산업분석

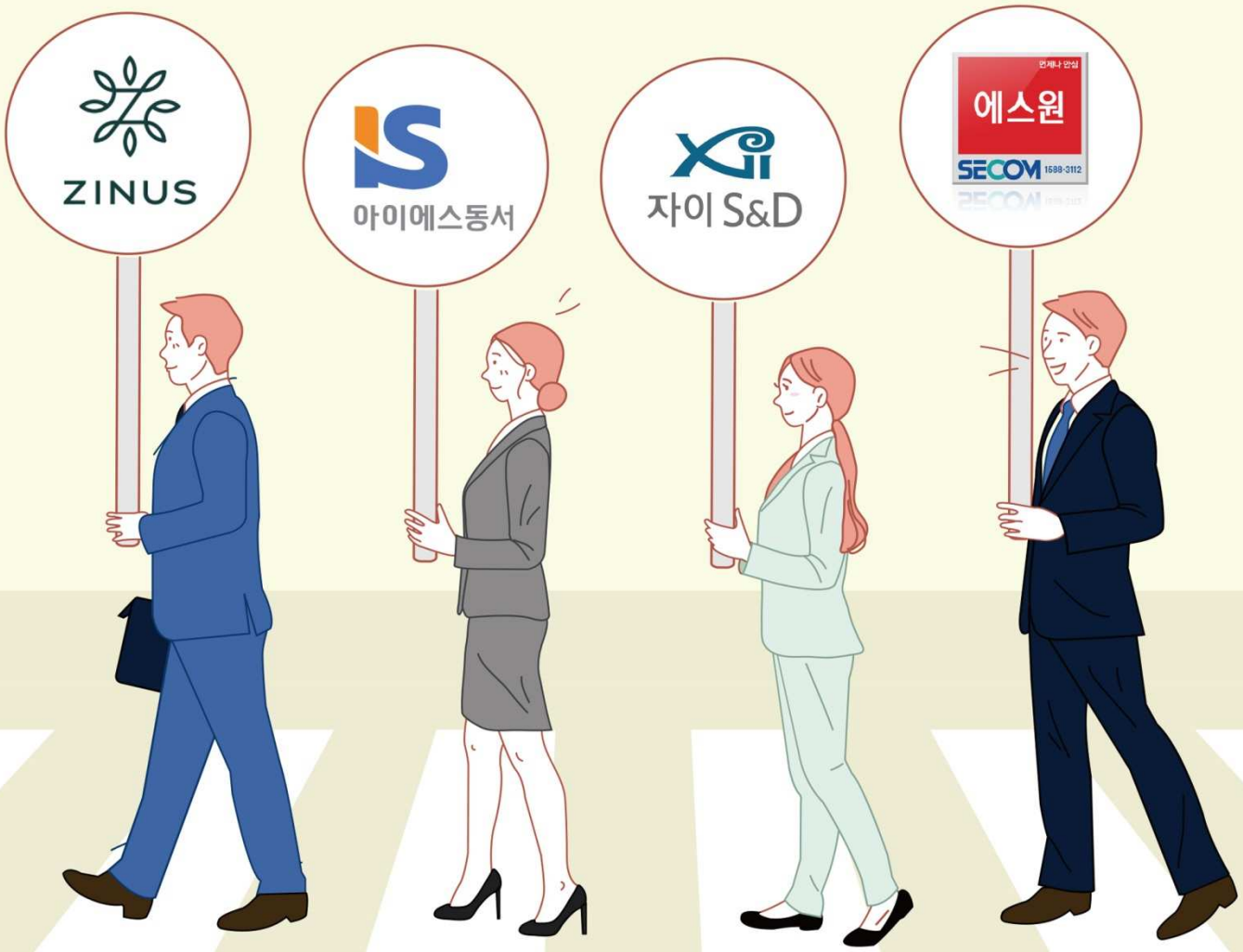
건설/건자재

2020. 3. 16

Neutral

디벨로퍼와 친구들

건설 전후방 산업 종목 꾸러미



Part I 꿈틀대는 건설 전후방 비즈니스 모델

Part II 일본형 수익모델을 닮아가는 디벨로퍼들

Part III 고도화되는 After-Construction

이 베스트투자증권

안녕하세요. 이베스트투자증권 **김세련**입니다.

건설 전후방 산업의 현황 및 해당 종목들을 모아 **디벨로퍼, 건물관리** 자료를 준비했습니다.

부동산 디벨로퍼와 건물관리는 경제가 고도화 될수록 성장성이 높은 고부가가치의 산업입니다.
선진국은 이미 해당 산업이 발전하고 있지만, 한국은 국토의 빠른 개발로 인해 과거 대형 건설사가 헤게모니를 쥐면서 성장 속도가 다소 더뎠습니다. 이제는 해당 업체들의 성장성이 기대되는 상황입니다.

한국의 디벨로퍼들은 일본 디벨로퍼의 수익 모델을 닮아가고 있습니다. 더 이상 초기 분양 후 엑싯하는 구조가 아니라 미쓰이 부동산, 미쓰비시지쇼와 같이 장기적으로 보유, 운영하는 수익 모델로 가면서 건물의 임차 수익률을 최적화 해 나가고 있습니다. 마스터 리스 임차를 통한 리모델링/리테넌팅, 유휴 부지 개발, 리츠로 자산을 유동화 하면서 한국 디벨로퍼는 빠르게 성장하고 있습니다.

또한 건물 관리업, 부동산 서비스업 역시 기업화, 전문화가 기대되는 영역입니다. 건물의 생애주기를 감안할 때, 초기 건설에 사용되는 비용은 10% 남짓이라고 합니다. 80% 이상의 비용이 건물 관리에 사용하게 되기 때문에, 이미 일본 디벨로퍼들은 부동산 개발을 넘어 고부가 사업인 건물 관리까지 사업 모델을 확대하고 있습니다.
건물 관리는 단순한 물리적 시설 관리에서 벗어나 수익성 관리 (PM), 자산 관리 (AM)로 점차 진화할 것입니다.

금번 자료를 통해 추천 드리는 두 종목은 미국 매출이 90%인 온라인 매트리스 업체 **지누스**, 강력한 인벤토리로 한방을 보여줄 디벨로퍼의 강자 **아이에스동서** 입니다. 꾸준한 성장과 현금이 매력적인, 보안 시장의 독야청정 **에스원** 은 지금과 같이 변동성이 큰 장에서 방어주로서의 역할을 충실히 해줄 것으로 기대합니다.
그 밖에 **서부T&D, 자이에스앤디, 한샘**과 같이 해당 분야에 엣지가 있는 디벨로퍼, 건물관리, 건자재 업체에 대한 탐방 업데이트를 수록했으니 함께 고민해 주시면 감사하겠습니다.

건설/건자재
Analyst **김세련**
02 3779 8634
sally.kim@ebestsec.co.kr

자료는 크게 **3 가지 Part** 로 구성했습니다.

[Part I. 꿈틀대는 건설 전후방 비즈니스 모델]

건설 전방산업은 부동산 개발업을 의미하고, 건설 후방산업은 부동산 서비스업을 의미합니다.
한국은 국토 개발이 빠르게 진행되면서 건설사가 전후방 산업의 헤게모니를 쥐게 되었습니다.
그러나 한국 역시 건설업이 성숙기에 접어든지 오래되면서, 건설사가 직접 영위하던 건설 전후방 비즈니스가 점차 고도화, 전문화 되어가고 있습니다. 부동산 디벨로퍼, 건물 관리 전문 업체들이 하나 둘씩 등장하고 있으며, 각자의 영역에서 엣지를 찾아가고 있는 것처럼 보입니다. 아직은 성장 초기 단계이지만, 점차 일본과 같이 고도화, 전문화 된 대형 디벨로퍼와 건물 관리 업체가 한국에서도 등장할 것으로 기대합니다.

[Part II. 일본형 수익모델을 닮아가는 디벨로퍼들]

한국 디벨로퍼의 수익 모델이 점차 일본과 같이 변하고 있습니다. 과거 한국 디벨로퍼는 건설사와 동일하게 초기 분양 수익이 유일한 목적이었습니다. 그러나 분양 후 엑싯하는 구조는 주변 인프라나 수요, 입지 등과 무관한 테넌트 구성이 생길 확률이 높기 때문에 장기적으로 건물의 수익 구조를 저해하게 됩니다.
일본 디벨로퍼는 꾸준한 테넌트 관리를 통해 건물 전체의 임차료가 시간이 지날수록 안정적으로 상승하도록 하는 장기 상향 안정화 모델을 보유하고 있습니다. 한국 디벨로퍼 역시 이러한 장기 보유형 일본식 수익 모델을 빠르게 닮아가고 있다는 점은 상당히 고무적입니다.

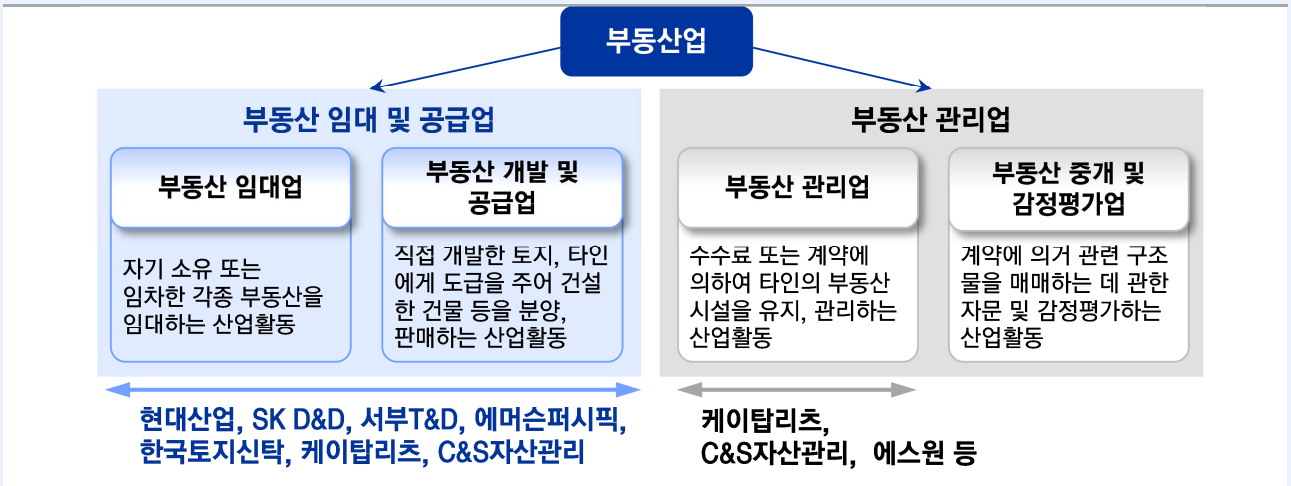
추가적으로, 기존 산업의 쇠퇴나 구조적 변화로 인해 생긴 유휴 부지가 넓은 기업들이 디벨로퍼로서 변신할 가능성이 높지 않을까 기대합니다. 화물 터미널을 호텔과 쇼핑몰로 바꾼 서부T&D, 섬유 공장을 타임스퀘어로 바꾼 경방처럼 말입니다.

[Part III. 고도화되는 After-Construction]

건설 건물을 짓고, 사용하는 생애주기 비용을 비교해보면 초기 건설 비용은 고작 16%에 지나지 않는다고 합니다. 사실상 건물을 사용하면서 발생하는 유지, 관리 비용이 80% 이상으로 초기 건설 비용의 5 배가 넘는, 엄청난 기회 요인이 존재하는 시장이라는 뜻입니다.

일본 디벨로퍼가 건설 후방 산업인 건물 관리까지 사업 영역을 확대하고 있는데 비해, 우리 나라 부동산 서비스업은 영세하고 비전문화되어 있는 실정입니다. 그러나 에스원과 같이 그룹사 외 물량의 수주, 보안과 시설 관리, 자산 관리 등의 사업 고도화가 이미 진행중인 회사 역시 하나, 둘 등장하고 있다는 점에 주목합니다. 해외 발주 시장의 DNA 역시 달라져, 더 이상 저가 수주로 인해 고통 받을 걱정은 하지 않아도 될 것 같습니다.

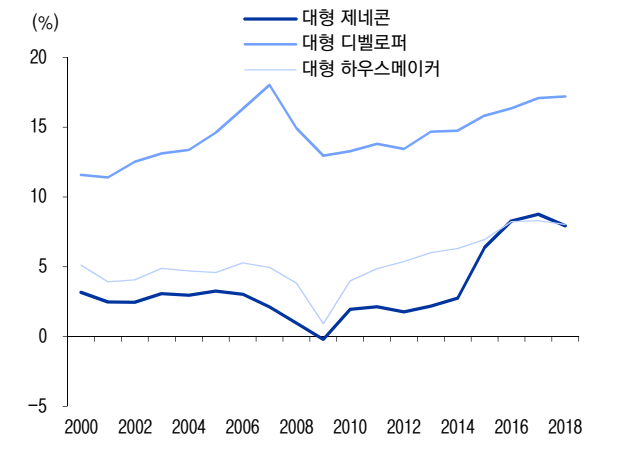
부동산 유관 업의 구조 및 해당 업체



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

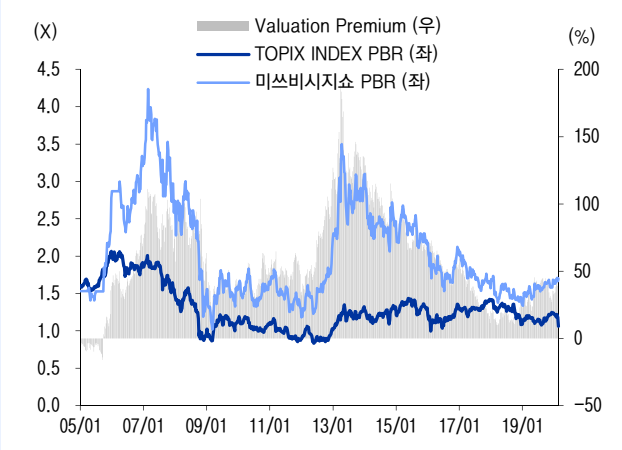
- 부동산 유관 산업, 건설 전방의 부동산 디벨로퍼와 건설 후방의 부동산 서비스업을 의미
- 건설 전후방 산업의 헤게모니를 대형 건설사가 쥐면서, 글로벌 대비 전후방 산업이 더디게 발전

일본 제네콘, 디벨로퍼, 하우스메이커 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 제네콘은 카지마건설 외 3사, 디벨로퍼는 미쓰이부동산 외 2사, 하우스메이커는 세키스이하우스 외 2사 합산 기준임

일본 대표 디벨로퍼 미쓰비시지쇼의 상대 밸류에이션 추이

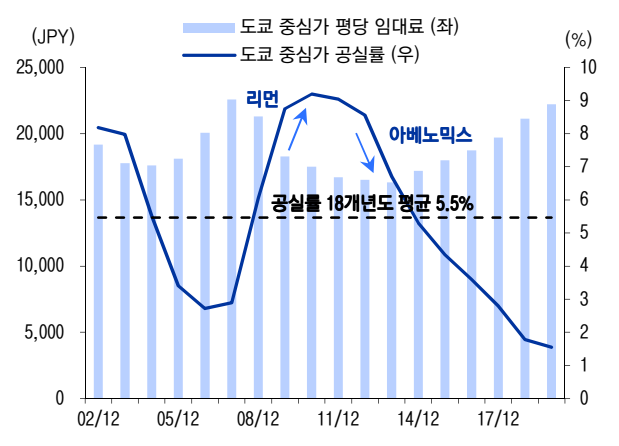


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

- 일본, 종합건설업인 한국과는 다르게 제네콘, 디벨로퍼, 하우스메이커 각각의 업체가 따로 존재
- 일본 대표 디벨로퍼인 미쓰비시지쇼, 시장 대비 밸류에이션 프리미엄 지속 중

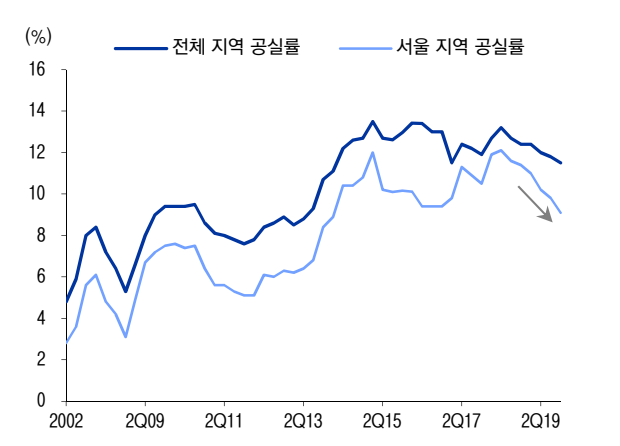
Key Charts

일본 오피스 빌딩 평당 임대료 및 공실률



자료: Miki Shoji, 이베스트투자증권 리서치센터

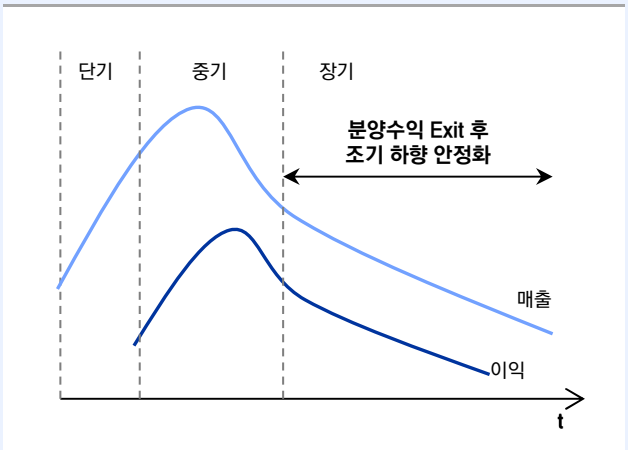
한국 전체 지역 및 서울 오피스 빌딩 공실률 추이



자료: 한국감정원, 이베스트투자증권 리서치센터

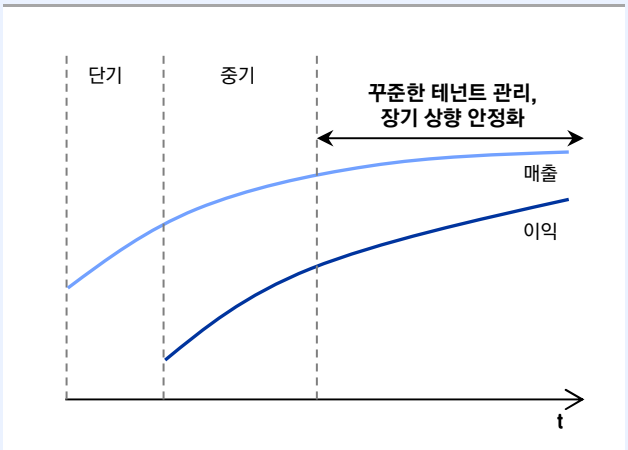
- **일본 오피스 빌딩, 한국에 비해 절대 공실률 레벨이 낮은 수준이며 최근에는 2% 이하로 감소**
- **디벨로퍼의 테넌트 기획 능력이 공실률을 좌우하는 주요 요소 중 하나**

과거 한국형 디벨로퍼 분양 집중형 수익구조



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

일본 디벨로퍼 운영사업 수익구조

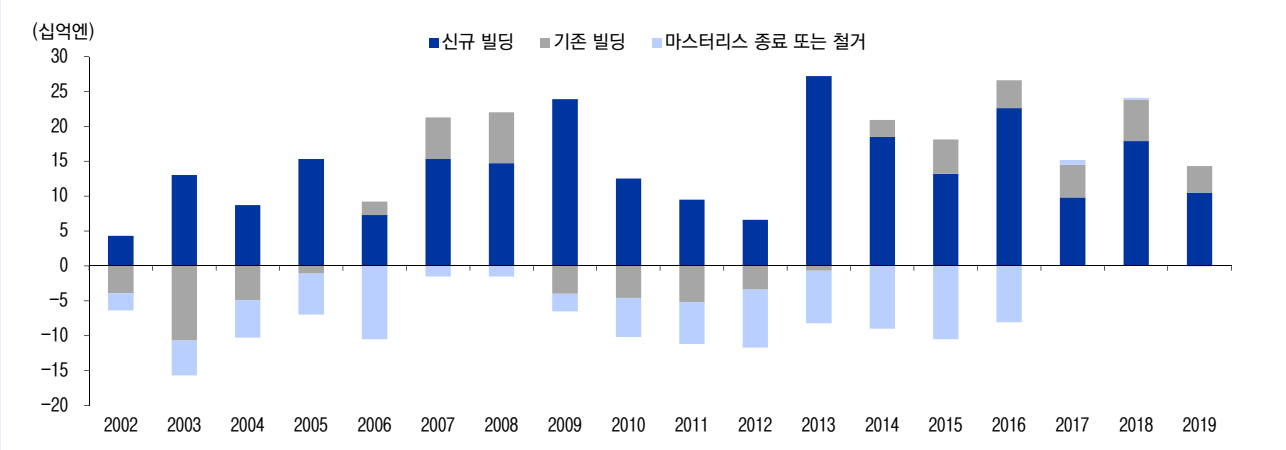


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- **한국 디벨로퍼 사업 초기 모델, 초기 분양 수익 발생 및 Exit 이 목적**
- **일본의 디벨로퍼는 장기 보유 및 운영형 모델로, 최적화 테넌트 임차에 따른 투자수익률 극대화**

Key Charts

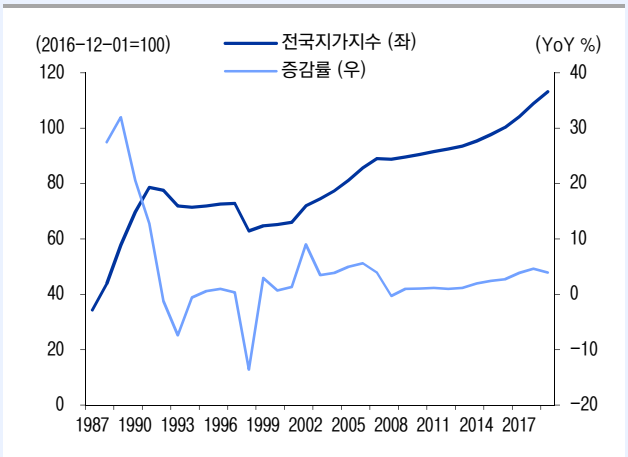
일본 미쓰비시지쇼 연도별 수익 증감요인 분석



자료: 미쓰비시지쇼, 이베스트투자증권 리서치센터

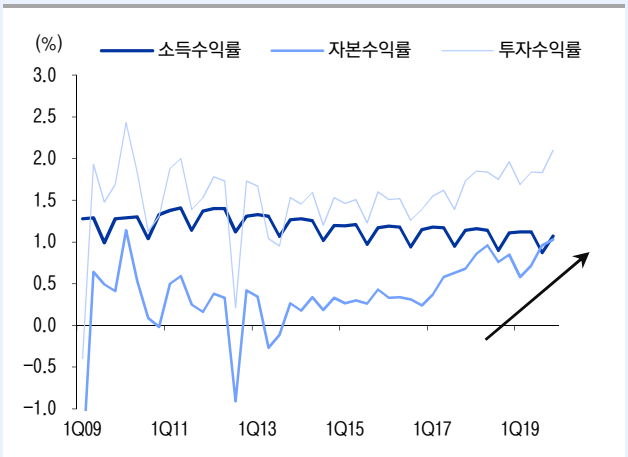
- **일본 미쓰비시지쇼, 구축 보다는 신축/리모델링 빌딩의 임대수익 기여가 높은 추세**
- **우리 나라도 일본과 같이 오피스 빌딩 마스터 리스를 통한 리모델링, 리테넌팅으로 수익 확대 중**

전국 지가 지수 상승세 지속



자료: 한국감정원, 이베스트투자증권 리서치센터

오피스 빌딩 투자수익률 추이

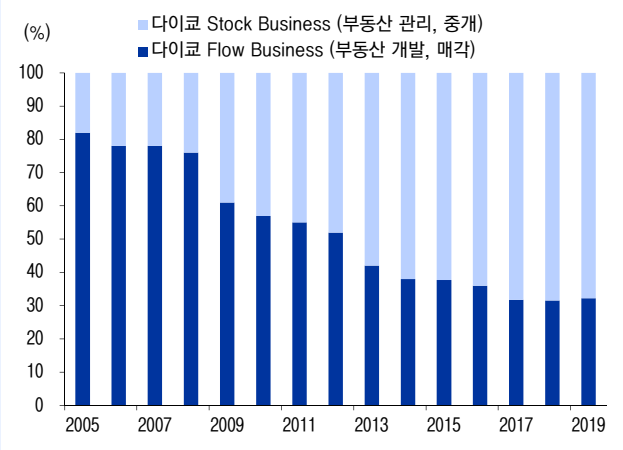


자료: 한국감정원, 이베스트투자증권 리서치센터

- **지가 지수의 상승에 따라 자본수익률은 상향, 소득수익률은 하향 안정화**
- **소득수익률 정체 구간, 점차 부동산 디벨로퍼의 역할 강화될 것**

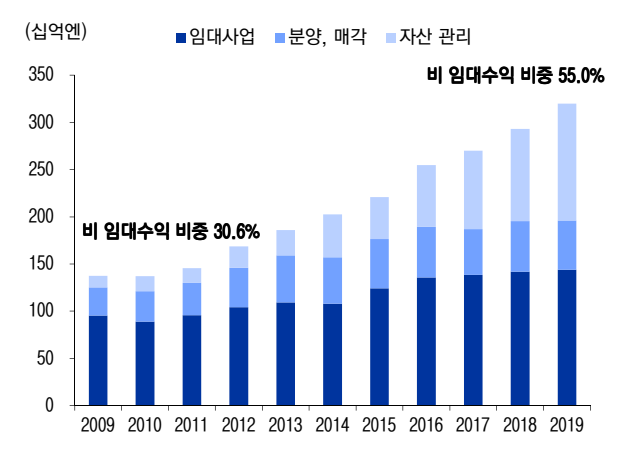
Key Charts

일본 주택 디벨로퍼인 다이쿄, 부동산 관리 매출 비중 확대



자료: 다이쿄, 이베스트투자증권 리서치센터

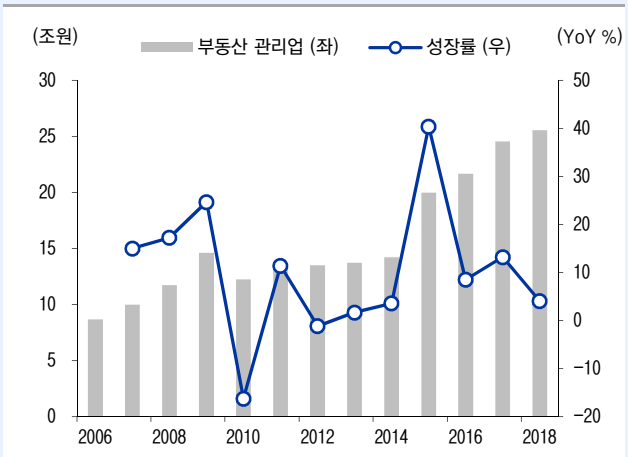
미쓰이부동산, 자산 관리 (Asset Management) 매출 증가



자료: 미쓰이부동산, 이베스트투자증권 리서치센터

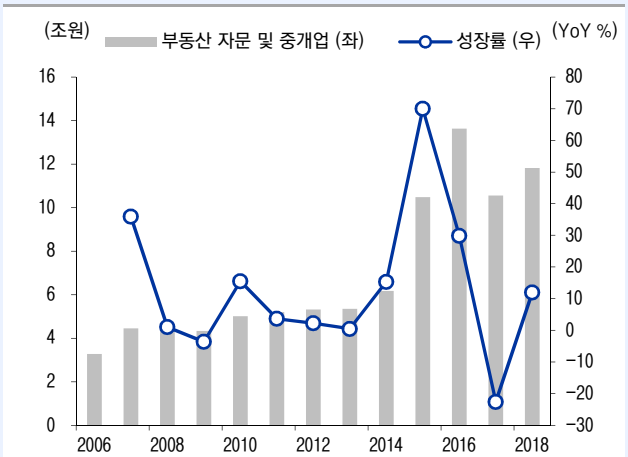
- **건물 건설~사용 생애주기를 감안시, 건설 비용은 10% 남짓이며 80%가 건물의 유지/관리 비용임**
- **일본 디벨로퍼들은 선제적으로 건설 후방 사업인 건물 관리까지 사업 영역을 다각화하고 있음**

우리 나라 부동산 관리업 규모 추이



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2017년 분류 기준 변경으로 전년비 차이가 발생

우리 나라 부동산 자문 및 중개업 규모 추이



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2017년 분류 기준 변경으로 전년비 차이가 발생

- **반면 우리 나라의 경우 건설 후방 산업인 부동산 서비스업은 아직 영세한 수준**
- **대기업 집단 내에 속한 건물 관리 업체들을 필두로 시장 성장이 서서히 진행될 것으로 기대**

산업분석

건설/건자재
Neutral

디벨로퍼와 친구들

건설 전후방산업 종목 꾸러미

Contents

Part I	꿈틀대는 건설 전후방 비즈니스 모델	9
Part II	일본형 수익모델을 닮아가는 디벨로퍼들	14
Part III	고도화되는 After-Construction	23

기업분석

지누스(013890)	32
아이에스동서 (010780)	43
에스원 (012750)	49
자이에스앤디 (317400)	56
서부 T&D (006730)	60
한샘 (009240)	63

Part I

꿈틀대는
건설 전후방 비즈니스 모델

잠재적 성장성이 높은 건설 전후방 산업들

건설 전방산업은 부동산 개발업을 의미하고, 건설 후방산업은 부동산 서비스업을 의미합니다. 한국은 국토 개발이 빠르게 진행되면서 건설사가 전후방 산업의 헤게모니를 쥐게 되었습니다. 한국과 같이 건설사가 주도적으로 자금조달, 토지 탐색, 매매, 상품 기획 등 부동산 디벨로퍼의 영역을 포함하여 판매, 클레임, 관리 등과 같은 준공 후 부동산 관리업까지 전 공종을 모두 영위하는 국가는 없습니다.

그러나 한국 역시 건설업이 성숙기에 접어든지 오래되면서, 건설사가 직접 영위하던 건설 전후방 비즈니스가 점차 고도화, 전문화 되어가고 있다는 판단입니다. 부동산 디벨로퍼, 건물 관리 전문 업체들이 하나 둘씩 등장하고 있으며, 각자의 영역에서 엣지를 찾아가고 있는 것처럼 보입니다. 아직은 성장 초기 단계이지만, 점차 일본과 같이 고도화, 전문화 된 대형 디벨로퍼와 건물 관리 업체가 한국에서도 등장할 것으로 기대합니다.

글로벌 수익 모델을 따라갈 부동산업

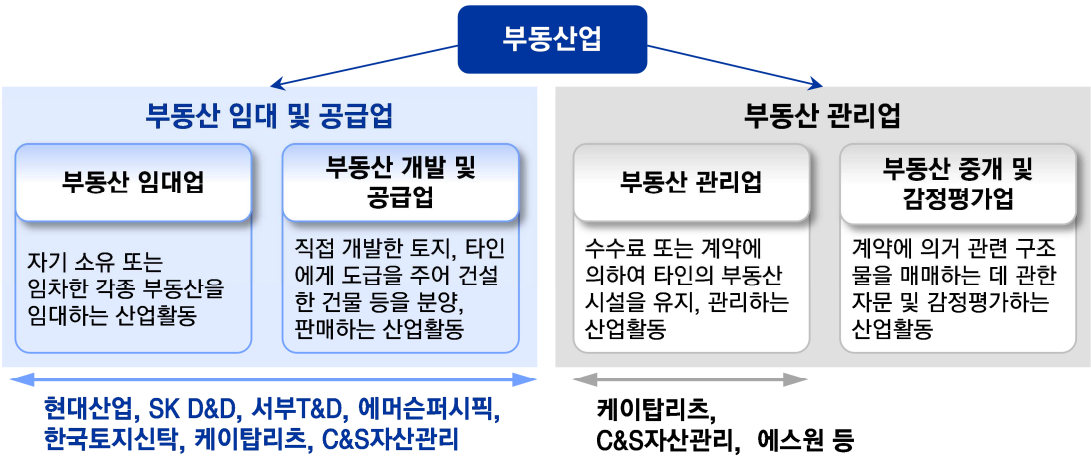
건설사가 헤게모니를 쥐는 시대는 끝났다

한국은 국토 개발이 국가 주도하에 빠른 속도로 진행된 역사가 있다보니, 정부와 유착 관계가 높은 시공사, 즉 건설사가 건설 전후방 산업의 헤게모니를 쥐고 있었다고 해도 과언이 아니다. 여기서 건설 전방 산업이란 부동산 개발업, 임대업을 영위하는 부동산 디벨로퍼의 비즈니스 영역이며, 건설 후방 산업이란 건물을 관리하고 중개, 감평하는 부동산 서비스업을 의미한다.

