이다.

## >>> 두산건설 (011160) – Not Rated

### 주택사업 입주율 높이기 노력 긍정적

두산건설은 일부 고분양가 논란이 되는 PF우발채무를 다양한 방법을 통해 크게 낮추었고(2009년 2조 원 → 2013년 2분기말 5,317억원), 이를 자체사업화 하는데 필요한 유상증자까지 완료하였다는 점은 긍정적이다. 그리고 분양률과 입주율을 높이기 위하여 2011~2012년까지 총 9,453억원의 대손을 판관비 계정에 쌓았고, 선입주 후분양방식도 채택하고 있기 때문에 향후 추가적인 손실반영은 적을 것으로 판단된다.

탄현역 인근은 GTX가 시작하는 지점이 될 가능성이 있으며, 시간이 지날수록 주택사업과 관련된 리스크는 제거될 것으로 기대한다.

### 메카텍, HRSG 사업

메카텍사업은 대형 화공기자재 세계 1위 규모이며, 연간 매출액 약 5~6천억원에 달하며, 올해 수주는 5천억원 이상으로 전망하고 있다. 주로 화공플랜트에 필요한 기자재를 납품하며, 미국 사빈페스 프로젝트에도 약 400억원의 수주를 벡텔로부터 받는 등 기술력이 인정받고 있다.

두산중공업에서 양도받은 HRSG사업은 연간 매출액이 3~4천억원이며, 복합화력발전소/열병합발전소에 투입되는 HRSG부문에서 세계 2위 점유율(14.7%)을 유지하고 있다.

국내 경쟁사인 비에이치아이는 지난해 저가수주와 납품지연으로 어려움을 겪고 있어 향후 국내에서 두산의 HRSG의 경쟁력이 더욱 부각받을 전망이다.

당사의 퀀트 분석에서는 2015년 동사의 비건설 기자재 부문이 매출액 1조원, 영업이익률 10%을 기록할 것으로 추정하였다.

### 여전히 재무구조는 부담스러움

두산건설은 PF현장의 인수와 대규모 순손실 등으로 인해 2013년 상반기 순차입금이 1.2조원에 달한다. 대규모 유상증자로 인해 시가총액은 1.3조원대이며, 이를 단순히 더한 EV는 2.5조원이다.

비영업자산규모가 크지 않다는 점을 감안하면 두산건설은 연결기준으로 3천억원에 가까운 영업이익을 기록해야지만 투자매력이 생겨날 것이라고 본다.

그러나 2013년 상반기 건설부문 신규수주가 1,492억원에 불과하는 등 건설부문이 외형감소가 빠르게 나타날 것으로 보이기 때문에, 동사의 주가가 오르기 위해서는 주택현장 등에서 발생한 2.3조원에 달하는 운전자본의 현금화를 통한 차입금 감축이 선결과제라고 판단된다.

### 주요 건설사 매출채권, 2분기 매출액 비교 (억원, 비율=배)

|             | 2013년 2분기 매출채권 규모 | 2분기 매출액       | 비율         |
|-------------|-------------------|---------------|------------|
| <b>GS건설</b> | <b>44,862</b>     | <b>20,586</b> | <b>2.2</b> |
| 현대건설        | 37,307            | 26,079        | 1.4        |
| 삼성물산        | 35,395            | 46,200        | 0.8        |
| 대우건설        | 34,083            | 23,097        | 1.5        |
| 삼성엔지니어링     | 27,873            | 22,359        | 1.2        |
| 대림산업        | 25,351            | 20,272        | 1.3        |
| <b>두산건설</b> | <b>23,056</b>     | <b>5,704</b>  | <b>4.0</b> |
| 현대산업        | 11,893            | 6,664         | 1.8        |
| 코오롱글로벌      | 10,568            | 7,872         | 1.3        |
| 한라건설        | 8,109             | 4,163         | 1.9        |
| <b>금호산업</b> | <b>7,559</b>      | <b>3,540</b>  | <b>2.1</b> |
| <b>경남기업</b> | <b>6,903</b>      | <b>2,773</b>  | <b>2.5</b> |

자료: dataguide, 키움증권 정리

## >>> 한신공영 (004960) – Not Rated

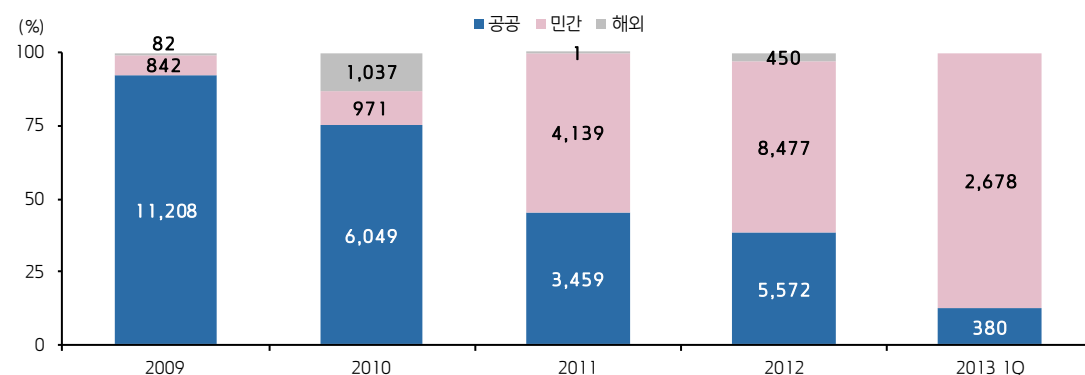
### 중형 건설사 중 가장 영리한 경영진

2009~2010년까지 공공(토목)위주로 수주를 받으면서 태영건설과 함께 주택경기 침체 영향을 가장 적게 받은 건설사이며, 2011년 이후 민간(주택/상가) 수주를 늘리고 있다.

2012년 이후 주택경기 침체 영향으로 저렴하게 매입할 수 있는 용지가 늘어나면서 자체사업을 늘렸고, 울산천곡동 휴플러스와 세종시 등에서 총 4,754억원의 주택사업을 분양률 100%로 마무리하였다.

민간 도급 주택/상가의 경우에도 부산명지지구(도금액 1,358억원)를 제외하면 분양률이 95%를 상회하여 리스크가 크지 않다.

### 한신공영 발주처별 수주 비중 추이 (단위: 억원)



자료: 한신공영, 키움증권 정리

### 가장 저평가된 건설사 중 하나

한신공영의 2013년 상반기 자본총계는 4,075억원이며, 연말 순자산은 4,200억원을 상회할 전망이다. 반면, 동사의 시가총액은 1,300억원을 하회하여 연초이후 주가 상승에도 불구하고 P/B는 0.3배에 불과하다.

올해 상반기 매출액 6,545억원을 달성했고, 영업이익은 264억원으로 연말까지 매출액 1.3조원, 영업이익 600억원 달성이 어렵지 않다고 판단된다.

상반기에는 토목 마진 하락과 하도급업체의 부도에 따른 원가율 악화, 100억원의 법인세 추징(영업외 비용)이 있었지만, 하반기에는 이러한 요소가 없기 때문에 이익률과 영업외손익이 정상화 될 것으로 보기 때문이다. 이 경우 올해 순이익은 250억원~300억원에 이를 수 있어 현재 시가총액 대비 P/E는 5배 수준에 불과하다.

### 재무구조도 양호

PF지급보증 규모는 2010년말 2,915억원에서 2013년 4월 1,591억원으로 감축시켰고, 보증한 PF도 주로 쇼핑몰과 유통업무시설로써 리스크가 낮다고 판단된다.

동사의 상반기말 순차입금 규모는 2,282억원이나 하반기 영업현금흐름 개선과 장부가 기준으로 1,704억원(잠원동 본사 약 1,025억원)에 달하는 투자부동산가치를 감안하면 부담스럽지 않다는 판단이다.

### III. 건자재 업황

#### >>> 시멘트

##### 주요 기업 실적

상장된 시멘트 업체들의 2012년 매출액 단순 합계는 약 4조원이다.

이들은 2013년 2분기 최근 몇 년이래 사상 최대 실적을 기록하였다. 영업이익률도 별도기준으로 7~18%, 연결기준으로 9~15%를 기록하면서 높은 수익성을 기록하였다. 계절성이 있어 분기실적을 연월화 하면 안되지만, 현재의 시가총액을 설명하기에는 충분한 실적이었다.

##### 시멘트 업체들 2분기 실적 요약 (단위: 억원)

| 시멘트 업체 | 시가총액  | 연결 매출액 | 연결 영업이익 | 지배주주 순이익 | 순현금     |
|--------|-------|--------|---------|----------|---------|
| 쌍용양회   | 5,514 | 5,414  | 493     | 217      | -10,503 |
| 한일시멘트  | 4,268 | 3,564  | 517     | 372      | -3,367  |
| 성신양회   | 1,125 | 1,830  | 273     | 152      | -6,013  |
| 아세아시멘트 | 3,226 | 2,870  | 353     | 188      | 145     |

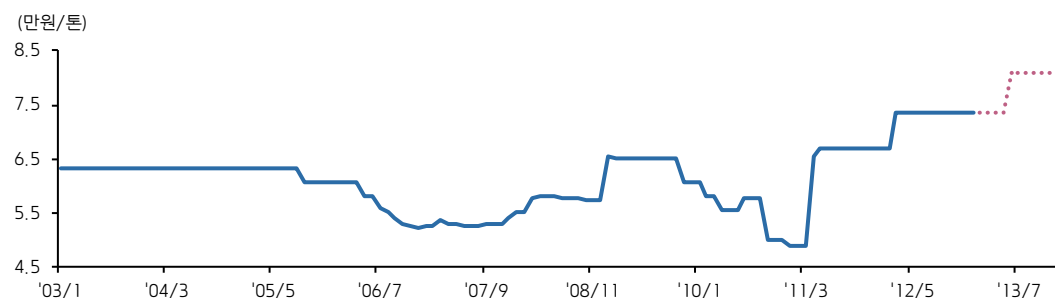
자료: 키움증권 정리

주) 시가총액은 자사주제외, 우선주 포함한 수치임

##### Price, Quantity, Cost (이하 P,Q,C)

시멘트 가격은 2012년 1분기 톤당 73,600원으로 인상하였고, 2013년 1분기에도 8만원 초반으로 인상을 시도하였지만, 반대여론에 부딪혀 인상을 자진 철회하였다. 그러나 주요국가 대비 내수시멘트 가격이 저렴하며, 2006년 이후 업계의 누적 손실이 1조원에 달하고, 차입금이 과도하며, 시멘트 업체간의 경쟁이 완화된다고 있는 점을 감안했을 때 가격이 최소한 현수준 이상은 유지할 것이라고 판단된다.

##### 시멘트 가격 추이



자료: 키움증권 추정.

시멘트 수요는 2012년 약 4400만톤에서 당분간 유지될 것으로 기대한다.

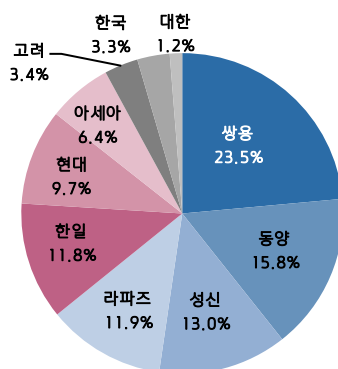
그러나 몇몇 시멘트 업체들의 상반기 매출액은 지난해보다 두자리수 비율로 개선되었다.

이는 경쟁사 중 라파즈한라시멘트가 지난해 발생한 산사태 등 영향으로 가동률이 좋지 않은 상황에서 그동안 점유율이 설비용량 대비 낮았던 성신양회가 반사수혜를 보고 있기 때문이다.

라파즈한라시멘트는 2013년 상반기 1920억원의 매출을 기록하여 지난해 동기 2185억원보다 감소하였고, 상반기 영업이익도 업계 평균으로 급증한 반면, 141억원에 불과하여 지난해 동기 177억원보다 오히려 줄었다.

