산업분석

건설/건자재

2020. 6. 8

Neutral

정책 Search Light

정책으로 보는 건설 '희망편'

Part I 수도권 주택 공급과 미니 재개발

Part II 광역 인프라와 그린 리모델링

Part III 공모 리츠 활성화

이베스트투자증권

안녕하세요. 이베스트투자증권 **김세련**입니다.

금리 하락에도 불구하고 정부의 건설 산업에 대한 보수적 기조로 인해 섹터가 어려운 국면으로 진입한 가운데, 여러 정책들 속에서 투자 기회요인을 찾아보는 **정책 수혜주** 자료를 준비했습니다.

국토교통부는 5/6 '수도권 주택공급기반 강화 방안'을 발표하며 다양한 공급 대책을 발표했습니다.
이는 최근 몇 년간 급격하게 감소한 서울/수도권 지역 주택 인허가와 입주 물량에 따른 공급 부족 현상을 완화하기 위한 대책으로 보입니다. 수도권 3기 신도시 공급, 미니 재개발인 가로주택정비사업,
서울지역 18개 유휴부지 개발에 따른 수혜주는 **자이에스앤디(자이S&D), 서부T&D, 금호산업** 입니다.

SOC 투자에 소극적인 정부이지만, 수도권 광역 인프라 투자는 속도가 붙을 것으로 보입니다. GTX 는 현재 A~C노선까지 계획되어 있으며, 전체 사업비는 13조원 가량입니다. 착공을 시작한 A노선과 더불어 2021년 C노선의 착공, 2022년은 B노선의 착공이 예정되어 있습니다. 정부는 김포~하남에 이르는 GTX D노선에 대한 구체적인 계획도 하반기에 발표할 계획입니다. GTX 라인을 따라 주택 분양성 확대가 기대됩니다.

또한 최근 한국판 뉴딜 정책의 일환으로 에코, 그린 리모델링이 거론되었습니다. 구체적으로 어린이집, 보건소 등을 포함한 생활 SOC와 정부 공공 기초 시설에 고효율 에너지의 리모델링에 투자하여 건물 효율을 높이겠다는 것입니다. 이에 따라 비교적 교체가 용이한 유리/창호의 수혜가 예상되어 **케이씨씨글라스**에 주목합니다.
그 밖에 레인지후드와 같은 환기 시스템 솔루션 업체인 **하츠**에도 모멘텀이 될 것으로 기대합니다.

마지막으로, 정부의 세제 혜택과 기업들의 자산 유동화 니즈 확대에 힘입어 점차 시장이 확장될 것으로 기대되는 리츠 역시 좋은 기회 요인으로 보입니다. 상장 리츠들이 저점 대비 주가가 반등하기는 했지만, 여전히 여유로운 업사이드 포텐셜을 보유하고 있다고 판단합니다. 우량 오피스 리츠인 **신한알파리츠**에 대한 추천을 유지합니다.

무거운 업황 속에도 기회를 발굴하려는 성실한 고민을 함께 해주시면 감사하겠습니다.

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

자료는 크게 **3 가지 Part** 로 구성했습니다.

[Part I. 수도권 주택 공급과 미니 재개발]

국토교통부는 주거 안정화의 일환으로 유휴 부지의 개발과 공공의 주도로 지지부진했던 정비 사업에 박차를 가하면서 공급 확대를 견지하겠다는 뜻을 밝혔습니다. 기존 수도권 30만호 공급 계획에 속도의 박차를 가하기 위해 3기 신도시 지구 지정을 마무리 하고, 정비사업 활성화를 위해서 LH, SH 참여형 재개발 및 소규모 정비의 일환인 가로주택정비사업 역시 활성화 하겠다는 입장입니다.

정부 규제 완화로 인해 과거 대비 사업성이 높아진 가로주택정비 사업에서 엣지를 보여줄 것으로 기대되는 건설사는 GS 건설의 자회사인 자이에스앤디입니다. 3 기 신도시의 수혜주로는 워크아웃 기간을 졸업하면서 LH 수주 레코드를 많이 쌓은 금호산업을, 용산 정비창부지 개발 수혜 및 보유 부지 개발에 따른 수혜주로는 서부 T&D 를 꼽을 수 있습니다.

[Part II. 광역 인프라와 그린 리모델링]

정부의 보수적인 SOC 투자 기조는 아쉽지만, 수도권 주거 공급 확대 정책과 맞물린 광역 인프라 확충은 속도에 박차가 가해질 전망입니다. 경기광역철도 GTX는 현재 A~C노선까지 계획되어 있으며, 전체 사업비는 13조원 가량입니다. 정부는 김포~하남에 이르는 GTX D노선에 대한 구체적인 계획도 하반기에 발표할 계획입니다.

또한 한국판 뉴딜 정책이 발표되면서 유관 종목들의 단기 주가 상승이 나타나고 있습니다. 구체적으로 어린이집, 보건소 등을 포함한 생활 SOC와 정부 공공 기초 시설에 고효율 에너지의 리모델링에 투자하여 건물 효율을 높이겠다는 것입니다. 직관적으로는 비교적 교체가 용이한 유리/창호 사양 변경이 기대되기 때문에 케이씨씨글라스와 같은 유리 업체, KCC, LG하우시스와 같은 창호 업체 등에도 좋은 모멘텀이 될 수 있다는 판단입니다. 환기형 시스템 공기청정기 시스클라인을 개발한 자이에스앤디, 레인지후드와 같은 환기 시스템 솔루션 업체인 하츠 등에도 주목합니다.

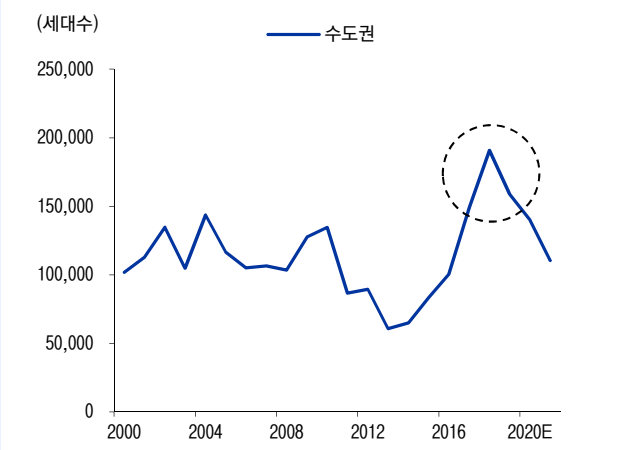
[Part III. 공모 리츠 활성화]

정부의 서울/수도권 주택 공급 확대 계획과 맞물려 다시금 지난해 9/11에 발표한 부동산 간접투자 활성화 방안을 복기해볼 필요가 있습니다. 지난해 기준으로는 리츠에 투자하는 투자자들의 재산세 분리과세, 리츠 설립의 규제 완화, 세금 감면 등 리츠 초기 성장에 관련된 정책에 주목했다면, 올해는 리츠의 자산 편입과 다양한 개발 사업 참여 가능성에 대해 기대합니다.

제주도 호텔, 서울 주상복합, 벨기에 오피스빌딩, SK 네트웍스 주유소, 용산 호텔 및 인천 쇼핑몰, 임대 주택 등 다양한 자산군의 리츠가 상장 준비중에 있습니다. 그 중에서 특히 수도권 물류센터에 투자하는 리츠의 경우는 밸류에이션 프리미엄을 받을 수 있을 것으로 기대됩니다. 현 시점에서 상장 리츠들의 주가는 저점 대비 반등하기는 했지만, 여전히 여유로운 업사이드 포텐셜을 보유하고 있다고 판단하기에 투자를 추천합니다.

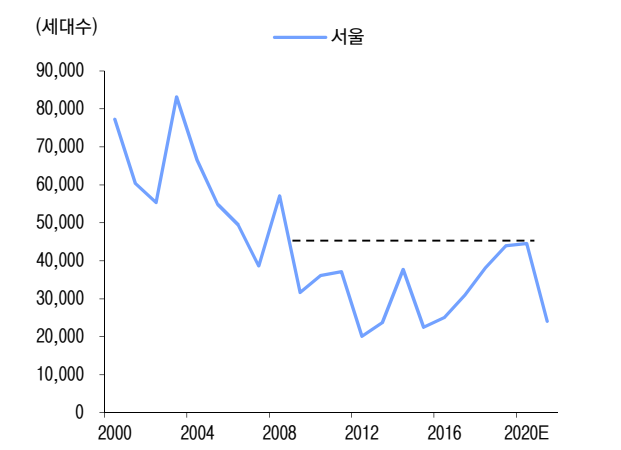
Key Charts

수도권 아파트 입주물량 추이 및 전망



자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

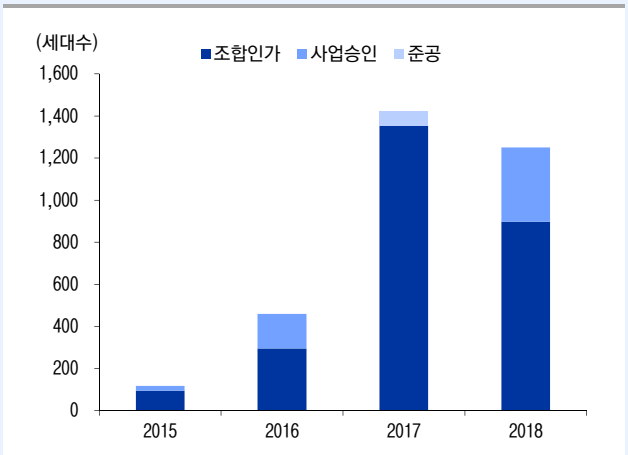
서울 아파트 입주물량 추이 및 전망



자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

- **부동산 랠리 당시 고점을 기록한 수도권 입주, 비교적 부족했던 서울 입주 공급**
- **정부 주도의 도시재생사업, 소규모 재건축 및 서울 도심 내 유휴 지역 개발로 공급 확대 기대**

가로주택정비 연도별 현황



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

가로주택정비 개요

대상지	도시계획도로로 둘러쌓인 1만제곱미터 미만의 지역
사업규모	단독주택 10호 이상 또는 공동주택 20가구 이상
주민 동의율	토지 등 소유자 85% 이상 및 토지 면적의 2/3 이상

기존 정비사업 프로세스: 평균 8~9년

정비 기본 계획 수립 → 정비계획수립/구역지정 → 조합설립 추진위 → 조합설립인가 → 사업시행인가 → 관리처분계획 → 착공신고 → 준공 및 입주

가로주택정비사업 프로세스: 평균 1~3년

조합설립인가 → 사업시행인가 → 착공신고→ 준공 및 입주

자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

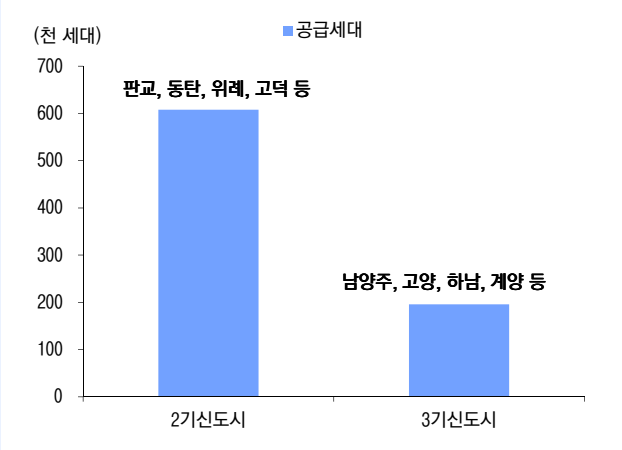
- **용적률 제한, 주차장 의무화 등으로 사업성이 떨어졌던 미니 재개발 '가로주택정비'**
- **규제 완화에 따라 소규모 주택 사업에 엣지가 있는 자이에스앤디의 저변 확대 기대**

Key Charts

3 기신도시 위치: 남양주, 하남, 과천, 인천 계양

자료: 뉴시스 발췌

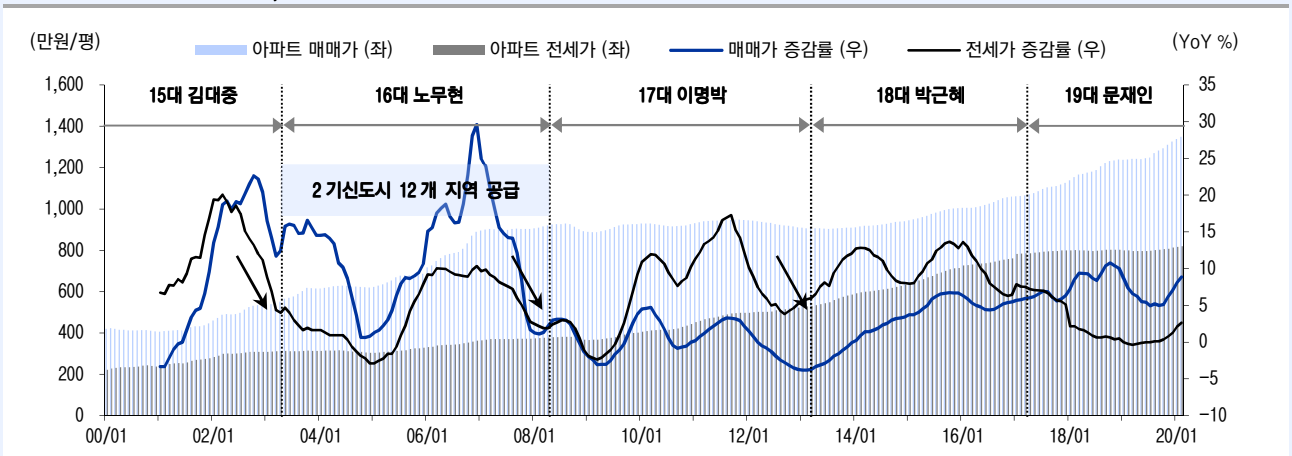
2, 3 기 신도시 공급 세대 수 비교



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 3기는 지구지정 완료 기준이며, 총 공급 계획은 30만세대임

- **수도권 3 기 신도시 조기 공급, 남양주/하남/교산/과천/계양 총 30 만세대**
- **2 기 대비 절대 공급량은 적지만 입지적 조건은 유리, 사업성 확대 전망**

정권별 아파트 평당 매매가, 전세가 및 증감률 추이

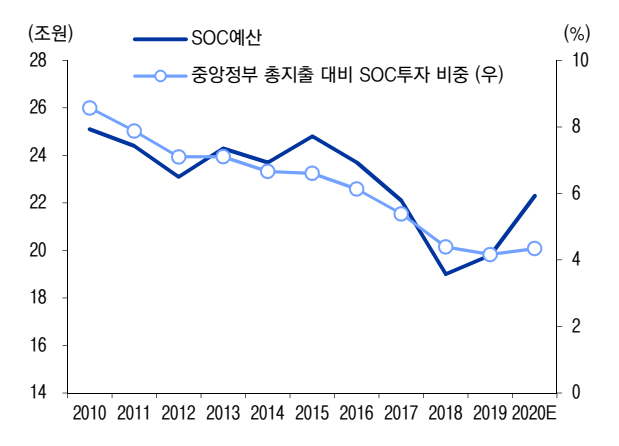


자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

- **정권 임기 만료 시점에 가격 상승률의 둔화 내지는 조정을 보이는 주택 시장**
- **규제가 지속되는 환경에서 국지적 공급 계획은 오히려 가격 상승을 야기할 수 있음**

Key Charts

SOC 재정 투자와 정부 총지출 대비 비중 추이



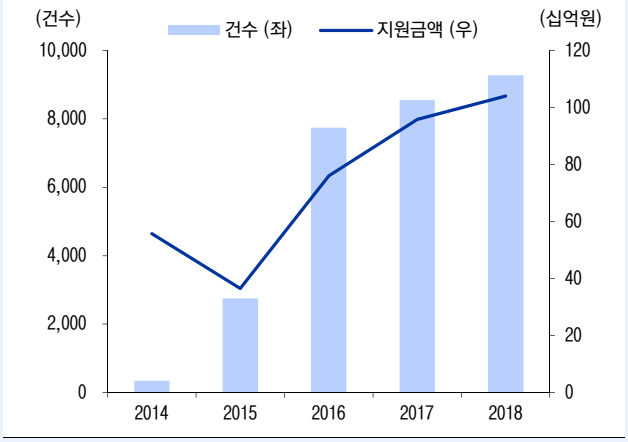
자료: 국토교통부, 기획재정부, 이베스트투자증권 리서치센터

GTX A~D 노선 개요

자료: 건설경제신문 발췌

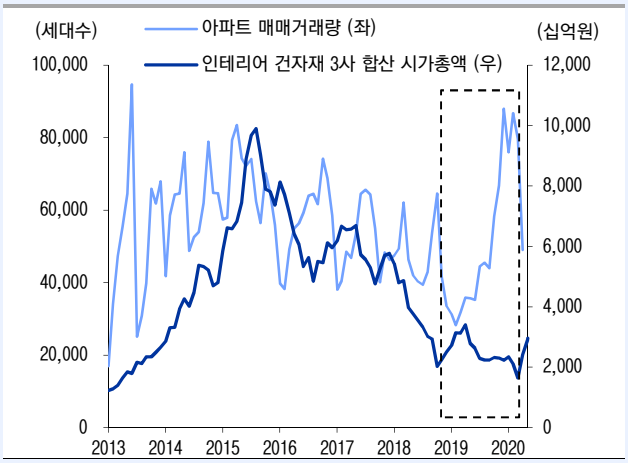
- **SOC 예산 증액에도 불구, 중앙정부 총 지출에서 여전히 낮은 비중**
- **보수적 SOC 기조에도 불구, 3기 신도시와 맞물려 GTX 사업 속도 확대 전망**

연도별 그린 리모델링 이자 지원 사업 승인 현황



자료: 한국토지주택공사, 이베스트투자증권 리서치센터

아파트 매매거래량과 인테리어/건자재 3사 합산 시가총액

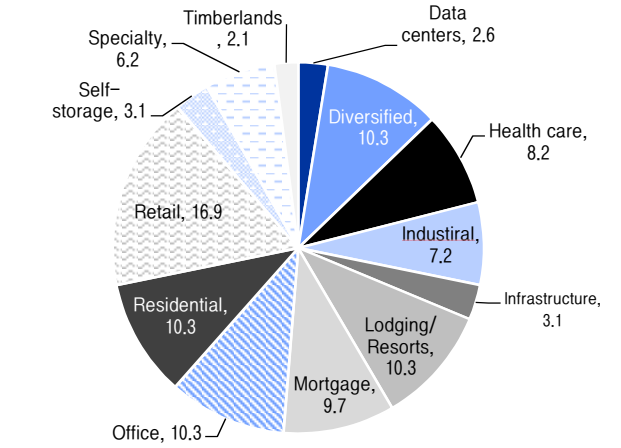


자료: 국토교통부, FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 인테리어 건자재 3사는 한샘, 현대리바트, LG하우시스 기준

- **한국판 뉴딜, 공공시설 그린 리모델링으로 유리/창호/환기 업체 수혜 기대**
- **건자재 주가 단기 호조 지속되나, 2분기 실적 이후 옥석 가리기 시작될 것**

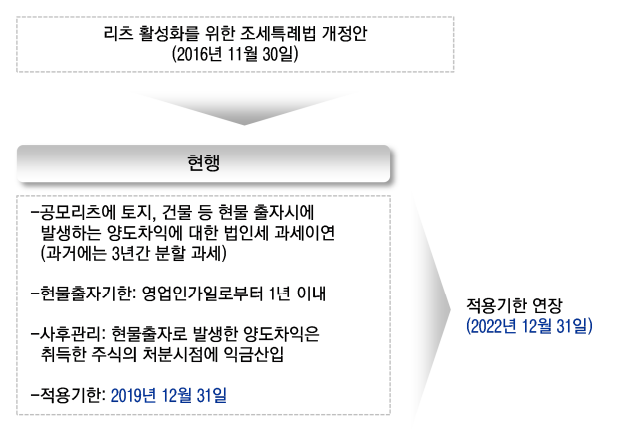
Key Charts

미국 리츠 자산군별 분포



자료: Nareit, 이베스트투자증권 리서치센터
주: AUM이 아닌 설립 개수 기준

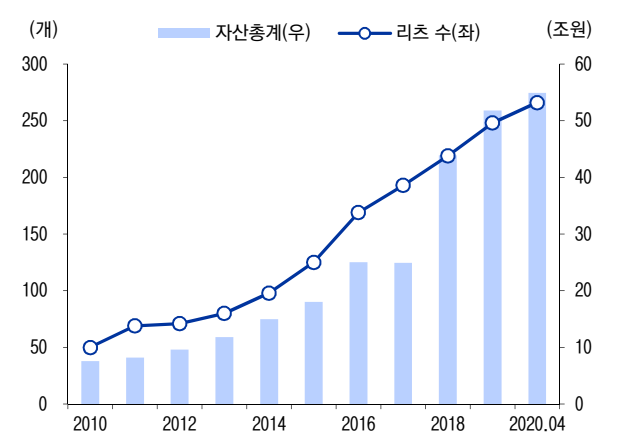
현물출자 시 양도세 과세 이연 적용 연한 연장



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

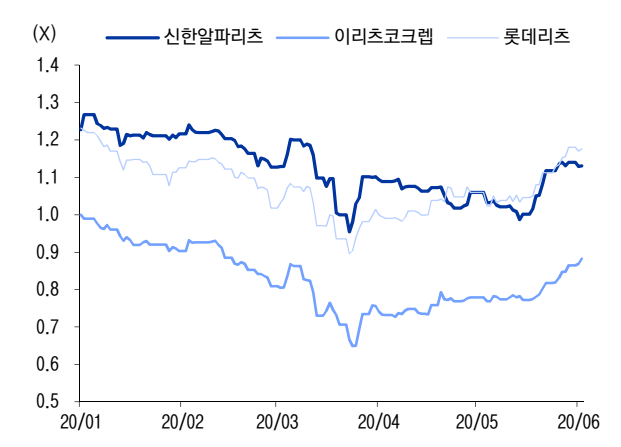
- **미국 리츠 투자 자산은 데이터센터, 헬스케어, 산업재, 목재 등 다양하게 구성**
- **양도세 과세 이연 등의 정책 수혜를 받는 한국 공모 리츠 시장의 장기적 성장성 기대**

연도별 리츠 수 및 설정 자산 규모



자료: 한국리츠협회, 이베스트투자증권 리서치센터

상장 리츠 3 개 종목 P/NAV 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

- **리츠 AUM 55 조원 육박, 주유소/물류센터/호텔 등에 투자하는 리츠 상장 준비중**
- **저점 대비 반등한 리츠 주가, 금리 수준 감안시 여전히 업사이드 포텐셜 보유**

산업분석

건설/건자재
Neutral

정책 Search Light

정책으로 보는 건설 '희망편'

Contents

Part I	수도권 주택 공급과 미니 재개발	9
Part II	광역 인프라와 그린 리모델링	19
Part III	공모 리츠 활성화	26

기업분석

자이에스앤디 (317400)	34
서부 T&D (006730)	39
한샘 (009240)	42
케이씨씨글라스 (344820)	46
하츠 (066130)	49
금호산업 (002990)	52
신한알파리츠 (293940)	55

Part I

수도권 주택 공급과 미니 재개발

서울/수도권 지역의 크고 작은 개발 사업 추진 예정

국토교통부는 주거 안정화의 일환으로 유휴 부지의 개발과 공공의 주도로 지지부진했던 정비 사업에 박차를 가하면서 공급 확대를 견지하겠다는 뜻을 밝혔습니다. 기존 수도권 30만호 공급 계획에 속도의 박차를 가하기 위해 3기 신도시 지구 지정을 마무리 하고, 정비사업 활성화를 위해서 LH, SH 참여형 재개발 및 소규모 정비의 일환인 가로주택정비사업 역시 활성화 하겠다는 입장입니다.

