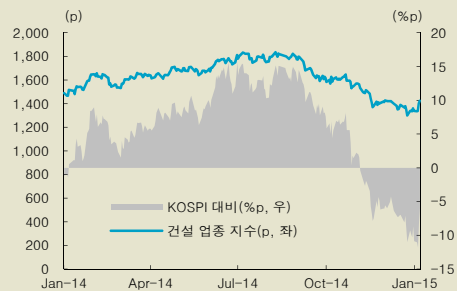


비중확대(유지)

종목	투자조건	목표주가
현대산업(012630)	매수	50,000 원
한국토지신탁(034830)	매수	4,800 원
KCC(002380)	매수	680,000 원
한샘(009240)	매수	193,000 원(상향)
LG 하우시스(108670)	매수	210,000 원
한일시멘트(003300)	매수(분석재개)	210,000 원
한미글로벌(053690)	Not rated	-

12개월 업종 수익률



자료: WISEfn-WICS

이경자 3276-6155  
kyungja.lee@truefriend.com

안형준 3276-4460  
hyungjoon@truefriend.com

저성장 시대 마지막 변수, 재건축과 임대주택

저성장과 가격 조정기, 주택교체와 임차수요 강세

향후 주택가격의 폭등도, 구매력의 획기적 개선도 기대하기 어렵다. 정부의 대안은 재건축과 임대주택 확대다. 재건축으로 노후주택 문제를 해소하고 주택가격을 방어하며 임대차 시장을 양성화해 주거안정을 꾀하겠다는 것이다. 대량 공급수단인 택지지구 지정을 폐지하고 분양가 상한제 폐지와 재건축 초과이익 환수제 유예를 선택한 것은 신규매입보다 주택교체와 임차수요의 강세 가능성에 기반한다.

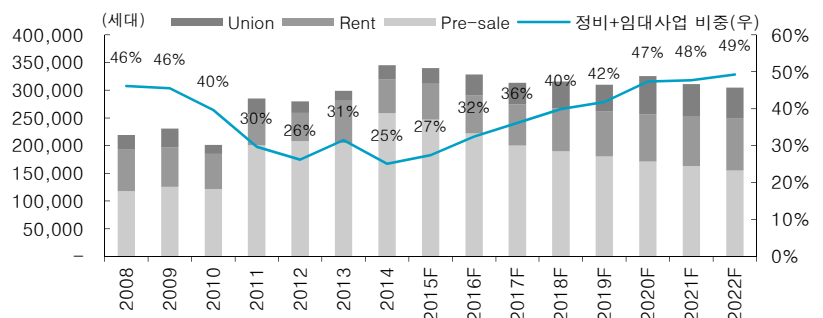
재건축과 임대주택이 신규 주택 공급을 대체

규제 완화로 아파트 재고 1,200만세대 중 연한 단축 혜택세대 61만세대를 포함하면 2021년까지 95만세대의 재건축 추진이 가능하다. 그러나 당장 재건축 착공이 급증하기는 어렵다. 구역지정부터 착공까지 5년 이상 소요되고 서울에서 사업성 좋은 저층 아파트는 4만세대에 불과하며, 이주수요가 집중되지 않게 인허가 시기를 조절하기 때문이다. 재건축 착공은 2014년 연 3만세대에서 2020년 6만세대로 임대주택은 6만세대에서 9만세대로 증가할 것으로 추정한다. 신규 분양은 감소하나 20%에 불과하던 재건축과 임대주택의 공급비중이 47%로 상승하며 그 공백을 메울 것이다. 이는 연간 총 공급량 약 30만세대를 유지하는 수단이다.

저성장 시대에 핵심가치는 비용 절감

노후주택과 월세 전환 가속화 속에서 핵심가치는 비용절감 역량이다. 재건축 시공사로는 현대산업처럼 재무여력이 있고 강남권 비중이 큰 업체가 유리하다. 또한 조합원의 부담금 절감 방안을 제시할 수 있는 신탁업/CM(건설관리) 등 신 밸류체인 태동도 예상된다. 한국토지신탁은 재건축으로 영역 확대를 추진 중이다. 건자재 업체는 가장 보편적인 수혜를 누릴 것이다. 시간과 비용을 적게 들이며 주거의 질을 개선하는 리모델링의 성장성은 유효하다. 재건축 추진세대가 총 주택의 5%에 불과해 지금은 재건축과 리모델링이 상충되기보다 동반 성장이 가능한 시기다. B2C 경쟁력과 고기능 제품군을 확보한 한샘, KCC 등이 유망하다.

유형별 주택공급 장기 전망



자료: 국토해양부, 한국투자증권

## Sector report focus

### □ 리포트 작성 목적

- 2014년 부동산 '3법' 통과와 재건축 가능 연한 단축, '기업형 민간 임대사업 활성화 방안' 발표 등으로 중장기 주택시장에 미칠 영향 점검
- 재건축과 임대주택 공급 확대에 따른 장기 주택 공급 추정

### □ 핵심 가정 및 valuation

- 정부의 주택 정책은 주택 노후화를 해결하기 위한 재건축과 주거 안정을 위한 임대사업 확대에 요약
- 2015~2020년, 연 3만~6만세대의 재건축 착공 추정
- 1) 전국 재건축 추진 34.5만세대, 재건축 연한 단축 혜택 61만세대, 2) 강남/양천권 재건축 추진 15.4만세대, 연한 단축 혜택 5.0만세대, 3) 강남/양천권 재건축 추진 세대는 2015년부터 8년간 공급, 4) 기타 지역은 매년 재건축 추진 세대의 3% 착공 전환 가정
- 임대주택 공급은 2015~2020년, 연 6~9만세대 공급 가정
- 신규 분양은 2014년 25.8만세대를 정점으로 2022년 15.4만가구로 하락 전망. 그러나 재건축과 임대주택 비중 확대에 주택 공급 총량은 연 30만세대를 장기간 유지할 전망

### □ 시나리오(민감도) 분석

- 노후 주택 해결 수단으로 리모델링 확대 예상. 대표 업체인 한샘의 부엌 시장은 주택 노후화와 함께 성장. 현재 부엌 잠재 시장은 노후주택 8백만세대 기준으로 약 16.1조원으로 추정, 한샘의 침투율은 3.4% 가정
- 한샘의 침투율 0.1%p 변동 시 영업이익은 50억원, 부엌 잠재시장 규모가 1조원 변동 시 영업이익은 110억원 변화

〈표 1〉 부엌 잠재시장과 침투율에 따른 한샘의 영업이익의 민감도 (단위: 십억원)

잠재시장/침투율	3.2%	3.3%	3.4%	3.5%	3.6%
14,061	108	113	118	123	128
15,061	119	124	129	134	139
16,061	130	135	140	145	150
17,061	141	146	151	156	161
18,061	152	157	162	167	172
19,061	163	168	173	178	183

자료: 한국투자증권

### □ 위험 / 기회 요인

- 경기침체, 주택가격 급락 시 재건축과 임대사업 추진 난항
- 이는 건설사/디벨로퍼/건자재 등 주택 밸류체인 전반에 리스크

### □ 산업의 주요 특징

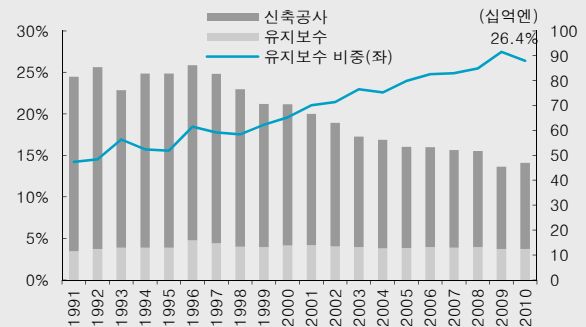
#### 1) 노후주택 해결의 수단, 재건축

- 규제 완화로 재건축 사업의 매력 확대. 착공까지 평균 5년이 걸리고 수익성 높은 서울의 저층 아파트는 4만세대에 불과하며 정부의 인허가 시기 조정으로 단기에 착공이 급증하기는 어려우나, 2020년까지 장기적으로 주택 공급 총량을 유지하는 수단으로 작용할 것
- 시공사로는 재무여력이 있으며 강남권 비중이 높은 업체가 실질 수혜 - 현대산업
- 가격 조정기에 사업비 절감이 가능한 새로운 밸류체인 태동 - 한국토지신탁과 한미글로벌 등 신탁업이나 CM(건설관리)에 주목

#### 2) 임대시장 양성화, 거스를 수 없는 월세전환

- 주택 1,900만호 중 740만호가 개인간 거래
- 임대시장 양성화를 위해 기업형 민간임대 사업 확대 추진. 다양한 인센티브로 민간자본을 유치해 중산층 주거안정 확보
- 장기적으로 전세의 월세 전환 가속화를 의미. 건설사의 수익원 다변화와 세입자의 합법적인 주거 관리 혜택 등, 일본과 유사한 변화 예상. 가격 경쟁력과 강력한 유통망에 기반한 한샘이 대표적 수혜

### 일본 주택의 유지보수 및 신축공사 시장 추이



자료: 일본국토교통성

#### 3) B2B 건자재의 품질 업그레이드

- 의정부 아파트 화재사고로 건축물 안전강화. 6층 이상 건물은 불연/난연재 마감 시공 의무화. 수혜는 해당 시장을 과점한 KCC, 벽산
- 궁극적으로 주택 총량 공급은 연 30만세대를 유지할 전망이어서 B2B 건자재의 Q 방어 예상. 건자재의 전반적 수혜가 예상되며 우선순위는 B2C 기반, 고기능 건자재 제품군 등을 확보했거나, 원가 하락 수혜가 가능한 업체. KCC>한샘>한일시멘트 순으로 추천

### □ 동종 기업 비교

- 노후주택과 월세전환 가속화, 건축물 안전강화에 대응하는 밸류체인 의 성장성 감안시 저평가 [5p참조]

# Contents

<b>I. Investment summary</b> .....	<b>2</b>
1. 주택정책 review	
2. 일본 시장 review 와 주택 대량 공급 시대의 종언	
3. 디벨로퍼/신탁업/CM/건자재	
<b>II. 노후주택의 해결 수단, 재건축</b> .....	<b>6</b>
1. 재건축이 신규 주택공급을 대체	
2. 시공사는 재무여력 있는 업체로 - 현대산업	
3. 새로운 밸류체인 - 신탁회사와 CM	
<b>III. 월세 시대에 중산층 주거안정의 수단</b> .....	<b>19</b>
1. 기업형 민간임대 사업	
2. 건설사의 관심 증가, 점진적 변화 예상	
3. 분명한 것은 임차인 위주의 시장 정착	
<b>IV. 안전한 주거를 위하여</b> .....	<b>23</b>
1. 한샘 - 노후주택 해결의 강력한 방안	
2. KCC/벽산 - 건축물 안전 강화의 수혜	
3. B2B 건자재 - 주택 공급 총량은 한동안 유지	
<b>용어해설</b> .....	<b>29</b>
<b>종목분석</b> .....	<b>31</b>
현대산업(012630)	
한샘(009240)	
한국토지신탁(034830)	
한일시멘트(003300)	

## I. Investment summary

### 1. 주택정책 review

부동산 3법 통과로  
시장을 지배해 온  
대부분 규제 풀려

2014년 12월 말, ‘부동산 3법’이 통과되며 2005년부터 시장을 지배해왔던 대부분의 부동산 규제가 풀렸다. 더불어 중산층 주거 안정을 위해 지난 1월, 정부는 ‘1/13 기업형 민간 임대 주택 개정안’을 발표했다. 부동산 3법의 주요 내용은 다음과 같다.

① 분양가 상한제 폐지: 공공택지에 공급되는 주택은 현행처럼 분양가 상한제를 의무 적용하되 민간택지에는 분양가 상한제를 폐지한다. 국토부는 이를 통해 수요자의 다양한 기호에 맞는 양질의 주택 공급이 활성화 되기를 기대한다. 분양가가 급격히 상승하지는 않겠지만 점진적인 상승은 불가피할 전망이다.

② 재건축 초과이익 환수제 3년 유예: 2014년 말까지 유예됐던 재건축 초과이익 환수제가 2017년까지 3년 추가 연장된다. 해당 유예 조치의 영향을 받을 것으로 예상되는 사업은 2014년 말 기준으로 전국 562개 재건축 사업 중 347개 구역, 18.4만가구로 추산된다. 이 중 수도권이 10.7만가구, 서울이 6.1만가구로 서울/수도권에 58%가 집중돼 있다. 이들 지역 위주로 사업성 개선과 재건축 활성화가 예상된다.

③ 재건축 사업 시 재건축 주택을 1채에서 3채까지 분양 허용: 과밀 억제권역에서 재건축 사업 시 기존에는 제한이 있었으나 3채까지 분양을 허용하기로 했다.

중산층 대상의 기업형  
임대주택 활성화 방안 발표

더불어 중산층 대상의 기업형 임대주택 활성화 방안도 제시했다. 이 모든 것은 주택 신축 시장의 저성장과 가격 조정기라는 큰 변화에 바탕을 두고 있다. 주택시장은 인구구조와 소비패턴의 변화에 따라 매우 서서히 변한다. 향후 주택가격 폭등도 어렵고 구매력의 획기적 개선도 기대하기 어렵다. 신규 매입수요보다 주택 교체와 임차 수요가 강세를 보일 가능성이 높은 시대다. 이러한 문제를 해결하기 위해 재건축과 임대차 시장 양성화 방안을 선택했다고 판단된다.

재건축과 임대주택을 통한  
주택 공급 총량 유지,  
주거 수준의 업그레йд

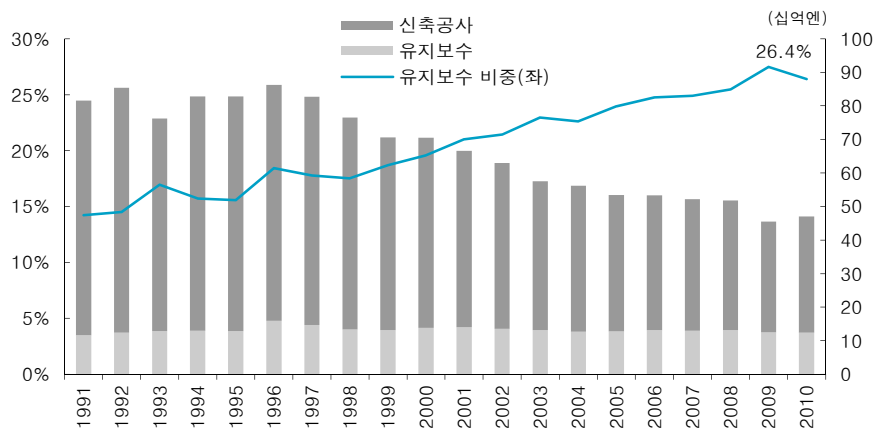
해당 정책과 최근 일련의 사태를 통해 우리가 예상하는 변화는 ① 재건축 활성화에 따른 주택 공급 총량 유지, ② 월세전환 가속화와 임대시장의 양성화, ③ 주거 수준의 업그레йд 등이다.

일본의 유지보수 시장의 구조적 성장, 유사한 노후 주택 문제를 겪고 있는 한국

## 2. 일본 시장 review 와 주택 대량 공급 시대의 종언

인구 감소와 노령화를 겪던 일본은 2000년대 초부터 신축 주택시장의 성장이 둔화되고 임대주택과 개보수 시장이 발달하기 시작했다. 2001년 경기 부양정책의 하나로 도시재생 정책이 발표됐다. 롯본기 힐스나 마루노우치 등이 이때 건설된 재건축 사업들이다. 또한 버블 붕괴 후 건설투자는 부진했지만 유지보수 시장은 규모를 유지해 건설투자액 대비 유지보수 비중은 증가했다. 2010년 이후 약 25%로 1990년대 초에 비해 두 배 가량 상승했다. 현재 한국의 환경은 20년 전의 일본과 유사하며 다양한 주거환경 변화를 수반할 것이다. 예상되는 변화는 다음과 같이 요약된다.

[그림 1] 일본 주택의 유지보수 및 신축공사 시장 추이



자료: 일본국토교통성

택지지구 지정 중단으로 대량 공급 시대 종언, 재건축으로 주택 교체 유도

① 주택 시장 내 재건축 비중 확대: 지난 9/1 대책에서 발표한 택지지구 지정 중단과 재건축 연한 완화는 2000년대 초 일본과 유사한 변화가 현실화 되고 있음을 의미한다. 대량 공급을 중단하고 도심 노후 주거지의 중소 규모 주택개발을 유도하는 것이다. 대규모 택지 공급 종료와 재건축 규제 완화로 향후 신축 시장에서 재건축의 비중이 커질 가능성이 높다. 물론 일부 지역을 제외하고는 재건축 사업의 수익성이 획기적으로 개선될 가능성은 낮아 2000년대 초와 같은 빠른 성장은 어렵다. 그러나 용적률과 세제 혜택 등 규제 완화로 도심에서 신규 주택을 공급하는 거의 유일한 대안은 재건축이 될 전망이다.

임대주택 양성화로 월세 전환 가속화

② 임대주택 양성화: 정부가 발표한 ‘기업형 민간 임대주택 활성화 방안’은 전세가격의 지속 상승으로 주거비 부담이 급격히 증가하고 있다는 문제에서 출발한다. 이를 해결하기 위해 임대주택 공급을 늘리는 방식을 선택했으며 정부 재원 부족으로 민간 자본 활용을 유도하고 있다. 또한 사적 거래 시장인 임대시장을 양성화시킬 경우 거래의 투명성이 보장돼 안정적 세제기반 마련과 정확한 주택 수급계획이 가능해진다.

노후주택의 개보수 확대

③ 노후 주택의 리모델링 확대: 노후 주택의 교체수요는 늘 존재한다. 재건축이 어려운 경우 차선책으로 리모델링이나 수선(주택 개조 및 리폼)시장의 성장이 확대될 전망이다. 특히 연령 10~30년의 노후 주택이 주요 대상이다. 지금까지는 재건축이 주거 리뉴얼의 거의 유일한 수단이었으나 향후에는 사업별 수익성에 따라 재건축, 리모델링, 리폼 등 다양한 방식이 도입될 것이다. 주거환경 개선에 대한 수요는 커지지만 자산가격이 상승할 가능성은 희박해졌고, 고령화로 시간과 비용이 적게 드는 리모델링과 수선 등의 방식이 추진될 가능성이 높다.

### 3. 디벨로퍼/신탁업/CM/건자재

#### 재건축과 임대주택으로 주택공급 유형 전환

정책변화와 주택 노후화로 주택공급 시장에서 신규 분양은 감소하고 그 공백을 재건축과 임대주택이 채울 전망이다. 그러나 재건축과 임대주택은 수익성이 중요하고 사업기간이 매우 길어 장기적이고 점진적으로 진행될 전망이다. 이들은 주택 공급의 총량을 늘리는 성장 드라이버라기보다는, 공급 유형의 전환으로 해석하는 것이 바람직하다. 주요 주택 공급 유형이 바뀌며 유망한 밸류체인도 변할 전망이다.

#### 재건축 사업에서 비용 절감의 방안을 제시할 수 있는 신탁회사와 CM 성장 예상

① 재건축 사업에서 신탁회사와 CM회사 등 새로운 밸류체인이 태동할 가능성이 높다. 2000년대 초에는 용적률 상승과 자산가격 상승이 맞물려 재건축은 조합원과 건설사에 막대한 수익을 안겨 주었다. 현재 수익성 높은 서울의 저층 아파트는 4.1만세대에 불과하다. 조합원들은 비용과 기대수익을 따져 합리적으로 재건축을 결정할 것이며 사업 과정의 투명성과 비용 절감이 최대 이슈가 될 것이다. 신탁회사와 CM업체는 비용과 리스크를 최대한 줄이며 주택 교체를 유도할 수 있다. 한국토지신탁은 차입형 신탁 유형으로 신규 분양 사업을 해 왔으나 올해 CM 업체와 함께 재건축 사업에 진출할 계획이다. 대표 CM 업체인 ‘한미글로벌’ 또한 재건축 수주 사업 진출 준비를 마쳤다. 이는 정비시장의 밸류체인이 시공사 우위에서 디벨로퍼/기술업체로 다변화되고 전문화됨을 의미한다.

#### 중산층을 위한 임대사업 육성 월세전환 가속화, 건설사의 수익 다변화, B2C 건자재의 구조적 성장

② 중산층을 위한 임대사업 육성으로 월세전환은 가속화될 전망이다. 가구와 건자재 등 주거 이용가치를 높이는 밸류체인의 성장성은 여전히 높다. 분양 일변도였던 건설사들의 수익 다변화도 예상된다. 대표적으로 한샘은 노후 주택에서 주로 교체되는 부엌/가구의 1위 업체로 그간 확보한 다수의 유통망을 기반으로 건자재 total solution provider로 성장할 가능성이 높다. 건설사들은 국내외 수주 환경 악화로 재건축 수주와 함께 임대주택을 수주 물량과 임대수입 확보 수단으로 공략할 전망이다.

#### 주택 공급 총량 유지와 건축물 안전기준 강화로 B2B 건자재의 Q 방어

③ 건축물 안전기준 강화와 주택공급 총량 유지로 B2B 건자재 업체의 장기 성장을 예상한다. 최근 잇따른 화재사고는 과도한 건축물 규제 완화의 후유증이다. 서울시는 최근 난연/불연 외벽 마감재 의무화 방안을 마련했다. 영세업자와 부실 건자재의 퇴출, 건자재 품질의 업그레이드가 예상된다. 분양가 상한제 폐지는 이를 돕는 요인이다. KCC와 벽산은 건축물 안전기준 강화의 최대 수혜주다. 신규 분양은 감소하나 재건축과 임대주택이 이를 상쇄해 B2B 건자재의 Q 성장은 견조할 것이다. 시멘트와 레미콘은 분명 사양산업의 한계가 있으나 적절한 가격 구조를 형성하기 시작했고 원가의 장기 하향 안정화로 재평가가 예상된다.