시멘트 수요는 2012년 약 4,400만톤에서 당분간 유지될 것으로 기대한다.  
그러나 몇몇 시멘트 업체들의 상반기 매출액은 지난해보다 두자리수 비율로 개선되었다.  
이는 경쟁사 중 라파즈한라시멘트가 지난해 발생한 산사태 등 영향으로 가동률이 좋지 않은 상황에서 그동안 점유율이 설비용량 대비 낮았던 성신양회가 반사수혜를 보고 있기 때문이다.  
라파즈한라시멘트는 2013년 상반기 1920억원의 매출을 기록하여 지난해 동기 2185억원보다 감소하였고, 상반기 영업이익도 업계 평균으로 급중한 반면, 141억원에 불과하여 지난해 동기 177억원보다 오히려 줄었다.

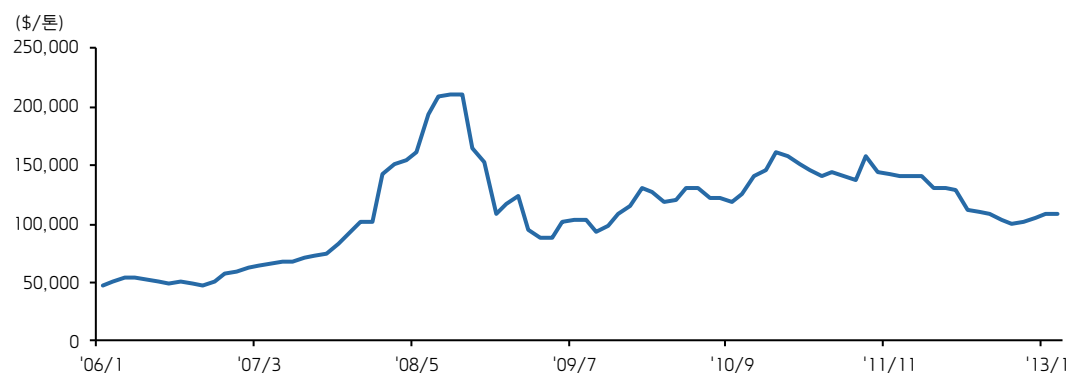
### 2012년 출하량 기준 국내 시멘트 업체 점유율



자료: 시멘트공업협회, 기움증권

당사에서 대한석탄공사를 통해서 업데이트한 바에 따르면 국내 유연탄 가격은 2013년 6월 톤당 91.4달러로 2012년말 98달러나 2011년초 144달러에 비하여 크게 하락하였다.  
인도네시아, 인도 등 주요 유연탄 수출국가가 환율하락으로 수출단가를 크게 올리지 않을 가능성이 있기 때문에 당분간 시멘트 업체들은 안정적인 유연탄가격의 수혜를 볼 것으로 판단한다.

### 석탄가격 회복까지는 다소 시일이 걸릴 것으로 예상



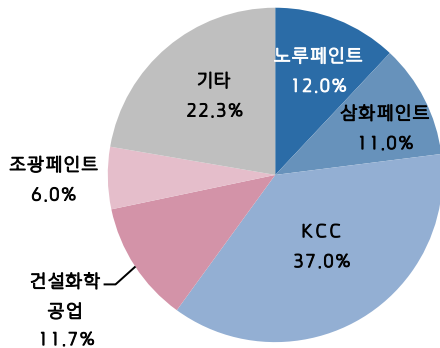
자료: 대한석탄공사, 기움증권

## >>> 페인트

### 주요 기업 실적

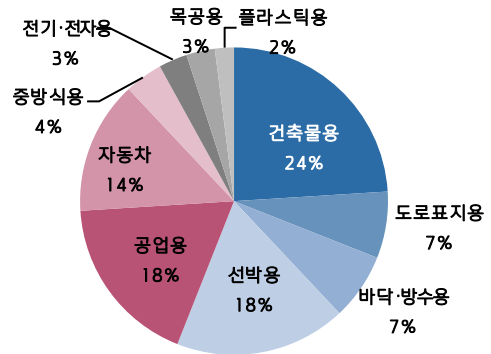
한국 페인트 산업은 약 10억리터의 생산량과 판매액 기준 4.5조원 규모이며, 시장 점유율에서 상위 5개사가 80%를 차지하는 과점 시장이다. 기술력과 판매망이 잘 갖춰진 상위 업체의 시장점유율은 향후 더욱 높아질 전망이다.

페인트 시장 점유율 (2013년 1분기 추정)



자료: 키움증권 추정

페인트 세부 수요처별 비중



자료: 키움증권 추정

주요 기업의 페인트 부문 연결 실적 추이 (단위: 억원, %)

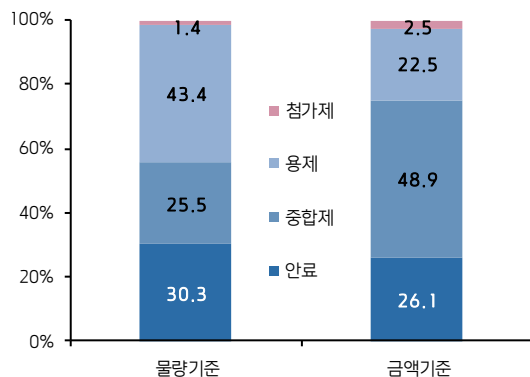
|       |       | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 1H12  |
|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|
| KCC   | 매출액   | 12,289 | 15,357 | 15,434 | 15,795 | 7,239 |
|       | 영업이익  | 934    | 1,418  | 1,860  | 2,069  | 1,045 |
|       | 영업이익률 | 7.6%   | 9.2%   | 12.1%  | 13.1%  | 14.4% |
| 노루페인트 | 매출액   | 2,732  | 3,236  | 3,871  | 4,186  | 2,195 |
|       | 영업이익  | 107    | 101    | 137    | 174    | 111   |
|       | 영업이익률 | 3.9%   | 3.1%   | 3.5%   | 4.1%   | 5.0%  |
| 삼화페인트 | 매출액   | 3,494  | 4,033  | 4,144  | 4,349  | 2,433 |
|       | 영업이익  | 179    | 123    | 192    | 226    | 216   |
|       | 영업이익률 | 5.1%   | 3.0%   | 4.6%   | 5.2%   | 8.9%  |
| 건설화학  | 매출액   | 3,055  | 2,971  | 3,394  | 3,661  | 1,959 |
|       | 영업이익  | 199    | 196    | 182    | 278    | 191   |
|       | 영업이익률 | 6.5%   | 6.6%   | 5.4%   | 7.6%   | 9.7%  |
| 조광페인트 | 매출액   | 1,435  | 1,546  | 1,668  | 1,730  | 895   |
|       | 영업이익  | 83     | 87     | 64     | 71     | 47    |
|       | 영업이익률 | 5.8%   | 5.6%   | 3.8%   | 4.1%   | 5.3%  |
| 노루홀딩스 | 매출액   | 3,401  | 4,685  | 5,480  | 5,856  | 3,078 |
|       | 영업이익  | 9      | 89     | 132    | 171    | 125   |
|       | 영업이익률 | 0.3%   | 1.9%   | 2.4%   | 2.9%   | 4.1%  |
| 아이피케이 | 매출액   | 2,877  | 2,582  | 2,674  | 3,219  | 1,711 |
|       | 영업이익  | 643    | 404    | 301    | 578    | 323   |
|       | 영업이익률 | 22.4%  | 15.7%  | 11.3%  | 18.0%  | 18.9% |

자료: 전자공시, 키움증권 추정

## P, Q, C

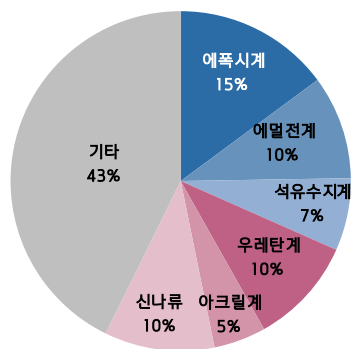
페인트 제조원가에서 원재료비가 79%를 차지하며, 노무비는 7%, 기타경비는 14%를 차지한다. 2011년 이후 페인트 원료인 안료, 수지, 첨가제 등의 가격이 20% 이상 상승했으나, 2012년부터 국제유가 하락과 세계적인 경기 침체로 인해 수요가 감소하면서 원료가격도 안정되는 추세이다.

페인트 원재료비내 비중



자료: 한국 페인트잉크공업 협동조합

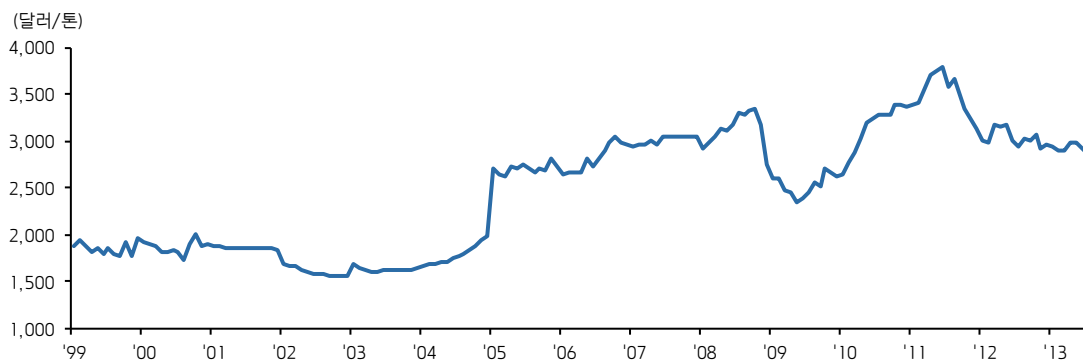
페인트 성분별 생산 실적



자료: 한국 페인트잉크공업 협동조합

건축용 (방수용) 페인트에 주로 사용되는 에폭시 (수요의 37%)는 국제 에폭시가격이 국내가격보다 높기 때문에 페인트업체들은 소수의 에폭시 수지 업체(국도화학, SK 등)에 의존하고 있다.

에폭시 수지 가격 동향



자료: 기름중권 화학 애널리스트 민경혁

이산화티타늄  $\text{TiO}_2$  (Titanium Dioxide)는 2012년부터 세계경기가 침체된 영향으로 수요가 감소하면서 하락세를 이어가고 있다. 백색안료로 주로 채용되고 있는  $\text{TiO}_2$ 는 2009년 하반기부터 2011년까지 수요 증가로 가격이 2011년 약 2,800달러에서 2012년 상반기 톤당 약 4,000달러로 상승했으나 유럽경기 침체 등의 영향으로 2012년 3분기에 200~300달러, 4분기에 300~400달러 하락해 2013년 상반기에는 톤당 약 3,200달러를 형성했다. 2013년 하반기에도  $\text{TiO}_2$  가격은 안정적인 전망인데, 수요 침체와 중국 수입산 가격이 3,000달러로 낮아 메이저들이 가격 인상을 포기했기 때문이다.

## 모바일 도로 시장 규모 고성장 예상

국내 모바일도로 지난해 시장규모는 약 2,000억원으로 파악되고 있으며, 지난해 기준 시장점유율은 한진화학 24%, 약조노벨 20%, AK켄텍 18%, 삼화페인트 12% 안팎이며, 한솔씨엔피, 미래화학 등이 점유율을 높여가고 있다.

최근 스마트폰의 다양한 디자인으로 코팅 두께가 두꺼워져 모바일의 케이스 코팅은 3중 코팅에서 5중 코팅으로 두께가 두꺼워지고 있다. 비록 모바일 케이스 두께가 두꺼워진 것은 사실이나 소비자가 느끼지 못하고 있으며 두께가 두꺼워졌다고 해도 모바일 전체 무게에서 1g도 증가하지 않는 수준이다.

