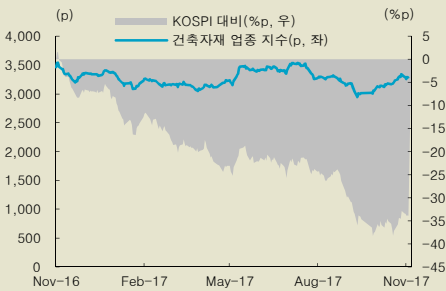


비중확대(유지)

종목	투자이건	목표주가
아세아시멘트(183190)	매수	190,000 원(상향)
한일시멘트(003300)	매수	201,000 원
KCC(002380)	매수	510,000 원
벽산(007210)	NR	-

12개월 업종 수익률



자료: WISEfn-WICS

2018년 전망: 우리가 간과했던 것들

2018년 건설수주 8% 감소, 건설투자 1% 성장 전망

국내 건설투자는 2015~2017년 호황을 뒤로 하고 2018년 쇠퇴기에 진입한다. 총 수주의 60%였던 민간주택 수주가 감소세로 전환됐기 때문이다. 정부의 시장 조절로 2017년 분양은 25% 감소한 34만가구, 2018년 30만가구로 줄어 2018년 건설수주는 8% 감소할 전망이다. 그러나 고속급행철도(GTX)와 공항 등 핵심 공약사업의 실행, 공기업/민자/기업 등의 국내 투자로 2019년 총 수주는 5% 증가할 전망이다. 결론적으로 2018년 건설투자는 기존 수주잔고의 인식으로 1% 증가하고 2019년 건설투자는 3% 감소하겠으나 이후 연착륙이 예상된다.

기초 건자재의 P(가격) 정상화가 포인트

주택공급 여건이 어려워지며 건자재 업체는 무차별 de-rating 중이다. 그러나 기초건자재 수요처에서 주택비중은 33%로 토목/건축분야가 보완할 것이다. 수요 변동이 크지 않은 기초건자재의 핵심변수는 오직 P(가격)이다. Cost-push 차원에서 가격인상의 명분 축적, 업계 consolidation, 환경규제 강화가 창출한 수요 증대로 역풍에 맞서 성장하는 산업에 주목한다. 2014년부터 기초건자재는 공통적으로 원자재 가격 하락에 따른 단가인하에 시달렸고 건설 외 조선/자동차의 전방 악화로 매출도 부진했으나 이 모든 요소가 해소되고 있다.

역발상이 필요하다, 시멘트 업종과 KCC 추천

2013년은 주택공급이 부진했고 원자재 가격도 높았지만 시멘트/도료/단열재 등 기초건자재는 P 정상화로 턴어라운드 했던 시기다. 지금은 당시와 유사한 환경이며 consolidation이 차별화 요소다. 시멘트는 역사상 처음으로 Big 3 체제로 전환했고 도료와 단열재는 수요의 30%인 조선업 회복으로 이익 upside가 크다. 구조적 변화가 시작된 기초건자재의 비중확대를 추천한다. Top picks는 시멘트 1위인 한일시멘트, 풀찌에서 3위로 부상한 아세아시멘트, 건자재 시장 1위인 KCC다.

Big 3 시장인 일본 시멘트 업계 1위, 태평양시멘트의 주가



자료: 태평양시멘트, 한국투자증권

이경자  
kyungja.lee@truefriend.com

허나래  
narae.heo@truefriend.com

# Contents

<b>I. Executive summary</b> .....	<b>2</b>
1. 건설투자 현황의 마무리	
2. 핵심 변수는 오직 P(가격)	
3. 가격 인상의 조건	
<b>II. 국내 건설투자 전망</b> .....	<b>8</b>
1. 주거용 착공면적 감소	
2. 비주거용 수주: 기업투자 증가	
3. SOC 연락처: 공기업 투자와 민자사업	
<b>III. 시멘트</b> .....	<b>19</b>
1. 업계 지각변동	
2. 일본의 Big 3	
3. 공급과잉은 아니다	
<b>IV. 도료</b> .....	<b>25</b>
1. 조선업 턴어라운드	
2. 지루했던 가격 경쟁의 종식	
3. 규제가 만든 수요	
<b>IV. 단열재/유리</b> .....	<b>31</b>
1. 단열재: 조선업 턴어라운드	
2. 유리: 고기능 유리 시장 성장	
<b>용어해설</b> .....	<b>36</b>
<b>종목분석</b> .....	<b>37</b>
아세아시멘트(183190)	
KCC(002380)	
벽산(007210)	

리포트 작성 목적

- 2018년 내수 건설투자 전망, 주요 지표 점검과 함께 관련 건자재 실적 전망
- 주택공급 축소로 건설투자 쇠퇴기 진입. 건자재 de-rating 우려가 있으나 환경규제에 따른 수요 창출, 업계 consolidation에 따른 ASP 정상화가 차별화 포인트
- 상기 변화를 겪고 있는 기초건자재의 투자 매력 상승, 유망 종목 제시

I. Executive summary

1. 건설투자 호황의 마무리

국내 건설투자는 호황 이후 2018년부터 쇠퇴기

국내 건설수주는 2013년 100조원을 하회하며 11년 이래 최저를 기록한 뒤 2014년부터 빠르게 회복돼 2015년 158조원, 2016년도 165조원으로 역대 최대치를 경신하는 호황을 누렸다. 이를 견인한 것은 오로지 민간 주택수주였다. 1년 반의 시차를 두는 건설투자 역시 2015년~2017년 호황을 누렸다. 그러나 2018년부터 쇠퇴기를 앞두고 있다.

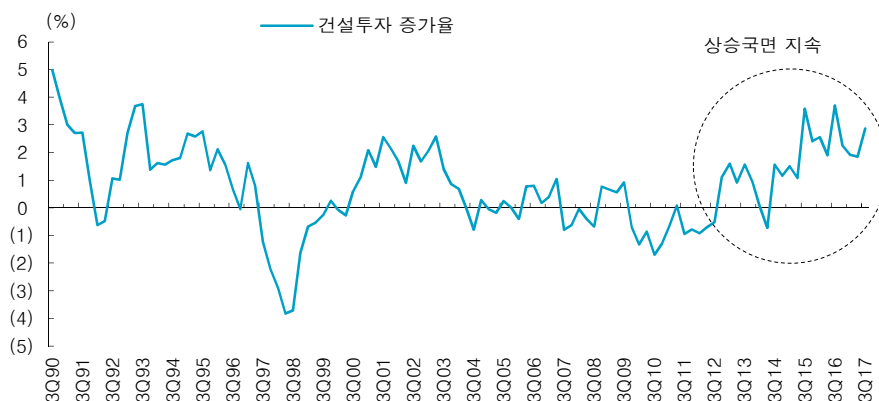
2018년 건설투자는 0.2%~1% 증가에 그칠 전망

2016년 건설투자 증가율은 10.7%에 육박하며 국내 경기를 견인했다. 건설투자는 2017년 2분기부터 둔화되기 시작해 한국은행 전망에 따르면 2017년 6.9%, 2018년은 0.2%로 예상된다. 참고로 한국은행 전망치는 KDI 대비 보수적인 것으로 SOC 사업의 기성지연 등을 감안한 것으로 보인다. 2018년 건설투자는 0.2~1%의 성장이 예상돼 절대액은 2017년과 유사한 수준이다. 중기적으로 민간주택의 성장률은 꺾이겠지만 기존 수주잔고의 소화로 총량적 관점의 건설투자는 2017년의 절대 수준을 하회하지 않을 것이다.

2019년 건설투자는 2018년 비주거 수주에 달려 있어

2019년 건설투자는 전적으로 토목과 일반건축에 달려 있다. 2017년 하반기 들어 국내 건설수주는 감소세인데 민간 주택수주가 감소세로 전환했기 때문이다. 2016년까지 민간주택은 총 분양의 80%를 차지했으나 2017년부터 정부의 시장 조절로 71%, 2018년부터는 50%대로 하락할 것이다. 따라서 2017년 총 분양은 전년대비 24.7% 감소한 34만세대, 2018년은 10.5% 감소한 30만세대로 예상된다. 향후 규제를 고려한 2017년 상반기 조기 수주의 영향으로 2018년까지 분양 감소가 예상되나, 2019년은 17% 증가해 향후 연 36만세대 공급을 회복할 전망이다.

[그림 1] 건설투자 5개분기 이동평균



자료: 한국은행, 한국투자증권

**주택수주 둔화만 고려하면  
건설투자 타격 예상**

수주와 기성까지 1년반의 시차가 존재하므로 2018년 수주가 늘지 않는다면 2019년 초부터 건설투자는 감소할 가능성이 높다. 특히 토목은 2010년부터 지속 하락세고 2016년 실질 투자액은 20년만의 최저치였다. 따라서 단지 주택수주 둔화만 놓고 보면 2019년 건설투자의 타격이 예상된다.

**중장기적으로 토목과  
일반건축이 주택의 공백을  
메울 것**

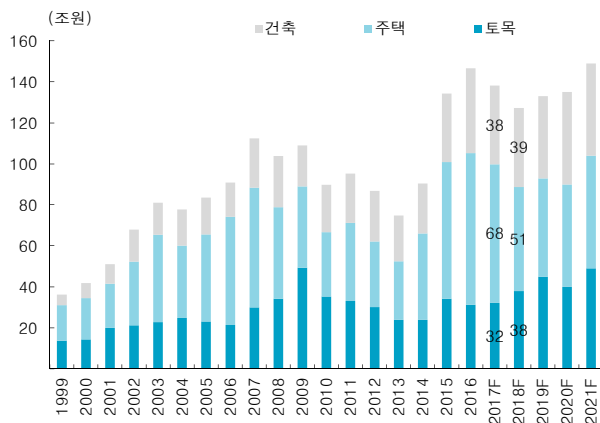
그러나 우리는 현 정부하에서는 중장기적으로 토목과 일반건축의 반등이 민간주택의 공백을 메울 것으로 예상한다. 1) 현 정부의 주요 공약 사업이 대부분 2019년 착공을 목표로 진행되고 있고, 2) 주택 착공 이후 후행적으로 개발되는 신도시 및 역세권 복합단지 등 상업용 건축 수주 증가, 3) 중앙정부 예산은 줄었지만 공기업 위주의 공항공사와 민자사업 위주의 지하 고속철(GTX, 신안산선 등) 투자가 예상돼 건설투자의 급감 가능성은 낮다. 결론적으로 향후 4년간 건설투자는 3% 내외의 변동을 보이며 연착륙할 전망이다.

〈표 1〉 국내 수주 유형별/공종별 증감률

	총 수주	공공	민간	민자사업	토목	주택	일반건축
2013	-14.4%	-5.9%	-16.7%	-45.5%	-20.6%	-10.9%	-9.7%
2014	21.1%	7.3%	28.8%	4.0%	0.0%	47.6%	9.9%
2015	48.4%	9.0%	65.2%	56.6%	43.3%	58.6%	35.9%
2016	9.1%	20.1%	5.6%	39.9%	-8.6%	11.0%	23.6%
2017F	-7.7%	-19.7%	-5.9%	41.6%	2.7%	-8.5%	-14.1%
2018F	-5.9%	36.0%	-21.8%	71.1%	18.2%	-25.0%	8.6%
2019F	4.5%	5.9%	4.2%	1.1%	18.4%	-5.6%	3.9%
2020F	1.5%	0.0%	2.4%	0.0%	-11.1%	4.2%	12.5%

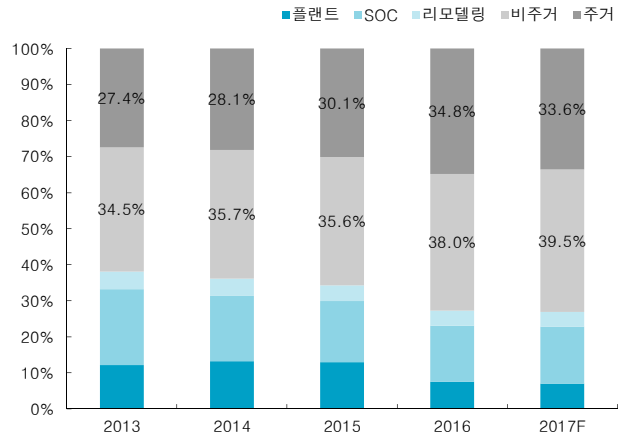
자료: 국토교통부, 한국투자증권

[그림 2] 국내 건설수주 공종별 추이



자료: 국토교통부, 한국투자증권

[그림 3] 시멘트 수요처별 비중



자료: 국토교통부, 한국투자증권

**건자재 업종에 Q는  
큰 변수가 아님**

3% 내외의 건설투자 변동폭이라면 건자재 업종에 Q(물량)는 큰 변수는 아니라고 판단된다. 대표 기초건자재인 시멘트의 경우, 평균 수요의 33%가 주택에서 발생한다. 2017년 주택 수주는 8.5% 감소할 전망이며 이는 2018년 건설투자를 약화시키는 요인이다. 그러나 다른 공종의 성장이 없다고 가정하더라도 총 건설투자 하락률은 3%에 불과할 뿐이다.

**Q 위축을 이기며 성장할 섹터**

주택공급 축소의 우려로 건자재가 무차별 de-rating 중이다. 그러나 건설투자 감소폭이 우려만큼 크지 않다는 점, Q 위축을 이기며 성장할 섹터가 나타나고 있다는 점에서 역발상이 필요한 때다. 우리는 이를 1) 업계 consolidation으로 ASP 정상화의 가능성이 높아진다는 점, 2) 규제가 수요를 창출하고 있다는 점에서 찾았다.