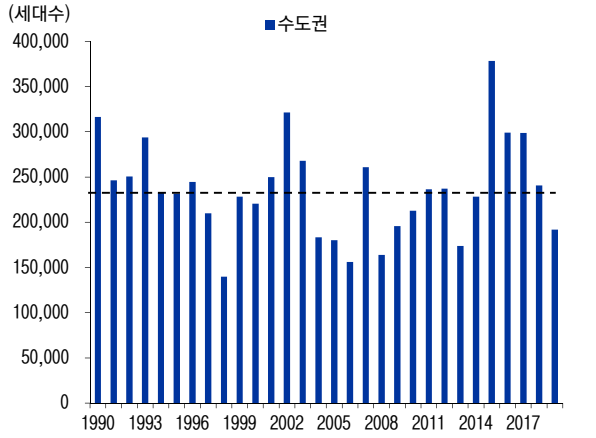
정부 규제 완화로 인해 과거 대비 사업성이 높아진 가로주택정비 사업에서 엣지를 보여줄 것으로 기대되는 건설사는 GS건설의 자회사인 자이에스앤디입니다. 3기 신도시의 수혜주로는 워크아웃 기간을 졸업하면서 LH 수주 레코드를 많이 쌓은 금호산업을, 용산 정비창부지 개발 수혜 및 보유 부지 개발에 따른 수혜주로는 서부T&D를 꼽을 수 있습니다.

공공 주도의 수도권 주택 공급, 재개발

미니 재개발/재건축의 시대

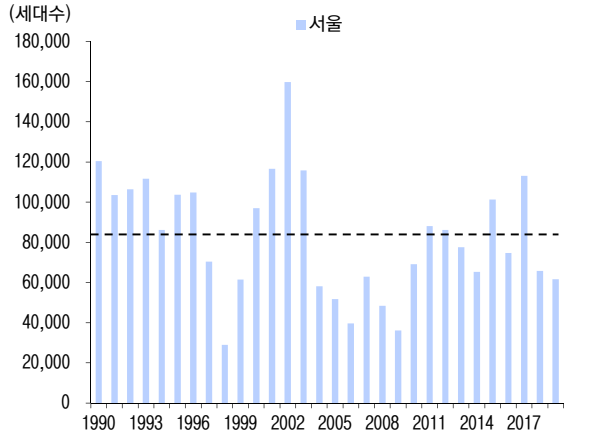
국토교통부는 5/6 '수도권 주택공급기반 강화 방안'을 발표하며 다양한 공급 대책을 발표했다. 이는 최근 몇 년간 급격하게 감소한 서울/수도권 지역 주택 인허가와 입주 물량에 따른 공급 부족 현상을 완화하기 위한 대책으로 보인다. 수도권은 2015년 주택 인허가가 정점에 이르면서, 3년 뒤인 2008년 입주 공급 피크를 기록한 상황이다. 그에 반해 서울지역은 2002년 인허가가 정점을 찍었으나, 입주는 이듬해인 2003년 사상 최고치 83,145세대를 기록한 후 박근혜 정권 직전까지 추세적으로 감소하는 모습이다. 즉, 수도권의 인허가는 곧바로 착공으로 나타나면서 입주 공급에 기여하지만 서울 지역은 분양가 이슈로 인허가만큼 공급이 나타나지 않았다고 볼 수 있다.

그림1 수도권 주택 인허가 추이



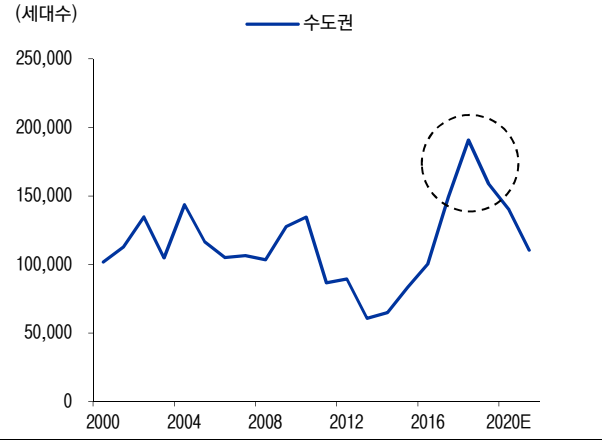
자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 서울지역 주택 인허가 추이



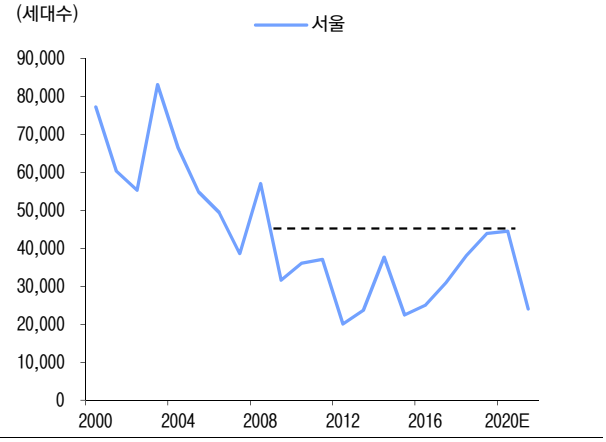
자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 수도권 아파트 입주물량 추이 및 전망



자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 서울지역 아파트 입주물량 추이 및 전망



자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

박근혜 정권의 주택 랠리를 지나며 서울지역 역시 입주 공급이 4만세대 이상 수준으로 증가하는 모습을 보였으나, 사실상 4만세대는 리먼 직전인 2008년 수준의 입주 물량 수준으로 회복한 것이나 다름 없다. 따라서 10년이 넘는 시간동안 인구 밀집과 경제적 부가가치 집중도가 높아진 서울의 문화, 경제적 환경을 고려할 때 사실상 주택 공급은 부족 상태라고 보여진다.

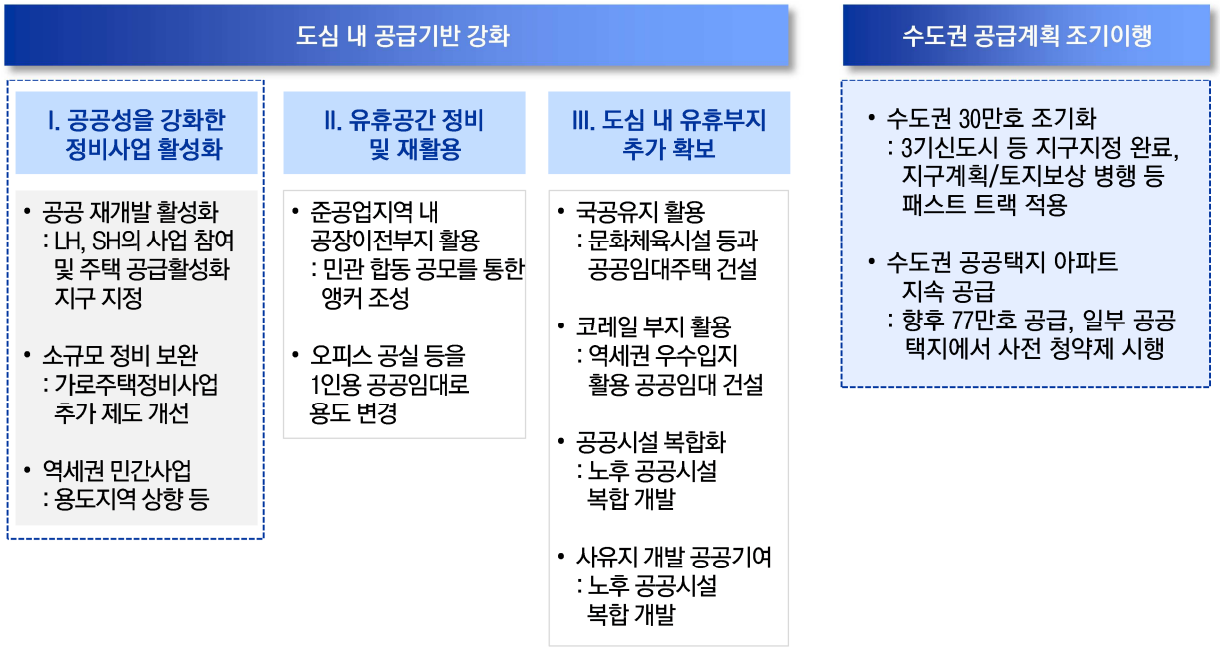
따라서 금번 국토교통부의 정책 역시도 강남3구 개발로 인한 투기 세력의 확대가 아닌, 주거 안정화의 일환으로 유휴 부지의 개발과 공공의 주도로 지지부진했던 정비 사업에 박차를 가하면서 공급 확대를 견지하겠다는 뜻으로 해석된다. 기존 수도권 30만호 공급 계획에 속도의 박차를 가하기 위해 3기 신도시 지구 지정을 마무리 하고, 정비사업 활성화를 위해서 LH, SH 참여형 재개발 및 소규모 정비의 일환인 가로주택정비사업 역시 활성화 하겠다는 입장이다.

표1 국토교통부, 3년간 총 4만호의 정비사업 추진 계획

(단위: 만 세대)	2020년	2021년	2022년	2022년 누계
총계	0.40	1.11	2.49	4.00
1) 공공재개발	0.05	0.45	1.50	2.00
2) 소규모정비	0.14	0.37	0.69	1.20
2)-1. 가로주택정비	0.09	0.22	0.39	0.70
2)-2. 소규모재건축	0.05	0.15	0.30	0.50
3) 역세권 민간개발	0.21	0.29	0.30	0.80

자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

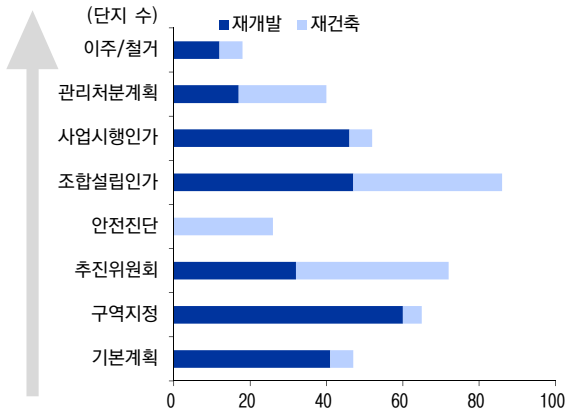
그림5 국토교통부 5/6 수도권 주택공급 추진 전략: 기존 정책 가속화 + 시내 부지 개발



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 점선 부분을 자료의 Part I, 나머지 부분을 Part II로 구분

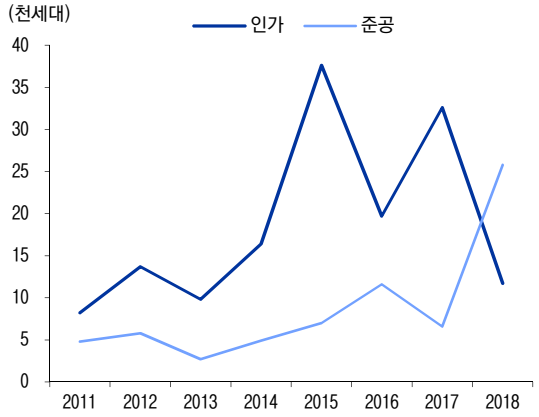
도시정비사업은 최소 8~10년이라는 긴 인허가 절차를 가지고 있는데, 이 과정에서 조합원 사이의 이견이나 분양가 규제 등과 같은 이슈로 인해 일반적으로 사업 진행이 쉽지 않다. 특히 정부의 분양가 상한제 도입 및 부동산 규제 확대로 인해 서울/수도권의 재건축 인가는 2018년 기준 급격하게 감소한 실정이다. 아파트 단지를 새로 지어 올리는 재건축 사업은 규제의 발목에 묶여 상반기 분양가 상한제 유예 적용 단지 70여군데를 제외하고 나서는 추가 공급이 쉽지 않을 전망이다. 그러나 재개발의 경우는 정부가 나서서 속도에 박차를 가할 여지가 많다. 재개발은 재건축에 비해 더욱 복잡한 이해관계가 얽힌 만큼 조합설립인가 단계까지 진행되는 것 조차도 쉽지 않다. 이에 따라 정부는 공공 재개발을 통해 분담금이 부족한 조합원에게 금융 지원을 해주고, 비 거주시설은 리츠를 통해 매입을 지원하는 등 재개발 사업의 속도를 높일 예정이다.

그림6 서울시 재개발, 재건축 프로세스별 단지 현황



자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 서울/수도권 재건축 연간 인가 및 준공 (~2018)



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 서울시 공공 재개발로 달라지는 점 요약

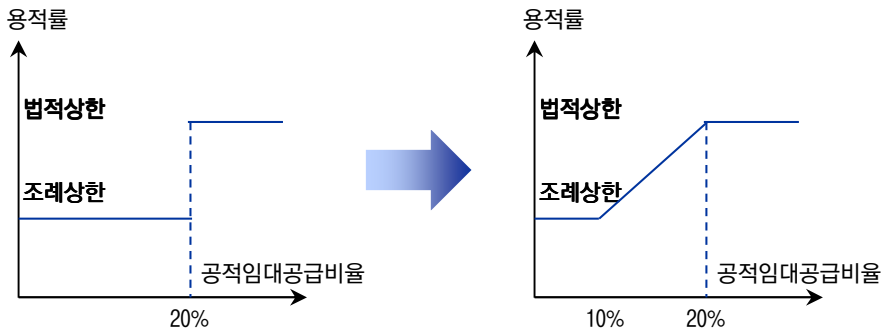
기존	변경	비고
조합원 (집주인)		
분담금 상승 우려	공공이 분담금 수준 보장	LH, SH가 관리처분시 산정되는 분담금을 끝까지 보장 (사업여건상 필요 분담금&조합원 희망 분담금 평균 수준) 저소득층의 분담금 대납 지원 (이후 10년간 주택 거주 후 처분)
사업추진 중 갈등, 비리	공공이 사업 관리	-
중도금 60% 융자부담	중도금 40%로 하향	보증금의 70%, 연 1.8%의 이주비 융자 (이주비 융자는 LH,SH가 전세금을 대납하고 조합원에게 이자를 수령)
세입자		
사업착수 후 재입주 어려움	재정착 지원범위 확대	정비구역 지정 이전에서 공공시행자 지정시로 기준 확대
영세상인 등 생계 걱정	국비 지원으로 대체 영업지 마련	
신속한 사업 및 사업성 제고 지원		
사업 기간 (지정~착공) 10년	사업기간 5년	1천세대 이상 기준
분양가 상한제 적용	분양가 상한제 적용 예외	조합원 물량을 제외한 50% 이상을 공적 임대
기부채납시 용적률 완화	용도지역 상향, 용적률 추가 완화	
사업비 및 이주비 지원 없음	주택도시기금 융자 실시	총 사업비 50%까지 연 1.8%로 융자
비거주시설 매입지원 없음	공간지원리츠로 매입 지원	상가, 공장시설 등 비주거시설 매입 지원

자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그 중 가장 활성화 될 수 있는 정비 방식은 소규모 정비 사업인 가로주택정비 사업으로 판단한다. 가로주택정비 사업은 미니 재개발 사업으로, 도로에 둘러 싸인 블록 단위의 소규모 노후 주택, 빌라 등을 정비하기 위해 도입된 정책으로, 재건축/재개발과는 다르게 기존 도로 및 기반 시설을 그대로 유지하면서 해당 면적만 개발하는 방식이다.

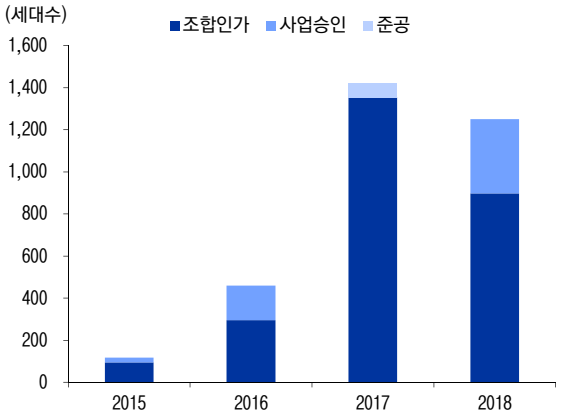
과거에는 용적률 상한이나 주차장 설립 의무 기준 등으로 인해 사업성이 떨어져 건설사들이 쉽게 입찰에 참여하지 않았다. 매출 규모도 500억원 내외인데다 낮은 사업성으로 사이트 예상 영업이익률이 낮은 한자릿수에 그쳤기 때문이다. 이러한 문제를 파악한 국토교통부는 가로주택정비사업의 용적률 완화 및 각종 의무 사항들을 폐지하면서 사업성을 높였다. 기본적으로 가로주택정비는 사업 추진 절차가 기존 정비사업과는 달리 정비기본계획, 정비구역/정비계획, 조합설립추진위 3개의 단계가 생략되기 때문에 사업 속도가 1~3년으로 상당히 빠르다는 장점이 있다. 따라서 가로주택정비사업 활성화로 인한 서울/수도권 낙후 지역의 도시 재생이 가능해질 것으로 기대된다.

그림8 소규모 주택정비사업 용적률 완화 조건 개선



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 가로주택정비 연도별 현황



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 가로주택정비사업 개요

대상지	도시계획도로로 둘러쌓인 1만제곱미터 미만의 지역
사업규모	단독주택 10호 이상 또는 공동주택 20가구 이상
주민 동의율	토지 등 소유자 85% 이상 및 토지 면적의 2/3 이상

기존 정비사업 프로세스: 평균 8~9년

정비 기본 계획 수립 → 정비계획수립/구역지정 → 조합설립 추진위 → 조합설립인가 → 사업시행인가 → 관리처분계획 → 착공신고 → 준공 및 입주

가로주택정비사업 프로세스: 평균 1~3년

조합설립인가 → 사업시행인가 → 착공신고→ 준공 및 입주

자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

가로주택정비의 기본적인 한계가 낮은 용적률에 있다 보니, 규모가 큰 대형 건설사의 먹거리라고 볼 수는 없다. 용적률 제한이 있기 때문에 신축을 하더라도 일반 분양 세대수가 적기 때문에 절대 마진이 크지 않기 때문이다. 또한, 완공이 되더라도 주변 지역이 노후화된 채로 유지될 리스크가 있어 쉽게 사업이 진행되지 않았던 실정이다.

그러나 정부 규제 완화로 인해 과거 대비 사업성이 높아진 상황에서, 가로주택정비 사업에 엣지를 보여줄 것으로 기대되는 건설사가 있다. 바로 '자이에스앤디'이다. 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 주택 개발 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. 향후 소규모 재건축 니즈가 확대될 것으로 보여, 자이에스앤디의 니치 마켓을 공략하는 전략이 유효할 것으로 예상한다. 자이에스앤디는 이미 낙원청강연립, 대구 수성동1가 가로주택정비사업을 수주하며 니치 마켓에서의 저력을 보여주고 있다.

그림11 가로주택정비사업 개요: 종전의 가로를 유지하면서 소규모로 주거환경을 개선하는 사업

자료: 경기도시공사, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 자이에스앤디 (자이 S&D) 가로주택정비사업 수주 내역

수주 상세	
낙원청강연립 가로주택정비사업	
공사위치	서울시 서초구 서초동
규모	지하5층, 지상5층~14층, 아파트 2개동
계약금액	187억원
대구 수성동 1가 가로주택정비사업	
공사위치	대구 수성구 수성동1가 288번지
규모	지하2층~지상19층 5개동 총219세대 근린 및 생활시설
계약금액	482억원

자료: 자이에스앤디, 이베스트투자증권 리서치센터

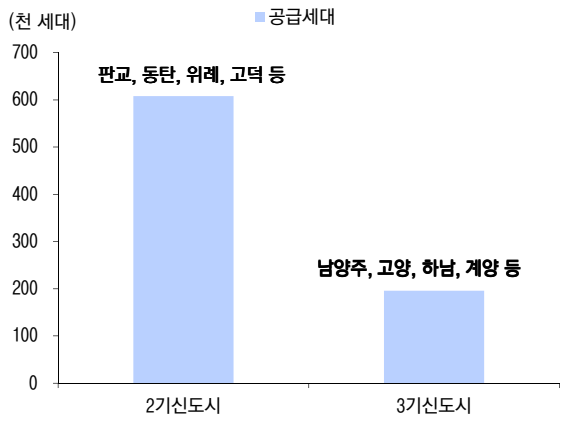
소규모 재개발 이외에도 수도권의 3기 신도시 공급 확대가 기대된다. 3기 신도시는 남양주 왕숙 지구, 하남 교산지구, 과천 과천지구, 계양 테크노밸리 등으로 지구 선정 완료 또는 지구 선정 예정이 되어있다. 물론 2기 신도시인 판교, 동탄, 위례 등에서 60만여세대가 공급되었던데 비해서는 3기 신도시는 20만세대로 공급 세대수가 비교적 적은 편이다. 그러나 일부 입지는 기존 2기 신도시에 비해 서울시와 입지적으로 유리한 사이트이기 때문에 분양성이 상당이 높을 것으로 기대된다. 3기 신도시의 수혜주로는 워크아웃 기간을 졸업하면서 LH 수주 레코드를 많이 쌓은 '금호산업'을 꼽을 수 있겠다.

다만, 금번 정책과 유관된 특정 기업들의 수혜 이외에 전체적인 서울/수도권 가격 안정화에 도움이 될 수 있는지는 생각해볼 부분이다. 정권별 아파트 평당 매매가, 전세가 추이를 통해 1) 정권 임기 말 최소 가격 상승률의 둔화 정도의 조정이 나타난다는 점, 2) 공급 축소 정책은 언제나 큰 폭의 가격 상승을 야기했다는 점을 고려할 때, 부동산 공급 다운사이클에서 소규모 공급 정책은 가격의 하락을 만드는 대안이 되지는 못한다는 판단이다.

그림12 3기신도시 위치: 남양주, 하남, 과천, 인천 계양

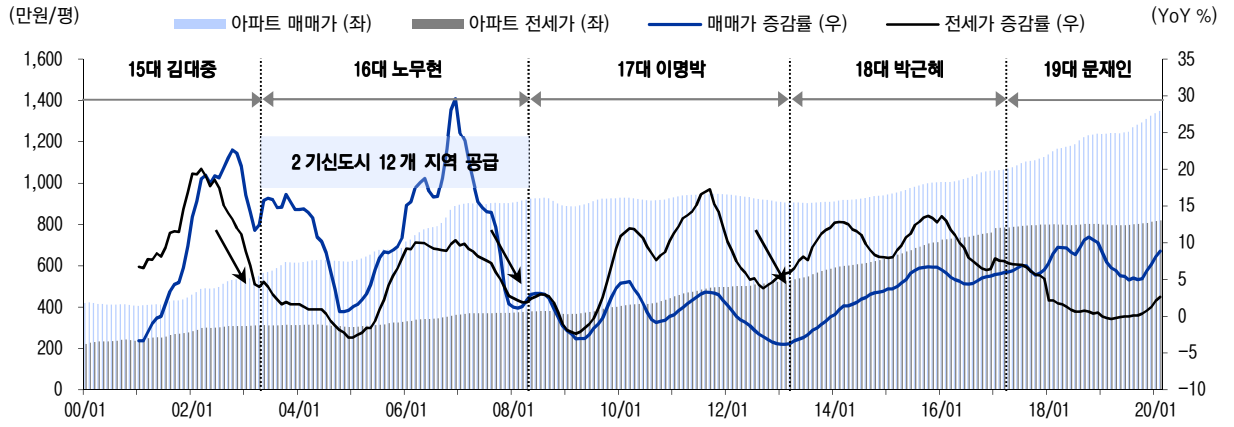
자료: 뉴시스 발췌

그림13 2, 3기 신도시 공급 세대 수 비교



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 3기 신도시는 지구지정 완료된 세대수 기준이며, 총 계획은 30만세대임

그림14 정권별 아파트 평당 매매가, 전세가 및 증감률 추이



자료: 부동산114, 이베스트투자증권 리서치센터

유휴 부지 개발을 통한 서울시 주택 공급

수도권에 비해 비교적 주택 공급이 부족했던 서울시의 경우 정부에서 기존 물류시설 및 유휴 공간을 정비, 재활용하여 도시 재생 사업을 진행, 공급을 확대하겠다는 입장이다. 준공업지역과 공실 등을 활용하여 2022년간 총 15,000세대를 공급할 예정이며, 구 별로는 영등포구, 구로구, 금천구 등이 가장 개발 대상 면적이 많다. 서울지역 연간 입주 평균 공급량이 3만세대 수준임을 감안할 때, 연간 5천세대씩 공급된다는 가정하에 연간 공급량의 17% 수준이 추가로 확보되는 셈이다.