#### Top picks 는 현대산업과 KCC 중소형사는 한국토지신탁 유망

건설업 top pick으로 현대산업을 유지한다. 주택 공급 시장의 핵심가치가 양적 공급에서 질적 공급으로 이전하고 있다. 자산가격 상승기가 아닐수록 개발역량으로 ROE를 높일 수 있는 디벨로퍼의 역량이 요구된다. 현대산업은 강남권 내 재건축 시공권 확보에서도 앞서 있고 해외는 물론 PF 부실에서도 자유롭다. 안정적 재무구조는 이주비 지급보증 등, 유동성을 요구하는 정비사업에서 강점으로 작용한다. 중소기업사 중에서는 한국토지신탁이 유망하다. 재건축 사업의 진출로 새로운 성장기를 만들 전망이다.

#### 건자재의 보편적 수혜 예상 B2C 건자재>고기능 건자재> B2B 건자재 순 유망

건자재 top pick은 밸류에이션과 건축물 안전기준 강화, 원가하락 수혜 등을 감안해 KCC를 유지한다. 건자재 업종은 노후주택 문제와 월세전환 가속화로 구조적 성장이 가능한 B2C 건자재, 건축물 규제 완화에 따른 ASP 상승이 가능한 고기능 건자재, 장기적으로 주택공급 총량 유지에 따른 B2B 건자재 순으로 유망하다. 해당 업체는 한샘>LG하우시스>한일시멘트다.

<표 1> Valuation

(단위: 각국통화)

		현대산업	현대건설	한국토지신탁	한일시멘트	한샘	KCC	LEND LEASE GROUP	WORLEY PARSONS
		한국	한국	한국	한국	한국	한국	호주	호주
국가		한국	한국	한국	한국	한국	한국	호주	호주
증가	2015-01-29	43,450	44,150	3,665	162,000	151,500	549,000	17	10
시가총액	(USD mil)	3,061	4,594	865	1,142	3,332	5,397	7,721	1,901
매출액	2012	3,334	13,325	118	1,133	783	3,246	13,081	8,811
(백만, 각국통화)	2013	4,217	13,938	166	1,268	1,007	3,233	13,831	9,561
(십억원)	2014F	4,546	17,387	171	1,328	1,315	3,388	14,030	6,863
	2015F	4,893	18,913	183	1,399	1,557	3,528	15,510	6,579
영업이익	2012	103	760	62	76	47	199	359	490
(백만, 각국통화)	2013	(148)	793	68	140	80	232	911	392
(십억원)	2014F	208	959	82	133	110	280	832	438
	2015F	362	1,062	96	156	140	329	970	391
순이익	2012	(0)	510	47	(71)	39	445	549	322
(백만, 각국통화)	2013	(209)	504	52	80	61	248	823	247
(십억원)	2014F	89	420	62	101	84	309	618	264
	2015F	242	552	73	113	107	260	718	243
PER	2012	NM	15.3	7.0	NM	8.7	6.5	16.6	7.4
(x)	2013	NM	13.4	8.0	7.5	14.8	18.5	11.1	9.6
	2014F	31.9	11.7	15.1	10.0	24.7	17.4	15.8	9.0
	2015F	13.2	8.9	12.7	10.0	25.6	20.7	13.8	9.6
PBR	2012	0.7	1.7	1.0	0.3	1.6	0.6	2.1	1.1
(x)	2013	0.8	1.4	1.1	0.5	3.7	1.0	1.9	1.1
	2014F	1.3	0.8	2.1	0.8	7.0	1.1	2.0	1.1
	2015F	1.3	0.7	1.8	0.8	7.6	1.0	1.8	1.1
영업이익률	2012	3.1	5.7	50.5	6.7	6.0	6.1	2.7	5.6
(%)	2013	(3.5)	5.7	40.8	11.0	7.9	7.2	6.6	4.1
	2014F	4.6	5.5	47.9	10.0	8.3	8.3	5.9	6.4
	2015F	7.4	5.6	52.6	11.2	9.0	9.3	6.3	5.9
EPS 성장률	2012	적전	(25.5)	5.1	적전	2.5	46.0	9.2	(9.0)
(%)	2013	적지	(1.2)	8.9	흑전	59.0	(44.3)	49.0	(22.8)
	2014F	흑전	(16.7)	20.2	28.1	36.0	24.5	(29.6)	6.4
	2015F	171.4	31.4	17.5	11.7	28.1	(15.6)	14.7	(6.6)

자료: Bloomberg, 한국투자증권

## II. 노후주택의 해결 수단, 재건축

### 1. 재건축이 신규 주택공급을 대체

재건축 연한 10년 단축,  
1987~1991년 준공 아파트  
재건축 추진 가능

그간 재건축 사업은 담보 상태였다. 2000년 초부터 중반까지 가격 상승 기대감과 용적률 상승을 바탕으로 재건축 붐이 있었지만, 현재 재건축이 가능한 주거단지들은 이 두 가지 요건을 충족하는 경우가 많지 않기 때문이다. 이에 정부는 '부동산 3법'을 통해 재건축의 사업성을 보완했다. 분양가 상한제를 폐지해 재건축 사업에서의 일반 분양가를 높여 조합원 분담금을 낮출 수 있게 됐고 개발이익까지 3년 유예됐다. 더불어 2014년 9/1대책 후, 최장 40년을 적용 받던 재건축 연한은 30년으로 단축됐다. 이 경우 1987~1991년 준공된 단지의 재건축이 가능해진다. 본 자료에서 재개발은 추정에서 제외했는데 다수의 조합원이 개입돼 사업 추진이 매우 느리기 때문이다.

재건축은 강남/양천권 등  
일부 지역 위주로 추진 예상

현재 국내 재건축 추진 단지는 총 493개로 서울이 160개, 경기도가 62개다. 경기침체와 구매력 저하로 직접적 수혜 대상 지역은 강남/강동/송파/서초 등 '강남권'과 목동(양천권) 등 서울 일부 지역에 제한될 가능성이 높다. 강남권과 양천권의 재건축 추진 구역은 85구역으로 약 12.1만세대(건립 예정세대 기준)로 추정된다.

〈표 2〉 전국 재건축 추진 구역 수

(단위: 구역)

지역	전체 구역수	기본 계획	구역 지정	추진 위원회	안전 진단	조합설립 인가	사업시행 인가	관리처분 계획	이주/철거
전국	493	119	34	92	55	86	73	25	9
서울특별시	160	25	8	27	33	32	27	7	1
경기도	62	7	2	6	9	22	9	6	1
부산광역시	86	36	9	24	5	10	1	0	1
대구광역시	32	0	4	10	1	5	8	3	1
인천광역시	32	3	6	6	5	5	6	0	1
광주광역시	17	4	2	9	0	1	1	0	0
대전광역시	14	7	0	3	1	1	1	0	1
울산광역시	2	0	0	0	0	0	2	0	0
강원도	3	0	0	0	0	1	0	1	1
경상남도	45	24	0	4	0	2	11	3	1
경상북도	16	4	2	2	0	1	5	2	0
전라남도	1	0	0	0	0	0	0	1	0
전라북도	10	4	1	0	0	3	0	1	1
충청남도	10	5	0	0	0	2	2	1	0
충청북도	3	0	0	1	1	1	0	0	0

자료: 부동산 114

〈표 3〉 서울 지역별 재건축 추진 구역

(단위: 구역)

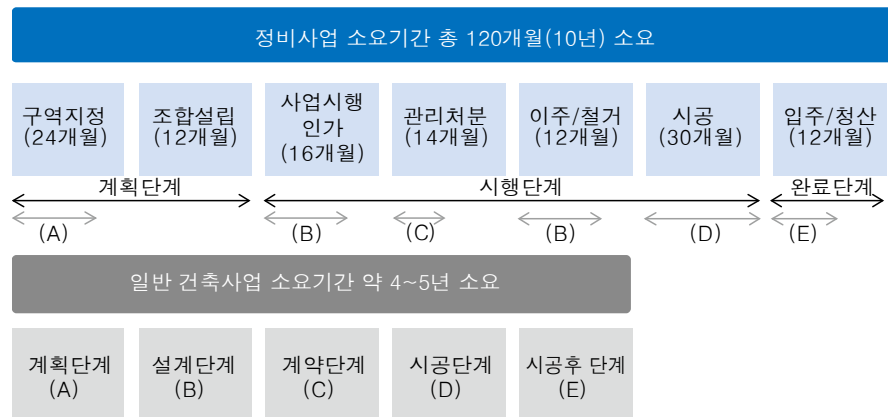
단지	구역수	기본 계획	구역 지정	추진 위원회	안전 진단	조합설립 인가	사업시행 인가	관리처분 계획	이주/철거
강남구	53	8	3	3	26	6	6	1	0
송파구	15	7	0	1	2	2	3	0	0
강동구	17	3	1	0	0	4	7	2	0
양천구	0	0	0	0	0	0	0	0	0
합계	85	18	4	4	28	12	16	3	0

자료: 부동산 114

당장 재건축 착공 급증은  
현실적으로 어려워...  
그러나 과거대비 속도는 개선

최근 장기간 지연됐던 ‘가락 시영’ 재건축의 일반 분양이 2015년 3분기 예정되며 강남권 재건축의 막이 올랐다고 판단된다. 그러나 이번 3법 통과로 2015년부터 당장 재건축 착공이 급증할 것으로 보기는 현실적으로 어렵다. ① 재건축은 구역지정부서 착공까지만 평균 78개월이 걸린다. ② 90년대 이후 지어진 중고층 아파트는 이미 용적률이 높아 재건축의 수익성을 면밀히 따져야 한다. 사업성 높은 서울의 저층단지 아파트는 40,646세대에 불과하다. ③ 재건축 사업에 따른 이주수요가 특정시기에 집중되지 않도록 인허가 시기 조정 방안이 마련될 계획이다. 그러나 과거에 비해 재건축 진행 속도는 분명 개선될 전망이다. 장기적으로는 재건축 활성화가 일부 지역의 집값을 견인할 가능성이 높다.

[그림 2] 정비사업의 사업단계와 소요 개월수



자료: 건설산업연구원

2015년부터 강남/양천권  
위주의 재건축 착공 가정,  
연 3~6만세대  
재건축 착공 추정

우리는 강남/양천권 위주의 재건축을 반영해 2015년부터 연간 3만~6만세대의 정비 사업이 이뤄질 것으로 추정한다. ① 전국 재건축 추진세대는 34.5만세대(현재 진행 중인 493구역에 구역 당 평균 700세대 가정), 재건축 연한 단축 혜택 세대는 61만세대, ② 강남/양천권 재건축 추진세대 15.4만세대, 연한단축 혜택 세대 5.0만세대, ③ 강남/양천권 재건축 추진 세대가 2015년부터 2022년까지 8년간 공급, ④ 기타 지역은 매년 재건축 추진 세대의 3%가 착공 전환될 것으로 가정했다.

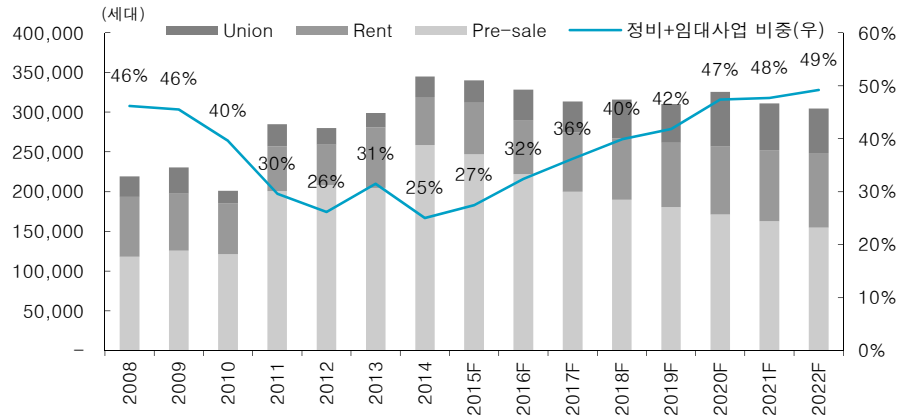
2015년 하반기부터는  
신규분양보다 재건축 위주로  
주택 공급 진행될 것

2014년 신규공급 물량(인허가 기준)은 총 34.5만세대로 전년대비 무려 15.4% 증가했다. 2015년 상반기에도 대부분 건설사들이 미착공 PF를 밀어내기 위해 최대한 분양을 늘릴 것으로 예상돼 2016년부터 입주물량이 다시 크게 증가하기 시작해 공급과잉 우려가 제기될 수 있다. 따라서 2015년 하반기부터는 신규 분양보다 재건축 사업 위주로 진행될 전망이다.

2017년부터 총 주택공급은  
30만세대로 수렴,  
주택 총량은 유지되나  
신규 분양 비중은 하락

2017년부터 총 주택공급은 30~31만세대에 수렴, 주택 총량기준으로는 2014~2015년이 공급의 정점이 될 전망이다. 일반분양 비중은 공공택지 개발 중단과 신규 주택 수요 저하로 2014년 75.0%를 정점으로 50~60% 수준으로 하향될 전망이다. 연평균 30만세대 수준의 주택공급을 유지하는 요인은 주택 교체에 따른 정비사업과 임대사업 물량이다. 특히 2018년부터 정비사업과 임대주택 비중이 커지는데 이는 세대수가 많은 양천구와 노원구의 재건축 가능 시기가 도래하기 때문이다. 재건축 연한이 2018년으로 앞당겨진 1988년 준공된 아파트 물량은 8.7만세대로 가장 크다.

[그림 3] 한국 주택 공급량 장기 추정



자료: 국토해양부, 한국투자증권

<표 4> 가정 1) 준공시기별 아파트 세대수

(단위: 세대)

	1987	1988	1989	1990	1991	총계
총계	27,747	87,064	37,480	16,988	25,156	194,435
서울	18,330	18,655	39,031	43,824	31,452	151,292
경기	11,184	12,213	20,109	29,439	18,319	91,264
인천	8,127	12,474	14,961	9,444	18,082	63,088
부산	4,103	1,470	10,433	13,629	11,383	41,018
대전	4,706	3,855	7,459	10,849	16,343	43,212
광주	2,135	1,114	4,118	10,046	12,315	29,728
충북	76,332	136,845	133,591	134,219	133,050	614,037

자료: 부동산 114

<표 5> 가정 2) 서울 내 재건축 연한 단축 혜택 세대

(단위: 세대)

단축연한(년)	재건축 가능 시기	노원구	도봉구	양천구	송파구	서초구	강남구	강동구	
1987	-2	2017	6,412	2,893	6,247	72	440	1,485	698
1988	-4	2018	34,197	6,360	13,751	11,782	3,120	1,564	1,249
1989	-6	2019	10,760	9,190	18	2,902	1,414	72	162
1990	-8	2020	3,259	4,639	156	450	172	54	537
1991	-10	2021	10,881	3,808	94	1,280	1,724	260	-
총계			65,509	26,890	20,266	16,486	6,870	3,435	2,646

자료: 부동산 114

<표 6> 가정 3) 재건축 추진과 연한 단축 혜택 세대

(단위: 세대)

	전국	강남/양천권
1) 추진 세대	345,100	154,724
2) 연한 단축 혜택 세대	610,000	49,703
1)+2) 잠재 시장	955,100	204,427

자료: 부동산 114

## 2. 시공사는 재무여력 있는 업체로- 현대산업

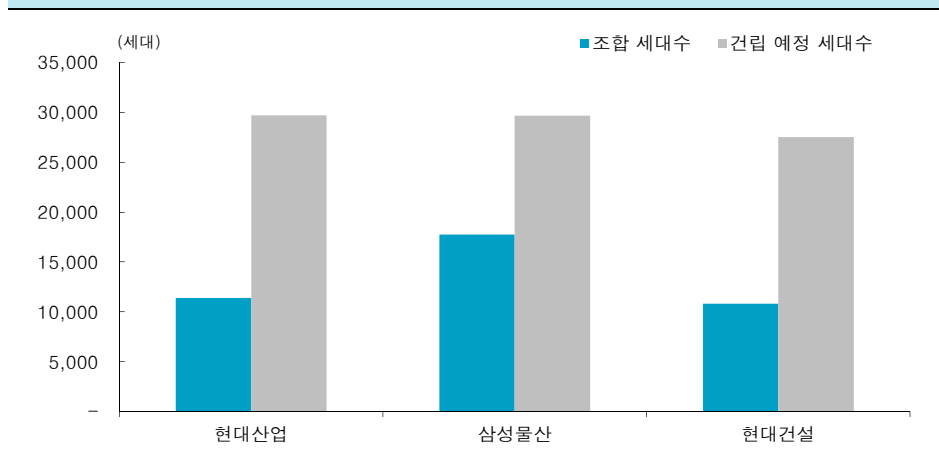
건설사, 신규 분양을 대체하는 수단으로 재건축 수주에 역점

건설사는 신규 분양을 대체하는 수단으로 재건축 수주에 역점을 둘 전망이다. 단기적으로는 강남권 위주로 재건축 사업이 진행되므로 해당 지역에서 시공권을 확보한 건설사의 물량 증가가 예상된다. 양천구는 그간 재건축 연한 단지가 아니어서 연한이 도래하는 2018년부터 시공사가 선정될 전망이다. 양천구는 강남권과 함께 사업성이 있다고 평가되는 소수 지역 중 하나다. 따라서 2015년 강남권 재건축 수주전은 더욱 가열될 것으로 보이는데 강남권에서의 사업 경험이 많을수록 양천권에서의 수주 확대가 용이하기 때문이다.

전통적으로 강남권 재건축에 현대산업>삼성물산>현대건설 강세 보여

전통적으로 강남권 재건축 시공사로는 삼성물산, 현대건설, 현대산업 등이 강세를 보여 왔다. 현재 강남권에서 건립 예정 세대수 기준으로 가장 많은 시공권을 확보한 건설사는 현대산업, 삼성물산, 현대건설 순이다. 현대산업은 조합 세대수는 상대적으로 적지만 저층 아파트 비중이 높은 강동구 비중이 커 총 건립 세대수가 많게 산출된다. 이를 기준으로 할 경우 현대산업과 삼성물산, 현대건설 등은 강남권에서만 약 7~8조원의 수주 물량을 확보한 것으로 추정된다.

[그림 4] 건설사별 강남권 시공권 확보



주: 현재 시공권을 확보한 건설사 기준이며 시공사 변경 가능성 있음. 권소시용 수주는 1/n 로 단순화해서 추정  
자료: 부동산 114

이주비 지급보증 부담과 조합원 선호도로 재무여력 높은 건설사로 재편

GS건설, 대우건설, 대림산업 등이 확보한 세대수는 약 1만세대 내외로 큰 편차는 없다. 그러나 최근 재건축 시공권이 위에 언급한 3대 건설사 위주로 재편되고 있는 이유는 정비사업의 경우 막대한 규모의 이주비 지급보증이 필요하기 때문이다. 이주비 지급보증이 기존 PF 지급보증처럼 시공사에게 크게 불리한 구조는 아니지만 재무여력이 없는 업체에게는 부담스러운 요인임에 틀림 없다. 또 조합원들의 시공사 선정 기준 중 하나로 건설사의 재무비율이 크게 작용하고 있다.

재건축이 시공사에 높은 마진을 보장하지는 않아 물량 확보 수단에 그칠 것

그러나 강남권 재건축이 시공사에게 높은 마진을 보장하지는 않는다. 일례로 지난 11월 분양한 대림산업의 '반포 아크로 리버파크'는 고분양가로 떠들썩했지만 실제 시공사의 수익성은 좋지 않았다. 대부분 장기 지연된 사업이 많아 조합 관리 비용과 금융비용 지출이 크기 때문이다. 건설사에게 재건축 사업은 단지 신규 분양을 대체할 물량 확보의 수단이다. 주택사업에서는 재건축에서 물량을 확보하고 자체사업이나 신규 분양에서 ROE를 높이는 전략이 필요하다.