## 2. 핵심 변수는 오직 P(가격)

2018년 건자재 업종 내 가구/인테리어 등 마감재의 타격이 클 전망

주택시장 의존도가 높은 한국 건설시장의 구조를 감안하면 2018년 건자재 업종 내 가구/인테리어 등 마감재 업체들의 타격이 클 전망이다. 반면 기초건자재는 Q 측면의 영향은 크지 않을 전망이다. 과거 사례를 보자.

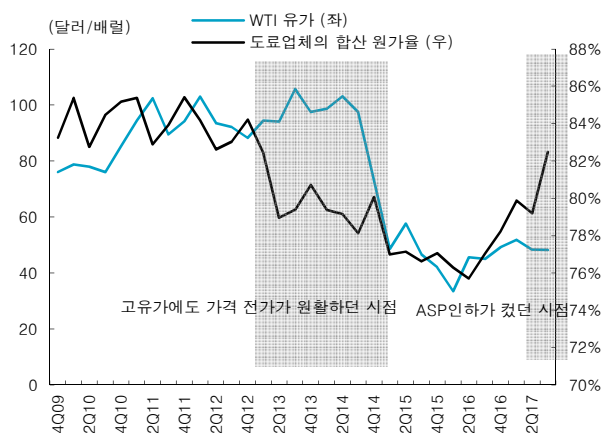
2012~2013년, 건설투자와 주택공급 최악이었지만 기초건자재 강세

2012~2013년은 국내 건설수주도, 건설투자도 최악인 시기다. 금융위기의 여파로 주택공급은 역대 최저를 이어갔고 기존 수주잔고도 모두 소진된 상황이었다. 그럼에도 시멘트 출하량은 연 5,200~5,300만톤을 유지하며 연 1~2%의 성장을 지속했다. 역설적이게도 2012년 중반부터 2013년까지 한일시멘트와 KCC 등 주요 기초건자재의 손익과 주가는 크게 올랐다. 한일시멘트는 2012년의 가격 출혈이 끝났고, KCC는 원자재 가격 상승으로 도로 ASP가 양호했기 때문이다.

기초건자재는 원자재 가격 상승을 전가하며 성장할 때 수익구조 좋아져

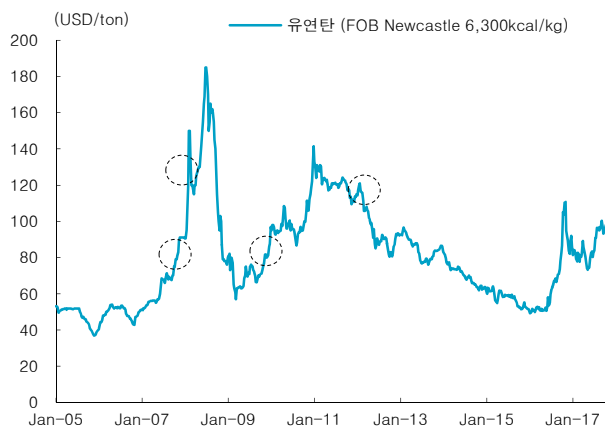
역사적으로 기초건자재가 좋았던 때는 Q 변동폭이 3%대로 큰 변수가 아니면서, 원자재 가격 상승분을 전가하며 성장하는 시기였다. **가격 전가를 위해서는 수요의 현격한 변화가 없는 가운데 원자재 가격이 올라 납득할 수 있는 가격인상의 명분이 축적되어야 한다.** 유가가 50달러에 안착하고 유연탄 가격이 95달러에 머무른 지금은 어느 때보다 가격 인상의 필요성이 높아지고 있다. 게다가 경제여건 상 가격인상을 받아들일만한 체력도 구비돼 있다. 건설투자가 쇠퇴기에 진입해도 기초건자재의 영향은 제한적이다. 오히려 원자재 가격 상승기, 충분한 P 인상이 이뤄지지 않은 상태에서의 Q 급증은 손익구조를 훼손한다.

[그림 4] 도로 업체의 영업이익률: 고유가 시기가 오히려 수익성 높아



자료: 조광페인트, 노루페인트, 삼화페인트, 강남제비스코, 한국투자증권

[그림 5] 유연탄 가격과 시멘트 업계 가격 인상 시기(음영은 가격인상)



자료: Bloomberg, 한국투자증권

### 3. 가격 인상의 조건

#### 기초건자재의 최대 변수는 P

기초건자재의 손익 변수인 P(가격), Q(수량), C(원가) 중, P가 결정적 변수다. Q는 금융위기나 아시아 외환위기와 같은 극단적 외부 충격을 가정하지 않는다면 큰 변화를 보이지 않는다. 제품가격이 원자재 가격 상승을 전가할 수 있는 산업이 가장 이상적 비즈니스 구조다. 이를 위해서는 시장 진입자가 제한적이거나 출혈경쟁의 유인이 사라져야 한다. **현재 이 국면에 진입한 섹터가 시멘트, 도료, 단열재, 유리 등 기초건자재다.**

#### 기초 건자재는 신규 진출자의 가능성이 낮고, 규제에 비교적 자유로우며, 질적 요구수준이 상향되는 추세

기초건자재의 특성은 다음과 같다. 1) 산업의 근본적 한계가 있다고 인식되는 반면, 초기 투자비용이 매우 커 신규 진출자의 출현 가능성이 낮다. 2) 필수 건자재이기 때문에 분양가상한제나 후분양제 등 규제에 비교적 자유롭다. 3) 그간 허술했던 기초건자재의 질적 요구수준이 안전과 환경규제 강화와 함께 상향되는 추세다.

가격 인상의 조건은 다음 세가지가 모두 충족돼야 한다.

#### 가격인상의 명분이 축적돼야

1) 뚜렷한 인상 명분이 축적돼야 한다. 2012년 시멘트 업계는 10%의 가격 인상을 추진했고 1차적으로 7%를 올렸다. 2013년 미인상분 3%를 올리려 했으나 2013년부터 원자재 가격이 하락하며 가격인상에 실패했다. 2014~2016년 가격 인상이 어려웠던 이유도 원자재 가격 하락 영향이 크다. **반면 이제는 cost push 측면에서 인상요인이 발생한 상태다.**

도료도 마찬가지다. 도료산업은 2014년부터 수익성이 악화되기 시작했는데 원자재 가격 하락을 이유로 buyer들이 더 큰 폭의 가격할인을 요구했기 때문이다. 2017년 초 조선용도료 등 player가 적은 분야부터 가격 인상이 시작됐다. 1위 업체인 KCC의 손익이 3분기 들어 크게 개선된 이유다. 원자재 가격에 민감한 도료업체들의 손익은 오히려 원자재 가격이 점차 상승할 때 수익성이 좋아지는 패턴을 보였다.

#### 업계 consolidation 으로 구조적 변화

2) 업계 consolidation으로 구조적 변화가 시작됐다. 시멘트 업종은 20여년간 7개사의 과점구조가 지속돼 언제든 가격경쟁에 노출돼 있었지만 최근 2년간 player 2개가 인수합병으로 흡수되며 3강 5사 체제로 전환되었다. 2017년 초 한일시멘트가 현대시멘트를 인수하며 몰탈가격을 인상하고 시멘트 가격 출혈을 중단한 것이 분기적이다. 아세아시멘트가 한라시멘트를 인수하며 big 3는 가격 부양 유인이 더욱 커질 것이다.

도료도 2017년 2분기가 바닥이었다. 여전히 낮은 ASP와 원자재 가격 상승이 수익성을 크게 훼손했기 때문이다. 도료업계는 200여개 업체가 활동하고 5개사가 80%를 점유하며 건축용 도료 시장의 경쟁이 가장 극심하다. 2016년, 많은 영세 도료업체가 퇴출되고 2위인 삼화페인트가 건축용 도료의 가격 인상에 나서며 수익구조가 안정화되고 있다.

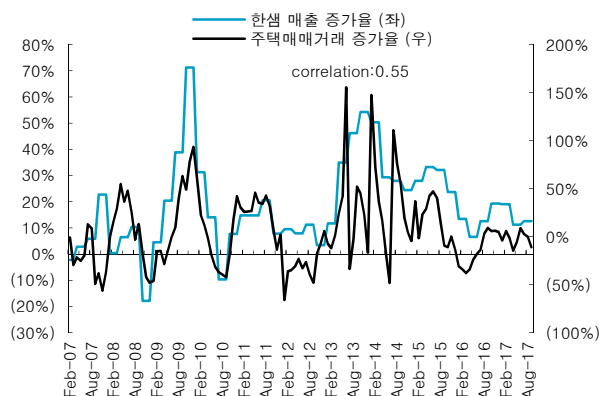
#### 전방위적인 환경규제 적용

3) 환경규제가 전방위적으로 적용되기 시작했다. 해운/조선은 물론 건축시장에도 환경규제가 강화되는 추세다. 컨테이너의 수송용 도료 사용 의무화, 기존대비 실내 공기질 관리법 60% 강화, 난연 규제 등으로 도료와 단열재의 요구수준이 강화되고 있다. 이를 부합하지 못하는 영세업체가 퇴출되고 상위사의 가격 결정력이 강화되고 있다. 더불어 도료 업계의 주요 전방인 조선의 턴어라운드도 긍정적 요인이다.

#### 기초건자재 비중확대, 한일시멘트, 아세아시멘트, KCC 추천

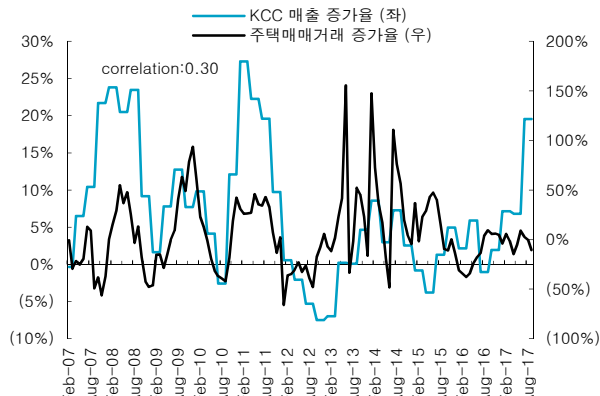
건설투자는 쇠퇴기에 진입했지만 1) 업계 재편이 시작됐거나, 2) 건설 외 전방 턴어라운드로 수익구조가 다변화됐거나, 3) 가격 전가가 가능한 관련 산업은 투자의 기회다. 주택 거래량은 감소세지만 이러한 시장 상황과 de-coupling되며 구조적 성장을 누리는 산업은 기초건자재다. 한일시멘트, 아세아시멘트, KCC를 추천한다.

[그림 6] 한샘의 매출 증가율과 주택 매매거래량



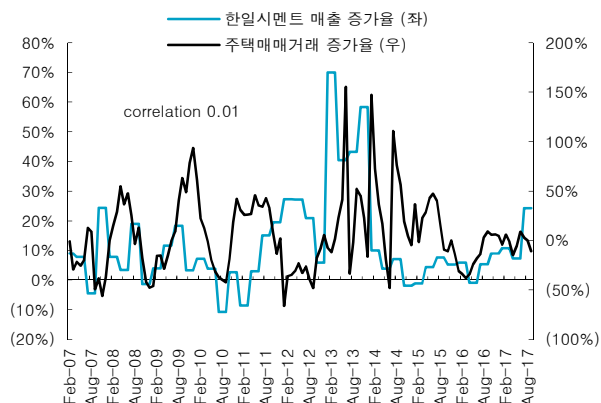
자료: 한샘, 국토교통부, 한국투자증권

[그림 7] KCC의 매출 증가율과 주택 매매거래량



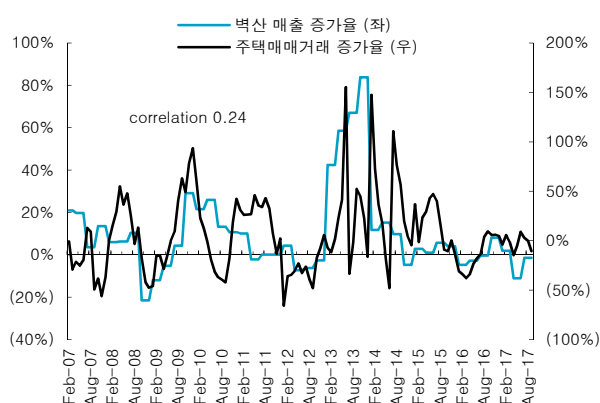
자료: KCC, 국토교통부, 한국투자증권

[그림 8] 한일시멘트 매출 증가율과 주택 매매거래량



자료: 한일시멘트, 국토교통부, 한국투자증권

[그림 9] 벽산(단열재 기업) 매출 증가율과 주택 매매거래량



자료: 벽산, 국토교통부, 한국투자증권

기초건자재 세부 산업별 2018년 전망은 다음과 같다.

**시멘트: 2018년 출하량 5% 감소하겠으나 가격 정상화로 이겨낼 수 있어**

1) 시멘트: 2018년 출하량은 5% 감소하겠으나 가격 정상화로 충분히 이겨낼 수 있는 수준이다. 시멘트 업종의 투자포인트는 이익 성장보다, Big 3의 시장재편과 가격 경쟁 종료다. 이익의 지속성이 높아졌고 현금이 쌓이는 비즈니스 구조로 전환되고 있다. 아직 가격 인상을 거론하기는 힘든 상황이나, 현재 약 5% 할인 중인 시멘트 가격의 할인 폭은 3% 이내로 축소될 전망이다. 원자재 가격 상승(유연탄 가격은 연초 대비 14% 상승, 가격 인상이 이뤄졌던 2012년 대비 6% 상승)으로 인상요인도 충분하다. **시멘트 가격 1% 인상 시 2018년 영업이익 증가율은 한일시멘트 4.0%, 아세아시멘트 7.3%로 추정된다.** 우리는 2018년 손익 추정에서 시멘트 가격 1% 회복을 가정했다.