아주 과거에는 시행사가 사실상 국토개발계획을 바탕으로한 정부였다가, 정부의 역할이 건설사로 전이되면서 건설사가 곧 시행사이기도 했다. 그러나 건설사가 토지에 대한 직접적인 재고부담을 떠안으며 높은 부채비율을 유지하기에 재무적 한계가 있었기 때문에, 부동산 PF라는 개념이 새로이 도입되면서 명목상 대출의 주체가 되는 시행사가 비로소 등장하게 된다. 사업 기회를 모색하고 토지를 매입하며 분양성을 검토하는 모든 주체는 여전히 건설사였지만, 대출은 시행사 이름으로 받을 수 있는 것이 과거의 PF 대출이었다. 건설사가 PF대출의 채무보증을 서는 구조만 보더라도, 과거 시행사가 얼마나 영세했는지는 짐작 가능한 부분이다.

또한 준공 후 비즈니스인 부동산 관리, 서비스업의 경우도 대형 그룹사 안에서 건물 관리를 영위하는 업체들을 제외하고는 대부분 영세 자영업자들 혹은 외주로 인력을 조달하여 하청 방식으로 건물 관리를 하는 작은 업체들이 많다. 이 역시 빠른 국토 개발에 따라 건설사가 신규 공급에만 집중하는 사업 모델에 따른 부작용이라고 할 수 있다. 과거에 돈을 버는 비즈니스는 '신축', '분양'이지 '구축', '관리'가 아니었기 때문이다.

그림1 부동산 유관 업의 구조 및 해당 업체



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

놀랍게도 한국과 같이 건설사가 주도적으로 자금조달, 토지 탐색, 매매, 상품 기획, 설계 등 부동산 디벨로퍼의 영역을 포함하여 판매, 클레임, 관리 등과 같은 준공 후 부동산 관리업까지 전 공종을 모두 영위하는 국가는 없다. 대부분의 국가는 세부 공종별 특화된 전문 기업이 있으며, 특히 토지 탐색, 상품 기획 등과 같이 전체 사업성에 있어 가장 중요한 가치 판단은 모두 부동산 디벨로퍼의 영역이다. 건설사는 소위 하우스 메이커(House Maker) 라는 이름으로 시공 그 자체에 집중할 따름이다.

가까운 예로 일본과 한국의 건설 시장 밸류체인을 비교해보면 큰 차이가 있는 것을 알 수 있다. 일본의 경우는 부동산 회사, 즉 디벨로퍼가 주체가 되어 자금을 직접 조달하고 토지를 취득하며, 완성된 프로젝트에 대해 재고로 유보하거나 분양하는 등의 결정을 직접 하게 된다. 한국이 100% 분양을 목표로 한다면, 일본 디벨로퍼는 분양보다는 직접 보유, 임대로 안정적이고 장기적인 수익 창출을 목표로 하기 때문에 건물의 사후 관리까지도 영위하는 경우가 많다. 안정적인 수익 창출은 곧 일본 디벨로퍼의 우량한 재무구조로 이어지며, 재무구조가 우량한 디벨로퍼의 물건에 대해서는 특별히 선분양이 가능하다. 후분양의 경우도 최소한 건축물이 70%까지는 지어져야 한다. 이 때 건설사의 역할은 오직 시공 관리 (Construction Control)를 통해 완성도있는 건축물을 짓는데서 그친다.

그러나 한국 건설사는 자금 조달 단계부터 건설사의 신용 보증을 바탕으로 시행사가 자금 조달을 실시하며, 건설사가 주도적으로 사업성 분석을 진행하고, 분양 대행사를 직접 고용하여 판매에 개입한다. 그러나 한국은 일본과 같은 장기 보유, 임대 수익이 아닌 단기 분양, 판매 수익에 집중하기 때문에 기본적으로 자금 회수 (Exit)가 목적이다. 따라서 건물 관리는 엑싯 이후 크게 필요하지 않으며, 빠른 엑싯을 위해 기본적으로 선분양을 전제로 한다. 시행사, 즉 디벨로퍼의 재무구조는 일절 고려하지 않은 채 모델 하우스를 지어 집부터 파는 선분양 일변도 시장은 한국에서만 존재하는 독특한 구조이다.

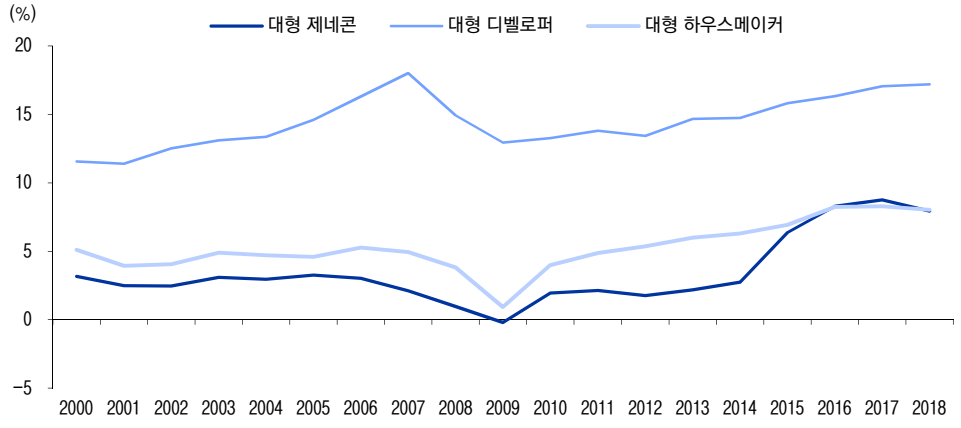
표1 일본과 한국의 건설 시장 밸류체인 비교

	밸류체인	Financing	Acquisition	Planning	Construction & Control	Construction	Hold	Sell	Management	After Service
	상세	자금조달	토지 탐색 가치 평가 토지 매매	상품 기획 상품 설계 행정적 대응 마케팅	지반 조사 기반 설계 상세 설계 시공 관리	시공	토지 보유 건물 보유	계획 책정 판매 실시 판매 계약	판매 계획 판매 관리	점검 클레임 대응
일본	건설사				O	O				
	디벨로퍼	O	O	O	O		O	O	O	O
한국	건설사	O	O	O	O	O				
	시행사		O							
	분양대행사							O	O	
설명	일본	부동산 회사가 주체가 되어 자금조달, 토지 취득 Planning과 Construction Control을 부동산 회사가 실시, 건설사는 Construction만 진행 완성 프로젝트에 대한 Hold와 Sell을 함께 영위. 부동산 회사의 경우 Hold의 목적이 많음								
	한국	건설회사의 신용보증을 바탕으로 시행사가 자금조달을 실시하여 토지 취득 건설회사 주체로 Planning-Construction Control-Construction 진행 한국은 Sell 위주로 Capital Gain 취득 후 사업 종료								

자료: 노무라 종합연구보고서, 이베스트투자증권 리서치센터

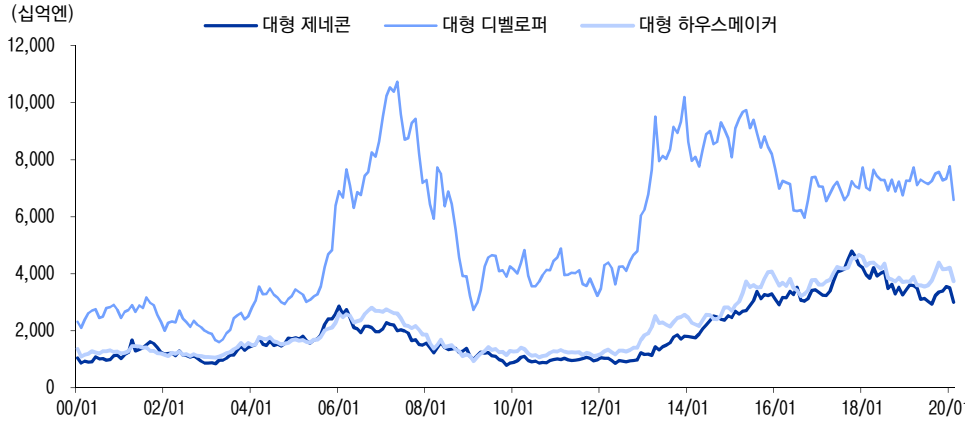
일본에는 제네럴 컨스트럭션 (General Construction)이라고 하는 일반적인 건축, 토목 전반 사업을 영위하는 업체들을 제네콘이라고 부른다. 이 중에서 특별히 주택에 집중하는 회사는 하우스 메이커로 구분한다. 한국에서는 GS건설이 땅도 사고, 아파트 브랜드도 론칭하고, 아파트를 직접 짓고, 철도와 교량도 짓고, 화학 플랜트도 짓지만 대부분의 국가에서는 이 모든 건설 영역에서는 각자의 스페셜티가 있는 전문 기업이 별개로 존재한다. 토목은 정부 정책 기조에 따라, 국토 개발의 속도와 물가상승률에 따라 사업 환경이 달라지고, 디벨로퍼는 조달금리와 지가에 따라, 하우스 메이커는 원자재 가격과 인건비에 따라 업황이 결정된다. 플랜트 EPC는 유가와 연동된 중동 재정 상황, 에너지 업체들의 CAPEX 사이클이 중요하다. 즉, 광의의 의미의 건설이라고 표현되는 산업 안에는 수많은 비즈니스가 서로 다른 업황에 놓여있다. 일본의 대형 제네콘, 하우스 메이커, 디벨로퍼의 영업이익 절대 레벨과 시가총액을 보더라도 각자가 엄밀히 다른 업황을 가지고 있는 것을 명확히 확인할 수 있다. 어쩌면 항상 한국 건설사가 글로벌 대비 밸류에이션 할인을 받고 있는 것은 이런 저런 건설 영역을 모두 담당하고 있기에 나타나는 자연스러운 현상인지도 모르겠다.

그림2 일본의 제네콘, 하우스메이커, 디벨로퍼의 영업이익률 비교



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 제네콘은 카지마건설 외 3사, 디벨로퍼는 미쓰이부동산 외 2사, 하우스메이커는 세키스이하우스 외 2사 합산 기준임

그림3 일본의 제네콘, 하우스메이커, 디벨로퍼의 시가총액 추이

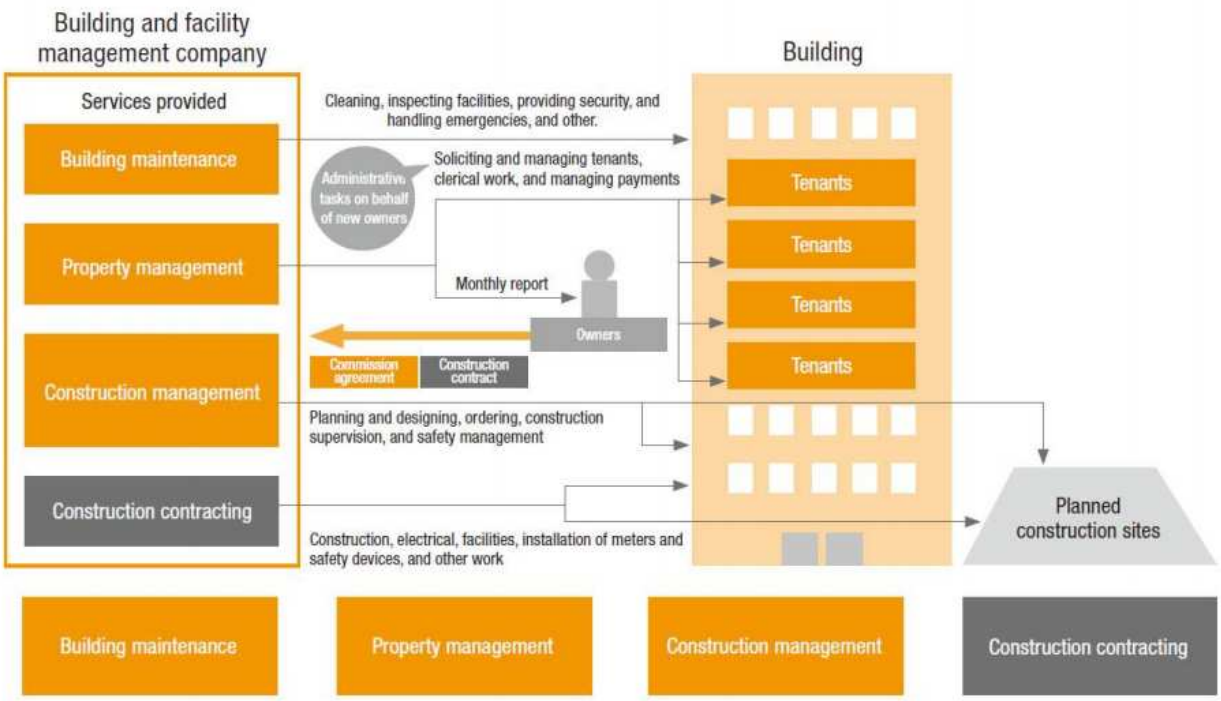


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 제네콘은 카지마건설 외 3사, 디벨로퍼는 미쓰이부동산 외 2사, 하우스메이커는 세키스이하우스 외 2사 합산 기준임

일본의 다이쿄 (Daikyo)는 부동산 디벨로퍼로서 토지를 매입하여 건물을 분양하거나, 구축 건물을 리모델링하여 재임차하는 비즈니스를 영위하고 있다. 그러나 최근에는 분양, 판매와 같은 비즈니스는 있다가도, 없다가도 하는 유량 비즈니스 (Flow Business)의 영역으로 구분하며, 장기적으로는 안정적으로 수익 모델을 창출할 수 있는 저량 비즈니스 (Stock Business)인 건물 유지 관리, 중개, 자산 관리 등과 같은 부동산 서비스업까지 사업 모델을 확대하고 있다. 일본의 디벨로퍼는 건설 전방, 후방 산업을 통합하면서 점차 진화하는 중이다.

한국 역시 건설업이 성숙기에 접어든지 오래되면서, 건설사가 직접 영위하던 건설 전후방 비즈니스가 점차 고도화, 전문화 되어가고 있다는 판단이다. 물론 그 속도는 다소 더디지만 20년전과 비교해보면 확실히 부동산 디벨로퍼, 건물 관리 전문 업체들이 하나둘씩 등장하고 있으며, 각자의 영역에서 엣지를 찾아가고 있는 것처럼 보인다. 아직은 초기 단계이지만, 점차 일본과 같이 고도화, 전문화 된 대형 디벨로퍼와 건물 관리 업체가 한국에서도 등장할 것으로 기대한다.

그림4 다이쿄의 부동산 서비스 (Stock Business) 사업부문: 부동산 관리, 중개 등 전방위 밸류체인으로의 확대



자료: 다이쿄, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

일본형 수익모델을 닮아가는 디벨로퍼들

분양형에서 임대형으로, 유휴 자산에서 기회 요인을!

한국 디벨로퍼의 수익 모델이 점차 일본과 같이 변하고 있습니다. 과거 한국 디벨로퍼는 건설사와 동일하게 초기 분양 수익이 유일한 목적이었습니다. 그러나 분양 후 엑싯하는 구조는 주변 인프라나 수요, 입지 등과 무관한 테넌트 구성이 생길 확률이 높기 때문에 장기적으로 건물의 수익 구조를 저해하게 됩니다. 일본 디벨로퍼는 꾸준한 테넌트 관리를 통해 건물 전체의 임차료가 시간이 지날수록 안정적으로 상승하도록 하는 장기 상향 안정화 모델을 보유하고 있습니다. 한국 디벨로퍼 역시 이러한 장기 보유형 일본식 수익 모델을 빠르게 닮아가고 있다는 점은 상당히 고무적입니다.

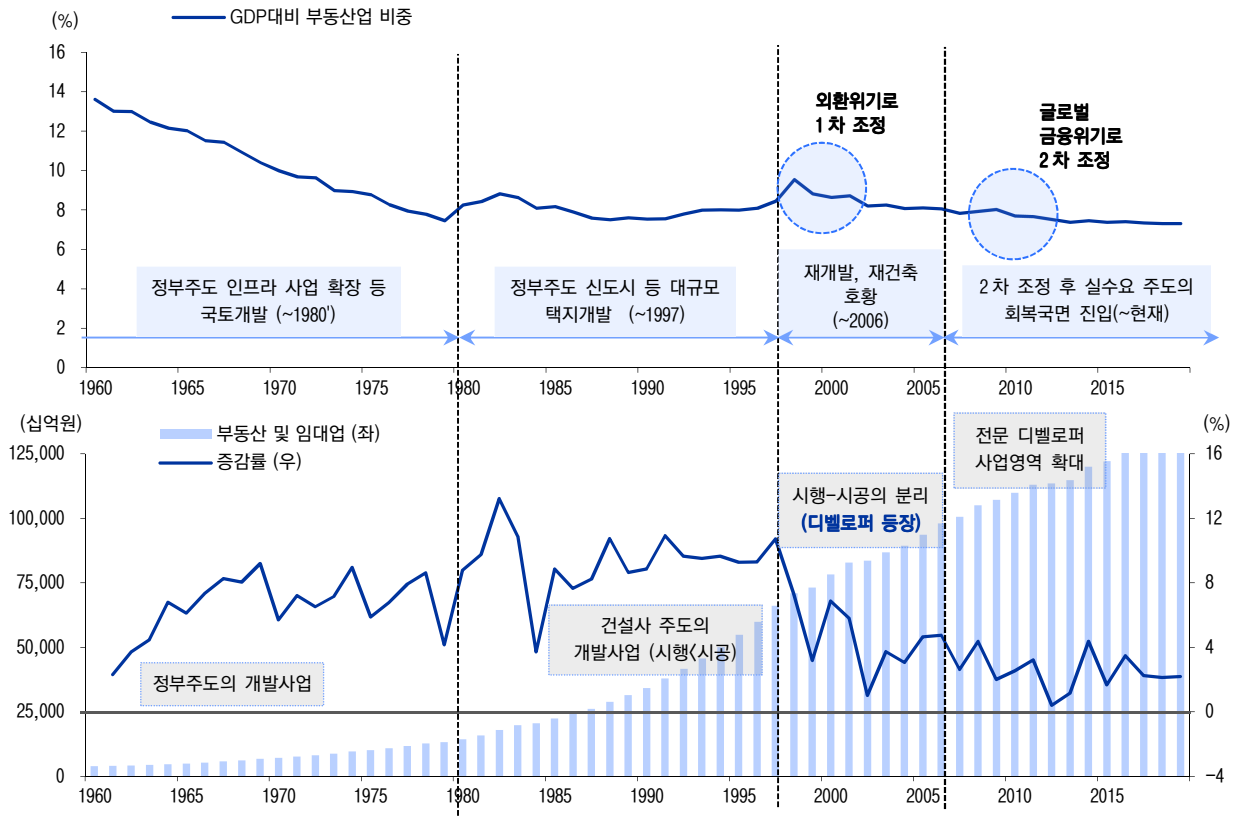
추가적으로, 기존 산업의 쇠퇴나 구조적 변화로 인해 생긴 유휴 부지가 넓은 기업들이 디벨로퍼로서 변신할 가능성이 높지 않을까 기대합니다. 화물 터미널을 호텔과 쇼핑몰로 바꾼 서부T&D, 섬유 공장을 타임스퀘어로 바꾼 경방처럼 말입니다.

개발의 패러다임 변화: 분양에서 임대로

일본의 수익 모델을 닮아갈 디벨로퍼들

한국에서 디벨로퍼가 등장한 역사는 그리 길지 않다. 정부 주도하의 신도시 공급과 같은 대대적인 국토 개발이 있을 당시는 부동산 디벨로퍼는 정부 그 자체였다. 구축 아파트의 재건축 호황 및 브랜드 아파트들의 등장으로 신규 주택 공급이 활발하던 부동산 호조기에는 건설사가 곧 시행사였다. 그러나 외환위기, 금융위기 등을 겪으며 부동산의 높고 낮은 변곡을 지나면서 건설사의 부채비율 압박으로 인해 비로소 시행-시공이 분리되었다. 이것이 한국형 디벨로퍼의 시작이다. 당시 시행사는 물론 건설사 대신 PF 대출을 빌려오는 차주 역할에 그쳤지만, 리먼 사태를 지나며 몇몇 건설사들이 도산한 이후에는 직접적으로 토지를 탐색하여 개발 이익을 향유하는 전문 디벨로퍼가 등장하기 시작했다. 한국 디벨로퍼의 역사는 20년 남짓인 셈이다.

그림5 국내 부동산업의 변천: 건설사 부채비율로 인해 시행, 시공이 분리되며 전문 디벨로퍼 등장



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

초기 한국형 디벨로퍼는 건설사 의존도가 높았다보니, 대규모 개발, 단일 용도 개발과 같은 사업 모델을 보유했다. 그러나 점점 경제 성장률이 높아지면서 개발에 대한 패러다임 역시 공급자 위주가 아닌 수요자 주도의 시장으로 변화했고, 과거에 없던 레저, 관광 디벨로퍼도 등장하기 시작했으며, 근래에는 지역 특색에 맞는 국지적 개발로 개발의 트렌드가 변화하고 있는 실정이다.

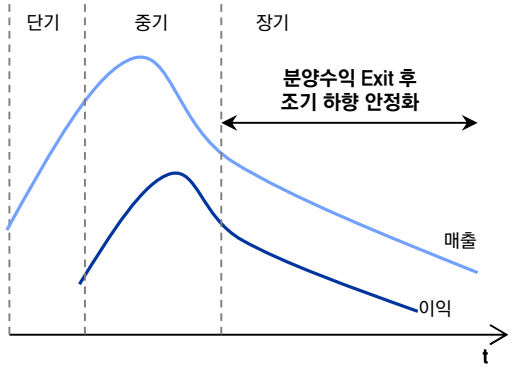
그러나 중요한 것은 디벨로퍼의 수익 모델이 점차 일본과 같이 변하고 있다는 점이다. 과거 한국 디벨로퍼는 건설사와 동일하게 초기 분양 수익이 유일한 목적이었다. 알맞은 토지를 매입하여 건물을 지은 후, 주택이나 상가를 분양하고 나면 분양 대금 회수로 엑싯하는, 건설사와 크게 다르지 않은 수익 모델이다. 그러나 분양 후 엑싯하는 구조는 주변 인프라나 수요, 입지 등과 무관한 테넌트 구성이 생길 확률이 높기 때문에 장기적으로 건물의 수익 구조를 저해하게 된다. 따라서 건물 전체로 놓고 보면 초기 분양 수익이 크게 발생한 이후로 중장기적인 임대 수익은 분양 수익만큼 늘지 못하는 구조에 놓이게 된다. 그러나 일본 디벨로퍼는 분양 후 엑싯이 아니라 일부 포션에 대해서는 장기 보유로 임대수익을 얻는 것이 목적이기 때문에, 초기 분양 당시에 주변 입지 등을 고려한 합리적이고 최적화된 테넌트를 구성한다. 일본 디벨로퍼는 꾸준한 테넌트 관리를 통해 건물 전체의 임차료가 시간이 지날수록 안정적으로 상승하도록 하는 장기 상향 안정화 모델을 보유하고 있다. 한국 디벨로퍼 역시 이러한 장기 보유형 일본식 수익 모델을 빠르게 닮아가고 있다는 점은 상당히 고무적이다.

표2 변화하는 디벨로퍼 패러다임

변화양상	특징
대규모개발 → 국지적개발	공급이 아닌 수요에 기반한 개발
단일용도개발 → 복합용도개발	여가생활의 확대에 따른 관광레저부동산 개발의 증가
공공주도개발 → 민간개발	민관 협력형 파트너쉽의 확대 및 의사결정 수평화 공공의 행정주도와 민간의 창의성, 사업추진력, 자금조달력 효과적 결합
인구고령화에 따른 라이프사이클 고려	평균수명 연장에 따른 부동산 수요층 및 정책의 변화
Mass → Customization	수요 다변화에 따른 창의적 개발컨셉 중시

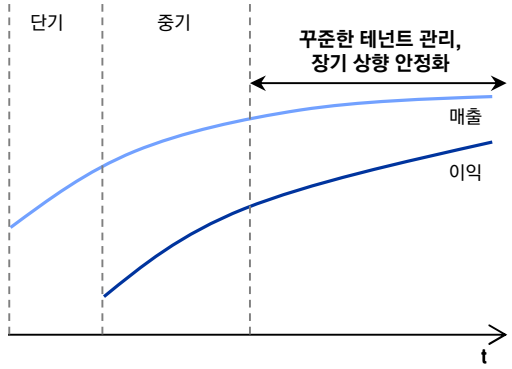
자료: 박태원 '한국 부동산개발의 현황과 전망', 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 과거 한국형 디벨로퍼 분양 집중형 수익구조



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 일본 디벨로퍼 운영사업 수익구조

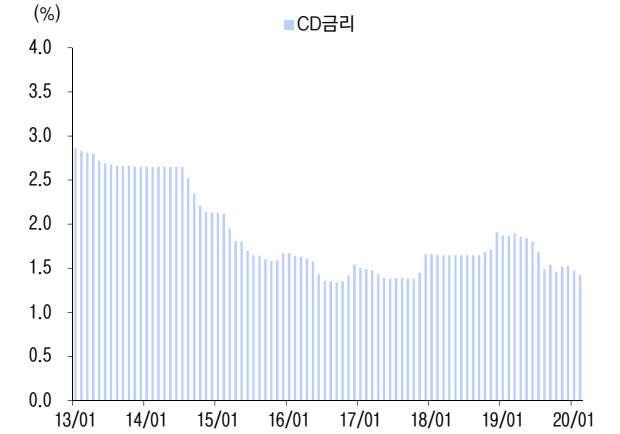


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

등장한 역사는 짧지만 한국 디벨로퍼들이 빠르게 성장할 수 있었던 환경적 요인을 고려해보면 크게 금리, 지가, 사업모델의 고도화 세 가지로 요약할 수 있겠다. 1) 초기 유형자산 매입으로 인해 크게 레버리지를 일으켜야하는 디벨로퍼에게 조달 금리는 매우 중요한 요소이다. 물론 금리가 상승하는 사이클에서는 임차료 상승으로 인한 소득수익률의 증가를 꾀할 수는 있겠지만, 사업의 확장성 측면에서는 금리 인하 사이클이 훨씬 유리하다. 2015~2016년 당시에 전문 부동산 디벨로퍼들이 상장하기 시작한 것 역시 표준 PF 대출의 기준이 되는 CD금리의 하향세가 나타났기 때문이다. 2019년 이후에도 CD금리 하향 추세가 나타나고 있어, 디벨로퍼가 사업을 확장하기에는 아주 좋은 국면으로 판단된다.

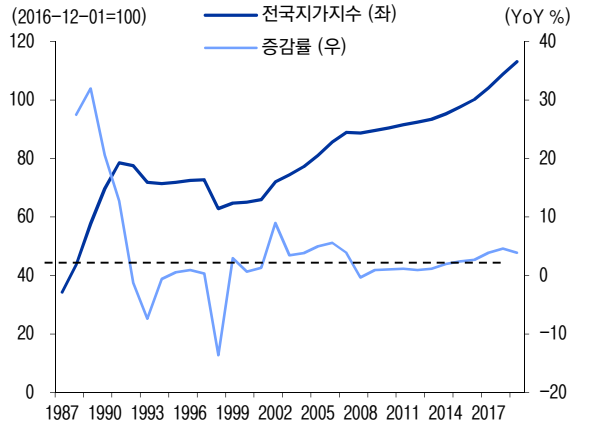
뿐만 아니라 2) 우리 나라 지가의 상승 역시 디벨로퍼들의 자본 수익률 (Capital Gain)의 증가에 크게 기여했다. 전국 지가지수는 2008년 이후 꾸준히 상승했으며, 특히 2017년 이후 가파른 증가세를 보여주고 있다. 이에 따라 상업용 부동산, 특히 오피스 빌딩의 자본 수익률이 급격하게 상승하면서 공실 리스크와 같은 임차료 하락 요인을 모두 상쇄하며 투자수익률의 증가를 이끌어 가는 모습이다.

그림8 표준 PF 대출의 기준이 되는 CD 금리 하향세 지속



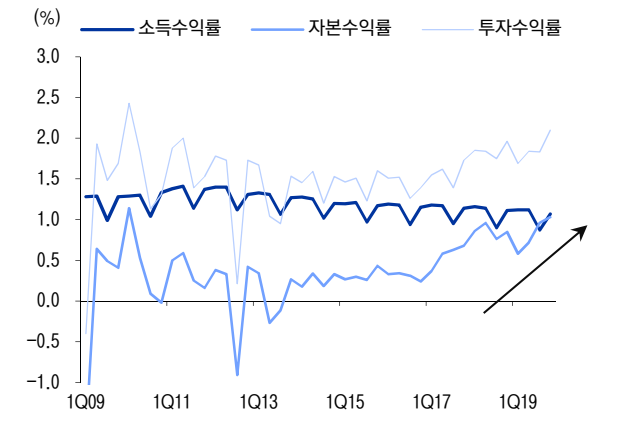
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 전국 지가지수의 상승세 지속



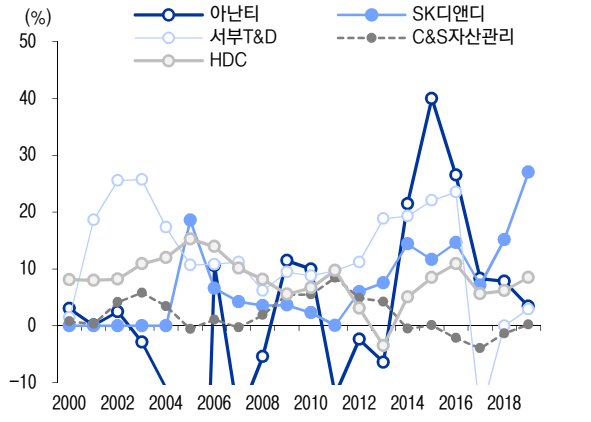
자료: 한국감정원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 오피스 빌딩 투자수익률 추이



자료: 한국감정원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 상장 디벨로퍼 영업이익률 추이

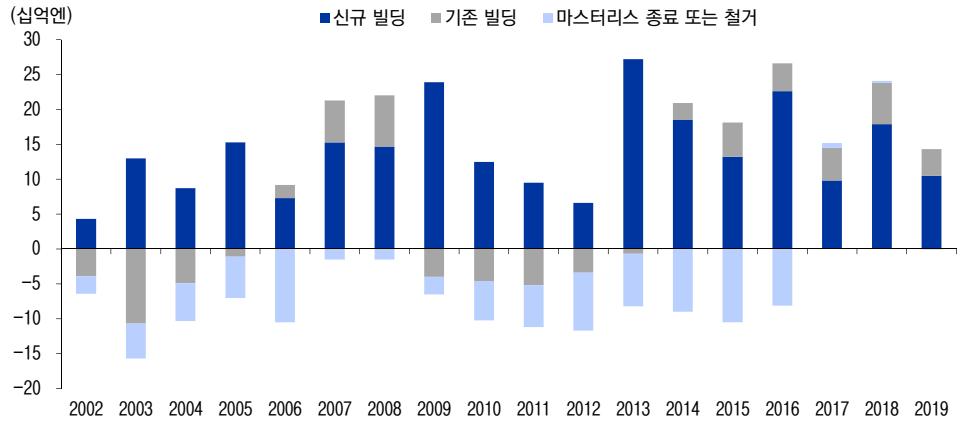


자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터 / 주: 2019년은 3분기 누계 기준

또한, 3) 한국 디벨로퍼의 사업 모델 고도화의 속도가 빨랐던 것도 성장의 한 축으로 작용한 것으로 판단한다. 일본의 대표 디벨로퍼인 미쓰비시 지쇼의 연간 임대수익 증감 요인을 비교해보면, 기존 구축 빌딩은 임차인의 계약 종료 또는 디벨로퍼 자체의 지분 엑싯, 건물 노후화에 따른 리모델링으로 공실 발생 등에 따라 플러스, 마이너스 변동이 큰 모습이다. 그러나 신규 빌딩 혹은 리모델링이 완료되어 신규 빌딩으로 편입된 기존 빌딩에서는 비교적 안정적으로 수익이 창출되는 모습이다. 즉, 노후화되고 낡은 건물에서의 임차수익은 변동이 크기 때문에 리모델링, 또는 리테넌팅이 필요하다는 뜻이다.

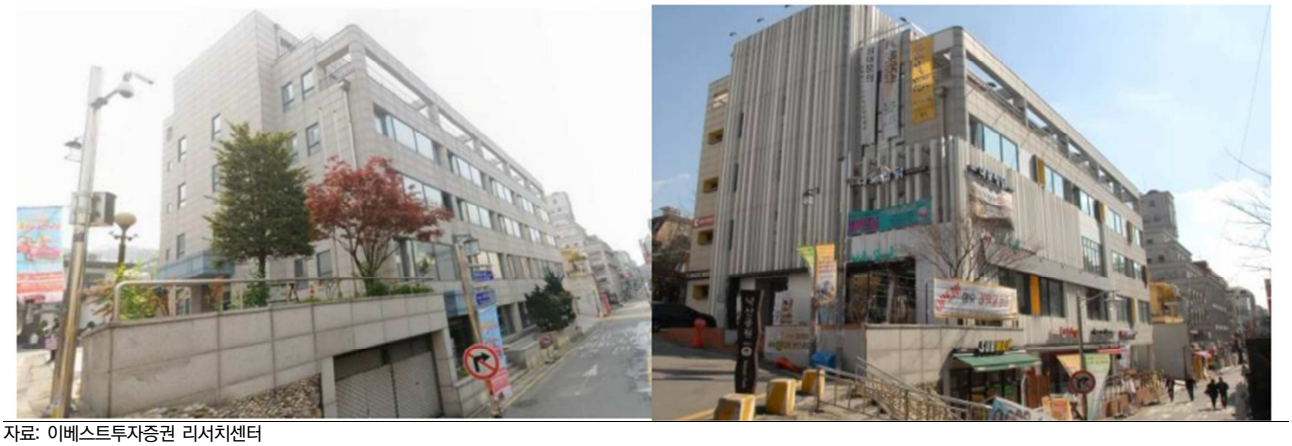
한국의 상업용 부동산도 재건축, 혹은 리테넌팅이 필요한 곳이 많은데, 대표적으로 SK 디앤디가 마스터 리스를 통해 건물의 수익 극대화를 통한 디벨로퍼 사업 모델 고도화에 기여하고 있다. 마스터 리스란 건물주로부터 건물을 통째로 빌린 후에, 이를 리모델링 또는 리테넌팅을 통해 재임대하여 수익을 창출하는 방식이다. 리모델링을 통해 임차료 상승을 꾀할 수 있으며, 주변 입지와 상권을 분석하여 적절한 테넌트를 재구성하면서 건물의 수익을 극대화하는 것이다.