〈표 7〉 강남권 시공권 확보 건설사

(단위: 세대)

지역	시공권 확보 건설사	총세대수	건립예정세대수
강남구	삼성물산	6,534	11,128
	현대건설	3,680	4,651
	GS 건설	5,052	5,541
	대우건설	-	-
	현대산업	2,750	3,747
	대림산업	384	454
	SK 건설	200	240
	롯데건설	998	1,110
송파구	삼성물산	4,264	9,934
	현대건설	2,200	6,340
	GS 건설	1,310	2,399
	대우건설	-	-
	현대산업	4,759	10,631
	대림산업	-	-
	SK 건설	-	-
	롯데건설	-	-
강동구	삼성물산	3,960	4,300
	현대건설	4,929	16,540
	GS 건설	972	2,234
	대우건설	2,349	12,474
	현대산업	3,663	14,919
	대림산업	-	-
	SK 건설	867	1,368
	롯데건설	890	12,965
서초구	삼성물산	2,997	4,296
	현대건설	-	-
	GS 건설	932	1,381
	대우건설	594	1,473
	현대산업	228	409
	대림산업	555	581
	SK 건설	320	320
	롯데건설	1,980	2,182
강남권 총계	현대산업	11,399	29,706
	삼성물산	17,755	29,658
	현대건설	10,809	27,531
	GS 건설	8,266	11,555
	대우건설	2,943	13,947
	대림산업	939	1,035
	SK 건설	1,387	1,928
	롯데건설	3,868	16,257

주: 현재 시공권을 확보한 건설사 기준이며 시공사 변경 가능성 있음. 권소시율 수주는 1/n 로 단순화해서 추정  
 자료: 부동산 114

〈표 8〉 강남구 재건축 현황

(단위: 세대)

읍면동	재건축단지명	사업단계	총세대수	시공사	준공연월	안전진단	조합설립인가	건축심의	사업승인
개포동	경남 1 차	기본계획	408		1984.03				
개포동	시영	사업시행인가	1970	삼성물산	1984.02	2004.06	2013.08		2014.06 2015/2 이주 예정
개포동	우성 3 차	기본계획	405		1984.12				
개포동	주공 1 단지	조합설립인가	5040	현대건설, 현대산업	1982.06	2003.06	2003.10	2014.05	건축심의 통과
개포동	주공 2 단지	사업시행인가	1400	삼성물산	1983.07	2004.06	2013.06		2014.05 2015/3 이주 예정
개포동	주공 3 단지	사업시행인가	1160	현대건설	1982.11	2004.06	2013.01		2014.05 건축심의 통과
개포동	주공 4 단지	조합설립인가	2840	GS 건설	1982.11	2004.06	2013.11		건축심의 통과
개포동	현대 1 차	기본계획	416		1984.04				
논현동	청학	조합설립인가	69		1976.12		1997.08		시공사 재입찰
대치동	개포우성 1 차	안전진단	690		1983.12	2014.03			조합설립 준비 중
대치동	개포우성 2 차	안전진단	450		1984.12	2014.03			조합설립 준비 중
대치동	국제	관리처분계획	200	SK 건설	1983.11	2010.09	2012.10		2013.12 2014/12 이주 중
대치동	선경 1 차	기본계획	644		1983.12				추진위원회 준비 중
대치동	선경 2 차	기본계획	390		1983.12				추진위원회 준비 중
대치동	쌍용 1 차	추진위	630		1983.03	2010			
대치동	쌍용 2 차	구역지정	364		1986.12	2010			
대치동	우성 1 차	구역지정	476		1984.01	통과			
대치동	은마	구역지정	4424	삼성물산, GS 건설	1979.07	2010.03			기본계획 변경 중
대치동	미도 1 차	안전진단	1204		1983.1				구역지정 신청 중
대치동	미도 2 차	안전진단	1232		1984.11				구역지정 신청 중
도곡동	삼익	추진위	247	삼성물산	1983.06	2004.06			1:1 재건축 추진 중
도곡동	삼호	기본계획	144		1984.01				
삼성동	상아 2 차	안전진단	480		1981.11	2002.07			조합설립 준비 중
삼성동	상아 3 차	사업시행인가	230	현대산업	1983.06		통과	2014.03.04	2015년 상반기 이주 목표
삼성동	진흥	기본계획	255		1984.07				
삼성동	홍실	조합설립인가	384	대림산업	1981.08	2002.01	2002.03		
압구정동	구현대 1 차	안전진단	480		1976.06	2014.03			
압구정동	구현대 2 차	안전진단	480		1976.06	2014.03			
압구정동	구현대 3 차	안전진단	432		1976.11	2013.03			
압구정동	구현대 4 차	안전진단	170		1977.05	2013.03			
압구정동	구현대 5 차	안전진단	224		1977.12	2014.03			
압구정동	구현대 6 차	안전진단	728		1978.1	2014.03			
압구정동	구현대 7 차	안전진단	560		1979.05	2014.03			
압구정동	대림아크로빌	안전진단	56		2004.02	2014.03			
압구정동	미성 1 차	안전진단	322		1982.07	2014.03			
압구정동	미성 2 차	안전진단	911		1987.12				
압구정동	신현대	안전진단	1924		1982				
압구정동	한양 1 차	안전진단	936		1977.12				
압구정동	한양 2 차	안전진단	296		1977	2014.03			
압구정동	한양 3 차	안전진단	312		1978.12	2014.03			
압구정동	한양 4 차	안전진단	286		1978.12	2014.03			
압구정동	한양 5 차	안전진단	351		1980.06	2014.03			
압구정동	한양 6 차	안전진단	228		1981.01	2014.03			
압구정동	한양 7 차	조합설립인가	240	삼성물산	1981.06	2002.04	2002.09		
압구정동	한양 8 차	안전진단	90		1984.04	2014.03			
압구정동	현대 8 차	안전진단	516		1981.04				
압구정동	현대빌라트	안전진단	19		1996				
압구정동	현대사원	안전진단	766		1983	2014.03			
일원동	대우	추진위	110	롯데건설	1983.12	2006.05			
일원동	현대사원	사업시행인가	465	삼성물산	1983.12	1995.10	1997.06	2014.07	2014.10 2015년 초 조합원 분양
청담동	삼익	조합설립인가	888	롯데건설	1980.05	2001.11	2003.10		2015년 사업인가 신청
청담동	진흥	사업시행인가	375		1984.07	통과	2011.06		2014.08

자료: 부동산 114

### 3. 새로운 밸류체인-신탁회사와 CM

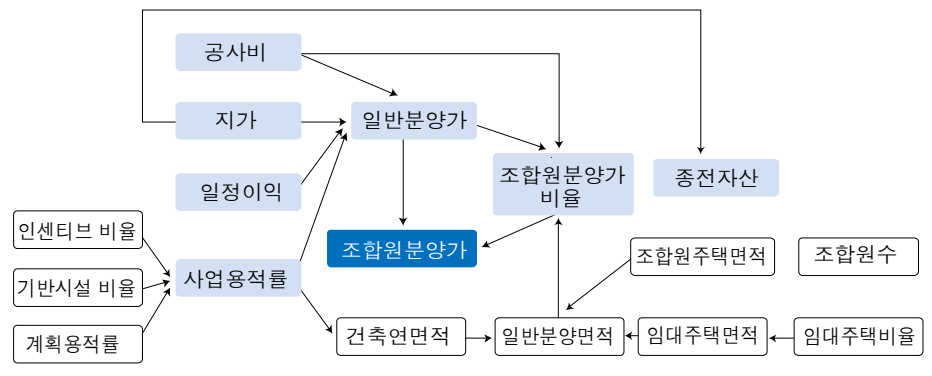
재건축 사업의 key 는  
조합원 분양가를 낮춰  
사업 합의를 끌어내는 것

공사비를 낮추는 것이  
수익성 개선의 현실적 방안

재건축 사업의 추진 동력은 조합원 분양가(건축비)를 낮춤으로써 사업 합의를 이끌어 내는 것이다. 조합원 분양가를 낮추려면 기존 자산 평가액이 적정해야 하고 공사비 등 총 사업비를 절감하는 것이 가장 합리적이다. 단순히 기존 자산평가액을 높여 조합원의 부담을 낮추면 그만큼 일반분양가로 전가돼 결국 일반 분양에서 미분양이 발생하기 때문이다.

조합원 분양가/일반 분양가 비율이 낮을수록 분양가 차익이 커 조합원의 부담금이 낮아지고 경제적 측면에서 사업이 원활해진다. 이 비율은 ① 일반 분양가가 높을수록, ② 일반 분양 주택의 연면적 비율이 높을수록, ③ 지가가 높을수록, ④ 공사비가 적을수록 낮아지고 조합원의 사업성은 개선된다. 조절이 가능하거나 현실적 방법은 ④가 될 것이다.

[그림 5] 조합원 분양가 결정요인의 인과구조



자료: 한국투자증권

<표 9> 정비사업 조합원 분양가 산정

구분	내용	비고
중전자산평가	사업시행인가일 기준 조합원 소유의 기존 땅, 건물 가격	감정평가
권리가액	관리처분계획기준일 기준 조합원 소유의 기존 땅, 건물 가격	중전 자산평가액 x 예상개발이익 (비례율) *비례율=(총분양수입-총사업경비)/중전자산평가액
평형배정	권리가액 순서	권리가액 동일하면 추첨
조합원분양가	일반 분양에 앞서 조합원분양가 결정	대지비, 건축비 등 원가를 근거로 감정평가 * (사업경비- 예상 일반분양수입)/조합원 수
추가분담금	조합원 분양가-권리가액 차액	권리가액이 조합원 분양가보다 높으면 차액을 환불받음

자료: 한국투자증권

<표 10> 분양가 산정 예

(단위: 원)

구분	금액
1) 조합원 호수	4
2) 일반분양 호수	6
3) 기존 평수	25
4) 이후 평수	30
5) 공사비(평당)	7,000,000
6) 기존 자산 평가액(평당)	5,000,000
7) 일반 분양가(평당)	11,000,000
8) 일반분양수입 2*4*7	1,980,000,000
9) 자산평가액 1*3*6	500,000,000
10) 공사비(1+2)*(4*5)	2,100,000,000
11) 조합원분양액 9+10-8	620,000,000
12) 조합원당분양가 11)/(1)	155,000,000
추가 부담액 12)-(3)*6)	155,000,000

주: 25 평형 4 호 아파트, 30 평형 10 호 재건축 가정. 기존 자산가격 평당 500만원, 일반분양가 평당 1,100만원, 공사비 평당 700만원 가정 / 자료: 한국투자증권

**조합원의 자산가액을  
과도하게 부풀릴 경우  
미분양 발생**

기존 재건축 사업의 폐해는 조합원의 부담금을 낮추기 위해 일반 분양가를 높이고, 시공사 역시 공사 수익을 높이기 위해 일반 분양가를 과도하게 높게 책정해 미분양이 발생했다는 점이다. 미분양이 늘면 조합원의 건축비 부담이 다시 높아지므로 사업 초기부터 적절한 분양가 산정이 중요하다. 이를 위해서는 조합원의 자산가액을 과도하게 부풀려 부담금을 줄이려는 시도보다 공사비를 절감해 사업비를 줄이는 것이 합리적이다.

**사업비 절감을 위해  
신탁회사와 CM이  
재건축 사업에 참여**

이런 측면에서 건설사와 조합원(조합장)의 1:1 참여가 황행하던 정비사업에 새로운 밸류체인이 주목 받고 있다. 공사비 등 사업비 절감을 위해 신탁회사나 CM업체가 개발에 참여하고 사업의 투명성을 보장하며 합리적 가격으로 안전하게 정비사업을 추진하는 방식이다. 시공 전 기본계획과 견적/설계 단계가 프로젝트의 총 비용과 효용을 결정하는 가장 중요한 구간인데 이들이 이 업무를 수행한다.

**정비사업의 투명성 제고 필요**

그간 신탁회사는 법적으로 정비사업이 금지돼 왔다. 그러나 2012년 신탁법 개정으로 신탁회사의 정비사업 진출이 가능해졌다. 현재 한국토지신탁은 수도권 재건축 수주를 추진하고 있다. 장기적으로 신축보다 정비사업으로 전환되는 시장 트렌드에 준비된 셈이다. 정비사업은 시공사로부터 초기 사업비를 조달해 부조리와 유착이 빈번하고 이권이 개입해 사업비가 급증하는 태생적 문제가 있다. 따라서 정비사업이야말로 신탁회사의 필요성이 가장 높은 분야다. 신탁회사는 자금동원력, 공정성, 전문 개발력 등을 바탕으로 비용절감과 참여자 간 이해 조율이 가능하다. 분양 사업뿐 아니라 정비사업에서도 신탁회사나 CM의 참여 요구가 늘고 있는 것은 시장이 시공사 우위에서 서비스 업체 우위로 변모함을 의미한다.

사업은 CM회사와 함께 조합원으로부터 재건축 사업을 위탁 받아 객관적 주체로서 재건축 시공사와 건자재 업체를 선정하고 수수료를 받는 방식이다. 신탁 수수료는 재건축 건축비의 약 2.0%로 추정된다. 기존에 해오던 신규 분양 위주의 차입형 신탁의 수수료는 분양매출의 4.5%에 육박했으나 재건축 사업은 단위당 사업 규모가 일반 분양에 비해 2배 이상 크기 때문에 충분한 성장요인이 된다.

**<표 11> 분양별, 단계별 용역업체의 업무영역**

구분	기획	행정	관리처분	설계	시공	청산 및 해산
정비사업 전문 관리업자						
설계자						
시공자						
감리자						
신탁회사/CM						

자료: CM 협회

**<표 12> 재건축 사업에서 신탁회사와 CM의 역할**

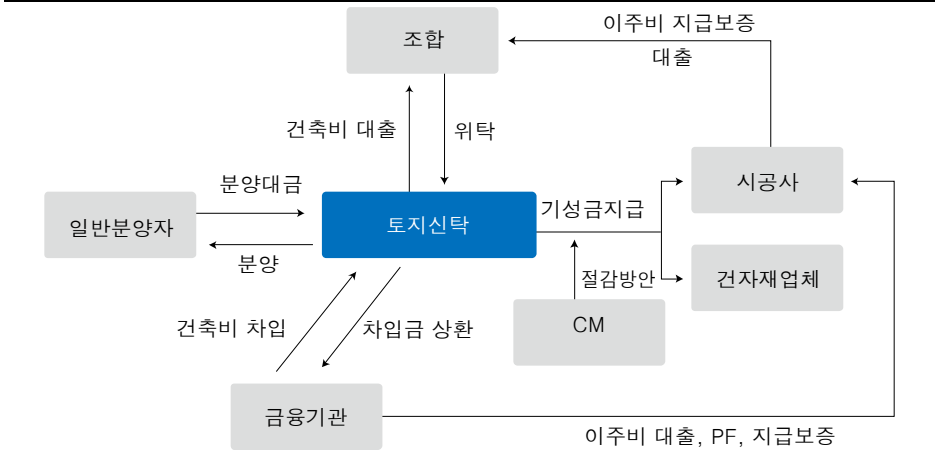
추진위, 조합설립	시행인가	시공계약	관리처분	이주, 철거, 분양	시공
사업계획	설계조정		일정관리		설계변경분석
사업성분석	기본설계	공사비분석	분양가결정	일정관리	시공사 감리
사업예산수립	실시설계	계약협상	관리처분계획	철거관리	감독관
사업일정계획	가치향상	마감재 검토	이주대책	마케팅계획	기성률 사정
인허가 서류검토	친환경, 에너지				마감재검사
조직구성					

자료: CM 협회

**핵심은 조합원의  
추가 부담금 절감**

재건축 사업에서 가장 중요한 요소는 조합원의 추가 부담금이다. 부담금을 낮추기 위해서는 일반 분양가를 높이거나 공사비를 절감해야 하는데 공사비 절감이 가장 합리적이다. 최근 재건축 사업에서 CM을 이용한 성공 사례들이 나오며 CM 추가비용에도 불구하고, 조합의 관심이 높아지고 있다.

[그림 6] 재건축 사업에서 신탁회사와 CM 회사의 역할



자료: 한국투자증권

CM 업체는 한국토지신탁과 함께 혹은 개별적으로 재건축 수주를 받을 수 있다. CM(Construction management)이란 건설사업 관리를 지칭하며 발주처를 대신해 사업 관리를 대행하는 것을 말한다. 기획, 타당성조사, 분석, 설계, 조달, 시공관리, 감리, 평가, 사후관리 등 프로젝트 관리의 전부 또는 일부를 수행한다. 전문적인 공사관리로 사업초기부터 관여하여 발주처의 이익을 위해 공기단축, 원가절감, 품질향상을 추구한다.

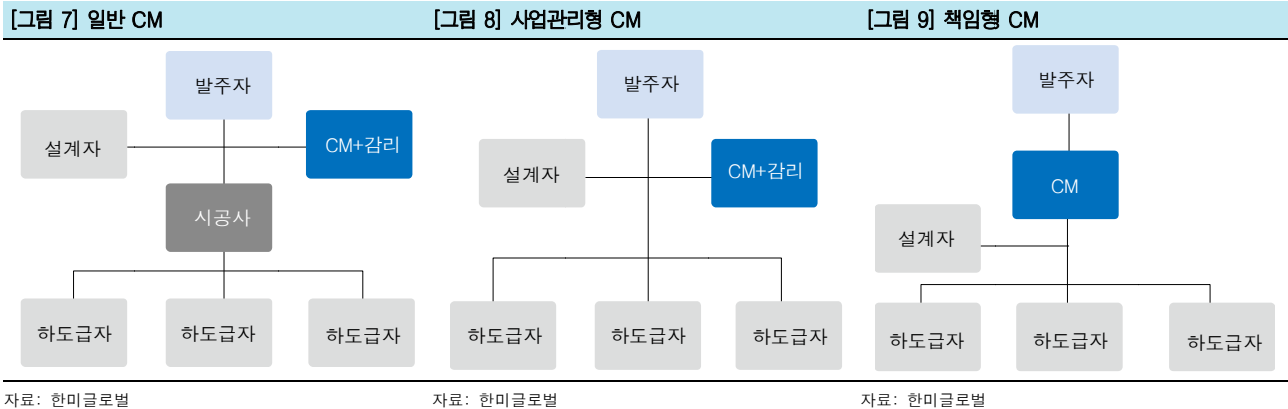
미국의 CM 침투율은 50%  
한국은 3%

CM제도는 1997년도에 법제화를 통해 한국에 정식으로 도입 되었지만 아직 시장규모는 약 1조원에 머물러 국내 건설 시장규모 대비 매우 미미한 수준이다. 하지만 이미 미국, 유럽 등 선진국에서는 보편화된 건설방식이다. 'CMAA'에 따르면 미국 내 CM 침투율은 총 공사의 50%에 달하는 반면, 한국은 3%에 불과하다. 한국에서 그간 CM시장의 성장속도가 더뎠던 이유는 일괄도급계약(턴키) 방식이 고착화 돼, 건설사가 사업초기 설계부터 완공까지 모든 프로세스를 수행하는 시공사 우위의 시장이었기 때문이다.

국내 CM의 종류는 세가지다. ① 용역형CM(CM for fee): 국제 Standard에서 변형된 형태로 한국에서 가장 많이 쓰이는 방식이다. 발주처와 시공사가 도급계약을 맺어 시공하는 전통적 계약방식과 같으나 CM사가 중간에 개입해 발주처를 대신하여 공사를 관리하고 시공사를 견제한다. 일괄도급으로 발주처에게는 편리할 수 있으나 사업비 절감효과가 미흡하고 계약 후 설계변경의 어려움과 클레임 가능성이 있다.

② 사업 관리형CM(Global standard CM for fee): 선진국에서 주로 쓰이는 계약 방식으로 CM사가 발주처를 대리해 공사를 통합 관리한다. 시공사가 개입되지 않고 CM사가 직접 다수의 건설사들을 관리해 비용 절감과 공기 단축 효과가 크다. 그러나 시공사를 배제시키는 만큼 CM의 책임이 크다.

③ 책임형CM(CM at risk): CM사가 발주처를 대신해 건설사와 직접 공사계약을 맺고 CM사가 공기와 비용 등 모든 프로세스 리스크를 감내하는 방식이다. CM사는 책정된 공사비와 공기 내 프로젝트를 완공해야 하며 추가 비용 발생시 책임을 진다. 따라서 경험과 자본력을 축적한 업체만이 가능하다. 선진국에서는 보편화된 방식이지만 국내에서는 자본력과 기술적 한계로 대표 업체인 한미글로벌을 제외하고는 전무한 상황이다.

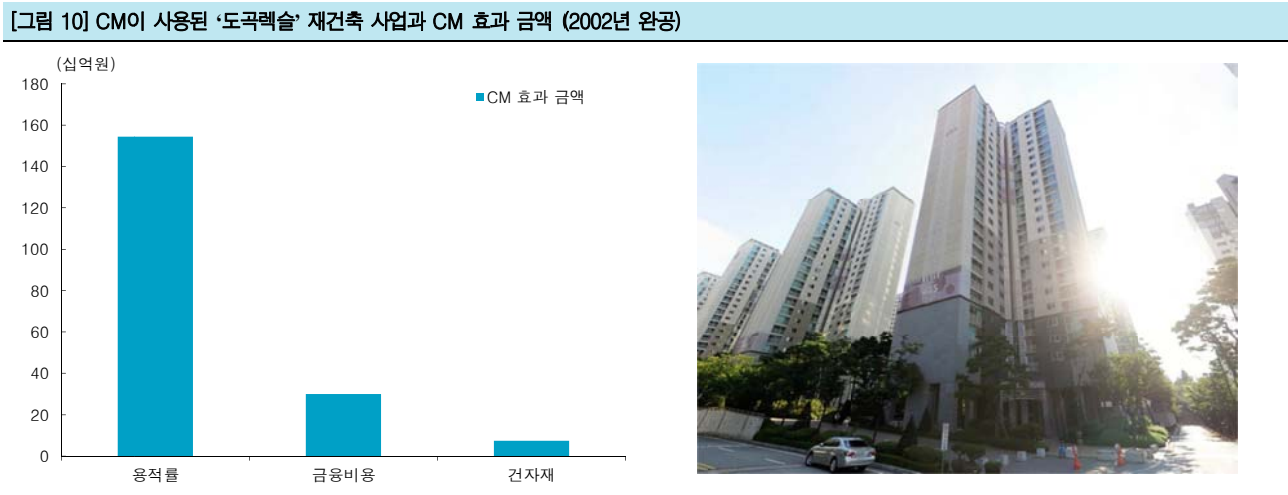


**‘도곡 렉슬’ 재건축, CM의 성공적 사례**

지금까지 조합은 CM에 대한 이해 부족과 추가 비용 발생으로 CM을 꺼려했다. 하지만 최근 재건축 사업에서 CM을 이용한 성공적인 사례들이 나오며 조합원의 관심이 높아지고 있다. 실제로 CM이 도입된 도곡동 제 1차 아파트 재건축 사업은 매우 성공적인 사례 중 하나로 꼽히고 있다. 2002년 완공된 ‘도곡 렉슬’ 재건축 사업의 경우, CM업체가 건설사의 과도한 마진을 줄이고 용적률 증가와 불필요한 건자재 사용을 방지함으로써 총 1,922억원의 비용을 절감했다.

**CM의 침투율 1%p 상승 시 CM 시장 규모는 7.3% 성장**

향후 재건축이 본격화되는 2018년도 기준 재건축시장에서 CM의 침투율이 1%p 올라갈 경우 CM 시장 규모는 7.3% 성장할 것으로 예상된다. 일반적으로 도시정비사업의 평균 소요기간은 8년에 달해 단기간 내 CM의 침투율이 빠르게 성장할 가능성은 낮지만 장기적으로 상승의 방향성은 분명하다.



자료: 한국투자증권



**CM 업체 중 대표적 기업은 한미글로벌**

재건축 사업에 진출 가능성이 높은 CM 업체로 ‘한미글로벌(053690/NR)’이 있다. 1996년 미국 엔지니어링 업체 파슨스와 합작법인으로 설립, 국내에 최초로 CM을 도입했다. 1997년 ‘부산 신항만’ 프로젝트 CM 수주를 시작으로 대형 관급 프로젝트를 성공적으로 수행했다. 2013년 ENR지 기준DMFH 미국 업체를 제외한 CM업체 글로벌 순위에서 19위로 랭크 됐고 해외매출은 전체 용역형 CM매출의 18.8%를 차지한다. 한미글로벌을 비롯한 CM 산업의 성장 포인트는 다음과 같다.

**재건축 시장 진출 가능성**

1) 재건축 시장 진출 가능성: 한미글로벌의 경우, 재건축/재개발 CM 수주는 아직 없지만 최근 CM을 도입한 재건축 사업에서 경비 절감과 조합원의 분담금 절감 사례가 알려지며 CM 수요가 확산되고 있다. 한미글로벌은 재건축 사업 검토를 마친 상태이며 향후 정비시장이 본격 활성화되는 2018년부터 관련 매출이 발생할 전망이다. ① 재건축 시장에서 CM 침투율 1% 가정, ② 국내 CM 시장점유율 12% 가정 시, 2018년 기준 한미글로벌의 재건축 수주액은 175억원에 달한다. 침투율이 1%p 상승 시 수주액은 175억원씩 증가한다. 현재 국내 건설시장의 CM 침투율은 4%에 불과해 재건축 시장 확대를 고려하면 CM의 성장 잠재력이 매우 높은 것으로 판단된다.