**도료: GDP 성장과 동행, 조선업 턴어라운드가 핵심**

2) 도료: 도료 생산량은 GDP와 비례한다. 특히 건설뿐 아니라 조선과 자동차 등 중후장대 산업에 영향을 많이 받는다. 2018년 GDP 성장률이 2.9%로 전망되는 점도 긍정적인데다, 조선업 턴어라운드, 자동차 신차효과, 조선/해운/건축시장의 환경규제가 시장재편을 유도하는 요인들이다. 따라서 조선과 자동차향 매출 비중이 30%에 달하는 KCC의 2018년 도료 영업이익률은 0.3%p 이상 상승할 전망이다. 영업이익은 9.8% 증가가 예상된다. 만약 ASP 인상이 빠르게 이뤄져 도료 영업이익률이 예년 수준인 10%대에 도달한다면 영업이익은 추정 대비 13% 이상 추가로 증가한다.

**단열재: 글라스울의 수요 초과 현상 지속**

3) 단열재: 진입장벽 높은 무기질단열재는 글라스울 기준 1,900억원, 미네랄울 기준 1천억원의 시장이다. 글라스울은 KCC, 벽산, 한국하니소(한국유리 자회사)가 과점하고 미네랄울은 KCC와 벽산이 55:45로 과점한다. 무기질단열재는 난연 규제 강화로 최근 5년간 연평균 4%씩 수요가 증가해 왔고 글라스울 단가는 연 3%씩 상승했다. 2011년 동일본 지진 이후 구조적인 수요초과 상태라 KCC는 2017년 초, 5만톤에서 8만톤으로 60% 증설을 완료하며 점유율이 45%에서 57%로 상승했다. 벽산은 2018년 중반 증설을 완료할 예정이다. 시장 capacity는 42% 커지겠지만 추세적인 규제 강화 감안 시 여전히 수급은 양호할 것이다.

**특히 조선업 회복이 key, 상선에 미네랄울 투입**

우리가 주목하는 전방은 2012년부터 다운사이클이던 조선업의 회복이다. 도료와 마찬가지로 단열재는 조선업 영향이 큰 섹터로 미네랄울 수요의 50%가 조선업이다. 2018년 상반기에만 상선 인도량이 급감할 뿐 2018년 하반기부터 빠른 인도량 증가가 예상된다. 게다가 한국 조선 big 3는 LNG선 시장을 90% 이상 점유하는데, 글라스울은 LNG선 보냉재로도 사용돼 전망이 밝다.

〈표 2〉 국내 글라스울 시장 구조

(단위: 톤, 십억원)

	~2016			2017			2018		
	글라스울	금액	점유율	글라스울	금액	점유율	글라스울	금액	점유율
벽산	35,000	60	31.8%	35,000	60	25.0%	52,000	89	33.1%
한국하니소	25,000	43	22.7%	25,000	43	17.9%	25,000	43	15.9%
KCC	50,000	86	45.5%	80,000	137	57.1%	80,000	137	51.0%
합계	110,000	189		140,000	240		157,000	269	

자료: 각사, 한국투자증권

〈표 3〉 글로벌 peer valuation

(단위: 각국통화, %, x)

		KCC	악조노벨 (네덜란드, 도료업체)	생고뱅크 (프랑스, 유리업체)	LG 하우스시스	한샘	아세아시멘트	한일시멘트	쌍용양회	벽산
매출 (십억원, 백만유로)	2016	3,490	14,197	39,093	2,928	1,935	456	1,441	2,060	444
	2017F	3,887	14,615	40,580	3,296	2,176	477	1,674	1,831	416
	2018F	4,107	14,626	42,100	3,744	2,412	989	1,898	1,876	457
	2019F	4,213	15,023	43,794	3,731	2,698	991	1,907	1,933	488
영업이익 (십억원, 백만유로)	2016	327	1,519	2,273	157	160	57	102	262	35
	2017F	326	1,527	3,045	157	172	63	146	262	27
	2018F	358	1,608	3,381	172	186	112	178	270	34
	2019F	415	1,747	3,678	190	213	111	177	278	35
영업이익률 (%)	2016	9.4	10.7	5.8	5.4	8.2	12.5	7.0	12.7	7.9
	2017F	8.4	10.4	7.5	4.7	7.9	13.3	8.7	14.3	6.5
	2018F	8.7	11.0	8.0	4.6	7.7	11.3	9.4	14.4	7.5
	2019F	9.9	11.6	8.4	5.1	7.9	11.3	9.3	14.4	7.2
ROE (%)	2016	2.6	14.0	8.0	8.3	26.1	6.4	5.5	8.9	10.3
	2017F	3.3	15.8	8.2	9.5	22.4	7.0	5.7	13.4	6.6
	2018F	3.8	17.6	9.2	10.1	21.3	9.8	7.5	9.2	8.7
	2019F	4.3	18.5	10.0	10.4	20.5	9.1	7.2	9.4	8.0
PBR (x)	2016	0.6	2.3	1.3	1.0	7.9	0.4	0.4	0.8	1.3
	2017F	0.6	3.3	1.4	0.9	5.1	0.5	0.6	0.9	0.9
	2018F	0.6	3.2	1.3	0.8	4.4	0.5	0.6	0.9	0.8
	2019F	0.6	3.0	1.2	0.7	3.7	0.5	0.6	1.0	0.8
PER (x)	2016	23.2	15.3	18.6	12.7	28.2	5.8	6.5	9.1	12.2
	2017F	18.8	18.9	16.3	9.8	20.0	8.0	10.6	8.2	14.8
	2018F	15.7	18.1	14.0	8.5	17.7	5.3	7.7	11.3	10.1
	2019F	13.4	16.8	12.3	7.5	15.6	5.2	7.5	10.8	10.6

주: KCC, LG 하우스시스, 한샘, 아세아시멘트, 한일시멘트는 한국투자증권 추정치, 이외는 컨센서스  
 자료: Bloomberg, FnGuide, 한국투자증권

## II. 국내 건설투자 전망

### 1. 주거용 착공면적 감소

#### 2017년 하반기부터 주택공급 하락세

지난 3년간 국내경기를 이끌었던 주택공급이 정부의 시장 조절로 2017년 하반기부터 감소하기 시작한다. 건설투자 호황의 최대 기여요인이던 주택착공은 2015년~2017년 상반기까지 급증했으나 2018년부터 완공으로 이어지기 때문이다. 2017년 주택공급은 전년대비 24.7% 감소한 34만세대(현재까지 24만세대 공급), 2018년은 10.5% 감소한 30만세대로 전망한다. 2017년 3분기까지 주거용 수주는 재건축 조기 수주 노력으로 전년대비 5.1% 감소하는데 그쳤고 연간으로는 8.5% 감소할 전망이다. 2018년 하반기부터 주택 수주 감소의 영향이 나타날 전망이다. 2018년 공급여건이 더욱 어려워지는 요인은 다음과 같다.

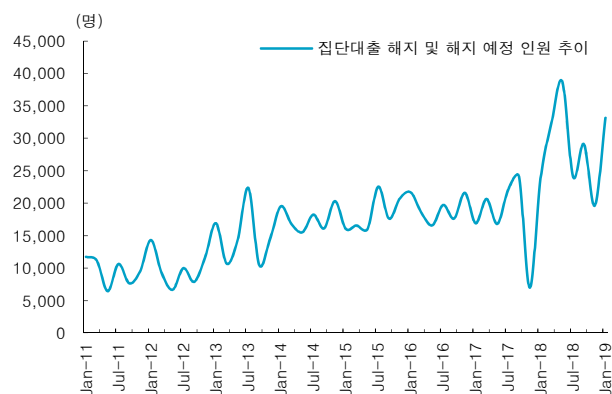
#### 공급소화까지의 시간 필요

1) 공급 소화까지의 시간이 필요하다. 2017년 38.5만가구의 아파트 입주(31.3%YoY)에 이어, 2018년 43.7만가구(13.5%YoY, 추가 상승 여지 높음)의 입주가 예정돼 있다. 2003년 노무현 정부 당시 건설을 시작했던 ‘2기 신도시’가 완성되는 시기로 단기 공급 집중에 따른 속도조절이 예상된다. 특히 경기 남부권에 공급이 집중돼 일부 지역은 전세가 하락이 예상되고 준공 시 대규모 자금 이동으로 건설사, 금융권, 수분양자의 영향이 예상된다. 특히 2015년부터 주택 구입자의 LTV 비율이 상승했던 시기다.

#### 2018년, 주택시장에 85 조원의 자금 이동 발생

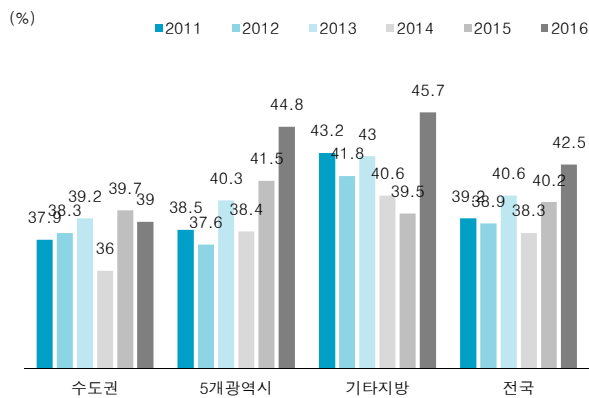
준공 시 분양가의 60%인 중도금 대출 해지와 30%인 잔금 납입이 동시에 발생한다. 전국 평균 분양가를 2억원이라고 가정하면 중도금과 잔금에 해당하는 84.7조원(준공세대 44.3만세대, 중도금과 잔금 비율 90% 적용)의 자금 이동이 예상된다. 대규모 자금이 원활하게 순환하는데 있어 변수는 주택거래량이다. 연간 거래가 100만건은 돼야 역대 최대의 자금 이동이 차질 없이 완료될 것이다. 2017년 9월까지 총 주택거래(신규 분양입주 포함)는 96만건에 이르지만 총 거래의 49%인 기존주택 매매거래가 30% 이상 감소세라는 점이 리스크다. 잔금 회수가 느려질 경우 건설사의 금융비용 상승이 예상된다. 따라서 건설사들은 무리한 신규 착공보다 기존 현장의 원활한 입주에 역량을 집중할 것으로 판단된다.

[그림 10] 국내 분양시장에서 집단대출 해지(예정 포함) 인원



자료: KCB, 한국투자증권

[그림 11] 주택 구입년도별 차입자의 평균 LTV



자료: KCB, 한국투자증권

#### 후분양제 확산으로 건설사들의 공급여건 악화

2) 공급시장에 후분양제 확산이라는 낯선 변화가 나타나고 있다. ‘반포주공 1단지’ 수주에서 현대건설의 공약으로 촉발된 후분양제는 사실상 2017년 들어 민간아파트에도 적용되기 시작했다. 금융당국의 대출규제와 HUG의 보증 요건 강화(2016년 하반기부터 9억원 이상 아파트의 중도금 집단대출 보증 중단, 평균 분양가가 시세의 110%를 초과할 경우 분양보증 거절)로 건설사들이 자체적으로 중도금을 조달하는 사례가 늘고 있다.

게다가 국정감사에서 국토부는 ‘후분양제 로드맵’을 마련하겠다고 밝혔다. 일단 공공주택의 후분양제를 단계적으로 도입하고 민간주택은 후분양제 도입 시 주택도시보증기금 지원을 높이거나 공공택지 우선 공급 등 후분양제 도입 시 인센티브를 주겠다는 것이나, 사업성이 양호한 재건축 현장은 이와 무관하게 후분양제 정착이 예상된다.

**후분양제 하에서 2년간 현금 흐름 (-) 보여**

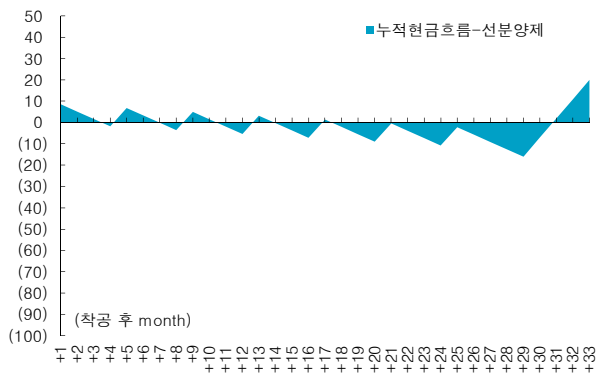
후분양제는 공정률 60~80%에서 입주자를 모집하므로 선분양제와 달리 공사기간동안 계약금과 중도금으로 건축비를 조달할 수 없다. 건설사의 자금부담과 금융비용이 증가하는 것이 부정적이다. 우리는 30개월 공사기간을 가정한 선분양제와 후분양제의 현금흐름을 분석해 보았다. 후분양제는 공정률 80% 시점에서 분양을 가정했고 선분양제는 입주기간 3개월에 걸쳐 잔금이 납부된다고 가정했다. 그 결과 선분양제 하에서는 착공 후 15개월에 걸쳐 현금흐름이 (-)를 보이고 그 폭도 분양가의 17% 이내인 반면, 후분양제 하에서는 약 24개월에 걸쳐 현금흐름이 (-)를 보이고, 그 폭도 분양가의 최대 65%까지 확대된다.