그림12 일본 미쓰비시지쇼의 임대수익 요인별 증감 분석: 신규빌딩의 임차료 수익기여가 높음



자료: 미쓰비시지쇼, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 SK 디앤디의 마스터리스 사례: 대학로 오피스, 리모델링 및 리테넌팅으로 수익 극대화

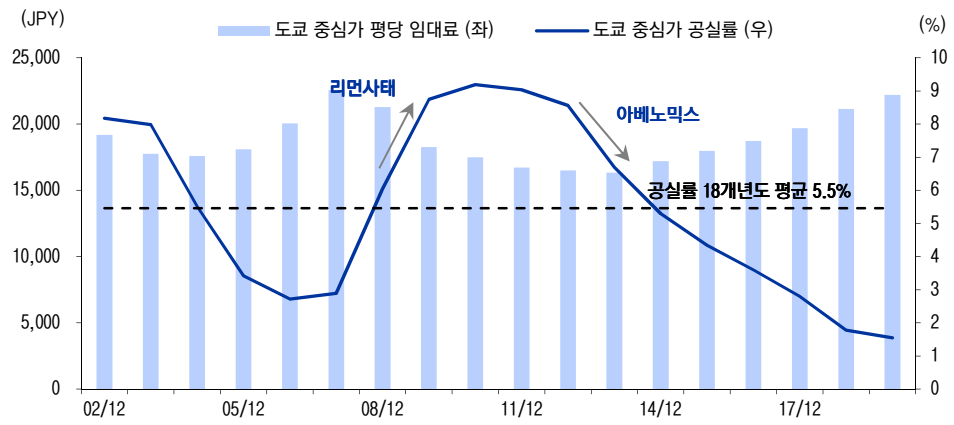


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

전문 디벨로퍼의 테넌트 유치, 기획 능력은 상업용 부동산 공실률에 크게 영향을 미칠 수밖에 없다. 물론 그 밖에 물가 상승률, 임대료 상승률, 실업률 등 다양한 요소가 공실률에 영향을 미치기에 국가별로 절대 수준의 비교는 의미가 적지만, 도쿄 중심가의 공실률이 18개년도 평균 5.5%, 최근에는 2% 아래까지 떨어진 것은 상당히 의미가 있다. 이는 신규 오피스 공급의 부족, 도쿄 올림픽 효과 등으로 볼 수도 있겠고, 어떤 의미로는 부동산 디벨로퍼의 테넌트 기획 능력이 점차 고도화 되기 때문으로 해석해볼 수도 있겠다.

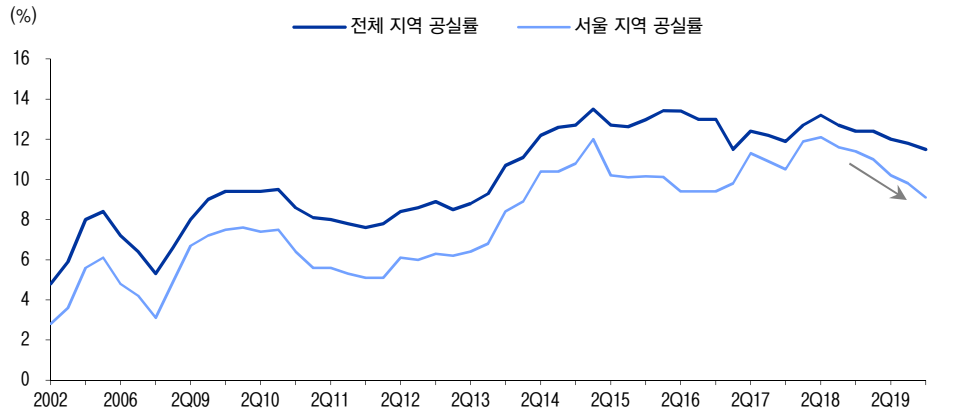
한국 오피스 빌딩의 공실률은 현재 전국이 11.5%, 서울은 9.1%를 기록하고 있다. 사상 최고치인 2015년 당시 10~13%에 비하면 비교적 감소하는 추세에 있다. 이는 최근 오피스 빌딩의 초과 공급 해소 및 부도 기업 수 감소로 인한 자연스러운 공실률 감소로도 판단된다. 그러나 장기적으로 한국 디벨로퍼들이 대형화, 전문화 되면서 일본과 같은 낮은 한자릿수의 공실률 관리가 가능해지지 않을까 하는 기대도 해보게 된다.

그림14 일본 오피스 빌딩 평당 임대료 및 공실률 추이



자료: Miki Shoji, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 한국 오피스 빌딩 전국, 서울 공실률 추이

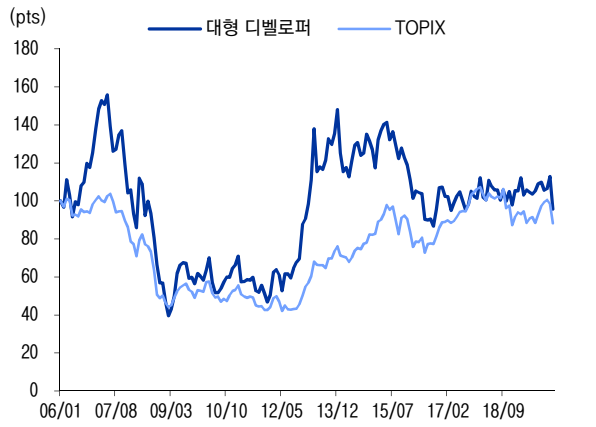


자료: 한국감정원, 이베스트투자증권 리서치센터

일본 대형 디벨로퍼들은 아베노믹스 초기를 거치며 공격적인 사업 모델 확장, 리츠 상품을 통해 일반 기업들의 오피스를 유동화 하면서 저변을 넓혀 갔기 때문에 당시 주가도 시장 대비 크게 아웃퍼폼 하는 모습을 보여주었다. 물론 최근에는 그 때만큼 시장을 크게 이기지는 못하지만, 여전히 나쁘지 않은 수익률을 보여주고 있다. 대형 디벨로퍼인 미쓰비시 지쇼의 경우 시장 대비 밸류에이션 프리미엄까지 받고 있는 실정이다.

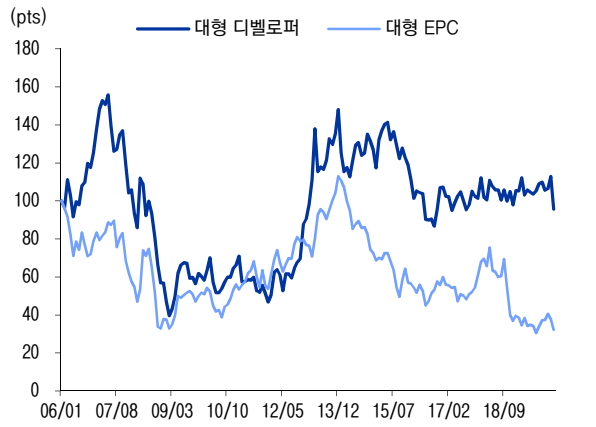
일본 디벨로퍼와 일본 대형 EPC 업체들의 주가를 비교해보면 극명한 차이가 벌어지는 것을 확인할 수 있다. 일본 대형 EPC들의 유가 하락에 따른 수주 모멘텀 감소, 치요다(Chiyoda)의 미국 LNG 프로젝트의 적자 사태 등으로 인해 언젠가부터 대형 디벨로퍼와 주가 궤도를 달리 하고 있는 모습이다. 따라서 디벨로퍼이자 동시에 EPC사인 한국 건설사의 주가 디스카운트는 어느 정도 합리적인 수준이라고 볼 수 있으며, 만약 유가가 반등하여 플랜트가 업사이클로 크게 돌아선다고 하더라도 일본 EPC 대비해서 베타가 낮기 때문에 업사이드 역시 제한될 수밖에 없다.

그림16 일본 대형 디벨로퍼 상대수익률 추이



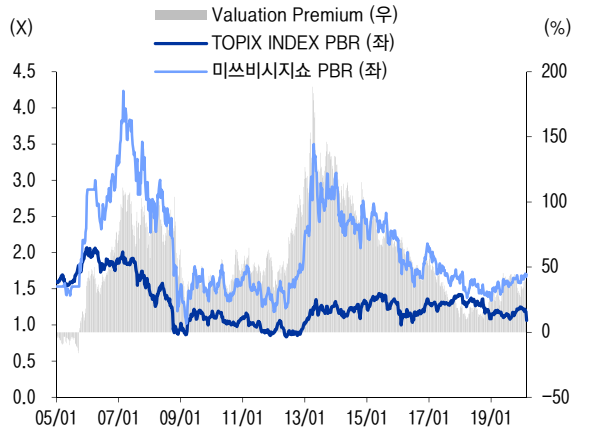
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2006/01/01=100

그림17 일본 디벨로퍼, EPC사와의 주가 추이 비교



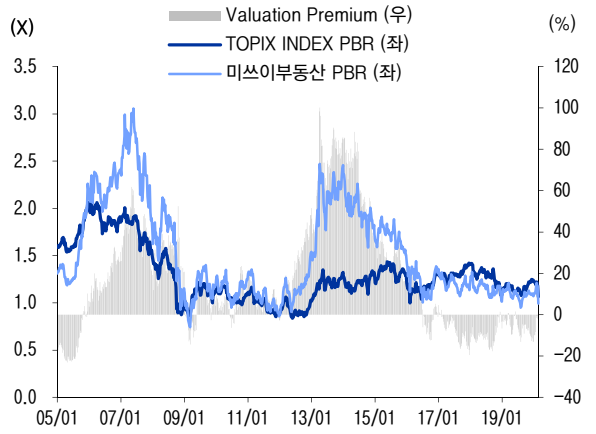
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 대형 EPC사는 치요다 외 2사

그림18 미쓰비시지쇼 시장 대비 밸류에이션 프리미엄 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 미쓰이부동산 시장 대비 밸류에이션 프리미엄 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

유휴 부지를 변신시키는 한국형 디벨로퍼들

마지막으로, 한국 디벨로퍼의 추가적인 성장 모멘텀은 어쩌면 부동산 유관업에서 출발한 회사가 아니라 기존 산업의 쇠퇴나 구조적 변화로 인해 생긴 유휴 부지가 넓은 기업들이 아닐까 한다. 국가 성장이 빠른 속도로 진행되면서 지역별로 산업의 행태가 많이 달라진데다, 주택의 경우 재개발/재건축이 많이 진행된데 비해 상업용 부동산의 경우 용도변경의 어려움 및 전문 디벨로퍼의 부재에 따른 임대인의 개발 의지 부족에 따라 개발 속도가 비교적 더딘 상황이기 때문이다. 따라서 보유 부동산이 많으면서 동시에 기존 산업 쇠퇴가 지속되는 기업이 있다면, 언젠가 디벨로퍼로서 변모할 수 있는 포텐셜이 있지 않을까 하는 기대를 해 본다. 대표적으로 디벨로퍼로 변신한 회사는 서부T&D라고 할 수 있겠다.

서부T&D는 1980년 서부트럭터미널로 설립, 화물 자동차 터미널 및 관광 버스 터미널을 운영하는 업체였다. 그러나 화물 자동차 터미널 사업의 부진 이후 해당 부지를 상업용 부동산으로 획기적으로 변경하면서 디벨로퍼로서 크게 성장했다. 현재 유형자산 및 투자 부동산은 인천 연수구 스퀘어원 쇼핑몰, 서울 용산 드래곤 시티 호텔 (노보텔, 이비스 등), 서울 양천구 신정동 부지이다. 특히 서울 신정동 화물 터미널의 경우 용도 변경에 성공할 시 주상복합 아파트, 오피스텔, 상업시설 등으로 개발할 계획이기 때문에 엄청난 자산 가치의 증대가 기대된다.

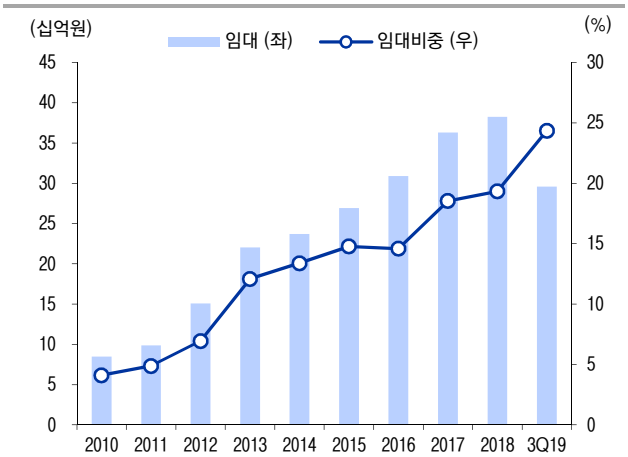
표3 서부 T&D 투자자산: 과거 트럭/터미널 부지의 성공적인 개발

	인천 연수구	서울 용산구	서울 양천구
명칭	SQUARE 1 MALL Complex	Seoul Dragon City Hotel Complex	도시첨단물류복합단지
소재지	인천시 연수구 둔촌동 926	서울시 용산구 한강로 3가 40-969	서울시 양천구 신정동 1315
부지 현황			
대지면적 (평)	14,794	4,587	27,949
Site 현황	8, 10차선 대로의 가각에 위치, 아파트 밀집지역	용산 국제업무지구와 접한 부지	-
용도	쇼핑몰, 영화관, 대형마트	호텔 Complex 및 리테일 시설 (호텔 1,700객실)	상업지구(도시계획시설) 자동차정류장/화물터미널
오픈	2012년 10월	2017년 11월	2025년 3월 예정
장부가 (십억원)	183.1	399.1	387.4 (투자부동산 369.6+유형자산 17.8)
평당 장부가 (백만원/평)	12.4	87.0	13.9

자료: 서부T&D, 이베스트투자증권 리서치센터

과거 섬유, 방직업을 영위하던 경방이 2000년대 초 경방필백화점, 영등포 공장을 묶어 개발한 타임스퀘어를 통해 부동산 디벨로퍼로 진화한 것 역시 대표적인 사례라고 할 수 있다. 경방에서 힌트를 얻자면, 장기적으로 BYC도 부동산 디벨로퍼로서 변모할 포텐셜이 충분히 있다는 판단이다. BYC는 시공 라이센스를 직접 보유하고 있어 오피스텔 등과 같은 상업 시설 분양을 통한 분양, 공사 매출을 확보할 뿐만 아니라, 보유 부동산에서 임대수익도 톡톡히 얻고 있다. 2019년 3분기 기준으로 분양중인 현장이 없어 건설 매출은 없지만, 임대 매출만 보더라도 300억원 수준으로 전체 매출 1,214억원의 24.4%를 차지하고 있는 상황이다. 이익 기여는 더욱 높을 것으로 추정되어, 향후 경방, 서부 T&D와 같은 디벨로퍼로서의 변신이 기대되는 기업이라고 할 수 있겠다.

그림20 BYC의 전체 매출 대비 임대수익 비중



자료: BYC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 BYC 직영점 (토지매입+건물준공, 1 층 직영점 입점)

자료: BYC, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 BYC 실적 추이: 임대 매출의 꾸준한 상승세

(단위: 십억원)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	3Q19
매출액	206.4	202.1	217.0	182.4	176.9	182.2	211.9	195.8	197.9	121.4
I. 섬유	153.5	176.0	172.2	158.8	151.9	147.6	139.3	138.2	136.3	91.9
제품 (의류 및 부자재)	117.9	137.7	135.8	121.9	115.6	112.8	102.8	95.5	75.4	46.8
봉제품	115.1	134.5	133.0	119.4	114.1	111.5	101.1	94.3	74.2	45.8
기타	2.8	3.2	2.8	2.5	1.5	1.3	1.7	1.2	1.2	1.0
상품 (의류 및 양품 등)	35.6	38.2	36.4	36.9	36.3	34.8	36.5	42.7	60.9	45.1
II. 건설	43.9	16.3	29.7	1.6	1.4	7.7	41.7	21.3	23.3	0.0
공사	3.0	4.4	12.6	0.0	0.0	5.0	19.0	21.3	23.3	0.0
분양	40.9	11.8	17.1	1.6	1.4	2.7	22.6	0.0	0.0	0.0
III. 임대	8.5	9.9	15.1	22.1	23.7	26.9	30.9	36.3	38.3	29.6
임대비중 (%)	*4.1*	*4.9*	*6.9*	*12.1*	*13.4*	*14.8*	*14.6*	*18.5*	*19.3*	*24.4*
임대+건설 합산비중 (%)	*25.4*	*12.9*	*20.6*	*13.0*	*14.2*	*19.0*	*34.2*	*29.4*	*31.1*	*24.4*
매출총이익	74.7	81.0	80.7	73.5	74.1	71.1	67.5	69.4	73.8	51.5
영업이익	34.3	36.2	33.4	25.1	27.9	21.1	16.2	17.2	21.3	17.5
순이익	21.6	27.0	24.7	15.5	19.1	13.2	17.5	6.2	9.1	21.0
매출총이익률 (%)	*36.2*	*40.1*	*37.2*	*40.3*	*41.9*	*39.0*	*31.9*	*35.4*	*37.3*	*42.4*
영업이익률 (%)	*16.6*	*17.9*	*15.4*	*13.8*	*15.8*	*11.6*	*7.6*	*8.8*	*10.8*	*14.4*
순이익률 (%)	*10.5*	*13.4*	*11.4*	*8.5*	*10.8*	*7.2*	*8.3*	*3.2*	*4.6*	*17.3*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터 / 주: 3Q19는 누적 기준

Part III

고도화되는 After-Construction

건물 관리, 보안 시장의 점진적 고도화 예상

건물을 짓고, 사용하는 생애주기 비용을 비교해보면 초기 건설 비용은 고작 16%에 지나지 않는다고 합니다. 사실상 건물을 사용하면서 발생하는 유지, 관리 비용이 80% 이상으로 초기 건설 비용의 5배가 넘는, 엄청난 기회 요인이 존재하는 시장이라는 뜻입니다.

일본 디벨로퍼가 건설 후방 산업인 건물 관리까지 사업 영역을 확대하고 있는데 비해, 우리 나라 부동산 서비스업은 영세하고 비전문화되어 있는 실정입니다. 그러나 에스원과 같이 그룹사 외 물량의 수주, 보안과 시설 관리, 자산 관리 등의 사업 고도화가 이미 진행중인 회사 역시 하나, 둘 등장하고 있다는 점에 주목합니다.

전문화, 고도화 되고 있는 준공 후 밸류체인

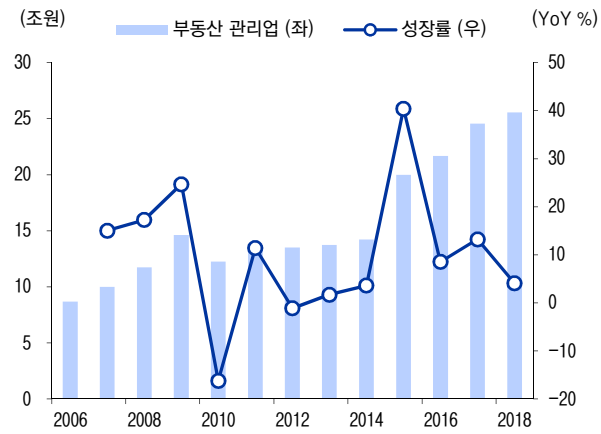
전문화되고 있는 건물 관리, 보안, 중개 시장

한국 부동산 서비스업은 선진국에 비해 영세하고, 비전문화되어 있는 실정이다. 이는 앞서 디벨로퍼가 성장하지 못한 한국 건설 시장의 구조적인 문제와 동일하다. 초기 분양, 엑싯하는 구조의 사업 모델에서는 결국 건물 관리 및 부동산 서비스는 단순한 시설 관리에 지나지 않기 때문에, 하청을 통해 영세한 업체에게 위탁하는 시스템이 지속될 수 밖에 없다. 국내 부동산 관리, 서비스업의 규모는 25조원, 부동산 중개업의 매출액은 12조원 수준으로 절대 규모는 크지 않지만, 일부 기업들 위주로 서서히 전문화, 기업화 되고 있어 잠재적 성장성이 기대되는 상황이다. 특히 건물 관리, 중개, 보안 등의 사업 영역에서 일부 업체들은 이미 과점화, 대형화 되고 있다는 점에 주목한다.

그림22 부동산 서비스업의 정의 (KPMG 경제연구소)

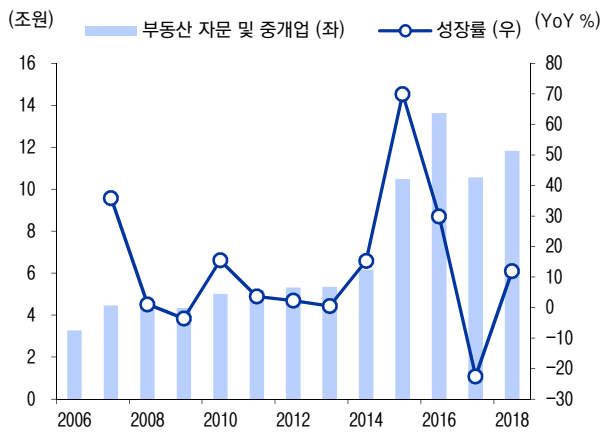
자료: KPMG 경제연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 부동산 관리업 규모 추이



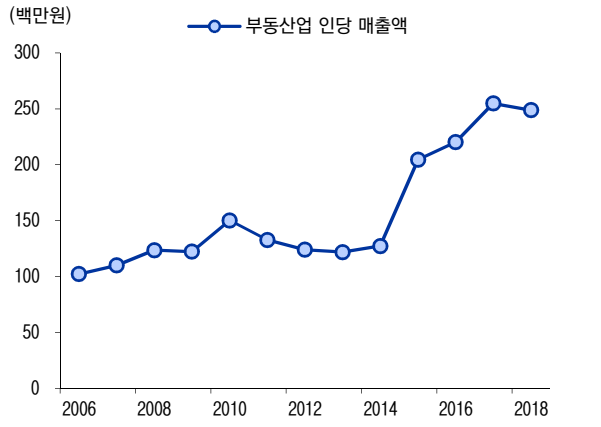
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2017년 분류 기준 변경으로 전년비 차이가 발생

그림24 국내 부동산 자문 및 중개업 규모 추이



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2017년 분류 기준 변경으로 전년비 차이가 발생

그림25 부동산업 인당 매출액 추이

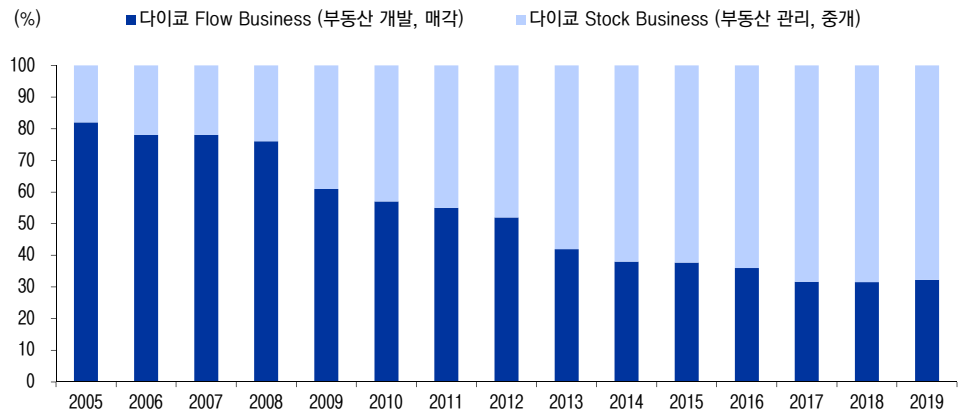


자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

일본 주택 디벨로퍼인 다이쿄의 경우, 전체 매출액에서 기존의 유량 비즈니스, 즉 수주 베이스로 진행되는 부동산 개발과 매각의 경우 전체 매출액에서 차지하는 비중이 2005년 80%에서 현재 35%까지 줄어든 상황이다. 이는 일본이 부동산 조정기를 겪으면서 점차 주택 비즈니스의 변동성을 줄이고 성장성을 도모하기 위해 안정적인 수익 창출 가능한 부동산 관리, 중개 영역으로 사업 모델을 다각화 했기 때문이다.

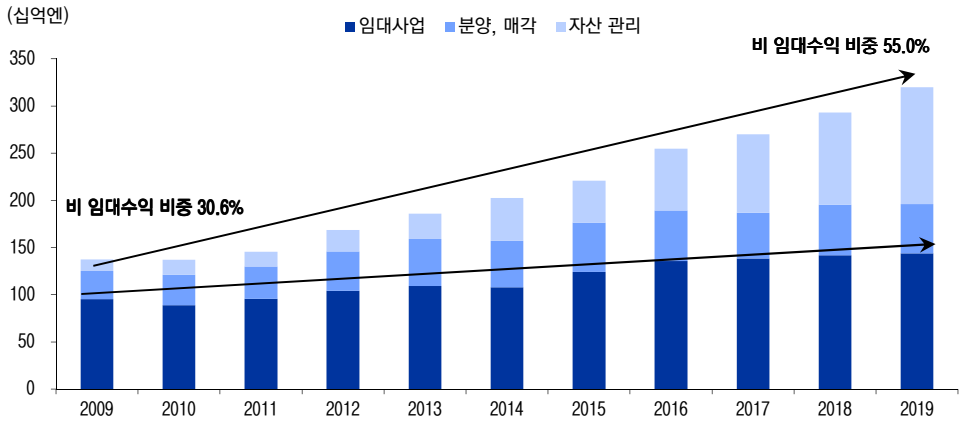
미쓰비시 지쇼와 함께 일본의 거대 부동산 디벨로퍼로 꼽히는 미쓰이부동산 역시 전체 매출에서 자산 관리 (Asset Management) 매출이 크게 증가하고 있다. 임대수익은 디벨로퍼 본연의 수익이지만 비교적 물가 상승률 수준으로 안정적으로 성장하는 반면, 테넌트 관리, 임차료 최적화에 따른 자산 관리와 같은 컨설팅 수익은 점차 건물 관리 영역이 고도화, 전문화 되면서 창출되는 성장성이 높은 새로운 분야이다. 미쓰이부동산이 부동산 서비스업, 즉 자산 관리 분야로 확대를 꾀한 이래로 전체 매출에서 비 임대수익은 이제 절반을 넘어가기까지에 이르렀다.

그림26 일본 주택 디벨로퍼인 다이쿄, 부동산 관리-중개 매출액 비중 증가



자료: 다이쿄, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 미쓰이부동산 자산 관리 (Asset Management) 매출 비중 확대

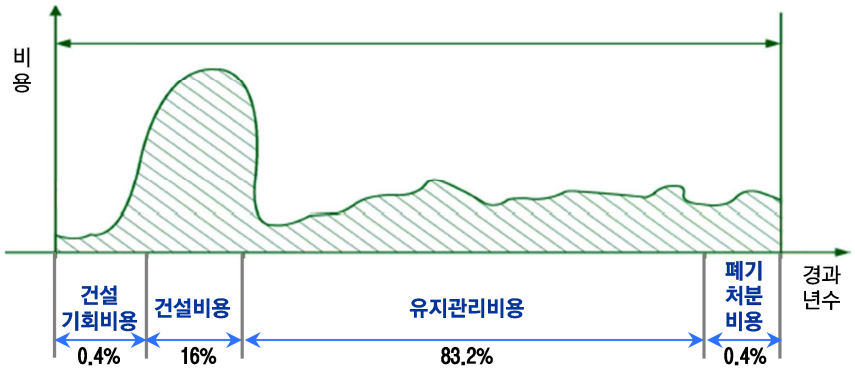


자료: 미쓰이부동산, 이베스트투자증권 리서치센터

일본능률협회에서 발표한 건물의 생애주기비용을 살펴보면, 초기 건설비용은 건물 사용 전체 연수 대비했을 대 고작 16%에 지나지 않는다. 사실상 건물을 사용하면서 발생하는 유지, 관리 비용이 80% 이상으로 초기 건설 비용의 5배가 넘는다. 사실상 엄청난 기회 요인이 존재한다는 뜻이다. 더 이상 우리 나라도 건물 관리를 단순히 인력을 기반으로 하는 하청, 외주와 같은 개념으로 접근해서는 안된다. 유지, 관리 및 서비스 시장의 기회 요인이 기존 건설 시장보다 크다는 것을 알았던 일본 디벨로퍼들은 선제적으로 이 시장을 확대하여 사업 영역을 다각화 하고 있는 것을 확인했지만, 아직 한국은 갈 길이 멀다.

이러한 상황을 인지한 정부도 2016년 당시 국토교통부를 통해 부동산 서비스업 선진화 방안을 발표한 바 있다. 그러나 자세한 내용을 살펴보면 대부분이 법률 서비스 제공 혹은 세제 감면 혜택, 부동산 전문가 인증제 등과 같은 부가적인 방안이기 때문에 직접적으로 현 부동산 서비스업이 고도화되는데 영향을 미칠만한 방안이라고 보기는 어려워 보인다. 결국 한국 부동산 서비스업은 정부 주도가 아닌 민간의 영역에서 초기 진출자(First Mover)가 먼저 선점하여 기업화, 과점화, 고도화 될 것으로 기대된다.

그림28 건물의 생애주기비용 (Life-cycle Cost)의 구성비



자료: 일본능률협회, 최종만 '빌딩관리용역업의 제도 및 경영 발전에 관한 연구', 이베스트투자증권 리서치센터

표5 2016년 당시 국토부가 발표한 부동산 서비스업 선진화 방안 발표

구분	내용	비고
수수료가 낮은 에스크로 상품 확대	은행이 부동산 거래시 부동산 거래대금을 맡았다가 등기 이전이 끝나면 집주인에게 전달	2001년 도입되었으나 수수료가 거래대금의 0.4% 수준으로 높은 편
부동산 종합서비스 시범 실시	공인중개소, 로펌 등이 협력해 중개, 이사, 청소, 법률서비스를 원스톱으로 제공	-
임대관리업 활성화	세제 감면 혜택 대상 확대	직원 10명 이하의 임대관리회사에서 더 큰 규모로 확대 적용 가능성
공모 리츠 육성	개인들이 투자할 수 있는 공모 리츠를 확대	공모 리츠의 상장 요건 완화 등이 기대
부동산 인력 전문화	부동산 전문가 인증제도	부동산 관련 자격증 소지자가 특정 분야에 일정 기간 종사하고, 교육을 마치게 되면 전문가로 인증
부동산 정보 공개	상업용 부동산 실거래가, 리츠별 수익률 등 발표	현재 상업용 조사기관이 난립해있어 주기적 데이터 추적이 어려움

자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

국내 대부분의 대기업들은 자회사로 건물 관리 업체를 가지고 있다. 대표적으로 삼성그룹의 에스원, HDC 그룹의 아이서비스, LG그룹의 S&I코퍼레이션 (구 서브원) 등이 있으며, 대부분 그룹사가 보유하고 있는 오피스 빌딩의 시설 관리 및 수익 관리를 담당하고 있다. 아직은 해당 업체들이 Captive 매출 외에는 크게 서비스 영역을 확대하고 있지는 않지만, 장기적인 성장 포텐셜이 높을 것으로 기대한다. 또한 현재까지는 건물의 물리적인 유지, 보수 및 임차수익 관리에 그쳤다면 향후 영역 고도화를 통해 자산 관리까지 수행하면서 부가 가치를 창출할 수 있을 것으로 전망한다.

이미 이러한 전문화, 고도화를 선제적으로 진행하고 있는 상장 기업으로는 에스원을 꼽을 수 있다. 에스원은 과거 삼성에버랜드의 건물 관리 사업부를 양수 받아 삼성 그룹사 건물 외에도 다양한 오피스 빌딩의 수익 관리, 자산 관리를 영위하고 있다. 이는 기존 에스원의 보안 서비스 사업이 물리적 시설 관리를 기반으로 진행되는 특성이 있다 보니, 사업 영역 고도화에 따른 시너지가 나타나고 있는 것으로 판단한다. 한 업체에 시설 관리를 맡기면서 동시에 자산 관리까지 일임하게 될 경우 비용적, 관리 효율적 측면에서 시너지가 날 수밖에 없고, 이러한 에스원의 사업 모델은 앞서 소개한 일본 디벨로퍼의 수익 모델과 많이 닮아있다.