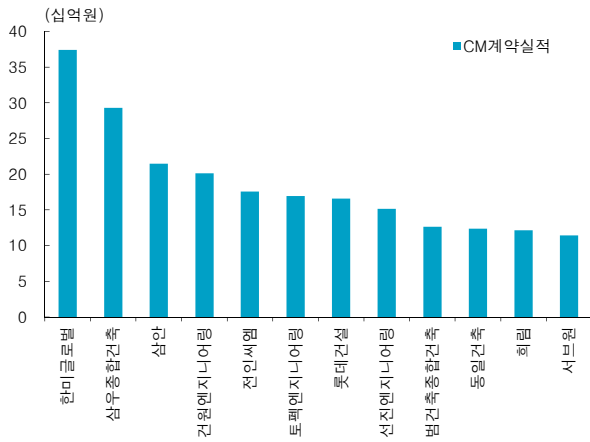
**공공분리 발주 정착화 가능성**

2) 공공분리 발주 정착화 가능성: 대규모 국책사업에서 대형 시공사의 기존 턴키 방식에 대한 논란이 크다. 대형 건설사가 하청업체에 재 하도급하면 대형사가 대부분의 이익을 수취해 중소형 하청업체는 이익을 거의 내지 못한다. 따라서 현 정부는 경제민주화와 관련, 공공분리발주를 대선공약으로 내세운 바 있다. 공공발주 시 발주처(정부)가 직접 하도급 업체를 선정해 분리 발주를 하면 원도급자에 의한 부당한 단가 후려치기, 대금 지연지급, 입찰담합 등 불공정행위를 개선할 수 있다. 현재 200억원 이상 공공공사의 분리발주를 의무화하는 법률 개정안이 발의된 상태다. 한미글로벌은 공공분리발주 의무화 시 가장 큰 수혜가 예상된다. 정부가 다수의 하도급업체에 직발주 할 경우 전문지식과 경험 부족으로 프로젝트 관리가 사실상 불가능해 CM업체를 활용할 가능성이 높기 때문이다. 한미글로벌은 국내에서 유일하게 책임형CM사업(직접 하도급자와 계약을 맺고 공사 총괄)이 가능한 업체다.

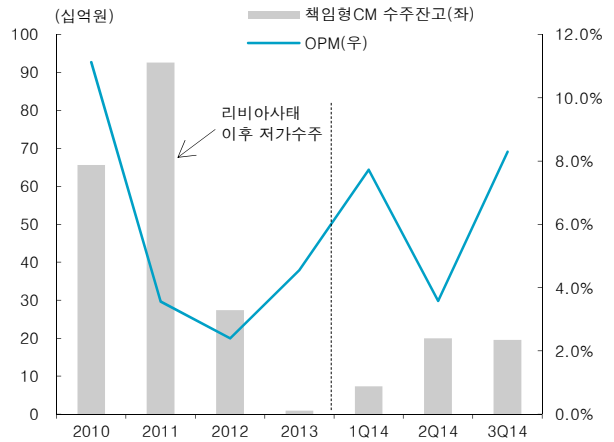
**한국의 CM 산업, 인지도 부족으로 낮은 밸류에이션에 거래**

한국의 CM 업체는 대부분 인지도 부족으로 낮은 밸류에이션에서 거래되고 있다. 한미글로벌의 경우도 BW 물량 204만주 희석을 감안해도 2015년 EPS 기준 8.9배에 거래되고 있다. (2011년에 발행한 1,2회차 BW 행사가액은 11,000원으로 현 주가 감안 시 행사 가능성은 낮지만 4,5회차 BW 행사가액은 6,669원으로 행사가 가능) 2014년 말 기준 순차입금은 130억원으로 추정돼 재무비율도 건전하다. 통상 엔지니어링 업체는 주요 자산이 인력과 경험이므로 밸류에이션이 높게 형성된다. 글로벌 엔지니어링 업체 대부분 PER 15배, PBR 2.0배 수준이다[표 13, 14 참조]. 국내 민간 시장에서의 CM 침투율 증대, 관급 발주 정책의 변화 가능성, 조합원 분담금을 절감하고자 하는 재건축 사업에서의 CM 수요 확산 등 구조적 변화가 예상된다.

[그림 11] 국내 CM업체 현황



[그림 12] 한미글로벌의 책임형CM 수주잔고와 영업이익률



주: 2013년 기준, 국토교통부에 신고된 CM계약금 기준으로 실제 수치와 다소 다름 자료: 한국투자증권, 한미글로벌  
 자료: KISCON

<표 13> ENR 기준 글로벌 CM 업체 순위

(단위: 백만달러)

순위	업체명	CM 수수료	PM 수수료	합계
1	LEND LEASE GROUP (호주)	1,232.7	246.5	1,479.2
2	WORLEYPARSONS (호주)	903.3	205.9	1,109.2
3	HOCHTIEF (독일)	0.0	797.2	797.2
4	ARCADIS (네덜란드)	0.0	644.0	644.0
5	SNC-LAVALIN (캐나다)	561.8	0.0	561.8
6	CHINA POWER ENGINEERING CONSULTING GROUP (중국)	520.6	0.0	520.6
7	KENTZ ENGINEERING AND CONSTRUCTION GROUP (아일랜드)	468.5	20.3	488.8
8	ATKINS (영국)	21.4	381.5	402.9
9	MACE LTD. (영국)	174.3	71.1	245.4
19	HANMIGLOBAL (한국)	85.5	11.0	96.5

주: 미국업체 제외, CM(Construction management)+PM(Program management) 합산 수수료 매출액 기준  
 자료: ENR

〈표 14〉 Global Peer Valuation

(단위: 각국통화)

		LEND LEASE GROUP	WORLEY PARSONS	HOCHTIEF	SNC-LAVALIN GROUP	ATKINS PLC	JACOBS ENGINEERING GROUP	AECOM	한미글로벌
국가		호주	호주	독일	캐나다	영국	미국	미국	한국
종가	2015-01-29	17	10	66	45	13	40	27	9,250
시가총액	(USD mil)	7,721	1,901	5,126	5,436	1,934	5,218	4,201	62
매출액	2012	13,081	8,811	25,528	8,091	1,705	11,818	8,153	207
(백만, 각국통화)	2013	13,831	9,561	25,693	7,913	1,750	12,695	8,357	183
(십억원)	2014F	14,030	6,863	25,008	7,931	1,738	13,229	19,370	170
	2015F	15,510	6,579	24,844	9,866	1,823	13,707	20,079	200
영업이익	2012	359	490	784	500	98	669	377	5
(백만, 각국통화)	2013	911	392	1,001	229	115	528	353	8
(십억원)	2014F	832	438	718	713	127	727	787	10
	2015F	970	391	825	684	139	777	947	14
순이익	2012	549	322	155	306	85	423	239	4
(백만, 각국통화)	2013	823	247	171	36	96	328	230	6
(십억원)	2014F	618	264	234	204	92	459	422	6
	2015F	718	243	289	453	101	484	494	10
PER	2012	16.6	7.4	31.2	21.7	14.7	12.2	11.2	10.4
(x)	2013	11.1	9.6	27.8	185.4	13.0	15.9	11.3	7.5
	2014F	15.8	9.0	20.1	111.0	13.9	11.5	9.1	12.8
	2015F	13.8	9.6	15.6	16.8	12.7	10.9	8.2	8.9
PBR	2012	2.1	1.1	1.8	3.2	8.2	1.2	1.3	0.8
(x)	2013	1.9	1.1	2.0	3.3	8.2	1.2	1.2	0.8
	2014F	2.0	1.1	1.8	2.7	7.2	1.1	1.2	1.5
	2015F	1.8	1.1	1.7	2.7	5.4	1.0	1.1	1.3
영업이익률	2012	2.7	5.6	3.1	6.2	5.8	5.7	4.6	2.4
(%)	2013	6.6	4.1	3.9	2.9	6.6	4.2	4.2	4.5
	2014F	5.9	6.4	2.9	9.0	7.3	5.5	4.1	5.9
	2015F	6.3	5.9	3.3	6.9	7.6	5.7	4.7	7.0
EPS 성장률	2012	9.2	(9.0)	NM	(18.3)	(20.4)	10.1	NM	(47.7)
(%)	2013	49.0	(22.8)	12.3	(88.3)	13.4	NM	(0.8)	(0.9)
	2014F	(29.6)	6.4	38.2	67.1	(6.4)	NM	24.3	40.1
	2015F	14.7	(6.6)	28.8	560.8	9.8	6.0	10.8	5.0

주: 14년부터 한미글로벌의 BW 물량 희석효과 감안  
 자료: 한국투자증권

〈표 15〉 한미글로벌 손익 요약

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14F	2012	2013	2014F	2015F
매출	42	48	45	47	37	34	43	56	207	183	170	200
국내	26	29	20	20	17	16	17	24	153	95	73	80
관급	2	2	2	2	2	1	1	1	10	8	5	3
민간	24	27	18	18	16	15	15	22	143	87	68	70
해외	3	3	4	4	5	6	5	12	9	14	28	40
용역형	18	18	20	19	21	22	21	37	76	75	100	100
책임형	10	14	4	5	1	0	0	(1)	86	34	1	20
연결(오텍,에코시안)	13	16	21	23	15	12	21	20	45	74	69	80
수주잔고	243	231	203	198	200	220	219	207	249	198	207	257
용역형	216	214	197	197	192	200	200	203	222	197	203	218
관급	18	16	15	13	12	12	11	7	21	13	7	18
민간	105	106	84	91	85	94	97	90	109	91	90	90
해외	92	92	98	93	95	94	92	106	91	93	106	110
책임형	27	17	6	1	7	20	20	24	27	1	24	49
영업이익	2	3	2	1	3	1	4	2	5	8	10	14
YoY(%)	92.3%	-26.3%	흑전	73.1%	18.5%	-59.8%	58.6%	284.3%	-23.7%	67.0%	20.5%	40.0%
영업이익률(%)	5.8%	6.3%	5.0%	1.3%	7.7%	3.6%	8.3%	4.2%	2.4%	4.5%	5.8%	7.0%
세전이익	2	3	2	1	2	1	3	2	5	8	9	12
순이익(지배주주)	1	3	2	0	2	1	3	1	4	6	7	9
YoY(%)	-0.9%	2.5%	흑전	-37.0%	30.3%	-79.0%	63.8%	675.9%	-0.9%	40.1%	13.8%	33.3%

자료: 한미글로벌, 한국투자증권

### III. 월세 시대에 중산층 주거안정의 수단

#### 1. 기업형 민간임대 사업

**총 주택의 39%가  
개인간 거래되는 임대차 주택**

한국 주택 1,900만호 중 임대주택은 870만호로 46%다. 이 중 공공 임대주택과 민간 법인이 운영하는 임대주택을 제외하면 740만호가 일반적으로 시장에서 거래되는 다주택자인 개인이 보유한 전월세 주택이다. 전체 임대주택의 85%, 총 주택의 무려 39%에 해당된다. 정부는 1/13 기업형 민간임대 사업 활성화 방안을 발표하며 임대주택에 민간 자본을 활용하는 방법을 적극 추진하고 있다. 대책의 배경은 다음과 같다.

**전세가격 급등해  
주거비 부담 증대**

① 최근 주택시장의 현안은 전세가격이 지속 상승해 주거비 부담이 급격히 커지고 내수 소비 위축을 야기하고 있다는 점이다. 이를 해소하기 위해 임대주택 공급을 늘려야 하나 문제는 정부 재원이 부족하다는 점이다. LH와 지자체 도시개발공사의 부채는 여전히 심각한 수준이어서 민간자본 유치의 필요성이 높아졌다.

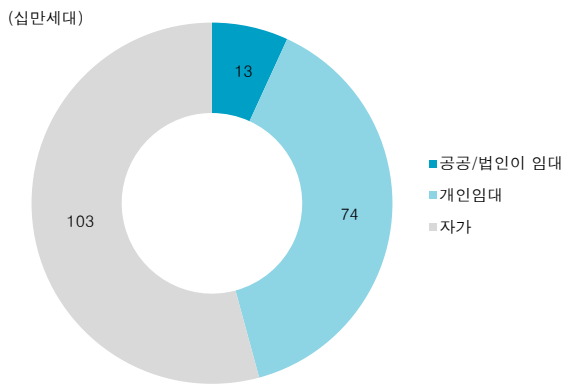
**임대차 거래의 투명성 확보  
시급**

② 임대차 거래의 투명성을 보장하기 위해 임대시장의 양성화가 필요하다. 거래의 투명성이 보장되어야 정확한 주택 수요와 공급 계획이 가능하다. 결국 임대거래 양성화가 전제되어야 적절한 세제기반이 마련된다.

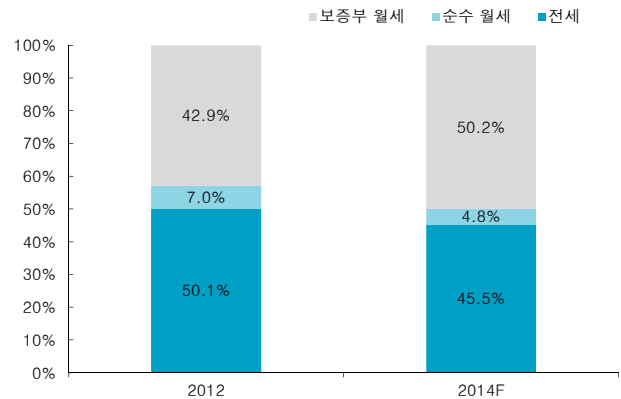
**기업형 민간임대 사업  
활성화 방안 발표**

쉽지 않지만 중장기적으로 임대시장의 양성화는 거스를 수 없는 흐름이며 이는 주택시장의 저성장 기조라는 큰 변화에 바탕을 두고 있다. 향후 주택가격 폭등도, 구매력의 획기적 개선도 어렵다. 그렇다면 매매수요보다는 임차 수요가 강세를 보일 가능성이 높다. 더구나 정부의 주택 공급 능력이 확충될 가능성도 희박하다. 즉, 임차 수요와 공공 임대주택 공급이 변할 가능성이 낮다면 민간시장이 유일한 공급 대안이다. 향후 정부가 민간 임대시장에 개입하기 위해서라도 양성화가 이뤄져야 한다.

[그림 13] 한국의 임대시장 방식



[그림 14] 주거실태 조사 - 월세가 전세 초과

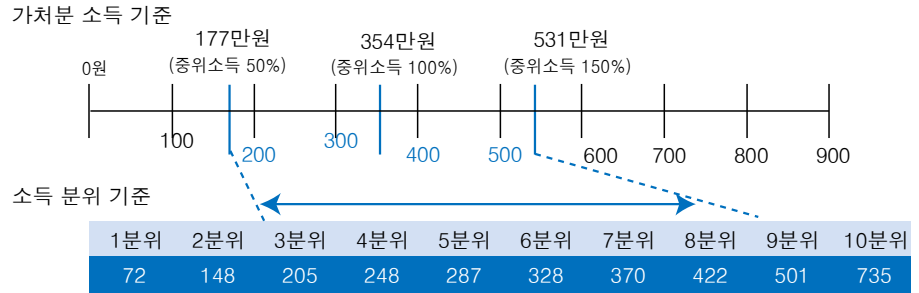


자료: 한국투자증권

**중산층을 위한 기업형  
민간임대 육성이 핵심,  
월세전환의 가속화**

정부가 발표한 기업형 민간임대 육성방안의 핵심은 ① 중산층을 위한 기업형 민간임대 육성, ② 읍지에서 거래된 임대문화의 선진화, ③ 전세수요의 월세전환을 인위적으로 유도하면서까지 전월세 가격 안정을 꾀하겠다는 것이다. 2014년 기준, 소득계층 5~8분위(중산층) 중 임차가구는 45.5%이며 이 중 90.3%가 민간임대로 사적 거래 시장에 의존한다. 월세전환을 서두르는 근본 이유는 임대 거래를 제도권 안으로 유입, 관리하기 위함이다. 시장 양성화를 통해 주거 환경의 질과 거래의 투명성을 제고하고 정확한 주택수급 예측을 이루겠다는 것이다.

[그림 15] 3~9분위 (중산층)에 대한 주거 방안 발표



자료: 국토해양부

**각종 인센티브로 임대 수익률 보장**

정부는 임대료 상승제한과 임대임무기한 등 최소 규제만 남기고 규제를 대폭 완화했다. ① 조성원가 절감: 사업비 저리 대출과 공공택지 할인 판매, ② 세제 혜택: 양도세/취득세/재산세 감면, ③ 용적률 완화, ④ 출구전략 확보: 임대임무기간 종료 후 LH 매입확약 검토/매각 시 기금과 건설사 손해액 공유 등이다. 이를 통해 민간 임대사업자의 세후 수익률을 현행 1.5%에서 4.4%p 높이는 효과가 있어 5~6%의 최종 세후 수익률이 기대 가능하다[표 16 참조]. 가장 중요한 것은 싼 값으로 토지를 확보하는 것인데 여기에는 정부 지원이 필요하다.

<표 16> 정부의 기업형 임대사업자 육성 인센티브

구분	대책	세후수익률 개선
기업형 임대주택 종합금융보증 상품	기업형 임대주택 공급업체가 총 사업비의 70%까지 최소 10년간 저리 대출받도록 정부가 보증 (현재 대한주택보증만 주택분양 사업자에게 최장 4년간 사업비의 최대 50% 보증) → 연간 1조원 보증 시, 기업형 임대주택 1만가구 공급 가능	0.5%p
조성원가 감축 (택지)	LH 공공택지 10% 이상 싸게 공급	1.0%p
세제 혜택	양도세: 장기보유 특별 공제율, 최대 30%→40%로 상향, 매입임대시 양도세 면제 취득세: 감면 폭 25%에서 50%로 확대 재산세: 4년 단기임대의 경우 60㎡이하→ 50% 감면, 60~85㎡→25% 감면 8년 이상 장기임대: 40㎡ 이하 면제, 40~60㎡ 75%감면, 60~85㎡ 50%감면 → 실거래가 7억원, 전용면적 85m2 매입아파트 8년간 임대 시 연간 52만원 추가 세제 혜택	0.8%p
용적률 완화	인센티브 20% 부여	2.1%p
중대형 주택도 건설비 대출	85㎡~135㎡이하 주택, 임대임무 기간이 4년인 민간 건설 임대주택에 대한 기금 융자 신설 (현재 85㎡이하 5년 임대 중소형 주택에만 기금 대출 지원)	
융자 금리 2017년까지 하향	임대기간 8년 기준: 전용 60㎡이하-2%, 60~85㎡- 2.5%, 85~135㎡- 3% (현행 2~3.3%) → 건설사는 사업비의 최소 5%만 부담하면 기업형 임대업에 진출 가능	
임대사업 출구 전략	임대기간 종료 시 LH가 매입 확약, 매입대상은 주택기금이 출자한 기업형 임대리츠 물량으로 제한 향후 기금과 건설사가 손해액 공유 (현행은 임대리츠 사업 청산시 F(재무적 투자자)→주택기금→민간 사업자 순으로 투자자 회수 순위)	
세후 수익률 개선		4.4%p
기존 수익률		1.5%
최종 수익률		5.9%

자료: 국토해양부

## 2. 건설사의 관심 증가, 점진적 변화 예상

**대형 건설사는 긍정적 검토 중**

정부가 참여를 유도하는 대형 건설사는 아직 검토단계다. 중산층 주택을 표방하지만 시장 초기이므로 브랜드 인지도가 하락할 우려가 있고 분양 대비 임대주택의 장점 분석이 필요하기 때문이다. 작년 9/1 대책에서 처음으로 임대주택 대책이 언급된 후, 인센티브가 많이 개선돼 대형사들도 대부분 검토하는 단계로 진일보했다. 현재 대형 건설사의 참여 시도는 아래와 같으며 향후 사업모델의 구체화 과정이 중요하다.

**대림산업이 인천 도화에서 민간임대 1호 사업자가 될 가능성 높아**

1) 대림산업은 인천도시공사 발주의 ‘인천 도화 개발구역’ 사업의 우선협상대상자로 선정돼 참여를 검토 중이다. 2,465가구의 임대주택을 ‘수급조절 임대리츠’<sup>1</sup>와 ‘공공임대 리츠’ 방식으로 공급한다는 계획이다. 대림산업은 3년 전부터 기업형 임대사업을 준비했는데 구체적인 인센티브를 고려해 최종 참여를 결정할 계획이다. 발전/호텔/오피스 운영 등 디벨로퍼로 전환하고 있는 대림산업은 비교적 긍정적으로 접근하고 있다. 2) 대림산업, GS건설, 대우건설 등은 첫 시범단지인 ‘동탄2신도시’(3월 예정) 임대주택 참여를 검토 중이다.

**분양 시장의 장기 저성장, 안정된 현금흐름 필요성이 높아지며 임대사업 참여 고려**

그간 건설사에게는 투자자금 회수 기간을 단축할 수 있는 분양사업이 가장 좋은 사업방식이였다. 그러나 분양시장의 장기 저성장, 안정된 cash flow의 필요성이 높아지며 임대사업도 하나의 신규 사업으로 제시되고 있다. 단기적으로 건설사들은 과거 민자SOC 사업처럼 자본을 출자해 건설 물량을 확보하고 향후 분양 전환시점에 exit함으로써 지분 매각차익을 우선으로 고려할 것으로 보인다. 이는 최근 임대주택업체인 ‘부영’이 지난 20년간 주로 수익을 냈던 방식으로 아직은 임대수익보다 지분 매각에 주안점을 두고 있다. 따라서 한국의 임대주택 사업은 점진적으로 진행될 전망이다. 일본식 기업형 임대 문화가 정착되려면 장기간에 걸쳐 정부의 규제 완화와 세제 혜택이 필요하다.