**건설사들은 건축비 조달을 위해 PF 활용, 금융비용 증가**

후분양제 하에서 건설사들은 건축비 조달 방식으로 PF를 활용할 것이다. 건설사들은 분양대금의 30~50%를 PF로 추가 조달해야 하고 이자비용도 증가해 프로젝트의 수익성이 하락할 수 있으며, 재무 측면에서는 우발부채인 PF가 현행대비 30~50% 늘어난다.

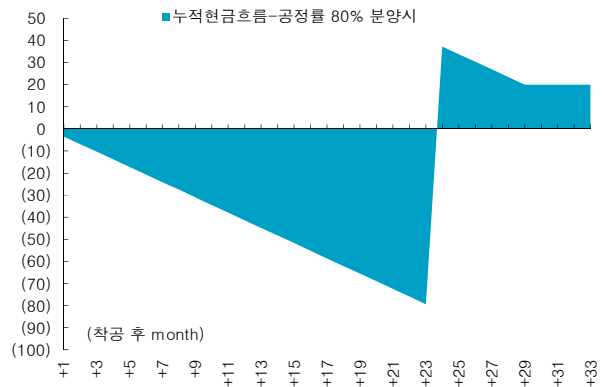
후분양제 정착 시, 자금동원 능력이 없는 건설사는 공급이 어려워지며 자연 퇴출의 계기가 될 수 있다. 아직 한국의 PF금융은 프로젝트보다 시공사의 크레딧에 의해 결정된다. 역으로 재무구조가 건실한 업체에게는 기회요인이지만, 대규모 운전자금이 필요한 주택사업은 대형사에게도 쉬운 일은 아니기에 대량 공급은 점차 어려워질 것이다.

[그림 12] 선분양제(공정률 80%)에서 누적 현금흐름 추정



자료: 한국투자증권

[그림 13] 후분양제(공정률 80%)에서 누적 현금흐름 추정



자료: 한국투자증권

**건설사의 수익성에 영향을 미치는 분양가 상한제 시행**

3) 분양가 상한제도 부담이다. 직접적으로 건설사의 수익성에 영향을 미치기 때문이다. 11월 중순부터 민간주택의 분양가상한제가 부활했다. 일반분양은 입주자 모집 승인 신청분부터, 정비사업은 관리처분계획인가 신청분부터 적용된다. 분양가상한제가 적용되면 택지비(감정평가액+가산비)와 건축비(기본형 건축비+가산비)를 더한 금액 이하로 분양가가 제한된다. 가산비에 따라 달라지겠지만 택지비가 감정평가액으로 결정된다는 점도 불리한 요소라, 대체로 시세의 90% 수준으로 분양가가 책정될 전망이다.

최근 3개월간 주택가격 상승률이 물가상승률의 2배를 넘는 과열지역이 대상이다. 이 중, 1) 최근 1년간 분양가 상승률이 물가상승률의 2배 이상, 2) 분양 직전 2개월 평균 청약경쟁률이 5:1 초과, 3) 최근 3개월간 주택거래량이 전년 대비 20% 이상 증가 등 3가지 요건 중 하나 이상에 해당되면 분양가상한제 지정지역 대상이 된다. 3가지 요건 중 서울은 모두 청약경쟁률 기준에 해당되고 서울 이외 지역은 주로 거래량과 분양가 기준에 해당된다.

〈표 4〉 주요 지역의 7~9월 집값 상승률/물가상승률 비교

	집값 상승률	물가상승률	물가상승률 2 배 초과분
전국	0.56%	0.90%	-1.2%p
서울	1.48%	0.90%	-0.3%p
노원구	2.32%	0.90%	0.5%p
강동구	1.99%	0.90%	0.2%p
도봉구	1.93%	0.90%	0.1%p
영등포구	1.88%	0.90%	0.1%p
서초구	1.75%	0.90%	0.0%p
마포구	1.60%	0.90%	-0.2%p
강남구	1.45%	0.90%	-0.4%p
송파구	1.30%	0.90%	-0.5%p
용산구	1.24%	0.90%	-0.6%p
분당	2.76%	0.90%	1.0%p
안양	1.93%	0.90%	0.1%p
인천시 연수구	1.46%	0.80%	-0.1%p
구리시	1.27%	0.90%	-0.5%p
과천시	1.24%	0.90%	-0.6%p
세종시	1.17%	0.80%	-0.4%p
부산시 동래구	1.18%	1.10%	-1.0%p
광명시	0.80%	0.90%	-1.0%p

자료: KB 은행, 국토부, 한국투자증권

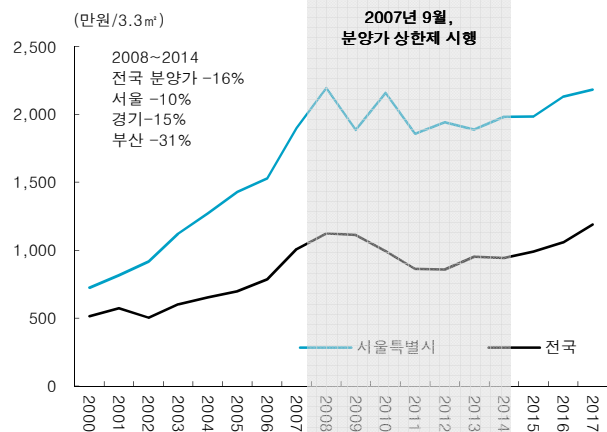
**서울지역이 새삼 영향받는 부분은 없겠으나**

정부는 HUG를 통해 이미 분양가를 제한해 왔으며 특히 강남4구를 고분양가 관리 지역으로 지정해 주변 단지의 1년 평균 분양가를 넘지 못하게 했다. 9월 분양된 ‘신반포 센트럴 자이’도 당초 예상보다 10% 싼 4,250만원에 분양된 바 있다. 따라서 분양가상한제로 서울지역이 새삼 영향 받는 부분은 없을 것이다.

**투기가 많은 지방 지역 영향**

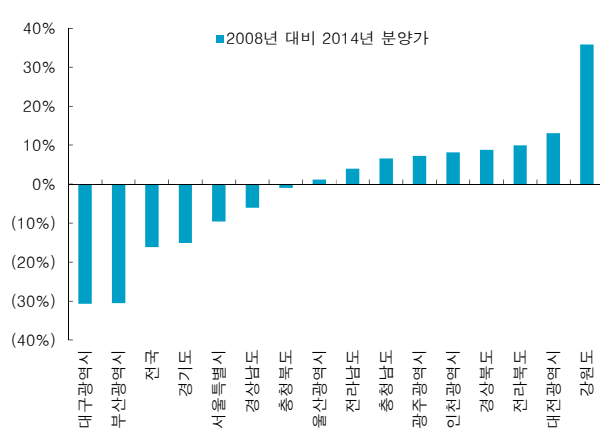
즉 분양가상한제는 이미 실질 규제가 적용되고 있는 서울보다 이의 지역, 특히 투기가 많은 지역에 효과가 클 것이다. 단순화하기 어렵지만 분양가상한제가 적용되던 2014년까지 전남/전북/강원 등 실수요 위주의 지역의 분양가는 물가상승률에 준하는 수준으로 견조하게 상승한 반면, 부산과 대구는 고점대비 31% 하락하는 등 직접적 영향을 받았다. 경기도는 15%, 서울은 10% 하락했다. 국내 건설사들의 공급은 서울은 주로 재건축으로, 일반적 분양은 서울 이외 지역에 집중돼 있었다는 점에서 공급 축소가 예상된다.

[그림 14] 전국 민간아파트 분양가 추이



자료: REPS, 한국투자증권

[그림 15] 2008년 대비 2014년 민간아파트 분양가 변동률



자료: REPS, 한국투자증권

**고급 건자재 선호도 약화**

분양가상한제 적용으로 고급 건자재 선호도가 약화되고 이 현상은 마감재에서 두드러질 것이다. 고급자재를 쓸 경우 분양가 산정 기준에서 건축비를 모두 인정받기 어렵다. 건설사는 수익성 보안을 위해 고급자재는 유상옵션으로 전환할 가능성이 높고 전반적인 건자재의 하향평준화가 예상된다. <표 5>와 같이 분양가상한제 적용 시기의 건축비는 현행 대비 크게 낮았다. 물론 이는 고급자재의 유상옵션을 제외한 수치다. 반면 정부 기준에 부합해야 하는 기초건자재(시멘트/유리/단열재/석고보드)의 변화는 제한적이다.

**<표 5> 분양가 상한제 폐지 전후 강남권 분양가/건축비** (단위: 만원/3.3㎡)

분양가상한제	분양 시기	프로젝트	분양가	건축비
적용	Oct-13	래미안 대치팰리스	3,200	630
	Sep-14	서초 푸르지오 써밋	3,200	680
폐지 (2015/4)	Oct-15	반포센트럴푸르지오 써밋	4,040	1,488
	Jan-16	신반포자이	4,290	1,100
	Apr-16	래미안블레스티지	3,760	1,201
	Sep-17	신반포 센트럴자이	4,245	1,360

자료: 각사, 한국투자증권

**재건축의 속도조절,  
2017년 조기 수주로  
2018년 베이스 부담**

재건축 사업도 속도조절이 예상된다. 일반 분양가가 낮으면 조합원의 부담금이 증가하고 시공사의 이익이 줄어 사업 추진동력이 약화된다. 정비사업 속도가 조절되며 공급 부족론이 제기되었으나 이는 2017~2018년 평년대비 많은 입주물량이 소화된 뒤 거론될 리스크다. 사실 공급부족의 핵심인 서울에서 공급부족 문제는 비단 어제 오늘만의 일은 아니다. 따라서 2017년 재건축/재개발 수주가 호조였지만 2018년부터 감소가 예상된다. 특히 2017년 하반기 초과이익환수제를 회피하기 위해 ‘공동시행 방식’을 통한 재건축 수주가 급증했다. 2018년부터 초과이익환수제와 분양가 상한제가 적용되며 반작용이 예상된다.

**<표 6> 재개발/재건축 수주 증감률: 2017년, 규제 회피를 위한 수주 급증** (단위: %)

	재개발	재건축	합계
2013	-52.9	-36.0	-46.0
2014	0.8	62.7	30.8
2015	139.9	55.5	88.9
2016	42.4	-3.3	19.7
2017.1-8	18.2	165.1	61.3
상반기	-46.6	-112.5	-65.6

자료: 대한건설협회, 한국건설산업연구원

**<표 7> 재개발/재건축 수주 비중 추이** (단위: %)

	총 주택 대비비중	민간주택 대비비중
2007	28.5	32.8
2008	37.0	46.8
2009	45.3	55.8
2010	56.3	66.2
2011	38.4	46.8
2012	33.5	41.2
2013	21.2	25.6
2014	19.8	22.7
2015	22.7	24.5
2016	24.2	27.4
2017. 1-8	33.9	37.5

자료: 대한건설협회, 한국건설산업연구원

**대형사 공급의 70%는 재건축  
2019년부터 주택매출 감소**

대형 건설사의 경우, 2018년 공급계획의 약 70%가 재건축/재개발이다. 2018년 상반기는 예정된 물량 대부분 철거 및 이주계획이 완료된 상태라 예정대로 진행되고 단기 영향은 크지 않을 것이다. 그러나 분양가상한제로 일반분양 사업지의 분양가가 기존 대비 5~10%

하락한다고 가정하면 주택 영업이익률은 기존 대비 1.4~2.8%p 하락한다. 나아가 2019년부터는 정비사업의 속도 둔화로 매출 감소가 예상된다.

**임대차시장 개혁은 부정적**

3) 임대차시장 개혁도 공급여건에는 부정적이다. 주거복지 로드맵에는 전월세상한제와 계약갱신청구권에 대한 청사진이 담길 예정이다. 관련 통계의 구축과 주택임대사업자 등록을 유도함으로써 단계적으로 두 제도를 도입한다는 계획이다. 다주택자는 516만가구의 주택을 소유하고 있는데 이 중 79만채(15%)만이 임대로 등록된 상태다. 다주택자의 임대사업자 의무등록을 유도하고 임대차시장을 양성화함으로써 현행 2년인 전월세 계약기간을 4년으로 늘리고, 과도한 전월세 인상률을 제한하겠다는 것이다. 만약 임대차 기간이 4년으로 늘어난다면 주택 매매 전환은 속도 조절될 가능성이 높다.

**임대주택 공급은 확정, 영구임대주택 2천가구 늘려**

주거복지 로드맵에 담길 임대주택 공급은 확정된 상태다. 올해 3천가구 공급된 영구임대주택(최저소득계층 대상)은 내년 5천가구로, 올해 2.2만가구였던 5~10년 분양전환 공공임대(소득 5~6분위로 정부지원을 받아 집을 구입할 수 있는 국민)는 내년 1.4만가구로 줄이는 등 영구임대는 늘리고 분양전환은 줄여나간다. 분양전환 주택에서 일부 고소득자가 입주권을 불법 전대하는 부작용이 있었음을 감안한 것이다.

**건설형 공공임대주택은 과거대비 10% 이상 증가**

공공임대주택 중 건설형은 연평균 7만세대로 과거 대비 10% 이상 증가한다. 민간분양은 조합을 포함 시, 2016년 35만세대에서 2017년 24만세대, 2018년부터는 15만~23만세대에 수렴할 전망이다. 그러나 공공비중이 최저던 2015년 16%에서 30%대로 상승하며 연간 공급 30~37만세대를 유지하는데 완충작용을 할 것이다.