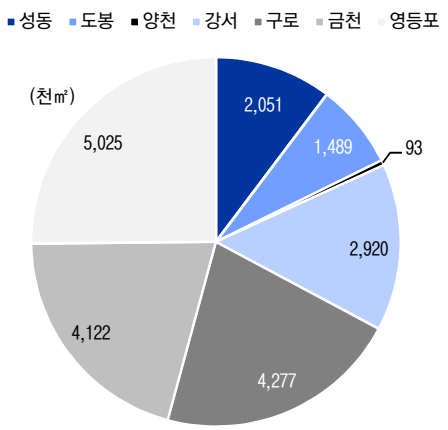
준공업지역의 개발은 서울 난개발로 인해 주거지역 바로 근교에 물류시설, 차고지 등이 세워져 있어 주거 지역의 낙후화, 슬럼화를 야기하는 지역을 개발하는 계획이다. 첨단산업시설을 새로 지어 물류시설 및 차고지를 단일 건물에 일원화하고, 기존 주거지역 인근 시설은 주거+산업시설로 변경하는 것이 큰 골자이다. 이를 통해 공급 부족의 해소뿐만 아니라 낙후된 지역의 정비 효과 까지 기대할 수 있어, 매우 긍정적인 정책으로 판단한다.

표4 서울시내 유휴공간 정비 및 재활용: 3년간 총 1.5만세대 확보

(단위: 만세대)	2020	2021	2022	2022누계
연도별 공급	0.2	0.4	0.9	1.5
준공업지역	0.1	0.2	0.4	0.2
공실 재활용	0.1	0.2	0.5	0.3
공실전환	0.0	0.1	0.4	0.2
다중주택	0.1	0.1	0.1	0.1

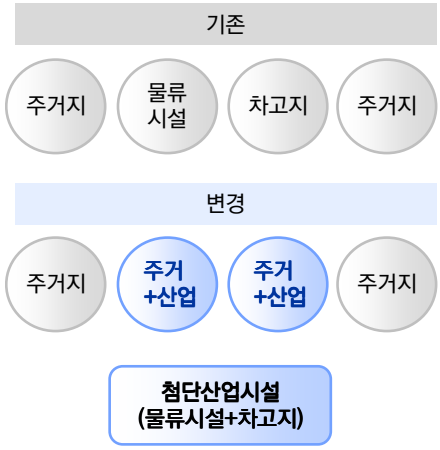
자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 서울 내 준공업지역 자치구별 현황



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권

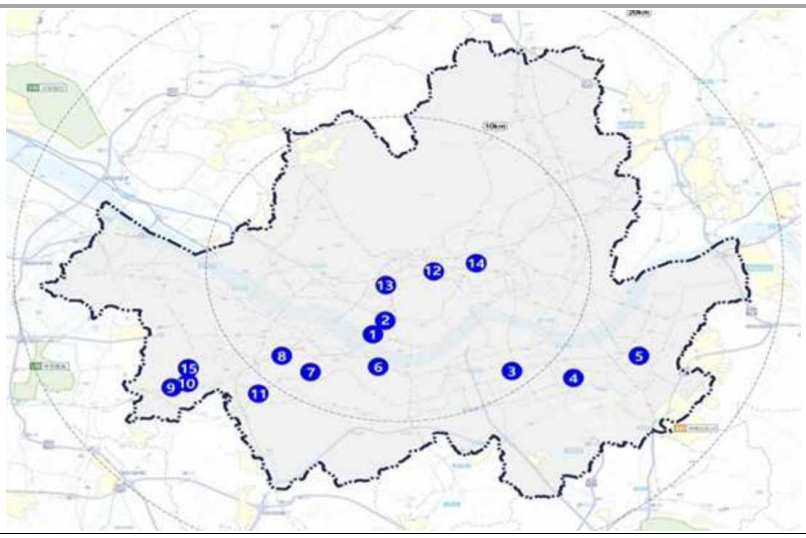
그림16 서울 내 준공업지역 개발 개요



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

서울 도심 총 18개 부지가 아래 지도와 같이 선정되어 있으며, 그 중 가장 공급 계획이 많은 단지는 용산정비창 부지 8천세대이다. 4천가구는 공공주택, 4천가구는 민간에 매각할 것을 큰 골자로 하고 있으며, 그간 코레일과 시행사간의 소송으로 인해 개발이 멈춰왔던 도심내 대형 사이트인 만큼 개발 확정에 따른 기대감이 주변 지역 시세에 반영되는 상황이다. 경기 과천 신도시 주택 공급이 7천세대였다는 점을 감안, 미니 신도시가 용산 부지 하나에 들어서는 셈이다. 공급 확대의 측면에서 서울 시내 유휴 부지 개발은 긍정적인 정책으로 판단되며, 용산 정비창부지 개발 수혜 및 보유 부지 개발에 따른 수혜주로 꼽히는 종목은 '서부T&D'이다.

그림17 서울 도심 유휴 부지 1.5만호 상세 위치 (2021~2022년 사업승인 완료)



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 서울 도심 개발 예정 유휴 부지 및 공급 세대수

No.	사업부지	부지유형	호수
①	용산정비창	코레일/국공유지	8,000
②	용산유수지	국공유지	500
③	역삼동 스포월드	사유지 공공기여	185
④	대치동 코원에너지	사유지 공공기여	149
⑤	방이2동 주민센터	공유지	138
⑥	흑석동 유수지	국유지 등	210
⑦	해군복지단	국유지 등	110
⑧	영등포 쪽방촌	국유지, 사유지	1,190
⑨	오류동역	코레일 부지	360
⑩	오류동 기숙사	코레일 부지	210
⑪	구로 노동자복지관	공유지	220
⑫	중구 청사부지	공유지	500
⑬	서울역 북부역세원	코레일 부지	516
⑭	창신1동 주민센터	공유지	208
⑮	**서부트럭터미널**	**국공유지, 사유지**	**950**
-	개발계획 확정 후 공개부지	코레일, 국유지	2,000
합산			15,446

자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

서부T&D의 유형자산 및 투자 부동산은 인천 연수구 스퀘어원 쇼핑몰, 서울 용산 드래곤 시티 호텔 (노보텔, 이비스 등), 서울 양천구 신정동 부지이다. 금번 서울시 부지 개발 계획에 신정동 사이트가 선정되면서 최근 주가 움직임이 좋았다. 대표적인 자산주인 만큼 자산가치에 따른 밸류에이션을 따져보면 주당 NAV는 최소 8,000원에서 최대 12,000원까지 계산되기 때문에, 현 주가 레벨에서도 여전히 업사이드 포텐셜이 남아있다는 판단이다.

표6 서부 T&D NAV 보수적, 긍정적 산정

(단위: 십억원)	금액	비고
자산가치 합산	969.6	장부가 기준, 2019년 재평가
인천 스퀘어원	183.1	인천 연수구 쇼핑몰
용산 호텔	399.1	용산 노보텔, 이비스 등
신정동 부지	387.4	양천구 물류센터부지
순차입금	500	2019년말 기준
보수적 NAV	470	단순 장부가와 순차입금 차액
# of Shares (천 주)	55,439	총발행주식수 기준 (자사주 미차감)
보수적 주당 NAV (원)	**8,471**	
종가 (6/5, 원)	6,660	
Upside (%)	27.2	
예상 순차입금	300	리츠로 유동화 후 일부 상환 가정
긍정적 NAV	670	
# of Shares (천 주)	55,439	
긍정적 주당 NAV (원)	**12,078**	
종가 (6/5, 원)	6,660	
Upside (%)	81.4	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표7 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
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)

자료: 서부T&D, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

광역 인프라와 그린 리모델링

GTX 가속화와 노후 공공시설 그린 리모델링

정부의 보수적인 SOC 투자 기조는 아쉽지만, 수도권 주거 공급 확대 정책과 맞물린 광역 인프라 확충은 속도에 박차가 가해질 전망입니다. 경기광역철도 GTX는 현재 A~C노선까지 계획되어 있으며, 전체 사업비는 13조원 가량입니다. 정부는 김포~하남에 이르는 GTX D노선에 대한 구체적인 계획도 하반기에 발표할 계획입니다.

또한 한국판 뉴딜 정책이 발표되면서 유관 종목들의 단기 주가 상승이 나타나고 있습니다. 구체적으로 어린이집, 보건소 등을 포함한 생활 SOC와 정부 공공 기초 시설에 고효율 에너지의 리모델링에 투자하여 건물 효율을 높이겠다는 것입니다. 직관적으로는 비교적 교체가 용이한 유리/창호 사양 변경이 기대되기 때문에 케이씨씨글라스와 같은 유리 업체, KCC, LG하우시스와 같은 창호 업체 등에도 좋은 모멘텀이 될 수 있다는 판단입니다. 환기형 시스템 공기청정기 시스클라인을 개발한 자이에스앤디, 레인지후드와 같은 환기 시스템 솔루션 업체인 하츠 등에도 주목합니다.

수도권 인프라 개발과 낙후 시설 리모델링

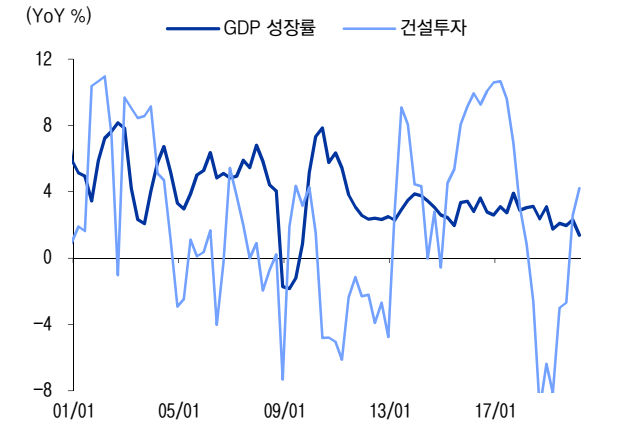
소극적인 SOC투자 기조에도 불구, 수도권 광역 인프라 개발은 가속화

최근 몇 분기간 우리 나라 GDP는 2018년 반도체를 포함한 순수출이 증가하는 사이클이 오면서 건설투자 감소분을 비교적 상쇄하며 성장률이 만들어지고 있는 모습이 확인되고 있다. 그러나 분명한 것은 과거 몇 년간, 심지어 2019년 4분기에도 경제 성장률에 건설 투자 의존이 나타나고 있음은 부정할 수 없는 사실이다. 건축, 토목이 성장성을 이끌어간 구간이 분명히 존재하고, 특히 최근과 같은 코로나19 사태로 인해 민간 지출의 비정상적 감소가 나타나는 상황에서 정부지출 역시 소극적이기 때문에 경제 성장률 둔화에 대한 우려가 지속되는 것으로 판단하고 있다. 금리 하락 기조에도 불구하고 건설 투자가 감소하고 있기에, 현 시점에서 정부의 SOC 투자 기조가 비교적 아쉽다.

그림18 GDP 성장률과 민간 소비 증감률 비교

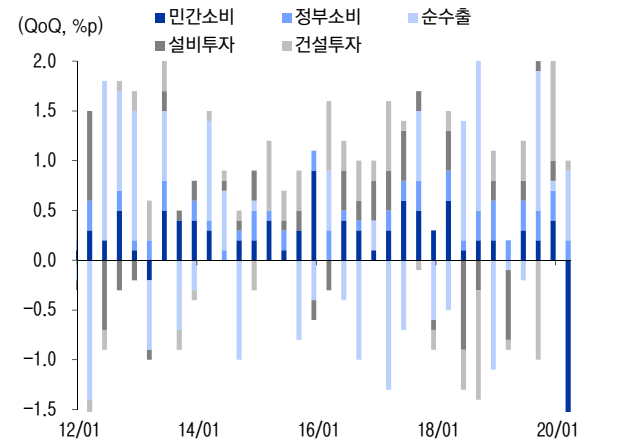
자료: 한국은행, 이베스트투자증권

그림19 GDP 성장률과 건설 투자 증감률 비교



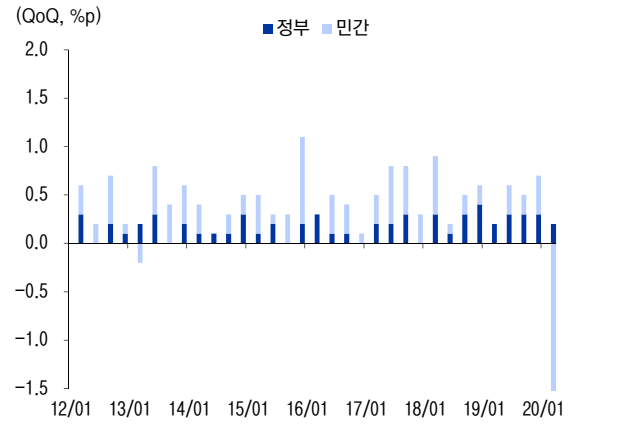
자료: 한국은행, 이베스트투자증권

그림20 지출항목별 GDP 성장 기여도 비교



자료: 한국은행, 이베스트투자증권

그림21 정부, 민간 지출의 GDP 성장 기여도 비교



자료: 한국은행, 이베스트투자증권

2017년 문재인 대통령의 '문재인의 경제비전-사람경제 2017' 당시의 발표문을 되돌아보면, 정부의 SOC 기조가 이해가 된다. SOC에 무리한 투자를 했던 일본의 사례를 답습하지 않겠다는 것이다. 일본의 부동산 버블은 주택에만 국한된 것이 아니었다. 미쓰비시는 미국 록펠러센터를 매입하고, 정부는 무리하게 SOC에 재정투자를 집중했다. 따라서 일본의 잃어버린 10년은 주택 버블과 더불어 무리한 SOC 재정 지출이 막대한 부채로 쌓이게 된 셈이다.

그러나 건설산업연구원에 따르면 한국의 SOC 예산은 '신규 투자'에만 집중되어 있고, 노후화된 SOC의 유지/보수는 제대로 반영되어 있지 않다고 한다. 건설산업연구원의 분석에 따르면 물가 상승률 2% 기준으로 연간 부족한 SOC가 20조원 가량이라고 한다. 또한 한국의 지리적 특성을 고려할 때 동서간 횡단 SOC 인프라가 부족하기 때문에, 현 시점에서 무조건적인 SOC예산 삭감이 정답이라고 하기에는 아쉬움이 있다.

그림22 문재인 대통령 '문재인의 경제비전-사람경제 2017' 발표문 발췌

존경하는 국민 여러분 저는 오늘, 새로운 대한민국의 경제비전을 밝힙니다. 핵심은 사람중심 경제입니다.
(중략)
산업화 시대의 경제관행을 4 차 산업혁명 시대에 맞게 바꾸겠습니다. 그간의 경제정책은 기업에 사회적 자원을 몰아주는 것이 시작이었습니다. 기업에 투자하면 국민에게 혜택이 전달되는 낙수효과를 기대하고 추구한 것입니다. 그러나 한계가 확인됐습니다. 순서를 바꾸겠습니다. 사람에게 투자해 기업과 국가의 경쟁력을 살리는 사람중심의 경제성장 구조로 바꾸겠습니다.
(중략)
사람중심의 경제성장을 위해 대규모 재정자금을 추가 편성 집행하겠습니다.
장기 경기침체가 지속되는 상황에서 재정이 적극적인 역할을 해야 한다는 것은 오바마의 '미국의 회복과 재투자법안(ARRA 2009)'이 만들어낸 일자리 성과로도 확인되었습니다. 살림이 어렵다고 소극적 재정계획을 세워서는 안된다는 것이 OECD, IMF 등 국제기구의 권고사항이며, 국민들도 공감하고 있습니다.
현재 '중기 국가재정운용계획'은 연 평균 3.5% 증가를 예정하고 있습니다. 연평균 7% 수준으로 적극 확대하겠습니다. 재정자금은 사람에 대한 투자를 중심으로 경제 활력을 회복하고, 미래 성장기반을 구축하는데 쓰일 것입니다. SOC 에 집중 투자했던 과거 일본의 실패를 되풀이할 이유가 없습니다.
10 대 핵심 분야에 투자하고 일자리를 만들겠습니다. 일자리창출, 4 차 산업혁명, 교육보육, 보건복지, 신 농업 6 차산업화, 국민생활안전, 환경, 문화관광예술체육, 지역경제 활성화, 사회적 서비스 분야입니다.
특히 4 차 산업혁명은 사물인터넷, 빅데이터, 지능정보사회의 기반을 만드는 인프라에 투자해 대응하겠습니다. 이를 통해 연평균 50 만개 이상의 신규 일자리가 창출될 것입니다.
(중략)
공정이 혁신입니다.
혁신이 통합입니다.
공정과 혁신과 통합의 길이 사람중심의 경제입니다.
새로운 대한민국, 공정과 혁신, 통합의 경제를
국민과 함께 만들겠습니다.
감사합니다.

자료: 청와대, 이베스트투자증권 리서치센터

한국은행에서 5년 단위로 발표하는 전체 산업별 고용 계수가 있다. 10억원의 부가가치 당 몇 명의 고용이 발생할 수 있는지를 보여주는 계수이다. 고용 계수가 높으면 당연히 해당 산업의 고용 창출 능력이 좋다고 볼 수 있겠지만, 어떤 의미로는 고용 계수가 낮아지는 것이 산업의 기술 효율성이 증대되었다고 해석할 수도 있겠다. 2015년 기준 전체 산업 평균 고용 계수는 4.5명/10억원으로 5년전 8.3명/10억원 대비 감소하면서 기술 고도화가 나타나고 있다고 보여진다. 그럼에도 불구하고 서비스업 다음으로 고용 계수가 높은 산업이 건설업임을 감안할 때, 적소에 필요한 SOC 투자는 반드시 집행되어야 한다는 판단이다.

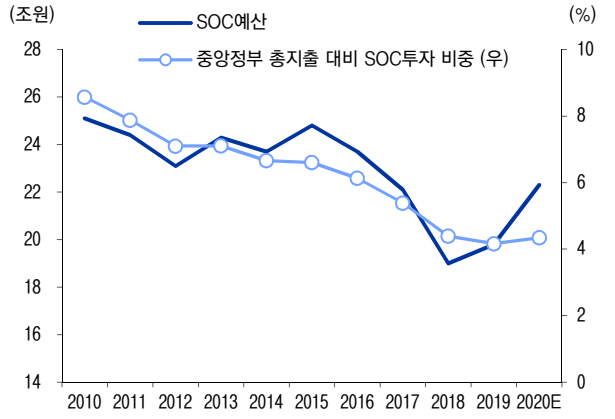
물론 대폭 삭감된 SOC 예산은 두 번 증액되면서 22조원 수준으로 설정되어 있지만, 이를 중앙정부의 총 지출과 비교해 보면 그리 큰 비중은 아님을 알 수 있다. 2018년 대비 절대 예산 증액이 나타난 것은 긍정적이나, SOC 신규 사업 예산과 공공부문 토목 수주 실적을 비교할 때 결국 2년의 래깅이 발생하기 때문에 정부의 예산 증액에 따른 섹터의 수혜 역시도 다소 더디게 나타날 것으로 보인다.

표8 한국은행 기준 각 산업별 고용 계수

(명/10억원)	2000	2005	2010	2015
농어업	3.1	2.4	2.3	1.6
광업	6.5	4.8	4.4	2.9
제조업	5.2	3.5	1.9	2.0
전력, 가스, 수도, 폐기물처리업	3.1	2.5	1.6	1.5
건설업	**9.6**	**6.7**	**5.5**	**5.2**
서비스업	12.0	9.7	8.1	7.1
전체산업 평균	8.3	6.3	4.6	4.5

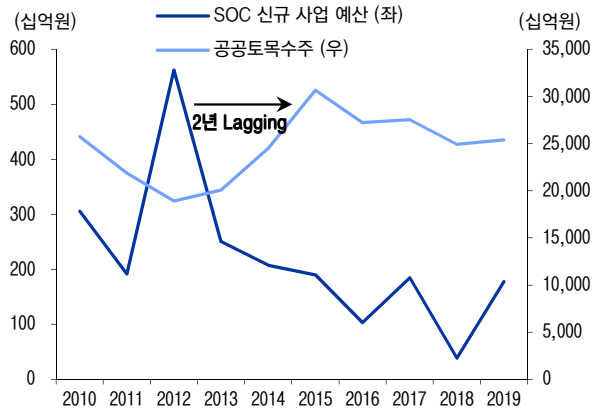
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 SOC 재정 투자와 정부 총지출 대비 비중 추이



자료: 국토교통부, 기획재정부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 SOC 예산과 공공부문 토목 수주 추이



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그럼에도 불구하고 정부는 3기 신도시와 같은 수도권 주거 공급 확대 정책과 더불어 수도권 광역 인프라 확충에는 상당히 적극적인 스탠스를 취하고 있다. 경기광역철도 GTX는 현재 A~C노선까지 계획되어 있으며, 전체 사업비는 13조원 가량이다. 공사비는 보통 사업비의 40%~60% 가량 된다. 국토교통부에 따르면 노선별 경제적 부가가치 창출 효과가 공사비의 2배 수준이라고 소개하고 있기에, 대략 사업비와 경제적 부가가치 창출 기대 금액이 유사하다고 해석할 수 있겠다. 정부는 김포~하남에 이르는 GTX D노선에 대한 구체적인 계획도 하반기에 발표할 계획이다.

표9 GTX A~D 노선 사업 현황

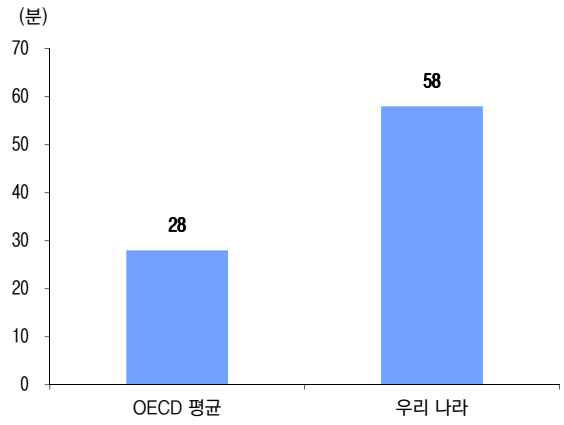
노선	구간	길이	현황	사업비
A	파주운정~동탄	83.3km	2018년 12월 착공 / 2023년 개통	2조 8,998억원
B	인천송도~남양주마석	80.1km	예비타당성 조사 통과 / 2022년 착공	5조 7,351억원
C	양주덕정~수원	74.2km	기본계획 수립 중 / 2021년 착공, 2026년 개통	4조 3,088억원
D	김포, 검단~하남	-	하반기 발표 예정	-

자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 GTX A~D 노선도 개요

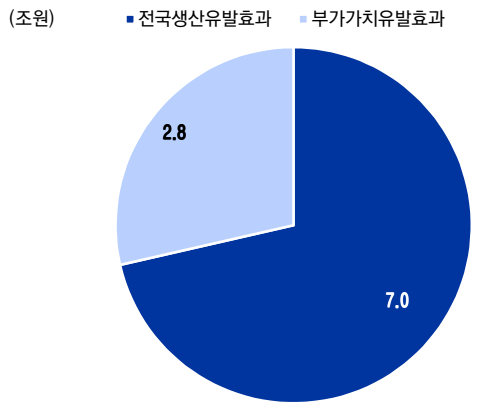
자료: 건설경제신문 발췌

그림26 OECD 대비 우리 나라 평균 출퇴근 시간



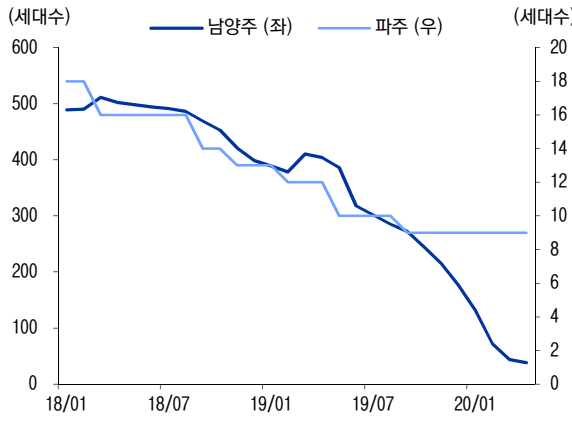
자료: OECD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 GTX A 노선 경제적 부가가치



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 파주 운정지구 및 남양주 지역 미분양 아파트 추이



자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 준공후 미분양 기준

6/2, 공공시설의 제로 에너지화와 그린 리모델링

최근 한국판 뉴딜 정책이 발표되면서 유관 종목들의 단기 주가 상승이 나타났다. 건자재는 정부의 공공시설 제로 에너지화 발표에 따라 B2C, B2B 할 것 없이 동반 상승하는 모습이다. 구체적으로 어린이집, 보건소 등을 포함한 생활 SOC와 정부 공공 기초시설에 고효율 에너지의 리모델링에 투자하여 건물 효율을 높이겠다는 것이다. 이에 따라 환기형 시스템 공기청정기 시스클라인을 개발한 **'자이에스앤디'**, 레인지후드와 같은 환기 시스템 솔루션 업체인 **'하츠'** 등의 수혜가 기대된다.