1 주택기금과 민간이 설립한 리츠가 임대주택을 짓는 방식. 해당 리츠에 참여자가 지분을 투자한 뒤 이 리츠가 LH로부터 용지를 사들여 주택을 건설, 운영하는 개념이며 민간임대라 시세 수준 임대료가 가능

### 3. 분명한 것은 임차인 위주의 시장 정착

기업형 민간임대사업은  
점진적으로 발전

기업형 민간임대사업은 최초의 민간임대주택이 2017년부터 완공되며 점진적으로 발전할 것이다. 이는 임차인 입장에서는 긍정적 변화임에 분명하다. 월세 공제액과 대상이 확대(소득공제 대상 연소득 5천만원 미만→7천만원 이하로 조정)됐기 때문이다. 또한 기존에는 임대인 동의가 없으면 공제가 불가능했으나 이제 임대인의 동의 없이도 공제 신청이 가능하도록 변경됐다.

전세시장은 공급자 우위,  
월세시장은 수요자 우위

전세 시장은 공급이 매우 부족해 완전한 공급자 우위의 시장이다. 반면 월세 시장은 수요자 우위의 시장이다. 실제 월세이율(전월세 전환율)이 이를 방증한다. 전반적으로 과당 경쟁이라 임대료가 상승할 경우 수요가 쉽게 이동할 수 있다. 공급량이 급감할 가능성은 적는데 저금리의 장기화로 월세 이율 하락에도 불구하고, 월세 이율과 예금금리 격차는 지속될 전망이다. 대체 투자가 마땅치 않다.

월세전환의 가속화는  
거스를 수 없는 변화,  
주거관리 밸류체인 성장 예상

임대사업의 본격화 시기를 논하기에 앞서, 분명한 것은 월세전환이 가속화되고 있고 거스를 수 없는 변화라는 점이다. 기업형 민간임대주택뿐 아니라 월세시장이 정착된다면 세입자들은 합법적으로 시설물 하자보수를 받을 수 있다. 따라서 주거관리와 관련된 밸류체인은 꾸준히 성장할 전망이다. 공실률을 낮추고 임대료를 높이기 위해서는 주거관리가 가장 중요하기 때문이다. [그림 16]과 같이 시공사 우위였던 기존 밸류체인에서 신규 밸류체인이 확대될 것으로 예상된다. 주거시장 변화의 수혜가 예상되는 밸류체인은 다음과 같다.

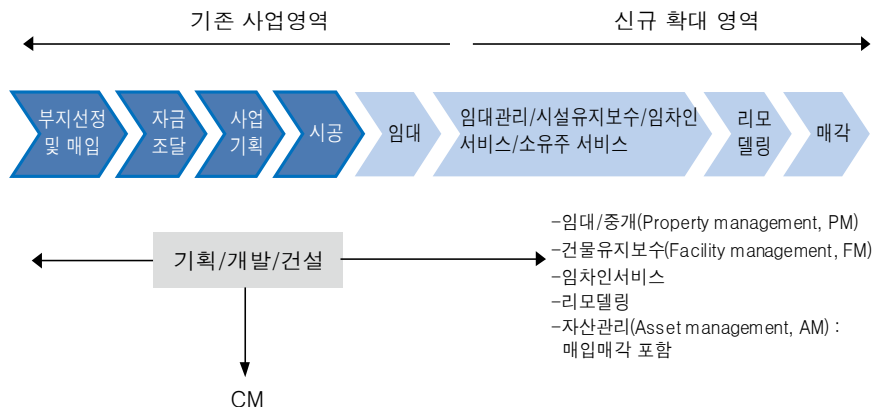
정기적인 건자재 교체 수요,  
한샘이 대표적 수혜

① B2C 건자재: 직접적으로는 정기적인 교체수요가 발생하는 건자재가 유망하다. 시설물 교체의 편의성을 위해서는 브랜드 가구/건자재 업체에 대한 선호도가 높아질 것이다. 임대주택 사업의 육성 영향을 배제하더라도 월세 전환에 따라 유효한 투자포인트다. 한샘, KCC, LG하우시스 등 2차 B2C 관리시장에 exposure가 있는 건자재 섹터가 이에 해당된다. 특히 규모의 경제를 이뤄 중저가 가구 보급이 가능한 한샘이 대표적 수혜주다.

임대사업 정착 시  
임대관리 업체의 태동 예상

② 임대관리 업체: 일본과 달리 한국은 아직 관련 업체의 육성이 더디고 대부분 영세하다. 만약 기업형 임대주택이 시작된다면 당분간은 건설사의 자회사인 건물 관리업체가 이를 대행할 것으로 보인다(대우건설의 푸르지오 서비스, 현대산업의 아이서비스 등). 장기적으로 기업형 임대주택 사업이 성장기에 돌입하면 관련 업체의 성장이 예상된다. 임대관리 업체는 후행적으로 성장할 가능성이 높음을 감안하면 현 시점에서는 B2C 건자재의 성장 가시성이 좀 더 높다.

[그림 16] 기업형 임대주택 문화 정착시 예상되는 밸류체인 확장



자료: 한국투자증권

## IV. 안전한 주거를 위하여

### 1. 한샘- 노후주택 해결의 강력한 방안

30년 연령 이하의 노후 주택 문제는 여전히 심각, 개별적 개보수 선택 가능성

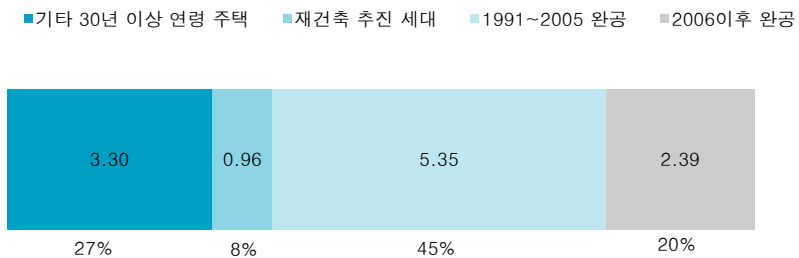
국내 아파트 중 재건축 추진 세대는 8%에 불과, 72%가 리모델링 잠재 시장

30년 연령 이상 주택의 노후화는 재건축으로 해결한다 해도 그 이하의 주택 노후 문제는 여전히 심각하다. 또한 30년 연령 이상이라 해도 비용 부담과 여러 복합적 문제로 재건축을 추진하지 않는 주택의 비중도 높다. 이들은 리모델링/리폼 등 개별적인 개보수를 선택할 확률이 높다.

국내 주택은 총 1,900만세대, 아파트는 약 1,200만세대로 추정되는데 이 중 재건축 추진 세대는 총 주택의 5%, 아파트의 8%인 95만세대이며 10~30년 연령의 아파트는 535만세대로 전체 아파트의 45%로 비중이 가장 높다. 또한 30년 이상 연령이지만 재건축을 추진하지 않는 세대는 330만세대로 아파트의 27%를 차지한다. 즉 리모델링 잠재시장은 15~30년 연령 주택과 30년 이상 연령이지만 재건축을 추진하지 않는 세대로 전체 아파트의 72%에 이른다. 최근 일부에서 총 주택의 5%, 아파트의 8%에 불과한 세대의 재건축 추진으로 리모델링 시장의 성장성 저하 우려가 제기되고 있으나, 이는 과도한 비약이다.

[그림 17] 전국 아파트 연령별 구분

(단위: 백만세대)



자료: 부동산 114

리모델링은 외부 변수와 민감도를 줄이며 장기 성장

재건축 추진 세대가 모두 재건축으로 귀결될 가능성은 희박하므로 실제 리모델링 잠재 시장은 더욱 크다. 리모델링은 부동산의 미래 자산가치보다 현재 이용가치를 중시하며 외부 변수의 영향을 가장 덜 받으며 장기적으로 성장할 시장이다. 주거의 질을 업그레이드 하기 위해 가장 많이 교체하는 품목은 가구이지만, 회전주기가 빠르기 때문에 성장시장이라기보다 연간 7~8조원 시장에 머물러 있다.

대표적 리모델링 시장은 부엌, 부엌 잠재시장은 16조원

대표적 리모델링 시장은 부엌이다. 15년 이상 연령의 아파트 8백만세대를 대상으로 세대당 200만원의 시공비를 가정할 때 총 16.1조원의 잠재시장이 산출된다. 한샘의 부엌 매출은 2009년부터 큰 폭으로 성장했는데 이때 대규모 주택 지역인 분당 신도시의 연령이 15년이 됐기 때문이다. ① 부엌 잠재 시장은 2020년에는 19.3조원으로 연평균 3.7%의 성장을 예상한다. ② 한샘만의 강력한 유통채널인 한샘IK의 영업인력당 매출은 2009년 3억원에서 현재 6억원으로 증가했다. 시장의 성장과 인당 효율성 향상은 중장기적으로 높은 성장기를 구가하게 하는 요인이다.

통상 리모델링은 아파트 연령이 10년이 되면 시작된다. 대상은 주로 부엌→욕실→창호/바닥 등으로 확대된다. 한샘, LG하우시스, KCC 등이 시도하는 B2C 리모델링 유통망 확대는 바로 이 같은 시장성에서 비롯된다. 한샘은 부엌과 인테리어 가구에서 더 나아가 패키지

솔루션을 이용한 건자재 사업으로의 진출을 모색하고 있다. 건자재 사업을 현실화시키는 핵심 유통망은 IK다. 3년 전 욕실 패키지부터 시도하고 있으며 2014년 들어 마루바닥과 창호 등으로 아이템을 확대하고 있다. 지금은 건자재 매출 비중이 미미하지만 성장 가능성이 높다. 리모델링 시장도 기존에는 대부분 비브랜드 인테리어점에 의존했으나 브랜드로 이동할 가능성이 높다. 여기에 한샘의 성공적 진입을 예상하는 이유는 다음과 같다.

**부엌 시공 업력을 기반으로 욕실 등 리모델링 전반으로 아이템 확대**

① 까다로운 부엌 시공에 오랜 업력을 축적해 욕실 시공 등으로 확대하는 과정에서 적응력을 높일 수 있다(특히 욕실과 부엌 시공은 유사한 점이 많다). ② 한샘 부엌 대리점 240개와 IK채널 2,000여개는 전국에 고르게 분포, 해당 지역의 주택 규격과 구조 등 시공에 필요한 데이터 베이스가 잘 구축돼 있다. ③ 핵심 상품인 부엌을 중심으로 패키지 구매를 유도하기 용이하다.

**한샘, 건자재 시장에 성공적 안착시 2020년 매출은 현재의 4배 이상으로 증가**

한샘의 중기 수익전망 가정은 다음과 같다. ① 노후주택과 함께 부엌은 성장시장이며 한샘의 침투율은 매년 0.4~0.5%p 상승한다. ② 가구시장은 성장이 정체됐지만 비브랜드의 브랜드 전환으로 한샘의 점유율은 현재의 11.2%에서 2020년 20.5%로 상승할 전망이다. ③ 건자재 시장 가운데 한샘이 진출 가능한 시장은 리모델링 아이템의 1/2로, 점유율은 부엌의 1/2 수준으로 가정했다. 부엌 영업을 하며 욕실 리모델링 영업으로 확대하는 등 연계 영업을 통해 건자재 시장 진출을 시도하고 있다.

만약 한샘이 건자재 시장에 성공적으로 안착한다면 2020년에는 총 매출이 현재의 4배 이상인 4.7조원으로 확대될 전망이다. 건자재 영업이익률을 5.0%로 가정해도 2020년 PER은 9배 이하로 하락한다.

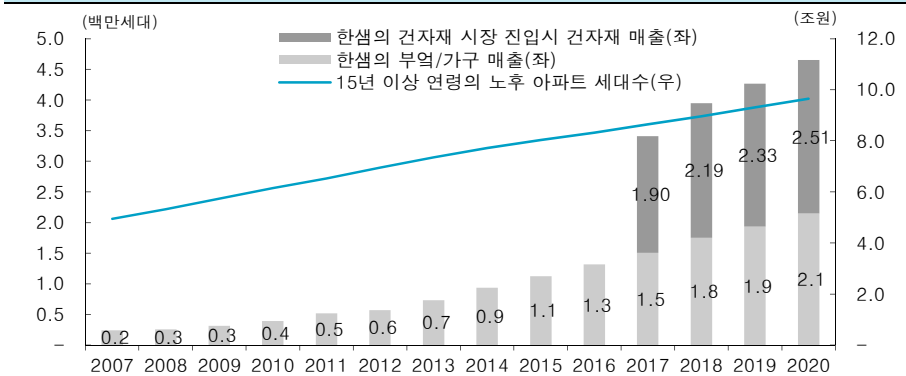
〈표 17〉 부엌/가구/리모델링 잠재시장 추정에 따른 한샘 매출 추정

(단위: 백만세대, 조원)

연도	15년 이상 아파트 세대수	잠재 부엌시장	잠재 리모델링 시장	한샘 침투율 (부엌)	한샘 부엌 매출	한샘 침투율 (리모델링)	한샘 리모델링 매출	가구 시장	한샘 M/S (가구)	한샘 가구 매출	한샘 총 매출
2007	4.9	9.9	98.9	1.1%	0.11			6.7	4.5%	0.1	0.2
2008	5.3	10.6	106.4	1.0%	0.11			6.8	4.5%	0.1	0.3
2009	5.7	11.5	114.6	1.2%	0.14			6.8	6.0%	0.2	0.3
2010	6.2	12.3	123.0	1.4%	0.17			6.9	6.2%	0.2	0.4
2011	6.5	13.0	130.5	1.7%	0.23			7.0	6.4%	0.3	0.5
2012	7.0	13.9	139.1	2.0%	0.28			7.1	6.5%	0.3	0.6
2013	7.3	14.7	147.0	2.5%	0.36			7.1	8.3%	0.4	0.7
2014	7.7	15.4	154.4	3.0%	0.46			7.2	11.2%	0.5	0.9
2015F	8.0	16.1	160.6	3.4%	0.55			7.3	13.0%	0.6	1.1
2016F	8.3	16.6	166.4	3.9%	0.65			7.5	14.5%	0.7	1.3
2017F	8.6	17.3	172.8	4.4%	0.76	1.1%	1.90	7.6	16.0%	0.7	3.4
2018F	9.0	17.9	179.1	4.9%	0.88	1.2%	2.19	7.8	17.5%	0.9	3.9
2019F	9.3	18.6	186.2	5.0%	0.93	1.3%	2.33	7.9	19.0%	1.0	4.3
2020F	9.6	19.3	192.9	5.2%	1.00	1.3%	2.51	8.1	20.5%	1.1	4.7

자료: 한샘, 한국투자증권

〔그림 18〕 노후주택과 한샘의 부엌/가구/건자재 매출 추정



자료: 부동산 114

## 2. KCC/벽산-건축물 안전 강화의 수혜

**화재사고로 건축물 안전 강화,  
서울 강남의 33%가  
가연성 외부 마감재 사용**

지난 1월 발생한 의정부 아파트 화재 사고로 건축물 안전이 크게 강화될 전망이다. 사고의 주요인은 화재에 취약한 외벽 마감재를 사용했기 때문이다. 시공비와 자재비 포함 시 불연 무기질 단열재는 95,700원/3.3㎡, 유기물 난연 스티로폼 패널은 74,910원/3.3㎡으로 난연 기능에 따라 가격 차가 크다. 사고 현장에는 난연재도 불연재도 아닌, 화재에 취약한 외장 마감재 ‘드라이비트’(단열을 위해 스티로폼을 붙이고 시멘트를 덧바르는 방식)를 사용했다. 시공비는 내장단열이 외장단열 방식보다 비싸다. 2012년 조사에 따르면 서울 강남의 경우, 가연성 물질인 드라이비트의 사용 비중이 전체의 33%에 이를 정도였다.

**건축물 외부 마감재 기준  
강화, 6층 이상 건물은  
무조건 비가연성 재료 시공**

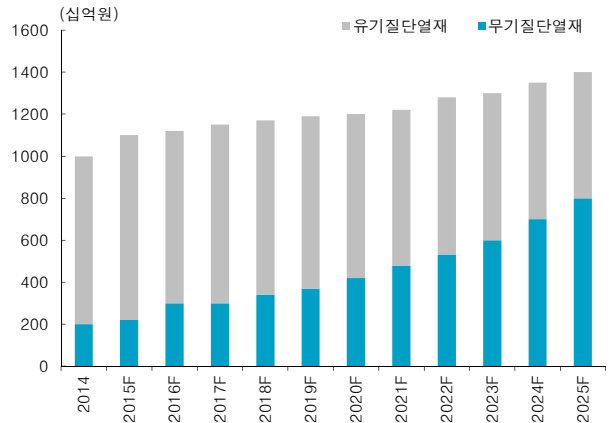
특히 2011~2012년 지어진 도시형 생활주택의 경우, 대폭 완화된 건축물 규제를 적용 받아 값싼 건자재를 사용해 문제가 되고 있다. 현재 이 같은 화재 위험가구는 서울에만 10만가구로 추산된다. 사고를 계기로 국민안전처는 건축물 외부 마감재 기준을 강화하기로 했다. 현행 법률에는 30층 이하 건물 외벽 마감재에 대한 특별한 규제가 없지만 이제 용도에 상관없이 6층 이상만 되면 모든 층을 비가연성 재료로 시공해야 한다. 또한 천장 마감재와 바닥도 비가연성 재료를 써야 한다.

[그림 19] 의정부 아파트 화재사고



자료: 경기소방재난본부

[그림 20] 무기질 단열재와 유기질 단열재 시장 규모 추정



자료: 국토해양부

**고기능 외장재와 내단열재  
수요 증가 전망  
KCC와 벽산이 시장 과점**

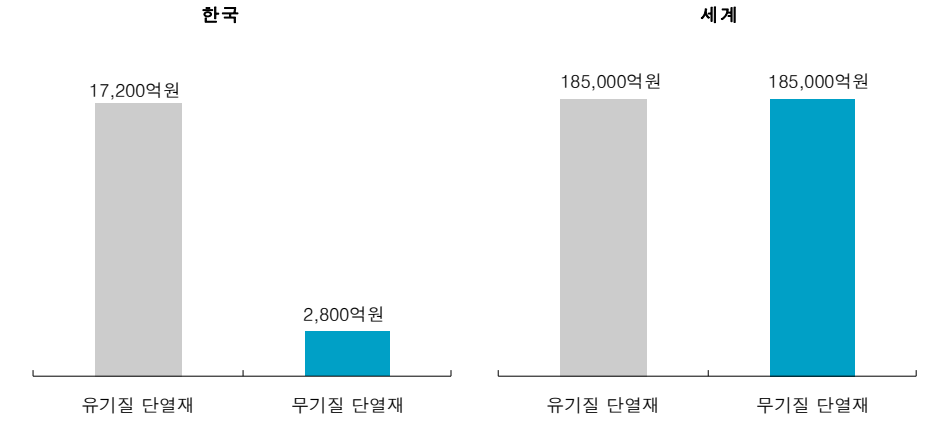
이에 따라 고기능 외장재와 내단열재 수요가 늘어날 전망이다. 대표적인 불연 내단열재는 무기단열재로, 유리원료나 광물을 녹여 만든 인조광물 섬유로 화재가 확산되는 것을 차단한다. 무기질 단열재는 고도의 기술력이 필요해 KCC, 벽산, 한니소, LG하우시스 등 소수 업체만 생산하며 주로 KCC와 벽산이 과점한다. 벽산 매출의 50%가 단열재인데 단열재 매출의 70%는 미네랄울/글라스울 등의 무기질 단열재(약 900억원)이고 나머지는 난연 스티로폼 단열재인 ‘아이소핑크’다. 아이소핑크는 유기질 단열재이지만 자기소화성 기능이 있어 기존 EPS 제품보다 난연기능이 우수하다. KCC 매출의 14%는 건축자재로 내외장재, 무기질 단열재, 석고보드 등 건축자재로 구성된다. 양사 모두 사업부의 수익성이 전사 평균을 상회한다.

**10년간 무기질 단열재 비중이  
30%에서 70%로 상승 시,  
무기질 단열재 시장은 연평균  
14% 성장 전망**

건축물 안전기능은 추세적으로 강화되고 있다. 선진국은 난연 기능이 강화된 무기질 단열재와 유기질 단열재 시장의 비중이 9:1인 반면, 한국은 3:7에 불과하다. 무기질 단열재 비중은 점진적인 확대가 불가피하다. 내외장재/단열재는 수출입이 어렵고 초기 투자비가 많이 들며, 시공 공법도 함께 영업해야 하므로 진입장벽이 높은 시장이다. 장기적으로 신축 시장 규모가 정체돼도 해당 업체들의 매출이 성장할 수 있는 이유다. 만약 건축 차공면적이 정체되고 향후 10년간 유기질 단열재와 무기질 단열재의 사용 비중이 현재의 3:7에

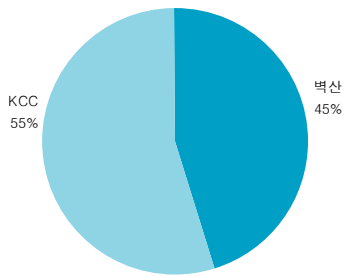
서 7:3으로 역전된다고 가정하면 총 단열재 시장 규모는 현재의 약 9천억원에서 2025년에는 1.4조원으로 성장하고 무기질 단열재 시장은 연평균 13.5% 성장할 전망이다.

[그림 21] 한국 단열재와 세계 단열재 시장 규모 비교

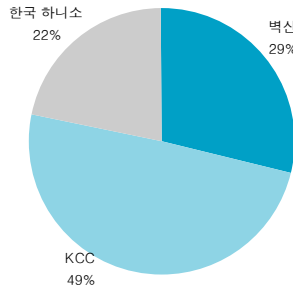


주: 복미는 글라스울, 서유림은 미네랄울 위주  
 자료: 한국화학경제연구원, 2012년 기준

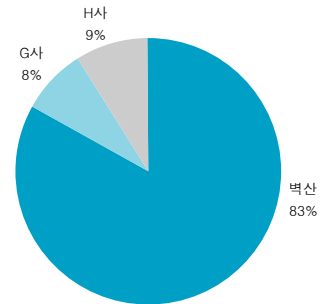
[그림 22] 무기질 단열재- 미네랄울 시장



[그림 23] 무기질 단열재- 글라스울 시장



[그림 24] 외장재 시장



자료: 각사, 한국투자증권

### 3. B2B 전자제- 주택 공급 총량은 한동안 유지

재건축과 임대주택은  
저성장 시대의 마지막 변수

살펴본 바와 같이 주택공급의 저성장 시기에 재건축과 임대주택은 마지막 변수가 될 전망이다. 주택 노후화와 주택 가격 방어, 중산층 주거 안정을 위해 정부가 선택할 수 있는 대안은 재건축과 임대주택 활성화다. 결국 신규 분양공급은 장기적으로 하향이 불가피하나 재건축과 임대주택이 이를 대체하며 주택 총 공급량은 30만세대를 유지할 전망이다.