〈표 8〉 공적임대주택 공급 계획

(단위: 만세대)

구분	공급계획									합계	평균
	2008~2012	2013~2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022			
건설형	연 6.2	연 6.1	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	35.0	7.0
매입형	연 1.4	연 1.2	1.6	2.0	2.5	2.5	3.0	3.0	3.0	13.0	2.6
임차형	연 1.5	연 3.4	3.4	4.0	3.5	3.5	3.0	3.0	3.0	17.0	3.4
합계	연 9.1	연 10.8	12.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	65.0	13.0

자료: 국토교통부, 한국투자증권

〈표 9〉 아파트 공급 유형별 구분

(단위: 십만세대)

	전국	세대수					비중				YoY
		공공분양	공공임대	민간임대	민간분양	조합분양	공공비중	민간임대	민간분양	조합분양	
2005	3.1	0.2	0.3	0.1	1.7	0.8	14%	4%	56%	27%	1.3%
2006	2.5	0.2	0.3	0.1	1.6	0.3	19%	5%	63%	13%	-17.8%
2007	3.1	0.2	0.6	0.0	1.8	0.4	27%	1%	59%	13%	20.6%
2008	2.3	0.2	0.7	0.0	0.8	0.5	39%	2%	36%	23%	-24.2%
2009	2.3	0.3	0.7	0.1	0.6	0.6	45%	3%	27%	25%	-2.6%
2010	1.7	0.2	0.6	0.0	0.6	0.3	48%	3%	33%	16%	-23.1%
2011	2.7	0.3	0.4	0.1	1.4	0.5	26%	3%	52%	19%	52.0%
2012	2.6	0.3	0.3	0.1	1.5	0.4	24%	4%	57%	14%	-0.6%
2013	2.8	0.4	0.5	0.2	1.5	0.3	31%	7%	52%	10%	7.2%
2014	3.3	0.2	0.5	0.1	2.2	0.4	20%	3%	65%	12%	17.3%
2015	5.2	0.3	0.6	0.2	3.4	0.7	16%	4%	66%	14%	56.3%
2016	4.5	0.2	0.6	0.2	2.9	0.6	18%	5%	63%	14%	-12.9%
2017F	3.4	0.2	0.6	0.2	1.7	0.7	24%	6%	50%	21%	-24.7%
2018F	3.0	0.2	0.8	0.5	1.0	0.5	34%	17%	33%	16%	-10.5%
2019F	3.6	0.3	0.8	0.5	1.5	0.5	30%	14%	42%	14%	16.6%
2020F	3.7	0.3	0.8	0.3	1.8	0.5	30%	8%	49%	13%	4.5%
2021F	3.7	0.3	0.8	0.3	1.8	0.5	30%	8%	49%	14%	-0.3%

자료: 국토교통부, 한국투자증권

## 2. 비주거용 수주: 기업투자 증가

**비주거용 수주는 GDP와 동행**

일반적으로 비주거용(건축) 수주는 GDP와 동행성이 강하다. 경기가 좋으면 상업용 건물의 투자도 늘고 기업들의 건설투자도 늘기 때문이다. 2016년 건축수주 증가율은 경제 성장률을 크게 상회했는데 주거용 대체 개념인 오피스텔 공급 증가(비주거용 건축수주로 포함), 주택단지와 함께 개발되는 상가 등 근린시설 수주, 호텔 개발 증가의 영향이다.

**오피스텔 수주 감소, 그러나 현대차, 삼성그룹 등 기업들의 투자 대기**

추세적으로는 오피스텔과 근린시설 수주가 감소하며 건축 수주도 2017년 하반기부터 감소가 예상된다. 그러나 기업들의 투자로 건축수주는 보완될 것으로 예상하는데 2018년 현대차그룹의 삼성동 한국전력 부지 글로벌 비즈니스센터(GBC) 개발 등 단일규모로는 최대 규모 프로젝트(3.2조원) 수주가 예정돼 있고 삼성그룹의 건설투자는 연 8조원 수준을 유지할 전망이다기 때문이다.

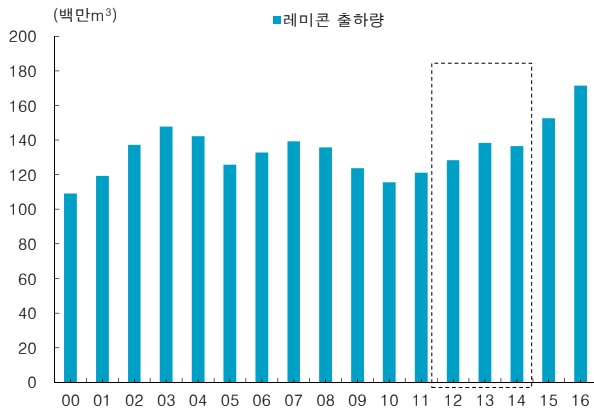
**현대차그룹의 GBC 개발, 2018년 상반기 착공**

현대차그룹의 GBC 개발은 2018년 상반기 착공될 예정이다. 최근 최대 난관이던 서울시의 환경영향평가를 통과했다. 개발용지 옆 봉은사가 일조권 침해 문제를 지속 제기해 4차례 심의 끝에 난관을 넘었다. 이제 서울시의 주요 인허가 절차인 교통환경영향평가, 건축위원회 심의, 지하구조물 안전심의만 통과하면 2018년 상반기 착공이 가능하다.

**대규모 건축물 시공 시 건자재 업계에 미치는 파급 커**

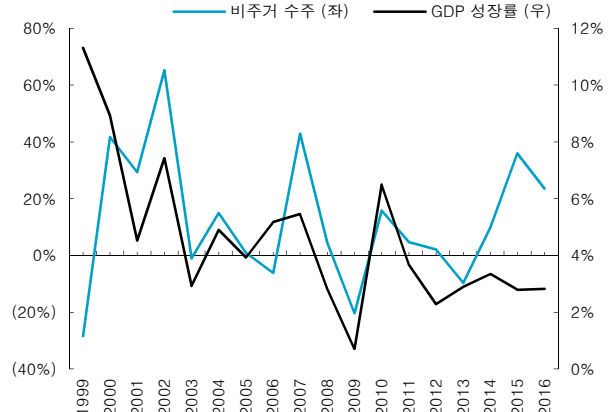
대규모 건축물 시공 시 건자재 업계에 미치는 파급효과는 상당하다. ‘제2 롯데월드’는 2012년부터 2016년 시공됐는데 초기 단계인 2012~2014년 국내 주택공급이 저조했음에도 레미콘 출하량이 늘어나는데 상당부분 기여했다. 유리도 마찬가지로 당시 커튼월 2.1만개와 판유리 4.2만개가 소요된 것으로 알려진다. GBC 프로젝트는 이를 능가한다.

[그림 16] 제2롯데월드 타워 건설기간 동안 레미콘 출하량



자료: 통계청, 한국투자증권

[그림 17] GDP 성장률과 비주거용 수주



자료: 국토교통부, 통계청, 한국투자증권

**2018년에도 약 8조원의 삼성그룹 발주 예상**

기업들의 손익 개선이 투자로 이어지고 있다는 점도 긍정적이다. 2017년 삼성전자 capex는 26조원으로 최대치를 기록하는데 2018년부터 건설투자에 기여할 전망이다. 삼성디스플레이의 수주를 담당하는 삼성엔지니어링의 관계사 수주는 3분기까지 2.4조원, 삼성물산은 4.3조원을 기록 중이다. 2017년 총계로는 각각 3조원, 5.3조원에 이를 전망이다. 잔여 투자는 2018년 수주로 인식돼 삼성물산과 삼성엔지니어링의 합산 관계사수주는 2016년 8조원에서 2018년 8.5조원으로 호황을 유지할 것이다. 통상 디스플레이 capex의 15%가 수주로 전환된다. 20조원의 capex가 예상되는 A5 프로젝트는 현재까지 약 1조원 발주된 것으로 추정된다. 남은 4분기와 2018년까지 2조원의 추가 발주가 가능하다고 판단된다.

〈표 10〉 삼성엔지니어링과 삼성물산 관계사 수주 추정

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017YTD	2017F	2018F
삼성전자 Capex	22,850	23,760	23,435	25,518	25,494	32,893	46,000	36,000
반도체	13,848	12,599	14,316	14,723	13,151	19,681	27,000	23,000
삼성디스플레이	4,882	5,507	3,985	4,729	9,831	11,339	14,000	6,000
핸드폰+가전	4,119	5,654	5,135	6,066	2,512	1,872	5,000	7,000
1)삼성엔지니어링 수주	3,358	1,700	1,323	2,000	3,700	2,400	2,900	3,400
삼성전자	943	607	-	524	900	1,000	1,000	1,500
삼성디스플레이	1,708	200	200	300	1,860	1,000	1,500	1,500
바이오로직스	-	-	-	600	500	-	-	-
SDI	94	-	-	-	200	-	-	-
삼성전기/코닝/기타	614	893	1,123	576	240	400	400	400
2)삼성물산 수주	5,100	4,300	3,200	4,800	4,300	4,300	5,300	5,300
1)+2) 관계사 수주 합계	8,458	6,000	4,523	6,800	8,000	6,700	8,200	8,700

자료: 각사, 한국투자증권

2018~2019년,  
국내 화학기업의 투자 예상

2019년에는 국내 정유/화학기업의 투자가 예상된다. EPC 시장은 화학기업의 손익을 1~2년 후행하는데 현재는 화학기업의 손익과 capex의 괴리가 가장 크게 벌어진 시점이다. 롯데케미칼은 2018년 인도네시아에 타이탄NCC를 건설하기로 결정했다. GS칼텍스는 국내에 80만톤의 NCC와 PE 생산시설 투자를 검토 중이다. 현실화될 경우 2019년 착공돼 4조원의 건설수주에 기여할 것이다.

### 3. SOC 연착륙: 공기업 투자와 민자사업

**2018년 SOC 집행예산은  
전년대비 3% 감소 예상**

2016년부터 중앙정부의 SOC예산이 감소세다. 당초 정부는 2018년 국토교통 예산을 전년 대비 4.2조원 감소한 15.9조원으로 책정했으나 최근 국회 의결과정에서 2.3조원이 증액됐다. 이 기준으로 2018년 예산은 14년 내 최저고 2017년 대비 9% 감소하는 것이다. 그러나 2017년 예산이 과거 집행률인 97%에서 집행되고, 2017년 미집행 예산의 3%가 이월돼 모두 쓰인다면 2018년 SOC 집행예산은 20.7조원으로 전년대비 3% 감소하는데 그친다.

**중기재정 운용계획보다  
SOC 예산 감소폭은 적을 것**

중기재정 운용계획상, SOC 예산은 연평균 7.5% 감소할 계획이나 실제 감소폭은 이보다 적을 전망이다. 노후 시설물이 지속 증가하고 있고 교통망 인프라 등 주거복지를 위한 SOC 투자 필요성이 확대되고 있기 때문이다. 실제 2014년부터 정부가 제시한 SOC 예산보다 국회의결 과정에서 약 4천억원 이상이 증액돼 왔다. 따라서 우리는 향후 중앙정부의 SOC 예산은 21~22조원대를 유지할 것으로 예상한다.

〈표 11〉 중앙정부의 SOC 예산

(단위: 조원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018F
중앙정부 예산	25.0	23.7	26.1	23.7	22.1	20.1
결산 예산	23.2	22.4	25.1	23.0	21.4	20.7

자료: 기획재정부, 한국투자증권

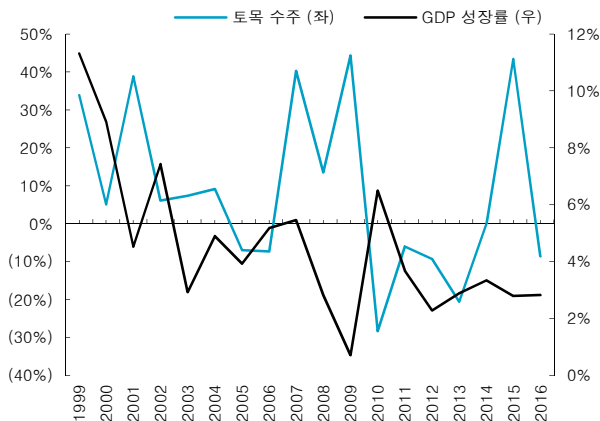
**중앙정부 예산은 감소세지만  
투자의 50%인 공기업과  
민자시장 활력**

토목수주는 GDP 성장이 둔화될 때 늘어나는 역방향을 보이는데 이는 경제성장에 주택시장 의존도가 높은 한국 건설업이 침체 기미가 보이면 정부 주도의 SOC 투자가 보완적 역할을 했기 때문이다. SOC는 경기 방어적 특성을 지니기 때문에 GDP 성장 전망이 낙관적인 현 시점에서 SOC예산 증가를 기대하기는 어렵다. 그러나 우리는 중앙정부 예산이 아닌, 총 SOC 투자의 50%를 차지하는 공기업 투자와 민자SOC 시장에 upside가 있다고 판단한다. 공기업 투자는 6조원대를 유지하고 있고 민자사업은 2017년 반등하기 시작해 2018년 GTX 등 주요 프로젝트의 발주가 예정돼 있다.