'그린 리모델링 이자 지원 사업'은 2014년에 도입되었는데, 건물주가 건물을 리모델링함에 있어서 에너지 저감 건자재를 사용할 경우에 저리로 자금 대출을 해주는 방식이다. 이 제도는 비교적 교체가 용이한 창호 사양 변경에 주로 사용되었기 때문에, **'케이씨씨글라스'**와 같은 유리 업체, **'KCC'**, **'LG하우시스'**와 같은 창호 업체 등에도 좋은 모멘텀이 될 수 있다는 판단이다.

표10 6/2, 국민 생활과 밀접한 공공시설의 제로에너지화 전면 전환

정책	비고 및 대상
4대 노후 공공건축물 그린 리모델링	어린이집, 보건소, 의료기관, 공공임대주택 등
에너지 고효율화 시설로 업그레이드	생활 SOC 51개소, 국공립 어린이집 30개소, 환경 기초시설 37개소 등
국립학교를 그린 스마트학교로 전환	태양광, 친환경 단열재 적용

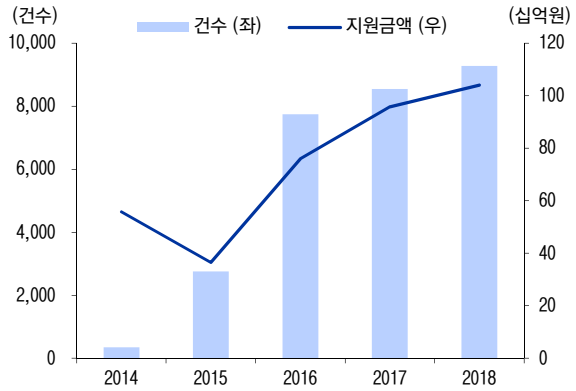
자료: 기획재정부, 이베스트투자증권 리서치센터

표11 2014년 '그린 리모델링 이자 지원 사업' 개요: 건물 유리/창호 사양 변경에 주로 사용

대상	대출한도
비주거 건물	50억원 (최소 3천만원)
공동주택	2천만원 (최소 3백만원)
단독주택	5천만원 (최소 3백만원)

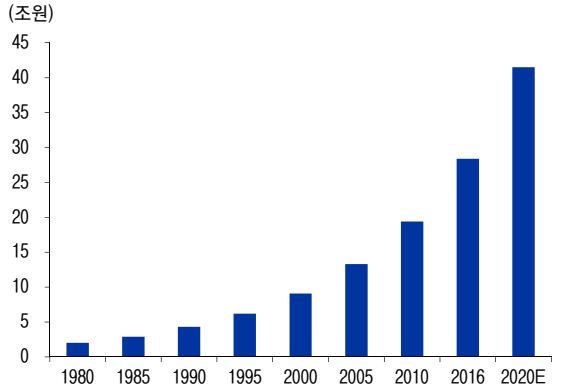
자료: 한국토지주택공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 연도별 그린 리모델링 이자 지원 사업 승인 현황



자료: 한국토지주택공사, 이베스트투자증권 리서치센터

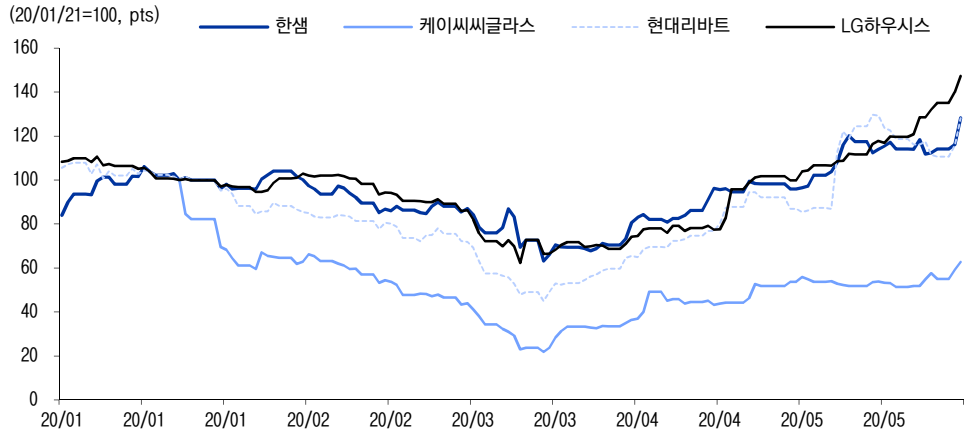
그림30 인테리어, 리모델링 시장 규모 및 전망



자료: 한국건설산업연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

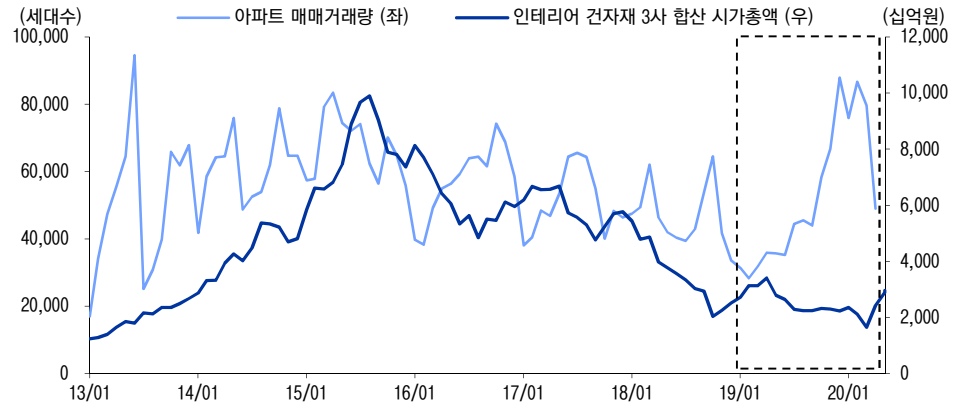
다만, 건자재 업체들의 단기 주가 상승이 가파른 상황인 만큼 추가 매수에 있어 유의해야 할 몇 가지는 있다. 가령 인테리어/건자재 업체의 대장주인 '**한샘**'의 경우는 B2C 매출이 전체 매출의 70% 가량을 차지하며, 올해 기준으로 매출과 이익 성장이 강하게 나타나는 상황은 아니다. 그러나 실적이 좋은 제휴점을 대리점으로 포섭하고, 매출 감소가 확대되던 인테리어 가구 부문에서 강한 프로모션을 진행하면서 전방산업과는 무관한 구조적 성장이 가능하다는 측면에서 PER 30X라는 고밸류에이션이 설명 가능하다. 그러나 1분기 실적 호조를 기록한 '**현대리바트**'의 경우는 B2B 매출 비중이 70%로, 매크로 환경을 고려할 때 1분기와 같은 호실적이 지속될 수 있는지에 대한 고민 역시 필요한 시점이다. 그 밖에 PVC 가격 하락에도 불구하고 전방 산업 부진에 따른 이익 개선세가 더디게 나타나는 'LG하우시스'는 적자 사업이던 자동차 소재 부문의 매각 모멘텀이 주가를 견인하고 있다. 이렇듯 서로 다른 이유로 주가 슈팅이 나타나고 있는 실정에서, 아파트 매매거래량이라는 무시할 수 없는 전방 인디케이터를 감안할 때 이제는 옥석가리기가 필요한 시점으로 보여진다.

그림31 인테리어/건자재 업체 YTD 상대주가추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 월별 아파트 매매거래량과 인테리어 건자재 3사 합산 시가총액 추이



자료: 국토교통부, FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 인테리어 건자재 3사는 한샘, 현대리바트, LG하우시스 기준

Part III

공모 리츠 활성화

정책에 힘입어 확대되는 공모 리츠

정부의 서울/수도권 주택 공급 확대 계획과 맞물려 다시금 지난해 9/11에 발표한 부동산 간접투자 활성화 방안을 복기해볼 필요가 있습니다. 지난해 기준으로는 리츠에 투자하는 투자자들의 재산세 분리과세, 리츠 설립의 규제 완화, 세금 감면 등 리츠 초기 성장에 관련된 정책에 주목했다면, 올해는 리츠의 자산 편입과 다양한 개발 사업 참여 가능성에 대해 기대합니다.

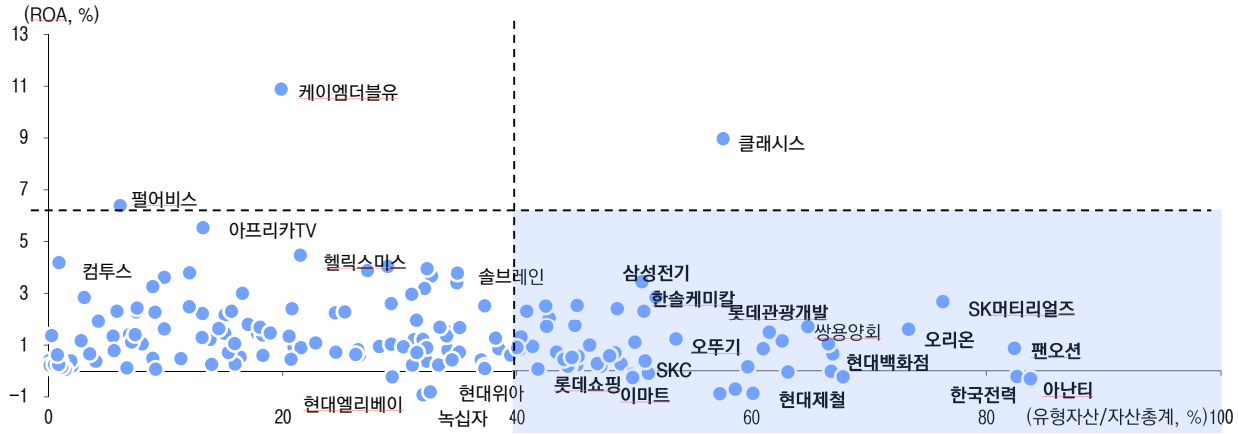
제주도 호텔, 서울 주상복합, 벨기에 오피스빌딩, SK네트웍스 주유소, 용산 호텔 및 인천 쇼핑몰, 임대 주택 등 다양한 자산군의 리츠가 상장 준비중에 있습니다. 그 중에서 특히 수도권 물류센터에 투자하는 리츠의 경우는 밸류에이션 프리미엄을 받을 수 있을 것으로 기대됩니다. 현 시점에서 상장 리츠들의 주가는 저점 대비 반등하기는 했지만, 여전히 여유로운 업사이드 포텐셜을 보유하고 있다고 판단하기에 투자를 추천합니다.

상장 리츠 확대, 다양한 자산군에 투자할 기회

자산이 무거워진 한국 기업, 유동화 빗장을 열어주는 정부

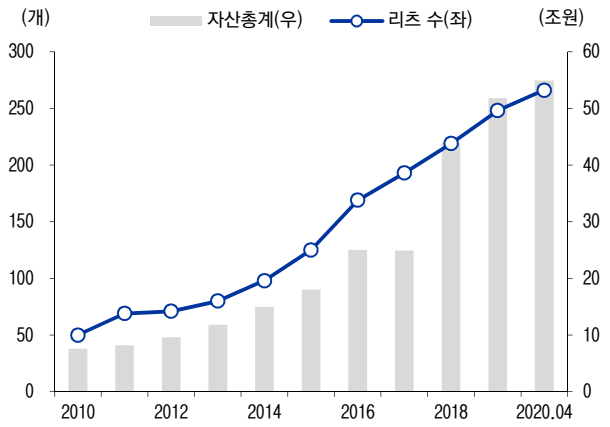
상장 시가총액 상위 200개 업체들의 ROA와 전체 자산에서 유형자산 비중을 함께 비교하면, 비교적 많은 업체들이 무거운 유형자산을 바탕으로 낮은 ROA를 기록하고 있는 모습이다. 무거워진 자산은 매출 성장이 도모되는 무언가에 재투자를 하는데 사용되거나, 매각을 통해 자산 회전율을 높여야 하는데 전자와 후자 모두 쉽지 않다. 기업 입장에서 우량 자산은 매각할 유인이 없고, 마찬가지로 악성 자산은 청산을 하면 되기 때문에 굳이 보유할 이유가 없다. 결과론적으로 자산이 무거운 기업들은 자산 중에서도 '중위험+중수익' 자산을 리츠/부동산 펀드를 통해 유동화하여 현금 확보를 하는 것이 합리적이다.

그림33 상장 시가총액 상위 200 개 업체들의 유형자산 비중 및 ROA Matrix



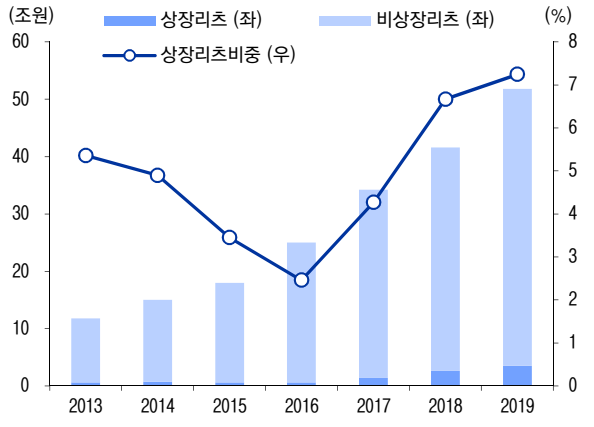
자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 상장 시가총액 상위 200개 기준

그림34 연도별 리츠 수 및 설정 자산 규모



자료: 한국리츠협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 전체 리츠 AUM 중 상장리츠 비중

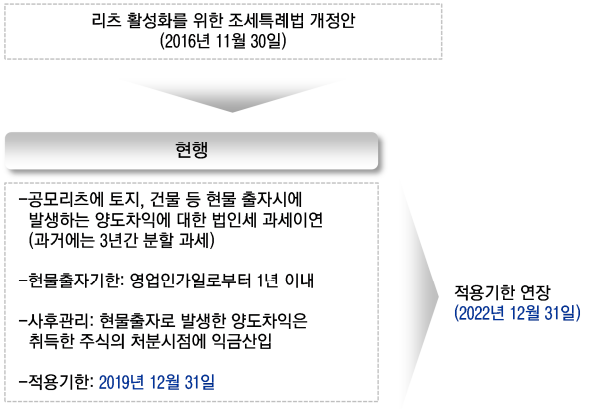


자료: 한국리츠협회, 이베스트투자증권 리서치센터

기존의 사모리츠 뿐만 아니라 공모리츠 시장 확대 통해 부동산 자산 배분 효과를 기대하는 정부는 다양한 세제 혜택을 통해 리츠 활성화를 도모하고 있다. 대표적으로 일반기업이 공모리츠를 통해 자산유동화를 하는 경우에는 양도차익에 대한 법인세를 이연시켜준다. 현금 확보를 우선 시켜주고, 세금은 나중에 낼 수 있게 해준다는 뜻이다. 양도세 과세 이연 정책은 지난해 말 기준 일몰 예정이었으나, 현재 2022년 말까지 연장되었다. 또한, 리츠가 취득하는 자산에 대한 취득세 감면에 대해서도 활발한 검토가 진행중이다. 과거에도 리츠의 취득세를 30% 감면시켜주는 조항이 있었으나, 거래 활성화에 큰 의미가 없다고 판단, 2014년에 삭제되었다. 현재는 취득세에 근거하는 기타 세금들은 50% 감면을 받고 있다.

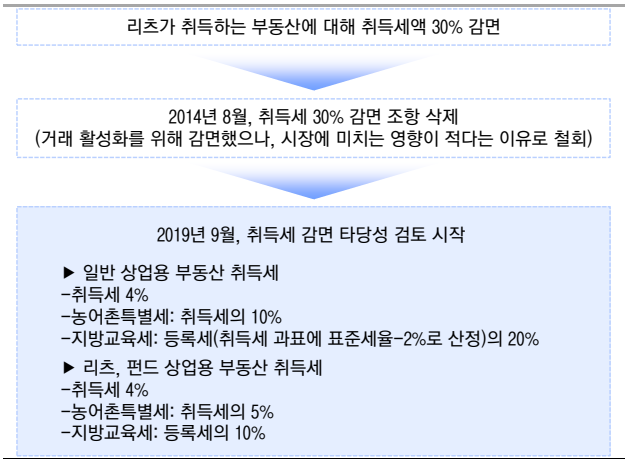
미국의 경우는 1980년부터 업리츠(UPREITs)구조를 통해 현물출자 기업의 실질적 과세 이연을 도모했으며, 현재는 데이터센터, 헬스케어, 산업재 등과 같은 다양한 자산군으로의 투자가 확대될 정도로 선진화/다변화 되어있다. 한국 리츠 시장도 오피스/리테일 일변도에서 벗어나 점차 투자 물건이 다변화 되기를 기대한다.

그림36 현물출자 시 양도세 과세 이연 적용 연한 연장



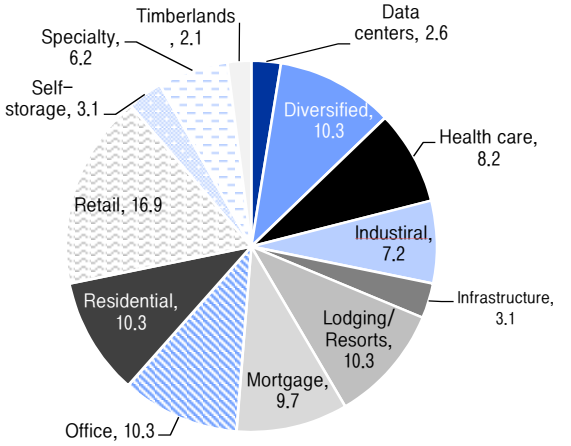
자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 리츠 취득세 법령 검토



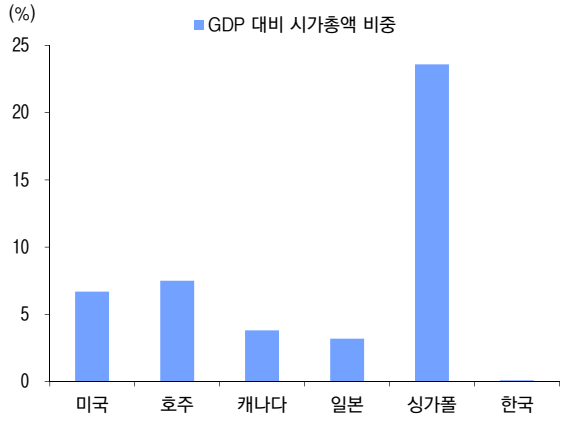
자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 미국 리츠 자산군별 분포



자료: Nareit, 이베스트투자증권 리서치센터
주: AUM이 아닌 설립 개수 기준

그림39 국가별 상장 리츠 GDP 대비 시가총액 비중



자료: 한국리츠협회, 이베스트투자증권 리서치센터

정부의 5월 서울/수도권 주택 공급 확대 계획과 맞물려 다시금 지난해 9/11에 발표한 '부동산 간접투자 활성화 방안'을 복기해볼 필요가 있다. 지난해 기준으로는 리츠에 투자하는 투자자들의 재산세 분리과세, 리츠 설립의 규제 완화, 세금 감면 등 리츠 초기 성장에 관련된 정책에 주목했다면, 올해는 리츠의 자산 편입과 다양한 개발 사업 참여 가능성에 대해 주목할 필요가 있다.

정부는 역세권 및 역사 복합개발과 같은 공공 자산 개발 사업에 있어서 공모리츠, 부동산 펀드의 공모자금 활용 사업자를 우대하겠다고 발표했다. 또한 상업용 부동산을 공모사업자/공모자금 활용자에게 우선 공급하겠다고 밝혔다. 이를테면 개발 리츠가 정부의 신도시 내 부지 입찰에 참여해 상업용 부동산을 개발하거나, 정부가 직접 부지 개발을 완료한 후 이를 공모 리츠에 매각하는 방식이다. 부동산 간접투자 활성화 방안과 더불어 수도권 주택공급 기반 강화 정책이 맞물리면서, 수도권 내 리츠의 새로운 먹거리가 확보될 수 있을 것으로 기대된다.

표12 9/11, 부동산 간접투자 활성화 방안

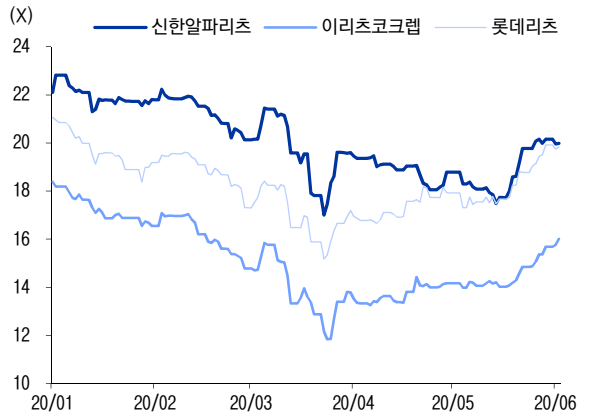
항목	내용
우량 신규자산 공급	-역사복합개발, 역세권, 복합환승센터 등 공공자산 개발 (코레일, 철도시설공단 내부지침 '복합환승센터 개발계획 수립지침' 등 개정) -시설운영 민간 사업자 선정 시 공모사업자 (공모리츠, 부동산펀드) 또는 공모자금 활용 사업자 우대 -시설사업기본계획 내용에 공모자금 활용 관련 사항 포함시켜 민자 인프라 개발에 공모자금 활용 추진 -도시재생뉴딜사업 추진 지자체에 리츠구조절차 상담 지원 및 공모리츠 연계 복합개발방식 검토
상업용 부동산을 공모사업자 또는 공모자금 활용 사업자에게 우선 공급	-공모사업자를 도시첨단산업단지 산업용지 우선공급 대상에 포함 -공모사업자에게 신도시내 자족용지 우선공급 또는 공공기관이 자족용지에 부동산 개발 후 공모 리츠, 부동산펀드에 우선 매각 ex) 판교 알파돔 빌딩을 LH에서 개발후 상장리츠에 매각 -물류시설용지 분양시 우선공급 대상에 공모 사업자를 포함 (물류단지개발지침 개정)
공모 리츠, 부동산 펀드에 대한 세제혜택 지원	-부동산 간접투자에 5천만원 한도로 일정기간 이상 공모리츠, 부동산 펀드 또는 재간접 리츠 부동산 펀드의 주식 수익 증권에 투자해 발생한 배당소득에 분리과세(세율 9%) -공모리츠, 부동산펀드가 투자(100%)하는 사모리츠, 부동산 펀드에도 재산세 분리과세를 적용 1) 공모형리츠 부동산펀드는 분리과세를 유지(세율 0.2%, 종부세 제외) 2) 사모형은 합산과세하는 지방세법 시행령 개정을 추진('20년부터 적용) -공모 또는 공모가 투자(100%)하는 사모(리츠, 부동산펀드)에 대해 취득세 감면 타당성 검토추진 -기업보유 부동산을 공모리츠에 유도 위해 공모리츠 현물출자 과세특례 적용기한 3년 연장('19→'22)
상품다양화 및 사업성강화를 위한 규제 합리화	-공모 재간접 리츠가 자산 80%이상을 사모 리츠, 부동산펀드에 투자하는 경우 재간접리츠와 사모리츠, 부동산펀드의 투자자 합산 예외 -부동산, 특별자산 재간접펀드의 사모 리츠에 대한 투자 한도를 현행 10%에서 50%로 확대 -공모리츠, 부동산 펀드가 사업지에 직접입지규제최소구역을 지정가능하게 도시관리계획 입안 제안 -노후화된 상업용 건축물의 재건축 사업에서 공모리츠, 펀드가 공공시설, 기반시설, 임대주택 등을 함께 건축하는 경우 한시적으로 국토계획법상 상한까지 용적률 완화 -도시계획시설을 활용한 개발사업을 하는 경우 입체복합개발을 권고, 입체복합개발 활성화 유도

자료: 국토교통부, 이베스트투자증권 리서치센터

이러한 기대감 속에 최근 상장 대표 리츠 3개 종목인 신한알파리츠, 이리츠코크렙, 롯데리츠의 주가가 다소 반등하는 모습이다. 기준 금리와 산술적으로 역행해야 하는 리츠의 주가는 코로나19로 인한 실물 경제 둔화 리스크로 인해 주가 낙폭이 과대한 실정이다. 상장 리츠 3개 종목의 P/NAV는 0.9~1.2X 수준이며, 이는 글로벌 오피스 리츠가 1.4X, 리테일 리츠가 1.2X 수준의 밸류에이션을 받는 것을 감안할 때 여전히 디스카운트가 진행중인 상황이다. 저점 대비 반등하기는 했지만, 여전히 여유로운 업사이드 포텐셜을 보유하고 있다고 판단한다.