그림29 건물 관리 고도화: 단순 시설 관리에서 자산관리까지

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 국내 건물관리 업체 Top 10 현황

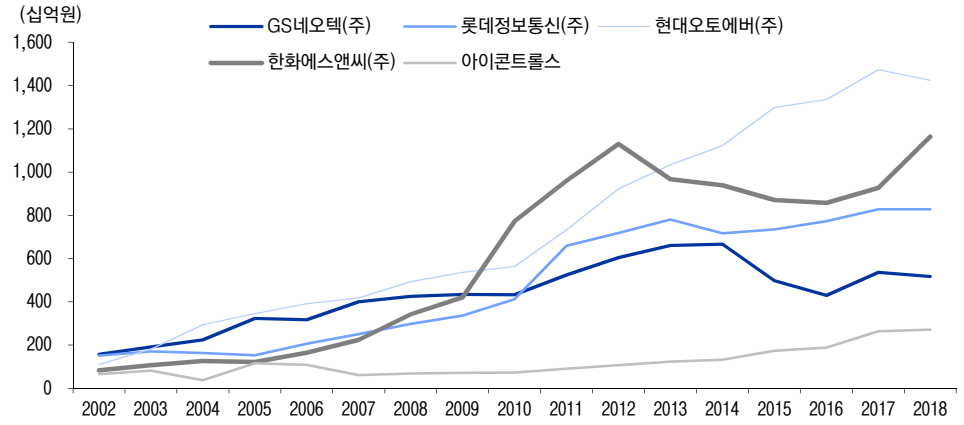
(단위: 십억원)	주요 관리 건물	매출액	영업이익	영업이익률 (%)	비고
현대엔지니어링	현대자동차 양재사옥	6,286.2	453.7	7.2	구 현대엠코, 비상장
SNI코퍼레이션	LG그룹사 빌딩	7,207.8	314.5	4.4	구 서브원, 비상장
에스원	삼성그룹사 빌딩	2,018.3	199.1	9.9	상장
ADT캡스	캡스 삼성동 본사 사옥	479.1	17.2	3.6	비상장
에스텍시스템	지파이브 센트럴프라자 빌딩	568.3	72.6	12.8	비상장
케이티에스테이트	KT IDC센터	140.1	3.2	2.3	비상장
아이서비스	현대산업개발 빌딩	350.8	14.7	4.2	비상장
한화63시티	63빌딩	168.5	10.0	5.9	비상장
우리피앤에스	우리은행 본점	126.8	6.8	5.3	비상장
포스메이트	포스코그룹사 빌딩	613.5	95.9	15.6	비상장

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터 / 주: 2018년 실적 기준

건물 관리의 좀 더 마이크로한 영역에는 건물 네트워크, 시스템 관리 등을 영위하는 업체들을 찾아볼 수 있다. 주로 건물에 IT 기술을 융합하여 모니터링, 관제, 에너지 저감 등을 영위하는 회사들이다. 마찬가지로 건물 관리 업체들과 유사하게 대기업 그룹사 매출을 담당하는 역할을 하고 있고, 영역이 더욱 Captive로 국한되다보니 절대 매출 규모도 건물 관리 업체보다는 적은 수준이다. 마찬가지로 기존 건물 관리 업체와의 시너지를 통해 새로운 사업 영역을 모색한다면 성장 잠재력은 충분하다.

글로벌 주요 건물 관리 업체인 CBRE, 존스 랭 라살 (Jones Lang LaSalle), 제너럴 그로스 프로퍼티 (General Growth Properties) 등은 이미 물리적인 시설 관리, 모니터링, 자산관리 등의 전반적인 영역을 대부분 내재화, 수직 계열화를 완료한 상황이다. 특히 대부분은 자산 관리의 영역까지 사업을 고도화시켰다. 따라서 대부분의 업체들은 15~20% 수준의 ROE와 15~20X 수준의 PER을 받고 있으며, 자산 관리 회사 (Asset Management Company, AMC)를 자회사로 두고 리츠도 활발하게 운영하고 있다.

그림30 국내 주요 건물 네트워크, 시스템 관리 업체 매출액 현황



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 글로벌 주요 건물 관리 업체: 단순 시설관리를 넘어서 대부분 자산관리 (Asset Management) 수행

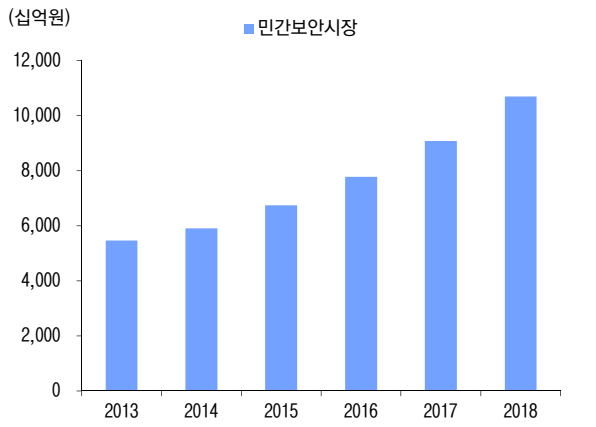
(단위: 백만달러)	시가총액	매출액	영업이익	영업이익률 (%)	PER (X)	ROE (%)	PBR (X)
CBRE 그룹 (CBRE Group)	17,613.3	21,340.1	1,088.0	5.1	15.6	23.5	2.7
존스 랭 라살 (Jones Lang LaSalle)	7,475.4	16,318.4	706.9	4.3	10.6	13.8	1.6
제너럴 그로스 프로퍼티 (General Growth Properties)	21,231.9	2,064.0	427.7	20.7	12.4	85.4	0.9
프로로지스 (Prologis)	59,687.1	2,804.4	847.0	30.2	41.9	8.7	1.6
킴코리얼티 (Kimco Realty)	6,986.9	1,164.8	582.4	50.0	20.0	10.1	1.4
마커스 & 밀리첩 (Marcus & Millichap)	1,132.7	814.8	112.3	13.8	15.5	24.1	3.3

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

건물 관리 분야에서 선제적인 고도화가 진행되고 있는 에스원의 주력 사업인 건물 보안 역시도 성장 잠재력이 높은 시장이다. 국내 민간 보안 시장은 10조원 규모로 추산되며, 이 중 보안 3사인 에스원, ADT캡스, KT텔레캅이 대부분의 M/S를 과점하고 있는 구조이다. 특히 에스원은 압도적인 1위를 유지하며 독자적인 매출 성장성을 보이고 있다는 점에 주목한다.

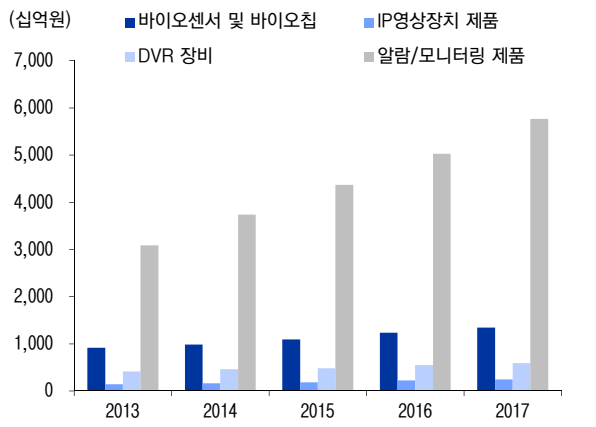
일본 세콤은 경제 고도화에 따라 B2B에서 B2C 매출이 증가하기 시작하면서 급속 성장을 이룰 수 있었다. 2005년 가정용 보안 매출은 전체 매출의 30%에 지나지 않았으나, 2020년에는 59%에 육박할 것으로 추정된다. 2018년 SKT가 ADT캡스를 1.3조원에 인수하면서, 보유 플랫폼을 통해 잠재적으로 B2C 보안 시장의 침투를 노릴 것이라는 해석이 있었다. 이미 에스원 역시 LG유플러스와 MOU를 맺어 통신, 보안 결합 상품을 지난해 출시한 바 있어, 향후 통신 사업자를 필두로 한 B2C 보안 시장의 폭발적인 성장성 역시 기대되는 바이다.

그림31 국내 민간 보안 시장 규모



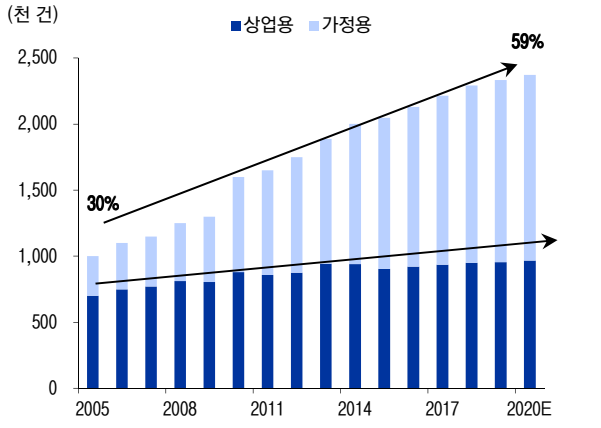
자료: 한국정보보호산업협회, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2016년 이후값은 협회 예상치

그림32 국내 물리 보안 시장 상세



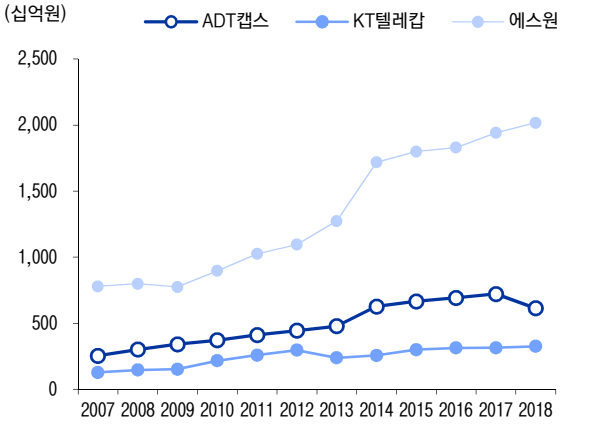
자료: 한국정보보호산업협회, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2016년 이후값은 협회 예상치

그림33 일본 세콤, 경제 고도화에 따른 B2C 매출의 급속 성장



자료: SECOM, 이베스트투자증권 리서치센터

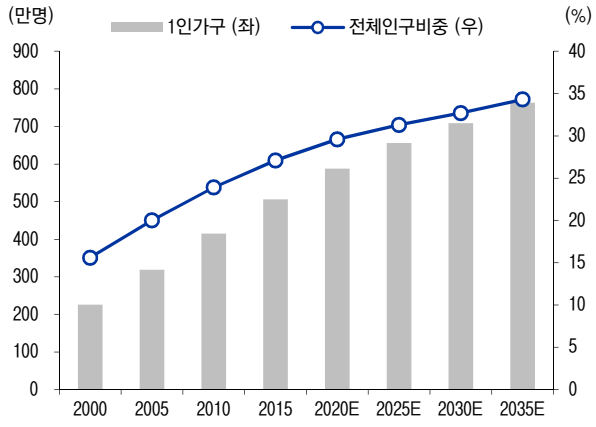
그림34 국내 보안 3사 매출 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

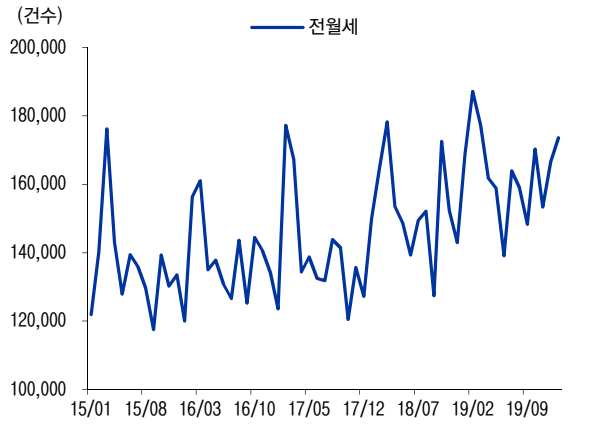
끝으로, 부동산 서비스업중 가장 느리게 업태가 변화하고 있는 부동산 중개업은 이미 공인중개사를 기반으로 자영업화 된 상황이기 때문에 다소 더딘 성장이 예상된다. 미국 부동산 중개 어플 1위 업체인 질로우 (Zillow)는 레드핀 (Redfin)과 같이 빅데이터와 IT 기술을 활용하여 부동산 플랫폼 역할을 톡톡히 하고 있다. 질로우는 거래량, 가격 정보와 같은 데이터 제공을 통해 발생한 트레픽으로 부동산 중개업자 및 건설, 대출업의 광고 수익을, 레드핀은 공인중개사를 직접 고용하여 중개 수수료를 취득하는 구조를 가지고 있다. 물론 우리 나라 시장의 경우도 1인 가구 비중이 2035년 35%까지 증가할 것으로 추정되고, 연간 전월세 거래 건수가 우상향을 보이는 상황에서 중개업의 성장성은 나쁘지 않을 것으로 보인다. 이에 따라 직방의 매출 역시 빠르게 증가하고 있지만, 미국과 같이 대형화, 고도화 되기에는 더딘 시간이 소요될 것으로 예상한다.

그림35 1 인가구 규모 및 비중



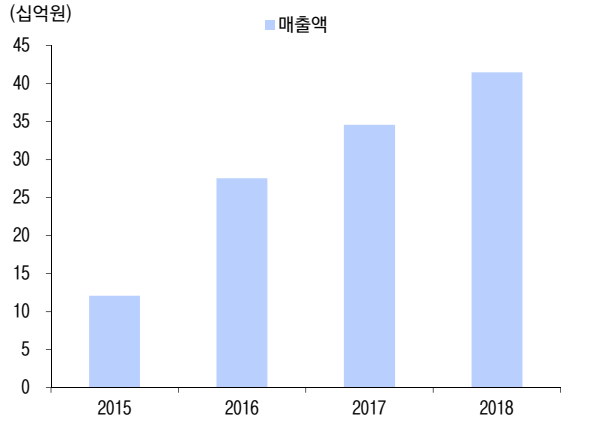
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 월별 전, 월세 거래 건수 추이



자료: 한국감정원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 직방 매출액 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 미국 부동산 중개 어플 1 위 업체 Zillow 주가 추이

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

지누스 (013890)	32
아이에스동서 (010780)	43
에스원 (012750)	49
자이에스앤디 (317400)	56
서부 T&D (006730)	60
한샘 (009240)	63

Universe

종목명	투자판단	목표주가
지누스	Buy (신규)	105,000 원(신규)
아이에스동서	Buy (신규)	33,000 원(신규)
에스원	Buy (신규)	110,000 원(신규)
자이에스앤디	Not Rated	Not Rated
서부 T&D	Not Rated	Not Rated
한샘	Not Rated	Not Rated

지누스 (013890)

2020. 3. 16 | 건설/건자재

미국 밀레니얼 주거 트렌드 변화의 수혜주!

Analyst **김세련**
02. 3779-8634
sally.kim@ebestsec.co.kr

Buy (Initiate)

목표주가 105,000 원
현재주가 71,400 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

아마존 온라인 매트리스 1위 업체, 무궁무진한 업사이드

지누스는 미국 아마존 온라인 매트리스 1위 업체로, 전체 매출에서 90% 가량이 미국에서 발생한다. 미국 온라인 매트리스 시장에서 아마존의 M/S는 30% 수준으로 압도적인 지위를 차지하고 있기 때문에, 1위 플랫폼에서 킬러 아이템을 판매하고 있는 지누스의 폭발적인 성장이 기대된다.

특히 지누스는 미국 밀레니얼 세대의 주거 트렌드 변화에 따른 수혜주로 꼽을 수 있다. 베이비 부머가 매트리스를 8~10년 가까이 사용하는데 반해, 밀레니얼은 6년을 채 쓰지 않는 것으로 집계된다. 지누스의 'Mattress-in-a-box' 제품은 경쟁 업체들과 비교할 때 높은 가격 경쟁력을 자랑하기 때문에, 합리적인 소비를 중시하는 밀레니얼들은 지누스의 매트리스를 살 유인이 높다. 지누스는 중국, 인도네시아에 대규모 자체 생산 시설을 보유하고 있고, 미국에 2개의 물류창고를 보유하고 있어 원가와 기술 경쟁력이 높다. 지누스는 자체 오프라인 매장조차 없기 때문에, 임차료 및 매장 직원 고용에 따른 판관비가 발생하지 않아 더욱 저가의 매트리스 제공이 가능하다.

또한, 미국 외 지역과 침대가구 외 제품, 즉 국가와 제품의 확장성이 무궁무진하다는 장점 역시 지누스의 투자 포인트로 꼽을 수 있다. 글로벌 시장에서 벌크한 가구를 온라인으로 주문하는 시대는 이미 도래했다. 아마존이 진출한 국가라면 지누스 역시 얼마든지 매출처를 다변화 할 수 있다. 더불어 미국 내에서는 거실 가구 (쇼파, 의자 등)로의 신규 침투도 기대된다. 지누스는 거실 가구 분야에 침실 가구와 마찬가지로 조립의 편리성, 가격의 합리성을 내세워 점차 매출 저변을 확대시켜 나가고 있으며, 매트리스와 같이 온라인 침투에 성공한다면 실적의 퀀텀 점프도 가능하다.

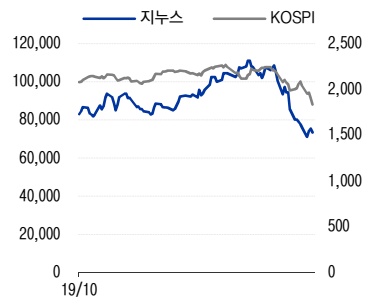
투자의견 BUY와 목표주가 105,000원 제시, 건자재 Top-pick으로 추천

최근 미국 주식시장 낙폭 확대에 따라 미국 익스포져가 대부분인 지누스의 주가 역시도 동반 하락이 나타나고 있다. 지누스의 현 주가 수준에서 Forward PER은 10X로, 온라인 매트리스 경쟁 업체인 Purple의 멀티플 20X 대비 큰 폭의 할인을 받고 있으며, 무려 오프라인 매트리스 업체인 Tempur의 멀티플 12X보다 할인받고 있는 실정이다. 변동성이 커진 주식시장 상황을 고려하여 목표 배수는 Peer인 Purple의 멀티플에 30%를 할인한 14X를 적용, 투자의견 BUY와 목표주가를 105,000원을 제시하며 건자재 Top-pick 종목으로 추천한다.

Stock Data

KOSPI (3/13)		1,771.44 pt
시가총액		10,144 억원
발행주식수		14,207 천주
52 주 최고가 / 최저가		111,000 / 71,100 원
90 일 일평균거래대금		104.8 억원
외국인 지분율		13.5%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		27,859 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-10.7%
	6 개월	n/a
	12 개월	n/a
주주구성	이윤재(외 11 인)	39.8%
	자사주	4.8%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	603	81	66	45	3,627	n/a	88	27.7	0.0	9.5	40.1
2018	622	87	58	44	3,503	-3.4	55	14.2	1.3	3.5	28.3
2019	817	104	92	72	5,818	66.1	106	12.3	9.3	3.5	33.5
2020E	970	121	116	91	7,282	25.2	124	9.8	7.6	2.6	30.1
2021E	1,174	154	149	116	9,317	27.9	157	7.7	5.6	1.9	28.7

자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

I. Valuation 및 실적 추정

지누스의 연간 EPS 성장률은 25% 이상 수준으로 고성장세가 지속될 것으로 보이며, 이는 미국 내 아마존에서 발생하는 온라인 매출 외에도 월마트 오프라인 매출 및 미국 외 국가의 매출 저변 확대 등에 기인한다. 향후 침실 가구 외 거실 가구까지 온라인 판매로 침투가 가능하다면, 추가적인 리레이팅 역시 가능할 것으로 기대된다.

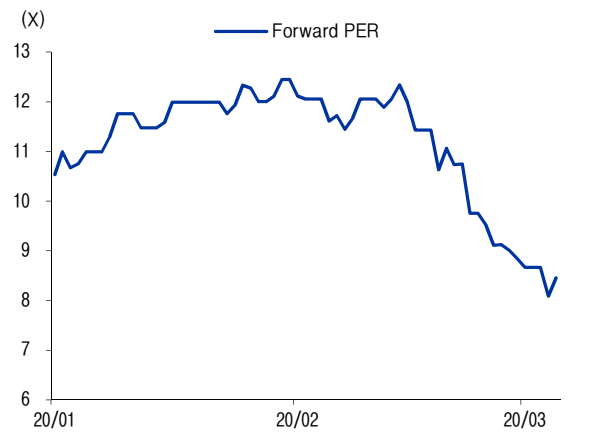
최근 미국 주식시장 낙폭 확대에 따라 미국 익스포져가 대부분인 지누스의 주가 역시도 동반 하락이 나타나고 있다. 지누스의 현 주가 수준에서 Forward PER은 10X로, 온라인 매트리스 경쟁 업체인 Purple의 멀티플 20X 대비 큰 폭의 할인을 받고 있으며, 무려 오프라인 매트리스 업체인 Tempur의 멀티플 12X보다 할인받고 있는 실정이다. 변동성이 커진 주식시장 상황을 고려하여 목표 배수는 Peer인 Purple의 멀티플에 30%를 할인한 14X를 적용, 투자의견 BUY와 목표주가를 105,000원을 제시한다. 시장 환경 정상화에 따른 멀티플 정상화가 나타날 경우, 긍정적인 목표주가는 계산상 최대 150,000원까지도 산출되기 때문에, 현 주가 수준에서 밸류에이션 메리트가 상당히 높다는 판단이다.

표8 지누스 목표주가 산정: 시장 환경을 고려하여 보수적인 목표 배수 설정

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS (원)	3,627	3,503	5,818	7,282	9,317	11,530
EPS Growth (%)	-92.8	-3.4	66.1	25.2	27.9	23.8
PER (X)	27.7	14.2	12.6	10.1	7.9	6.4
멀티플 가정	보수적	중립적	긍정적	비고		
Target EPS (원)	7,282	7,282	7,282	2020년 예상 EPS		
Target PER (X)	14.4	18.5	20.5	Peer인 Purple의 멀티플 30%, 10%, 0% 할인		
목표주가 (원)	105,000	130,000	150,000			
현재주가 (원, 3/13)	71,400	71,400	71,400			
Upside (%)	47.1	82.1	110.1			

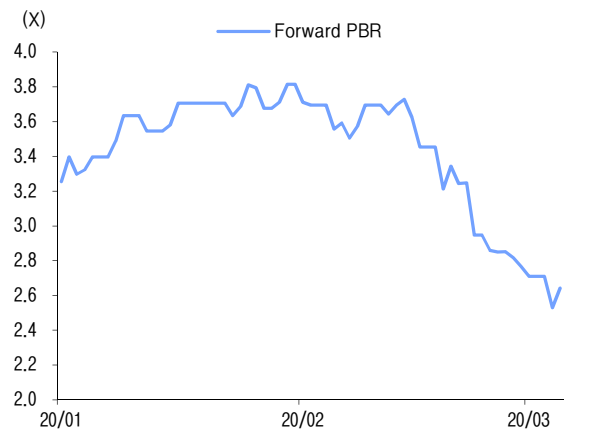
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 지누스 12M Forward PER Band Chart



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 지누스 12M Forward PBR Band Chart



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 미국 Mattress Peers Comparison

		Purple	Sleep Number	Tempur	Zinus	Average
현재주가 (달러)		10	42	68	63	
시가총액 (백만달러)		553	1,164	3,638	898	
절대수익률 (%)	1M	-24.8	-22.6	-26.9	-27.8	-25.5
	3M	31.0	-14.5	-21.2	-9.5	-3.5
	6M	12.0	-4.1	-14.0	n/a	-2.1
	1Y	78.9	-11.0	18.0	n/a	28.7
상대수익률 (%)	1M	-11.4	-9.1	-13.4	-13.6	-11.9
	3M	34.6	-11.0	-17.6	-0.1	1.5
	6M	9.9	-6.3	-16.2	n/a	-4.2
	1Y	68.5	-21.4	7.6	n/a	18.3
PER (X)	2018A	n/a	16.5	13.8	n/a	15.1
	2019A	30.3	18.3	21.7	18.2	22.1
	2020C	20.5	13.5	12.1	10.0	14.0
PBR (X)	2018A	n/a	14.0	10.5	n/a	12.3
	2019A	n/a	n/a	13.0	6.2	9.6
	2020C	n/a	n/a	8.4	2.5	5.5
EV/EBITDA (X)	2018A	n/a	7.7	11.2	n/a	9.5
	2019A	22.9	7.6	12.8	n/a	14.4
	2020C	11.3	7.1	8.1	7.6	8.5
ROE (%)	2018A	n/a	n/a	61.4	n/a	61.4
	2019A	n/a	n/a	66.0	n/a	66.0
	2020C	14.1	-50.9	70.9	29.7	15.9
매출액성장률 (%)	2018A	45.2	6.0	0.1	6.1	14.3
	2019A	49.9	10.9	14.9	24.1	24.9
	2020C	28.7	8.8	17.4	21.1	19.0
영업이익성장률 (%)	2018A	적지	0.6	-13.3	-37.4	-16.7
	2019A	흑전	21.3	35.3	84.7	47.1
	2020C	121.7	9.6	41.5	34.3	51.8
순이익성장률 (%)	2018A	적지	6.9	-33.6	-0.7	-9.1
	2019A	적지	17.7	88.6	56.8	54.4
	2020C	흑전	6.0	57.3	43.2	35.5
영업이익률 (%)	2018A	-5.9	6.0	9.5	8.5	4.5
	2019A	3.8	6.6	11.2	12.7	8.6
	2020C	6.5	6.6	13.4	14.1	10.2
순이익률 (%)	2018A	-1.5	4.5	3.7	7.0	3.4
	2019A	-0.9	4.8	6.1	8.9	4.7
	2020C	4.9	4.7	8.2	10.5	7.1

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

지누스의 2020년 매출액은 전년대비 18.8% 증가한 9,704억원, 영업이익은 16.7% 증가한 1,212억원으로 추정한다. 상반기 코로나19 영향에 따른 중국 공장 원자재 수급으로 인한 가동률 둔화를 고려하면 연간 상저하고의 실적이 불가피하다. 연간 매출이 1조원을 넘어가는 시점은 올해가 아닌 내년을 바라보는 것이 합리적일 것이다. 그러나 대부분의 매출이 온라인에서 발생하고, 매트리스 뿐만 아니라 침실 가구 및 기타 가구 부문에서 공격적인 성장이 지속될 것으로 기대되기 때문에, 실적 상승 추세는 향후에도 지속될 전망이다.

또한, 현 추정치에는 기존의 미국 시장의 매트리스 성장률과 지누스의 점유율만 고려되어 있으나 향후 미국 외 지역 (캐나다, 유럽, 호주, 일본 등)의 매출이 본격적으로 성장하게 될 경우 엄청난 실적 상승 포텐셜이 존재한다.

표10 지누스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	817	970	1,174	156	182	229	250	209	216	263	282
Mattress	457	499	548	93	96	132	136	101	106	143	148
Bedroom Furniture	333	435	583	58	81	89	106	99	101	111	124
Other Furniture 및 기타	27	36	43	6	6	8	8	9	9	9	10
Sales Growth (YoY %)	*31.4*	*18.8*	*21.0*	*49.0*	*25.9*	*11.7*	*49.2*	*33.5*	*18.7*	*15.1*	*13.0*
Mattress	*94.2*	*49.7*	*25.9*					*9.0*	*11.2*	*8.0*	*9.3*
Bedroom Furniture	*764.2*	*1,492.9*	*1,513.9*					*71.1*	*24.8*	*25.5*	*17.4*
Other Furniture 및 기타	*-310.2*	*16.0*	*127.8*					*52.5*	*57.9*	*16.6*	*15.5*
Sales Growth (QoQ %)				*-6.7*	*16.7*	*25.5*	*9.3*	*-16.6*	*3.8*	*21.6*	*7.3*
Mattress					*3.0*	*38.2*	*2.6*	*-25.4*	*5.1*	*34.1*	*3.9*
Bedroom Furniture					*40.3*	*9.4*	*19.6*	*-6.9*	*2.4*	*10.0*	*11.9*
Other Furniture 및 기타					*0.1*	*40.3*	*4.7*	*3.7*	*3.7*	*3.7*	*3.7*
매출총이익	260	302	371	54	57	74	74	62	65	83	91
매출총이익률 (%)	31.8	31.1	31.6	34.7	31.4	32.4	29.8	30.0	30.0	31.7	32.3
영업이익	104	121	154	22	20	32	30	23	25	35	39
영업이익률 (%)	12.7	12.5	13.1	14.3	10.9	14.0	11.8	11.0	11.5	13.2	13.7
(YoY %)	*95.7*	*16.7*	*26.8*	*306.4*	*125.5*	*7.4*	*231.1*	*2.6*	*25.4*	*8.5*	*30.4*
(QoQ %)				*150.2*	*-11.0*	*61.0*	*-7.7*	*-22.5*	*8.8*	*39.3*	*11.0*
순이익	72	91	116	15	17	25	15	17	19	27	28
순이익률 (%)	8.9	9.3	9.9	9.9	9.4	10.8	6.1	8.3	8.8	10.2	9.8
(YoY %)	*66.1*	*25.2*	*27.9*	*508.7*	*33.5*	*6.4*	*202.6*	*12.5*	*10.3*	*8.7*	*81.8*
(QoQ %)				*208.2*	*11.5*	*43.4*	*-38.6*	*14.6*	*9.3*	*41.4*	*2.7*

자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

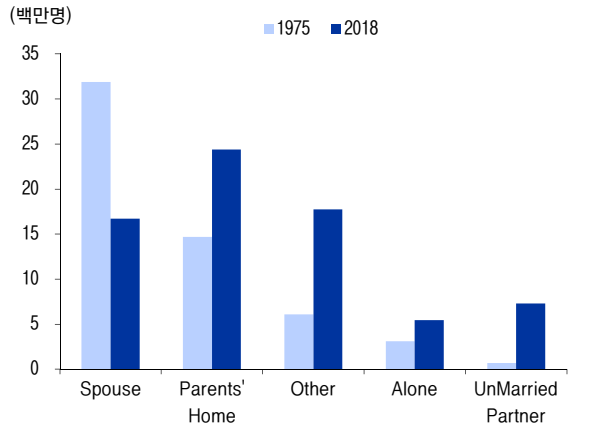
II. 투자 포인트

1) 가성비를 중시하는 미국 밀레니얼 세대

미국의 밀레니얼 세대(Millennials)는 미국에서 등장한 개념으로 1980~2000년대에 출생해 현재 10대 후반에서 30대 후반의 연령인 세대를 주로 일컫는다. 전후 경제적 번영을 이끌었던 베이비붐 세대와 물질적 풍요가 가득했던 X세대를 지나 현 시대를 이끄는 중심축으로서 밀레니얼 세대는 부모세대와 상당히 다른 가치관과 문화코드를 형성한다. 이들은 경제적 측면에서 이들은 부모세대인 베이비붐 세대에 비해 가난한 세대이지만, 가치와 경험 중심의 합리적 소비를 하는 세대로 특징된다.

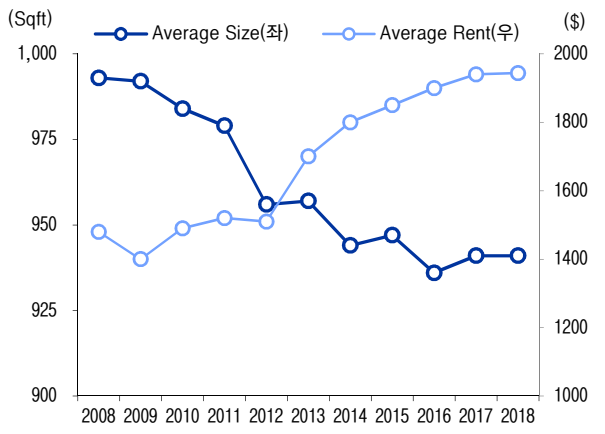
미 통계청에 따르면 과거보다 주머니가 가벼워진 밀레니얼 세대는 비싸진 렌트료로 인해 부모님으로부터 독립을 많이 하지 못하고 있다고 한다. 이는 최근 미국 리츠 중 주거용 리츠의 수익률이 다른 자산군별 대비 아웃퍼폼 하고 있는 것과 맥락이 일치한다. 렌트하우스의 면적은 점점 좁아지고, 가격은 올라가고 있다.