**2018년 SOC 투자는 1%  
감소에 그칠 전망**

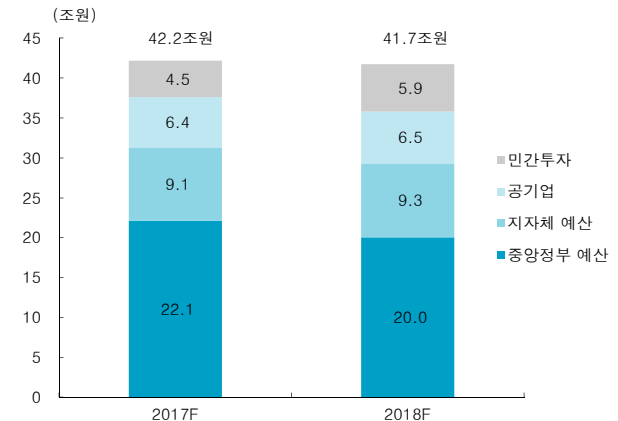
이에 따라 2018년 SOC 총 투자는 2017년 대비 1.1% 감소에 그칠 전망이다. SOC 투자는 2012년 40.7조원으로 최악을 기록한 뒤, 다양한 투자주체의 보완에 힘입어 2013년부터 42조원대를 유지해 왔으며 2018년에도 41.7조원을 전망한다.

[그림 18] GDP 성장률과 토목 수주 증가율



자료: 국토교통부, 통계청, 한국투자증권

[그림 19] 투자 주체별 SOC 투자액



자료: 기획재정부, 통계청, 한국투자증권

2019년부터 SOC 투자 반등

2018년 SOC 투자는 부진하나 선행지표인 SOC 수주는 반등하기 시작해 2019년부터 SOC 투자 증가로 이어질 전망이다. 시장 컨센서스와 다르게 전망하는 이유는, 1) 전형적인 중앙정부 발주인 도로 투자가 줄어드는 대신, 공기업과 민자사업 비중이 큰 공항과 철도, 특히 지하개발 프로젝트가 늘어날 전망이다.

공기업 발주인 공항공사 super cycle

국내 공항은 초기 공항이 지어진 지 30년이 넘어 교체와 확장의 super cycle이 예상되고, LCC(저가 항공) 성장에 따른 공항수요의 폭발적 증가가 공항 투자 증가의 요인이다. 2018년 가시권에 들어온 공항 프로젝트는 총 11조원 규모이며 각 지역의 공항공사가 발주한다. 현재 ‘인천공항 4단계’ 프로젝트까지는 발주가 확정됐다. 김해신공항 역시 예비타당성 검토를 마치고 포스코엔지니어링이 설계 중이다. 2019년 발주될 제주신공항도 부지를 확정 한 상태다.

〈표 12〉 예정된 공항공사 프로젝트 리스트

(단위: 십억원)

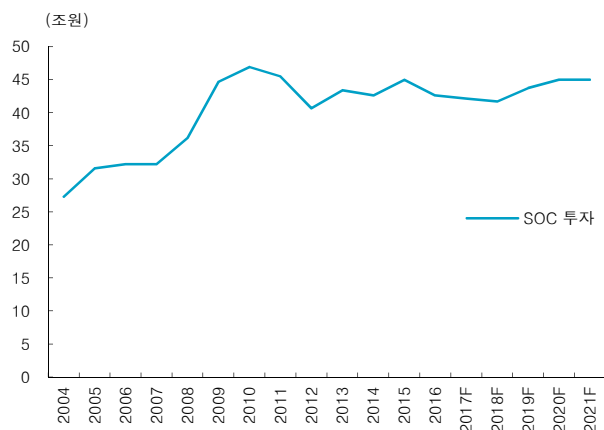
발주시기	프로젝트	사업비	세부 내용
1H2018	흑산도 소형공항	184	금호산업 수주, 실시설계 중
1H2018	울릉도 소형공항	581	2017년 하반기 기본 설계완료
2H2018	인천국제공항 4단계	4,200	제 4 활주로, 여객터미널, 계류장 신설
2H2018	김해신공항	5,958	활주로, 계류장, 관제탑 신설
2018 소계		10,922	
1H2019	제주신공항	4,870	제주 성산 신공항 건설
추진 중	제주공항 2차 투자	nm	공항시설 확장
	수원 군공항 이전	7,000	기부 대 양여방식
	대구공항 통합이전	7,246	민간/군 공항 통합이전
	광주 군공항 이전	5,700	기부 대 양여방식
	새만금 신공항	400	김제/군산 공항 대체
	백령도 소형공항	79	군/민간 겸용 신공항
	서산 신공항	50	군 공항에 민간시설 추가

자료: 금호산업, 공항공사, 한국투자증권

현 정부의 공약 프로젝트, 2019년부터 현실화 예상

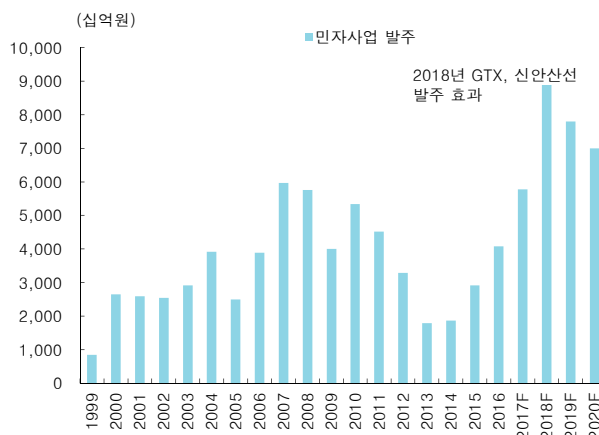
2) 현 정부가 공약에서 내세운 주요 프로젝트들을 현실화시키려면 SOC투자가 필요하다. 문재인 대통령의 주요 공약 프로젝트는 GTX, 서울-세종고속도로, 제주2공항, 김해신공항, 호남고속철 2단계 등이다. 새 정부의 공약으로 2018~2019년 착공될 프로젝트는 총 44조 원에 달한다. 지난 5년간 연평균 토목 수주가 29조원이었다는 점에서 큰 규모다. 모두 진행된다면 토목 수주는 예년대비 2배 가량 늘어나는 셈이다.

[그림 20] SOC투자 추정치



자료: 국토교통부, 한국투자증권

[그림 21] 민자사업 발주 예상



자료: 국토교통부, 한국투자증권

**현 정부의 공약사업은  
공항과 지하개발에 집중**

특히 정부의 주요공약 사업은 공항과 GTX 등 지하개발에 집중돼 있다. 도로와 철도 위주던 전형적인 과거 SOC 투자 패턴에서 벗어난 이유는 기술개발로 투자가 용이해졌고 지하 40m 이상 개발 시 토지보상비용이 없기 때문이다.

〈표 13〉 현 정부의 대선 공약에 포함된 주요 인프라

(단위: 조원)

구분	프로젝트	공사비	방식	착공 예상	현황
철도	GTX A	3.9	BTO-rs	2018년 말	삼성-동탄 구간 2015년 발주, 2017년 말 삼성-파주구간 발주
	GTX C	3.4	BTO-rs	2019년	2017년 예비타당성 조사 중
	GTX B	5.9	BTO-rs	2020년	2017년 예비타당성 조사 중
	신안산선 복선전철	3.4	BTO-rs	2018년	2017년 9월 RFP 재고시, 2017년 말 사업자 선정
	호남고속철	2.0	미정	2019년	광주송정-목포 구간, 방식 미정
	소계	18.6			
도로	서울-세종고속도로(안성-성남)	2.3	재정	2018년	성남-구리는 2016년 착공, 안성-성남(2.3조원) 발주
	서울-세종고속도로(세종-안성)	2.1	재정	2019년	민자에서 재정 전환
	새만금-전주고속도로	1.6	재정	2018년	2017년 4개 공구 발주
	새만금 내부도로	0.5	재정	2018년	
	수도권 제 2순환 고속도로	1.0	재정	2018년	김포-파주 구간, 대선 이후 사업계획 적정성 재검토
	세종-포천 고속도로	2.2	재정	2018년	대선 이후 사업계획 적정성 재검토
	함양-창녕 고속도로	2.1	재정	2018년	4Q17 발주 완료
	소계	11.8			
공항	제주공항	4.9	재정	2019년	기본 및 실시설계 용역 준비
	인천공항 4단계	4.2	재정	2018년	랜드사이드 시설 발주 시작
	소계	9.1			
발전플랜트	강릉안인 석탄발전	4.5	재정	2018년	삼척포스파워/당진에코파워는 발주 지연, 신한울 취소

자료: 더불어민주당, 한국투자증권

**민자사업보다 재정사업을  
강조했으나 최근 합의 찾기  
시작, 민자사업 균형**

인프라 사업에 있어 현 정부의 기조는 민자사업보다 재정사업 위주였다. 그러나 최근 2018년 예산편성이 마무리되며 강경한 기조에서 한발 물러나 점차 합의점을 찾고 있다. 현실적인 재정 문제와 프로젝트의 quality를 감안하면 민자사업 도입이 불가피함을 체감한 것으로 판단된다. 따라서 3.9조원 규모의 GTX-A 노선은 재정사업 검토를 했으나 결국 민자사업으로 고시하게 되었다. 민자사업이 활성화될수록 인프라 투자는 활기를 띠 것이다.

[그림 22] GTX A라인 예상 노선도



자료: 서울시

**SOC 투자는 2019년부터  
회복**

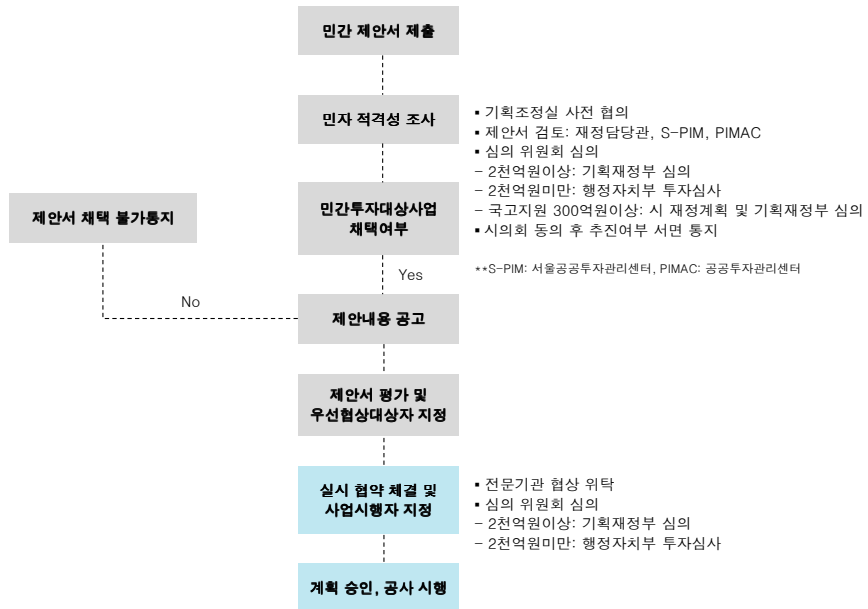
결론적으로 2018년 SOC 투자는 2016~2017년 수주 감소로 전년과 유사한 위축 기조를 이어가겠지만 2018년부터 공약사업 추진, 급행철도 프로젝트와 공항 등 공기업/민자사업 위주의 SOC 사업 발주로 2019년부터 점차 회복을 예상된다. 주택착공이 축소되며 SOC 투자의 필요성은 반발작용으로 더욱 높아질 수 있다.

**민자사업 절차는 제안에서  
착공까지 2년 소요**

민자사업의 절차는 아래와 같다. 건설사가 제안서를 제출하면 KDI의 예비타당성 조사에 1년 이상 소요된다. 이후 민간사업으로 채택되면 우선협상대상자와 실시협약을 체결하고 사업시행자를 지정한다. 이후 각각 6개월의 기본설계와 실시설계를 거쳐 최종 착공하게

된다. 현재 GTX는 타당성조사가 끝나고 입찰한 주간사인 현대산업과 현대건설 컨소시움의 제안서 평가를 남겨두고 있다. 연내 컨소시움 멤버가 확정되면 2018년 수주가 확정된다.

[그림 13] 민자 SOC 진행 절차



자료: 서울시

**지하 프로젝트는 지상보다 훨씬 많은 시멘트 소요**

지하개발 프로젝트는 일반 지상 프로젝트보다 훨씬 더 많은 시멘트가 소요된다. 터널 굴착 후, 시멘트나 골재로 믹스한 콘크리트를 압축공기로 시공 면에 뿜는 ‘샷크리트’ 방식을 사용한다. 우리는 GTX A 노선 착공 시 2019~2021년, 최소 103만톤의 시멘트 수요가 발생하는 것으로 추정한다. 평당 필요한 시멘트를 2,56포로 가정하고 A노선 연장구간 83km를 감안한 것이다. 이는 지난 5년간 연평균 내수 시멘트 출하량의 2.1%에 해당된다. 시멘트 등 기초건자재에 사회간접자본 투자가 미치는 영향은 크다.