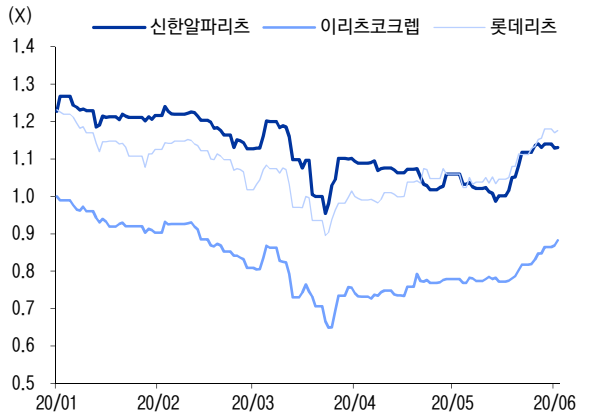
오직 배당 지급 기준 DCF로 밸류에이션 해보면, 각 리츠들의 업사이드가 30~40% 가량으로 계산된다. 현 주가 레벨에서 배당수익률은 5~6% 수준이나 코로나19로 인해 주가 낙폭이 과대되면서 배당수익률이 리츠를 상회하는 기업들이 많기 때문에, 상반기는 배당수익률 측면에서 접근하는 것 보다 절대 밸류에이션의 낙폭 과대를 감안한 투자수익률의 상승에 베팅하는 것이 합리적이다.

그림40 상장 리츠 3개 종목 P/FFO 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 상장 리츠 3개 종목 P/NAV 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표13 리츠 3개 종목 DCF 밸류에이션 비교

항목	신한알파리츠	이리츠코크렙	롯데리츠	비고
2020~2021E배당 (원)	320	376	316	
자기자본비용 (%)	5.8	5.8	5.8	
무위험이자율 (%)	1.49	1.49	1.49	국고채 10년물 금리
시장리스크프리미엄 (%)	5.4	5.4	5.4	3년 평균 KOSPI 수익률-국고채10년물 금리
Beta	0.8	0.8	0.8	
영구성장률 (%)	2.25	1.75	1.75	리츠별 임차료 증가율 감안 차등 적용
목표주가 (원)	9,000	9,200	8,000	
현재주가 (6/5, 원)	6,820	5,940	5,800	
Upside (%)	32.0	54.9	37.9	
배당수익률 (6/5, %)	4.7	6.3	5.4	
주가 상승 가정 배당수익률 (%)	3.6	4.1	3.9	
Total Return (%)	35.5	59.0	41.9	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

현재 상장을 준비중인 리츠는 10개이며, 기존 상장 리츠와는 다르게 다양한 자산군을 근거로 한다. 제주도 호텔, 서울 주상복합, 벨기에 오피스빌딩, SK네트웍스 주유소, 용산 호텔 및 인천 쇼핑몰, 임대 주택 등 다양한 자산군의 리츠가 상장 준비중에 있다. 그 중에서 특히 수도권 물류센터에 투자하는 리츠의 경우는 온라인 유통 채널 확대에 따른 수요 증가를 감안할 때 여타 리츠 대비 밸류에이션 프리미엄을 받을 수 있을 것으로 기대된다.

표14 상장 준비중인 리츠 현황 및 투자 부동산

AMC	리츠명	투자부동산	유형	리츠인가일
이지스자산운용	이지스밸류플러스	태평로 빌딩, 제주 조선 호텔 등의 수익증권	복합형	2019.09.10
이지스자산운용	이지스수익형부동산제319호	용산구 트윈시티남산	오피스	2019.12.31
제이알투자운용	제이알글로벌	벨기에 브뤼셀 파이낸스타워	오피스	2020.02.21
미래에셋자산운용	미래에셋맵스제1호	광교 센트럴푸르지오시티 내 상업시설	리테일	2020.02.25
코람코자산신탁	코람코에너지플러스	SK네트웍스 주유소 189개	복합형	2020.04.01
이지스자산운용	이지스레지던스	부평 더샵 민간임대주택	주택	2020.04.03
디앤디인베스트먼트	디앤디플랫폼	영등포구 문래동 영시티	오피스	2020.04.22
신한리츠운용	신한서부티엔디	서울드래곤시티 호텔, 인천스퀘어원	리테일	2020.05.13
마스턴투자운용	(예정)마스턴프리미어제1호	서유럽 오피스빌딩	오피스	2020.03.16
(예정)켄달스퀘어리츠운용	(예정)켄달스퀘어	쿠팡, 위메프, 마켓컬리 등 수도권 물류센터	물류	-

자료: 한국리츠협회, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

자이에스앤디 (317400)	34
서부 T&D (006730)	39
한샘 (009240)	42
케이씨씨글라스 (344820)	46
하츠 (006130)	49
금호산업 (002990)	52
신한알파리츠 (293940)	55

Universe

종목명	투자판단	목표주가
자이에스앤디	Not Rated	Not Rated
서부 T&D	Not Rated	Not Rated
한샘	Not Rated	Not Rated
케이씨씨글라스	Not Rated	Not Rated
하츠	Not Rated	Not Rated
금호산업	Buy(유지)	10,000 원(유지)
신한알파리츠	Buy(유지)	9,000 원(유지)

자이에스앤디 (317400)

2020. 6. 8 | 건설/건자재

니치를 찾아 엣지를 만든다

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

Not Rated

목표주가 N.R.
현재주가 5,840 원

실적 퀀텀 점프, 미니 재개발/재건축 수주 기회 확대

자이에스앤디는 2018년 주택 개발 사업을 출범, 남양주 별내, 건대입구, 구의 등에서 주택 및 오피스텔 공사를 수주하면서 잔고를 채웠다. 2019년 역시 대구 만촌동, 범어 자이엘라, 개포 시영 상가 재건축 등의 활발한 수주 실적을 통해 주택 부문 수주잔고가 2018년 1,329억원에서 2019년 3,166억원으로 크게 증가했다. 인허가 등으로 수주 확정 계약을 못하고 있는 잔고만 4천억원 이상이기 때문에 향후 강한 실적 성장세가 기대되는 실정이다. 한국의 분양 시장 중 40% 정도는 500세대 미만의 소규모 단지이며, 모회사인 GS건설은 이러한 대형 건설사가 진입하기 어려운 물량에 침투하기 위해 전략적으로 자이에스앤디의 주택 사업을 출범시켰다. 정부의 가로주택정비사업 용적률 완화 등 정책적 기조에 힘입어 가로주택 레코드가 있는 자이에스앤디의 수주 저변 확대가 기대되는 시점이다. 자이에스앤디의 2020년 매출액은 3,620억원, 영업이익은 232억원으로 추정한다. 2021년 매출은 보수적으로 4,343억원, 영업이익 306억원으로 전망하며 이는 기 확보한 수주 잔고 및 올해 4,430억원의 주택 예상 수주를 고려한 수준이다. 다른 중소형 건설사 대비 주택 부문 사업의 가파른 성장을 필두로 실적 호조가 진행될 것으로 기대된다. 2020년 예상 EPS 성장률은 44.5%이며, 현 주가는 12M Forward PER 7.5X 수준이다.

주유소 부지 개발 및 그린 리모델링에 따른 시스클라인 모멘텀

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 최근 공시를 통해 5개 부지에 696억원을 투자해 토지 매입을 완료했다. 영등포 행복주유소를 제외하고는 기업형 임대주택 (8년 장기 보유 후 분양)으로 건설할 예정이기 때문에, 임대료 수익이 자이에스앤디의 캐시카우 역할을 해줄 것으로 기대된다. 더불어 정부의 공공시설 그린 리모델링 투자 발표에 따라 단기적으로는 환기+공기청정기인 시스클라인 역시 주가 모멘텀으로 작용할 수 있다는 판단이다.

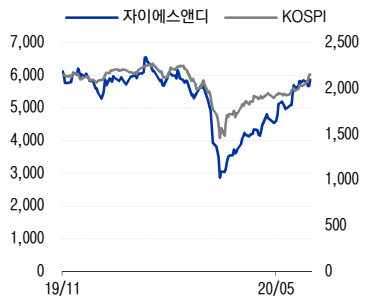
컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (6/5)		2,181.87 pt
시가총액		1,564 억원
발행주식수		26,783 천주
52 주 최고가 / 최저가		6,550 / 2,865 원
90 일 일평균거래대금		8.31 억원
외국인 지분율		2.1%
배당수익률(19.12)		1.7%
BPS(19.12)		5,419 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	13.5%
	6 개월	-1.6%
	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 (%)
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	-3.9	n/a	21.8
2017	142	11	11	8	n/a	n/a	11	n/a	11.2	n/a	31.0
2018	213	14	14	11	n/a	n/a	15	n/a	6.4	n/a	32.3
2019	278	16	16	12	464	n/a	19	12.6	3.2	1.1	13.6

자료: 자이에스앤디, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

밸류에이션 및 실적 전망

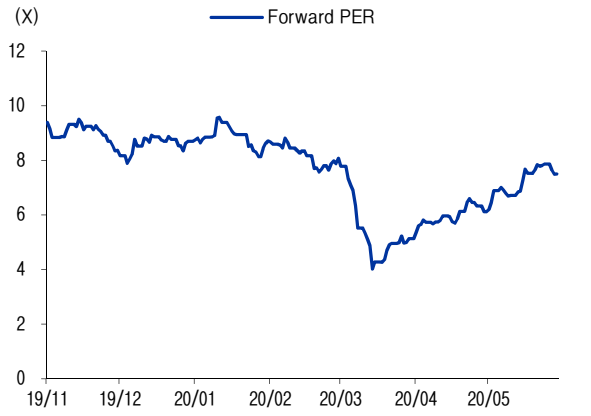
자이에스앤디의 2020년 매출액은 3,620억원, 영업이익은 232억원으로 추정한다. 2021년 매출은 보수적으로 4,343억원, 영업이익 306억원으로 전망하며 이는 기 확보한 수주 잔고 및 올해 4,430억원 수준의 주택 부문 신규 수주를 고려한 수준이다. 다른 중소형 건설사 대비 주택 부문 사업의 가파른 성장을 필두로 실적 호조가 진행될 것으로 기대되며, 현 주가는 컨센서스 기준 12M Forward PER 7.5X 수준으로 연 EPS 성장률 44.5%를 감안시 여전히 업사이드 포텐셜이 남아있다는 판단이다.

표15 자이에스앤디 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	212.7	277.9	362.0	434.3	487.4
주택	1.3	20.3	96.6	161.1	205.9
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	322.6	388.2	435.0
매출총이익	24.1	28.9	39.3	46.2	52.4
매출총이익률 (%)	*11.3*	*10.4*	*10.9*	*10.6*	*10.7*
영업이익	14.5	16.5	23.2	30.6	34.9
주택	-1.5	-1.3	4.8	11.7	15.4
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*	*7.2*
주택	*-115.4*	*-6.4*	*5.0*	*7.3*	*7.5*
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	13.7	12.4	17.9	22.6	27.7
순이익률 (%)	*6.4*	*4.5*	*5.0*	*5.2*	*5.7*
Number of Shares (천 주)	n/a	26,782.5	26,782.5	26,782.5	26,782.5
EPS (원)	n/a	463.0	669.2	844.4	1,033.5
PER (X)	n/a	12.4	8.5	6.8	5.5

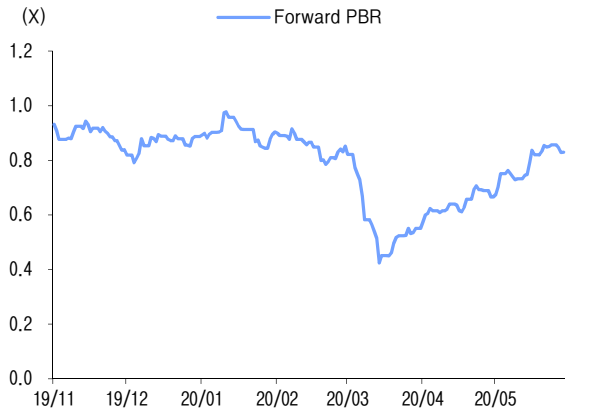
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 자이에스앤디 Historical PER 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 자이에스앤디 Historical PBR 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

가시화되는 시내 주유소 개발, 가로주택정비사업 + 시스클라인 모멘텀

여의도 과거 SK네트웍스 주유소 부지 (대지면적 1,858㎡, 2006년 분양, 2009년 준공 / 상업시설 및 오피스텔 118실)가 '에스트레뉴'로 개발되었다는 점을 복기해본다면, 시내 주유소 부지는 그만큼 상업성이 좋은 사이트라고 할 수 있겠다. 최근 자이에스앤디는 공시를 통해 696억원을 투자하여 미아리, 송파, 중랑, 보문, 양평에 위치한 SK네트웍스 시내 주유소 부지 매입을 완료했다. 영등포행복 주유소는 지식산업센터로 자체 주택으로 분양, 엑싯하는 구조라서 빠른 개발매출의 반영을 기대할 수 있으나, 나머지 주유소는 기업형 임대주택으로 공급할 예정이기 때문에 장기간 캐시카우 역할을 할 것으로 기대된다. 8년 장기 보유 후 엑싯시 발생할 자본 소득 역시도 기대되는 부분이다.

또한, 정부의 서울/수도권 지역 주택 공급 강화 정책에 따라 가로주택정비사업이 다시금 활기를 띌 것으로 전망된다. 이미 자이에스앤디는 올해 대구 수성1가 가로주택정비사업을 수주한 상황이며, 용적률 완화에 따라 비교적 높아진 사업성과 가로주택정비 사업의 규모를 감안할 때 자이에스앤디의 수주 저변이 확대되었다는 점에서 긍정적이다.

최근 한국판 뉴딜 정책 중 노후화 된 공공시설의 에너지 효율화 극대에 따른 그린 리모델링이 키워드로 떠오르며 건자재 주가를 견인하는 모습이다. 이에 환기+공기청정기인 시스템 공기청정기 시스클라인 역시 단기 주가 모멘텀으로 작용할 수 있을 것으로 보인다.

표16 자이에스앤디 가로주택정비사업 수주 내역

수주 상세	
낙원청강연립 가로주택정비사업	
공사위치	서울시 서초구 서초동
규모	지하5층, 지상5층~14층, 아파트 2개동
계약금액	187억원
대구 수성동 1가 가로주택정비사업	
공사위치	대구 수성구 수성동1가 288번지
규모	지하2층~지상19층 5개동 총219세대 근린 및 생활시설
계약금액	482억원

자료: 자이에스앤디, 이베스트투자증권 리서치센터

표17 자이에스앤디 서울시 역세권 주유소 매입 자산

주유소 명칭	주소	면적 (㎡)	매매가	개발 계획
새한 (미아리)	강북구 미아동 62-7	1,395	19.0	기업형 임대주택
송파	송파구 거여동 26-1	921	13.0	기업형 임대주택
중랑교	중랑구 중화동 207-22	1,469	16.5	기업형 임대주택
광덕	보문동5가 145-1~145-3	1,158	7.0	기업형 임대주택
영등포행복	영등포구 양평동1가 104-1	1,590	14.1	지식산업센터
합계		6,533	69.6	

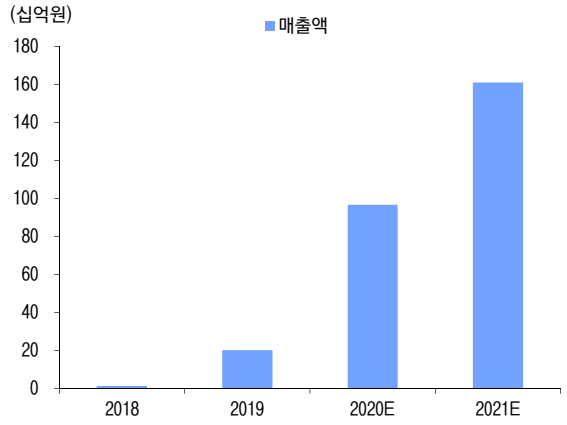
자료: 자이에스앤디, 이베스트투자증권 리서치센터

표18 자이에스앤디 2020년 수주 실적 및 달성률

(단위: 십억원)	금액	비고
영등포구 대림동 도시형생활주택	31.2	수주 공시, 확정 인식
대구 수성동1가 가로주택정비	48.3	수주 공시
대구 만촌동	101.8	수주 공시
안양박달	70.0	7월 분양 예정
합산	251.2	
2020년 예상 수주	443.0	
달성률 (%)	56.7	

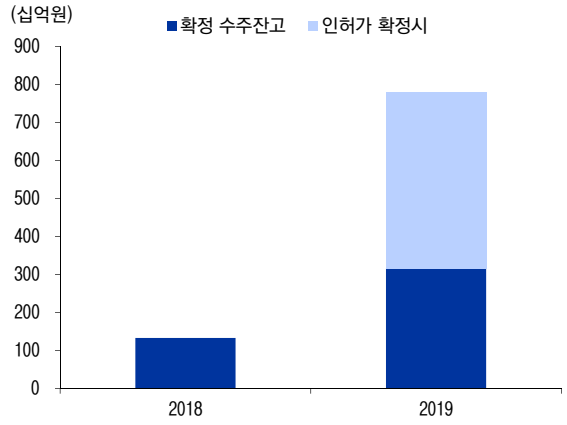
자료: 자이에스앤디, DART, 각종 언론, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 자이에스앤디 주택부문 매출액 추이 및 전망



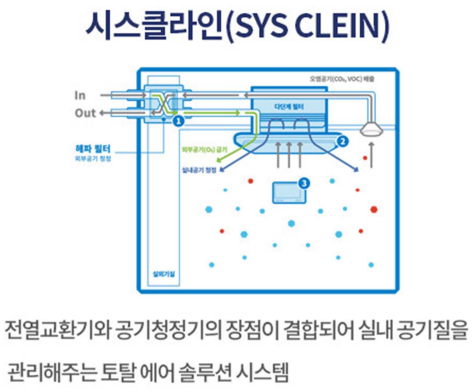
자료: 자이에스앤디, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 자이에스앤디 주택부문 수주잔고



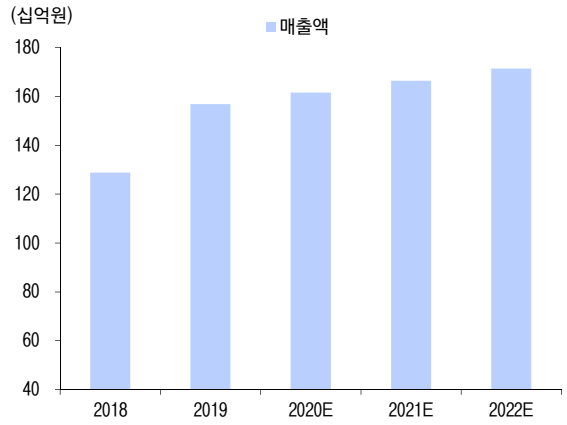
자료: 자이에스앤디, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 자이에스앤디 시스템공기청정기, 시스클라인



자료: 자이에스앤디, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 자이에스앤디 Home Improvement 매출액 추이



자료: 자이에스앤디, 이베스트투자증권 리서치센터

자이에스앤디 (317400)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	32	69	83	119	177
현금 및 현금성자산	4	10	9	20	54
매출채권 및 기타채권	23	33	40	34	39
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동자산	4	25	32	65	84
비유동자산	7	8	9	18	101
관계기업투자등	1	2	2	0	0
유형자산	3	2	1	1	2
무형자산	0	0	2	4	5
자산총계	**39**	**76**	**92**	**138**	**278**
유동부채	11	47	39	56	91
매입채무 및 기타재무	8	13	12	24	27
단기금융부채	0	0	0	1	2
기타유동부채	3	34	27	31	62
비유동부채	6	5	25	44	42
장기금융부채	0	0	0	1	2
기타비유동부채	6	5	25	42	40
부채총계	**17**	**52**	**64**	**100**	**133**
지배주주지분	22	24	28	38	145
자본금	10	11	11	11	27
자본잉여금	0	1	1	1	80
이익잉여금	12	12	16	26	38
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**22**	**24**	**28**	**38**	**145**

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**93**	**93**	**142**	**213**	**278**
매출원가	80	82	127	189	249
매출총이익	**12**	**11**	**16**	**24**	**29**
판매비 및 관리비	6	6	5	10	12
영업이익	**7**	**5**	**11**	**14**	**16**
(EBITDA)	7	6	11	15	19
금융손익	0	0	0	0	0
이자비용	0	0	1	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	1	0	-1	-1
세전계속사업이익	**6**	**7**	**11**	**14**	**16**
계속사업법인세비용	1	2	3	3	4
계속사업이익	5	5	8	11	12
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**5**	**5**	**8**	**11**	**12**
지배주주	5	5	8	11	12
총포괄이익	**5**	**5**	**8**	**11**	**12**
매출총이익률 (%)	13.2	11.7	10.9	11.3	10.4
영업이익률 (%)	7.3	5.8	7.5	6.8	5.9
EBITDA 마진률 (%)	8.0	6.5	8.0	7.2	6.9
당기순이익률 (%)	5.2	5.4	5.7	5.0	4.5
ROA (%)	13.2	8.7	9.6	9.3	6.0
ROE (%)	22.5	21.8	31.0	32.3	13.6
ROIC (%)	33.4	n/a	n/a	n/a	n/a

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	**6**	**4**	**14**	**33**	**25**
당기순이익(손실)	5	5	8	11	12
비현금수익비용가감	5	4	6	9	13
유형자산감가상각비	0	0	0	0	2
무형자산상각비	0	0	0	0	1
기타현금수익비용	0	-1	0	1	1
영업활동 자산부채변동	-4	-4	1	16	4
매출채권 감소(증가)	-4	-9	-5	7	-5
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	1	4	-2	9	6
기타자산, 부채변동	-1	1	9	0	3
투자활동 현금	**2**	**8**	**-9**	**-25**	**-83**
유형자산처분(취득)	1	2	-1	-1	-1
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	-10	-7	-20	-8
기타투자활동	0	17	0	-3	-72
재무활동 현금	**-4**	**-6**	**-6**	**2**	**92**
차입금의 증가(감소)	0	0	0	2	-3
자본의 증가(감소)	-4	-5	-5	0	95
배당금의 지급	4	5	5	0	0
기타재무활동	0	-1	-1	0	0
현금의 증가	**4**	**6**	**-1**	**10**	**34**
기초현금	0	4	10	9	20
기말현금	4	10	9	20	54

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	n/a	n/a	n/a	n/a	12.6
P/B	n/a	n/a	n/a	n/a	1.1
EV/EBITDA	-0.9	-3.9	11.2	6.4	3.2
P/CF	n/a	n/a	n/a	n/a	6.2
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	1.7
성장성 (%)					
매출액	-34.9	0.2	53.3	49.4	30.7
영업이익	-37.1	-20.5	99.9	35.2	13.6
세전이익	-41.3	4.7	62.8	27.7	17.1
당기순이익	-39.9	3.2	61.3	32.7	16.0
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성 (%)					
부채비율	76.6	218.3	227.7	260.4	91.9
유동비율	293.3	146.6	212.9	213.4	193.7
순차입금/자기자본(x)	-30.8	-97.0	-104.5	-151.8	-66.0
영업이익/금융비용(x)	n/a	n/a	18.2	14.0	11.6
총차입금 (십억원)	0	0	0	2	4
순차입금 (십억원)	-7	-23	-29	-58	-96
주당지표(원)					
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	464
BPS	11,009	10,782	12,660	17,186	5,419
CFPS	n/a	n/a	n/a	n/a	950
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	100

자료: 자이에스앤디, 이베스트투자증권 리서치센터

서부T&D (006730)

2020. 6. 8 | 건설/건자재

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

신정동, 오래 기다렸습니다

Not Rated

목표주가 N.R.
현재주가 6,660 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. 서울 평균 호텔 가격과 가동률을 고려할 시 연간 정상 매출은 800억원 수준으로 추정한다. 용산역 드래곤시티 호텔은 특히 중국인 투숙객 및 대형 컨퍼런스 대관이 많기 때문에, 코로나19가 마무리 된다면 리스크의 해소로 인한 주가 반등이 나타날 것으로 보인다.

신정동 부지 개발로 자산 가치 증대 기대

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 5천억원에서 3천억원 레벨로 감소할 전망이다.