그림41 독립하지 못하는 젊은 세대의 비중 증가



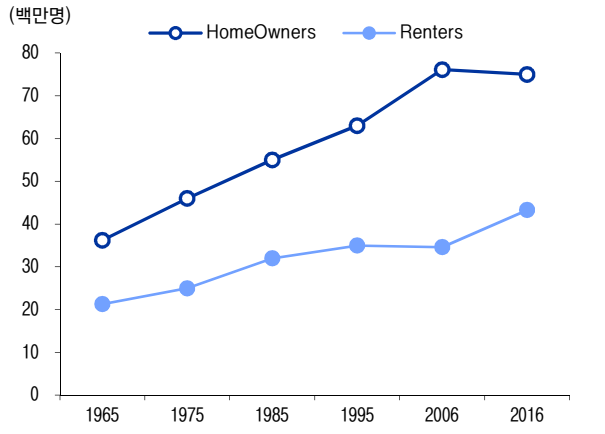
자료: 미 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 좁아지고, 비싸지는 렌트 하우스



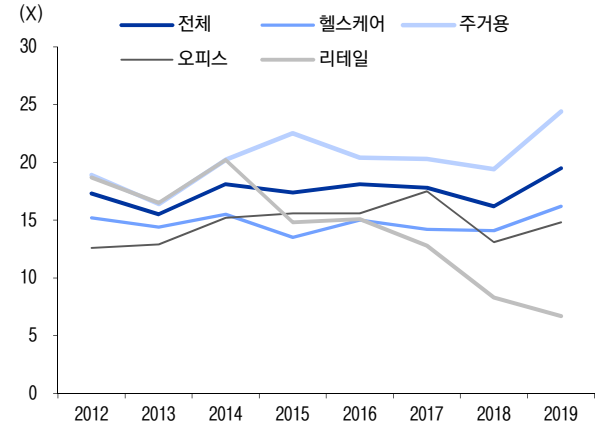
자료: Yardi Matrix, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 가파르게 성장하는 미국 렌트 하우스 세입자



자료: Pew Research Center, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 미국 리츠 자산군별 수익률: 주거용이 아웃퍼폼

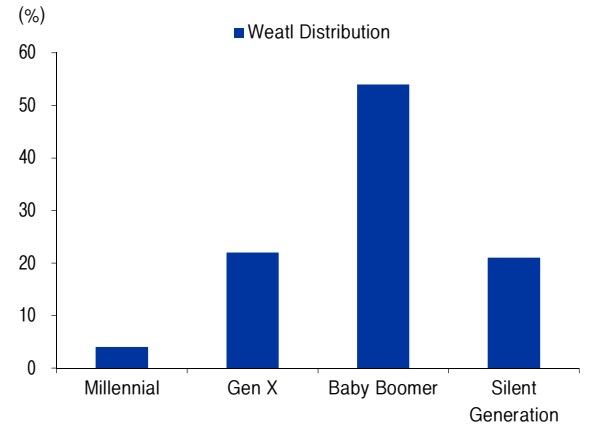


자료: Nareit, 이베스트투자증권 리서치센터

렌트료의 절대 상승도 문제지만, 실제 미국 세대별 부의 편중을 보더라도 그 어느 세대보다 밀레니얼은 적은 부를 가지고 있는 것이 통계적으로 확인된다. 학자금 대출과 신용카드 사용의 증가세가 지속됨에도 불구하고, 주택담보대출이 2010년부터 감소하는 추세인 것은 밀레니얼 세대의 자가 보유 비율 감소 때문이다.

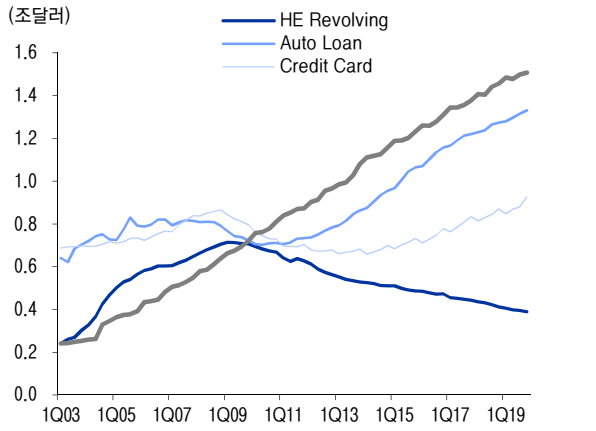
궁극적으로 밀레니얼 세대는 좁고, 저렴한 렌트하우스로 내몰리고 있는 실정인데 우리나라와는 다르게 미국의 렌트 하우스는 침대까지 포함한 풀옵션을 기본으로 하다보니 밀레니얼의 매트리스 교체 주기가 베이비 부머의 절반 수준으로 집계된다. 베이비 부머와 시니어 세대가 매트리스를 8~10년 가까이 사용하는데 반해, 밀레니얼은 6년을 채 쓰지 않는 것으로 집계된다. 싼 매트리스를 사서 사용하고, 빨리 버리는 것이다. 이러한 주거 트렌드를 반영하여 과거 오프라인 매장을 필두로 판매될 수밖에 없던 벌크한 매트리스는 이제 박스 안에 돌돌 말아져 사이즈를 줄인 후, 매장 임차료, 트럭 유통 가격을 절감한 Mattress-in-a-box 형태로 택배 배달되고 있다.

그림45 미국 세대별 부의 편중 비교



자료: Packaged Facts, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 학자금 대출은 증가하나, 주택담보대출은 감소

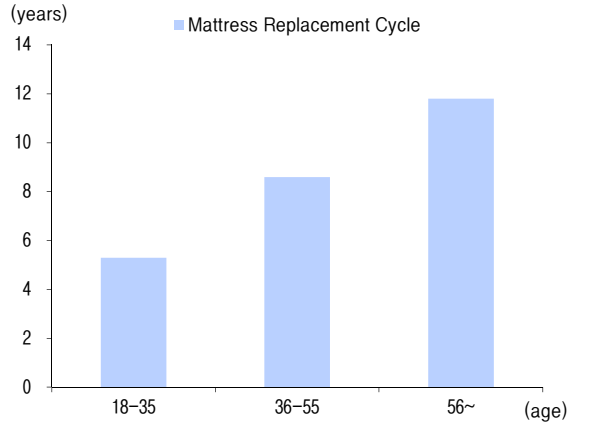


자료: New York Fed, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 가성비가 좋은 Mattress-in-a-box 제품

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 밀레니얼 매트리스 교체 주기, 베이비부머의 절반 수준



자료: BedTimes, 이베스트투자증권 리서치센터

실제 미국의 침대 Peer 업체들의 퀸사이즈 기준 특징과 가격을 정리하면 [표11]과 같다. 가격으로 보면 비교적 Tuft&Needle이 저렴한 편이지만, 지누스만큼 높은 가성비를 보여주는 제품은 없다. 물론 경쟁 업체인 Casper의 경우 다른 사이즈에서 더 저렴한 가격의 매트리스를 온라인으로 판매하고 있지만, 제조 시설 없이 외주 가공에 따른 유통업만 영위하다 보니 파격적인 비용 절감이 불가능하다. 그러나 지누스의 경우 중국, 인도네시아에 대규모 자체 생산 시설을 보유하고 있고, 미국에만 동/서부 2개의 물류창고를 보유하고 있어 원가와 기술 경쟁력이 높을 수밖에 없다. 지누스는 미국에 자체 오프라인 매장조차 없기 때문에, 임차료 및 매장 직원 고용에 따른 판관비가 발생하지 않아 더욱 저가의 매트리스 제공이 가능하다.

표11 퀸사이즈 기준 지누스 Peer 업체 매트리스 가격 구성 비교

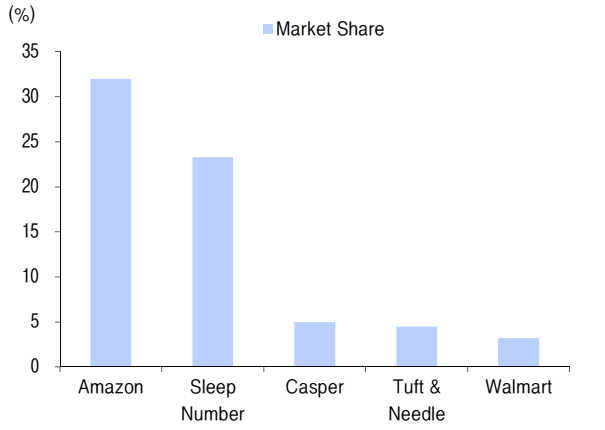
브랜드명	특징	가격 (Queen 기준)
Casper	- 두께, 기능에 따라 3가지 종류(The Essential, The Casper, The Wave) - 침실제품 29가지, 자사 온라인 채널로 고객 유입을 위한 매스 마케팅 - 제조 시설 없이 외주 가공에 따른 유통업만을 영위, 공격적인 마케팅비용 지출 - 미국 대형 유통기업 Target 매장에서도 판매중	US$950
Leesa	- 기본제품 Leesa와 포켓스프링이 들어간 2배 비싼 럭셔리 제품 sapira - 100일 체험 후 무상 반품 가능 - 제품 10개 판매분마다 1개씩 자선단체에 기부	US$940
Tuft&Needle	- 본사가 위치한 애리조나 주와 워싱톤주 시애틀 등 3곳에서 오프라인 매장 운영 - 100일 체험 후 무상 반품 가능 - 10년 품질 보증 - 미국 32개 생산시설 보유, 전통적인 오프라인 판매 집중	US$575
Purple	- 단일 매트리스 제품 - 100일 체험 후 무상 반품 가능 - 10년 품질 보증	US$999
Loom&Leaf	- 강도(Firmness)에 따라 2종류(Relaxed Firm, Firm) - 120일 체험 후 무상 반품 가능 - 15년 품질 보증	US$1,099
Zinus	- 총 136종류의 매트리스 포함, 침실가구 전체 358품목 보유 - 미국내 2개의 물류창고 보유, 주로 아마존을 통한 온라인 판매 집중 - 중국, 인도네시아 대규모 자체 생산 설비 운영중 - 미국 월마트와 협업, 4천여개의 오프라인 매장에 제품 납품 예정	US$353

자료: Amazon, KOTRA, Zinus, 이베스트투자증권 리서치센터

2) 아마존 M/S 1위, 온라인 매트리스 시장 독점적 지위 지속

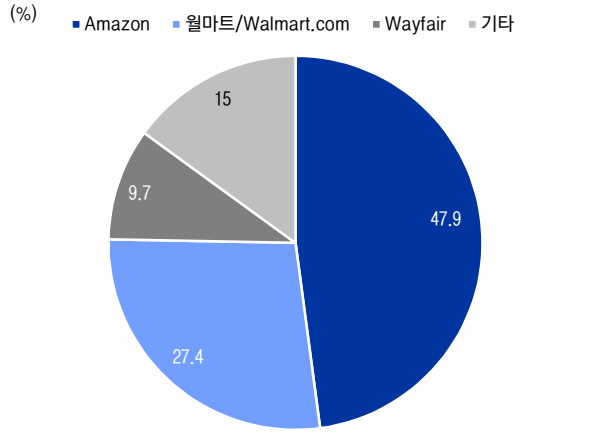
이러한 트렌드를 반영하여 미국 온라인 매트리스 시장은 가파른 속도로 성장하고 있고, 온라인 판매 채널에서 아마존의 점유율은 1위, 지누스는 아마존의 침실 가구 카테고리에서 M/S 1위이다. 제품 경쟁력을 바탕으로 아마존에서 킬러 아이템을 판매하고 있는 것만으로도 현재 주가 레벨인 PER 10X는 전혀 설명력이 없다. 향후 아마존이 진출한 다른 국가 (일본, 유럽 등)에서도 매트리스 판매가 시작된다면, 지누스의 성장성은 무궁무진하다고 할 수 있겠다.

그림49 아마존, 온라인 매트리스 판매 점유율 1 위



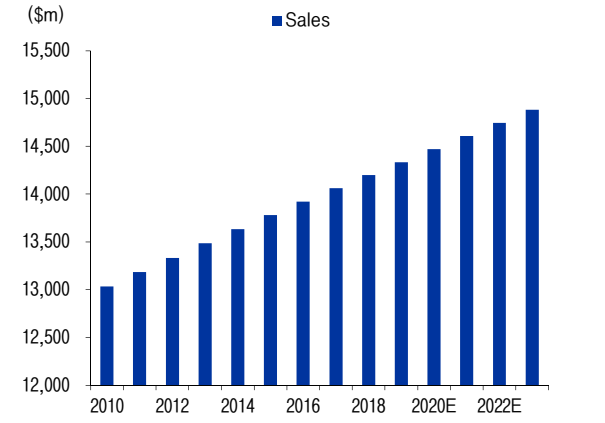
자료: Statistica, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 지누스 판매 채널별 비중



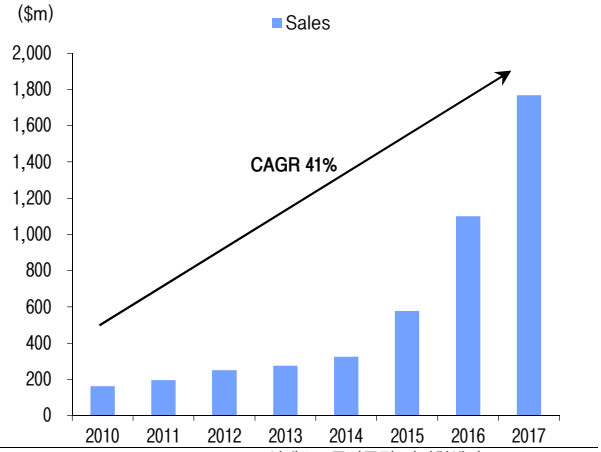
자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 아마존, 온라인 매트리스 판매 점유율 1 위



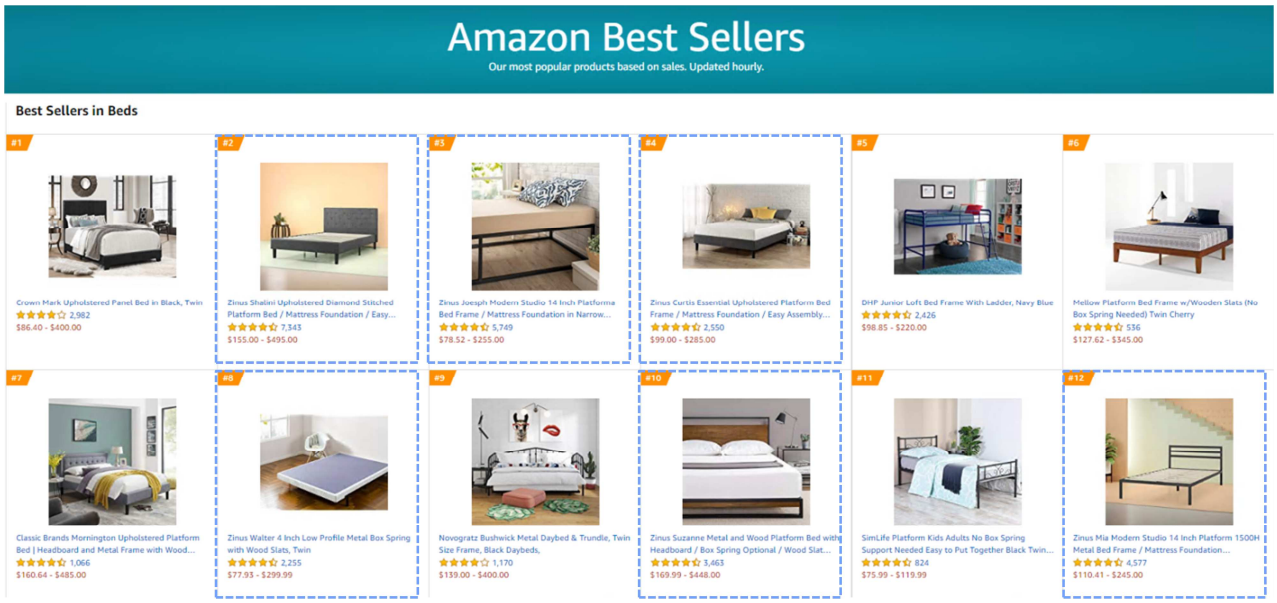
자료: Statistica, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 가파르게 성장하는 미국 온라인 매트리스 시장 41%



자료: Internet Retailer, Sales Rounded, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 아마존 베스트 셀러: 침실 가구 Top 12 중 지누스 제품만 6 개



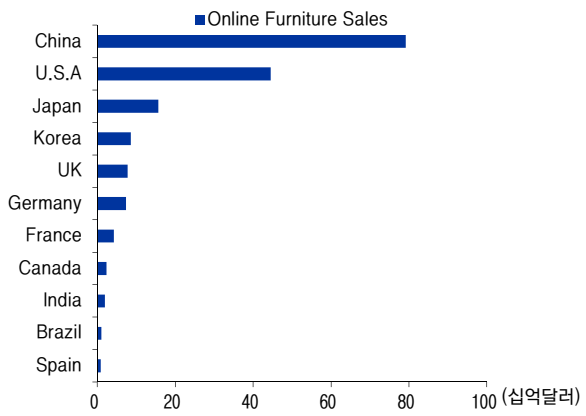
자료: Amazon, 이베스트투자증권 리서치센터

3) 미국 외 시장 및 기타 가구 카테고리의 성장성

글로벌 온라인 가구 시장은 그 확장성이 무궁무진하다. 우리 나라의 대표 인테리어/가구 업체인 한샘 역시 한샘몰을 통해 온라인 가구 판매를 활발히 하고 있는 것처럼, 글로벌 시장에서 벌크한 가구를 온라인으로 주문하는 시대는 이미 도래했다. 이에 따라 지누스의 매출 국가 역시 미국 외 지역으로 얼마든지 확대될 수 있다는 판단이다.

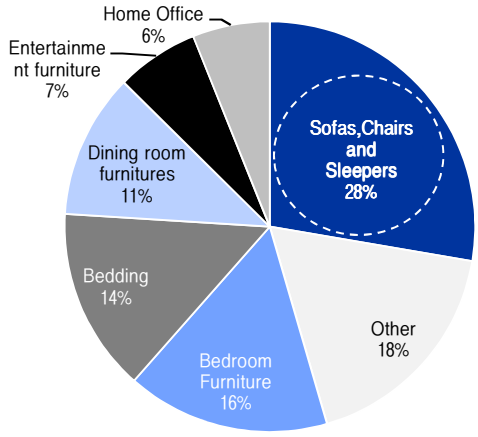
기존 매출이 발생하는 미국 기준으로의 확장성을 살펴본다면 바로 거실 가구라고 할 수 있겠다. 거실 가구 (쇼파, 의자 등)는 미국의 침실 가구에 이어 비등한 규모를 차지하는 시장으로, 미국 전체 가구 품목의 약 28% 가량을 차지하고 있다. 지누스는 거실 가구 분야에 침실 가구와 마찬가지로 조립의 편리성, 가격의 합리성을 내세워 점차 매출 저변을 확대시켜 나가고 있다. 아직 매출의 절대 규모는 적지만, 매트리스와 같이 침투에 성공하여 온라인 쇼파 시장을 선제적으로 개척한다면, 장기적인 성장 업사이드는 폭발적으로 열려있다는 판단이다.

그림54 확장의 여지가 높은 글로벌 온라인 가구 시장



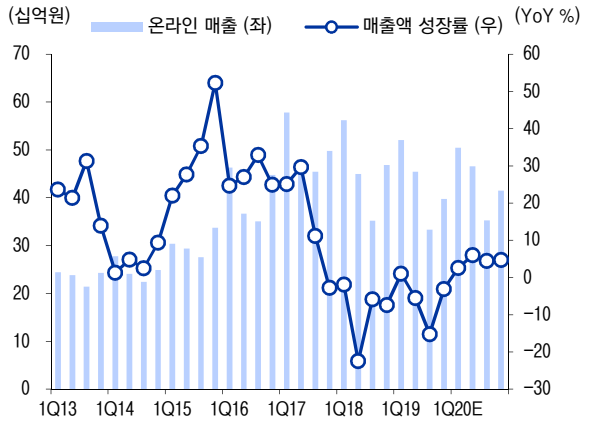
자료: Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 미국 가정용 가구 시장 품목별 판매 비율



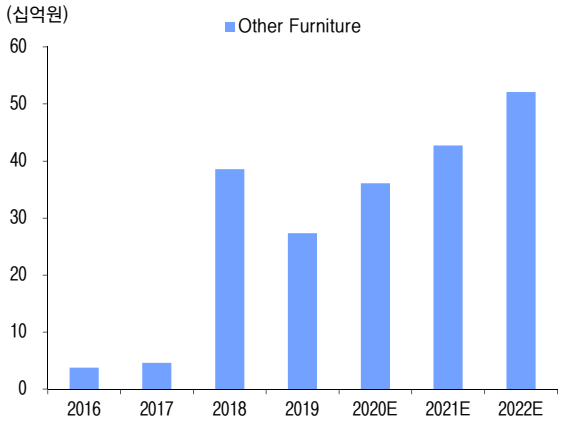
자료: IBIS World 2018, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 한샘 온라인 매출 (한샘몰) 추이



자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터

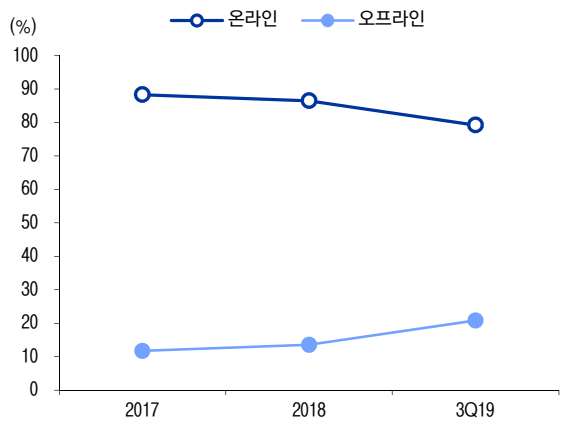
그림57 지누스 기타 가구 (소파 등) 매출 추이 및 전망



자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

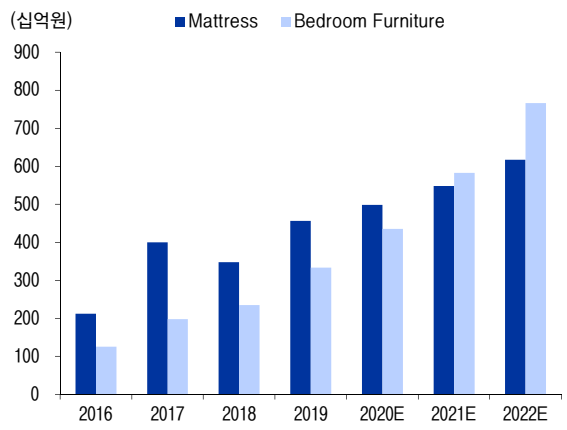
Appendix) 지누스 기업 개요

그림58 지누스 온라인, 오프라인 매출 비중 추이



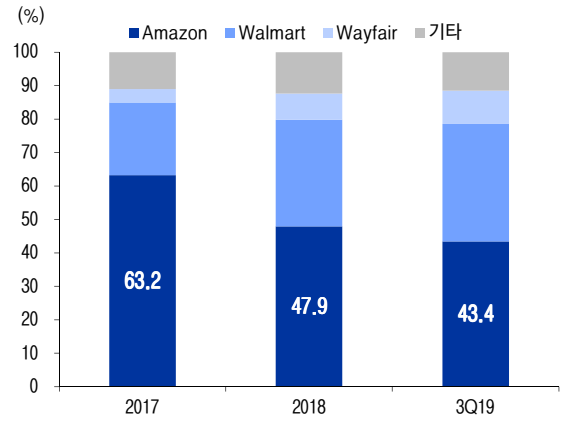
자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 지누스 매트리스, 침실가구 매출 추이 및 전망



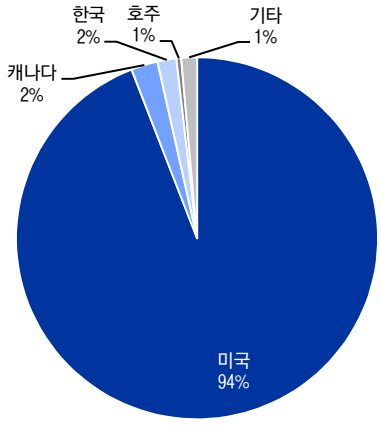
자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 지누스 주요 거래처별 매출 비중



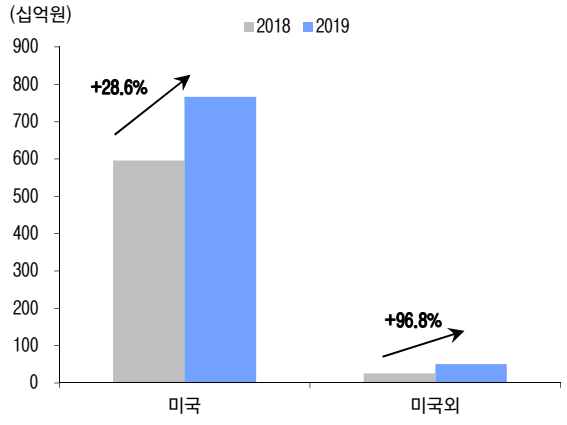
자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 지누스 지역별 매출액 비중



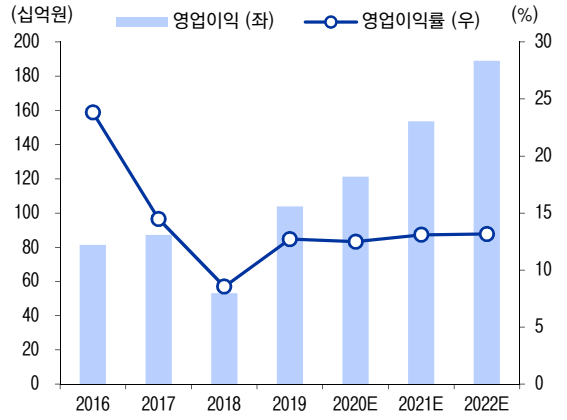
자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 지누스 미국 및 미국외 지역 매출액 성장성



자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 지누스 영업이익률 추이 및 전망



자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

지누스 (013890)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	262	364	542	630	798
현금 및 현금성자산	52	70	167	218	295
매출채권 및 기타채권	124	132	170	204	246
재고자산	66	109	143	170	205
기타유동자산	20	53	62	38	52
비유동자산	79	150	161	204	193
관계기업투자등	12	12	-1	0	-38
유형자산	56	93	134	168	199
무형자산	11	45	28	36	32
자산총계	**340**	**515**	**703**	**834**	**991**
유동부채	180	257	286	325	366
매입채무 및 기타재무	101	122	151	181	218
단기금융부채	65	112	110	117	119
기타유동부채	15	23	25	27	29
비유동부채	29	82	161	162	162
장기금융부채	15	67	10	10	10
기타비유동부채	14	15	151	152	152
부채총계	**209**	**339**	**447**	**487**	**528**
지배주주지분	132	176	256	347	463
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	1	1	1	1	1
이익잉여금	136	179	251	342	458
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**132**	**176**	**256**	**347**	**463**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**603**	**622**	**817**	**970**	**1,174**
매출원가	424	445	557	669	802
매출총이익	**179**	**176**	**260**	**302**	**371**
판매비 및 관리비	92	123	156	181	218
영업이익	**81**	**87**	**104**	**121**	**154**
(EBITDA)	88	55	106	124	157
금융손익	-6	-6	-8	-9	-9
이자비용	6	6	9	9	10
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-16	11	-3	4	4
세전계속사업이익	**66**	**58**	**92**	**116**	**149**
계속사업법인세비용	21	15	20	26	33
계속사업이익	45	44	72	91	116
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**45**	**44**	**72**	**91**	**116**
지배주주	45	44	72	91	116
총포괄이익	**36**	**42**	**74**	**92**	**118**
매출총이익률 (%)	29.7	28.4	31.8	31.1	31.6
영업이익률 (%)	13.5	14.0	12.7	12.5	13.1
EBITDA 마진률 (%)	14.6	8.9	13.0	12.8	13.3
당기순이익률 (%)	7.5	7.0	8.9	9.3	9.9
ROA (%)	15.4	10.2	11.9	11.8	12.7
ROE (%)	40.1	28.3	33.5	30.1	28.7
ROIC (%)	42.9	13.1	24.1	24.3	27.7

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**29**	**27**	**28**	**64**	**82**
당기순이익(손실)	45	44	72	91	116
비현금수익비용가감	6	6	-1	3	7
유형자산감가상각비	4	6	7	11	14
무형자산상각비	0	1	1	1	1
기타현금수익비용	2	-1	-9	-9	-9
영업활동 자산부채변동	-21	-23	-44	-30	-41
매출채권 감소(증가)	-33	-8	-39	-34	-42
재고자산 감소(증가)	-7	-36	-34	-27	-36
매입채무 증가(감소)	25	19	29	30	36
기타자산, 부채변동	-6	2	0	0	0
투자활동 현금	**-39**	**-104**	**4**	**-21**	**-8**
유형자산처분(취득)	27	42	-2	7	2
무형자산 감소(증가)	0	0	17	-8	4
투자자산 감소(증가)	-31	-48	-48	-48	-48
기타투자활동	-35	-98	37	28	33
재무활동 현금	**27**	**94**	**64**	**8**	**3**
차입금의 증가(감소)	27	94	64	8	3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**12**	**18**	**97**	**51**	**77**
기초현금	41	52	70	167	218
기말현금	52	70	167	218	295

자료: 지누스, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2017	2018	2019	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	27.7	14.2	12.3	9.8	7.7
P/B	9.5	3.5	3.5	2.6	1.9
EV/EBITDA	0.0	1.3	9.3	7.6	5.6
P/CF	n/a	n/a	n/a	9.5	7.2
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	76.5	3.2	31.4	18.8	21.0
영업이익	0.0	7.2	19.1	16.7	26.8
세전이익	-21.7	-11.5	58.9	25.7	27.9
당기순이익	-27.9	-3.4	66.1	25.2	27.9
EPS	n/a	-3.4	66.1	25.2	27.9
안정성 (%)					
부채비율	158.8	192.1	174.5	140.4	114.2
유동비율	145.3	142.0	189.6	193.6	217.8
순차입금/자기자본(x)	-2.2	40.3	-8.1	-19.2	-30.0
영업이익/금융비용(x)	13.2	14.7	11.6	13.1	16.1
총차입금 (십억원)	50	142	147	152	157
순차입금 (십억원)	-3	71	-21	-67	-139
주당지표(원)					
EPS	3,627	3,503	5,818	7,282	9,317
BPS	10,566	14,158	20,575	27,859	37,177
CFPS	4,080	3,976	5,725	7,528	9,867
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

아이에스동서 (010780)

2020. 3. 16 | 건설/건자재

파워풀한 디벨로퍼, 두 방의 펀치 준비 완료

Analyst 김세련
02. 3779-8634
sally.kim@ebestsec.co.kr

Buy (Initiate)

목표주가 33,000 원
현재주가 22,300 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

고양 덕은 지식산업센터, 경북 경산시 중산 지구로 과거의 영광을!

아이에스동서는 과거 부산 용호동 W 주상복합 부지를 성공적으로 공급하며 해당 프로젝트에서만 1.5조원의 매출, 4천억원의 순이익을 만들었다. 용호동 W가 2018년 상반기 준공되면서 신규 수주 부진에 따른 매출 공백으로 지난해 주가가 다소 휴지기에 접어들었으나, 아이에스동서는 제2, 제3의 용호동 W라고 할 수 있는 대형 개발사업인 1) 고양 덕은 지식산업센터, 2) 경북 경산시 중산지구로 다시 한 번 재도약을 노리고 있다. 고양 덕은지구 8개 필지 중 1개의 주상복합 용지는 공급이 시작됐고, 나머지 7개 필지 는 지식산업센터로 공급될 예정이다. 프로젝트 보수적 매출액은 1.5조원 수준이며, 토지 투자비가 3천억원 수준으로 저렴하기 때문에 고마진 창출이 기대된다. 대구광역시에 접해있는 경북 경산시 중산지구 역시 4천억원의 투자비를 통해 보수적으로 2.5조원의 매출 창출이 예상된다. 두 사이트의 보수적 기준 합산 매출액은 4조원, 순이익 8천억원 이상으로 추정하고 있으며, 이는 2020년 예상 순이익의 8X 수준이다. 과거 부산 용호동 W로 인해 EPS가 2013년 1,000원에서 사업이 종료된 2018년 8,000원으로 8X 가량 상승했던 점을 기억한다면, 서서히 주가는 과거의 영광을 찾아 리레이팅 될 것으로 기대한다. 두 사이트 모두 공급 시기는 미정이다.

폐기물 처리 업체인 인선이엔티, 안정적 성장 기대

아이에스동서가 사모펀드 지분을 매입하여 연결회사로 편입된 인선이엔티의 재평가가 기대된다. 최근 폐기물 관련 기업들이 폐기물 처리 단가 상승과 꾸준한 성장성, 독과점적 시장 지위로 인해 주목받고 있다. 인선이엔티는 건설폐기물 처리 업체로 안정적인 실적 성장이 이어지고 있으며, 최근 주가 하락에 따라 지난해 평균 PER 대비 30.4% 할인된 6.6X 수준까지 떨어졌다. 인선이엔티의 2020년 예상 순이익이 200억원 수준임을 고려하면, 주가 재평가시 아이에스동서의 시가총액에 800억원 정도의 Add-up 효과가 생기는 셈이다.

투자의견 BUY와 목표주가 33,000원으로 커버리지 개시

아이에스동서의 2개년도 평균 BPS에 2016~2017년 실적 성장기 당시 PBR 1.26X에서 35% 할인한 목표배수 0.82X를 적용하여 투자의견 BUY와 목표주가 33,000원을 제시한다. 장기적인 실적 Jump-up을 고려한다면 지금 사지 않을 이유가 없다.