B2B 전자제 물량은 견조하게  
유지될 가능성 높아

따라서 장기적으로 B2B 전자제 물량은 감소하기보다 견조하게 유지될 가능성이 높다. Q는 증가보다 유지되므로 매출의 변수는 기능에 따른 ASP이며 C는 최근 유가하락으로 하향 안정화돼, 궁극적으로 경쟁력 있는 전자제 업체의 마진이 확대될 것으로 예상된다.

품질에 따라 가격 경쟁력을  
발휘할 마감재 업체 유망,  
차선책은 시멘트/레미콘

따라서 장기적으로는 품질에 따라 가격 경쟁력을 발휘할 수 있는 마감재 업체(창호/바다/단열재)가 유망하다. 차선책은 시멘트/레미콘이다. 시멘트는 7대 업체의 점유율이 비슷하고 품질에 차이가 없어 가격 경쟁력을 발휘할 수 없고 공급과잉이라는 근본적 한계가 있다. 그러나 1) 2004~2011년의 과도한 치킨게임이 끝나 가격 공조체제가 이뤄졌고 2) 시멘트의 주 사용처인 주택 시장이 공급량이 획기적으로 증가하기는 어려워도 현 수준을 유지할 가능성이 높아졌다는 점, 3) 유연탄뿐 아니라 저유가 지속 시 이에 기반한 전력비와 운송비 등 대부분의 공공요금 하락의 수혜가 가능하다는 점에서 중기 매력도가 높아졌다.

시멘트 업계 내  
P와 Q는 상승,  
변수는 오직 C

즉 P와 Q는 한동안 상승이고 변수는 오직 C로 C가 시멘트 업계의 수익성을 결정할 전망이다. 시멘트 제조원가의 15%가 전기료, 15%가 운송료로 원유 가격과 관련 있는 비용이며 특히 제조원가의 30%를 차지하던 유연탄 비중은 지난 2년간 25%로 하락했다. 2013년 1월 \$93.4/t이던 호주산 유연탄 가격은 줄곧 하락해 현재 \$62.8/t이다. 2011년 \$133/t에 비하면 3년 새 절반 수준으로 급락했다. 전기료는 2013년 11월 6.4% 인상돼 2014년 유연탄 가격 하락 효과를 약화시켰다. 아직 한전의 전기요금 인하 가능성을 예단하기 어렵지만 인상 가능성 역시 희박해 주요 비용변수인 전력요금 부담은 낮아졌다. 2013년 10월에는 철도요금이 8% 인상됐다. 시멘트 운송비중은 철도 70%, 도로 30%다. 전기요금 하락으로 화물 요금 인상 가능성도 낮아졌을 뿐 아니라 도로 운송비 역시 하락압력을 받고 있다. 즉 2015~2016년 시멘트사의 손익은 유연탄 가격에 좌우될 전망이다.

한일시멘트의 경우  
유연탄에서 연 80억원의  
영업이익 개선 예상

<표 18>은 한일시멘트와 성신양회를 대상으로 변수별 영업이익의 민감도를 계산한 것이다. 유연탄 도입가는 대부분 10% 가량 하락할 전망이어서, 대부분 업체는 해당 변수만으로 영업이익이 전년 대비 50~80억원 개선될 것으로 예상된다.

<표 18> 2015F 영업이익의 민감도

(단위: 십억원)

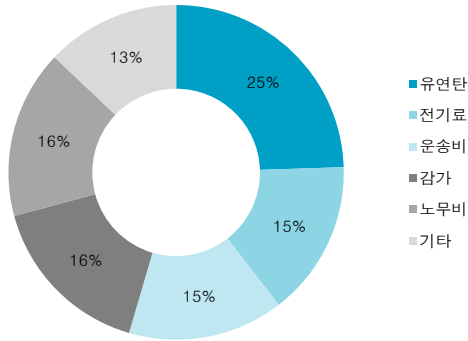
	영업이익 Δ		영업이익 변화율	
	한일시멘트	성신양회	한일시멘트	성신양회
유연탄 1% ↓	0.8	0.8	0.5%	1.3%
운송료 1% ↓	0.6	0.5	0.3%	1.2%
전기료 1% ↓	0.5	0.5	0.3%	0.8%
출하량 1% ↑	4.0	2.0	2.7%	3.2%

주: 출하량에 따른 레미콘 간접 영향 포함, 운송료는 판관비/원가 모두 고려  
자료: 각사, 한국투자증권

변수가 Q보다 C라면,  
가동률 높고 시장 재편자  
부상 가능성 높은  
한일시멘트 유망

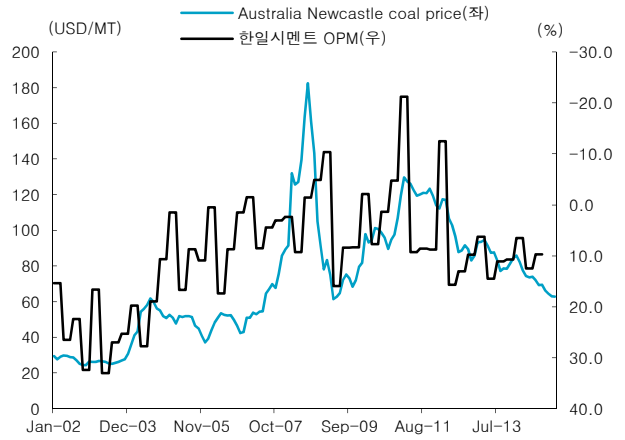
주요 변수가 Q보다 C일때는 가동률이 높고 장기적으로 시장 재편자로 부상할 수 있는 한일시멘트가 유망하다. ① 시멘트→레미콘→레미탈의 수직계열화를 통해 시공 사이클의 전 과정에 exposure가 있어 민감도가 낮고, ② 재무구조가 안정적이고 보유자산 가치가 우수하며, ③ 과도한 증설을 자제해 감가상각비 부담이 낮고 가동률이 높은 장점이 있다. 사양 산업 내에서 최후까지 살아남을 player다. 우수한 보유자산과 현금에 향후 신규 비즈니스 창출에 중요한 재원이 될 것이다.

[그림 25] 시멘트 제조원가 구분



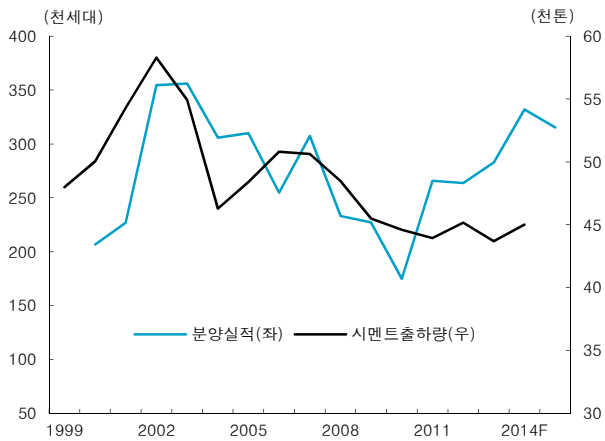
자료: 한국투자증권

[그림 26] 한일시멘트의 영업이익률과 유연탄 가격 추이



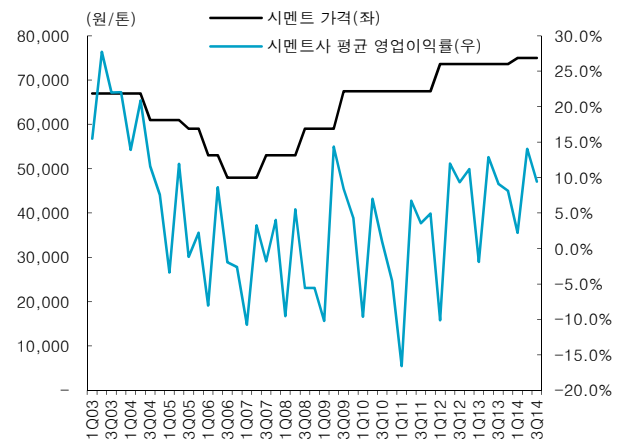
자료: 한일시멘트, Bloomberg

[그림 27] 분양 실적과 시멘트 출하량



자료: 국토해양부

[그림 28] 시멘트 가격과 시멘트사 영업이익률 추이



자료: 각사, 한국투자증권

■ 용어해설

- 드라이비트: 외벽 마감재 방식 중 하나로 콘크리트벽에 스트리폼 단열재를 붙이는 공법. 시공이 편리하고 가격이 매우 저렴하다는 장점이 있으나 단열이 잘 안되고 부식이 심하며 화재에 취약하다.
- 한샘IK: 중저가 중심의 제품 라인을 갖췄으며 전국 우수 인테리어점과 제휴를 맺고 인테리어 리모델링에 필요한 상품과 서비스를 제공하는 한샘의 유통 브랜드
- 수급조절 임대리츠: 주택기금과 민간이 설립한 리츠가 임대주택을 짓는 방식. 해당 리츠에 참여자가 지분을 투자한 뒤 이 리츠가 LH로부터 용지를 사들여 주택 건설, 운영하는 개념
- CM (Construction Management): 발주처를 대신하여 건설공사에 관한 기획, 타당성 조사, 분석, 설계, 조달, 계약, 시공관리, 감리, 평가, 사후관리 등 관리업무를 대행하여 주는 용역

*This page is left blank intentionally*

## 종목분석

현대산업(012630) .....	32
한샘(009240) .....	36
한국토지신탁(034830) .....	40
한일시멘트(003300) .....	43

## 현대산업(012630)

매수(유지) / TP: 50,000원(유지)

주가(1/29, 원)	43,450
시가총액(십억원)	3,275
발행주식수(백만)	75
52 주 최고/최저가(원)	45,700/23,650
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	12,729
유동주식비율(%)	78.8
외국인지분율(%)	48.9

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2012A	3,334	103	(0)	(5)	NM	144	NM	26.2	0.7	(0.0)
2013A	4,217	(148)	(209)	(2,836)	NM	(98)	NM	NM	0.8	(9.3)
2014F	4,546	208	89	1,214	NM	258	31.9	17.0	1.3	4.1
2015F	4,893	362	242	3,295	171.4	413	13.2	10.3	1.3	10.5
2016F	5,370	399	281	3,814	15.7	450	11.4	8.8	1.2	11.0

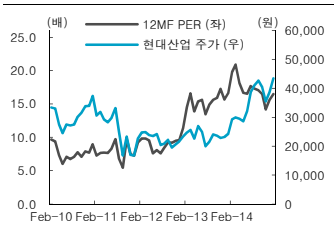
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

### 재무구조 개선에서 성장으로

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	11.1	18.4	78.8
상대주가(%p)	9.9	23.8	78.3

#### 12MF PER 추이



**2014년 성공적인 턴어라운드:** 2014년 현대산업은 해외 현장 여진에 시달리는 타사와 달리 국내 주택 리스크 관리와 ROE 위주의 주택공급 정책으로 의미 있는 턴어라운드에 성공했다. 별도 순차입금은 2013년 대비 6천억원 이상 감소해 1조원까지 낮았으며 영업현금흐름도 크게 개선됐다. 2010년부터의 선제적인 리스크 관리의 결과다.

**2015년은 성장으로, 자체사업 용지 투자 확대:** 2015년은 성장으로 전략 포인트가 이전하고 있다. 다운사이징과 원가 절감의 현실만이 남은 국내 건설업계에서 차별적 행보다. 2014년까지는 기존 PF 대위변제 현장의 분양과 수원 자체사업으로 cash 회수에 전력을 다했다면 이제는 회수된 cash로 양질의 자체사업 용지 투자를 계획하고 있다. 2015년 용지에 사용될 자금은 약 3천억원으로 추정되며 2000년대 들어 가장 큰 규모다. 이는 2003년 '삼성 아이파크', 2008년 '해운대 우동', 2009년 '수원 아이파크' 등 3~4년에 한번씩 진행해 중기 성장성을 담보하는 랜드마크적인 자체사업이 될 전망이다.

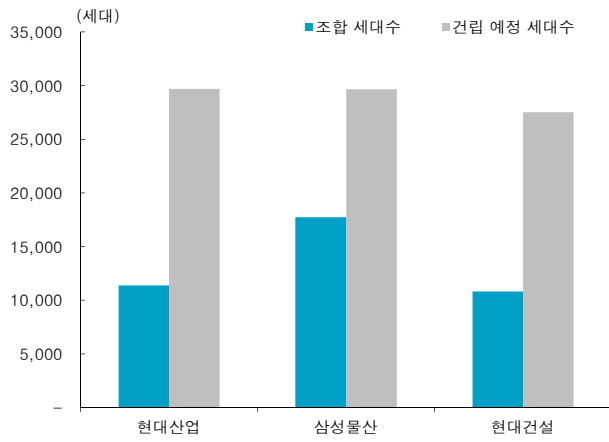
**2015년 top line 성장의 key는 재건축, 자체사업으로 ROE 제고:** 2015년 주택 공급 목표는 1.67만세대다. 보수적으로 추정해도 약 1.3만세대의 공급이 가능할 것으로 추정돼 전년 대비 20.4% 이상 증가할 전망이다. 계획의 40%는 도급사업으로, 54%는 재건축으로 구성된다. 2015~2016년 top line은 재건축 사업이 견인하고 ROE는 2014년 착공한 4건의 자체사업(용인서천, 수원4차, 세종시, 대구수성)의 본격 기성으로 제고될 전망이다. 현대산업은 강남권에 건립 예상 세대수 약 3만세대, 조합원 기준 세대수 1.1만세대로 가장 많은 재건축 시공권을 보유하고 있는 것으로 파악된다.

**수원 2차 할인 분양으로 2015년 영업이익 upside:** 300여세대 남은 수원 2차 자체사업의 할인 분양을 진행 중이다. 할인율을 감안해도 모두 판매 시 영업이익 600억원이 인식된다. 우리의 2015년 실적 예상치는 1/2이 판매될 것으로 가장한 것이며 현재까지 약 40여세대가 팔린 것으로 추정된다. 수원2차를 포함해도 미분양 450세대로 역사적으로 가장 낮은 재고수준을 보이고 있다. 최근 자회사 아이파크몰은 면세점 사업에 진출하기로 결정했는데 연결 기준 영업이익 기여가 미미했던(2014년 영업이익의 270억원, 세전이익 첫 흑자전환) 주요 자회사의 장기적인 실적 개선도 기대되는 부분이다. PBR 1.5배를 적용한 목표주가 50,000원과 top pick 의견을 유지한다.

이경자 3276-6155  
kyungja.lee@truefriend.com

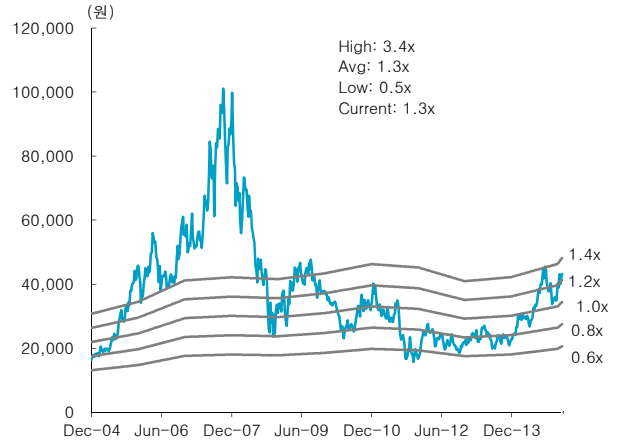
안형준 3276-4460  
hyungjoon@truefriend.com

[그림 29] 주요 건설사의 강남권 재건축 시공권 (세대수 기준)



자료: 부동산114

[그림 30] 현대산업 PBR 밴드



자료: 현대산업

<표 19> 아이파크몰 손익

(단위: 십억원)

	2005	2007	2010	2012	2014F
매출액	55	112	231	232	240
영업이익	(24)	(28)	1	14	27
세전이익	(25)	(29)	(10)	(5)	10

자료: 아이파크몰

<표 20> 현대산업 2015년 분양 계획

(단위: 세대)

분양예정(월)	사업명	가구수	
1	천안 백석 3차 아이파크	805	도급
1	위례 우남역 아이파크	319	도급
1	가락시영 주택재건축정비사업(조합)	1,967	재건축
3	광주 태전 4지구	640	도급
3	군산 미장 2차	540	도급
4	복산 지역주택조합	418	재건축
4	수원 아이파크 시티 주상복합	553	자체사업
4	거제 문동지구 아이파크	1,279	도급
5	가락시영 주택재건축정비사업(일반)	485	재건축
6	포천 아이파크	513	도급
7	속초 청호	684	도급
9	망원 1구역 주택재건축정비사업(조합)	187	재건축
9	호원 1구역(조합)	113	재건축
9	구리 갈매	1,196	도급
10	면목 3구역 주택재건축정비사업(조합)	307	재건축
10	풍납우성 주택재건축정비사업(조합)	545	재건축
10	상아 3차 주택재건축정비사업(조합)	266	재건축
10	서초한양 주택재건축정비사업(조합)	456	재건축
10	평택웅죽 아이파크	595	도급
10	둔촌주공 주택재건축정비사업(조합)	1,858	재건축
10	고덕 4단지 주택재건축정비사업(조합)	410	재건축
11	남가좌 1구역 주택재건축정비사업(조합)	444	재건축
11	호원 1구역(일반)	205	도급
11	서산 석림	329	자체사업
11	홍제 2구역 주택재개발정비사업(조합)	355	재건축
11	고덕 4단지 주택재건축정비사업(일반)	250	재건축
12	남가좌 1구역 주택재건축정비사업(일반)	617	재건축
12	홍제 2구역 주택재개발정비사업(일반)	369	재건축
도급		6,776	
자체사업		882	
재건축		9,047	
합계		16,705	

자료: 현대산업

〈표 21〉 현대산업 실적 추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14F	2013	2014F	2015F
매출	785	1,012	1,086	1,334	964	1,137	1,128	1,317	4,217	4,546	4,893
YoY (%)	2.2	19.4	34.6	45.6	22.8	12.4	3.9	(1.3)	26.5	7.8	7.6
별도 매출	489	666	747	976	649	793	801	1,003	2,877	3,246	3,554
자체사업	127	183	180	269	226	291	274	327	760	1,118	1,304
도급주택	172	205	244	279	196	249	283	318	900	1,046	1,114
토목	105	156	222	297	147	130	136	309	780	722	738
건축	66	99	77	88	58	79	80	72	330	289	329
연결법인	297	346	339	359	315	344	327	314	1,340	1,300	1,339
원가율 (%)	87.0	90.1	93.9	100.5	90.1	88.7	88.3	85.7	93.8	88.0	84.9
자체사업	85.1	92.2	105.5	110.7	95.3	87.5	92.2	77.6	100.7	87.3	77.2
도급주택	89.7	96.2	97.8	110.8	89.4	93.8	87.3	86.5	99.9	89.0	89.0
토목	89.1	87.7	92.1	98.1	90.1	97.2	89.4	93.1	93.1	92.5	90.0
건축	91.4	95.1	97.5	112.1	100.3	88.4	95.8	89.0	99.5	93.0	91.0
영업이익	29	26	(20)	(183)	23	70	56	58	(148)	208	362
YoY (%)	(51.4)	TTB	TTR	TTR	(20.7)	169.2	TTB	TTB	TTR	TTB	73.8
영업이익률(%)	3.7	2.6	(1.8)	(13.7)	2.4	6.2	5.0	4.4	(3.5)	4.6	7.4
별도 영업이익	16	10	(33)	(197)	11	56	39	40	(204)	145	303
별도 영업이익률(%)	3.3	1.5	(4.4)	(20.2)	1.6	7.1	4.9	4.0	(7.1)	4.5	8.5
연결법인 영업이익	13	16	13	15	13	15	17	18	56	63	59
세전이익	11	10	(46)	(217)	11	41	36	49	(242)	138	340
순이익	7	1	(38)	(171)	7	27	28	43	(201)	104	257
지배주주 순이익	7	1	(37)	(168)	4	23	24	38	(197)	89	242

자료: 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	4,746	4,461	4,842	4,982	5,521
현금성자산	343	289	455	489	591
매출채권및기타채권	1,509	1,600	1,818	1,957	2,148
재고자산	2,223	1,982	2,032	1,957	2,148
비유동자산	1,892	1,960	2,022	2,089	2,189
투자자산	531	492	530	571	627
유형자산	894	871	848	825	802
무형자산	23	21	22	24	26
자산총계	6,638	6,421	6,864	7,071	7,710
유동부채	2,551	2,737	3,263	3,463	3,855
매입채무및기타채무	835	914	1,136	1,223	1,342
단기차입금및단기사채	853	630	580	430	330
유동성장기부채	578	734	684	634	584
비유동부채	1,660	1,482	1,317	1,087	1,061
사채	807	380	130	80	0
장기차입금및금융부채	366	608	603	403	398
부채총계	4,211	4,218	4,579	4,550	4,916
지배주주지분	2,352	2,122	2,190	2,411	2,670
자본금	377	377	377	377	377
자본잉여금	179	179	179	179	179
기타자본	(140)	(140)	(140)	(140)	(140)
이익잉여금	1,881	1,661	1,736	1,964	2,230
비지배주주지분	76	81	95	109	124
자본총계	2,428	2,202	2,285	2,520	2,794

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	(47)	252	644	613	490
당기순이익	5	(201)	104	257	296
유형자산감가상각비	39	47	47	47	47
무형자산상각비	2	3	3	4	4
자산부채변동	(89)	240	460	274	105
기타	(4)	163	30	31	38
투자활동현금흐름	(302)	(35)	(94)	(99)	(124)
유형자산투자	(202)	(62)	(24)	(24)	(25)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(99)	27	(42)	(45)	(60)
무형자산순증	(1)	(1)	(5)	(5)	(6)
기타	0	1	(23)	(25)	(33)
재무활동현금흐름	195	(270)	(385)	(480)	(265)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	248	(252)	(355)	(450)	(235)
배당금지급	(53)	(17)	(4)	(15)	(15)
기타	0	(1)	(26)	(15)	(15)
기타현금흐름	(1)	(1)	0	0	0
현금의증가	(155)	(54)	165	35	101