휴대폰용 페인트의 가격은 우레탄 타입이 kg당 평균 5만~7만원, 고가 우레탄은 kg당 35만~50만원이고, UV 타입은 kg당 평균 3만~5만원이나 페인트 평균가격보다는 높은 것으로 나타났다.

UV도로는 기존 페인트에서 혼합하는 유기용제를 사용하지 않기 때문에 VOCs(휘발성 유기화합물) 문제가 없으며 경화 후 접착강도, 광택, 내마모성, 표면경도 등 우수한 물성 때문에 다양한 분야에서 지속적으로 응용되고 있다. 하지만, UV하도코팅은 모바일 케이스의 코팅 불량률이 30%에 달해 불량률, 설비공정이 까다로운 것으로 파악되고 있다.

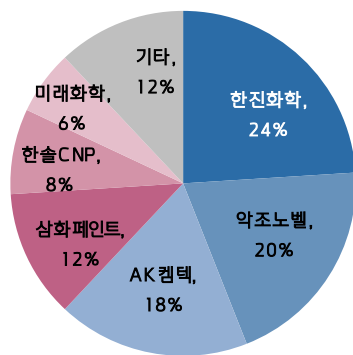
모바일 제품도 국내 생산증가율이 둔화되고 있으며 고부가가치를 활용한 모바일 제품만을 생산하고 있어 국내시장은 성장성이 떨어지고 있다.

2011년 이후 모바일도로 시장점유율을 높이고 있는 한진화학은 중국, 베트남 생산을 확대함으로써 삼성전자의 해외공장에 공급하면서 성장세를 이어가고 있다. SSCP가 약조노벨에게 인수된 후 삼성전자에게 전담으로 공급하던 관계가 사라짐으로써 모바일도로 공급루트가 다양화된 것으로 파악된다. 반면, 삼화페인트, AK켄텍의 점유율이 향상되고 있다.

SSCP를 인수한 후 약조노벨은 한때 시장점유율이 40%를 넘어섰으나 삼성전자/LG전자가 색상의 다양화를 추구하는 경향이 강해 중견 후발기업들의 성장세가 크게 향상되었고, 전자제품 생산설비의 해외 이전으로 점유율이 크게 하락했다.

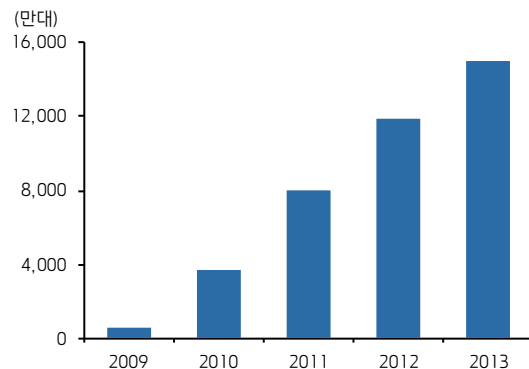
삼성전자는 베트남에서의 휴대폰 생산량을 2009년 600만대에서 2012년 1.19억대로 늘렸고, 올해는 1.5억대로 증가시킬 계획이다.

모바일용 페인트 점유율



자료: 키움증권 추정

삼성전자 베트남 휴대폰 생산량 추이



자료: 한국경제 9월 3일 기사, 키움증권 정리

## >>> 가구/건자재

### 실적

올해 상반기 LG하우시스, 한샘는 지난해에 비하여 크게 개선된 영업실적을 기록하였다. 그러나 모든 건축자재 및 가구 업체들이 좋은 실적을 발표한 것은 아니다. 보루네오, 동화홀딩스, 이견창호, 대림통상 등은 영업적자 및 순손실을 기록하였다.

건설사가 주도하는 B2B시장에서 주택소비자가 주도하는 B2B시장으로의 재편을 빠르게 인지하고 기술력, 유통망과 브랜드력을 갖추고 대비한 몇몇 업체들만이 제한된 시장에서 수익률을 높였다고 판단하고 있다.

주요 건자재/가구 업체 연결 기준 상반기 실적 (단위: 억원, %)

| 업체명    | 시가총액   | 매출액    | 영업이익 | 순이익  | 순차입금   |
|--------|--------|--------|------|------|--------|
| LG하우시스 | 11,778 | 12,879 | 703  | 358  | -4,951 |
| 한샘     | 42,274 | 4,439  | 373  | 152  | 326    |
| 에이스침대  | 6,849  | 840    | 176  | 75   | 256    |
| 리바트    | 1,715  | 2,812  | 55   | 17   | -      |
| 에넥스    | 1,472  | 1,158  | 23   | 9    | -124   |
| 한국가구   | 290    | 194    | 16   | 6    | 4      |
| 보루네오   | 207    | 672    | -79  | -146 | -388   |
| 퍼시스    | 240    | 1,048  | 61   | 41   | 1,517  |
| 국보디자인  | 3,111  | 765    | 34   | 22   | 120    |
| 동화홀딩스  | 683    | 2,347  | -42  | -45  | -4,842 |
| 이건산업   | 1,134  | 1,093  | 114  | 26   | -1,361 |
| 한솔홈데코  | 941    | 1,072  | 28   | 3    | -968   |
| 이견창호   | 1,136  | 687    | -28  | -28  | -1,084 |
| 선창산업   | 378    | 1,815  | -6   | -13  | -1,159 |
| 벽산     | 626    | 1,852  | 101  | 51   | -172   |
| 대림통상   | 1,160  | 754    | -17  | -6   | -786   |
| 대림B&Co | 609    | 519    | -5   | -11  | -533   |
| 아이에스동서 | 251    | 3,315  | 294  | 78   | -4,178 |

자료: 전자공시, 키움증권 추정

주) 시가총액은 자사주 제외 우선주 포함한 수치임

## 건물 내외장재

유리, 창호, 바닥재를 합산할 경우 매출액은 LG하우시스 1.4조원으로 1위, KCC 1.1조원으로 2위이다. 아직까지 전자재 및 유리, 창호 부문은 경쟁심화로 수익성이 매우 부진하지만, 2013년 9월부터 건축물 에너지 절약 설계기준이 강화되면서 건축자재 업체의 수혜가 예상된다.

### 창호재 (유리, 창틀)

|                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 시장 규모 (2012년)                                                                                                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>완성창은 약 2조원(복층유리 약 1조원)(기능성 유리 약 1,800억)</li> <li>- 로이유리 사용 비율 9%(독일 90%, 유럽평균 40%)</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 주요 기업 2012년 매출액, 억원)                                                                                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>판유리 시장 점유율                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- KCC 43%, 한국유리 33%, 수입산 24%, KCC의 생산능력 72만톤</li> </ul> </li> <li>완성창 시장점유율                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- LG하우시스 40%, KCC 22%, 한화L&amp;C 13%, 기타 23%</li> </ul> </li> </ul>                                                                                     |
|  <div>시장<br/>상황<br/>요약</div> | <ul style="list-style-type: none"> <li>건설경기 부진 영향으로 B2B 시장은 부진</li> <li>창호 에너지 등급제 시행에 따른 고기능성 창호 판매 증가세</li> <li>LG하우시스와 이견창호 등은 한국유리, 수입산 판유리를 사용</li> <li>KCC의 판유리는 자체 소비 &amp; 건설사 특판 시장에서 주로 사용</li> <li>완성창 매출액 (기능성 창호 매출액)                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- LG하우시스: 6,436억원 (750억원), 한화 L&amp;C: 3,465억원 (200억원)</li> <li>이견창호 1,497억 (270억), KCC: 알수 없음</li> </ul> </li> </ul> |

자료: 키움증권 정리

### 목재 / 합판 (바닥재, 가구 원재료)

|                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 시장 규모 (2012년)                                                                                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>합판 2조원 (국산 약 6,000억원)</li> <li>- MDF 3,700억원, PB(파티클보드) 1,470억원, 강화마루 1,000억원</li> </ul>                                                                                                                                                       |
| 주요 제품 시장 점유율 (2012년)                                                                                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>합판 시장: 중국산 38%, 기타수입산 35%, 한국산 27%(이건산업, 성창기업, 선창산업)</li> <li>MDF(중밀도섬유판) 시장: 동화기업 16%, 유니드 24%, 한솔홈데코 17%, 선창산업 17%</li> <li>PB(파티클보드) 시장: 동화기업 38%, 대성목재 30%, 성창보드 32%</li> <li>강화마루(주1) 시장: 동화자연마루(42%), 한솔홈데코(33%), LG화학 등</li> </ul>      |
|  <div>시장<br/>상황<br/>요약</div> | <ul style="list-style-type: none"> <li>바닥재는 PVC를 목재(합판)가 대체하고 있으나, 합판에 비하여 저가인 PB(파티클보드), MDF 등이 대체하고 있고 수입산이 증가하면서 국내 기업들의 입지는 좋지 않음 (가격대: PB(평당 70만원) &lt; MDF(평당 100만원) &lt; 합판)</li> <li>수입품과 가격 경쟁은 점차 낮아지고 있으며, 1985년 인도네시아의 원목수출 금지 이후 이견산업은 슬로몬에 3,000만평 조림사업을 하였음</li> </ul> |

자료: 키움증권 정리

주: 강화마루는 강화목재를 사용해 흠집에 강하고 요철로 조립하여 접착재가 필요 없어 시공이 간편하다

## 가구

통계청 조사에 의하면 국내 가구 시장 규모는 2009년 8.7조원이었으며, 한국가구산업협회에서 2011년 가구업체 매출 1~100위를 토대로 조사한 결과는 다음과 같다.

가구 시장 규모 (단위: 억원, %)

| 대구분    | 소구분  | 통계치    | 최대치     | 비고           |
|--------|------|--------|---------|--------------|
| 가정용 가구 | 전체   | 25,000 | 30,000  | 침대포함         |
|        | 메이저  | 11,649 | 12,000  | BIG 10 업체    |
|        | 중소업체 | 4,582  | 6,000   | 10~100위 업체   |
|        | 기타군소 | 8,769  | 12,000  | 100위 이하 업체   |
|        | 일반가구 | 10,000 | 12,000  | 장롱, 서랍 등     |
|        | 소파   | 6,500  | 8,000   |              |
|        | 침대   | 6,000  | 7,000   |              |
| 사무용 가구 | 의자   | 2,500  | 3,000   |              |
|        | 전체   | 20,000 | 25,000  | 공공시설 포함      |
|        | 메이저  | 6,676  | 8,000   | BIG 10 업체    |
|        | 중소업체 | 3,078  | 5,000   | 10~100위 업체   |
|        | 기타군소 | 10,246 | 12,000  | 100위 이하 업체   |
|        | 사무가구 | 7,500  | 9,500   |              |
|        | 소파   | 4,700  | 5,500   |              |
| 부엌 가구  | 침대   | 3,500  | 4,500   |              |
|        | 의자   | 4,300  | 5,500   | 식탁의자 포함      |
|        | 전체   | 22,000 | 25,000  |              |
|        | 메이저  | 7,627  | 8,000   | BIG 10 업체    |
|        | 중소업체 | 1,232  | 2,500   | 10~100위 업체   |
|        | 기타군소 | 13,141 | 14,500  | 100위 이하 업체   |
| 특판 가구  | 싱크대  | 12,000 | 12,000  |              |
|        | 식탁   | 10,000 | 13,000  |              |
|        | 전체   | 15,000 | 20,000  |              |
|        | 메이저  | 6,092  | 7,000   | BIG 10 업체    |
|        | 중소업체 | 1,753  | 2,500   | 10~100위 업체   |
|        | 기타군소 | 7,155  | 10,500  | 100위 이하 업체   |
| 의자 부문  | 특판가구 | 12,000 | 15,000  |              |
|        | 선박가구 | 3,000  | 5,000   |              |
|        | 전체   | 6,800  | 8,500   | 브랜드 4: 비 6   |
| 소파 전체  | 메이저  | 2,453  | 3,500   | 사무용 6: 가정용 4 |
|        | 군소업체 | 4,347  | 5,000   |              |
| 침대 부문  | 전체   | 11,200 | 13,500  | 브랜드 3: 비 7   |
|        | 전체   | 9,500  | 11,500  | 브랜드 4: 비 6   |
|        | 메이저  | 3,527  | 5,000   |              |
| 전체     | 군소업체 | 5,973  | 6,500   | 브랜드 4: 비 6   |
|        | 합계   | 82,000 | 100,000 |              |
| 전체     | 메이저  | 10,645 | 16,000  |              |
|        | 군소업체 | 71,355 | 84,000  |              |

자료: 한국가구산업협회(2011), 키움증권 추정

건설경기 침체로 인해 특판가구(건설사에 B2B로 납품)시장뿐만 내수부진을 피하기 위한 업체간 과당 경쟁으로 수익성까지 악화되면서 대다수 영세 가구업체들은 고전하고 있다.