Stock Data

KOSPI (3/13)		1,771.44 pt
시가총액		6,889 억원
발행주식수		30,893 천주
52 주 최고가 / 최저가		39,100 / 22,300 원
90 일 일평균거래대금		19.15 억원
외국인 지분율		6.7%
배당수익률(20.12E)		5.4%
BPS(20.12E)		38,141 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-4.9%
	6 개월	-14.9%
	12 개월	-14.6%
주주구성	아이에스지주(외 6 인)	54.7%
	권혁운(외 1 인)	7.9%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	1,833	305	275	195	6,331	-14.2	391	5.5	4.3	1.0	19.8
2018	1,716	325	338	244	7,954	25.6	457	3.9	3.3	0.9	22.9
2019	964	66	65	74	1,640	-79.4	138	13.6	9.9	0.6	6.9
2020E	1,494	171	170	127	4,092	149.6	244	5.4	5.6	0.6	11.3
2021E	1,728	214	209	156	5,036	23.0	289	4.4	4.7	0.5	12.6

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Valuation 및 실적 추정

아이에스동서에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 33,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 최근 시장 낙폭 과대에 따라 보수적인 멀티플을 설정한 수준으로, 목표 BPS는 2020~2021E 평균, 목표 배수는 과거 실적 성장기 당시 PBR에서 35% 할인한 0.82X를 적용했다.

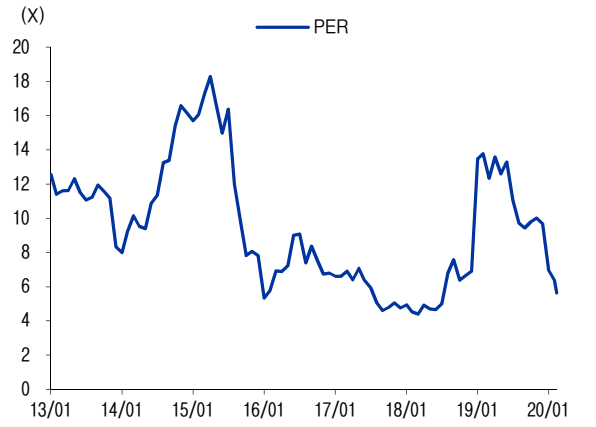
아이에스동서의 역사적 PER, PBR 추이를 살펴보면 2014년 당시 대형 현장인 부산 용호동 W가 분양을 시작하면서 사업 가시화가 나타난 이후로 PER은 18X, PBR은 3.5X까지 치솟는 모습을 보였다. EPS가 2013년 1,000원에서 사업이 종료된 2018년 8,000원으로 8배 가량 상승했기 때문에, 이러한 기대감을 분양 초기에 폭발적으로 반영한 모습이다. 제 2의 용호동 W가 될 고양 덕은, 경산 중산 지구 두 사이트의 보수적 기준 합산 매출액은 4조원, 순이익 8천억원 이상으로 추정하고 있으며, 이는 2020년 예상 순이익의 8배 수준이다. 사업 시작 시기는 미정이기 때문에 추정치에 반영하지는 않았지만, 만약 내년과 후내년에 걸쳐 두 사이트 모두 공급될 가능성이 있다면 지금부터 서서히 주가는 움직일 것으로 기대된다. 가까운 미래의 주가 상승 펀치는 보유하고 있고, 현재 주가는 낙폭 과대 구간이니 중기적인 베팅을 해본다면 지금 사지 않을 이유가 전혀 없다.

표12 아이에스동서 목표주가 산정

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
BPS (원)	20,488	29,294	34,537	34,602	34,843	38,141	42,355
BPS Growth (%)	적전	흑전	17.9	0.2	0.7	9.5	11.0
PBR (X)	2.2	1.5	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6
ROE (%)	20.6	29.3	19.8	22.9	6.9	11.3	12.6
Target BPS (원)	40,248	2020~2021E 평균 BPS					
Target PBR (X)	0.8	2016~2017년 평균 밸류에이션 1.26X에서 35% 할인					
목표주가 (원)	33,000						
현재주가 (원, 03/13)	22,300						
Upside (%)	48.0						

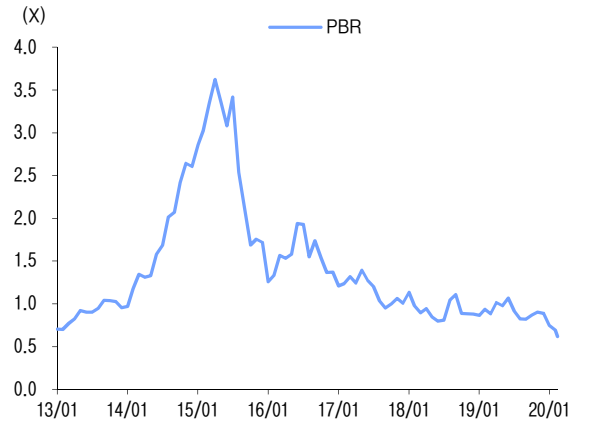
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 아이에스동서 Historical PER 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 아이에스동서 Historical PBR 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

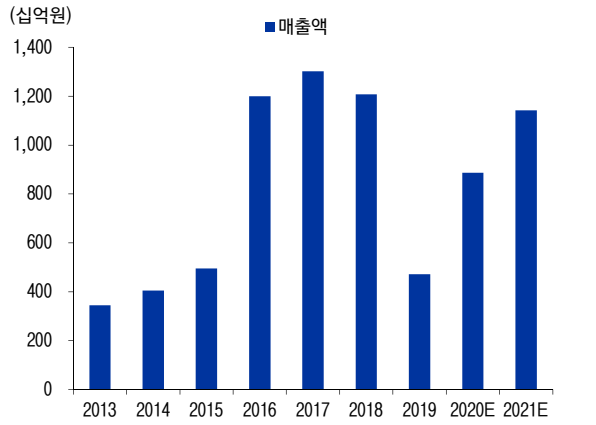
아이에스동서의 연간 매출이 1조원 수준인 현 시점에서 대형 현장 2개 합산이 보수적으로 4조원이기 때문에, 실적 추정치에는 기 확보된 파이프라인만 반영했다. 기 확보된 파이프 라인 역시 대전, 부산, 대구 광역시 위주로 공급이 많기 때문에 안정적인 수익 창출이 가능할 전망이며, 대형 현장을 제외하고 보더라도 올해부터 다시금 강한 실적 턴어라운드가 나타나는 점은 상당히 고무적이다. 분기별 실적 추정은 해당 현장에서 발생할 연 매출을 단순 기간 값으로 나눴기 때문에 다소 변동성이 있을 수 있다.

표13 아이에스동서 건설 부문 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020E	2021E	2022E
분양매출															
대구 범어 에일린의 뜰	68	68	68	68	29	7									
가산동 IS BIZ타워					26	39									
하남미사 IS BIZ타워		37	111	37											
동대구 에일린의 뜰								281	50						
안양 IS BIZ타워	15	15	15	15	20	20	20	20	85.4	85.4	85.4	85.4			
대구 대구역 오페라W	26	26	26	26	46	46	46	46	32	32	32	32			
고양덕은 에일린의 뜰											140				
합계	**109**	**146**	**220**	**146**	**121**	**112**	**66**	**348**	**167**	**117**	**257**	**117**	**622**	**648**	**658**
공사매출															
부산 봉래1구역	30	30	30	30	26.5										
부산 광안 2구역	6	6	6	6	3										
대구 범어W 지주택	10	10	10	10	32	32	32	32	62	62	62	62			
울산 중산매곡 재개발	15	15	15	15	18	18	18	18							
부산 동삼2구역				8	21	21	21	21	23	23	23	23			
의정부 금오1구역		4	4	4	11	11	11	11	18	18	18	18			
대전 용두동 2구역							2	2	11	11	11	11			
창원 대원3구역					21	21	21	21	43	43	43	43			
합계	**61**	**65**	**65**	**74**	**132**	**103**	**105**	**105**	**157**	**157**	**157**	**157**	**266**	**445**	**630**
건설 예상 매출	**170**	**212**	**286**	**220**	**254**	**216**	**171**	**453**	**324**	**275**	**415**	**275**	**888**	**1,093**	**1,288**

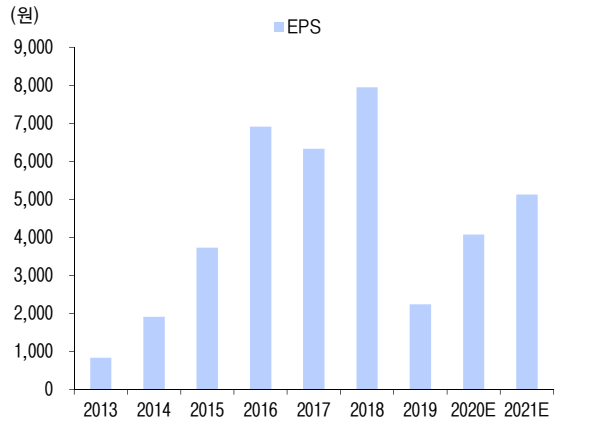
자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 현장별 예상 매출을 단순 기간값으로 나눈 것 뿐이며, 실제 매출은 공사 진행에 따라 다소 헤비테일일 가능성이 있음

그림66 아이에스동서 건설 부문 매출액 추이 및 전망



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 아이에스동서 EPS 추이 및 전망 비교



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표14 아이에스동서 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	964.1	1,494.1	1,727.9	230.4	198.2	245.6	290.0	305.0	362.1	440.7	386.4
건설	472.0	887.6	1,093.2	148.8	94.2	89.2	139.8	170.4	211.7	285.7	219.9
콘크리트	180.9	183.4	185.8	30.5	50.1	53.9	46.4	35.5	47.0	47.9	53.0
요업	190.7	194.1	198.7	44.9	49.2	48.6	48.0	45.4	49.2	49.9	49.6
렌탈* (매각)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
해운	14.8	15.2	15.4	1.7	2.3	6.3	4.5	2.3	2.8	5.8	4.2
환경**	95.4	209.8	230.8	0.0	0.0	46.3	49.1	50.4	50.4	50.4	58.7
Sales Growth (YoY %)	*-43.8*	*55.0*	*15.7*	*-10.9*	*-74.3*	*-3.2*	*-32.9*	*32.4*	*82.7*	*79.4*	*33.2*
건설	*15.7*	*1.4*	*1.3*	*3.9*	*-85.5*	*-28.7*	*-51.8*	*14.5*	*124.6*	*220.3*	*57.2*
콘크리트	*-8.1*	*1.8*	*2.3*	*0.7*	*36.2*	*53.2*	*-14.2*	*16.4*	*-6.2*	*-11.0*	*14.1*
요업				*-6.6*	*-5.0*	*-9.8*	*-10.7*	*1.0*	*0.2*	*2.8*	*3.3*
해운				*-29.4*	*-20.7*	*41.8*	*42.7*	*34.2*	*25.0*	*-7.6*	*-7.8*
환경										*8.8*	*19.7*
Sales Growth (QoQ %)				*-46.7*	*-14.0*	*23.9*	*18.1*	*5.2*	*18.7*	*21.7*	*-12.3*
건설				*-48.7*	*-36.7*	*-5.3*	*56.8*	*21.9*	*24.2*	*35.0*	*-23.0*
콘크리트				*-43.7*	*64.5*	*7.4*	*-13.8*	*-23.6*	*32.5*	*2.0*	*10.6*
요업				*-16.4*	*9.4*	*-1.2*	*-1.2*	*-5.4*	*8.5*	*1.4*	*-0.7*
해운				*-45.6*	*31.2*	*177.2*	*-27.8*	*-48.9*	*22.3*	*105.0*	*-28.1*
환경							*6.0*	*2.6*	*0.0*	*0.0*	*16.7*
영업이익	66.2	170.6	214.1	11.9	2.7	24.4	27.2	34.1	45.7	47.0	43.8
건설	48.2	117.7	150.4	17.3	1.4	11.1	18.4	21.8	32.1	35.2	28.5
콘크리트	-0.2	2.9	3.8	-2.4	1.0	1.8	-0.6	0.6	1.0	0.2	1.0
요업	-1.6	1.1	3.9	-1.9	1.5	-1.7	0.5	0.4	0.4	0.1	0.2
해운	5.0	1.5	2.1	-0.7	-0.1	3.8	2.1	0.2	0.3	0.6	0.4
환경	20.3	45.0	51.6	0.0	0.0	9.4	10.8	10.7	10.9	10.8	12.7
영업이익률 (%)	6.9	11.4	12.4	5.1	1.4	9.9	9.4	11.2	12.6	10.7	11.3
건설	*10.2*	*13.3*	*13.8*	*11.6*	*1.5*	*12.5*	*13.1*	*12.8*	*15.2*	*12.3*	*13.0*
콘크리트	*-0.1*	*1.6*	*2.0*	*-8.0*	*2.0*	*3.4*	*-1.3*	*1.7*	*2.2*	*0.5*	*2.0*
요업	*-0.8*	*0.6*	*2.0*	*-4.3*	*3.0*	*-3.4*	*1.1*	*0.9*	*0.8*	*0.2*	*0.4*
해운	*33.7*	*10.0*	*13.7*	*-41.6*	*-6.2*	*60.3*	*45.7*	*10.2*	*10.3*	*9.7*	*10.0*
환경	*21.2*	*21.5*	*22.3*	*n/a*	*n/a*	*20.3*	*22.1*	*21.2*	*21.6*	*21.4*	*21.5*
순이익	74.3	127.2	156.5	18.7	17.7	19.8	18.0	23.2	34.9	36.1	33.0

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터
주: *이누스 / **인선이엔티. 이누스 물적분할 및 매각 완료를 고려, 2분기 실적부터 차감 반영

그림68 아이에스동서 부산 용호동 W 전경

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

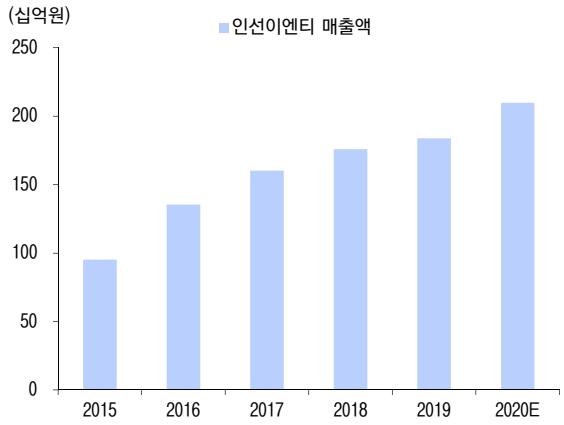
그림69 아이에스동서 고양 덕은지구

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 아이에스동서 경북 경산시 중산지구

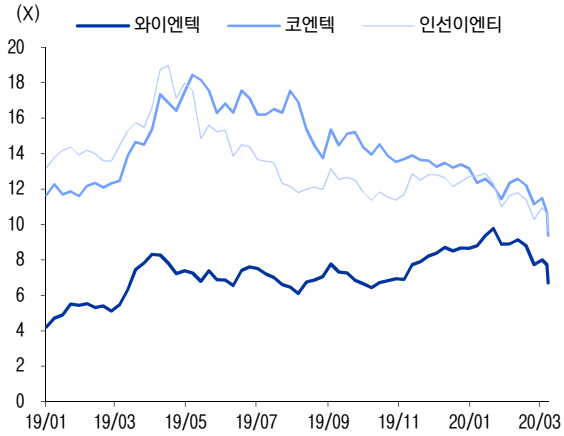
자료: 아이에스동서 ,이베스트투자증권 리서치센터

그림71 인선이앤티 매출액 추이 및 전망



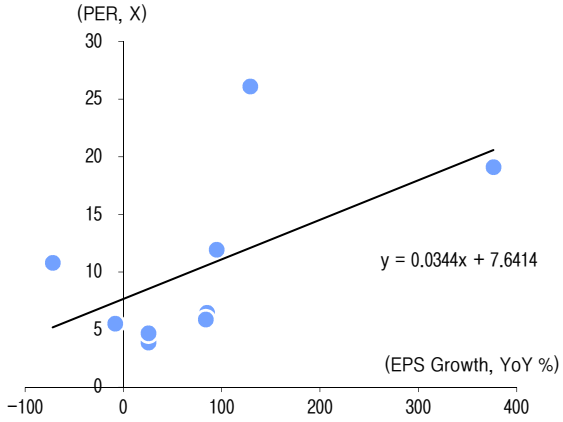
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 국내 폐기물 처리 업체 밸류에이션 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 아이에스동서 EPS Growth, PER 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

아이에스동서 (010780)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	1,537	1,271	1,097	1,214	1,200
현금 및 현금성자산	239	199	73	58	59
매출채권 및 기타채권	654	170	172	184	166
재고자산	449	640	687	737	710
기타유동자산	195	263	165	235	266
비유동자산	735	912	970	908	993
관계기업투자등	144	306	447	383	469
유형자산	579	579	497	498	498
무형자산	12	26	26	26	26
자산총계	**2,272**	**2,183**	**2,067**	**2,122**	**2,193**
유동부채	924	811	687	634	570
매입채무 및 기타재무	171	77	133	206	228
단기금융부채	662	575	397	274	189
기타유동부채	91	158	156	154	153
비유동부채	242	264	265	266	267
장기금융부채	176	190	192	194	195
기타비유동부채	66	75	74	73	71
부채총계	**1,166**	**1,075**	**952**	**900**	**837**
지배주주지분	1,065	1,067	1,074	1,176	1,306
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	397	398	398	398	398
이익잉여금	653	649	702	807	942
비지배주주지분(연결)	41	41	41	45	50
자본총계	**1,106**	**1,108**	**1,116**	**1,221**	**1,356**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**1,833**	**1,716**	**964**	**1,494**	**1,728**
매출원가	1,347	1,149	812	1,252	1,388
매출총이익	**486**	**566**	**152**	**242**	**340**
판매비 및 관리비	162	179	86	72	126
영업이익	**305**	**325**	**66**	**171**	**214**
(EBITDA)	391	457	138	244	289
금융손익	-33	-40	-34	-33	-33
이자비용	37	44	39	38	38
관계기업등 투자손익	-5	-3	13	10	5
기타영업외손익	-12	-7	20	22	22
세전계속사업이익	**275**	**338**	**65**	**170**	**209**
계속사업법인세비용	80	94	-9	42	52
계속사업이익	195	244	74	127	156
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**195**	**244**	**74**	**127**	**156**
지배주주	195	245	51	126	155
총포괄이익	**191**	**241**	**76**	**129**	**159**
매출총이익률 (%)	26.5	33.0	15.8	16.2	19.7
영업이익률 (%)	16.6	18.9	6.9	11.4	12.4
EBITDA 마진률 (%)	21.3	26.6	14.3	16.3	16.7
당기순이익률 (%)	10.6	14.2	7.7	8.5	9.1
ROA (%)	9.0	10.9	3.5	6.1	7.3
ROE (%)	19.8	22.9	6.9	11.3	12.6
ROIC (%)	13.3	16.4	3.9	6.3	7.6

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**111**	**256**	**145**	**201**	**179**
당기순이익(손실)	195	244	74	127	156
비현금수익비용가감	100	118	88	93	100
유형자산감가상각비	65	68	70	72	73
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	34	49	17	20	25
영업활동 자산부채변동	-184	-106	-17	-20	-78
매출채권 감소(증가)	-148	172	2	13	-19
재고자산 감소(증가)	107	163	47	50	-27
매입채무 증가(감소)	-18	-100	-56	-72	-22
기타자산, 부채변동	-126	-340	-10	-10	-10
투자활동 현금	**-138**	**-191**	**-68**	**-68**	**-68**
유형자산처분(취득)	-73	-317	-180	-125	-87
무형자산 감소(증가)	1	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-83	-77	-77	-77	-77
기타투자활동	18	203	189	134	96
재무활동 현금	**51**	**-106**	**-203**	**-148**	**-110**
차입금의 증가(감소)	128	-73	-182	-127	-89
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-31	-34	-22	-22	-22
기타재무활동	-77	-33	-21	-21	-21
현금의 증가	**23**	**-40**	**-126**	**-15**	**1**
기초현금	216	239	199	73	58
기말현금	239	199	73	58	59

주요 투자지표

	2017	2018	2019	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	5.5	3.9	13.6	5.4	4.4
P/B	1.0	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.3	3.3	9.9	5.6	4.7
P/CF	3.6	2.6	4.2	3.1	2.7
배당수익률 (%)	3.2	3.9	5.4	5.4	5.4
성장성 (%)					
매출액	6.3	-6.4	-43.8	55.0	15.7
영업이익	0.0	6.5	-79.6	157.5	25.5
세전이익	-4.1	22.9	-80.6	159.1	23.0
당기순이익	-8.9	25.1	-69.5	71.3	23.0
EPS	-14.2	25.6	-79.4	149.6	23.0
안정성 (%)					
부채비율	105.4	97.0	85.3	73.7	61.7
유동비율	166.4	156.8	159.7	191.3	210.5
순차입금/자기자본(x)	53.9	50.7	60.7	55.9	49.5
영업이익/금융비용(x)	8.3	7.4	1.7	4.4	5.7
총차입금 (십억원)	836	760	750	740	730
순차입금 (십억원)	597	561	677	682	671
주당지표(원)					
EPS	6,331	7,954	1,640	4,092	5,036
BPS	34,537	34,602	34,843	38,141	42,355
CFPS	9,576	11,742	5,263	7,146	8,313
DPS	1,100	1,200	1,200	1,200	1,200

자료: 아이에스동서, 이베스트투자증권 리서치센터

에스원 (012750)

2020. 3. 16 건설/건자재

Analyst 김세련
02. 3779-8634
sally.kim@ebestsec.co.kr

방어주로서의 매력 뿜뿜

Buy (Initiate)

목표주가 110,000 원
현재주가 85,700 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

성장하는 보안 시장, 독보적인 M/S 1위 업체

성장하는 시장과 시장에서의 독보적인 1위 M/S는 그 자체만으로 밸류에이션 프리미엄 요인이 된다. 국내 민간 보안 시장은 10조원 규모로 추산되며, 그 중 보안 3사가 매출을 과점하는 구조이다. 그럼에도 불구하고 에스원은 ADT캡스, KT텔레캅의 매출 비중에 비견할 수 없을 수준의 압도적 M/S 1위 업체라는 점에 주목한다. SKT가 2018년 ADT캡스를 인수했기 때문에 시장에서는 B2C 보안시장 플랫폼 사업자로서의 교두보 역할을 기대하고 있다. 에스원도 LG유플러스와 보안 상품 MOU를 맺은 바, 향후 통신사를 필두로 한 B2C 보안시장의 확대에 따라 추가 성장 모멘텀도 기다려지는 실정이다.

보안 시장보다 성장성이 높은 건물 관리

글로벌 건물 관리 업체들은 대부분 단순 시설관리, 심지어 수익관리 (PM)를 넘어서 이미 자산 관리 (AM)까지 그 영역이 고도화 되어 있다. 또한 관리하는 자산군 역시 오피스 빌딩에 국한되지 않고 물류, 의료, 리테일 등으로 영역을 확대하고 있다. 한국의 부동산 관리업은 기업화, 대형화 되지 않은 성장 가능성이 높은 산업군이며, 신생 업체보다는 기존 대기업군 안에 있는 Captive 매출을 바탕으로 한 건물 관리 업체들이 바깥 시장으로 눈을 돌리며 성장할 것으로 전망하고 있다. 에스원은 이미 과거 에버랜드로부터 양수도받은 건물 관리 사업을 영위하고 있으며, PM과 AM 영역 모두 수행하며 선두적인 건물 관리 부문의 기업화, 대형화를 주도하고 있다. 에스원의 건물 관리 분야 Captive 비중을 과거 95%에서 80%까지 낮추면서 비교적 높은 성장성, 확장성을 보여주고 있다.

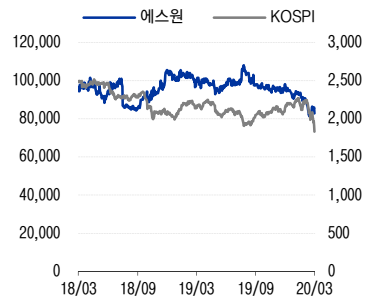
투자의견 BUY, 목표주가 110,000원 제시하며 단기 Trading BUY 추천

에스원에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 110,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표 배수는 에스원의 주주이자 일본 보안 업계의 M/S 1위 업체인 SECOM의 고성장기 당시 멀티플 25X를 적용했다. SECOM과 에스원 모두 안정적인 산업의 및 시장 M/S 1위라는 공통점이 있어, PER의 절대 레벨 자체가 시장보다 항상 프리미엄을 받는다. 점차 시장 변동이 확대되고 불안감이 증폭되는 현 주식시장에서는 에스원이 결국 시장 대비 아웃퍼폼할 수밖에 없다는 판단이다. 단기 Trading BUY 의견을 추천한다.

Stock Data

KOSPI (3/13)		1,771.44 pt
시가총액		32,565 억원
발행주식수		37,999 천주
52 주 최고가 / 최저가		108,000 / 81,300 원
90 일 일평균거래대금		59.79 억원
외국인 지분율		54.9%
배당수익률(20.12E)		2.9%
BPS(20.12E)		36,616 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	16.6%
	6 개월	1.0%
	12 개월	3.5%
주주구성	Secom(Co Ltd)	25.7%
	삼성 SDI(외 6 인)	20.6%
	자사주	11.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	1,942	206	191	143	3,772	-9.3	228	28.4	17.1	3.4	12.4
2018	2,018	203	199	103	2,710	-28.2	220	37.1	16.7	3.0	8.3
2019	2,152	197	192	147	3,859	42.4	220	22.2	13.9	2.5	11.3
2020E	2,269	214	209	159	4,180	8.3	240	20.5	12.5	2.3	11.7
2021E	2,385	228	222	169	4,444	6.3	256	19.3	11.4	2.2	11.8

자료: 에스원, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

I. 밸류에이션 및 실적 전망

에스원에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 110,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표 배수는 에스원의 주주이자 일본 보안 업계의 M/S 1위 업체인 SECOM의 고성장기 당시 멀티플 수준을 적용했다. 일본 SECOM의 경우 B2C, 가정용 보안 시장이 폭발적으로 성장하기 시작하면서 멀티플 프리미엄을 받은 바 있다. SECOM과 에스원 모두 탈락이 적은 누적 가입자 수와 꾸준하고 안정적인 매출의 성장 및 시장 M/S 1위라는 공통점이 있어, PER의 절대 레벨 자체가 시장보다 항상 프리미엄을 받는다.

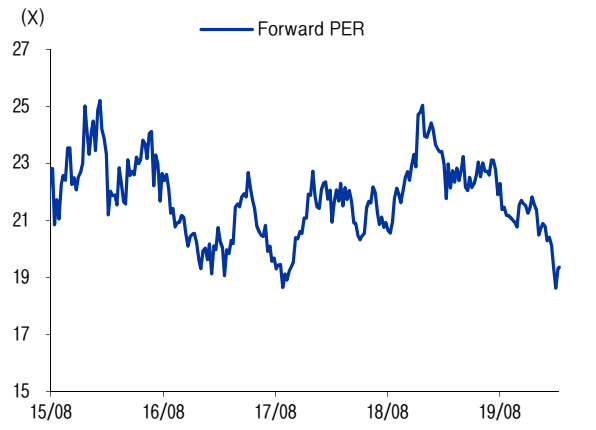
에스원의 2020년 매출액은 2조 2,687억원으로 전년대비 5.4% 증가, 영업이익은 2,144억원으로 전년대비 8.9% 증가할 것으로 추정한다. 코로나19 영향에 따라 보안 매출 중 설치, 상품판매 분야에 소폭의 성장성 둔화가 상반기 나타날 것으로 보이며, 지난해 역기저 효과로 인해 전년동기비 실적 성장은 하반기에 더욱 뚜렷하게 나타날 전망이다. 최근 주식 시장 불안정에 따른 주가 낙폭 과대 속에, 에스원은 항상 19~25X 밴드의 멀티플을 받아 왔기 때문에 현 시점에서 방어주로서의 역할을 톡톡히 할 것으로 기대된다. 어려운 시장 환경에 잠시 비켜있는 목적으로, 단기 Trading BUY 전략을 추천한다.

표16 에스원 목표주가 산정

	2018	2019	2020E	2021E
EPS (원)	2,710	3,859	4,180	4,444
EPS 증가율 (%)	-28.2	42.4	8.3	6.3
PER (X)	37.1	22.2	20.5	19.3
적용EPS (원)	4,412	2020~2021E 평균 EPS		
Target Multiple (X)	25	일본 SECOM 성장기 멀티플 적용		
목표주가 (원)	110,000			
현재주가 (원, 03/13)	85,700			
Upside (%)	28.4			

자료: 에스원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 에스원 Historical PER 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 일본 SECOM Historical PER 추이

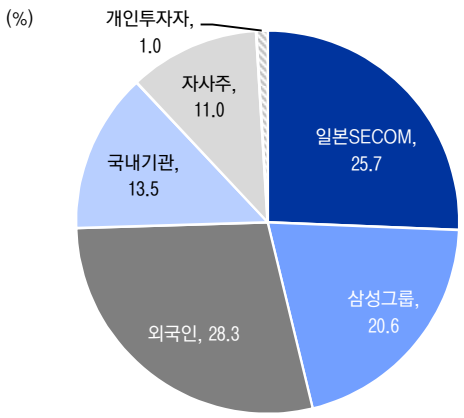
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표17 에스원 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	2,151.5	2,268.7	2,384.5	490.4	545.4	535.0	580.7	515.8	575.0	570.2	607.7
1.보안시스템서비스	1,748.2	1,816.8	1,865.0	404.6	438.7	435.0	469.9	420.5	455.4	457.4	483.4
1-1. 시스템	1,065.3	1,116.1	1,175.7	260.6	269.3	265.8	269.6	272.3	281.8	278.7	283.4
서비스매출	1,030.2	1,082.5	1,144.5	252.1	259.4	257.3	261.4	264.4	272.6	270.2	275.2
설치매출	35.1	33.6	31.1	8.5	9.9	8.5	8.2	7.9	9.2	8.4	8.1
1-2. 상품판매	308.0	308.4	303.3	58.5	72.9	71.0	105.6	60.3	74.3	76.9	97.0
1-3. 통합보안	369.4	387.4	381.9	84.1	95.3	96.7	93.3	86.8	98.3	100.6	101.8
1-4. 기타	5.5	4.8	4.2	1.4	1.2	1.5	1.4	1.2	1.1	1.3	1.2
2.건물관리서비스	560.9	608.0	675.9	124.5	146.8	139.2	150.4	134.3	159.0	151.1	163.5
3.콜센터 및 텔레마케팅	13.2	13.8	13.9	3.4	3.0	3.8	3.0	3.4	3.0	4.1	3.2
내부매출	-170.8	-169.8	-170.3	-42.1	-43.1	-43.0	-42.6	-42.5	-42.5	-42.5	-42.5
Sales Growth (YoY%)	*6.6*	*5.4*	*5.1*	*2.1*	*10.3*	*3.5*	*10.2*	*5.2*	*5.4*	*6.6*	*4.7*
1.보안시스템서비스	*4.9*	*3.9*	*2.7*	*0.4*	*10.4*	*0.0*	*9.0*	*3.9*	*3.8*	*5.2*	*2.9*
1-1. 시스템	*5.1*	*4.8*	*5.3*	*4.2*	*6.2*	*5.0*	*4.9*	*4.5*	*4.6*	*4.8*	*5.1*
서비스매출	*5.2*	*5.1*	*5.7*	*5.0*	*5.3*	*5.3*	*5.2*	*4.9*	*5.1*	*5.0*	*5.3*
설치매출	*2.3*	*-4.2*	*-7.4*	*-15.0*	*39.4*	*-3.4*	*-2.4*	*-7.1*	*-7.5*	*-0.7*	*-0.7*
1-2. 상품판매	*-2.1*	*0.1*	*-1.7*	*-16.7*	*4.3*	*-21.6*	*26.0*	*3.0*	*1.9*	*8.3*	*-8.2*
1-3. 통합보안	*11.8*	*4.9*	*-1.4*	*5.3*	*30.7*	*8.9*	*5.1*	*3.2*	*3.1*	*4.0*	*9.2*
1-4. 기타	*-28.6*	*-12.5*	*-12.5*	*-50.0*	*9.1*	*-31.8*	*-12.5*	*-12.5*	*-12.5*	*-12.5*	*-12.5*
2.건물관리서비스	*14.1*	*8.4*	*11.2*	*11.9*	*16.6*	*15.7*	*12.3*	*7.9*	*8.3*	*8.6*	*8.7*
3.콜센터 및 텔레마케팅	*14.8*	*4.4*	*0.7*	*21.4*	*15.4*	*15.2*	*7.1*	*1.1*	*-0.3*	*8.2*	*8.0*
매출총이익	543.7	576.3	592.6	131.3	143.5	135.7	133.3	130.2	148.2	144.8	153.1
매출총이익률 (%)	*25.3*	*25.4*	*24.9*	*26.8*	*26.3*	*25.4*	*23.0*	*25.2*	*25.8*	*25.4*	*25.2*
영업이익	196.8	214.4	227.6	46.0	59.1	49.2	42.5	47.9	56.4	53.8	56.1
영업이익률 (%)	*9.1*	*9.4*	*9.5*	*9.4*	*10.8*	*9.2*	*7.3*	*9.3*	*9.8*	*9.4*	*9.2*
순이익	146.6	158.8	168.9	36.8	44.8	35.3	29.7	37.3	44.1	42.0	35.5
순이익률 (%)	*6.8*	*7.0*	*7.1*	*7.5*	*8.2*	*6.6*	*5.1*	*7.2*	*7.7*	*7.4*	*5.8*

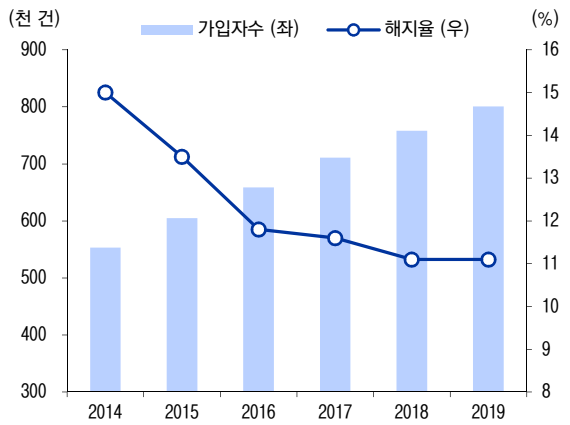
자료: 에스원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 에스원 주주 구성



자료: 에스원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 에스원 누적 가입자 수 및 해지율 추이



자료: 에스원, 이베스트투자증권 리서치센터

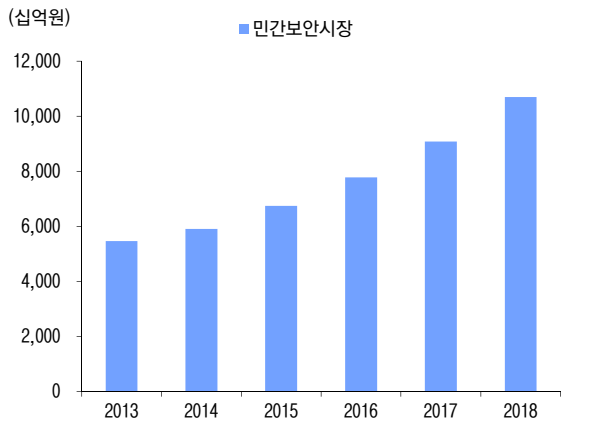
II. 투자 포인트

1) 보안 시장의 안정적 성장 및 독점적 시장 지위

성장하는 시장과 시장에서의 독보적인 1위 M/S는 그 자체만으로 밸류에이션 프리미엄 요인이 된다. 국내 민간 보안 시장은 10조원 규모로 추산되며, 그 중 보안 3사가 매출을 과점하는 구조이다. 그럼에도 불구하고 에스원은 ADT캡스, KT텔레캅의 매출 비중에 비견할 수 없을 수준의 압도적 M/S 1위 업체라는 점에 주목한다.