서부T&D의 신정동 부지는 장부가 4천억원 수준으로 반영되어 있으나, 총 25만평 규모로 향후 주상복합, 오피스텔, 시내 거점 물류센터, 쇼핑몰 등으로 개발할 계획을 가지고 있어 엄청난 자산가치의 상승이 기대된다. 최근 서울 시내 유휴 부지 개발 계획에 신정동 부지가 선정되면서 950세대의 주택 공급이 확정된 상황이다. 서부T&D의 유형자산 및 투자 부동산인 합산 NAV 1조원에 현재 기준 순차입금을 차감하면 NAV 5천억원, 리츠로 자산 유동화 후 차입금 감소분을 감안한 NAV는 7천억원으로 계산된다. 주당 NAV는 최소 8,000원에서 최대 12,000원까지 계산되기 때문에, 현 주가 레벨에서도 여전히 업사이드 포텐셜이 남아있다는 판단이다.

Stock Data

KOSDAQ (6/5)		749.31 pt
시가총액		3,872 억원
발행주식수		58,140 천주
52 주 최고가 / 최저가		9,170 / 3,770 원
90 일 일평균거래대금		25.09 억원
외국인 지분율		13.3%
배당수익률(19.12)		0.0%
BPS(19.12)		11,565 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	8.9%
	6 개월	-37.2%
	12 개월	-35.3%
주주구성	엠와이에이치(외 16 인)	54.7%
	자사주	3.8%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	55	12	-11	-13	-253	적지	19	-55.2	55.6	1.9	-3.3
2016	47	11	2	3	54	흑전	18	218.3	60.2	1.4	0.7
2017	58	-9	-5	-8	-155	적전	-4	-43.3	-282.4	0.6	-1.5
2018	108	0	-7	-10	-182	적지	19	-37.0	54.7	0.6	-1.6
2019	128	14	22	0	1	흑전	34	8,077.3	32.0	0.6	0.0

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

표19 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

표20 서부 T&D NAV 보수적, 긍정적 산정

항목	(단위: 십억원)	비고
자산가치 합산	969.6	장부가 기준, 2019년 재평가
인천 스퀘어원	183.1	인천 연수구 쇼핑몰
용산 호텔	399.1	용산 노보텔, 이비스 등
신정동 부지	387.4	양천구 물류센터부지
순차입금	500	2019년말 기준
보수적 NAV	470	단순 장부가와 순차입금 차액
# of Shares (천 주)	55,439	총발행주식수 기준 (자사주 미차감)
보수적 주당 NAV (원)	**8,471**	
종가 (6/5, 원)	6,660	
Upside (%)	27.2	
예상 순차입금	300	리츠로 유동화 후 일부 상환 가정
긍정적 NAV	670	
# of Shares (천 주)	55,439	
긍정적 주당 NAV (원)	**12,078**	
종가 (6/5, 원)	6,660	
Upside (%)	81.4	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

서부T&D (006730)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	45	61	150	141	112
현금 및 현금성자산	6	4	34	14	11
매출채권 및 기타채권	4	3	5	6	7
재고자산	0	0	0	1	1
기타유동자산	35	54	110	120	93
비유동자산	834	1,048	1,587	1,584	1,699
관계기업투자등	5	2	1	1	1
유형자산	99	579	882	857	881
무형자산	0	0	2	2	1
자산총계	**879**	**1,110**	**1,736**	**1,725**	**1,811**
유동부채	265	319	264	369	643
매입채무 및 기타재무	4	4	89	73	72
단기금융부채	254	306	152	265	536
기타유동부채	7	9	23	30	35
비유동부채	225	339	806	707	496
장기금융부채	76	182	603	498	253
기타비유동부채	149	157	204	210	243
부채총계	**490**	**657**	**1,070**	**1,076**	**1,139**
지배주주지분	389	453	666	648	672
자본금	17	17	24	26	28
자본잉여금	100	100	136	136	136
이익잉여금	294	296	444	431	430
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**389**	**453**	**666**	**648**	**672**

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**55**	**47**	**58**	**108**	**128**
매출원가	13	23	44	86	89
매출총이익	**42**	**24**	**14**	**22**	**39**
판매비 및 관리비	30	13	23	22	24
영업이익	**12**	**11**	**-9**	**0**	**14**
(EBITDA)	19	18	-4	19	34
금융손익	-8	-9	-13	-27	-28
이자비용	9	9	14	30	30
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-15	-1	17	21	35
세전계속사업이익	**-11**	**2**	**-5**	**-7**	**22**
계속사업법인세비용	2	1	5	4	22
계속사업이익	-13	1	-10	-10	0
중단사업이익	0	2	1	0	0
당기순이익	**-13**	**3**	**-8**	**-10**	**0**
지배주주	-13	3	-8	-10	0
총포괄이익	**-13**	**67**	**-7**	**-10**	**28**
매출총이익률 (%)	76.8	50.6	23.7	20.2	30.1
영업이익률 (%)	22.0	23.5	-15.8	0.0	11.3
EBITDA 마진률 (%)	34.0	37.9	-6.2	17.3	26.3
당기순이익률 (%)	-24.0	6.0	-14.8	-9.6	0.0
ROA (%)	-1.5	0.3	-0.6	-0.6	0.0
ROE (%)	-3.3	0.7	-1.5	-1.6	0.0
ROIC (%)	1.4	0.5	-0.6	0.0	0.0

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	**0**	**16**	**10**	**36**	**38**
당기순이익(손실)	-13	3	-8	-10	0
비현금수익비용가감	16	17	6	32	36
유형자산감가상각비	6	7	5	18	19
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	0	0	0	0
영업활동 자산부채변동	-3	-4	13	15	2
매출채권 감소(증가)	0	0	-2	-2	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-1	-1	11	-1	0
기타자산, 부채변동	-3	-4	4	17	3
투자활동 현금	**-76**	**-155**	**-257**	**-28**	**-32**
유형자산처분(취득)	-58	-140	-206	-17	-54
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	-1	0
투자자산 감소(증가)	25	-16	-48	-16	25
기타투자활동	-44	1	-3	5	-3
재무활동 현금	**76**	**138**	**278**	**-29**	**-8**
차입금의 증가(감소)	87	158	267	7	24
자본의 증가(감소)	0	0	31	0	0
배당금의 지급	0	0	3	0	0
기타재무활동	-10	-20	-20	-36	-32
현금의 증가	**0**	**-2**	**30**	**-20**	**-2**
기초현금	6	6	4	34	14
기말현금	6	4	34	14	11

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	-55.2	218.3	-43.3	-37.0	8,077.3
P/B	1.9	1.4	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	55.6	60.2	-282.4	54.7	32.0
P/CF	235.1	32.3	n/a	18.2	10.8
배당수익률 (%)	n/a	0.8	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-4.4	-15.0	23.2	87.9	18.3
영업이익	흑전	-9.4	적전	적지	흑전
세전이익	적지	흑전	적전	적지	흑전
당기순이익	적지	흑전	적전	적지	흑전
EPS	적지	흑전	적전	적지	흑전
안정성 (%)					
부채비율	126.0	145.3	160.8	166.0	169.4
유동비율	16.8	19.3	56.6	38.2	17.4
순차입금/자기자본(x)	75.0	95.8	93.2	97.5	102.0
영업이익/금융비용(x)	1.3	1.2	-0.7	0.0	0.5
총차입금 (십억원)	330	488	755	763	789
순차입금 (십억원)	292	434	620	632	686
주당지표(원)					
EPS	-253	54	-155	-182	1
BPS	7,256	8,447	11,467	11,161	11,565
CFPS	59	366	n/a	369	619
DPS	n/a	100	n/a	n/a	n/a

자료: 서부T&D, 이베스트투자증권 리서치센터

한샘 (009240)

2020. 6. 8 | 건설/건자재

하이 멀티플의 정당화는 언제까지일까

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

Not Rated

목표주가 N.R.
현재주가 90,800 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

리하우스 대리점 성장성, 가구 부문도 내년 실적 회복 기대

한샘의 주요 투자 포인트는 리하우스 대리점이 2019년 하반기부터 완연한 성장세를 회복했다는 점이다. 한샘은 전략적으로 영업이 잘 되는 리하우스 제휴점을 대리점으로 전환시켜 왔다. 올해 초 기준으로 대리점은 450여개, 제휴점은 1,200개 수준이다. 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 용이하고 토탈 솔루션 제공을 통한 점당 매출액 증가를 도모할 수 있다. 리하우스의 2020년 매출액은 6,429억원 수준으로 추정하고 있으며, 대리점 성장성 확대에 따라 전방 산업 경기 둔화에도 불구하고 매출 구성의 변화에 따른 인테리어 시장의 장기적이고 구조적 실적 성장을 기대해볼 수 있다는 점이 중요하다.

실적이 부진했던 인테리어 가구 부문에서의 약진도 기대해볼 수 있다는 판단이다. 올해 가구 부문은 역성장 폭이 3.6% 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. 더불어 코로나19로 인한 한샘몰 온라인 매출 성장성이 회복될 것으로 추정했으며, 판촉비 집행에 따른 유의미한 가구 매출 턴어라운드는 내년이 될 것으로 기대하고 있다.

주택 매크로 영향을 제거한 실적 확인은 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 매매 거래량 폭증에 기인한 일시적 증가일지, 과거와 같은 두번째 구조적 성장이 오는지를 체크하기 위해서는 결국 하반기 실적이 판가름 할 것으로 예상한다. 다만, 단기적으로 주가 슈팅이 가팔랐기 때문에 최근 PER은 30X까지 올라온 실정으로, 2분기 실적 전후로 조정 가능성은 있어 보인다.

Stock Data

KOSPI (6/5)		2,181.87 pt
시가총액		21,369 억원
발행주식수		23,534 천주
52 주 최고가 / 최저가		95,000 / 46,850 원
90 일 일평균거래대금		92.88 억원
외국인 지분율		23.9%
배당수익률(19.12)		0.9%
BPS(19.12)		43,776 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	12.6%
	6 개월	45.5%
	12 개월	3.9%
주주구성	조창걸(외 23 인)	30.9%
	자사주(외 1 인)	26.5%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	1,711	147	155	115	4,872	-25.3	157	47.5	33.2	12.5	29.7
2016	1,935	160	170	128	5,419	11.2	174	36.7	25.1	8.6	26.1
2017	2,219	191	208	154	6,524	20.4	208	14.0	8.5	3.2	25.3
2018	2,456	236	253	187	7,950	21.9	259	11.5	6.6	2.6	24.7
2019	2,638	266	284	210	8,909	12.1	295	10.2	5.4	2.1	22.4

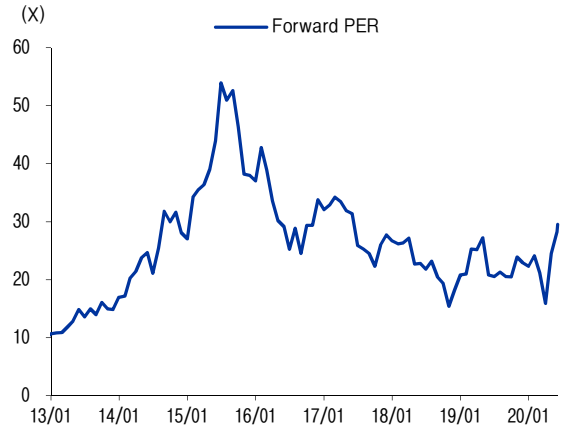
자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표21 한샘 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	1Q21E	2Q21E
매출액	1,606	1,601	1,631	425	395	385	400	416	395	385	406
I. B2C	1,159	1,150	1,171	310	289	271	288	299	288	270	293
I-1. 인테리어 가구	526	507	514	157	129	119	120	143	127	118	117
대리점	154	139	134	46	37	36	35	40	34	33	32
직매장	203	190	190	61	48	49	45	51	47	49	43
온라인	169	178	190	50	44	34	40	53	46	37	42
I-2. 부엌/건자재	633	643	657	152	161	152	168	155	161	152	175
대리점	416	447	469	97	105	101	113	105	114	107	121
제휴점	217	196	189	56	56	51	55	50	47	45	55
II. B2B 및 기타	447	452	460	115	106	114	112	117	107	115	113
Sales Growth (YoY %)	*-13.1*	*-0.6*	*-0.0*	*-9.1*	*-17.8*	*-10.0*	*-15.0*	*-2.1*	*-0.1*	*0.0*	*1.3*
I. B2C	*-14.1*	*-0.8*	*1.9*	*-11.5*	*-16.2*	*-10.4*	*-17.8*	*-3.5*	*-0.5*	*-0.4*	*1.5*
I-1. 인테리어 가구	*-8.6*	*-3.6*	*1.4*	*-4.6*	*-8.6*	*-5.3*	*-16.1*	*-8.8*	*-1.0*	*-0.8*	*-2.4*
대리점	*-13.6*	*-9.8*	*-3.7*	*-11.3*	*-13.3*	*-12.7*	*-17.4*	*-14.2*	*-7.1*	*-8.9*	*-7.8*
직매장	*-4.9*	*-6.4*	*0.1*	*7.8*	*-10.2*	*-1.3*	*-16.3*	*-15.9*	*-1.8*	*-0.7*	*-4.6*
온라인	*-8.0*	*5.4*	*6.8*	*-10.7*	*-2.2*	*-2.4*	*-14.6*	*4.9*	*4.9*	*7.6*	*4.7*
I-2. 부엌/건자재	*-18.2*	*1.6*	*2.2*	*-17.7*	*-21.4*	*-14.0*	*-19.1*	*2.0*	*-0.1*	*-0.0*	*4.2*
대리점	*-1.0*	*7.5*	*4.9*	*-4.2*	*-2.7*	*9.9*	*-5.0*	*9.0*	*8.2*	*6.1*	*6.8*
제휴점	*-38.7*	*-9.7*	*-3.9*	*-34.0*	*-42.3*	*-39.9*	*-37.9*	*-10.2*	*-15.8*	*-12.2*	*-0.9*
II. B2B 및 기타	*-10.4*	*1.1*	*1.8*	*-2.0*	*-21.9*	*-9.2*	*-6.9*	*1.6*	*0.8*	*0.9*	*0.9*
비중 (%)											
I. B2C	*72.2*	*72.0*	*73.4*	*72.9*	*73.2*	*70.4*	*72.0*	*71.8*	*73.0*	*70.2*	*72.1*
I-1. 인테리어 가구	*45.4*	*44.1*	*43.9*	*50.8*	*44.5*	*44.0*	*41.7*	*48.0*	*44.2*	*43.8*	*40.1*
대리점	*29.3*	*27.4*	*26.0*	*29.5*	*28.4*	*30.0*	*29.2*	*27.7*	*26.7*	*27.5*	*27.6*
직매장	*38.6*	*37.5*	*37.1*	*38.6*	*37.4*	*41.2*	*37.5*	*35.6*	*37.1*	*41.2*	*36.7*
온라인	*32.1*	*35.1*	*36.9*	*31.9*	*34.2*	*28.8*	*33.3*	*36.7*	*36.2*	*31.2*	*35.7*
I-2. 부엌/건자재	*54.6*	*55.9*	*56.1*	*49.2*	*55.5*	*56.0*	*58.3*	*52.0*	*55.8*	*56.2*	*59.9*
대리점	*65.7*	*69.5*	*71.3*	*63.5*	*65.3*	*66.4*	*67.2*	*67.9*	*70.8*	*70.5*	*68.8*
제휴점	*34.3*	*30.5*	*28.7*	*36.5*	*34.7*	*33.6*	*32.8*	*32.1*	*29.2*	*29.5*	*31.2*
II. B2B 및 기타	*27.8*	*28.0*	*26.6*	*27.1*	*26.8*	*29.6*	*28.0*	*28.2*	*27.0*	*29.8*	*27.9*
영업이익	69	72	80	22	13	13	22	20	17	15	21
(YoY %)	*-17.7*	*4.7*	*10.1*	*28.9*	*-53.4*	*-12.1*	*-13.9*	*-11.7*	*33.7*	*16.0*	*-2.2*
(QoQ %)				*-11.9*	*-42.5*	*-0.5*	*70.6*	*-9.6*	*-12.9*	*-13.7*	*44.0*
OPM (%)	*4.3*	*4.5*	*5.0*	*5.2*	*3.2*	*3.3*	*5.4*	*4.7*	*4.3*	*3.8*	*5.2*
세전이익	73	81	89	26	16	16	15	22	19	17	24
세전이익률 (%)	*4.5*	*5.1*	*5.6*	*6.2*	*3.9*	*4.1*	*3.8*	*5.2*	*4.9*	*4.4*	*5.8*
순이익	41	60	66	17	10	8	7	16	14	11	19
(YoY %)	*-39.5*	*45.7*	*9.0*	*10.3*	*-55.4*	*-47.1*	*-56.8*	*-3.1*	*38.5*	*40.8*	*175.8*
(QoQ %)				*1.5*	*-41.0*	*-18.6*	*-11.4*	*127.8*	*-15.7*	*-17.3*	*73.5*
순이익률 (%)	*2.6*	*3.8*	*4.0*	*3.9*	*2.5*	*2.1*	*1.8*	*3.9*	*3.4*	*2.9*	*4.8*

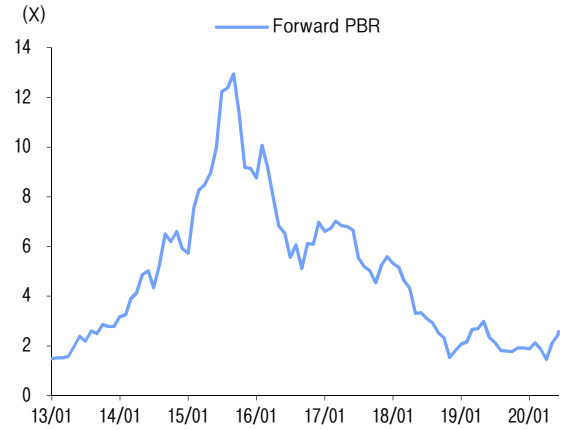
자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 별도 기준

그림48 한샘 Historical PER 추이



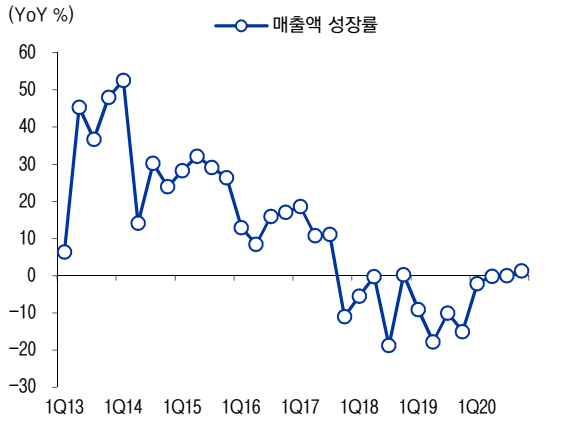
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 한샘 Historical PBR 추이



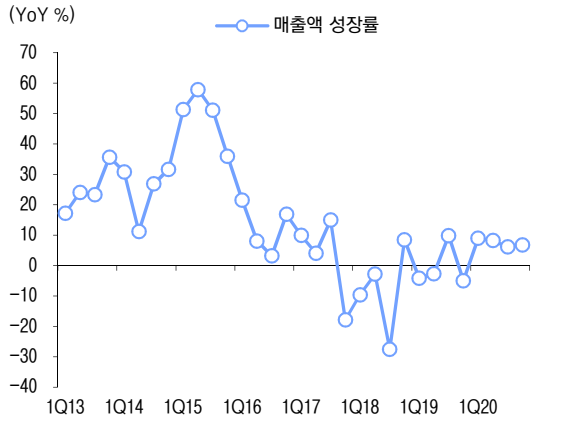
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 한샘 별도기준 매출액 성장률 추이 및 전망



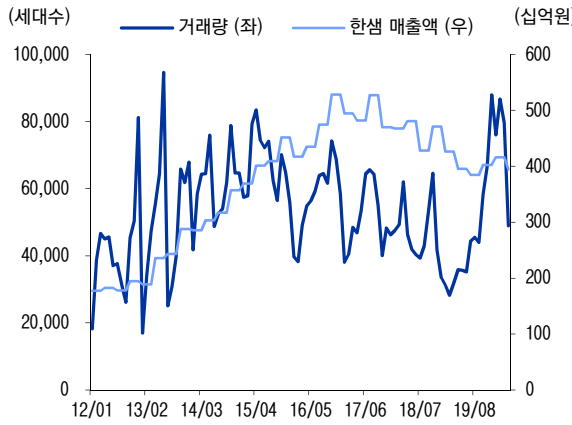
자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 한샘 부엌/건자재 대리점 매출 추이 및 전망



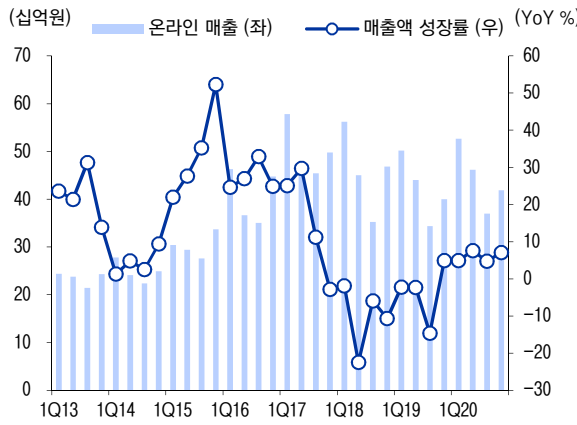
자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 한샘 매출과 아파트 매매 거래량 추이 비교



자료: 국토교통부, 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 한샘 온라인 매출액 추이 및 전망



자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터

한샘 (009240)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	460	554	627	722	830
현금 및 현금성자산	69	150	197	260	342
매출채권 및 기타채권	123	127	142	157	168
재고자산	63	68	70	77	83
기타유동자산	205	210	219	227	237
비유동자산	309	345	445	550	658
관계기업투자등	26	32	33	34	35
유형자산	208	221	305	395	488
무형자산	7	11	22	32	41
자산총계	**769**	**899**	**1,072**	**1,272**	**1,488**
유동부채	316	338	378	410	435
매입채무 및 기타재무	208	223	259	287	308
단기금융부채	22	17	17	17	17
기타유동부채	86	98	102	106	111
비유동부채	18	20	21	21	22
장기금융부채	0	3	3	3	3
기타비유동부채	18	17	18	18	19
부채총계	**334**	**358**	**399**	**431**	**458**
지배주주지분	435	541	673	841	1,030
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	423	529	663	830	1,019
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**435**	**542**	**674**	**841**	**1,030**

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**1,711**	**1,935**	**2,219**	**2,456**	**2,638**
매출원가	1,185	1,336	1,520	1,670	1,794
매출총이익	**525**	**599**	**699**	**786**	**844**
판매비 및 관리비	379	439	508	550	578
영업이익	**147**	**160**	**191**	**236**	**266**
(EBITDA)	157	174	208	259	295
금융손익	2	4	0	0	1
이자비용	2	3	9	9	9
관계기업등 투자손익	4	6	13	13	13
기타영업외손익	2	1	4	4	4
세전계속사업이익	**155**	**170**	**208**	**253**	**284**
계속사업법인세비용	41	43	54	66	74
계속사업이익	115	128	154	187	210
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**115**	**128**	**154**	**187**	**210**
지배주주	115	128	154	187	210
총포괄이익	**115**	**128**	**154**	**187**	**210**
매출총이익률 (%)	30.7	31.0	31.5	32.0	32.0
영업이익률 (%)	8.6	8.2	8.6	9.6	10.1
EBITDA 마진률 (%)	9.2	9.0	9.4	10.5	11.2
당기순이익률 (%)	6.7	6.6	6.9	7.6	7.9
ROA (%)	17.5	15.3	15.6	16.0	15.2
ROE (%)	29.7	26.1	25.3	24.7	22.4
ROIC (%)	51.8	65.2	62.1	55.8	48.1

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	**204**	**158**	**179**	**206**	**234**
당기순이익(손실)	115	128	154	187	210
비현금수익비용가감	70	30	3	11	17
유형자산감가상각비	10	13	14	19	24
무형자산상각비	1	1	3	4	5
기타현금수익비용	59	16	-13	-12	-12
영업활동 자산부채변동	54	0	22	8	7
매출채권 감소(증가)	-16	0	-15	-15	-12
재고자산 감소(증가)	-20	-4	-2	-7	-6
매입채무 증가(감소)	89	16	36	28	21
기타자산, 부채변동	1	-12	3	3	3
투자활동 현금	**-159**	**-54**	**-112**	**-123**	**-132**
유형자산처분(취득)	-34	-28	-98	-109	-117
무형자산 감소(증가)	-1	-4	-14	-14	-14
투자자산 감소(증가)	-127	-7	3	3	3
기타투자활동	3	-15	-3	-3	-4
재무활동 현금	**-13**	**-22**	**-20**	**-20**	**-20**
차입금의 증가(감소)	3	-2	0	0	0
자본의 증가(감소)	-15	-20	-20	-20	-20
배당금의 지급	15	20	20	20	20
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**33**	**82**	**47**	**63**	**82**
기초현금	36	69	150	197	260
기말현금	69	150	197	260	342

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	47.5	36.7	14.0	11.5	10.2
P/B	12.5	8.6	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	33.2	25.1	8.5	6.6	5.4
P/CF	29.5	29.7	13.7	10.8	9.5
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
매출액	-22.9	13.1	14.7	10.7	7.4
영업이익	-23.1	8.8	19.6	23.6	12.8
세전이익	-25.3	9.5	22.2	21.9	12.1
당기순이익	-25.3	11.2	20.4	21.9	12.1
EPS	-25.3	11.2	20.4	21.9	12.1
안정성 (%)					
부채비율	76.7	66.1	59.2	51.3	44.4
유동비율	145.6	164.2	165.9	176.1	190.7
순차입금/자기자본(x)	-53.0	-59.3	-55.8	-53.2	-52.2
영업이익/금융비용(x)	68.9	50.8	22.2	27.4	30.9
총차입금 (십억원)	22	20	20	20	20
순차입금 (십억원)	-231	-321	-376	-447	-537
주당지표(원)					
EPS	4,872	5,419	6,524	7,950	8,909
BPS	18,488	23,007	28,616	35,716	43,776
CFPS	7,846	6,694	6,665	8,414	9,634
DPS	850	850	850	850	850

자료: 한샘, 이베스트투자증권 리서치센터

케이씨씨글라스 (344820)

2020. 6. 8 | 건설/건자재

주가 상승의 근거를 모두 모았다

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

Not Rated

목표주가	N.R.
현재주가	37,350 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

한국판 뉴딜, 공공시설 리모델링 모멘텀

케이씨씨글라스는 KCC에서 유리, PVC상재, 홈씨씨가 인적분할하여 설립된 법인이다. 판유리 시장에서 KCC글라스의 M/S는 52% 수준이며, 다만 판유리 자체가 건축 경기에 영향을 크게 받다 보니 업황이 아주 좋은 국면은 아닐 것으로 보인다. 그러나 최근 정부가 발표한 노후화된 공공시설의 그린 리모델링 수혜주로 부각될 수 있다는 판단이다. 2014년 '그린 리모델링 이자지원 사업'을 통해 건물주가 가장 많이 교체한 건자재는 유리/창호로 알려져 있다. 가장 쉽게 교체가 가능하고, 투입 비용 대비 가장 확실한 에너지 저감 효과를 체득할 수 있기 때문일 것이다.