2014년 이케아가 매장을 열고 본격적인 내수시장에 뛰어든 경우 가구업체는 더욱 혼란스러워 질 것으로 판단된다.

그러나 한샘은 거실/부엌/침대 등 다각화된 제품포트폴리오, 키친바흐/IK/온라인 저가 브랜드 등 다양한 가격대 제공으로 고성장을 이어가고 있다.

## 인테리어 가구

|                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-----------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 시장 규모(2012년)                                                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 약 3조원 (브랜드 40%, 비 브랜드 60%)</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 주요 기업(2012년 매출액, 억원)                                                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 인테리어 가구 매출액<br/>한샘 (2,980), 리바트(1,158), 에넥스(803), 보루네오(698), 장인(563)</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|  | <p><b>시장 상황 요약</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 인테리어가구 = 옷장, 책장, 식탁, 의자, 파티션, 붙박이장, 소파, 부품/반제품</li> <li>• 인테리어가구시장은 교체주기는 7~10년, 국내 소비자의 70%는 비브랜드 가구(가격 경쟁력 우수)를 사용</li> <li>• 인테리어 가구 시장의 70%를 차지하는 비브랜드는 약 2,000개의 중소형 사제가구 공장에서 제작되어 약 1.5만개의 영세가구점에서 판매되고 있다.</li> <li>• 업계1위 한샘             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 아직까지 M/S는 8%대에 불과 (브랜드 제품 내 M/S는 37.5%)</li> <li>- 직매장5개, 임대매장 80개 운영, 온라인 전용 제품을 통해 저가 시장도 공략 중</li> </ul> </li> <li>• 수익성<br/>건설사에 직접 납품하는 특판시장의 매출이익률이 매우 낮으며, B2C 판매는 매출이익률이 5~10%에 달한다.</li> </ul> |

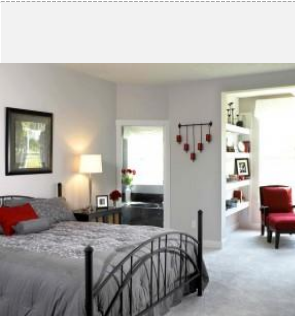
자료: 키움증권 정리

## 부엌 가구

|                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 시장 규모(2012년)                                                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 2.5조원 (브랜드 32%, 비 브랜드 68%)</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 주요 기업(2012년 매출액, 억원)                                                               | <ul style="list-style-type: none"> <li>• TOP 3 부엌가구 브랜드 (한샘 (2,643), 에넥스(407), 리바트(86))</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|  | <p><b>시장 상황 요약</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 몰류비용이 판가의 10~20%나 차지 (부엌 가구 설치의 하루에 한집만 가능)</li> <li>• 한국의 부엌 형태가 3,000여종으로 표준화가 어렵기 때문</li> <li>• 업계 1위 한샘             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 매출 구성 (대리점 1,734억, IK 1,027억원, B2B 특판 없음)</li> <li>-キッチン호전시장 11개, 부엌 가구 대리점 220개, LG전자와 빌트인 가전 제휴</li> <li>- IK: 인테리어 업체들에 판매하는 브랜드 (사제품에 비해 가격 10%내외 비쌈)</li> </ul> </li> </ul> |

자료: 키움증권 정리

## 침실 가구/ 매트리스

|                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 시장 규모(2012년)                                                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 침대 전체 시장 약 1조원, 메이저 브랜드 시장 5,000억원</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 시장점유율 (2012년, %)                                                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 에이스침대 (월 1.5만개 판매)</li> <li>• 시몬스침대 (월 7,000개 판매)</li> <li>• 코웨이 (렌탈)로 3위 등극</li> <li>• 한샘 (월 4,000개 판매)</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|  | <p><b>시장 상황 요약</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 브랜드 매트리스 시장규모 매년 20% 성장             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 2009년 2,500억원, 2011년 3,400억원, 2013년 5,000억원에 이를 전망</li> </ul> </li> <li>• 업계 1위 에이스침대             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 2012년 매출액 1,784억원 (침대 1,580억원, 가구 186억원 등), 영업이익 372억원</li> <li>- 업계2위 시몬스 침대와 형제 기업: 안성호(에이스), 안정호(시몬스)</li> <li>- 에이스와 시몬스의 주력 매트리스 가격은 100~150만원대이다.</li> </ul> </li> <li>• 침대(매트리스)는 고부가 제품             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 에이스침대의 공장 출고실적은 663억원(제품 매출액 대비 41%)</li> <li>- 판관비 520억원(광고비 253억원), 최근 3년 평균 영업이익률 21%</li> </ul> </li> <li>• 한샘의 추격             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 매트리스 가격이 에이스/시몬스보다 30% 저렴</li> <li>- 2013년 상반기 월평균 4,000개 판매, 하반기 월 7,000개 판매 목표</li> </ul> </li> </ul> |

자료: 키움증권 정리

## 욕실 제품

|                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 시장 규모(2012년)                                                                                              | <ul style="list-style-type: none"> <li>욕실 리모델링 시장 규모 약 3조원 (브랜드 12% (6,250억원), 비 브랜드 88% (2.2조원))</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 주요 기업<br>(2012년 매출액, 억원)                                                                                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>대림통상 1,700 (수전금구 1,100, 비데 300)</li> <li>동서산업 1,400 (타일 500, 위생도기 300)</li> <li>대림B&amp;Co 950 (양변기 600, 타일 100)</li> <li>새턴바스 600 (욕조, 욕실장)</li> <li>아메리칸스탠다드 600 (양변기, 수전금구, 욕실장)</li> <li>로얄토토 500 (양변기, 수전금구)</li> <li>계림 500 (양변기, 수전금구)</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|  <p>시장<br/>상황<br/>요약</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>단품 아이템 위주의 욕실시장 <ul style="list-style-type: none"> <li>국내 욕실 타일 시장은 약 5,000억원 규모이며 40%가 중국산</li> </ul> </li> <li>욕실 리모델링 비용 구성비 (300만원 기준) <ul style="list-style-type: none"> <li>시공비 38%, 시공사 마진 19%, 양변기 13%, 욕조 10%, 수전금구 10%</li> <li>설치기간 평균 1주일, 전문 시공사 없다는 점이 기존 욕실 리모델링 시장의 단점</li> </ul> </li> <li>한샘의 도전 <ul style="list-style-type: none"> <li>하이바스 - 건식 공법으로 하루만에 시공되는 장점 (인조대리석, 세면대 등 부착방식)</li> <li>설치비용을 기존 130만원에서 50만원으로 낮춤</li> <li>롯데홈쇼핑에서 40억원 매출 흥행 성공 (홈쇼핑 역사상 매출 최대 기록)</li> </ul> </li> <li>대림통상, 대림B&amp;Co(바스플랜), IS동서도 건설사 특판 비중 줄이고 B2C 욕실 리모델링 시장 진출을 뒤늦게 서두르고 있음</li> <li>중국의 욕실 시장 규모 약 3조원 (연평균 15% 성장), 국내 업체들의 진출 활발할 전망</li> </ul> |

자료: 한샘, 키움증권 정리

그동안 국내 건축자재 및 가구 시장은 가격 경쟁력만이 핵심이 되면서 소위 말하는 ‘사제’, 즉 영세한 비브랜드 상품이 주류를 이루고 있었지만, 다음과 같은 브랜드업체의 대응으로 최근 브랜드시장의 규모가 성장하고 있다.

- ◎ 가격 경쟁력: 해외 소싱, 규모의 경제, 온라인 유통을 통해 ‘사제’ 업체와의 가격 격차를 최소화
- ◎ A/S 및 시공: 3일 납기, 1일 시공, 24시간 A/S, 보증기간 내 파손시 무상 서비스 등 제공
- ◎ 친환경 소재: 포름알데히드 방출량을 최소화한 E1 수준의 자재 사용
- ◎ 원스탑 쇼핑: 부엌/침실/거실/창호 포트폴리오를 모두 겸비하고, 시공 서비스까지 제공

## 한샘 - 한국형 이케아가 되어 연간 1조원 매출 추구

이케아의 진출에 앞서 한샘은 주요 거점에 직영점과 대리점을 확보하여 B2C 시장에 대비하였고 (2008년 68%에 불과하였던 B2C 비중을 2012년 77%로 높여 건설업체에 대한 의존도를 낮춤), 부엌/인테리어 뿐 아니라 욕실/침실/매트리스/건자재/창호 시장, 싱글용 가구(샘 시리즈), 주니어가구로도 진출하여 대부분의 제품포트폴리오를 구비하였다.

한샘이 운영하고 있는 Flag shop(회사 concept를 잘 구현해놓은 대형 직영매장)은 잠실점, 부산센텀점 (8200㎡) 등 5개이며, 이케아의 경우 도심에서 1시간 거리에 있는 광명시 교외에서 창고형으로 운영되는 것과 달리 한샘은 접근성이 좋은 도심을 중심으로 전문영업사원 등을 배치해 백화점 수준의 서비스 (일대일 맞춤 상담, 시공 및 조립 설치 제공)를 제공하고 있다.

또한 부엌가구 대형전시장인 ‘한샘키친바흐전시장’은 11개, 부엌가구 대리점인 ‘한샘키친프라자’는 200개에 달한다.

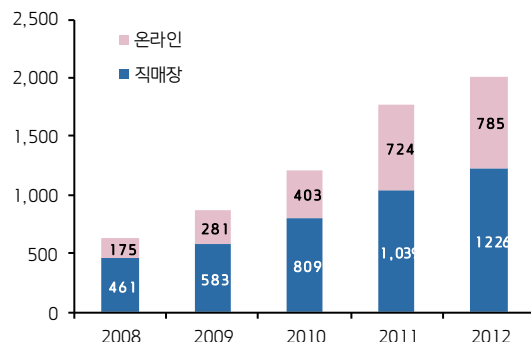
국내 온라인 가구 유통시장은 2012년 2조원대로 성장하였는데, 한샘은 온라인 시장에 최적화된 제품 라인업도 갖추어 이케아와의 가격 경쟁에 대응하고 있으며, 한샘은 자체 쇼핑몰 ‘한샘몰’에서 2012년 785억원의 매출을 기록하였다.

### 한샘 키친바흐 매장



자료: 키움증권

### 한샘의 인테리어가구의 온라인 및 직매장 매출 추이



자료: 한샘, 키움증권 추정

### 리바트 - B2C 비중 확대 전략

리바트는 2011년 현대백화점 계열로 편입된 이후 특판시장(건설사 납품)에 대한 비중을 낮추고 6개 백화점에 입점하였고 직영점 매출 확대를 통한 시판(B2C) 매출비중을 기존 20%에서 50%대로 높인다는 전략이다.

리바트도 온라인 쇼핑몰(리바트몰, 케이티오, 하움)을 2012년 런칭하였고, 논현/목동 등 4개의 직영점을 갖췄다.