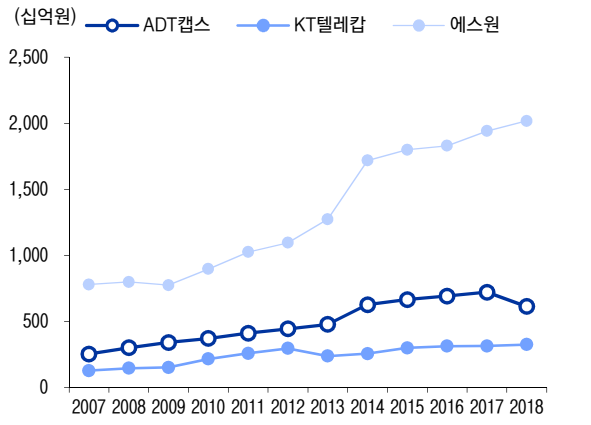
SKT가 2018년 ADT캡스를 인수했기 때문에 시장에서는 B2C 보안시장 플랫폼 사업자로서의 교두보 역할을 기대하고 있다. 에스원도 LG유플러스와 보안 상품 MOU를 맺은 바, 향후 통신사를 필두로 한 B2C 보안시장의 확대에 따라 추가 성장 모멘텀도 기다려지는 실정이다.

그림78 국내 민간 보안 시장 규모 추이



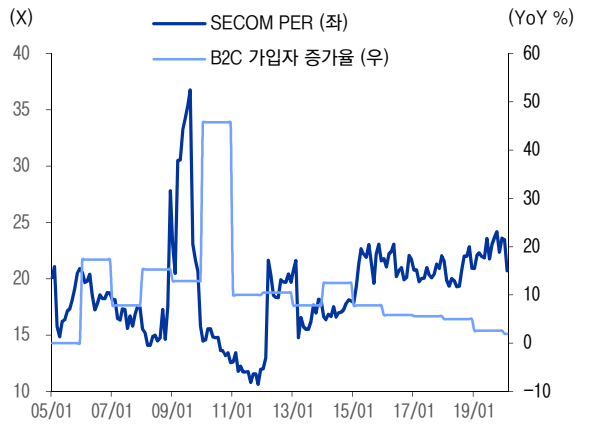
자료: 한국정보보호산업협회, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2016년 이후값은 협회 예상치

그림79 에스원 포함 보안 3사 매출액 추이



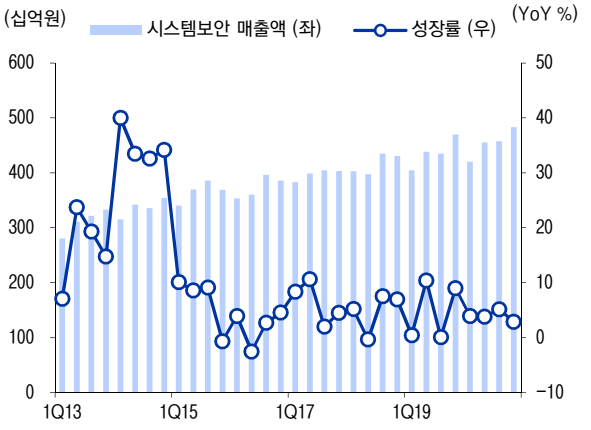
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 일본 SECOM의 B2C 가입자 순증 및 PER 추이



자료: SECOM, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림81 에스원 보안시스템서비스 매출 추이 및 전망



자료: 에스원, 이베스트투자증권 리서치센터

2) 고도화 되고 있는 건물 관리

글로벌 건물 관리 업체들은 대부분 단순 시설관리, 심지어 수익관리 (PM)를 넘어서 이미 자산 관리 (AM)까지 그 영역이 고도화 되어 있다. 또한 관리하는 자산군 역시 오피스 빌딩에 국한되지 않고 물류, 의료, 리테일 등으로 영역을 확대하고 있다.

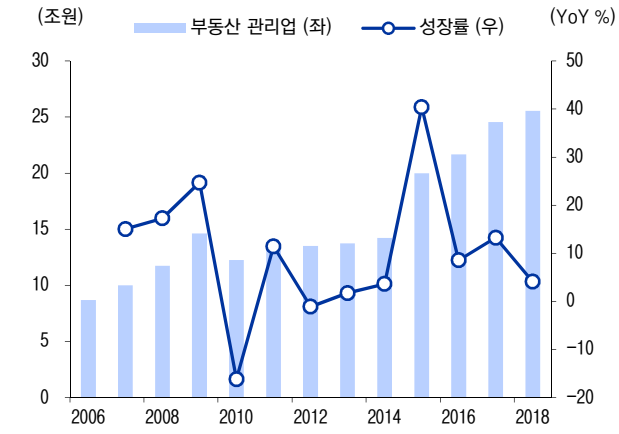
한국의 부동산 관리업은 기업화, 대형화 되지 않은 성장 가능성이 높은 산업군이며, 신생 업체 보다는 기존 대기업군 안에 있는 Captive 매출을 바탕으로 한 건물 관리 업체들이 바깥 시장으로 눈을 돌리며 성장할 것으로 전망하고 있다. 에스원은 이미 과거 에버랜드로부터 양수도받은 건물 관리 사업을 영위하고 있으며, PM과 AM 영역 모두 수행하며 선두적인 건물 관리 부문의 기업화, 대형화를 주도하고 있다. 에스원의 건물 관리 분야 Captive 비중을 과거 95%에서 80%까지 낮추면서 비교적 높은 성장성, 확장성을 보여주고 있다.

표18 글로벌 주요 건물 관리 업체: 단순 시설관리를 넘어서 대부분 자산관리 (Asset Management) 수행

(단위: 백만달러)	시가총액	매출액	영업이익	영업이익률 (%)	PER (X)	ROE (%)	PBR (X)
CBRE 그룹 (CBRE Group)	17,613.3	21,340.1	1,088.0	5.1	15.6	23.5	2.7
존스 랭 라살 (Jones Lang LaSalle)	7,475.4	16,318.4	706.9	4.3	10.6	13.8	1.6
제너럴 그로스 프로퍼티 (General Growth Properties)	21,231.9	2,064.0	427.7	20.7	12.4	85.4	0.9
프로로지스 (Prologis)	59,687.1	2,804.4	847.0	30.2	41.9	8.7	1.6
킴코리얼티 (Kimco Realty)	6,986.9	1,164.8	582.4	50.0	20.0	10.1	1.4
마커스 & 밀리첩 (Marcus & Millichap)	1,132.7	814.8	112.3	13.8	15.5	24.1	3.3

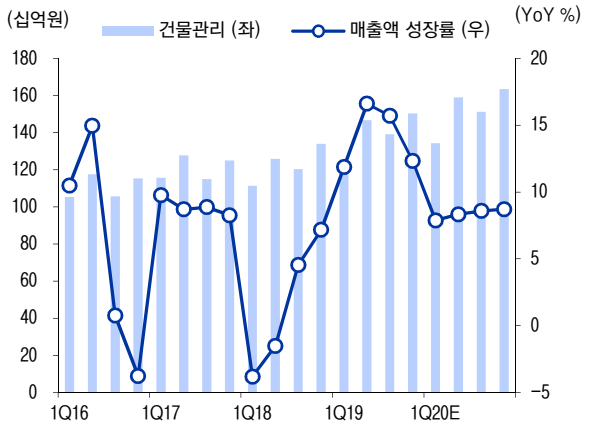
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 국내 부동산 관리업 시장 추이



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 에스원 건물 관리 매출액 추이 및 전망



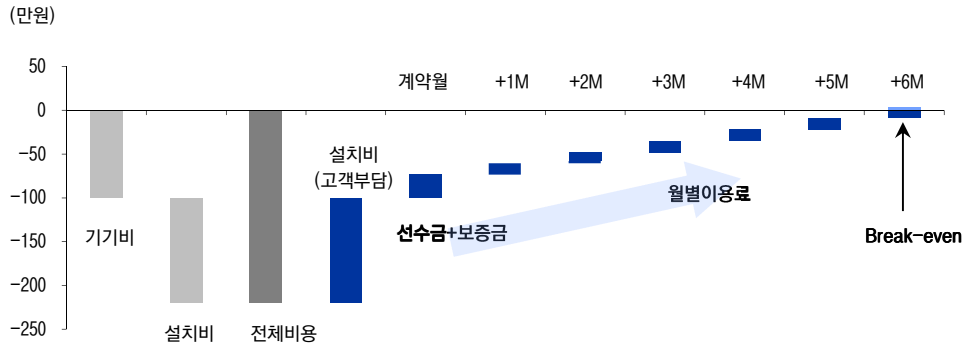
자료: 에스원, 이베스트투자증권 리서치센터

3) 이익 증가에 따라 자연스럽게 쌓여가는 현금

에스원의 계약 후 월별 현금 유입 추이를 살펴보면 에스원이 왜 20X 수준의 멀티플을 받는지, 왜 방어주로서의 메리트가 있는지 알 수 있다. 에스원의 보안 시스템은 초기 기기비가 소폭 투자되는데, 이를 회수하는데까지는 고작 계약월 당월로부터 6개월의 시간이 필요할 뿐이다. 따라서 에스원의 영업이익은 FCF와 거의 유사한 추세로 움직인다.

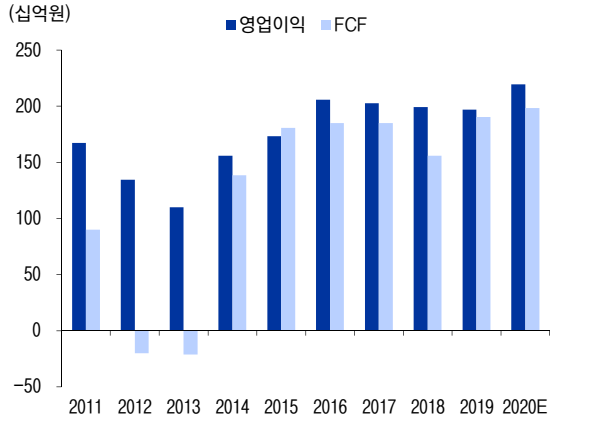
2월 한 달간 에스원이 다소 수급 소외를 받으며 시장을 이기지 못했으나, 점차 시장 변동이 확대되고 불안감이 증폭되는 현 주식시장에서는 에스원이 결국 시장 대비 아웃퍼폼할 수밖에 없다는 판단이다. 단기 Trading BUY 의견을 추천한다.

그림84 에스원 보안 사업 계약 모델에 따른 월별 현금 유입 추이



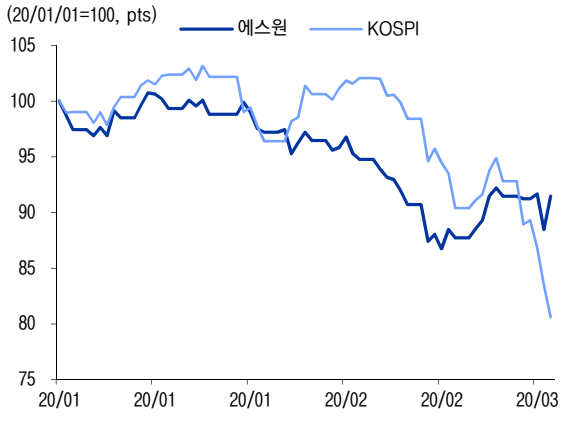
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림85 에스원 영업이익, FCF 추이



자료: 에스원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 에스원 상대주가 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

에스원 (012750)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	575	661	754	740	860
현금 및 현금성자산	171	147	204	264	342
매출채권 및 기타채권	148	123	148	147	159
재고자산	41	43	46	48	51
기타유동자산	215	348	357	281	308
비유동자산	1,006	1,021	1,023	1,109	1,075
관계기업투자등	85	119	133	208	180
유형자산	462	459	446	455	448
무형자산	459	443	444	446	447
자산총계	**1,582**	**1,683**	**1,777**	**1,849**	**1,935**
유동부채	293	306	324	331	342
매입채무 및 기타재무	121	128	144	149	158
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	172	178	180	182	183
비유동부채	81	114	126	127	128
장기금융부채	0	0	10	10	10
기타비유동부채	81	114	116	117	118
부채총계	**374**	**421**	**449**	**458**	**469**
지배주주지분	1,208	1,262	1,327	1,391	1,465
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	193	193	193	193	193
이익잉여금	1,149	1,203	1,255	1,318	1,392
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**1,208**	**1,262**	**1,327**	**1,391**	**1,465**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**1,942**	**2,018**	**2,152**	**2,269**	**2,385**
매출원가	1,376	1,471	1,608	1,692	1,792
매출총이익	**566**	**547**	**544**	**576**	**593**
판매비 및 관리비	364	348	347	362	365
영업이익	**206**	**203**	**197**	**214**	**228**
(EBITDA)	228	220	220	240	256
금융손익	3	6	7	7	7
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-15	-7	-11	-12	-13
세전계속사업이익	**191**	**199**	**192**	**209**	**222**
계속사업법인세비용	48	96	46	50	53
계속사업이익	143	103	147	159	169
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**143**	**103**	**147**	**159**	**169**
지배주주	143	103	147	159	169
총포괄이익	**150**	**86**	**164**	**176**	**186**
매출총이익률 (%)	29.2	27.1	25.3	25.4	24.9
영업이익률 (%)	10.6	10.0	9.1	9.4	9.5
EBITDA 마진률 (%)	11.8	10.9	10.2	10.6	10.7
당기순이익률 (%)	7.4	5.1	6.8	7.0	7.1
ROA (%)	9.4	6.3	8.5	8.8	8.9
ROE (%)	12.4	8.3	11.3	11.7	11.8
ROIC (%)	-20.4	-13.2	-19.9	-21.1	-22.7

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**294**	**237**	**285**	**289**	**307**
당기순이익(손실)	143	103	147	159	169
비현금수익비용가감	195	190	185	163	179
유형자산감가상각비	147	144	143	121	136
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	47	45	42	42	42
영업활동 자산부채변동	-44	-56	-47	-32	-41
매출채권 감소(증가)	-5	-8	-25	1	-12
재고자산 감소(증가)	-18	-14	-3	-2	-2
매입채무 증가(감소)	-8	15	16	5	9
기타자산, 부채변동	-13	-49	-36	-36	-36
투자활동 현금	**-225**	**-176**	**-134**	**-134**	**-134**
유형자산처분(취득)	0	0	0	0	0
무형자산 감소(증가)	1	0	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-122	-130	-130	-130	-130
기타투자활동	-103	-46	-3	-3	-3
재무활동 현금	**-42**	**-85**	**-95**	**-95**	**-95**
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-42	-85	-95	-95	-95
기타재무활동	-42	-85	-95	-95	-95
현금의 증가	**27**	**-24**	**56**	**61**	**78**
기초현금	144	171	147	204	264
기말현금	171	147	204	264	342

자료: 에스원, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2017	2018	2019	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	28.4	37.1	22.2	20.5	19.3
P/B	3.4	3.0	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	17.1	16.7	13.9	12.5	11.4
P/CF	12.0	13.1	9.8	10.1	9.4
배당수익률 (%)	2.3	2.5	2.9	2.9	2.9
성장성 (%)					
매출액	6.1	3.9	6.6	5.4	5.1
영업이익	0.0	-1.5	-2.8	8.9	6.2
세전이익	2.8	3.7	-3.1	8.6	6.3
당기순이익	2.0	-28.2	42.4	8.3	6.3
EPS	-9.3	-28.2	42.4	8.3	6.3
안정성 (%)					
부채비율	30.9	33.3	33.9	32.9	32.0
유동비율	196.5	216.1	232.8	223.8	251.8
순차입금/자기자본(x)	-14.2	-11.7	-15.3	-19.0	-23.4
영업이익/금융비용(x)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	0	0	0	0	0
순차입금 (십억원)	-171	-147	-204	-264	-342
주당지표(원)					
EPS	3,772	2,710	3,859	4,180	4,444
BPS	31,786	33,219	34,932	36,616	38,565
CFPS	8,893	7,699	8,731	8,464	9,151
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500

자이에스앤디 (317400)

2020. 3. 16 | 건설/건자재

관리에서 분양으로, 분양에서 개발로

Analyst 김세련
02. 3779-8634
sally.kim@ebestsec.co.kr

Not Rated

목표주가	N.R.
현재주가	3,935 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

'자이' 브랜드로 소규모 재건축 확대, 실적 점프 기대

자이에스앤디는 2000년 이지빌로 설립, GS그룹에서 홈네트워크 시스템 운영 및 부동산 관리업을 중심으로 사업을 진행했다. 2016년 6월 자이서비스를 흡수합병한 후에 정보통신 및 부동산, 인프라 운영관리로 사업 영역을 확장했다. 2018년 주택사업을 출범, 남양주 별내, 건대입구, 구의 등에서 주택 및 오피스텔 공사를 수주하면서 자이에스앤디로 사명을 변경, 지난해 11월 6일 상장했다. 실적 퀀텀 점프가 가능한 포인트는 주택개발 사업이다. 한국의 분양 시장 중 40% 정도는 500세대 미만의 소규모 단지이다. 모회사인 GS건설과 같은 대형 건설사는 소규모 재건축에서 판관비 회수가 어렵지만, 자이에스앤디와 같은 중소형 건설사에는 좋은 먹거리가 된다. 국내 재건축 시장의 규제 압박에 따라 향후 소규모 재건축 니즈가 확대될 것으로 보여, 자이에스앤디의 니치 마켓을 공략하는 전략이 유효할 것으로 예상한다. 정부의 가로주택정비사업 용적률 완화 등 정책적 기조에 힘입어 더욱 소형 재건축 규모 확대가 기대되는 시점이다. 자이에스앤디의 2020년 매출액은 3,711억원, 영업이익은 237억원으로 추정한다. 2021년 매출은 보수적으로 4,800억원, 영업이익 334억원으로 전망하며 이는 기 확보한 수주 잔고 및 올해 4,500억원 수준의 주택 부문 신규 수주를 고려한 수준이다. 다른 중소형 건설사 대비 주택 부문 사업의 가파른 성장을 필두로 실적 호조가 진행될 것으로 기대되며, 현 주가는 컨센서스 기준 12M Forward PER 5X 수준으로 낙폭 과대가 나타나고 있다.

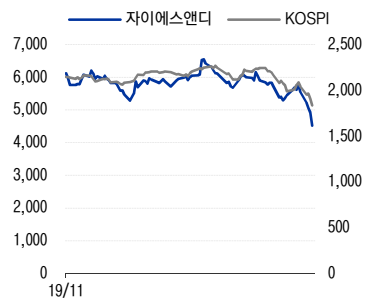
추가 모멘텀, SK네트웍스 주유소 개발

코람코자산신탁은 1.3조원 규모로 SK네트웍스가 보유한 203개 주유소 매입을 추진한다. 매입 후 1) 189개 주유소는 리츠를 통해 운용하고, 현대오일뱅크가 지분 투자 및 장기 임대차 계약을 한다. 4개 주유소는 리츠에 편입하지 않고 현대오일뱅크가 직접 보유하여 임차한다. 2) 나머지 10개 주유소는 자이에스앤디와 함께 임대주택, 오피스텔 등으로 부지를 개발할 예정이다. 10개 주유소는 기존 지가가 비싸서 수익을 내기 어려운 부지였던 것으로 판단, 기업형 임대주택 및 복합빌딩 사업으로 개발할 예정이다. 자이에스앤디는 해당 PFV에 312억원의 지분 투자를 결정했다. 향후 주유소에서 발생할 분양 및 시공 매출의 가치를 정확히 추산할 수는 없지만, 시내 주유소 개발 매출을 제외한 기존 수주 잔고를 기반으로 한 보수적 실적 기준으로도 PER 5X가 깨져있기 때문에, 현 시점에서 밸류에이션 메리트가 높다는 판단이다.

Stock Data

KOSPI (3/13)		1,771.44 pt
시가총액		1,054 억원
발행주식수		26,783 천주
52 주 최고가 / 최저가		6,550 / 3,935 원
90 일 일평균거래대금		12.94 억원
외국인 지분율		2.1%
배당수익률(18.12)		0.0%
BPS(18.12)		17,186 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-14.3%
	6 개월	n/a
	12 개월	n/a
주주구성	GS 건설 (외 2 인)	66.8%
	우리사주	6.6%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	77	2	1	1	n/a	n/a	3	n/a	-1.2	n/a	4.0
2015	93	7	6	5	n/a	n/a	7	n/a	-0.9	n/a	22.5
2016	93	5	7	5	n/a	n/a	6	n/a	13.6	n/a	21.8
2017	142	11	11	8	n/a	n/a	11	n/a	6.7	n/a	31.0
2018	213	14	14	11	n/a	n/a	15	n/a	3.1	n/a	32.3

자료: 자이에스앤디, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

밸류에이션 및 실적 전망

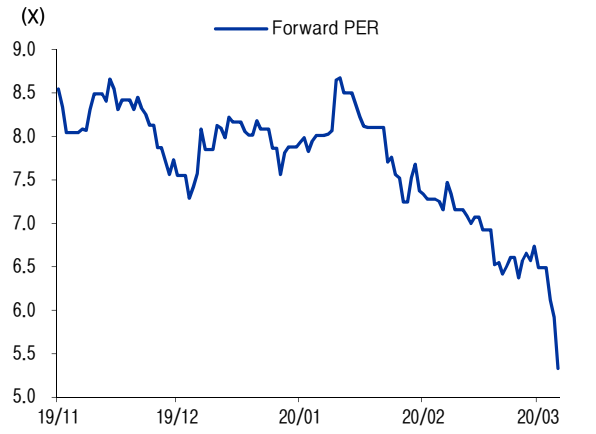
자이에스앤디의 2020년 매출액은 3,711억원, 영업이익은 237억원으로 추정한다. 2021년 매출은 보수적으로 4,800억원, 영업이익 334억원으로 전망하며 이는 기 확보한 수주 잔고 및 올해 4,500억원 수준의 주택 부문 신규 수주를 고려한 수준이다. 다른 중소형 건설사 대비 주택 부문 사업의 가파른 성장을 필두로 실적 호조가 진행될 것으로 기대되며, 현 주가는 컨센서스 기준 12M Forward PER 5X 수준으로 낙폭 과대가 나타나고 있다.

표19 자이에스앤디 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	212.7	277.9	371.1	480.0	578.8
주택	1.3	20.3	105.8	206.8	297.3
Home Improvement	128.8	156.9	161.6	166.5	171.4
부동산 운영	82.6	100.7	103.7	106.8	110.0
매출원가	188.6	249.0	330.8	429.0	516.6
매출총이익	24.1	28.9	40.3	51.0	62.2
매출총이익률 (%)	*11.3*	*10.4*	*10.9*	*10.6*	*10.7*
영업이익	14.5	16.5	23.7	33.4	40.3
주택	-1.5	-1.3	5.3	14.5	20.8
Home Improvement	14.7	15.3	16.3	16.5	17.1
부동산 운영	1.3	2.5	2.1	2.4	2.4
영업이익률 (%)	*6.8*	*5.9*	*6.4*	*7.0*	*7.0*
주택	*-115.4*	*-6.4*	*5.0*	*7.0*	*7.0*
Home Improvement	*11.4*	*9.8*	*10.1*	*9.9*	*10.0*
부동산 운영	*1.6*	*2.5*	*2.0*	*2.3*	*2.1*
순이익	5.0	8.1	15.3	25.0	31.9
순이익률 (%)	*2.4*	*2.9*	*4.1*	*5.2*	*5.5*
Number of Shares (천 주)	n/a	26,782.5	26,782.5	26,782.5	26,782.5
EPS (원)	n/a	302.4	570.7	933.0	1,191.5
PER (X)	n/a	15.0	7.9	4.8	3.8

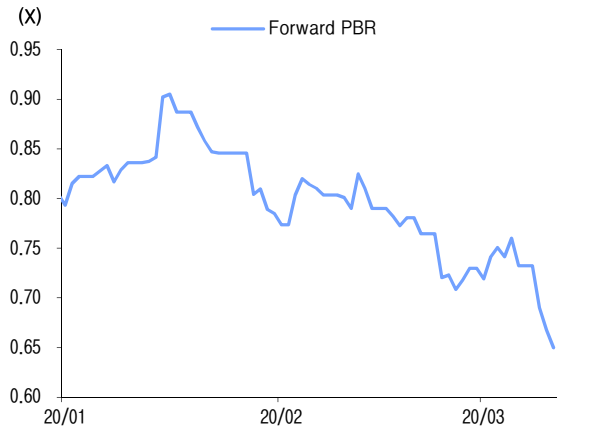
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 자이에스앤디 Historical PER 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림88 자이에스앤디 Historical PBR 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

모멘텀: SK네트웍스 시내 주유소 개발 + 가로주택정비사업

코람코자산신탁은 1.3조원 규모로 SK네트웍스가 보유한 203개 주유소 매입을 추진한다. 매입 후 1) 189개 주유소는 리츠를 통해 운용하고, 현대오일뱅크가 지분 투자 및 장기 임대차 계약을 한다. 4개 주유소는 리츠에 편입하지 않고 현대오일뱅크가 직접 보유하여 임차한다. 2) 나머지 10개 주유소는 자이에스앤디와 함께 임대주택, 오피스텔 등으로 부지를 개발할 예정이다. 리츠에 포함될 주유소는 용산구 청암동 SK 강변 주유소, 서울 종로구 경운동 SK제동 주유소 등 50% 이상이 수도권에 위치하며, 예상 배당수익률은 6%대로 추산된다.

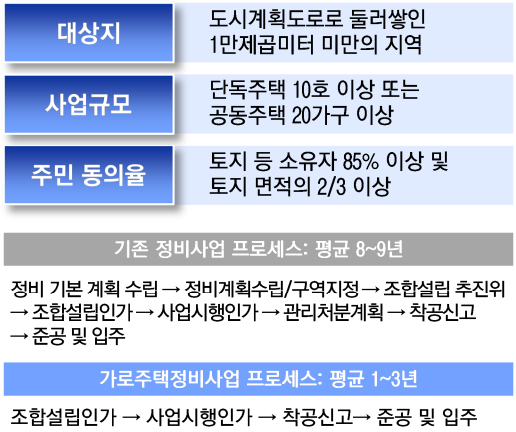
나머지 10개 주유소는 기존 지가가 비싸서 수익을 내기 어려운 부지였던 것으로 판단, 기업형 임대주택 및 복합빌딩 사업으로 개발할 예정이다. 자이에스앤디는 해당 PFV에 312억원의 지분 투자를 결정했다. 향후 주유소에서 발생할 분양 및 시공 매출의 가치를 정확히 추산할 수는 없지만, 시내 주유소 개발 매출을 제외한 기존 수주 잔고를 기반으로 한 보수적 실적 기준으로도 PER 5X 수준을 받고 있기 때문에, 현 시점에서 밸류에이션 메리트가 높다는 판단이다.

또한 정부에서는 소규모 재개발이라고 할 수 있는 가로주택정비사업을 강하게 추진하고 있다. 가로주택사업이란 노후, 불량 건물이 밀집한 가로 (길 옆) 구역에서 길의 형태를 유지하면서 소규모 진행되는 재개발 사업이다. 가로주택사업은 안전진단을 생략할 수 있고, 도시건축심의를 통해 사업시행인가, 관리처분인가를 한 번에 처리할 수 있어 시행속도가 2~3년 수준으로 빠르다. 대형 재개발 및 재건축 규제가 강화되는 현 시점에서 가로주택정비사업에 적극 참여할 수 있는 규모의 중소형 건설사인 자이에스앤디의 새로운 먹거리 창출이 기대된다.

그림89 SK 네트웍스 주유소 개발 부지

자료: 한국경제 발췌

그림90 가로주택정비사업 개요



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

자이에스앤디 (317400)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	25	32	69	83	119
현금 및 현금성자산	0	4	10	9	20
매출채권 및 기타채권	19	23	33	40	34
재고자산	0	1	1	1	1
기타유동자산	6	4	25	32	65
비유동자산	9	7	8	9	18
관계기업투자등	1	1	2	2	0
유형자산	5	3	2	1	1
무형자산	0	0	0	2	4
자산총계	**34**	**39**	**76**	**92**	**138**
유동부채	8	11	47	39	56
매입채무 및 기타재무	7	8	13	12	24
단기금융부채	0	0	0	0	1
기타유동부채	1	3	34	27	31
비유동부채	5	6	5	25	44
장기금융부채	0	0	0	0	1
기타비유동부채	5	6	5	25	42
부채총계	**13**	**17**	**52**	**64**	**100**
지배주주지분	21	22	24	28	38
자본금	10	10	11	11	11
자본잉여금	0	0	1	1	1
이익잉여금	11	12	12	16	26
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**21**	**22**	**24**	**28**	**38**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	**77**	**93**	**93**	**142**	**213**
매출원가	70	80	82	127	189
매출총이익	**8**	**12**	**11**	**16**	**24**
판매비 및 관리비	6	6	6	5	10
영업이익	**2**	**7**	**5**	**11**	**14**
(EBITDA)	3	7	6	11	15
금융손익	0	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	-1	1	0	-1
세전계속사업이익	**1**	**6**	**7**	**11**	**14**
계속사업법인세비용	1	1	2	3	3
계속사업이익	1	5	5	8	11
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**1**	**5**	**5**	**8**	**11**
지배주주	1	5	5	8	11
총포괄이익	**1**	**5**	**5**	**8**	**11**
매출총이익률 (%)	10.1	13.2	11.7	10.9	11.3
영업이익률 (%)	2.6	7.3	5.8	7.5	6.8
EBITDA 마진률 (%)	3.5	8.0	6.5	8.0	7.2
당기순이익률 (%)	1.1	5.2	5.4	5.7	5.0
ROA (%)	2.5	13.2	8.7	9.6	9.3
ROE (%)	4.0	22.5	21.8	31.0	32.3
ROIC (%)	7.6	33.4	n/a	n/a	n/a

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	**-2**	**6**	**4**	**14**	**33**
당기순이익(손실)	1	5	5	8	11
비현금수익비용가감	5	5	4	6	9
유형자산감가상각비	1	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	0	-1	0	1
영업활동 자산부채변동	-7	-4	-4	1	16
매출채권 감소(증가)	-3	-4	-9	-5	7
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-1	1	4	-2	9
기타자산, 부채변동	-3	-1	1	9	0
투자활동 현금	**-3**	**2**	**8**	**-9**	**-25**
유형자산처분(취득)	0	1	2	-1	-1
무형자산 감소(증가)	0	0	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-3	0	-10	-7	-20
기타투자활동	0	0	17	0	-3
재무활동 현금	**1**	**-4**	**-6**	**-6**	**2**
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	2
자본의 증가(감소)	0	-4	-5	-5	0
배당금의 지급	0	4	5	5	0
기타재무활동	1	0	-1	-1	0
현금의 증가	**-3**	**4**	**6**	**-1**	**10**
기초현금	3	0	4	10	9
기말현금	0	4	10	9	20

주요 투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
P/E	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
P/B	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA	-1.2	-0.9	13.6	6.7	3.1
P/CF	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-16.6	19.7	0.2	53.3	49.4
영업이익	-62.8	237.7	-20.5	99.9	35.2
세전이익	-79.6	368.7	4.7	62.8	27.7
당기순이익	-83.6	489.1	3.2	61.3	32.7
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성 (%)					
부채비율	62.2	76.6	218.3	227.7	260.4
유동비율	303.6	293.3	146.6	212.9	213.4
순차입금/자기자본(x)	-15.2	-30.8	-97.0	-104.5	-151.8
영업이익/금융비용(x)	n/a	n/a	n/a	18.2	14.0
총차입금 (십억원)	0	0	0	0	2
순차입금 (십억원)	-3	-7	-23	-29	-58
주당지표(원)					
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
BPS	10,584	11,009	10,782	12,660	17,186
CFPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 자이에스앤디, 이베스트투자증권 리서치센터

서부T&D (006730)

2020. 3. 16 건설/건자재

Analyst 김세련
02. 3779-8634
sally.kim@ebestsec.co.kr

단기, 장기 모멘텀 고루 보유

Not Rated

목표주가 N.R.
현재주가 5,400 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

쇼핑몰과 호텔을 보유한 디벨로퍼, 코로나19 종료 기대

서부T&D는 과거 서부 화물/트럭 터미널로 출발한 회사로서, 유휴 부지를 개발하여 부동산 디벨로퍼로 거듭난 회사이다. 현재 매출에 기여하는 자산으로는 인천 연수구 스퀘어원 복합쇼핑몰, 용산역 드래곤 시티 호텔 (노보텔, 이비스 등)이 있다. 지난해 매출 1,279억원 중 호텔 매출이 60%, 쇼핑몰 매출이 33%로 상반기 코로나19의 영향에 따른 매출 타격이 불가피한 실정이다. 용산 드래곤시티 호텔의 경우 1,700객실로 국내 최다 객실을 보유하고 있으며, 상반기 객실 가동률은 30~40% 수준에 그칠 것으로 보인다. 만약 서울 평균 호텔 가격과 가동률을 고려할 시 연간 정상 매출은 800억원이다. 용산역 드래곤시티 호텔은 특히 중국인 투숙객 및 대형 컨퍼런스 대관이 많기 때문에, 코로나19 사태 종식 후 정상화 기대감에 따른 주가 슈팅이 예상된다.