[그림 24] 터널 시공 시 사용되는 샷크리트 머신(Shotcrete machine)



자료: 한국투자증권

[그림 25] 쉴드TBM 머신



자료: 동아지질, 한국투자증권

## II. 시멘트

### 1. 업계 지각변동

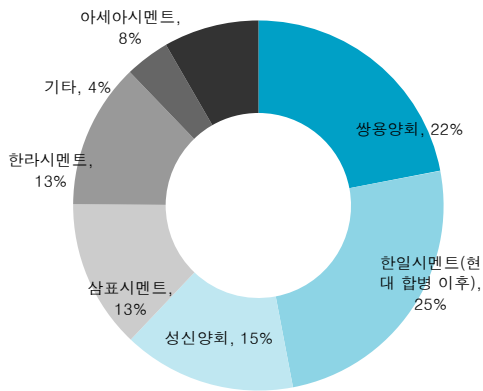
#### 마지막 매물인 한라시멘트, 아세아시멘트의 품으로

마지막 매물이던 한라시멘트를 아세아시멘트가 인수하며 지난 2년간 숨가쁘게 진행된 시멘트 업계의 구조재편이 일단락되었다. 언론에 아세아시멘트는 한라시멘트의 차입금 4천 억원을 제외한 인수가격 3,800억원, 아주산업은 2,500억원을 제시한 것으로 보도됐다. 언론보도가 사실이라면 지분 100%의 인수가격은 7,800억원으로 추정된다.

#### 한라시멘트 인수 결과는 업계 전반에 긍정적

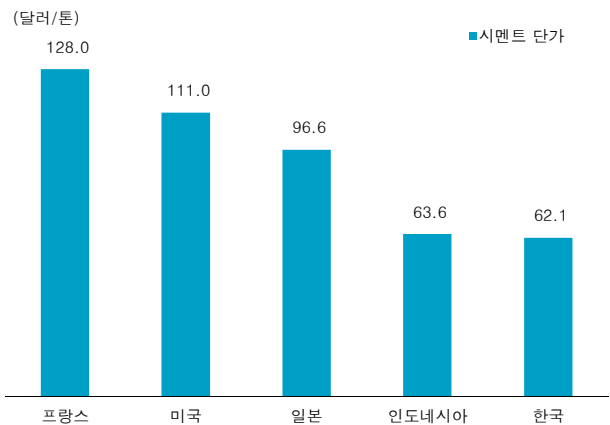
아세아가 한라를 최종 인수한다면 아세아뿐 아니라 업계 전반에 긍정적이다. 아세아는 그간 점유율 7%로 존재감이 작아 시장 내 영향력을 보이기 어려웠다. 그러나 이번 인수로 아세아시멘트의 점유율은 18%로 꼴찌에서 단숨에 3위로 올라선다. 1위는 현대시멘트를 인수한 한일시멘트(22%), 2위는 쌍용양회(20%)다. 성신양회, 삼표시멘트 등이 각각 13~15%로 뒤를 잇는다. **이로써 시멘트 업계는 역사상 처음으로 Big 3체제로 전환됐다.**

[그림 26] 시멘트 시장 점유율



자료: 각사, 한국투자증권

[그림 27] 글로벌 시멘트 단가 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

#### 한국 big 3 체제로 전환

글로벌 1위 시멘트 기업인 라파즈홀심이 진출한 90여국 사례를 보면, 1위가 40% 혹은 상위 4사가 75% 이상 점유율을 확보할 경우 시장 상황과 관계 없이 수익을 낸 것으로 분석됐다. 과점화될수록 상위사의 가격 결정력이 크기 때문이다. **아세아가 한라를 인수하며 Big 3의 점유율은 60%, 상위 4사의 점유율은 75%가 되었다.** 불과 3년 전만해도 상위 3사의 점유율이 49%였다는 점에서 상위사의 가격 결정력은 크게 확대되었다.

#### 지루했던 가격 출혈의 역사가 종식될 가능성 높아

우리가 Big 3 체제에 의미를 부여하는 이유는 지루했던 가격 출혈의 역사가 종식될 가능성이 높아졌기 때문이다. 국내 시멘트 산업은 1961년 동양시멘트와 대한시멘트(현 쌍용양회)의 2개사로 시작돼 1971년 8개사로 늘었다. 이때부터 7개사 점유율이 90% 이상인 과점체제를 유지해 왔다. 시멘트 업계의 마지막 호황인 2003년 이후 점유율 싸움을 위한 과잉 증설과 가격 출혈로 얼룩졌다.

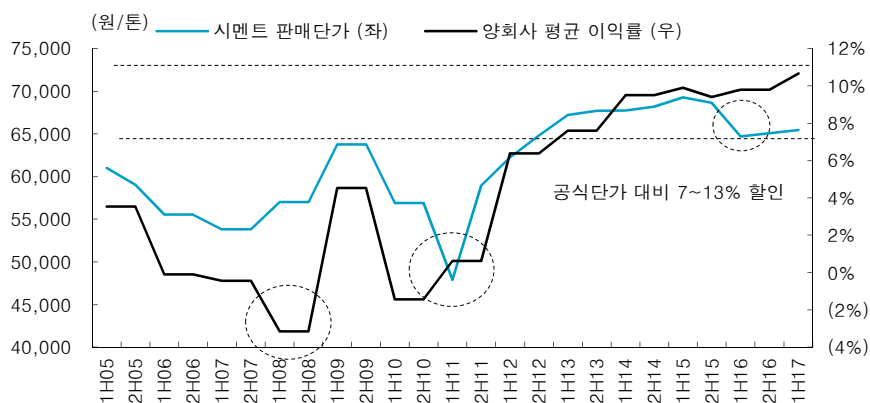
#### 3차의 가격 출혈의 역사, 한일시멘트가 주도

역사적으로 극심했던 가격경쟁은 3차례로, 2004~2007년 1차 가격경쟁 당시 연 7%의 판매단가 하락이 지속됐다. 2010년 2차 가격경쟁은 1년간 무려 11%나 인하됐다. 2016년 3차 가격경쟁에서 5% 단가 인하가 발생했다. 1차는 라파즈가 인수해 점유율에 욕심을 냈던 라파즈한라, 2차는 한일과 아세아시멘트가 주도했다. 당시 라파즈한라의 점유율은 2.2%p, 한일시멘트는 0.8%p 상승했다.

**가격경쟁의 목적은 늘 점유율 확대**

2003년 시멘트 업체의 EBITDA 마진은 평균 34%에 육박했지만 가격경쟁이 종료된 2007년과 2010년은 각각 10.8%, 6.9%로 하락했다. 2016년 가격 경쟁은 (구)동양시멘트를 인수한 삼표를 견제하기 위한 한일시멘트에서 촉발됐지만 과거의 경험으로 과열까지 치닫지 않았고 단기간에 종료됐다.

**[그림 28] 시멘트 판매단가와 양회사 평균 영업이익률(원 표시는 가격 출혈 시기)**



자료: 각사, 한국투자증권

**몰탈에서 먼저 가격 정상화**

가격 정상화의 움직임은 player가 적은 몰탈에서 먼저 뚜렷하게 나타나고 있다. 몰탈시장은 연 724만톤을 생산하는 한일시멘트가 1위, 삼표(140만톤) 2위, 아세아시멘트(130만톤) 3위 등 3사 과점체제다. 2014년 몰탈시장에 진입한 삼표를 견제하기 위한 출혈 경쟁으로 2016년 한일시멘트는 몰탈에서 91억원의 영업손실을 기록했다. 2015년까지만 해도 몰탈은 연간 200~300억원의 영업이익을 창출하던 사업부다.

**한일시멘트는 2017년, 몰탈가격 10% 인상**

그러나 작년 9월 한일시멘트는 모래가격 상승을 근거로 포장용 몰탈부터 10% 가격 인상을 발표하고 올 2월부터 거래처에 통보하기 시작했다. 이어 3월부터 삼표도 10% 인상을 결정했다. 점유율이 작아 시장 follower였던 아세아시멘트는 6월부터 가격 인상에 동참했다. 2013년 하반기부터 하락세던 몰탈단가는 2016년 3분기 최저점을 찍고 상승 중이며 3분기에는 건설사에 납품하는 몰탈에도 가격 인상이 모두 적용됐다.

**전년 3분기 대비 몰탈가격 18% 상승한 것으로 추정**

한일시멘트의 올 3분기 몰탈단가는 전년 3분기 대비 무려 18% 상승했고 2017년 3분기 누적으로는 9% 상승했다. 게다가 몰탈 출하량도 주택 입주가 늘며 31% 늘어, 최종적으로 몰탈 매출은 49%(P 상승분 18%+Q 상승분 31%) 증가했다. 주택 입주량은 2017년 30%, 2018년 17% 늘기 때문에 마감재인 몰탈은 최소 2018년까지 고성장이 이어질 것이다. 또한 2018년 몰탈가격은 2017년 상반기의 기저효과로 연 3% 이상의 상승이 예상된다.

**현대시멘트 인수로 시장 장악력이 커져**

한일시멘트의 가격인상 이면에는 현대시멘트 인수로 시장 장악력이 커진 점도 있다. 몰탈 가격과 시멘트가격 1% 인상 시, 한일시멘트의 2018년 영업이익은 각각 2.7%, 4.0% 상승한다. 모두 동시 상승 시, 영업이익은 6.7% 상승한다. 시멘트 가격은 아직 공식가격보다 할인돼 판매되고 있지만 그 폭은 축소되고 있다. 지루했던 가격 출혈의 역사가 종식되고 있다.

## 2. 일본의 Big 3

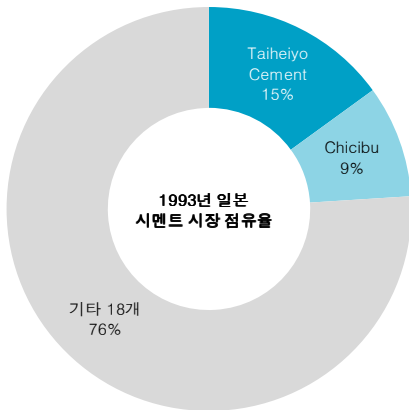
한국 시멘트 업종 PBR 은  
시장대비 50% 할인,  
일본은 시장대비 할증

한국 시멘트 업종의 평균 PBR은 시장(1.16배)대비 50% 할인 거래 중이다. 반면 구조조정과 가격 정상화의 과정을 먼저 거친 일본 시멘트 업종의 현재 PBR은 2.0배로 시장대비 할증 상태다. 공급과잉을 겪던 일본 시멘트 업계는 성공적인 구조조정과 consolidation으로 생산능력은 1990년대 1억톤에서 현재 4천만톤으로 줄었다. 설비가동률은 1987년 65%에 머물렀으나 업계 재편으로 5년만에 90%로 끌어올렸다. 일본 정부의 산업합리화 정책이 크게 작용해 한국보다 구조조정이 훨씬 쉬웠다.

일본 태평양시멘트, 3 차례의  
인수합병으로 업계 1 위 올라

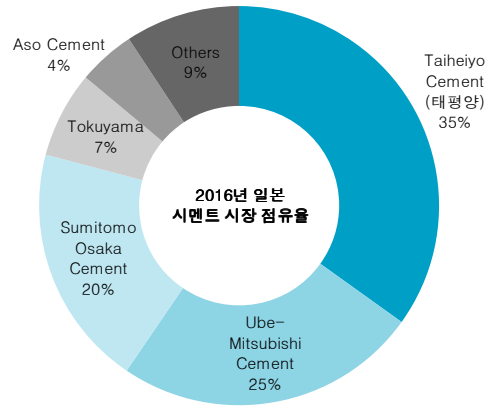
일본 구조조정의 핵심은 빅딜이었다. 1994년 ‘오사카시멘트’와 ‘스미토모 시멘트’가 합병했고, 같은 해 ‘치치부’와 ‘온다’ 시멘트가 합병해 ‘치치부 온다’가 되었다. 1999년, 다시 ‘치치부 온다’와 ‘니혼시멘트’가 합병해 ‘태평양시멘트’로 재탄생했다. 3차례에 걸친 합병으로 태평양시멘트의 점유율은 40%로 상승했으며 가격결정력을 충분히 발휘할 수 있는 수준이다. 2002~2005년 태평양시멘트는 연속 가격을 인상했고 PBR은 consolidation 이전인 0.5배에서 2배까지 상승했다. 현재 일본의 시멘트 가격은 톤당 97달러로 한국의 62달러 대비 55% 이상 비싸다.

[그림 29] 일본 시멘트 업체 점유율: 1993년



자료: 각사, 한국투자증권

[그림 30] 일본 시멘트 업체 점유율: 현재



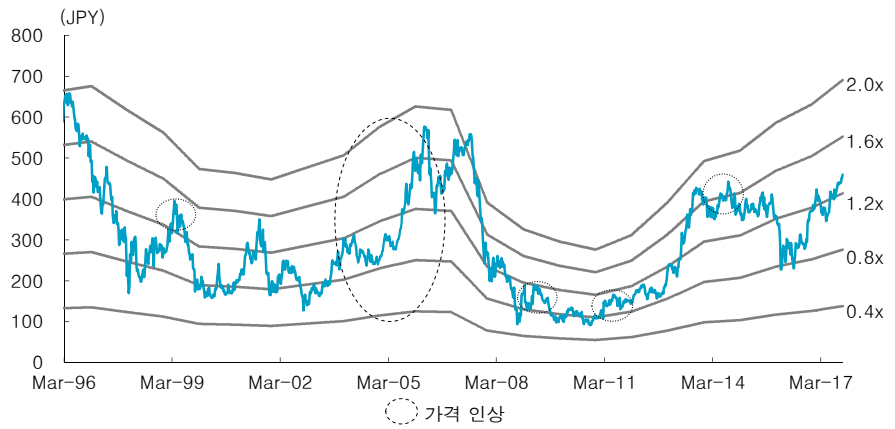
자료: 각사, 한국투자증권

일본 시멘트 업종, 합리적인  
가격 인상 지속

2015년은 일본 시멘트 업체는 수요 저하로 주가가 하락했지만 최근 원자재 가격 상승으로 가격 인상 가능성이 거론되며 다시 상승세다. 가장 이상적인 비즈니스 구조를 보이고 있다. 한국 역시 Big 3로 재편된다면 가격결정력을 쥔 상위 3사는 가격 출혈의 효용성이 사라지게 된다. 한일시멘트는 현대시멘트 인수 후 점유율 확대의 목적을 이뤘고 아세아시멘트 역시 마찬가지다. **한일시멘트는 인수 권소시음인 LK파트너스 PEF에 IRR 6%를 보장하는 계약을 맺은 만큼 현대시멘트의 손익 개선과 배당여력 증진이 절실하다.** 쌍용양회는 주인이 PEF인 속성 상, 단가 할인에 늘 부정적 입장을 취해 왔다. 삼포는 그룹 주력인 레미콘 사업의 원활한 원재료(시멘트) 조달을 위해 동양시멘트를 인수한 만큼 업계 내 충돌의 가능성은 낮다.