다만, 제품 라인업과 가격대별 대응, 온라인 쇼핑몰 대응과 점포수에서 한샘에 뒤처져 B2C 시장에서의 분발이 요구되고 있다.

## LG하우시스 - 지인(Z:IN)으로 B2C 비중 확대 전략

LG하우시스는 B2C 매장 확대, 친환경 소재 개발, 10년 A/S보장, 디자인 개선 등으로 이케아의 국내 진출에 대비하고 있다.

- 1) 2011년 업계 최초로 매장형 창호 전문점 도입, 전국 130개 Z:IN Window Plus 매장 보유하고 있으며, 전국 200개 규모로 늘려나갈 계획이다.
- 2) 친환경 소재를 지속 출시하여 저가 제품과의 차별화를 꾀하고 있는데, 최근에는 프탈레이트(성기능 장애 일으키는 유해물질)가 없는 가소제를 사용한 친환경 표면마감재 인테리어필름을 개발했다.
- 3) 지인 윈도우플러스에서 고효율 완성창을 구입하면 최대 10년간 품질보증을 시행한다.
- 4) 예나 라킨, 베라 왕, 알렉산드로 멘디니, 카림 라시드 등 해외 유명 디자이너와 협업하여 벽지, 창호 디자인을 업그레이드 하고 있다.

## KCC - 홈씨씨로 B2C 비중 확대 전략

KCC는 그동안 특판시장(건설사에 B2B로 납품)을 중심으로 영업하였으나, 자사의 인테리어 전문 매장인 홈씨씨(인전점, 목포점)와 중소기업의 파트너십을 통해 건축자재를 합리적인 가격에 제공하고 있다. 2013년 1월 현재 홈씨씨 파트너스 업체수는 3,300개로 증가하였다.

또한 홈씨씨(www.homecc.co.kr)를 런칭하여 맞춤형 인테리어 서비스를 제공하고, 3D 인테리어 디자인을 직접 시뮬레이션 하고 견적까지 받아볼 수 있게 하였다. 또한 인터파크와 제휴를 시간이 부족할 때 맞이 부부 등에게 인테리어서비스를 제공하고 있다.

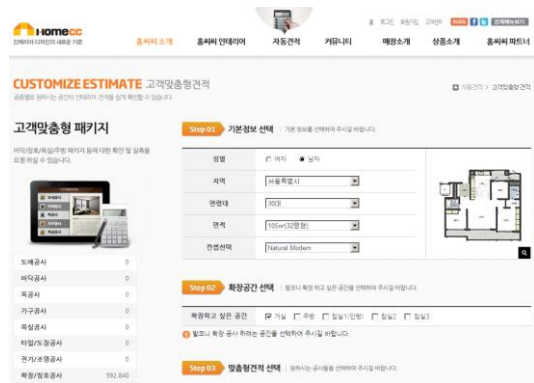
다만, KCC의 직영 홈씨씨 매장은 접근성이 낮고, 홈씨씨 홈페이지는 최근 TV광고까지 하면서 인지도를 높이고 있기는 하지만, 표준화되기 어려운 인테리어 시장에서 소비자의 니즈를 어떻게 충족시킬 수 있을지 의문이다.

### 홈씨씨 매장



자료: KCC

### 홈씨씨 인테리어 견적 사이트

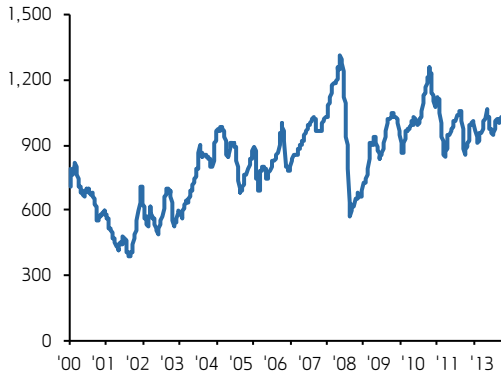


자료: homcc.co.kr

## 건축자재 원재료 동향

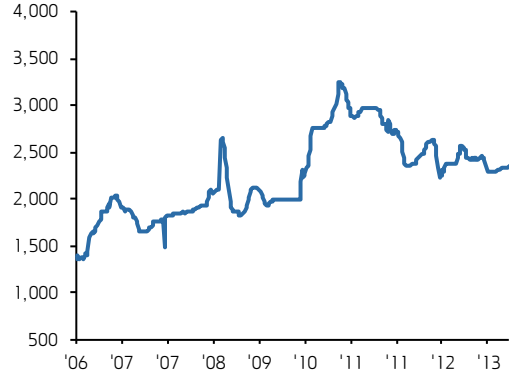
창틀이나 바닥재를 만드는데 사용되는 PVC가격은 큰 변동을 보이지 않고 있고, 인조대리석 등 투명소재에 사용되는 MMA가격은 2010년 이후 하락추세에 있어 건자재 업체에는 원가 부담을 낮추는 요인으로 작용하고 있다.

PVC가격 추이



자료: 켈로커스, 키움증권정리

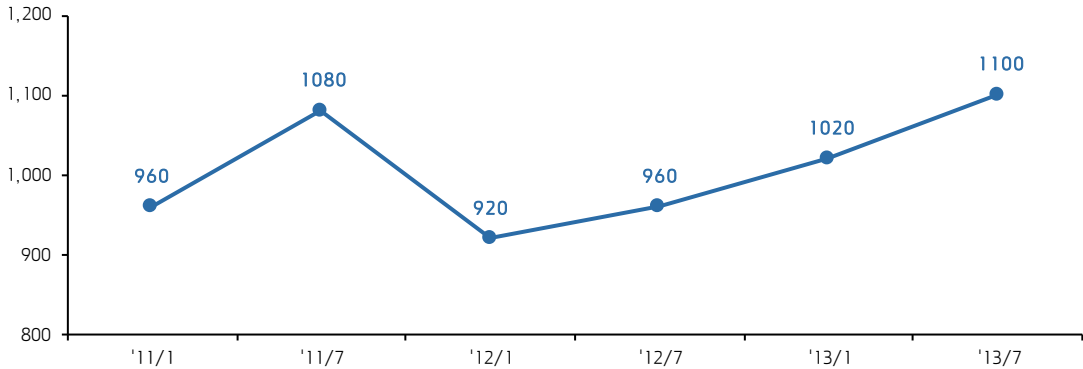
MMA가격 추이



자료: 켈로커스, 키움증권정리

반면, 중국과 미국 등의 부동산시장 호황으로 국제 목재가격은 상승 추세이고, 이는 가구 업체나 목재를 바탕으로 합판, MDF, PB를 생산하는 목재업체에는 원가부담요인으로 작용하고 있다.

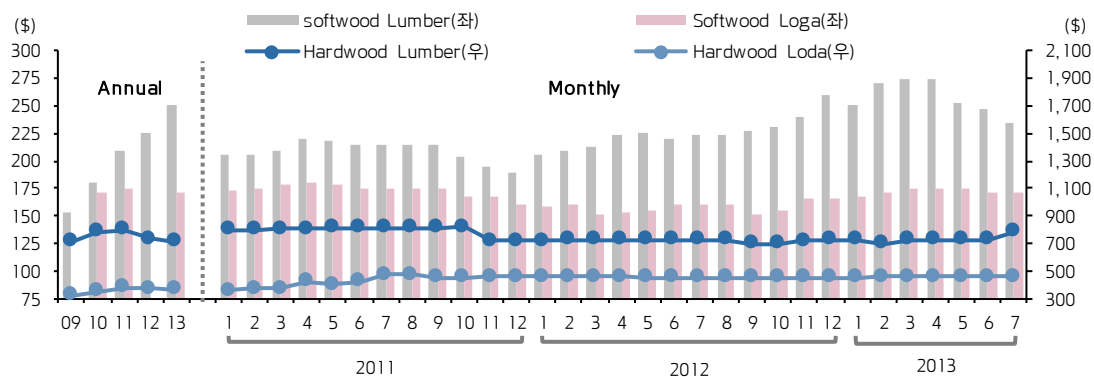
국제 목재가격 (미국산, 험록 28cm이하 기준)



자료: 산림청, 키움증권정리

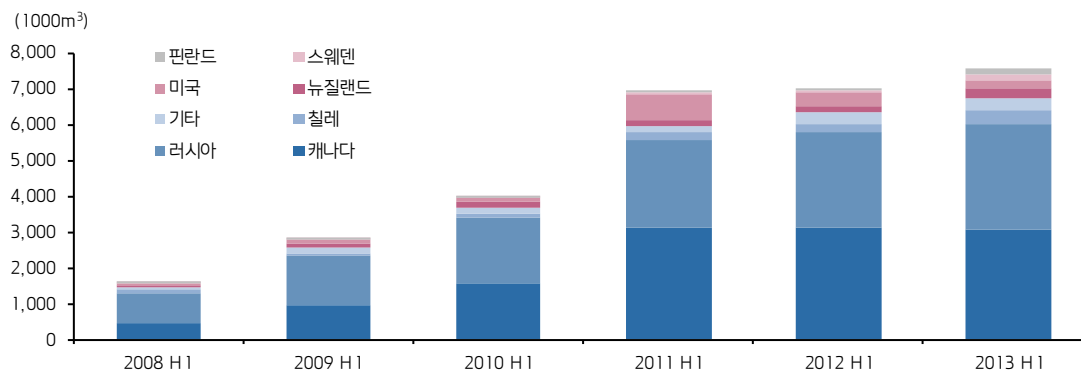
다만, 중국의 수입목재 가격추이는 2013년 1분기를 정점으로 하락추세로 변하고 있다. 이는 중국이 국제 목재가격 상승을 피해 뉴질랜드, 칠레, 아르헨티나 산 목재를 적극적으로 수입했기 때문이다. 국내에서 한솔홈데코가 뉴질랜드에 보유한 대규모 조림지에서 2015년부터 목재를 판매할 계획이다.

### 중국의 수입산 목재 가격 동향



자료: CC, Wood market, 산림청, 키움증권정리

### 중국 목재 수입국 breakdown



자료: CC, Wood market, 산림청, 키움증권정리

## IV. 건자재 업종 퀀트 분석

### >>> 건자재 업체 실적 비교

#### 상반기 실적 요약

건자재 업체들은 대체로 2분기가 성수기이다. 날씨가 좋기 때문이며, 대체로 안정적인 원가와 제한적인 경쟁구도 속에 당사 기준 커버리지 건자재업체(LG하우시스, KCC, 한샘, 성신양회, 아세아시멘트, 노루홀딩스, 삼화페인트)들은 양호한 실적을 기록하였다.

그 외에도 시멘트 전 업체, 페인트 전 업체, 벽산, 리바트, 한솔홈데코 등이 호전된 2분기 실적을 기록하였다.