리츠로 자산 유동화, 재무 구조 개선으로 밸류에이션 메리트 부각

서부T&D의 유형자산 및 투자부동산인 인천 쇼핑몰, 용산 호텔, 신정동 화물터미널 부지의 장부가는 1조원, 시가는 1.2조원 이상으로 수준으로 추산된다. 서부T&D는 호텔 일부와 쇼핑몰을 자산으로 하는 리츠 상품을 신한리츠운용과 함께 하반기 출범시킬 예정이며, 리츠로 유동화하여 확보되는 현금은 3,500억원 수준으로 추산된다. 이 중 2,000억원은 차입금 상환에 사용될 예정이기 때문에, 차입금 상환을 가정한 순차입금은 연내 5천억원 레벨로 감소할 전망이다. 보수적 기준 1조원의 자산 가치에 5천억원의 순차입금을 차감한 단순 NAV는 5천억원으로, 서부T&D 현재 시가총액 3,140억원 대비 59% 가량의 업사이드 포텐셜이 존재한다.

신정동 부지 개발로 자산 가치 증대가 기대되나, 긴 호흡이 필요

서부T&D의 신정동 부지는 장부가 4천억원 수준으로 반영되어 있으나, 총 25만평 규모로 향후 주상복합, 오피스텔, 시내 거점 물류센터, 쇼핑몰 등으로 개발할 계획을 가지고 있어 만약 사업이 착수 되기만 한다면 엄청난 자산가치의 상승이 기대되는 곳이다. 다만 서울시의 인허가에 대한 최종 결정이 딜레이되고 있는 것으로 보이며, 현 정권 기조상 서울 시내 대규모 복합시설 개발 인허가가 쉽지 않아 보이기 때문에 신정동 개발에 대한 기대감은 다소 긴 호흡으로 접근할 필요는 있겠다.

Stock Data

KOSDAQ (3/13)		524.00 pt
시가총액		3,140 억원
발행주식수		58,140 천주
52 주 최고가 / 최저가		10,163 / 5,400 원
90 일 일평균거래대금		16.2 억원
외국인 지분율		14.1%
배당수익률(18.12)		0.0%
BPS(18.12)		11,695 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-3.1%
	6 개월	-8.7%
	12 개월	-16.2%
주주구성	엠와이에이치(외 16 인)	55.2%
	자사주	2.4%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	55	11	2	0	5	-91.3	17	2,538.8	48.4	1.5	0.1
2015	55	12	-11	-13	-265	적전	19	-55.1	55.6	1.9	-3.3
2016	47	11	2	3	57	흑전	18	95.3	42.3	0.6	0.7
2017	58	-9	-5	-8	-163	적전	-4	-33.2	-261.1	0.4	-1.5
2018	108	0	-7	-10	-190	적지	19	-28.4	50.6	0.5	-1.6

자료: 서부T&D, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표20 용산 드래곤 시티 호텔 정상 가동률 수준에서의 매출액 레벨 추정

비고	판매객실 평균요금 (원)	객실 이용률 (%)	외국인 (명)	내국인 (명)	외국인 비중 (%)
특1급	213,307	74.1	1,471,287	667,049	68.8
특2급	117,458	82.0	1,506,637	386,855	79.6
1급	88,494	79.9	936,074	269,315	77.7
2급	67,533	62.9	113,117	99,290	53.3
3급	56,688	56.7	63,258	51,490	55.1
미등급	78,039	72.9	195,574	188,196	51.0
전체기준	152,760	76.9	4,437,364	1,697,754	72.3
서부T&D 용산 호텔 정상 매출 추정					
총 객실 수	1,730				
가동률 (%)	76.9	서울 전체 기준 가동률 적용			
가동 객실 수	1,330				
객실당 단가	165,383	특1급과 특2급의 평균			
일매출 (십억원)	0.2				
연 추정 매출액 (십억원)	80.3	일매출X365			

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표21 서부 T&D 투자자산: 과거 트럭/터미널 부지의 성공적인 개발

	인천 연수구	서울 용산구	서울 양천구
명칭	SQUARE 1 MALL Complex	Seoul Dragon City Hotel Complex	도시첨단물류복합단지
소재지	인천시 연수구 둔촌동 926	서울시 용산구 한강로 3가 40-969	서울시 양천구 신정동 1315
부지 현황			
대지면적 (평)	14,794	4,587	27,949
Site 현황	8, 10차선 대로의 가각에 위치, 아파트 밀집지역	용산 국제업무지구와 접한 부지	-
용도	쇼핑몰, 영화관, 대형마트	호텔 Complex 및 리테일 시설 (호텔 1,700객실)	상업지구(도시계획시설) 자동차정류장/화물터미널
오픈	2012년 10월	2017년 11월	2025년 3월 예정
장부가 (십억원)	183.1	399.1	387.4 (투자부동산 369.6+유형자산 17.8)
평당 장부가 (백만원/평)	12.4	87.0	13.9

자료: 서부T&D, 이베스트투자증권 리서치센터

서부T&D (006730)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	69	45	61	150	141
현금 및 현금성자산	6	6	4	34	14
매출채권 및 기타채권	4	4	3	5	6
재고자산	0	0	0	0	1
기타유동자산	59	35	54	110	120
비유동자산	789	834	1,048	1,587	1,584
관계기업투자등	5	5	2	1	1
유형자산	43	99	579	882	857
무형자산	1	0	0	2	2
자산총계	**858**	**879**	**1,110**	**1,736**	**1,725**
유동부채	136	265	319	264	369
매입채무 및 기타재무	5	4	4	89	73
단기금융부채	74	254	306	152	265
기타유동부채	58	7	9	23	30
비유동부채	309	225	339	806	707
장기금융부채	169	76	182	603	498
기타비유동부채	140	149	157	204	210
부채총계	**445**	**490**	**657**	**1,070**	**1,076**
지배주주지분	413	389	453	666	648
자본금	16	17	17	24	26
자본잉여금	97	100	100	136	136
이익잉여금	322	294	296	444	431
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**413**	**389**	**453**	**666**	**648**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	**55**	**55**	**47**	**58**	**108**
매출원가	15	13	23	44	86
매출총이익	**40**	**42**	**24**	**14**	**22**
판매비 및 관리비	29	30	13	23	22
영업이익	**11**	**12**	**11**	**-9**	**0**
(EBITDA)	17	19	18	-4	19
금융손익	-9	-8	-9	-13	-27
이자비용	10	9	9	14	30
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-15	-1	17	21
세전계속사업이익	**2**	**-11**	**2**	**-5**	**-7**
계속사업법인세비용	0	2	1	5	4
계속사업이익	2	-13	1	-10	-10
중단사업이익	-2	0	2	1	0
당기순이익	**0**	**-13**	**3**	**-8**	**-10**
지배주주	0	-13	3	-8	-10
총포괄이익	**0**	**-13**	**67**	**-7**	**-10**
매출총이익률 (%)	73.3	76.8	50.6	23.7	20.2
영업이익률 (%)	19.3	22.0	23.5	-15.8	0.0
EBITDA 마진률 (%)	31.0	34.0	37.9	-6.2	17.3
당기순이익률 (%)	0.4	-24.0	6.0	-14.8	-9.6
ROA (%)	0.0	-1.5	0.3	-0.6	-0.6
ROE (%)	0.1	-3.3	0.7	-1.5	-1.6
ROIC (%)	1.4	1.4	0.5	-0.6	0.0

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	**15**	**0**	**16**	**10**	**36**
당기순이익(손실)	0	-13	3	-8	-10
비현금수익비용가감	15	16	17	6	32
유형자산감가상각비	6	6	7	5	18
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	0	0	0	0
영업활동 자산부채변동	0	-3	-4	13	15
매출채권 감소(증가)	0	0	0	-2	-2
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	-1	-1	11	-1
기타자산, 부채변동	-1	-3	-4	4	17
투자활동 현금	**-29**	**-76**	**-155**	**-257**	**-28**
유형자산처분(취득)	-22	-58	-140	-206	-17
무형자산 감소(증가)	0	0	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-33	25	-16	-48	-16
기타투자활동	26	-44	1	-3	5
재무활동 현금	**7**	**76**	**138**	**278**	**-29**
차입금의 증가(감소)	19	87	158	267	7
자본의 증가(감소)	0	0	0	31	0
배당금의 지급	0	0	0	3	0
기타재무활동	-12	-10	-20	-20	-36
현금의 증가	**-7**	**0**	**-2**	**30**	**-20**
기초현금	13	6	6	4	34
기말현금	6	6	4	34	14

주요 투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
P/E	2,538.8	-55.1	95.3	-33.2	-28.4
P/B	1.5	1.9	0.6	0.4	0.5
EV/EBITDA	48.4	55.6	42.3	-261.1	50.6
P/CF	41.1	235.1	14.1	n/a	14.0
배당수익률 (%)	n/a!	n/a	1.9	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	16.8	0.8	-15.0	23.2	87.9
영업이익	-4.2	15.2	-9.4	적전	적지
세전이익	21.5	적전	흑전	적전	적지
당기순이익	-91.3	적전	흑전	적전	적지
EPS	-91.3	적전	흑전	적전	적지
안정성 (%)					
부채비율	107.9	126.0	145.3	160.8	166.0
유동비율	50.7	16.8	19.3	56.6	38.2
순차입금/자기자본(x)	43.5	75.0	95.8	93.2	97.5
영업이익/금융비용(x)	1.1	1.3	1.2	-0.7	0.0
총차입금 (십억원)	243	330	488	755	763
순차입금 (십억원)	180	292	434	620	632
주당지표(원)					
EPS	5	-265	57	-163	-190
BPS	8,075	7,604	8,852	12,017	11,696
CFPS	304	62	383	n/a	387
DPS	n/a	n/a	100	n/a	n/a

자료: 서부T&D, 이베스트투자증권 리서치센터

한샘 (009240)

2020. 3. 16 건설/건자재

Analyst 김세련
02. 3779-8634
sally.kim@ebestsec.co.kr

도전의 한 해

Not Rated

목표주가 N.R.
현재주가 56,300 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

리하우스 대리점의 성장성 회복, 가구 부문도 내년 실적 회복 기대

한샘의 절대 매출 감소가 2019년 상반기에서 그치고, 서서히 실적 턴어라운드를 도모하는 모습이 나타나고 있다. 실적 턴어라운드의 주요 요인은 리하우스 대리점이 2019년 하반기부터 완연한 성장세를 회복했기 때문이다. 한샘은 전략적으로 영업이 잘 되는 리하우스 제휴점을 대리점으로 전환시켜 왔다. 올해 초 기준으로 대리점은 450여개, 제휴점은 1,200개 수준으로 수익성 측면에서는 제휴점보다는 대리점 점포 개수의 증가 또는 점당 매출액을 증가하는 데에 포커스를 두는 것이 합리적이다. 대리점의 장점은 한샘 디자인 파크, 직매장 등을 통해 대리점 소속 파견 영업 사원이 매출을 벌기 때문에, 모객 측면에서 상당히 용이하다. 리하우스의 2020년 매출액은 6,510억원 수준으로 추정하고 있으며, 대리점 성장성이 지속되면서 제휴점 매출 감소를 방어할 것으로 전망한다.

실적이 부진했던 인테리어 가구 부문에서의 약진도 내년에는 기대해볼 수 있다는 판단이다. 올해까지는 가구 부문은 전년 대비 다소 역성장 하는 것으로 추정하고 있으나, 역성장의 폭이 2% 남짓으로 크지 않을 것으로 추정했다. 세그먼트가 양극화 되는 가구 시장 환경을 고려, 한샘도 올해부터는 광고 판촉비를 공격적으로 집행하면서 단가 인하에 따른 볼륨 성장에 베팅할 예정이다. 이에 따라 한샘몰 온라인 매출 성장성이 회복될 것으로 추정했으며, 판촉비 집행에 따른 유의미한 가구 매출 턴어라운드는 내년이 될 것으로 기대하고 있다.

진성의 성장인지를 판단하는 시점은 하반기가 될 것

한샘이 과거 50X가 넘는 PER을 받았던 이유는 전방 산업인 주택과 무관하게 비브랜드 인테리어 시장을 독식하면서 구조적 성장을 보였기 때문도 있겠으나, 매크로 호조에 따른 부동산 랠리가 있었음을 무시할 수 없는 부분이라는 판단이다. 아파트 매매거래량과 한샘 매출액 추이를 그려보면 다소 래깅은 있지만 비슷한 추세가 나타났던 것을 볼 수 있다. 최근 한샘 리하우스 대리점의 성장이 지난 연말 재건축 규제로 인한 실수요자의 주택 매입에 따른 일시적 증가일지, 과거와 같은 두번째 구조적 성장이 오는지를 확인하기 위해서는 결국 하반기 실적이 판가름 할 것으로 예상한다.

Stock Data

KOSPI (3/13)		1,771.44 pt
시가총액		13,250 억원
발행주식수		23,534 천주
52 주 최고가 / 최저가		108,000 / 56,300 원
90 일 일평균거래대금		73.3 억원
외국인 지분율		23.9%
배당수익률(18.12)		1.5%
BPS(18.12)		35,716 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-3.1%
	6 개월	-8.7%
	12 개월	-16.2%
주주구성	조창걸(외 23 인)	31.3%
	자사주(외 1 인)	25.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	1,325	110	117	87	3,682	-32.0	119	31.1	22.0	8.0	28.8
2015	1,711	147	155	115	4,872	32.3	157	47.5	33.2	12.5	29.7
2016	1,935	160	170	128	5,419	11.2	174	10.4	5.8	2.4	26.1
2017	2,219	191	208	154	6,524	20.4	208	8.6	4.6	2.0	25.3
2018	2,456	236	253	187	7,950	21.9	259	7.1	3.4	1.6	24.7

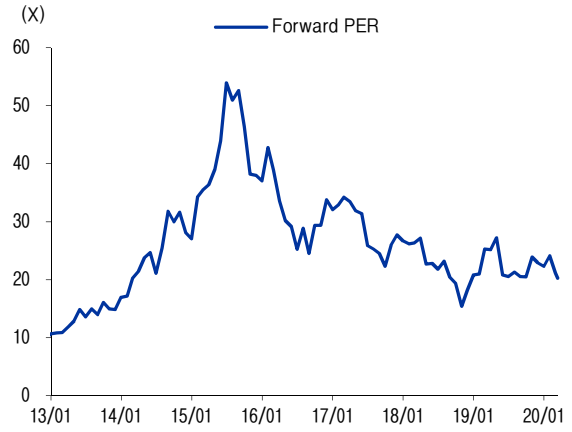
자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표22 한샘 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	1Q21E	2Q21E
매출액	1,609	1,615	1,662	426	395	385	402	426	393	385	411
I. B2C	1,173	1,171	1,214	316	294	272	291	308	292	271	299
I-1. 인테리어 가구	531	520	533	159	129	119	124	154	126	118	123
대리점	154	144	141	46	36	37	35	44	33	35	32
직매장	206	202	208	61	47	49	49	59	46	48	49
온라인	171	174	184	52	45	33	40	50	47	35	42
I-2. 부엌/건자재	642	651	681	157	165	152	167	155	167	153	177
대리점	447	483	527	98	107	108	133	103	117	116	147
제휴점	195	168	154	59	58	44	34	52	50	37	29
II. B2B 및 기타	436	443	448	110	101	113	111	117	101	114	112
Sales Growth (YoY %)	*-12.9*	*-0.0*	*-0.1*	*-8.8*	*-17.8*	*-10.1*	*-14.6*	*-0.2*	*-0.6*	*0.0*	*2.2*
I. B2C	*-13.0*	*-0.1*	*3.6*	*-9.7*	*-14.9*	*-10.3*	*-17.0*	*-2.4*	*-0.5*	*-0.3*	*2.8*
I-1. 인테리어 가구	*-7.7*	*-2.0*	*2.4*	*-3.7*	*-8.5*	*-5.4*	*-13.4*	*-3.1*	*-2.2*	*-1.1*	*-1.1*
대리점	*-13.6*	*-6.2*	*-2.0*	*-12.7*	*-14.8*	*-9.2*	*-17.9*	*-2.8*	*-7.9*	*-7.2*	*-8.1*
직매장	*-3.4*	*-2.0*	*2.8*	*8.3*	*-11.6*	*-2.3*	*-8.3*	*-3.4*	*-2.5*	*-1.3*	*-0.6*
온라인	*-7.0*	*1.9*	*5.6*	*-7.4*	*1.0*	*-5.5*	*-15.2*	*-3.1*	*2.6*	*6.0*	*4.5*
I-2. 부엌/건자재	*-17.0*	*1.4*	*4.6*	*-15.0*	*-19.3*	*-13.7*	*-19.4*	*-1.7*	*0.9*	*0.4*	*5.7*
대리점	*6.5*	*8.1*	*9.1*	*-2.7*	*-0.8*	*17.9*	*12.3*	*4.9*	*9.2*	*7.2*	*10.4*
제휴점	*-44.9*	*-14.1*	*-8.2*	*-29.7*	*-39.9*	*-47.9*	*-61.9*	*-12.7*	*-14.6*	*-16.2*	*-12.9*
II. B2B 및 기타	*-12.6*	*1.7*	*1.0*	*-6.2*	*-25.2*	*-9.8*	*-7.7*	*6.3*	*-0.9*	*0.6*	*0.5*
비중 (%)											
I. B2C	*72.9*	*72.8*	*75.6*	*74.1*	*74.4*	*70.6*	*72.4*	*72.4*	*74.4*	*70.4*	*72.8*
I-1. 인테리어 가구	*45.2*	*44.4*	*43.9*	*50.2*	*43.8*	*43.9*	*42.6*	*49.9*	*43.1*	*43.5*	*41.0*
대리점	*29.0*	*27.7*	*26.5*	*28.8*	*27.9*	*31.2*	*28.1*	*28.9*	*26.3*	*29.3*	*26.2*
직매장	*38.9*	*38.9*	*39.0*	*38.4*	*36.8*	*40.8*	*39.8*	*38.3*	*36.7*	*40.8*	*40.0*
온라인	*32.1*	*33.4*	*34.4*	*32.8*	*35.3*	*27.9*	*32.0*	*32.8*	*37.0*	*29.9*	*33.8*
I-2. 부엌/건자재	*54.8*	*55.6*	*56.1*	*49.8*	*56.2*	*56.1*	*57.4*	*50.1*	*56.9*	*56.5*	*59.0*
대리점	*69.6*	*74.2*	*77.4*	*62.4*	*64.8*	*71.0*	*79.8*	*66.6*	*70.2*	*75.8*	*83.3*
제휴점	*30.4*	*25.8*	*22.6*	*37.6*	*35.2*	*29.0*	*20.2*	*33.4*	*29.8*	*24.2*	*16.7*
II. B2B 및 기타	*27.1*	*27.2*	*24.4*	*25.9*	*25.6*	*29.4*	*27.6*	*27.6*	*25.6*	*29.6*	*27.2*
영업이익	69	72	81	22	13	13	22	19	17	15	21
(YoY %)	*-17.7*	*4.3*	*12.1*	*28.9*	*-53.4*	*-12.1*	*-13.9*	*-13.4*	*33.1*	*16.0*	*-1.4*
(QoQ %)				*-11.9*	*-42.5*	*-0.5*	*70.6*	*-11.3*	*-11.6*	*-13.3*	*45.0*
OPM (%)	*4.3*	*4.5*	*5.0*	*5.2*	*3.2*	*3.3*	*5.4*	*4.5*	*4.3*	*3.8*	*5.2*
세전이익	73	76	85	26	16	16	15	21	19	17	23
세전이익률 (%)	*4.5*	*4.8*	*5.3*	*6.2*	*3.9*	*4.1*	*3.8*	*5.0*	*4.9*	*4.4*	*5.7*
순이익	41	57	64	17	10	8	7	13	11	9	15
(YoY %)	*-39.5*	*38.6*	*11.4*	*10.3*	*-55.4*	*-47.1*	*-56.8*	*-20.1*	*12.7*	*10.1*	*118.1*
(QoQ %)				*1.5*	*-41.0*	*-18.6*	*-11.4*	*87.8*	*-16.8*	*-20.5*	*75.4*
순이익률 (%)	*2.6*	*3.5*	*3.8*	*3.9*	*2.5*	*2.1*	*1.8*	*3.1*	*2.8*	*2.3*	*3.7*

자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 별도 기준

그림91 한샘 Historical PER 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

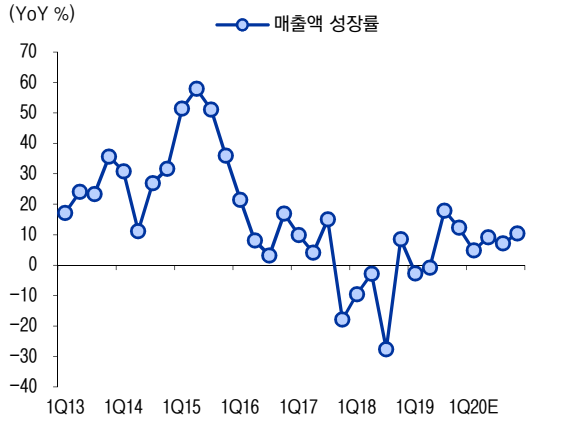
그림92 한샘 Historical PBR 추이

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림93 한샘 별도기준 매출액 성장률 추이 및 전망

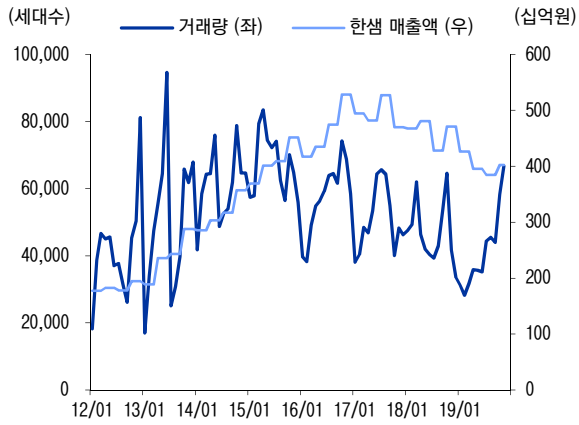
자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터

그림94 한샘 부엌/건자재 대리점 매출 추이 및 전망



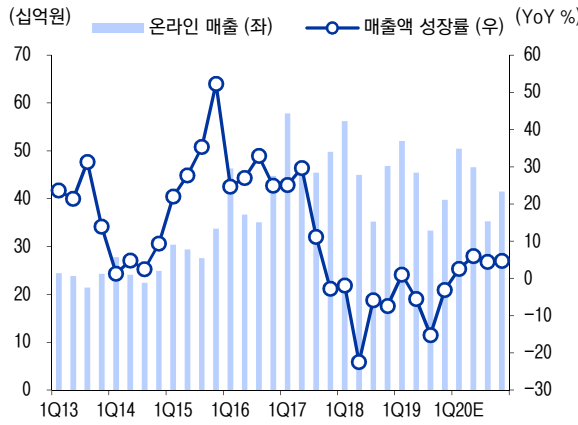
자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터

그림95 한샘 매출과 아파트 매매 거래량 추이 비교



자료: 국토교통부, 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터

그림96 한샘 온라인 매출액 추이 및 전망



자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터

한샘 (009240)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	260	460	554	627	722
현금 및 현금성자산	36	69	150	197	260
매출채권 및 기타채권	111	123	127	142	157
재고자산	43	63	68	70	77
기타유동자산	71	205	210	219	227
비유동자산	284	309	345	445	550
관계기업투자등	24	26	32	33	34
유형자산	182	208	221	305	395
무형자산	6	7	11	22	32
자산총계	**544**	**769**	**899**	**1,072**	**1,272**
유동부채	184	316	338	378	410
매입채무 및 기타재무	103	208	223	259	287
단기금융부채	15	22	17	17	17
기타유동부채	66	86	98	102	106
비유동부채	22	18	20	21	21
장기금융부채	4	0	3	3	3
기타비유동부채	19	18	17	18	18
부채총계	**206**	**334**	**358**	**399**	**431**
지배주주지분	338	435	541	673	841
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	327	423	529	663	830
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**338**	**435**	**542**	**674**	**841**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	**1,325**	**1,711**	**1,935**	**2,219**	**2,456**
매출원가	917	1,185	1,336	1,520	1,670
매출총이익	**408**	**525**	**599**	**699**	**786**
판매비 및 관리비	298	379	439	508	550
영업이익	**110**	**147**	**160**	**191**	**236**
(EBITDA)	119	157	174	208	259
금융손익	2	2	4	0	0
이자비용	3	2	3	9	9
관계기업등 투자손익	4	4	6	13	13
기타영업외손익	2	2	1	4	4
세전계속사업이익	**117**	**155**	**170**	**208**	**253**
계속사업법인세비용	31	41	43	54	66
계속사업이익	87	115	128	154	187
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**87**	**115**	**128**	**154**	**187**
지배주주	87	115	128	154	187
총포괄이익	**89**	**115**	**128**	**154**	**187**
매출총이익률 (%)	30.8	30.7	31.0	31.5	32.0
영업이익률 (%)	8.3	8.6	8.2	8.6	9.6
EBITDA 마진률 (%)	9.0	9.2	9.0	9.4	10.5
당기순이익률 (%)	6.5	6.7	6.6	6.9	7.6
ROA (%)	16.5	17.5	15.3	15.6	16.0
ROE (%)	28.8	29.7	26.1	25.3	24.7
ROIC (%)	41.7	51.8	65.2	62.1	55.8

현금흐름표

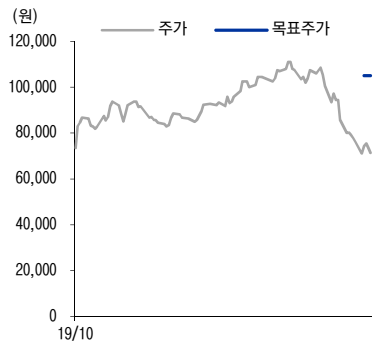
(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	**50**	**204**	**158**	**179**	**206**
당기순이익(손실)	87	115	128	154	187
비현금수익비용가감	61	70	30	3	11
유형자산감가상각비	8	10	13	14	19
무형자산상각비	1	1	1	3	4
기타현금수익비용	0	59	16	-13	-12
영업활동 자산부채변동	-71	54	0	22	8
매출채권 감소(증가)	-5	-16	0	-15	-15
재고자산 감소(증가)	-4	-20	-4	-2	-7
매입채무 증가(감소)	-46	89	16	36	28
기타자산, 부채변동	-16	1	-12	3	3
투자활동 현금	**-17**	**-159**	**-54**	**-112**	**-123**
유형자산처분(취득)	-58	-34	-28	-98	-109
무형자산 감소(증가)	0	-1	-4	-14	-14
투자자산 감소(증가)	47	-127	-7	3	3
기타투자활동	-6	3	-15	-3	-3
재무활동 현금	**-21**	**-13**	**-22**	**-20**	**-20**
차입금의 증가(감소)	-8	3	-2	0	0
자본의 증가(감소)	-13	-15	-20	-20	-20
배당금의 지급	13	15	20	20	20
기타재무활동	-1	0	0	0	0
현금의 증가	**12**	**33**	**82**	**47**	**63**
기초현금	24	36	69	150	197
기말현금	36	69	150	197	260

주요 투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
P/E	31.1	47.5	10.4	8.6	7.1
P/B	8.0	12.5	2.4	2.0	1.6
EV/EBITDA	22.0	33.2	5.8	4.6	3.4
P/CF	18.3	29.5	8.4	8.4	6.7
배당수익률 (%)	0.7	0.4	1.5	1.5	1.5
성장성 (%)					
매출액	-31.5	29.1	13.1	14.7	10.7
영업이익	-30.8	32.9	8.8	19.6	23.6
세전이익	-31.0	32.3	9.5	22.2	21.9
당기순이익	-32.0	32.3	11.2	20.4	21.9
EPS	-32.0	32.3	11.2	20.4	21.9
안정성 (%)					
부채비율	60.9	76.7	66.1	59.2	51.3
유동비율	141.7	145.6	164.2	165.9	176.1
순차입금/자기자본(x)	-21.7	-53.0	-59.3	-55.8	-53.2
영업이익/금융비용(x)	36.7	68.9	50.8	22.2	27.4
총차입금 (십억원)	19	22	20	20	20
순차입금 (십억원)	-73	-231	-321	-376	-447
주당지표(원)					
EPS	3,682	4,872	5,419	6,524	7,950
BPS	14,357	18,488	23,007	28,616	35,716
CFPS	6,271	7,846	6,694	6,665	8,414
DPS	850	850	850	850	850

자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터

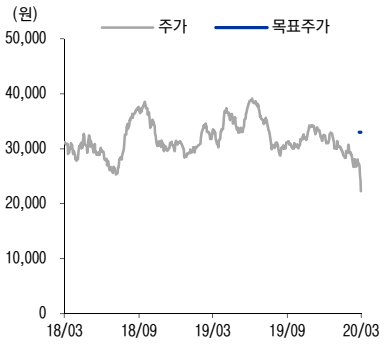
지누스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.03.16	신규	김세련									
2020.03.16	Buy	105,000									

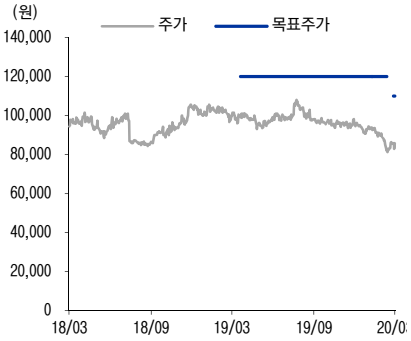
아이에스동서 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.03.16	신규	김세련									
2020.03.16	Buy	33,000									

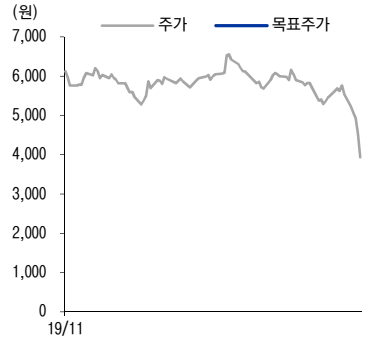
에스원 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.04.02	신규	김한경									
2019.04.02	Buy	120,000	-10.0		-19.9						
2020.02.25		커버리지제외									
2020.03.16	변경	김세련									
2020.03.16	Buy	110,000									

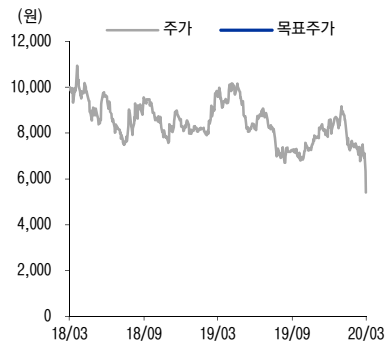
자이에스엔디 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.03.16	신규	김세련									
2020.03.16	NR	NR									

서부 T&D 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.03.16	신규	김세련									
2020.03.16	NR	NR									

한샘 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.03.16	신규	김세련									
2020.03.16	NR	NR									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김세련)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	95.0% 5.0%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 1. 1 ~ 2019. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)