모멘텀 뿐만 아니라 연간 케이씨씨글라스의 펀더멘탈 역시 나쁘지 않을 것으로 보인다. 유리 부문의 매출 성장이 쉽지 않아 보이지만, PVC상재가 최근 'KCC 숲 블루,옥'의 하이엔드 제품을 출시하면서 B2C를 통한 마진 개선이 기대된다는 점, 원재료인 PVC 가격이 낮은 레벨로 지속되고 있다는 점은 긍정적이다. 분할 이후 사업부문의 역사적 실적을 비교할 수가 없기에 추정이 다소 불확실한 점은 아쉽다. 1분기 순이익에 QoQ 5%씩 성장한다고 단순 가정하여 연율화한 이익 기준 PER은 8X 수준이다.

마무리 되지 않은 지분 작업, 이유있는 주가의 반등

KCC의 인적분할을 필두로 정몽진, 정몽익, 정몽열 형제의 사업부 분리가 진행되고 있다. 현재 케이씨씨글라스를 지휘할 차남 정몽익 사장과 KCC의 장남 정몽진 회장과의 보유 지분 스왑 과정이 남아있는 상태다. 정몽익 사장의 케이씨씨글라스 보유지분 8.8%에 두 형제의 지분을 모두 가져오면 최소 39.25%의 지분이 확보된다. 정몽익 사장은 시가총액 1.3조원 가량의 KCC에 대해서도 인적분할로 8.8%의 지분을 보유하고 있기 때문에, 지분 스왑시 추가 현금 투입은 전혀 발생하지 않는다. 지분 스왑에 있어서는 시가총액이 큰 KCC의 주가 하락이 불리할 수 있으나, 그렇다고 케이씨씨글라스 주가가 낮은 레벨로 유지되어야할 필요 역시 전혀 없다. 장기적으로는 케이씨씨글라스와 코리아오토글라스의 합병까지 감안해볼 때, 지분 스왑 이후 최대주주의 지분이 많은 케이씨씨글라스의 주가가 상승하는 쪽이 더욱 합리적일 것으로 판단된다.

Stock Data

KOSPI (6/5)		2,181.87 pt
시가총액		3,119 억원
발행주식수		8,350 천주
52 주 최고가 / 최저가		55,800 / 12,150 원
90 일 일평균거래대금		70.8 억원
외국인 지분율		6.8%
배당수익률(19.12)		n/a
BPS(19.12)		n/a
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	9.4%
	6 개월	n/a
	12 개월	n/a
주주구성	정동진(외 14 인)	46.2%
	국민연금공단	9.7%

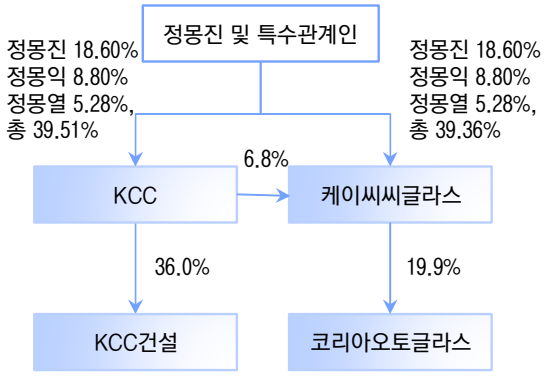
Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
2016	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
2017	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
2018	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
2019	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

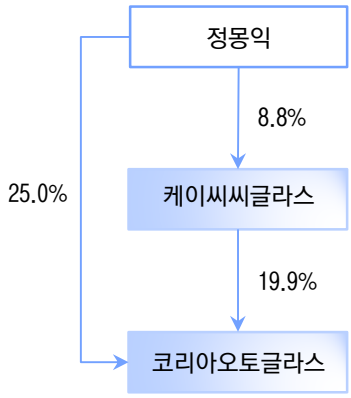
자료: 케이씨씨글라스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준, 주) 2020년 1월 상장했기에 과거 연간 수치없음

그림54 KCC 인적분할 이후 지배구조



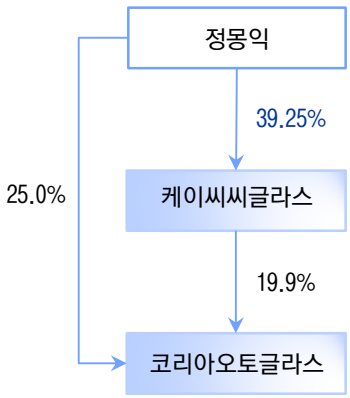
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 케이씨씨글라스 지배구조



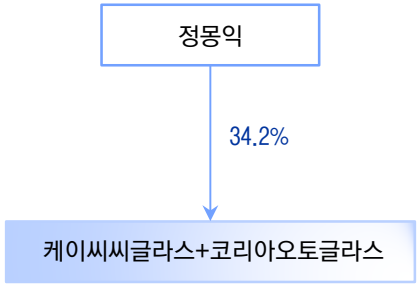
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 지분스왑 가정시 최대주주 지분율 변화



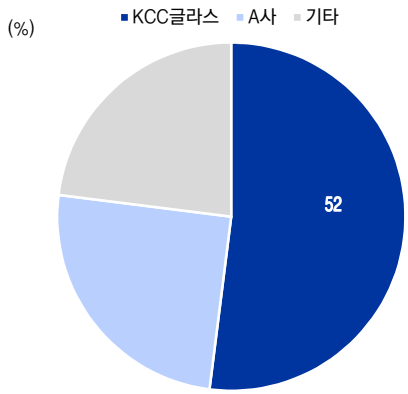
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 지분스왑 이후 코리아오토클라스와 합병 가정시



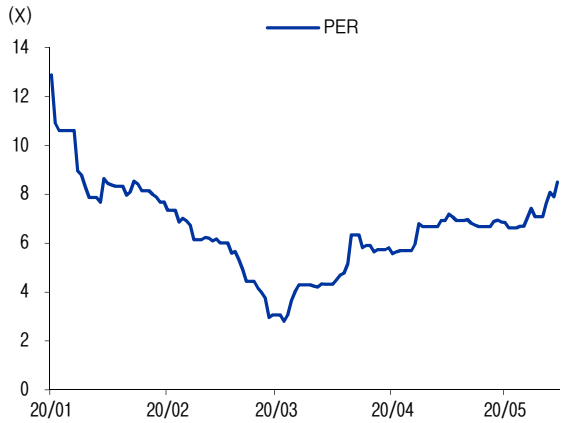
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 합병비율은 6/4 기준 시가총액으로 단순 가정함

그림58 케이씨씨글라스 판유리 M/S



자료: 케이씨씨글라스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 케이씨씨글라스 1 분기 실적 연율화 기준 PER 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 1분기 실적 기준 분기별 EPS 5%씩 성장 가정, EPS 1년 고정 기준

케이씨씨글라스 (344820)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
현금 및 현금성자산	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 및 기타채권	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
재고자산	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타유동자산	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
비유동자산	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
관계기업투자등	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유형자산	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
무형자산	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
자산총계	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**
유동부채	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매입채무 및 기타재무	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
단기금융부채	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타유동부채	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
비유동부채	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
장기금융부채	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타비유동부채	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
부채총계	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**
지배주주지분	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
자본금	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
자본잉여금	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이익잉여금	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
비지배주주지분(연결)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
자본총계	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**
매출원가	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출총이익	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**
판매비 및 관리비	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
(EBITDA)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
금융손익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
관계기업등 투자손익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타영업외손익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
세전계속사업이익	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**
계속사업법인세비용	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
계속사업이익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
중단사업이익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
당기순이익	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**
지배주주	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
총포괄이익	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**
매출총이익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA 마진률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
당기순이익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROA (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**
당기순이익(손실)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
비현금수익비용가감	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유형자산감가상각비	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
무형자산상각비	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타현금수익비용	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업활동 자산부채변동	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
재고자산 감소(증가)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매입채무 증가(감소)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타자산, 부채변동	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
투자활동 현금	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**
유형자산처분(취득)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
무형자산 감소(증가)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
투자자산 감소(증가)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타투자활동	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
재무활동 현금	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**
차입금의 증가(감소)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
자본의 증가(감소)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당금의 지급	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기타재무활동	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
현금의 증가	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**	**n/a**
기초현금	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
기말현금	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 케이씨씨글라스, 주)2020년 1월 상장했기에 과거 연간 수치없음

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
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	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
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	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
세전이익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
당기순이익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성 (%)					
부채비율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순차입금/자기자본(x)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익/금융비용(x)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순차입금 (십억원)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
주당지표(원)					
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
BPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
CFPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

하츠 (066130)

2020. 6. 8 | 건설/건자재

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

환기 시스템 1위 업체

Not Rated

목표주가 N.R.
현재주가 7,200 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

레인지후드, 쿡탑, 세대환기 시스템을 보유한 벽산 효자 기업

하츠는 1988년 공기질 관리 전문 기업으로 출범, 2008년에 벽산 계열사로 편입되었다. 주 제품은 주방용 레인지후드, 빌트인 주방기기, 세대환기시스템이며 특히 레인지후드와 빌트인 주방기기는 하이엔드 전략을 통해 1군 건설사의 빌트인 제품으로 납품하고 있다. 이에 따라 레인지후드 시장 점유율 역시 57%로 압도적인 1위를 기록하고 있으며, 2위인 SK매직은 M/S 11% 수준이다. 경쟁 레인지후드 업체인 엔텍의 재무구조 악화에 따른 시장 탈락으로 브랜드 레인지후드 시장은 하츠와 SK매직으로 양분화될 것으로 보이며, 현재는 B2B 매출이 대략 90% 수준이지만 향후 비브랜드 후드 시장의 브랜드화에 따른 구조적 성장 역시 기대해볼 만 하다.

전방인 건설 입주 사이클이 내년부터 감소하지만, 신규 주택에서 고급형 레인지후드의 선호가 높아지면서 객단가 확대에 따른 매출 성장이 지속되고 있다. 건설 경기 부침에도 불구하고 큰 역성장 없이 꾸준히 매출 볼륨이 성장해온 점 역시 고무적이다. 지난해까지는 B2C 침투를 위한 판촉비/광고선전비 집행에 따라 매출 성장 대비 이익이 감소했던 상황이나, 올해부터는 비용 감소에 따른 마진 개선이 나타날 것으로 기대한다. 당장 1Q20 역시 마진 개선세가 나타난 모습이다.

환기 시스템으로 기대해보는 그린 리모델링 모멘텀

정부의 실내 공기질 관리 강화 방안 및 노후 공공시설 그린 리모델링 정책에 따라 하츠의 수혜가 기대된다. 학교 교실 내 공기정화장치 설치율은 아직 중학교, 고등학교가 25% 수준으로 유치원 97%에 비해 현저히 낮은 실정이다. 환기설비는 2006년 공동주택에 법으로 의무화 되기 시작, 2020년 4월 기준으로는 과거 100세대 이상에서 변경 30세대 이상 공공주택은 환기설비를 의무적으로 설치하도록 규제가 강화되어왔다. 또한 의무설치 대상이 아니던 민간 요양시설, 어린이 놀이시설, 영화관 등의 다중이용시설도 의무 대상에 포함되었다. 하츠는 공기 청정과 환기가 동시에 가능한 환기청정기 역시 보유하고 있으며, 지난해 1분기 매출 증가가 두드러지는 이유 역시 학교에 환기청정기를 납품/설치하면서 매출이 일시적으로 늘었기 때문이다. 다만 환기청정기의 유지보수 매출의 경우 코로나19로 개학이 늦어지면서 매출 반영은 다소 지연되고 있다. 학교 실적 있기 때문에 그린 리모델링 확대에 따른 추가 모멘텀이 기대된다.

Stock Data

KOSDAQ (6/5)		749.31 pt
시가총액		922 억원
발행주식수		12,800 천주
52 주 최고가 / 최저가		8,350 / 3,020 원
90 일 일평균거래대금		48.93 억원
외국인 지분율		0.8%
배당수익률(19.12)		0.0%
BPS(19.12)		6,471 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	0.9%
	6 개월	-17.3%
	12 개월	-15.9%
주주구성	벽산(외 1 인)	46.3%
	자사주	4.5%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	82	4	5	4	314	-12.4	7	17.7	5.7	1.0	5.5
2016	88	4	5	4	324	3.3	6	17.8	7.6	1.0	5.4
2017	102	5	6	5	359	10.5	6	20.3	9.5	1.1	5.7
2018	104	1	2	2	124	-65.5	3	58.9	22.7	1.2	1.9
2019	112	2	3	2	194	56.9	5	37.5	11.9	1.1	2.9

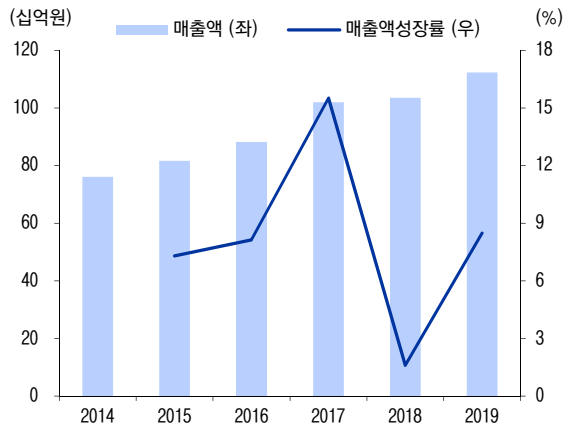
자료: 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표22 하츠 (Haatz) 실적 추이: 판관비 감소로 1Q20 마진율 개선 시작

(단위: 십억원)	2017	2018	2019	1Q20
매출액	101.9	103.5	112.3	25.5
유통/특판	81.2	84.1	94.0	22.4
환기	20.7	19.5	18.3	3.1
GPM (%)	21.9	20.6	21.9	22.6
유통/특판	26.0	24.2	24.7	24.9
환기	5.9	5.0	7.8	6.2
판관비	17.1	20.1	22.2	4.7
판관비율 (%)	16.8	19.4	19.7	18.5
영업이익	5.2	1.3	2.5	1.0
영업이익률 (%)	5.1	1.2	2.2	4.1
순이익	4.5	1.5	2.4	0.9
순이익률 (%)	4.4	1.5	2.1	3.7

자료: 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 하츠 매출액 및 매출액 성장률 추이

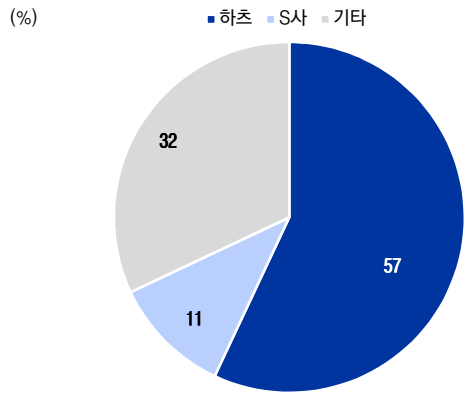


자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 하츠 주요 제품: 레인지후드

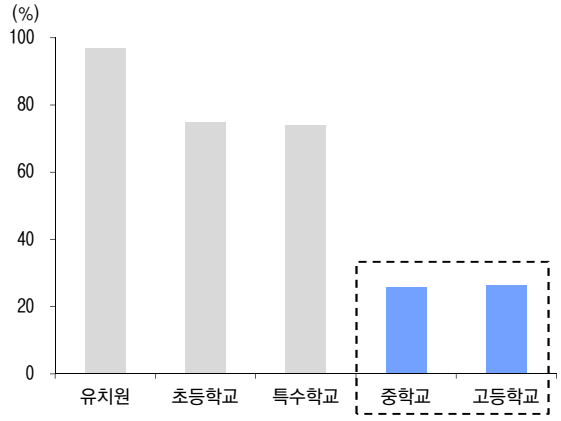
자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 하츠 1Q20 기준 레인지후드 M/S 비교



자료: 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 전국 교실 내 공기정화장치 설치율



자료: 교육부, 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

하츠 (066130)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	55	60	63	62	65
현금 및 현금성자산	16	13	20	15	18
매출채권 및 기타채권	16	23	22	21	18
재고자산	5	6	8	9	9
기타유동자산	19	18	13	16	20
비유동자산	32	33	33	32	32
관계기업투자등	2	2	0	0	0
유형자산	22	22	24	24	22
무형자산	1	1	1	2	1
자산총계	**87**	**93**	**96**	**94**	**97**
유동부채	9	12	11	10	11
매입채무 및 기타재무	8	10	9	9	9
단기금융부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	2	1	2	1	2
비유동부채	4	4	4	4	4
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4	4	4	4	3
부채총계	**13**	**15**	**14**	**14**	**15**
지배주주지분	74	77	82	81	83
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	12	12	12	12	12
이익잉여금	57	60	64	65	67
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**74**	**77**	**82**	**81**	**83**

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**82**	**88**	**102**	**104**	**112**
매출원가	62	67	80	82	88
매출총이익	**20**	**21**	**22**	**21**	**25**
판매비 및 관리비	15	16	17	20	22
영업이익	**4**	**4**	**5**	**1**	**2**
(EBITDA)	7	6	6	3	5
금융손익	1	1	1	1	1
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**5**	**5**	**6**	**2**	**3**
계속사업법인세비용	1	1	1	1	1
계속사업이익	4	4	5	2	2
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**4**	**4**	**5**	**2**	**2**
지배주주	4	4	5	2	2
총포괄이익	**4**	**4**	**5**	**2**	**2**
매출총이익률 (%)	24.5	23.5	21.9	20.6	21.9
영업이익률 (%)	5.5	5.0	5.1	1.2	2.2
EBITDA 마진률 (%)	8.0	6.5	6.3	2.6	4.2
당기순이익률 (%)	4.9	4.6	4.4	1.5	2.1
ROA (%)	4.7	4.5	4.8	1.6	2.5
ROE (%)	5.5	5.4	5.7	1.9	2.9
ROIC (%)	8.7	8.2	8.8	1.8	3.7

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	**7**	**-1**	**3**	**3**	**8**
당기순이익(손실)	4	4	5	2	2
비현금수익비용가감	4	4	5	4	6
유형자산감가상각비	2	1	1	1	2
무형자산상각비	1	0	0	0	0
기타현금수익비용	1	0	0	0	0
영업활동 자산부채변동	-1	-9	-6	-2	-1
매출채권 감소(증가)	0	-7	1	1	3
재고자산 감소(증가)	-1	-1	-2	-1	0
매입채무 증가(감소)	1	2	-1	0	0
기타자산, 부채변동	-2	-3	-3	-2	-3
투자활동 현금	**-7**	**-1**	**4**	**-4**	**-5**
유형자산처분(취득)	-1	-1	-2	-1	-1
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-7	0	7	-4	-4
기타투자활동	1	0	0	1	0
재무활동 현금	**0**	**0**	**-1**	**-3**	**-1**
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	-1	-1	0
배당금의 지급	0	0	1	1	0
기타재무활동	0	0	0	-2	0
현금의 증가	**-1**	**-3**	**6**	**-4**	**3**
기초현금	17	16	13	20	15
기말현금	16	13	20	15	18

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	17.7	17.8	20.3	58.9	37.5
P/B	1.0	1.0	1.1	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.7	7.6	9.5	22.7	11.9
P/CF	8.5	9.1	10.3	17.0	10.9
배당수익률 (%)	0.5	0.9	0.7	0.4	n/a
성장성 (%)					
매출액	-19.9	8.1	15.5	1.6	8.5
영업이익	-14.7	-1.9	19.5	-76.2	99.7
세전이익	-10.7	3.1	8.6	-62.7	61.2
당기순이익	-12.4	3.3	10.6	-66.6	57.0
EPS	-12.4	3.3	10.5	-65.5	56.9
안정성 (%)					
부채비율	17.5	20.0	17.5	17.1	17.7
유동비율	587.4	507.3	581.3	608.7	590.9
순차입금/자기자본(x)	-45.6	-39.4	-38.6	-39.0	-44.3
영업이익/금융비용(x)	1,154.4	14,687.6	n/a	396.0	148.8
총차입금 (십억원)	0	0	0	0	0
순차입금 (십억원)	-34	-31	-32	-31	-37
주당지표(원)					
EPS	314	324	359	124	194
BPS	5,804	6,053	6,390	6,304	6,471
CFPS	652	635	709	429	667
DPS	30	50	50	30	n/a

자료: 하츠, 이베스트투자증권 리서치센터

금호산업 (002990)

2020. 6. 8 | 건설/건자재

3기 신도시 수주 저변 확대 기대

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

BUY(maintain)

목표주가 10,000 원
현재주가 8,040 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

우려할 것 없는 펀더멘탈

금호산업의 1Q20 매출액은 3,570억원으로 전년동기대비 14.6% 증가, 컨센서스에 부합했다. 영업이익은 166억원으로 전년동기대비 143.6% 증가하면서 컨센서스 영업이익 125억 대비 33.6% 상회하는 서프라이즈를 기록했다. 실적 서프라이즈의 주요 원인은 전 사업부문의 고른 성장 및 주택 부문의 원가율 개선에 크게 기인한다. 지난 4분기에 이어 주택 매출총이익률이 15% 수준을 기록하면서, 현장 믹스 개선에 따른 마진 안정화가 나타나는 모습이다. 주택 공급은 2018년 2,626세대에서 지난해 5,259세대로 크게 증가했으며, 금년도 역시 지방 광역시를 필두로 5,800세대의 분양이 예정되어 있다. 이에 따라 마진에 크게 기여하는 주택, 건축부문의 매출 증가로 2022년까지 안정적인 실적 증가가 예상된다. 탄탄한 펀더멘탈이 다져지고 있어, 실적에서 더는 우려할 것이 없다.