#### 상반기 별도 실적 요약 (단위: 억원)

| 주요 지표         | 매출액          |              | 영업이익        |            | 순이익         |            | EV           |               |
|---------------|--------------|--------------|-------------|------------|-------------|------------|--------------|---------------|
|               | 1Q           | 2Q           | 1Q          | 2Q         | 1Q          | 2Q         | 시가총액         | 순현금           |
| LG하우시스        | 5,040        | 5,877        | 208         | 393        | 133         | 326        | 11,778       | -1,896        |
| KCC           | 6,276        | 7,644        | 291         | 678        | 1,250       | 361        | 42,274       | -5,948        |
| 한샘            | 1,886        | 2,359        | 160         | 196        | 129         | 151        | 6,849        | 1,198         |
| 에이스침대         | 415          | 419          | 84          | 94         | 106         | 77         | 1,715        | 256           |
| 리바트           | 1,357        | 1,317        | 8           | 53         | 16          | 16         | 1,472        | 91            |
| 에넥스           | 557          | 569          | 16          | 17         | 14          | 13         | 290          | -72           |
| 한국가구          | 21           | 28           | -3          | -2         | -2          | -2         | 207          | -6            |
| 보루네오          | 396          | 276          | -21         | -50        | -17         | -164       | 240          | -388          |
| 퍼시스           | 600          | 448          | 38          | 23         | 54          | 41         | 3,111        | 1,516         |
| 국보디자인         | 352          | 372          | 15          | 15         | 19          | 18         | 683          | 514           |
| 동화홀딩스         | 32           | 89           | -9          | 46         | -25         | 31         | 1,134        | -1,139        |
| 이건산업          | 336          | 320          | 3           | 16         | -9          | -6         | 941          | -987          |
| 한솔홈데코         | 486          | 585          | 2           | 27         | -6          | 23         | 1,136        | -968          |
| 이건창호          | 255          | 307          | -18         | -16        | -24         | -30        | 378          | -882          |
| 선창산업          | 572          | 713          | -28         | 20         | -42         | -0         | 626          | -707          |
| 벽산            | 579          | 650          | 37          | 69         | 28          | 52         | 1,160        | 378           |
| 대림통상          | 309          | 341          | -28         | 11         | -24         | 5          | 609          | -712          |
| 대림B&Co        | 239          | 275          | 1           | 7          | -5          | -2         | 251          | -489          |
| 아이에스동서        | 1,216        | 1,508        | 99          | 135        | 64          | 70         | 3,843        | -2,747        |
| <b>성신양회</b>   | <b>1,130</b> | <b>1,769</b> | <b>-144</b> | <b>271</b> | <b>-241</b> | <b>153</b> | <b>1,172</b> | <b>-5,974</b> |
| 한일시멘트         | 1,871        | 2,704        | 178         | 456        | -59         | 318        | 4,268        | -3,357        |
| 쌍용양회          | 3,068        | 3,720        | -79         | 269        | -357        | 85         | 5,514        | -10,527       |
| <b>아세아시멘트</b> | <b>727</b>   | <b>1,123</b> | <b>-34</b>  | <b>204</b> | <b>-28</b>  | <b>131</b> | <b>3,226</b> | <b>169</b>    |
| 동양시멘트         | 1,404        | 1,686        | 6           | 134        | -96         | 26         | 4,012        | -8,063        |
| 현대시멘트         | 608          | 1,038        | -58         | 284        | -108        | -151       | 244          | -4,096        |
| <b>삼화페인트</b>  | <b>841</b>   | <b>1,428</b> | <b>18</b>   | <b>126</b> | <b>18</b>   | <b>81</b>  | <b>2,222</b> | <b>-744</b>   |
| 노루페인트         | 858          | 1,161        | 12          | 70         | 5           | 47         | 1,131        | -1,532        |
| <b>노루홀딩스</b>  | <b>147</b>   | <b>28</b>    | <b>106</b>  | <b>-15</b> | <b>98</b>   | <b>-24</b> | <b>1,913</b> | <b>-288</b>   |
| 건설화학          | 710          | 944          | 49          | 95         | 47          | 91         | 1,856        | 666           |
| 조광페인트         | 386          | 492          | 8           | 38         | 9           | 72         | 696          | -415          |

자료: 키움증권 추정

주) 위 종목들은 주요지표에 따른 퀀트 분석을 위한 기초자료이며 투자 의견을 표시하지 않습니다

시가총액은 자사주 제외 우선주 포함한 수치임

상반기 연결 실적 요약 (단위: 억원)

| 주요 지표  | 매출액   |       | 영업이익 |     | 지배주주 순이익 |      | EV     |         |
|--------|-------|-------|------|-----|----------|------|--------|---------|
|        | 1Q    | 2Q    | 1Q   | 2Q  | 1Q       | 2Q   | 시가총액   | 순현금     |
| LG하우시스 | 5,890 | 6,989 | 240  | 463 | 136      | 358  | 11,778 | -4,951  |
| KCC    | 7,151 | 8,660 | 453  | 845 | 1,386    | 591  | 42,274 | -4,673  |
| 한샘     | 1,976 | 2,463 | 168  | 205 | 136      | 152  | 6,849  | 324     |
| 에이스침대  | 418   | 422   | 83   | 93  | 105      | 75   | 1,715  | 256     |
| 리바트    | 1,409 | 1,403 | 5    | 50  | 12       | 12   | 1,472  | 24      |
| 에넥스    | 570   | 588   | 11   | 13  | 10       | 9    | 290    | -124    |
| 한국가구   | 94    | 100   | 7    | 9   | 6        | 6    | 207    | 4       |
| 보루네오   | 396   | 276   | -28  | -51 | -25      | -146 | 240    | -389    |
| 퍼시스    | 600   | 448   | 38   | 23  | 54       | 41   | 3,111  | 1,516   |
| 국보디자인  | 360   | 405   | 15   | 19  | 20       | 22   | 683    | 112     |
| 동화홀딩스  | 1,148 | 1,199 | -28  | -14 | -61      | -45  | 1,134  | -4,842  |
| 이건산업   | 547   | 547   | 49   | 65  | 20       | 26   | 941    | -1,361  |
| 한솔홈데코  | 486   | 585   | 1    | 27  | 19       | 3    | 1,136  | -968    |
| 이건창호   | 315   | 372   | -15  | -13 | -27      | -28  | 378    | -1,084  |
| 선창산업   | 797   | 1,018 | -25  | 19  | -39      | -13  | 626    | -1,152  |
| 벽산     | 871   | 981   | 32   | 69  | 20       | 51   | 1,160  | -19     |
| 대림통상   | 358   | 396   | -21  | 4   | -20      | -6   | 609    | -786    |
| 대림B&Co | 239   | 280   | -7   | -2  | -13      | -11  | 251    | -533    |
| 아이에스동서 | 1,497 | 1,818 | 134  | 160 | 79       | 78   | 3,843  | -4,197  |
| 성신양회   | 1,167 | 1,830 | -146 | 273 | -243     | 152  | 1,172  | -6,012  |
| 한일시멘트  | 2,494 | 3,564 | 156  | 517 | -73      | 372  | 4,268  | -3,371  |
| 쌍용양회   | 4,310 | 5,414 | -91  | 493 | -432     | 217  | 5,514  | -12,505 |
| 아세아시멘트 | 2,277 | 2,870 | 11   | 353 | -28      | 188  | 3,226  | -1,105  |
| 동양시멘트  | 1,416 | 1,702 | -7   | 121 | -136     | -13  | 4,012  | -7,144  |
| 현대시멘트  | 683   | 1,040 | -104 | 285 | -180     | -150 | 244    | -3,457  |
| 삼화페인트  | 903   | 1,529 | 25   | 191 | 22       | 138  | 2,222  | -1,112  |
| 노루페인트  | 935   | 1,260 | 24   | 87  | 6        | 59   | 1,131  | -1,539  |
| 노루홀딩스  | 1,351 | 1,727 | 20   | 105 | 37       | 110  | 1,913  | -2,312  |
| 건설화학   | 845   | 1,114 | 67   | 124 | 70       | 122  | 1,856  | 748     |
| 조광페인트  | 393   | 501   | 8    | 39  | 15       | 43   | 696    | -429    |

자료: 키움증권 추정

주) 위 종목들은 주요지표에 따른 쿼트 분석을 위한 기초자료이며 투자 의견을 표시하지 않습니다

시가총액은 자사주 제외 우선주 포함한 수치임

## V. Not Rated 건자재 업체 간략 정리

### >>> 한일시멘트 – Not Rated

#### 2분기 실적 호조, 연간 영업이익 1,200억원에 달할 전망

시멘트 판매 단가는 지난해 인상되었고, 유연탄 가격은 지난해 130~160달러/톤에서 올해 100달러/톤 수준으로 하락하였다. 한일시멘트는 유연탄을 spot가격으로 도입하기 때문에 실적에 바로 연결된다.

2분기는 시멘트업 성수기로 동사는 연결기준 매출액 2,494억원, 영업이익 517억원, 순이익 372억원을 기록하는 호실적을 기록하였다.

3분기는 장마철과 추석연휴로 비수기임에도 영업이익이 200억원 이상을 기록할 것으로 전망하고 있으며, 올해 연간으로 영업이익이 1,200억원에 달할 전망이다. (연간 감가상각비 약 450억원)

#### 한일시멘트가 실적이 유독 좋은 이유

한일시멘트는 상반기 매출액 6,059억원을 기록하였는데, 이 중 시멘트는 2,027억원에 불과하고, 레미콘 1,725억원, 레미탈(몰타르) 1,210억원, 기타 1,316억원으로 타 시멘트 업체에 비하여 2차제품의 비중이 높다.

시멘트 부문이 영업이익률 16.0%를 기록한 것은 원가구조와 가동률이 업계 내 가장 우수하기 때문이며, 올해에는 내륙권 시멘트업체(한일 /성신: 단양공장)들이 세종시 등 중부권 건설물량 증가의 수혜를 보면서 실적이 호조를 보였다.

#### 한일시멘트 부문별 실적 (단위: 억원, %)

| 구분    | 매출액   | 영업이익 | EBITDA | 자산규모   |
|-------|-------|------|--------|--------|
| 시멘트부문 | 2,027 | 325  | 441    | 4,222  |
| 레미콘부문 | 1,725 | 114  | 141    | 4,258  |
| 레미탈부문 | 1,210 | 134  | 169    | 1,402  |
| 기타부문  | 1,316 | 101  | 280    | 886    |
| 연결조정  | -219  | 0    | -128   | 2,425  |
| 합계    | 6,059 | 674  | 903    | 13,193 |

자료: 한일시멘트, 키움증권 정리

동사의 레미탈 사업의 경우 시장점유율이 85%(나머지는 아세아시멘트)에 달하며, 영업이익률이 두자리수를 꾸준히 유지할 전망이다. 레미탈(몰타르)는 전체 시멘트 수요의 15% 수준으로 작지 않은 규모이다. 레미콘사업도 단가인상효과로 수익성이 개선되었다.

#### 자산가치도 매우 우수

한일시멘트는 과천시울랜드(한덕개발)지분 85.4%를 보유하고 있으며, 서울랜드는 비록 적자를 기록하고 있으나 순자산 602억원이고 부동산가치로는 유망하다. 그 외 SK케미칼 1.6%, 한국단자 4.9%, 고려제강 2.3%, 한일네트웍스(오늘과내일) 35.0%, 녹십자홀딩스 3.3%, 태영건설 0.7%, 대한항공 0.8%, 칸서스자산운용 22%, CCP 40% 등 지분을 보유하고 있으며 보유 주식의 장부가가 2,906억원에 달한다.

또한 한일시멘트는 반기말 보유하고 있는 투자부동산이 장부가로 1,816억원에 달하며, 특히 강남역 인근에 있는 한일시멘트 본사사옥은 80%를 외부에 임대를 주면서 월 20~30억원의 임대료를 받고 있어 자산가치는 장부가를 상회할 것으로 판단된다.

만약 EBITDA에 5배를 적용하고, 나머지 자산가치를 장부가로 합산한 후 순차입금 약 3천억원을 제외할 경우 적정한 시가총액은 약 8천억원에 달할 수 있겠다.

## >>> 리바트 - Not Rated

### 2분기 실적 요약

리바트는 2분기 매출액 1,403억원, 영업이익 50억원, 세전이익 51억원, 순이익 12억원을 기록하였다.

순이익이 크게 낮은 것은 정기 세무조사를 받았기 때문이며, 하반기에는 정상화될 것이다.

2분기 매출과 영업이익이 지난해 2분기에 비해 개선된 것은 현대백화점 계열에 인수되면서 B2C 비중이 다소 증가했기 때문으로 동사는 지속적으로 B2C 비중을 확대할 계획이다.