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	3,334	4,217	4,546	4,893	5,370
매출원가	2,990	3,956	4,001	4,156	4,596
매출총이익	344	261	544	737	774
판매관리비	240	409	336	375	375
영업이익	103	(148)	208	362	399
금융수익	34	29	31	36	40
이자수익	27	20	22	27	31
금융비용	111	90	86	63	52
이자비용	99	81	77	54	43
기타영업외손익	13	(36)	(18)	2	2
관계기업관련손익	2	3	2	2	2
세전계속사업이익	41	(242)	138	340	390
법인세비용	36	(41)	33	82	94
연결당기순이익	5	(201)	104	257	296
지배주주지분순이익	(0)	(209)	89	242	281
기타포괄이익	(4)	(7)	(7)	(7)	(7)
총포괄이익	2	(208)	97	250	289
지배주주지분포괄이익	(2)	(216)	83	236	274
EBITDA	144	(98)	258	413	450

주요 투자지표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	(5)	(2,836)	1,214	3,295	3,814
BPS	32,316	29,257	30,166	33,099	36,537
DPS	200	50	200	200	200
성장성(% YoY)					
매출증가율	(18.8)	26.5	7.8	7.6	9.7
영업이익증가율	(74.2)	NM	NM	73.8	10.0
순이익증가율	NM	NM	NM	171.4	15.7
EPS 증가율	NM	NM	NM	171.4	15.7
EBITDA 증가율	(67.2)	NM	NM	59.7	8.9
수익성(%)					
영업이익률	3.1	(3.5)	4.6	7.4	7.4
순이익률	(0.0)	(4.9)	2.0	5.0	5.2
EBITDA Margin	4.3	(2.3)	5.7	8.4	8.4
ROA	0.1	(3.1)	1.6	3.7	4.0
ROE	(0.0)	(9.3)	4.1	10.5	11.0
배당수익률	0.9	0.2	0.5	0.5	0.5
배당성향	NM	NM	16.5	6.1	5.2
안정성					
순차입금(십억원)	2,147	1,990	1,462	971	625
차입금/자본총계비율(%)	107.6	107.3	87.9	61.8	47.4
Valuation(X)					
PER	NM	NM	31.9	13.2	11.4
PBR	0.7	0.8	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	26.2	NM	17.0	10.3	8.8

## 한샘(009240)

매수(유지) / TP: 193,000원(상향)

주가(1/29, 원)	151,500
시가총액(십억원)	3,565
발행주식수(백만)	24
52 주 최고/최저가(원)	151,500/51,800
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	8,305
유동주식비율(%)	42.0
외국인지분율(%)	24.1

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2012A	783	47	39	2,139	2.5	55	8.7	6.1	18.9	3.2
2013A	1,007	80	61	3,402	59.0	88	14.8	11.7	3.7	25.6
2014F	1,315	110	84	4,627	36.0	119	24.7	21.1	7.0	28.1
2015F	1,557	140	107	5,926	28.1	149	25.6	22.5	7.6	28.6
2016F	1,788	169	130	7,169	21.0	179	21.1	18.5	6.2	27.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

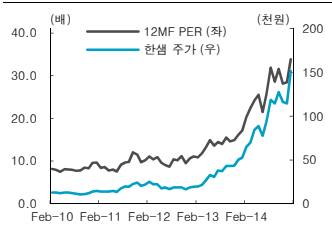
### IKEA 효과는 없었다

**예상보다 빨리 식은 이케아 열풍:** 지난 4분기 한샘의 주가 조정 요인이었던 이케아가 한국에 상륙한지 한달이 지났다. 1월 21일까지 누적 방문객 100만명을 돌파했으나 객관적으로 보면 예상보다 폭발적이지는 않았다고 판단된다. 지금은 개장 당시의 주차 혼잡도 사라졌다. 방문객 수는 평일 기준 개장 첫 주 하루 4만명에서 넷째 주 1.95만명으로 줄었다. 이케아 오픈 6개월 전부터 이케아 가구를 사겠다는 기대심리로 가구 구매를 미뤘다면 지금은 그 같은 관망심리도 제거된 상태다. 실제 이케아 제품의 가격 경쟁력이 한샘 등 브랜드 업체 대비 강하지 않고 접근성이 어려워 실제 구매는 소품과 음식료에 집중된 것으로 파악된다.

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	24.7	60.1	188.6
상대주가(%p)	23.5	65.5	188.1

#### 12MF PER 추이



**한샘의 역습:** 오히려 한샘의 이케아 역습이 시작됐다. 지난 1월, 한샘은 생활소품전문 브랜드 ‘한샘홈’(이름 미정) 런칭 계획을 발표했다. 전문 브랜드를 런칭해 연간 1천억원(플래그십 600억원, 대리점 250억원, 온라인 150억원)의 생활소품 매출을 1년 내에 연 2천억원대로 키우겠다는 계획이다. 2월 서울 공릉동에 1호, 3월에 부산 등에서 순차적으로 오픈한다. 매장은 타 직영매장처럼 임차라 capex 부담이 크지 않다. 2015년 이익은 미미하겠으나 장기적으로 목표 영업이익률은 5%다. 부엌과 가구에서 비브랜드의 브랜드 전환 전략으로 성장했듯, 생활소품 시장에서도 브랜드 전환을 시도하고 있다. 한샘은 기존에는 생활소품을 미끼상품으로 팔았지만 소득수준 향상과 주거시장에 대한 관심으로 IKEA에 대해 생활소품 시장에도 적극 진출하고 있다.

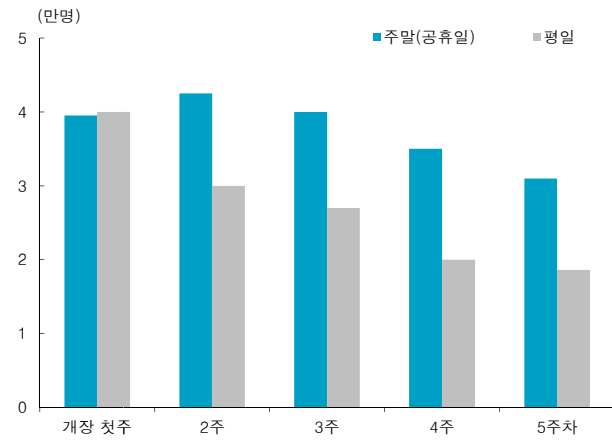
**건자재 시장 진출 시 2020년 매출 4.7조원으로 현재의 4배 수준:** 한샘의 중기 수익전망의 가정은 다음과 같다. 1) 노후주택과 함께 부엌은 성장시장이며 한샘의 침투율은 매년 0.4~0.5%p 상승한다. 2) 가구시장은 성장이 정체돼 있지만 비브랜드의 브랜드 전환으로 한샘의 점유율은 현재의 11.2%에서 2020년 20.5%로 상승한다. 이 가정 하에서 2015~2019년 영업이익은 18.8% 성장할 것으로 추정된다. 목표주가는 193,000원으로 19% 상향하는데 기존에 적용하던 일본 ‘니토리’ 성장기의 PER의 20% 할인에서 할인율을 제거한 32.5배를 적용했기 때문이다.

한샘은 리모델링 토탈 솔루션을 이용해 건자재 시장 진출을 확대하고 있다. 건자재 시장 가운데 한샘이 진출 가능한 시장은 리모델링 아이템의 1/2로 점유율은 부엌의 1/2 수준을 가정했다. 부엌 영업을 하며 욕실 리모델링 영업을 확대하는 등 연계 영업을 통해 건자재 시장 진출을 시도하고 있다. 만약 한샘이 건자재 시장에 성공적으로 안착한다면 2020년에는 총 매출이 현재의 4배 이상인 4.7조원으로 확대될 전망이다. 건자재 영업이익률을 5.0%만 가정해도 2020년 PER은 9배 이하로 하락한다.

**이경자** 3276-6155  
kyungja.lee@truefriend.com

**안형준** 3276-4460  
hyungjoon@truefriend.com

[그림 31] 이케아 일평균 방문객 수 추이



자료: 광명시

[그림 32] 한샘 플래그숍에서 판매하는 생활소품 예



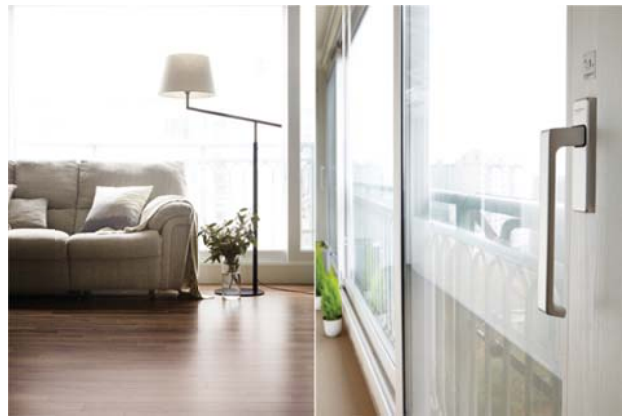
자료: 한샘

[그림 33] 한샘의 욕실 시공 사례



자료: 한샘IK

[그림 34] 한샘의 창호/바닥 시공 사례



자료: 한샘IK

<표 22> 국내 부엌/가구/리모델링 잠재 시장과 한샘의 매출 추정

(단위: 백만세대, 조원)

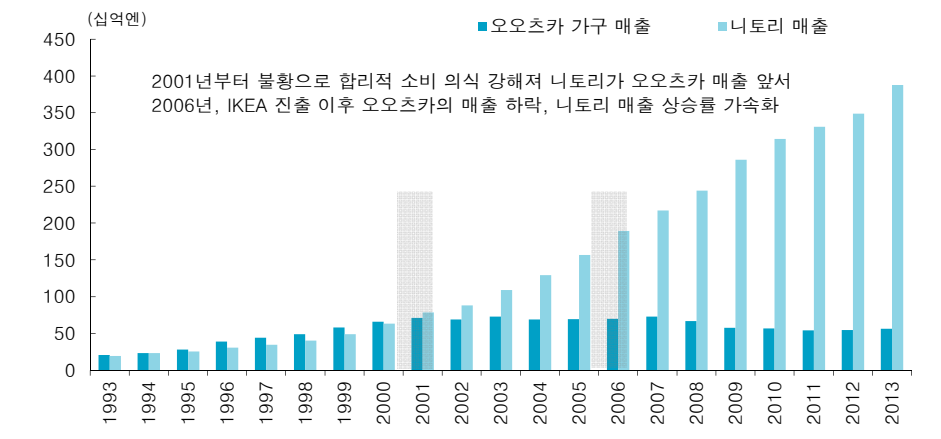
연도	15년 이상 아파트 세대수	잠재 부엌시장	잠재 리모델링 시장	한샘 침투율 (부엌)	한샘 부엌 매출	한샘 침투율 (리모델링)	한샘 리모델링 매출	가구 시장	한샘 M/S (가구)	한샘 가구 매출	한샘 총 매출
2007	4.9	9.9	98.9	1.1%	0.11			6.7	4.5%	0.1	0.2
2008	5.3	10.6	106.4	1.0%	0.11			6.8	4.5%	0.1	0.3
2009	5.7	11.5	114.6	1.2%	0.14			6.8	6.0%	0.2	0.3
2010	6.2	12.3	123.0	1.4%	0.17			6.9	6.2%	0.2	0.4
2011	6.5	13.0	130.5	1.7%	0.23			7.0	6.4%	0.3	0.5
2012	7.0	13.9	139.1	2.0%	0.28			7.1	6.5%	0.3	0.6
2013	7.3	14.7	147.0	2.5%	0.36			7.1	8.3%	0.4	0.7
2014	7.7	15.4	154.4	3.0%	0.46			7.2	11.2%	0.5	0.9
2015F	8.0	16.1	160.6	3.4%	0.55			7.3	13.0%	0.6	1.1
2016F	8.3	16.6	166.4	3.9%	0.65			7.5	14.5%	0.7	1.3
2017F	8.6	17.3	172.8	4.4%	0.76	1.1%	1.90	7.6	16.0%	0.7	3.4
2018F	9.0	17.9	179.1	4.9%	0.88	1.2%	2.19	7.8	17.5%	0.9	3.9
2019F	9.3	18.6	186.2	5.0%	0.93	1.3%	2.33	7.9	19.0%	1.0	4.3
2020F	9.6	19.3	192.9	5.2%	1.00	1.3%	2.51	8.1	20.5%	1.1	4.7

자료: 한샘, 한국투자증권

Home improvement 시장에서 한샘의 핵심전략은 중저가 가격 경쟁력이다. 가격 경쟁력의 중요성은 일본의 가구 시장 변천에서도 확인된다. 2000년까지 일본 가구 시장의 1위는 오오츠카 가구였다. 그러나 긴 불황은 일본 소비자의 소비패턴을 변화시켰으며 2001년 니토리가 오오츠카 가구를 역전하기 시작했다. 특히 2006년 이케아가 진출하며 오오츠카의 매출은 매년 5~6% 감소하며 500억엔대로 전락했고 니토리는 4천억엔 규모로 꾸준히 성장하며 1위가 되었다. 현재 오오츠카와 이케아는 2~3위에 머무른다.

차이는 제품 가격에 있었다. 니토리는 중저가 가구와 Q를 늘릴 수 있는 패키지 상품에 집중한 반면 오오츠카는 ‘롯데기 힐스’ 등 고급 주거시설을 겨냥해 중고가 가구 라인업에 집중했다. 이케아는 불황 속에 일본 수요자의 합리적 소비 성향을 자극했다. 니토리는 이에 대응해 원가 절감을 위해 생산기지를 동남아로 이전하고 패키지 상품 개발로 인당 구매액을 늘렸다. 10년 전 일본 가구시장의 재편은 한국에 시사하는 바가 크다. 한샘 역시 가격 경쟁력을 제고하기 위해 원가 절감 노력을 지속하고 있다. 실제 7년 전 출시한 ‘조이 책장’의 가격은 현재와 동일하다.

[그림 35] 일본 오오츠카와 니토리 매출 추이 비교



자료: 블룸버그, 각사, 한국투자증권

[그림 36] 오오츠카 가구의 고급 가구



자료: 오오츠카 가구

[그림 37] 니토리의 중저가 패키지 가구



자료: 니토리

재무상태표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	182	287	370	446	521
현금성자산	35	24	33	39	54
매출채권및기타채권	74	109	145	171	197
재고자산	25	41	54	64	73
비유동자산	195	219	238	255	280
투자자산	58	60	74	85	95
유형자산	110	132	132	132	132
무형자산	7	7	9	10	12
자산총계	377	506	608	700	801
유동부채	145	222	252	255	250
매입채무및기타채무	107	171	197	218	197
단기차입금및단기사채	23	23	23	24	24
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	16	20	24	28	31
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	4	4	4	4	4
부채총계	162	242	276	283	281
지배주주지분	215	264	332	417	519
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	37	38	38	38	38
기타자본	(52)	(52)	(52)	(52)	(52)
이익잉여금	207	256	323	409	511
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	215	264	332	417	520

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	22	85	76	83	89
당기순이익	39	61	84	107	130
유형자산감가상각비	6	7	8	8	8
무형자산상각비	1	1	1	1	2
자산부채변동	(30)	(3)	(21)	(37)	(53)
기타	6	19	4	4	2
투자활동현금흐름	(22)	(86)	(51)	(55)	(47)
유형자산투자	(7)	(26)	(8)	(8)	(8)
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	(17)	(65)	(14)	(11)	(11)
무형자산순증	(0)	(0)	(3)	(3)	(3)
기타	2	4	(27)	(34)	(26)
재무활동현금흐름	(24)	(10)	(16)	(22)	(27)
자본의증가	0	2	0	0	0
차입금의순증	2	1	0	0	0
배당금지급	(11)	(11)	(13)	(16)	(22)
기타	(15)	(2)	(3)	(6)	(5)
기타현금흐름	(1)	0	0	0	0
현금의증가	(24)	(11)	9	6	15

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	783	1,007	1,315	1,557	1,788
매출원가	538	701	911	1,082	1,243
매출총이익	245	306	404	475	545
판매관리비	198	226	294	335	376
영업이익	47	80	110	140	169
금융수익	3	3	2	3	3
이자수익	2	3	2	3	3
금융비용	1	1	1	1	1
이자비용	1	1	1	1	1
기타영업외손익	2	(1)	0	0	0
관계기업관련손익	1	0	0	0	0
세전계속사업이익	52	81	111	142	171
법인세비용	12	20	27	35	42
연결당기순이익	39	61	84	107	130
지배주주지분순이익	39	61	84	107	130
기타포괄이익	(3)	(3)	0	0	0
총포괄이익	37	59	84	107	130
지배주주지분포괄이익	37	59	84	107	130
EBITDA	55	88	119	149	179

주요 투자지표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	2,139	3,402	4,627	5,926	7,169
BPS	11,346	13,424	16,286	19,917	24,272
DPS	600	700	900	1,200	1,500
성장성(% YoY)					
매출증가율	9.9	28.6	30.6	18.4	14.9
영업이익증가율	(3.1)	68.9	37.4	27.4	21.3
순이익증가율	0.4	55.4	36.3	28.1	21.0
EPS 증가율	2.5	59.0	36.0	28.1	21.0
EBITDA 증가율	(1.0)	61.2	35.0	25.5	20.1
수익성(%)					
영업이익률	6.0	7.9	8.3	9.0	9.5
순이익률	5.0	6.1	6.4	6.9	7.2
EBITDA Margin	7.0	8.7	9.0	9.6	10.0
ROA	10.2	13.9	15.0	16.4	17.3
ROE	18.9	25.6	28.1	28.6	27.7
배당수익률	3.2	1.4	0.8	0.8	1.0
배당성향	27.4	20.6	19.5	20.2	20.9
안정성					
순차입금(십억원)	(48)	(100)	(131)	(167)	(205)
차입금/자본총계비율(%)	12.5	10.2	8.2	6.5	5.3
Valuation(X)					
PER	8.7	14.8	24.7	25.6	21.1
PBR	1.6	3.7	7.0	7.6	6.2
EV/EBITDA	6.1	11.7	21.1	22.5	18.5

## 한국토지신탁(034830)

매수(유지) / TP: 4,800원(유지)

주가(1/29, 원)	3,665
시가총액(십억원)	925
발행주식수(백만)	252
52 주 최고/최저가(원)	3,905/1,675
일평균 거래대금(6 개월, 백만원)	4,266
유동주식비율(%)	59.4
외국인지분율(%)	6.7

	영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2012A	118	62	62	47	188	4.9	60	7.0	8.2	1.0	16.0
2013A	166	68	68	52	205	8.9	68	8.1	7.3	1.1	14.7
2014F	160	82	82	62	247	20.7	83	15.1	10.9	2.1	15.2
2015F	168	95	95	72	286	15.6	96	12.8	9.4	1.8	15.1
2016F	178	104	104	79	311	9.0	105	11.8	8.5	1.6	14.2

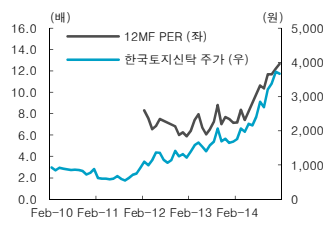
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

### 참여시장은 수도권으로, 정비사업으로 확대

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.7)	57.0	117.5
상대주가(%p)	(4.9)	62.3	117.0

#### 12MF PER 추이



**4Q14 preview:** 4분기 영업수익은 510억원(10.9%YoY), 영업이익은 160억원(22.1%YoY), 순이익은 120억원(16.3%YoY)로 추정, 양호한 실적을 이어갈 전망이다. 향후 2~3년의 성장을 결정할 차입형 신탁 수주도 2012년 870억원에서 2013년 910억원으로, 2014년 950억원으로 지속 성장한 것으로 추정된다.

**중수의 중위험 구조의 안정된 모델:** 2015년 차입형 신탁 수주 목표는 1천억원이며 140여 명의 인력 수준에서 연 2~3명 증가에 그쳐 레버리지 사이클에 진입하고 있다. 2015년 영업이익은 전년대비 15.6% 증가한 950억원으로 전망하며, 대손상각비의 추가 절감 여부에 따라 수익성 개선의 여지가 남아있다. 차입형 신탁 분양사업의 호조로 이자수익은 줄지만 반대급부로 대손상각비는 추세적으로 감소 중이다. 빠른 cash 회수로 2014년에는 순현금 구조로 전환할 전망이다. 재원이 풍부해졌기 때문에 향후 차입형 토지신탁 사업 외에도 다양한 투자 사업이 가능할 전망이다.

**참여시장은 수도권 정비사업으로 확대:** 한국토지신탁은 2009년 민영화 이전에는 bad bank 역할로 국한됐지만 민영화 이후에는 지방 차입형 토지신탁 사업으로 손익과 재무비율이 크게 개선됐다. 2013년부터는 수도권 분양으로 참여시장을 확대했으며 올해는 재건축 사업 진출을 추진하고 있다. 재건축 사업의 핵심은 조합원의 자기분담금을 줄여줌으로써 사업성을 개선하고 재건축 사업의 합의를 이끌어 내는 것이다. 정비 사업은 일반 분양 대비 프로젝트 당 세대수가 많은 것이 일반적이기 때문에 한국토지신탁의 중장기 볼륨 성장에 긍정적이다. 정비사업은 다수의 조합원과 조합장, 시공사 등 이해관계자가 너무 많고 조합원들의 전문 지식이 부재하다는 이유로 실제보다 과도한 사업비가 소요되는 경우도 많다. 이를 핸들링 할 수 있는 객관적 주체의 디벨로퍼가 필요하다.

시대에 따라 주택 유형의 변화에 적절히 대응할 수 있는 신탁개발 솔루션을 제공하고 있다는 측면에서 장기적으로 유망한 밸류체인이다. 과거 일본의 사례 참고 시, 부동산 시장 내 단순 시공사 우위의 구조는 더 이상 유효하지 않을 전망이다. 투명성을 기반으로 비용을 최대한 줄임으로써 수익자의 이익을 극대화하는 신탁업의 성장 가능성은 높다고 판단된다. 목표주가 4,800원을 유지하며 매수를 추천한다.