고개를 드는 3기 신도시 모멘텀, 고개를 숙이는 신공항 발주

코로나19로 인한 여객 트래픽 감소가 나타나면서 국내 신공항 프로젝트들의 발주 일정이 지연될 전망이다. 연내 인천공항 4단계에 대해 2조원 가량의 발주가 확정적으로 나올 예정이고, 더불어 새만금 공항과 같이 예타면제에 포함된 사업도 있지만 중장기적으로는 공항 발주 가시성에 대한 리스크가 확대된 상황이다.

투자 포인트로 판단해온 금호산업의 알파 모멘텀이 사라진 상황이지만, 정부의 3기 신도시 공급 가속화 계획 및 SOC 투자 확대에 따라 금호산업의 새로운 강점이 부각될 수 있는 시점으로 보인다. 금호산업은 부동산 랠리 당시 워크아웃 기간을 지나면서 분양 리스크를 지는 자체 주택이나 민간 도급 주택사업에 공격적으로 진출할 수가 없는 상황이었다. 따라서 당시 LH, 신탁사 등과 함께 도급 사업을 많이 수행하게 되었다. 2기 신도시 및 LH 주관 주택 사업에서 금호산업의 '어울림' 브랜드를 쉽게 찾아볼 수 있다. 3기 신도시의 일부 지구 지정 확정에 따른 사업 속도 가시화가 기대되는 만큼, 금호산업의 수주 저변이 확대될 것으로 기대된다.

Stock Data

KOSPI (6/5)		2,181.87 pt
시가총액		2,945 억원
발행주식수		36,634 천주
52 주 최고가 / 최저가		14,500 / 4,360 원
90 일 일평균거래대금		17.18 억원
외국인 지분율		5.1%
배당수익률(20.12E)		6.2%
BPS(20.12E)		13,165 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-15.0%
	6 개월	-31.4%
	12 개월	-48.8%
주주구성	금호고속(외 7 인)	48.0%
	자사주(외 1 인)	2.9%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	1,377	31	15	0	-13	적전	43	n/a	12.4	1.2	-0.1
2019	1,598	55	12	12	323	흑전	58	35.7	6.8	1.1	3.2
2020E	1,757	84	95	76	2,092	548.6	87	3.5	3.0	0.6	17.8
2021E	1,944	96	88	66	1,820	-13.0	100	4.1	2.4	0.5	13.2
2022E	2,252	130	123	92	2,536	39.4	134	2.9	1.3	0.4	16.4

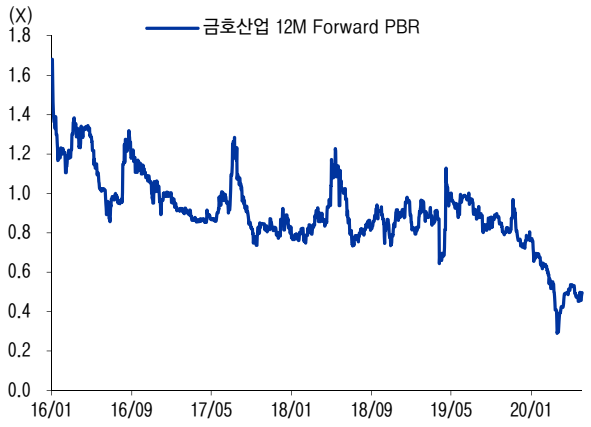
자료: 금호산업, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표23 금호산업 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	1,598	1,757	1,944	312	451	426	409	357	429	453	517
토목	624	553	610	109	200	168	148	134	139	137	142
건축	544	537	595	114	140	145	144	106	130	146	156
주택	420	660	739	87	106	111	117	113	158	169	220
해외	10	7	0	2	5	2	1	4	2	2	-1
Sales Growth (YoY %)	*16.1*	*10.0*	*10.6*	*10.7*	*30.4*	*17.7*	*5.5*	*14.6*	*-4.8*	*6.4*	*26.4*
토목	*31.2*	*-11.4*	*10.3*	*15.4*	*62.7*	*46.0*	*2.8*	*23.6*	*-30.6*	*-18.1*	*-3.7*
건축	*-1.6*	*-1.2*	*10.7*	*-3.8*	*4.2*	*-5.2*	*-1.4*	*-7.1*	*-7.3*	*0.3*	*8.0*
주택	*26.4*	*57.0*	*12.0*	*37.7*	*25.2*	*24.4*	*22.0*	*30.2*	*49.9*	*51.9*	*88.2*
Sales Growth (QoQ %)				*-19.7*	*44.7*	*-5.5*	*-3.9*	*-12.8*	*20.3*	*5.6*	*14.1*
토목				*-24.4*	*84.3*	*-16.3*	*-11.8*	*-9.1*	*3.6*	*-1.4*	*3.7*
건축				*-21.8*	*22.2*	*3.9*	*-0.6*	*-26.3*	*21.9*	*12.4*	*7.0*
주택				*-9.3*	*21.8*	*5.1*	*5.1*	*-3.3*	*40.2*	*6.5*	*30.2*
매출총이익률 (%)	*7.3*	*9.1*	*9.0*	*6.9*	*6.1*	*7.8*	*8.2*	*9.6*	*8.8*	*9.3*	*8.8*
토목	*4.2*	*5.0*	*5.2*	*3.1*	*3.1*	*5.7*	*4.7*	*4.8*	*5.1*	*5.3*	*4.9*
건축	*6.9*	*7.4*	*7.4*	*7.0*	*7.4*	*6.5*	*6.6*	*7.1*	*7.3*	*7.7*	*7.4*
주택	*13.5*	*14.1*	*13.3*	*11.6*	*12.8*	*13.6*	*15.3*	*15.0*	*13.7*	*14.1*	*13.8*
영업이익	56	84	96	7	15	17	17	17	21	24	22
영업이익률 (%)	*3.5*	*4.8*	*5.0*	*2.2*	*3.2*	*3.9*	*4.3*	*4.7*	*4.9*	*5.4*	*4.3*
(YoY %)	*31.7*	*51.2*	*14.7*	*23.3*	*20.0*	*13.1*	*79.2*	*143.6*	*42.8*	*45.5*	*27.5*
순이익	12	76	66	-29	18	12	11	11	15	18	32
순이익률 (%)	*0.7*	*4.3*	*3.4*	*-9.1*	*3.9*	*2.8*	*2.6*	*3.1*	*3.5*	*3.9*	*6.2*
(YoY %)	*흑전*	*548.6*	*-13.0*	*적전*	*흑전*	*-63.6*	*흑전*	*흑전*	*-15.6*	*49.6*	*198.5*

자료: 금호산업, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2020년 순이익은 아시아나항공 매각차익 200억원이 반영되어 있음

그림64 금호산업 12M Forward PBR 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 금호산업 12M Forward PER 추이

자료: FnGuide,, 이베스트투자증권 리서치센터

금호산업 (002990)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	619	1,014	710	849	1,003
현금 및 현금성자산	42	78	133	142	202
매출채권 및 기타채권	360	382	440	533	617
재고자산	58	118	73	88	114
기타유동자산	159	436	64	86	70
비유동자산	563	323	813	800	827
관계기업투자등	548	271	800	786	814
유형자산	10	39	4	3	3
무형자산	6	13	9	11	10
자산총계	**1,182**	**1,337**	**1,522**	**1,649**	**1,831**
유동부채	640	763	691	757	849
매입채무 및 기타재무	380	354	381	422	487
단기금융부채	100	138	22	20	18
기타유동부채	160	272	288	315	344
비유동부채	186	198	353	366	381
장기금융부채	95	89	93	98	103
기타비유동부채	91	109	260	268	278
부채총계	**826**	**961**	**1,044**	**1,123**	**1,230**
지배주주지분	356	376	478	526	600
자본금	182	182	182	182	182
자본잉여금	25	50	50	50	50
이익잉여금	209	202	260	307	381
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**356**	**376**	**478**	**526**	**600**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**1,377**	**1,598**	**1,757**	**1,944**	**2,252**
매출원가	1,277	1,482	1,597	1,770	2,042
매출총이익	**100**	**116**	**160**	**174**	**209**
판매비 및 관리비	57	60	76	78	79
영업이익	**31**	**55**	**84**	**96**	**130**
(EBITDA)	43	58	87	100	134
금융손익	-8	-10	-8	-7	-6
이자비용	10	12	9	8	8
관계기업등 투자손익	-68	-38	-1	-1	-1
기타영업외손익	48	4	20	0	0
세전계속사업이익	**15**	**12**	**95**	**88**	**123**
계속사업법인세비용	16	0	19	22	31
계속사업이익	0	12	76	66	92
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**0**	**12**	**76**	**66**	**92**
지배주주	0	12	76	66	92
총포괄이익	**-5**	**14**	**74**	**64**	**90**
매출총이익률 (%)	7.2	7.2	9.1	9.0	9.3
영업이익률 (%)	2.3	3.5	4.8	5.0	5.8
EBITDA 마진률 (%)	3.1	3.7	5.0	5.1	6.0
당기순이익률 (%)	0.0	0.7	4.3	3.4	4.1
ROA (%)	0.0	0.9	5.3	4.2	5.3
ROE (%)	-0.1	3.2	17.8	13.2	16.4
ROIC (%)	16.2	12.7	13.3	14.5	19.5

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**56**	**62**	**262**	**165**	**213**
당기순이익(손실)	0	12	76	66	92
비현금수익비용가감	112	90	91	87	87
유형자산감가상각비	1	6	6	2	2
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	111	83	84	84	84
영업활동 자산부채변동	-55	-39	95	12	34
매출채권 감소(증가)	48	-32	-58	-93	-84
재고자산 감소(증가)	-32	2	46	-15	-26
매입채무 증가(감소)	-3	-89	28	41	65
기타자산, 부채변동	-68	80	80	80	80
투자활동 현금	**-18**	**3**	**-12**	**-18**	**-15**
유형자산처분(취득)	16	28	-125	-3	-3
무형자산 감소(증가)	0	0	4	-2	1
투자자산 감소(증가)	0	-2	-2	-2	-2
기타투자활동	-34	-23	111	-11	-11
재무활동 현금	**-51**	**-29**	**-195**	**-138**	**-138**
차입금의 증가(감소)	30	58	-107	-10	-10
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-18	-18	-18	-18	-18
기타재무활동	-81	-87	-88	-128	-128
현금의 증가	**-12**	**36**	**55**	**9**	**60**
기초현금	54	42	78	133	142
기말현금	42	78	133	142	202

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	35.7	3.8	4.4	3.2
P/B	1.2	1.1	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	12.4	6.8	3.3	2.7	1.5
P/CF	3.8	3.3	1.7	1.9	1.6
배당수익률 (%)	4.2	5.3	6.2	6.2	6.2
성장성 (%)					
매출액	6.1	16.1	10.0	10.6	15.8
영업이익	-25.7	78.6	51.6	14.7	35.2
세전이익	-84.7	-20.7	685.5	-7.2	39.4
당기순이익	적전	흑전	548.6	-13.0	39.4
EPS	적전	흑전	548.6	-13.0	39.4
안정성 (%)					
부채비율	231.8	255.2	218.4	213.5	205.1
유동비율	96.7	132.9	102.7	112.2	118.1
순차입금/자기자본(x)	27.6	13.1	-3.4	-6.7	-17.5
영업이익/금융비용(x)	3.1	4.6	9.2	11.5	17.0
총차입금 (십억원)	140	127	117	107	97
순차입금 (십억원)	98	49	-16	-35	-105
주당지표(원)					
EPS	-13	323	2,092	1,820	2,536
BPS	9,808	10,364	13,165	14,483	16,518
CFPS	3,084	2,824	4,636	4,245	4,960
DPS	500	500	500	500	500

자료: 금호산업, 이베스트투자증권 리서치센터

신한알파리츠 (293940)

2020. 6. 8 | 건설/건자재

오피스 리츠 강자

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

BUY(maintain)

목표주가 9,000 원
현재주가 6,820 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

대일빌딩 매입, 밸류에이션 메리트 확대

코로나19의 영향에도 불구하고 오피스 리츠인 신한알파리츠의 시장 대비 상대수익률 아웃퍼폼이 두드러졌다. 오피스 자산의 특성 상 리테일 리츠와 같이 오프라인 트래픽 감소에 따른 이익 감소 리스크를 비켜있었고, 추가 오피스 빌딩 매입에 따른 성장성이 기대되었기 때문으로 보인다. 신한알파리츠는 297억원의 유상증자가 확정되었으며, 증자 대금은 자리츠인 광교 리츠가 인수하는 680억원 가격의 대일빌딩의 후순위 대출 230억원 상환에 사용될 것으로 예상된다.

현재 신한알파리츠의 NAV는 2,909억원으로, 인수 후 후순위 대출을 갚는다는 가정하에 대일빌딩은 450억원의 NAV 플러스 효과가 있다. 470만주의 추가되는 주식수를 함께 고려할 때, 매입 전 주당 NAV는 6.200원, 매입 후는 6,500원이 된다. 금번 투자 규모상 산술적으로 목표주가 9,000원이 추가 상향되지는 않겠으나, 대일빌딩의 입지적 조건을 고려할 때 장기적으로 자본수익률 (Capital Gain)의 증가가 기대된다는 점은 상당히 긍정적이다.

하반기 다양한 자산군의 리츠 등장, 오피스 리츠 메리트 부각될 것

신한알파리츠의 금번 자산 편입에 따른 장기적인 NAV의 성장 기대감 및 Peer 대비 안정적인 이익 기조 확대를 감안할 때, 리츠 종목 중 Top-pick으로 추천한다. 코로나19로 실물 경제가 어려운 가운데, 1분기 서울시 오피스 빌딩의 공실률은 4.4%까지 하락하면서 공급부족까지 나타나는 실정이다. 특히, 통상 자연 공실률이 4~6% 수준임을 감안할 때 신한알파리츠 자산 임차율이 99.8%로 유지되고 있다는 점은 상당히 고무적이다. Peer 대비 실적 엣지를 보여주고 있다는 측면에서 주가 상승 모멘텀이 더욱 남아있다는 판단이다. 하반기 호텔, 해외 오피스빌딩, 주유소, 임대주택 등과 같이 다양한 자산군에 투자하는 리츠들이 상장을 준비중인 가운데, 안정적인 수익을 창출하는 오피스 리츠에 대한 매력이 재부각 될 것으로 기대된다.

Stock Data

KOSPI (6/5)		2,181.87 pt
시가총액		3,544 억원
발행주식수		51,966 천주
52 주 최고가 / 최저가		9,196 / 5,885 원
90 일 일평균거래대금		11.76 억원
외국인 지분율		2.3%
배당수익률(20.09E)		4.5%
BPS(20.09E)		5,971 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-8.6%
	6 개월	-20.7%
	12 개월	1.9%
주주구성	유진자산운용	33.9%
	미래에셋자산운용	6.6%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	영업수익	영업비용	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	P/FFO (배)	P/NAV (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
2018	7	8	-7	-7	-157	n/a	8	-39.7	n/a	1.2	-3.1
2019	44	21	8	8	170	흑전	16	36.5	1.0	1.0	2.9
2020E	47	21	10	10	214	25.7	16	29.1	1.0	1.0	3.6
2021E	48	21	11	11	233	9.0	16	26.7	1.0	1.0	3.9

자료: 신한알파리츠, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표24 신한알파리츠 DCF 밸류에이션에 따른 적정주가 산출

항목		비고
2020~2021E배당 (원)	320	
자기자본비용 (%)	5.8	
무위험이자율 (%)	1.49	국고채 10년물 금리
시장리스크프리미엄 (%)	5.4	3년 평균 KOSPI 수익률-국고채10년물 금리
Beta	0.8	
영구성장률 (%)	2.25	리츠별 임차료 증가율 감안 차등 적용
목표주가 (원)	9,000	
현재주가 (6/5, 원)	6,820	
Upside (%)	32.0	
배당수익률 (5/15, %)	5.1	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표25 신한알파리츠 NAV 밸류에이션에 따른 적정주가 산출

항목	금액 (십억원)
자산	701
크래프톤타워	536
용산더프라임빌딩	165
Net Debt	410
Net Asset Value	291
# of shares (천주)	47,630
주당 NAV (원)	6,200
현재주가 (6/5, 원)	6,820
Upside (%)	-9.9
P/NAV (X)	1.00
목표 P/NAV (X)	1.40
목표주가 (원)	9,000
Upside (%)	32.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 대일빌딩 편입 및 유상증자 고려시 주당 NAV 6,500원

표26 신한알파리츠 실적 추이 및 전망

	2019	2020E	2021E	1H19	2H19	1H20E	2H20E	1H21E	2H21E
임대료수익	43.6	46.9	48.2	21.3	22.3	23.5	23.4	24.0	24.2
영업비용	20.7	21.0	21.4	9.3	11.4	10.5	10.6	10.7	10.8
감가상각비	6.2	6.2	6.2	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
비중 (%)	14.3	13.3	12.9	14.6	14.0	13.3	13.3	13.0	12.8
영업이익	22.9	25.9	26.8	12.0	10.9	13.0	12.9	13.3	13.5
OPM (%)	52.5	55.2	55.6	56.4	48.8	55.5	54.9	55.5	55.6
당기순이익	8.1	10.2	11.1	5.1	3.0	5.2	5.0	5.5	5.6
NI Margin (%)	18.6	21.7	23.0	23.9	13.5	22.0	21.3	22.8	23.2
# of shares (천 주)	47,603	52,303	52,303	52,303	52,303	52,303	52,303	52,303	52,303
EPS (원)	170.0	194.4	211.8	106.6	63.4	98.9	95.5	104.5	107.4
DPS (원)	277.0	306.8	332.3	137.0	140.0	150.0	156.8	164.8	167.4
배당성향 (%)	163.0	157.8	156.9	128.5	220.9	151.7	164.1	157.8	156.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

신한알파리츠 (293940)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	18	23	24	24	25
현금 및 현금성자산	18	2	2	2	2
기타비금융자산	0	21	22	22	23
비유동자산	572	720	720	720	720
관계기업투자등	27	2	2	2	2
유형자산 및	545	718	718	718	718
자산총계	**590**	**743**	**744**	**744**	**745**
유동부채	5	8	8	8	8
매입채무 및 기타채무	4	6	6	6	6
단기임대보증금 등	1	2	2	2	2
비유동부채	348	451	451	451	451
담보차입금	336	432	432	432	432
기타비유동부채	13	19	19	19	19
부채총계	**353**	**459**	**459**	**459**	**459**
자본금	42	52	52	52	52
자본잉여금	202	226	232	233	233
이익잉여금	-7	6	0	0	0
자본총계	**237**	**284**	**284**	**285**	**285**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업수익	**7**	**44**	**47**	**48**	**74**
영업비용	**8**	**21**	**21**	**21**	**33**
영업이익	**-1**	**23**	**26**	**27**	**41**
EBITDA	1	29	32	33	51
영업외수익	0	0	0	0	0
영업외비용	8	16	16	16	24
세전계속사업손익	-2	1	0	0	0
법인세비용	**-7**	**8**	**10**	**11**	**18**
당기순이익	0	0	0	0	0
영업이익률 (%)	**-7**	**8**	**10**	**11**	**18**
EBITDA 마진률 (%)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
당기순이익률 (%)	15.7	66.7	68.5	68.5	68.5
ROA (%)	-110.7	18.6	21.7	23.0	24.0
ROE (%)	-1.3	1.1	1.4	1.5	2.4
ROIC (%)	-3.1	2.9	3.6	3.9	6.2

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**12**	**23**	**25**	**26**	**15**
당기순이익(손실)	-7	8	10	11	0
비현금수익비용가감	9	9	9	9	9
감가상각비	2	3	3	3	3
기타수익비용가감	6	5	5	5	5
영업활동 자산부채변동	16	6	6	6	7
미수금감소(증가)	0	0	0	0	0
	11	7	7	8	8
미지급금의증가(감소)	2	1	1	1	1
기타자산, 부채변동	2	-2	-2	-2	-2
투자활동 현금	**-573**	**-168**	**0**	**0**	**0**
투자부동산처분(취득)	-583	-250	0	0	0
관계기업투자의처분(취득)	1	27	0	0	0
기타투자활동	9	55	0	0	0
재무활동 현금	**579**	**138**	**4**	**4**	**4**
차입금의 증가(감소)	472	156	10	10	10
배당금의 지급	0	-6	-6	-6	-6
기타재무활동	107	-12	0	0	0
현금의 증가	**18**	**-7**	**29**	**30**	**19**
기초현금	0	18	11	40	69
기말현금	18	11	40	69	88

자료: 신한알파리츠, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	-39.7	36.5	29.1	26.7	16.7
P/B	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	619.0	25.8	23.4	22.7	14.8
P/NAV	n/a	1.0	1.0	1.0	1.0
P/FFO	n/a	20.7	18.0	17.1	10.9
배당수익률 (%)	1.9	4.5	4.9	5.4	8.3
성장성 (%)					
영업수익	n/a	547.4	7.6	2.8	53.3
순이익	n/a	흑전	25.7	9.0	59.9
안정성 (%)					
부채비율	149.3	161.9	161.6	161.4	161.1
유동비율	348.1	277.9	283.4	289.1	294.9
순차입금/자기자본(x)	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
총차입금 (십억원)	348	451	451	451	451
순차입금 (십억원)	330	428	427	427	426
주당지표(원)					
EPS	-157	170	214	233	372
BPS	4,973	5,961	5,971	5,981	5,991
DPS	116	277	307	332	517

자이에스앤디 목표주가 추이

투자의견 변동내역

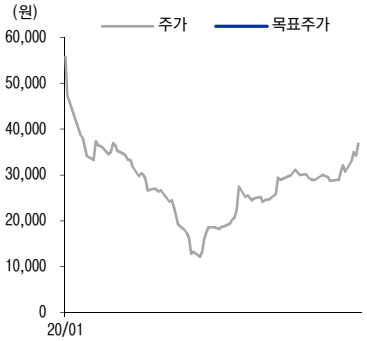
일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.06.08	신규	김세련									
2020.06.08	NR	NR									

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
2020.06.08	신규	김세련									
2020.06.08	NR	NR									

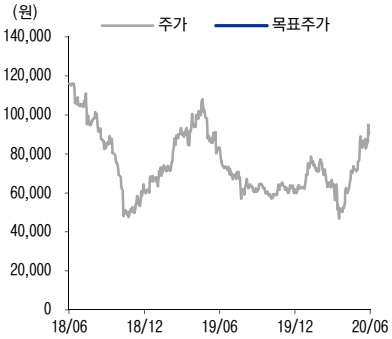
케이씨씨글라스 목표주가 추이



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
2020.06.08	신규	김세련									
2020.06.08	NR	NR									

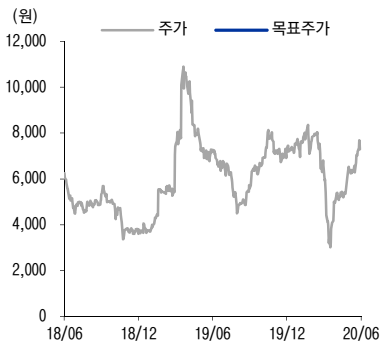
한샘 목표주가 추이



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
2020.06.08	신규	김세련									
2020.06.08	NR	NR									

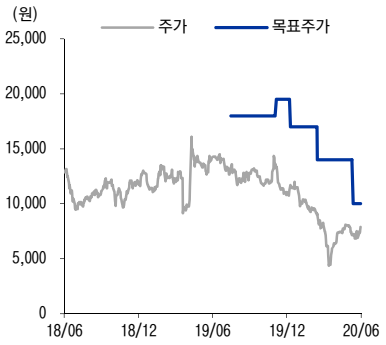
하츠 목표주가 추이



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
2020.06.08	신규	김세련									
2020.06.08	NR	NR									

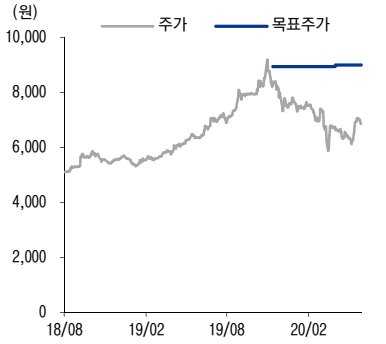
금호산업 목표주가 추이



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
2019.07.22	신규	김세련									
2019.07.22	Buy	18,000	-20.3		-30.4						
2019.11.11	Buy	19,500	-31.5		-41.1						
2019.12.16	Buy	17,000	-29.4		-39.5						
2020.02.20	Buy	14,000	-35.2		-49.1						
2020.05.18	Buy	10,000									

신한알파리츠 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
2019.11.19	신규	김세련									
2019.11.19	Hold	9,000	-6.1		-20.0						
2020.05.18	Buy	9,000									

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	94.4% 5.6%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 4. 1 ~ 2020. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)