한샘과 리바트 2분기 실적 비교 (단위: 억원 %)

|              | 한샘    | 리바트   | 리바트/한샘 |
|--------------|-------|-------|--------|
| 매출액          | 2,463 | 1,403 | 57.0%  |
| B2C 비중       | 80%   | 30%   | 37.5%  |
| 영업이익         | 205   | 50    | 24.4%  |
| 영업이익률        | 8.3%  | 3.6%  | 42.8%  |
| 순이익          | 152   | 12    | 7.9%   |
| 순현금          | 324   | 24    | 7.4%   |
| 순자산          | 2,323 | 1,899 | 81.7%  |
| 시가총액 (자사주제외) | 6,876 | 1,425 | 20.7%  |

자료: 한일시멘트, 키움증권 정리

### 실적 앞으로 좋아질 전망

현대그린푸드가 29.2%를 보유하면서 현대백화점 계열에 편입된 리바트는 현재 현대백화점 6개 점포에 입점했고, 롯데백화점에도 2군데 입점했다. (현대백화점이 총 14개 점포이므로 앞으로 증가할 전망)

회사의 매출에서 가정용 인테리어가구의 비중은 1/4 수준이나 매출증가율과 이익기여는 절대적이다.

가정용가구의 매출액은 2006년 472억원에서 2012년 1,205억원으로 급증하였고, 올해도 두자리수 성장을 지속하여 한샘과 마찬가지로 호조를 보이고 있다.

가정용 매출의 50%이상은 대리점을 통해 이뤄지며, 나머지는 온라인과 백화점이 반반씩 구성하고 있다. 이익률은 사무용과 특판용은 1~2%의 매출이익률이지만, 가정용은 5%이상으로 추정된다.

그동안 B2B 판매비중이 높아(70%) 리바트의 이익률도 낮았으나, 가구에 대한 브랜드선호현상이 지속되면서 동사 역시 수혜를 보고 있다.

리바트는 올해 매출액이 5,600억원에 달할 전망이다 (가정용 1,600억원, 사무용 1,200억원, 특판 2,000억원 등), 지난해까지 수출비중이 5%이었으나, 코라오홀딩스를 통해 동남아시아 가구 시장에도 진출하면서 올해는 수출비중이 8%까지 상승할 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 아이에스동서 - Not Rated

## 건자재와 건설업을 동시에 영위, 차입금 감축이 필요함

아이에스동서의 2012년 매출구조를 보면, 건설이 47%, 요업 16%, 콘크리트파일 18%, 기타 19%로 다각화 되어 있다.

상반기 실적은 연결 매출액 3,315억원, 영업이익 294억원으로 회사측의 연간 실적 목표 매출액 6,795억원과 영업이익 522억원을 충족시킬 수 있는 수준이다.

아이에스동서 부문별 실적 추이 및 전망 (단위: 억원, %)

|       | 2010  | 2011  | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액   | 4,986 | 4,943 | 6,397 | 6,795 | 8,002 | 8,471 |
| 요업    | 848   | 946   | 1,012 | 1,078 | 1,134 | 1,215 |
| 콘크리트  | 997   | 1,095 | 1,178 | 1,111 | 1,159 | 1,220 |
| 건설    | 1,832 | 1,727 | 3,082 | 3,357 | 4,347 | 4,551 |
| 한국렌탈  | 1,177 | 1,005 | 937   | 988   | 1,033 | 1,084 |
| 삼흥테크  | 132   | 170   | 188   | 261   | 329   | 401   |
| 영업이익  | 403   | 318   | 334   | 522   | 653   | 940   |
| 요업    | 60    | 39    | -3    | 11    | 40    | 53    |
| 콘크리트  | -27   | 53    | 144   | 82    | 87    | 89    |
| 건설    | 250   | 89    | 82    | 296   | 383   | 638   |
| 한국렌탈  | 133   | 129   | 102   | 122   | 126   | 136   |
| 삼흥테크  | -13   | 8     | 9     | 11    | 17    | 24    |
| 영업이익률 | 8.1%  | 6.4%  | 5.2%  | 7.7%  | 8.2%  | 11.1% |
| 요업    | 7.1%  | 4.1%  | -0.3% | 1.0%  | 3.5%  | 4.4%  |
| 콘크리트  | -2.7% | 4.8%  | 12.2% | 7.4%  | 7.5%  | 7.3%  |
| 건설    | 13.6% | 5.2%  | 2.7%  | 8.8%  | 8.8%  | 14.0% |
| 한국렌탈  | 11.3% | 12.8% | 10.9% | 12.3% | 12.2% | 12.5% |
| 삼흥테크  | -9.8% | 4.7%  | 4.8%  | 4.2%  | 5.2%  | 6.0%  |

자료: 아이에스동서 가이던스, 키움증권 정리

아이에스동서(브랜드명 inus)는 요업부문 국내 M/S 1~2위 기업이며, 국내에서 리모델링 수요 증가와 중국 등 해외시장 진출을 통해서 성장을 추구하고 있다.

콘크리트파일부문은 대림산업 자회사인 대림S&C와 마찬가지로 강관을 대체하면서 성장을 하고 있으며, 국내 시장점유율은 약 20%, 영업이익률도 5~10%를 유지하고 있다.

건설부문은 2011년까지 주택사업을 줄이면서 외형이 감소하였으나, 2012년 이후 LH로부터 저렴하게 매입한 토지에서 주택사업을 확대하고 있고, 올해 9월 이후 부산 용호동에서 1.2조원짜리 자체 아파트 개발을 할 계획으로 2014년 이후 실적 전망이 우수하다. 올해에도 울산과 부산 등에서 아파트사업을 성공적으로 하여(분양률 97~100%) 건설부문의 실적이 양호하다.

동사가 54.7%지분을 보유하고 있는 한국렌탈은 무선단말기용 계측기기, 사무용기기 등 대여/판매 등의 사업을 영위하며 두자리수 이익률을 기록하고 있다.

동사가 100% 지분을 보유하고 있는 삼흥테크는 국내 최초의 양변기 비데업체이며, 아이에스동서에 인수된 이후 매출과 이익을 크게 끌어올리고 있다.

이렇게 다각화된 사업 포트폴리오의 실적 모멘텀은 우수하나, 현재 순차입금이 4,197억원에 달하여 부산용호동 자체개발 등에서의 이익이 차입금을 얼마나 줄이는지가 주가 상승에 관건이라고 보인다.

## >>> 한솔홈데코 – Not Rated

### 건자재 실적 호전과 뉴질랜드 조림사업 가치 긍정적

한솔홈데코는 1996년 전북익산에 국내 최대규모의 MDF공장 지으면서 사업을 시작했고, 국내 유일의 3 Layer Press를 보유하고 있다. 동사의 공장은 MDF 33만<sup>m</sup><sup>3</sup>, 마루 260만평, 제재목 15만<sup>m</sup><sup>3</sup>, 목분 2만톤을 생산할 수 있는 능력을 갖추고 있다.

지난해 매출액 약 1,900억원 (MDF 750억, 마루판 360억, 제재목 210억, 인테리어재 165억, 시공 150억 등)이며, 2013년 상반기 매출액은 1,071억원, 영업이익 29억원, 순이익 17억원 (2분기 영업이익 27억, 순이익 23억)이며, 연간 매출액 2,300억원, 영업이익 115억원을 가이던스로 제시하고 있다.

실적이 지난해보다 개선된 것은

- 1) 새집증후군 걱정 없는 친환경 MDF와 강화마루가 리모델링 수요 증가에서 수혜를 보였고, B2C 비중을 50%까지 높였기 때문이며,
- 2) 2013년 4월부터 가동이 시작된 열병합발전소에서 26억원의 스팀과 32억원의 전력을 생산하여 손익에 추가가 되었기 때문이다. 동사의 열병합발전소는 동사의 목재공장에서 발생하는 목재폐기물을 기반으로 하기 때문에 수익성이 우수하다.

### 순차입금이 많지만, 현금흐름은 양호

동사의 2분기말 연결 순차입금은 968억원이나, 상반기 순이자비용은 20억원에 불과했고, 이는 해외 조림사업 위해 정부에서 대출받아서 이자를 낮기 때문이다.

한솔홈데코는 총 투자비 397억원에 뉴질랜드에 라디에타 소나무 1996년부터 조림 (약 1만 헥타아르) 하였고, 한솔홈데코가 70%의 지분 (마오리족 30%)을 보유하고 있다.

일반적으로 목재는 조림한 후 20년 후부터 벌채가 가능하며 2015년부터 본격적인 벌채가 실시될 계획이다. 동사는 2031년까지 벌채를 할 수 있고, 이 기간동안 총 1조원의 매출과 1,500억원의 영업이익을 예상하고 있다. (연평균 매출액 600억원, 영업이익 90억원)

동사는 2012년 기존 1만ha에 이어 추가로 1만ha규모의 소나무 조림사업을 뉴질랜드에 신청하여 2014년부터 본격 조림에 나설 계획이다.

### 한솔홈데코의 뉴질랜드 조림사업



자료: 한솔홈데코

## &gt;&gt;&gt; 벽산 - Not Rated

## 국내 대표적인 건자재 업체

벽산은 내화단열재, 천장재, 내장재, 바닥재를 주력으로 하는 건축자재업체이다.

자회사로는 벽산페인트, 주방기기 업체인 하츠의 지분을 소유하고 있다.

벽산의 전방산업으로는 30%가 건축이고, 70%는 산업/조선용이다. 따라서 건축경기 불황에는 덜 영향 받고, 기존 건축시장이 불황이지만, 교체시장과 리모델링 시장은 성장하고 있기 때문에 실적은 안정적이다.

전국에 15년 이상된 노후 공동주택이 390만호이고, 계속 증가추세임에 따라 리모델링에 대한 수요가 증가할 것으로 전망하며, 특히 에너지 효율성을 개선시키는 건축자재를 생산하는 벽산에는 수혜가 예상된다.

벽산은 2013년 상반기 별도기준 매출액 1,230억원, 영업이익 106억원(2분기 69억원)을 기록하여 지난해 동기 104억원과 유사한 실적을 기록하였다. 올해 연간으로는 150억원~200억원의 영업이익이 기대된다. 이 경우 동사의 EBITDA는 240~290억원 수준이다.

## 벽산의 제품별 매출비중과 국내시장 점유율 (단위 %)

|                | 매출비중 | 국내시장점유율 | 제품 브랜드      |
|----------------|------|---------|-------------|
| 천장재            | 12%  | 25%     | 시스톤, 아스텍스   |
| 단열재 - 유리섬유     | 19%  | 29%     | 글라스울        |
| 단열재 - 미네랄울     | 14%  | 45%     | 미네랄울        |
| 단열재 - 유기질 스티로폼 | 11%  | 26%     | 아이소핑크       |
| 외장재            | 8%   | 83%     | 베이스패널       |
| 바닥재            | 7%   |         | 후로아시스템, 진마루 |
| 내장재            | 29%  | 22%     | 석고보드        |

자료: 벽산, 키움증권 추정

자회사 벽산페인트는 2012년 매출액 820억원, 영업이익 7억원, 순손실 26억원을 거두어 타 페인트 업체에 비하여 실적이 부진하다. 이는 자동차용 도로 등 수익성 있는 아이템 비중이 낮기 때문이다.

현재 법정관리중인 벽산건설이 벽산의 지분 10.7%를 소유하고 있어 단일 최대 주주이다.

그러나 벽산은 벽산건설의 지분을 0.2%만 보유하고 있고 채무보증을 하지 않아 벽산 재무상황에 악영향을 줄 것으로 판단하지 않는다.

참고로 벽산 및 페인트, 하츠의 생산설비는 장부가로 1,200억원이다.