이경자 3276-6155  
kyungja.lee@truefriend.com

안형준 3276-4460  
hyungjoon@truefriend.com

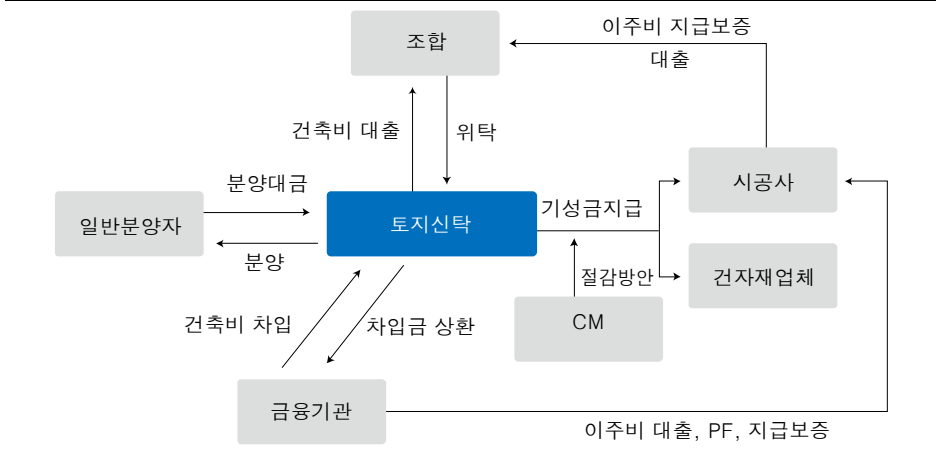
〈표 23〉 한국토지신탁 실적 추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14F	2012	2013	2014F	2015F
신규수주	9	32	33	28	9	21	35	40	94	101	105	120
차입형 신탁	8	30	28	25	8	18	32	37	87	90	95	100
비차입형 신탁	1	3	5	3	1	3	3	3	6	11	10	10
영업수익	34	48	38	46	36	43	30	51	118	166	160	168
수수료	22	22	23	25	18	19	18	42	62	92	97	103
차입형 신탁	19	19	19	23	15	16	18	39	50	80	88	93
비차입형 신탁	3	4	4	2	3	4	1	2	12	12	9	10
이자수익	12	22	11	17	18	16	10	5	50	61	49	46
대손상각비	0	14	25	14	9	10	0	3	9	51	23	22
영업이익	24	23	6	14	19	21	25	16	59	68	82	95
영업이익률	70.7%	47.9%	17.1%	30.5%	53.5%	49.3%	81.9%	33.6%	50.5%	40.8%	51.6%	56.7%
세전이익	24	23	6	14	19	21	25	17	62	68	82	95
순이익	19	18	5	11	15	16	19	12	48	52	62	72

자료: 한국투자증권

[그림 38] 재건축 사업에서 신탁회사와 CM 회사의 역할 예상도



자료: 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
금융업자산	475	413	370	320	320
유동자산	40	64	116	105	106
현금성자산	27	41	101	90	90
기타 유동자산	13	23	15	15	16
비유동자산	61	80	54	183	255
투자자산	27	25	27	27	28
유형자산	0	0	0	0	0
기타 비유동자산	34	55	27	156	227
자산총계	576	556	540	608	681
유동부채	45	37	25	25	25
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성이자부채	0	0	0	0	0
기타 유동부채	45	37	25	25	25
비유동부채	207	137	70	65	60
사채	100	80	65	60	55
기타 비유동부채	107	57	5	5	5
부채총계	253	173	95	90	85
지배주주지분	320	380	442	515	593
자본금	252	252	252	252	252
자본잉여금	0	6	6	6	6
기타자본	(8)	(6)	(8)	(8)	(8)
이익잉여금	78	130	192	265	343
비지배주주지분	3	3	3	3	3
자본총계	323	383	445	518	596

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	33	89	125	122	121
당기순이익	48	52	62	72	79
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(25)	(3)	12	0	0
기타	9	39	50	49	41
투자활동현금흐름	(39)	(19)	(1)	(119)	(106)
유형자산투자	(0)	(0)	0	0	0
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(57)	(54)	40	50	(1)
무형자산순증	(0)	0	0	0	0
기타	18	34	(41)	(169)	(105)
재무활동현금흐름	(5)	(56)	(64)	(14)	(15)
자본의증가	0	16	0	0	0
차입금의순증	(5)	(66)	(56)	(5)	(5)
배당금지급	0	0	(7)	(9)	(10)
기타	0	(6)	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(11)	14	60	(11)	0

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업수익	118	166	160	168	178
이자수익	50	61	49	46	47
수수료수익	62	92	97	103	108
기타영업수익	5	13	13	19	22
영업비용	58	98	77	73	74
이자비용	11	9	4	4	4
판매비와관리비	26	28	28	29	32
기타영업비용	21	62	45	40	38
영업이익	59	68	82	95	104
영업외수익	3	1	1	1	1
영업외비용	1	1	1	1	1
세전계속사업이익	62	68	82	95	104
법인세비용	14	16	20	23	25
당기순이익	48	52	62	72	79
지배주주지분 순이익	47	52	62	72	79
EBITDA	60	68	83	96	105

주요 투자지표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	188	205	247	286	311
BPS	1,279	1,517	1,764	2,050	2,361
DPS	0	30	35	40	45
성장성(% YoY)					
매출증가율	(19.3)	41.1	(3.7)	5.4	5.5
영업이익증가율	(1.3)	14.0	21.9	15.6	9.0
순이익증가율	5.1	8.9	20.4	15.6	9.0
EPS 증가율	4.9	8.9	20.7	15.6	9.0
EBITDA 증가율	(1.5)	13.7	21.9	15.4	8.9
수익성(%)					
영업이익률	50.5	40.8	51.6	56.7	58.6
순이익률	40.5	31.2	39.0	42.8	44.3
EBITDA Margin	51.3	41.3	52.3	57.3	59.1
ROA	8.8	9.1	11.4	12.6	12.2
ROE	16.0	14.7	15.2	15.1	14.2
배당수익률	0.0	1.8	0.9	1.1	1.2
배당성향	0.0	14.5	13.8	13.6	14.0
안정성					
순차입금(십억원)	160	80	(36)	(30)	(35)
차입금/자본총계비율(%)	57.9	31.6	14.6	11.6	9.2
Valuation(X)					
PER	7.0	8.0	15.1	12.8	11.8
PBR	1.0	1.1	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	8.3	7.4	10.9	9.4	8.5

## 한일시멘트(003300)

매수(분석재개) / TP: 210,000원

주가(1/29, 원)	162,000
시가총액(십억원)	1,222
발행주식수(백만)	8
52 주 최고/최저가(원)	166,500/90,200
일평균 거래대금(6 개월, 백만원)	1,948
유동주식비율(%)	48.6
외국인지분율(%)	10.3

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)	
2012A	1,133	76	(71)	(10,021)	NM	119	NM	6.7	0.3	(5.7)	2.1
2013A	1,268	140	80	11,346	NM	185	7.5	5.0	0.5	6.4	1.6
2014F	1,328	133	101	14,538	28.1	168	10.0	7.8	0.8	7.6	1.0
2015F	1,399	156	113	16,246	11.7	189	10.0	7.4	0.8	7.9	0.9
2016F	1,460	178	129	18,566	14.3	214	8.7	6.5	0.7	8.4	0.9

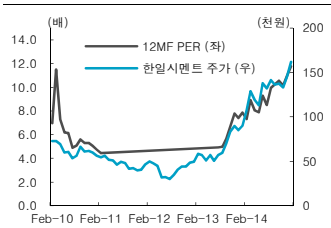
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

### 시장 재편자의 잠재력

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	12.1	30.1	79.6
상대주가(%p)	10.9	35.5	79.1

#### 12MF PBR 추이



**시멘트 업계의 수익성 결정 요소는 C(원가):** 유가 하락 초기에는 직접적인 원유 산업이 가장 큰 영향을 받지만 장기적으로는 시멘트 등 관련 산업으로 그 영향이 파급된다. 시멘트 제조원가 중 15%가 전기료, 15%가 운송료 등으로 원유 가격과 관련 있는 비용이며 특히 제조원가의 30%를 차지하던 유연탄 비중은 지난 2년간 25%로 하락했다. 2013년 1월 \$93.4/t이던 호주산 유연탄 가격은 줄곧 하락해 현재 \$62.8/t이다. 2011년 \$133/t에 비하던 3년 새 절반 수준으로 급락했다. 전기료는 2013년 11월 6.4% 인상돼 2014년 유연탄 가격 하락 효과를 약화시켰다. 아직 한전의 전기요금 인하 가능성을 예단하기 어렵지만 인상 가능성 역시 희박해 주요 비용변수인 전력요금 부담은 낮아졌다. 2013년 10월에는 철도요금이 8% 인상됐다. 시멘트 운송비중은 철도 70%, 도로 30%다. 전기요금 하락으로 화물 요금 인상 가능성도 낮아졌을 뿐 아니라 도로 운송비 역시 하락압력을 받고 있다. 즉 2015~2016년 시멘트사의 손익은 유연탄 가격에 좌우될 전망이다.

**주택 대량 공급 종언의 시기, 그러나 재건축과 임대주택이 남았다:** 장기적으로 Q 성장은 보수적으로 전망한다. 정부의 공공택지 개발 중단으로 대량 주택공급의 시대는 끝났다. 정부는 재건축/재개발 활성화를 통한 주택 교체 유도, 임대주택을 통한 주거 안정 등으로 정책 방향을 돌렸다. 재건축 기대감은 높지만 실제 조합원의 합의를 이끌어 내기까지 상당한 시간이 걸린다. 따라서 재건축과 임대주택은 주택시장의 Q 성장 요인이라기보다 주택 대량 공급 종언의 시기에 Q의 하락폭을 둔화시키는 보완요인으로 해석된다. 우리는 장기적으로 전국 주택 공급은 30만세대 내외를 유지하되, 정비사업 비중은 10~11% 내외로 상승해 주택공급 축소를 방어하고 주택 총량은 장기적으로 완만한 하향세를 예상한다. 2015년 시멘트 출하량은 2.9% 증가하고 2016년부터는 3% 내외의 변동률을 예상한다.

**2015년 영업이익 18% 증가 전망:** 한일시멘트의 2015년 영업이익은 17.7% 증가한 1,560억원, 순이익은 1,170억원으로 예상된다. 가정은 다음과 같다. ① 시멘트 출하량: 2.9% 증가, ② 유연탄 도입가: 129,600원/t(-4.8%YoY, 스팟가 \$71/t, 환율 1,080원/\$, 운송/간접비 포함), ③ 전력요금과 화물요금: 전년 동일 등이다. 운송비 하락을 배제해도 유연탄 가격 하락으로 영업이익률이 0.5%p 개선될 전망이다. 이는 일차적 효과이며 이차적으로 재무구조 개선도 예상된다. 2012년 성신양회의 부친 레미탈 공장 인수로 4,110억원에 달했던 순차입금은 2013년 말 2,710억원으로, 2014년 3분기에 2,082억원으로 감소했다. 2015년 말 순차입금은 1,560억원으로 축소될 전망이다. 또한 2014년에는 노후화 설비의 정기 보수와 교체로 약 100억원 남짓 추가비용이 발생했다면 2015년에는 해당 요소의 제거로 이익 증가가 예상된다.

이경자 3276-6155  
kyungja.lee@truefriend.com

안형준 3276-4460  
hyungjoon@truefriend.com

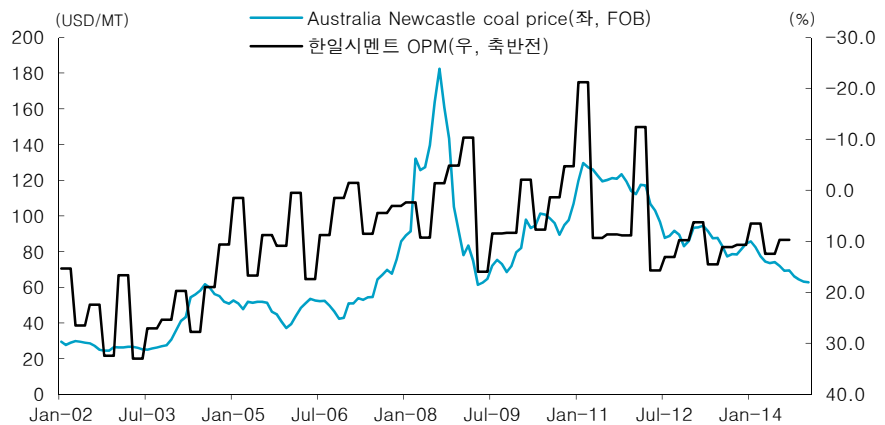
**시장 재편자의 가능성:** 주요 변수가 Q보다 C일때는 가동률이 높고 장기적으로 시장 재편자로 부상할 수 있는 한일시멘트가 유망하다. ① 시멘트→레미콘→레미탈의 수직계열화를 통해 시공 사이클의 전 과정에 exposure가 있어 민감도가 낮고, ② 재무구조가 안정적이고 보유자산 가치가 우수하며, ③ 과도한 증설을 자제해 감가상각비 부담이 낮고 가동률이 높은 장점이 있다. 사양산업 내에서 최후까지 살아남을 player다. 우수한 보유자산과 현금은 향후 신규 비즈니스 창출에 중요한 재원이 될 것이다. 또한 현재 매물로 나온 동양시멘트나 쌍용양회의 유력한 인수자로 꼽히기도 한다. 이들은 모두 해안사로 만약 내륙사인 한일시멘트가 인수하게 된다면 물량 증가의 시너지를 기대할 수 있을 것이다. 보유한 자산가치와 수직계열화의 포트폴리오 감안 시, PBR 0.8배는 저평가 상태다. 2015F PBR 1.0배를 적용해 산출한 210,000원을 목표주가로 제시하며 분석을 재개한다.

〈표 24〉 한일시멘트 손익 요약

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14F	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2012	2013	2014F	2015F	2016F
총 매출	275	370	331	353	310	401	360	328	1,133	1,268	1,328	1,399	1,460
영업이익	18	46	32	36	28	53	38	37	76	140	133	156	178
영업이익률	6.5%	12.5%	9.7%	10.3%	9.1%	15.7%	10.7%	11.2%	6.7%	11.0%	10.0%	11.2%	12.2%
세전이익	17	45	32	39	23	49	33	49	(84)	111	131	154	176
순이익	12	39	24	29	18	37	25	37	(71)	83	105	117	134
1) 시멘트	91	126	106	118	107	149	104	114	371	416	442	473	477
출하단가(원)	67,982	67,531	69,550	69,550	69,274	67,531	69,550	69,550	64,829	68,702	68,311	68,994	68,994
영업이익	8	23	13	3	17	29	13	5	38	64	48	64	72
영업이익률	9.2%	18.5%	12.3%	2.8%	16.2%	19.5%	12.8%	4.7%	10.3%	15.5%	10.9%	13.6%	15.2%
2) 레미콘	75	103	86	102	87	109	95	101	321	363	365	392	395
영업이익	2	7	3	8	2	6	5	10	11	22	20	23	25
영업이익률	2.1%	6.5%	4.0%	8.0%	2.6%	5.1%	5.2%	9.9%	3.5%	6.1%	5.4%	5.8%	6.4%
3) 레미탈	60	81	73	83	68	81	93	66	211	265	297	307	318
영업이익	6	11	7	15	7	9	10	11	14	32	38	38	44
영업이익률	10.7%	13.5%	9.6%	17.4%	10.6%	11.6%	11.1%	16.7%	6.8%	11.9%	12.9%	12.3%	13.9%

자료: 한일시멘트, 한국투자증권

〈그림 39〉 한일시멘트 영업이익률과 유연탄 가격 비교



자료: 블룸버그, 각사, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	596	651	691	714	745
현금성자산	145	197	212	210	219
매출채권및기타채권	302	307	332	350	365
재고자산	98	92	89	93	97
비유동자산	1,547	1,493	1,523	1,687	1,787
투자자산	204	184	193	203	212
유형자산	1,112	1,080	1,080	1,081	1,081
무형자산	47	46	48	50	52
자산총계	2,143	2,143	2,214	2,400	2,532
유동부채	353	387	486	664	667
매입채무및기타채무	157	167	166	155	162
단기차입금및단기사채	92	30	25	20	0
유동성장기부채	73	145	218	290	310
비유동부채	518	428	304	205	209
사채	0	0	30	30	30
장기차입금및금융부채	432	336	178	74	74
부채총계	872	815	790	869	877
지배주주지분	1,219	1,281	1,372	1,475	1,594
자본금	38	38	38	38	38
자본잉여금	30	29	29	29	29
기타자본	(29)	(37)	(37)	(37)	(37)
이익잉여금	1,153	1,225	1,316	1,419	1,538
비지배주주지분	53	48	51	56	61
자본총계	1,271	1,329	1,424	1,531	1,655

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	35	166	157	246	162
당기순이익	(71)	83	105	117	134
유형자산감가상각비	42	45	34	31	35
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(79)	5	12	91	(14)
기타	142	32	5	6	6
투자활동현금흐름	(26)	(42)	(67)	(198)	(138)
유형자산투자	(69)	(38)	(48)	(46)	(50)
유형자산매각	7	14	14	14	14
투자자산순증	30	5	(8)	(10)	(9)
무형자산순증	(1)	(3)	(3)	(4)	(4)
기타	7	(20)	(22)	(152)	(89)
재무활동현금흐름	41	(72)	(74)	(51)	(15)
자본의증가	2	0	0	0	0
차입금의순증	46	(56)	(61)	(37)	0
배당금지급	(7)	(8)	(10)	(10)	(10)
기타	0	(8)	(3)	(4)	(5)
기타현금흐름	(1)	(1)	0	0	0
현금의증가	50	51	16	(3)	9

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

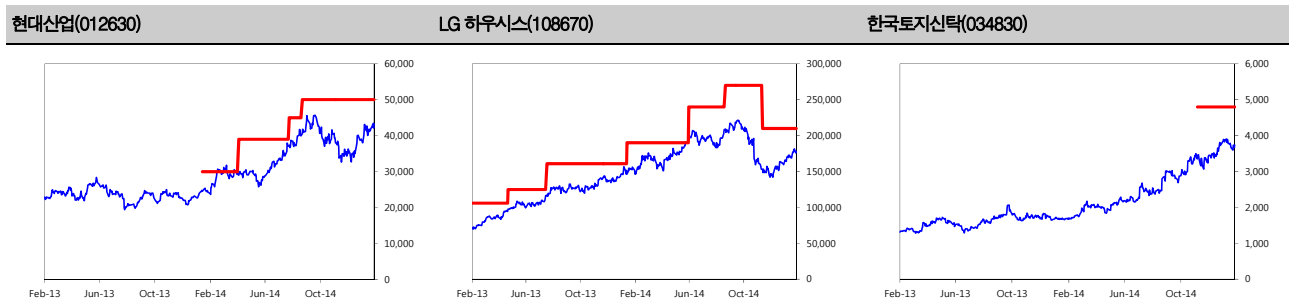
	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	1,133	1,268	1,328	1,399	1,460
매출원가	921	989	1,044	1,083	1,112
매출총이익	212	278	284	316	348
판매관리비	136	139	151	160	170
영업이익	76	140	133	156	178
금융수익	6	7	6	6	6
이자수익	6	7	6	6	6
금융비용	29	26	28	24	23
이자비용	29	26	28	24	23
기타영업외손익	(137)	(10)	20	16	15
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	(84)	111	131	154	176
법인세비용	(13)	28	26	37	43
연결당기순이익	(71)	83	105	117	134
지배주주지분순이익	(71)	80	101	113	129
기타포괄이익	36	(5)	0	0	0
총포괄이익	(34)	78	105	117	134
지배주주지분포괄이익	(33)	76	101	113	129
EBITDA	119	185	168	189	214

주요 투자지표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	(10,021)	11,346	14,538	16,246	18,566
BPS	165,311	174,628	186,711	200,360	216,142
DPS	1,000	1,400	1,400	1,400	1,400
성장성(% YoY)					
매출증가율	30.5	11.9	4.8	5.3	4.4
영업이익증가율	153.9	83.8	(4.9)	17.7	14.1
순이익증가율	NM	NM	26.1	11.7	14.3
EPS 증가율	NM	NM	28.1	11.7	14.3
EBITDA 증가율	88.6	56.0	(9.6)	12.6	13.7
수익성(%)					
영업이익률	6.7	11.0	10.0	11.2	12.2
순이익률	(6.3)	6.3	7.6	8.1	8.8
EBITDA Margin	10.5	14.6	12.6	13.5	14.7
ROA	(3.3)	3.9	4.8	5.1	5.4
ROE	(5.7)	6.4	7.6	7.9	8.4
배당수익률	2.1	1.6	1.0	0.9	0.9
배당성향	NM	12.2	9.6	8.6	7.5
안정성					
순차입금(십억원)	411	271	192	156	144
차입금/자본총계비율(%)	47.1	38.5	31.7	27.1	25.1
Valuation(X)					
PER	NM	7.5	10.0	10.0	8.7
PBR	0.3	0.5	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.7	5.0	7.8	7.4	6.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
KCC(002380)	2013.05.05	매수	401,000 원	LG 하우시스(108670)	2014.01.17	매수	30,000 원
	2013.08.22	매수	515,000 원		2014.04.07	매수	39,000 원
	2013.11.18	매수	570,000 원		2014.07.27	매수	45,000 원
	2014.03.11	매수	630,000 원		2014.08.25	매수	50,000 원
	2014.06.04	매수	750,000 원		2013.01.30	매수	106,000 원
	2014.11.20	매수	680,000 원		2013.04.26	매수	125,000 원
한일시멘트(003300)	2014.02.21	매수	155,000 원	2013.07.22	매수	161,000 원	
	2014.10.24	NR	-	2014.01.17	매수	190,000 원	
	2015.01.30	매수	210,000 원	2014.06.04	매수	240,000 원	
한샘(009240)	2014.08.25	매수	133,000 원	2014.08.25	매수	270,000 원	
	2015.01.05	매수	161,000 원	2014.11.16	매수	210,000 원	
	2015.01.30	매수	193,000 원	한국토지신탁(034830)	2014.08.25	NR	-
현대산업(012630)	2013.03.17	중립	-	2014.11.11	매수	4,800 원	



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2015년 1월 30일 현재 KCC, 한일시멘트, 한샘, 현대산업, LG하우시스, 한국토지신탁 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 KCC 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가 등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 기재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.