## 벽산 NAV 산출식 (단위 %, 억원)

| 구분            | 항목                         | 지분율   | 시가총액, 장부가 |
|---------------|----------------------------|-------|-----------|
| 자회사           | 벽산페인트                      | 90.3% | 228       |
|               | 하츠                         | 46.3% | 415       |
|               | 기타                         |       | 30        |
|               | 지분가치 합계                    |       | 673       |
| 영업가치          | 2013년 예상 EBITDA 250억원 X 6배 |       | 1,500     |
| 기타            | 별도 순현금                     |       | 48        |
|               | 투자부동산                      |       | 200       |
| NAV           | 합계                         |       | 2,421     |
| 벽산 주당 NAV (원) | 자사주 제외한 보통주 5,917만주 기준     |       | 4,091     |

자료: 키움증권 추정

## >>> 건설화학 – Not Rated

### 페인트 2위권 업체

건설화학은 1945년 설립된 제비표페인트를 브랜드로 하는 페인트 2위권 (노루, 삼화, 건설) 업체이며, 국내 시장 점유율은 2013년 상반기 기준 13.5%(건설화학 분기보고서)이다.

동사의 도로 매출의 84%는 건축용이고, 자동차신차용이 13%, 공업/가전용이 2%로 노루홀딩스나 KCC, 삼화페인트에 비하여 건축용 비중이 절대적이다.

#### 우수한 자산가치

건설화학은 2013년 상반기말 별도기준으로 순현금 666억원이고, 연결기준 순현금은 748억원에 달하여 재무적으로 안정적이며, 현재 시가총액은 P/B 0.5배 수준이다.

동사는 강남화성 지분 41.3%, 케이피아이 39.9%, 강남건영 24.9%등의 지분을 보유하고 있고, 보유지분의 장부가는 1,419억원이다.

#### 상반기 실적도 우수

페인트의 원가 안정화와 낮은 경쟁 강도에서 동사는 안정적인 실적을 올리고 있으며, 2013년 상반기 연결 매출액 1,959억원, 영업이익 191억원, 순이익 193억원을 기록하여 하반기에도 유사한 실적을 유지할 경우 올해 예상 P/E는 5배 수준에 불과하다.

## >>> 조광페인트 – Not Rated

### 페인트 5위권 업체

조광페인트는 1967년 설립된 페인트 5위 업체이며, 국내 시장 점유율은 2013년 상반기 기준 5.4%(조광페인트 분기보고서 기준)이다.

동사는 상반기 매출액 878억원, 영업이익 46억원, 순이익 80억원을 기록하였다.

동사의 순이익이 영업이익을 상회하는 것은 조광 요턴 등 자회사로부터 배당금수익 51억원이 유입되었기 때문이다.

#### 조광 요턴의 가치 우수

조광요턴은 1988년 노르웨이의 Joton과 조광페인트가 50:50으로 합작 설립한 페인트업체이며, 2012년 매출액 2,378억원, 영업이익 195억원, 순이익 244억원을 기록하였다.

현재 조광페인트의 자산가치에서 보유지분의 장부가는 348억원이나, 이 중 조광요턴이 243억원으로 잡혀있고, 이를 만약에 배당금수익의 10배 수준인 510억원으로 재평가 할 경우 조광페인트의 보유지분가치는 615억원에 달하여 조광페인트 시가총액의 73%에 달하게 된다.

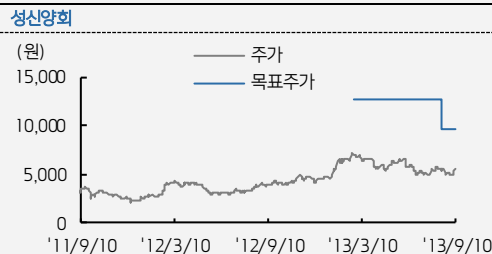
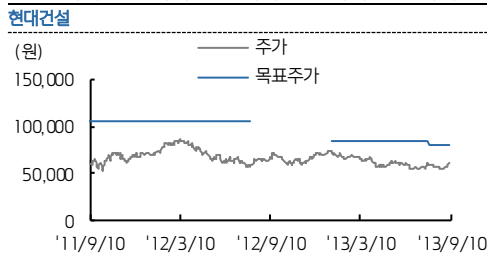
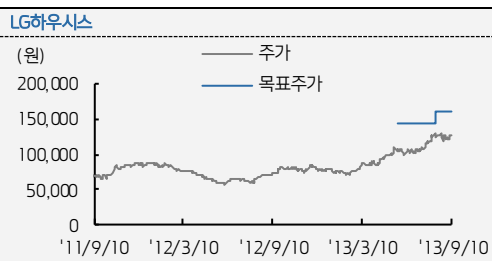
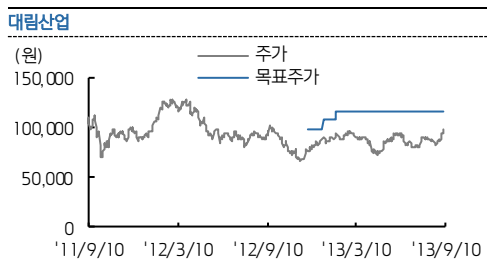
한편, 조광페인트는 별도기준 순차입금 415억원, 연결기준 순차입금 429억원으로 enterprise value는 약 1,300억원 수준이다. 여기에서 보유지분가치를 제외하면 본사의 영업가치는 700억원 수준으로 해석된다.

### 투자 의견 변동내역 (2개년)

| 종목명              | 일자         | 투자 의견                  | 목표주가     |
|------------------|------------|------------------------|----------|
| 대림산업<br>(000210) | 2012/12/04 | BUY(Initiate)          | 99,000원  |
|                  | 2013/01/03 | BUY(Maintain)          | 109,000원 |
|                  | 2013/01/29 | BUY(Maintain)          | 117,000원 |
|                  | 2013/02/14 | BUY(Maintain)          | 117,000원 |
|                  | 2013/04/12 | BUY(Maintain)          | 117,000원 |
|                  | 2013/04/24 | BUY(Maintain)          | 117,000원 |
|                  | 2013/04/29 | BUY(Maintain)          | 117,000원 |
|                  | 2013/05/27 | BUY(Maintain)          | 117,000원 |
|                  | 2013/07/04 | BUY(Maintain)          | 117,000원 |
|                  | 2013/07/24 | BUY(Maintain)          | 117,000원 |
| 현대건설<br>(00020)  | 2011/11/07 | BUY(Maintain)          | 106,000원 |
|                  | 2012/06/04 | BUY(Maintain)          | 106,000원 |
|                  | 2013/01/14 | BUY(Reinitiate)        | 84,700원  |
|                  | 2013/01/28 | BUY(Maintain)          | 84,700원  |
|                  | 2013/02/14 | BUY(Maintain)          | 84,700원  |
|                  | 2013/04/29 | BUY(Maintain)          | 84,700원  |
|                  | 2013/07/04 | BUY(Maintain)          | 84,700원  |
|                  | 2013/07/29 | BUY(Maintain)          | 80,000원  |
|                  | 2013/08/29 | BUY(Maintain)          | 80,000원  |
|                  | 2013/09/10 | BUY(Maintain)          | 80,000원  |
| 삼성물산<br>(000830) | 2011/11/07 | BUY(Upgrade)           | 100,000원 |
|                  | 2012/06/04 | BUY(Maintain)          | 100,000원 |
|                  | 2013/01/30 | Outperform(Reinitiate) | 72,300원  |
|                  | 2013/02/14 | Outperform(Maintain)   | 72,300원  |
|                  | 2013/03/14 | Outperform(Maintain)   | 72,300원  |
|                  | 2013/03/28 | Outperform(Maintain)   | 76,200원  |
|                  | 2013/04/29 | Outperform(Maintain)   | 76,200원  |
|                  | 2013/07/04 | Outperform(Maintain)   | 65,000원  |
|                  | 2013/07/26 | Outperform(Maintain)   | 63,000원  |
|                  | 2013/09/10 | Outperform(Maintain)   | 63,000원  |
| 태영건설<br>(009410) | 2013/02/14 | BUY(Initiate)          | 7,700원   |
|                  | 2013/04/24 | BUY(Maintain)          | 8,300원   |
|                  | 2013/07/04 | BUY(Maintain)          | 8,300원   |
|                  | 2013/09/10 | BUY(Maintain)          | 8,300원   |

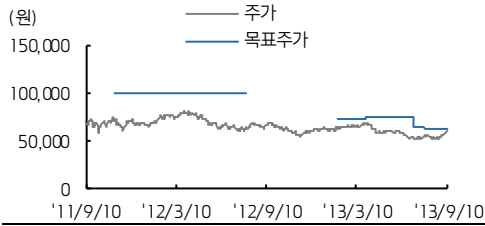
| 종목명                | 일자         | 투자 의견         | 목표주가     |
|--------------------|------------|---------------|----------|
| LG하우시스<br>(108670) | 2013/05/22 | BUY(Initiate) | 143,000원 |
|                    | 2013/08/07 | BUY(Maintain) | 161,000원 |
|                    | 2013/09/10 | BUY(Maintain) | 161,000원 |
| 성신양회<br>(004980)   | 2013/02/22 | BUY(Initiate) | 12,700원  |
|                    | 2013/08/14 | BUY(Maintain) | 9,700원   |
|                    | 2013/09/10 | BUY(Maintain) | 9,700원   |
| 한샘<br>(009240)     | 2013/05/22 | BUY(Initiate) | 36,000원  |
|                    | 2013/07/18 | BUY(Maintain) | 45,000원  |
|                    | 2013/09/10 | BUY(Maintain) | 45,000원  |
| 아세아시멘트<br>(002030) | 2013/08/02 | BUY(Initiate) | 158,000원 |
|                    | 2013/09/10 | BUY(Maintain) | 158,000원 |
| KCC<br>(002380)    | 2013/08/27 | BUY(Initiate) | 520,000원 |
|                    | 2013/09/10 | BUY(Maintain) | 520,000원 |
| 노루홀딩스<br>(000320)  | 2013/08/27 | BUY(Initiate) | 28,000원  |
|                    | 2013/09/10 | BUY(Maintain) | 28,000원  |
| 삼화페인트<br>(000390)  | 2013/08/27 | BUY(Initiate) | 14,500원  |
|                    | 2013/09/10 | BUY(Maintain) | 14,500원  |

### 목표주가 추이 (2개년)



## 목표주가 추이 (2개년)

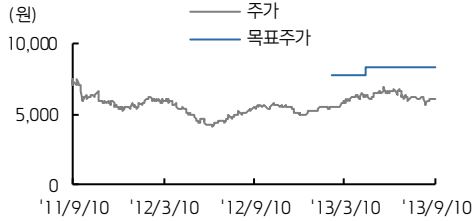
### 삼성물산



### 한샘



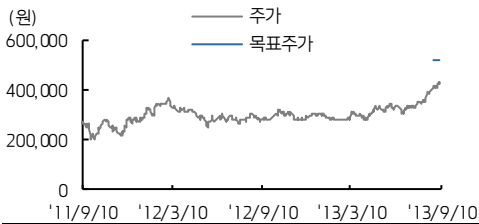
### 태영건설



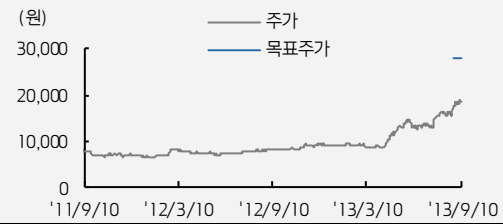
### 아세아시멘트



### KCC



### 노루홀딩스



### 삼화페인트



## 투자 의견 및 적용 기준

| 기업                     | 적용 기준(6개월)               | 업종                 | 적용 기준(6개월)            |
|------------------------|--------------------------|--------------------|-----------------------|
| Buy(매수)                | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상    | Overweight (비중확대)  | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상  |
| Outperform(시장수익률 상회)   | 시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상 | Neutral (중립)       | 시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상 |
| Marketperform(시장수익률)   | 시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상 | Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상  |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상 |                    |                       |
| Sell(매도)               | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상    |                    |                       |