60% 점유율을 지닌 player 3사가 공통의 목적을 지니고 있는 셈이다. 심각한 경제적 위기를 가정하지 않는 한 시멘트 출하량은 5% 이상 Q 하락의 가능성은 낮고 이 수준은 손익에 중대한 변수는 아니다. 결국 주요 이익 변수는 오직 P고, P 정상화가 업종의 최대 투자 포인트다.

[그림 31] 일본 태평양시멘트의 주가와 PBR 밴드, 주요 이벤트



자료: 태평양시멘트, 한국투자증권

### 3. 공급과잉은 아니다

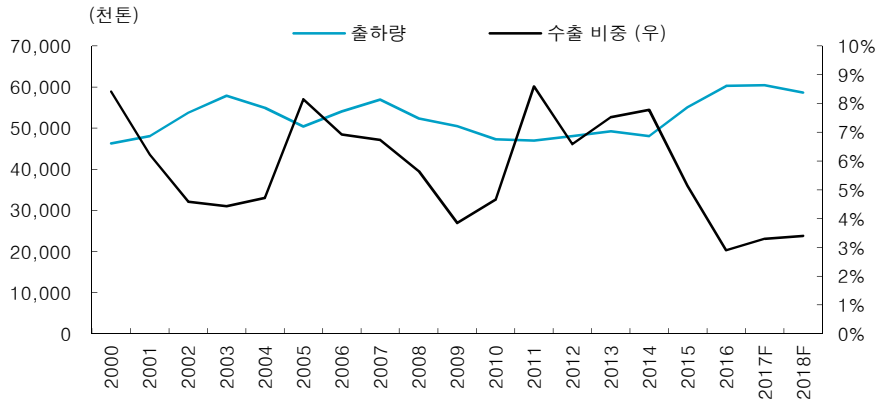
시멘트 출하량은 건설투자와 동행

시멘트 출하량은 건설투자와 동행성이 강하다. 시멘트 출하량은 2015년 14.6% 증가했고 2016년 6,033만톤으로 최대치를 기록했다. 2017년은 전년대비 0.2% 증가한 6,046만톤을 예상하나 내수량은 0.2% 감소를 예상한다. 2018년 건설투자가 0.5% 감소하고 2017년 착공면적이 5.7% 감소할 전망임에 따라 내수 출하량은 3% 감소한 5,788만톤을 예상한다. 그러나 변동 요인은 수출량이다.

수출은 총 출하의 3~9%, 시멘트 수요 감소율이 9%를 초과하지 않는다면 시멘트 업계의 가동률에 영향 없어

수출량은 연 2백만~4백만톤으로 총 출하량의 3~9%를 차지해 왔다. 시멘트는 고정비가 큰 장치산업이라 수출의 수익성은 낮지만 내수수요가 적을 때는 생산된 제품을 수출하는 것이 유리하다. 2016년 수출량은 175만톤으로 최저를 기록했다. 2018년 수출량을 최근 수준인 200만톤을 가정하면 총 출하량은 2.9% 감소한다. 그러나 4백만톤까지 수출을 늘린다면 총 출하량은 오히려 0.4% 증가한다. 즉, 시멘트 수요 감소율이 9%를 초과하지 않는다면 시멘트 업체의 가동률과 생산량은 큰 영향이 없다.

[그림 32] 시멘트 총 출하량과 수출 비중: 역의 관계



자료: 통계청, 한국투자증권

시멘트 업체의 실질 가동률은 100%에 가까워

한국 시멘트 업체의 실질적 가동률은 100%에 가깝다. 표면상 가동률은 70% 이하로 보이지만 대부분 일부 킬른은 가동하지 않고 있기 때문이다. 쉬고 있는 킬른을 재가동하기 위해서는 수천억원의 투자가 필요하며 재가동 가능성은 낮다. 유희설비 제외 시, 각 업체의 가동률은 대부분 풀가동 상태다.

<표 14> 시멘트사의 가동률

(단위: 천톤)

양회사	Capacity	수정 후 가동률	명목 가동률
성신	12,672	81.0%	56.7%
쌍용	11,019	93.7%	58.8%
삼표	10,478	89.8%	61.7%
한일	8,353	88.0%	88.7%
한라	8,250	87.9%	60.0%
현대	7,500	86.5%	58.3%
아세아	4,509	98.7%	59.5%

자료: 각사, 한국투자증권

시멘트는 운송비가 중요한 산업, 해안사의 경쟁력 차이

시멘트는 운송비가 중요한 산업이다. 시멘트 생산은 강원/충남 지역에서 주로 이뤄지지만 시멘트 수요의 60% 이상이 수도권에 집중되기 때문이다. 운송비 부담은 해운, 철도, 육송 순으로 적다. 해안사는 해안가에 공장이 위치해 수출이 용이하고 운송비가 적게 드는 장점이 있다. 가격대비 경쟁력은 철도가 가장 좋지만 지리적으로 제약 조건이 많아 내륙사는 육송을 주로 사용한다. 따라서 해안사의 원가 경쟁력은 상대적으로 높을 수밖에 없다.

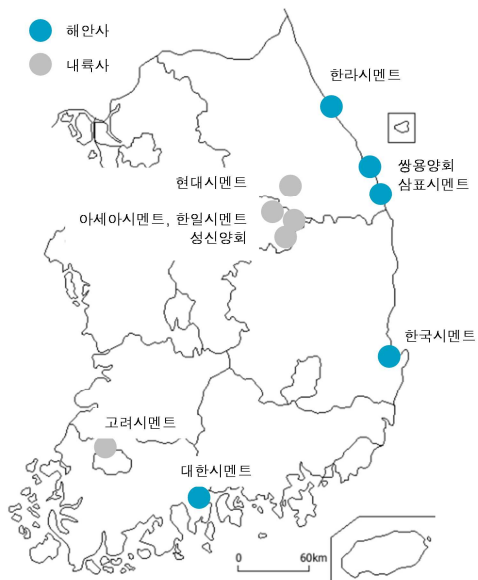
〈표 15〉 별도기준 영업이익률 비교

(단위: %)

	현대시멘트	한라시멘트	쌍용양회	아세아시멘트	동양시멘트	한일시멘트	성신양회
	내륙사	해안사	해안사	내륙사	해안사	내륙사	내륙사
2015	14.5	9.4	11.5	11.7	7.3	10.2	5.2
2016	14.1	13.3	12.6	10.7	9.2	7.6	5.4

자료: 각사, 한국투자증권

[그림 33] 해안사와 내륙사 생산공장 위치



주: 회색은 내륙사, 파란색은 해안사  
 자료: 각사, 한국투자증권

**아세아시멘트, 해안사를  
 인수함으로써 시너지 배가**

아세아시멘트의 이번 한라시멘트 인수를 긍정적 딜로 보는 이유는 여기에 있다. 아세아시멘트는 점유율이 작을뿐더러, 내륙사로 인근 한일, 성신과 경쟁을 해야 했다. 한라시멘트 인수로 거점을 다변화하고 수출 가능성도 확보했다.

## IV. 도료

### 1. 조선업 턴어라운드

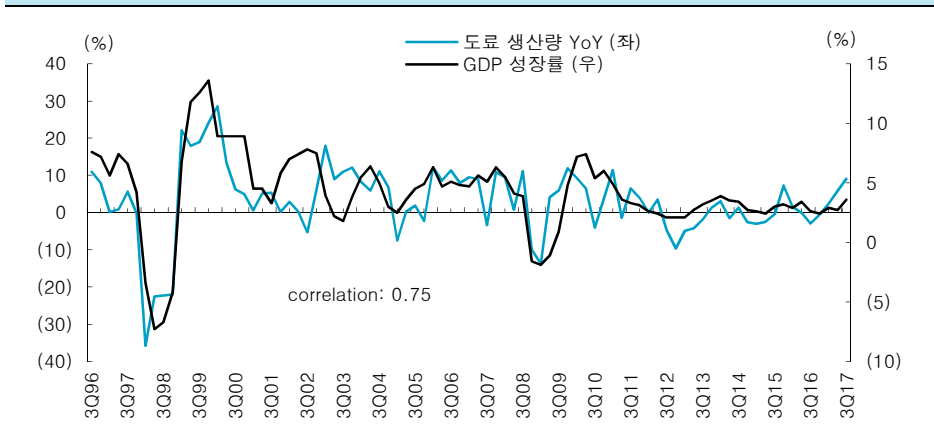
#### 도료 생산량과 GDP 상관계수는 높아

도료 생산량과 GDP간 상관계수는 0.76로 비교적 높다. 건축/중후장대/소비재 등 모든 산업에 사용되며 사용면적도 넓어지는 추세다. 2012년 이후 부진했던 도료 생산량은 2016년 4분기부터 증가세다. 1) 주택입주 증가에 따른 건축용 도료 생산량 증가, 2) 주택과 연관된 가구용(목공용) 도료 생산 증가, 3) 철강/조선/IT/자동차 등 전방산업 개선 영향이다. 상위 도료업체에 중요한 제품군은 특수도료를 사용하는 조선/IT/자동차 등인데, 이들 전망이 회복세라는 점이 도료산업 턴어라운드의 주요 근거다.

#### 국내 도료시장은 4조원 규모, 상위 5사가 80% 점유

국내 도료시장은 총 4조원 규모로 200여개의 업체가 난립하고 그 중 5개가 80%의 점유율을 보인다. 건축용이 38%지만 중후장대 산업 비중이 42%, IT가 10%다. 상위사들은 시장의 52%인 조선/자동차/IT용 도료에 집중하고 있다.

[그림 34] GDP 성장률과 도료 생산량

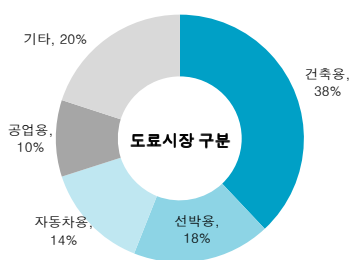


자료: 통계청, 한국투자증권

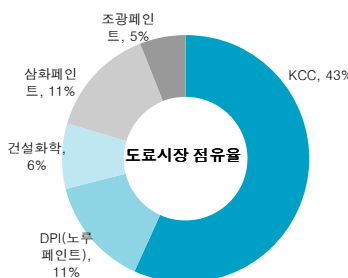
#### 2018년 하반기부터 조선용 도료가 성장을 견인할 것

2018년까지 건축용과 목공용 도료의 생산량이 고성장할 것으로 예상되는 가운데 2018년 하반기부터는 5년간 부진했던 조선용 도료가 성장을 견인할 것이다. 상선 인도가 2017년 하반기부터 2018년 상반기까지 급감하지만 조선용 도료는 동기간 10% 내외의 감소에 그칠 전망이다. 1) 조선용 도료 생산량의 70%가 신조, 30%는 보수용이고, 2) 해운업 환경 규제로 신조 컨테이너선은 물론, 현존 컨테이너선의 컨테이너에도 한국이 강한 수성용 도료 사용이 의무화돼 수성용 도료 사용량이 늘고 있기 때문이다.

[그림 35] 국내 도료시장 용도별 구분

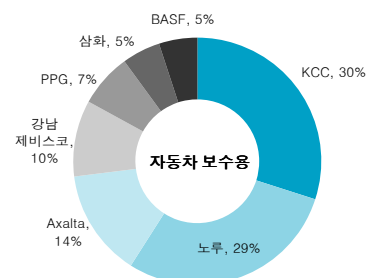


[그림 36] 국내 도료시장 점유율



주: 2016년 말 기준/자료: CMRI

[그림 37] 자동차 보수용 도료 시장 점유율



주: 2016년 말 기준/자료: CMRI

**2017년 한국 조선사의 수주는 전년 대비 3배 늘어나**

2016년 글로벌 신조 시장은 20년만의 최악이었으나 2017년 한국 조선사들의 수주는 전년 대비 2.7배 늘어났다. 최근 신조는 과거와 달리 단납기로 발주돼 2020년까지 슬롯이 채워졌다. 오직 2018년 상반기 인도량만 비어있을 뿐이다. 절묘하게도 주택 건설투자가 후퇴국면에 진입할 2018년 하반기부터 조선용 도료가 성장의 주역으로 전환되기 시작한다.

**조선용 도료는 매출의 30% 이상을 차지**

상위사에게 조선용 도료는 매출의 30% 이상을 차지하는 주요 전방산업이다. 한국이 조선업 강국이라 한국 도료업체들도 동반 성장해 왔다. 1위는 KCC, 2위는 약조노벨과 노루홀딩스가 4:6으로 합작한 IPK, 3위는 조광페인트와 요턴 합작법인인 조광요턴이다. 이들은 한국 big3는 물론 아시아 조선사를 고정 거래선으로 확보하고 있다.

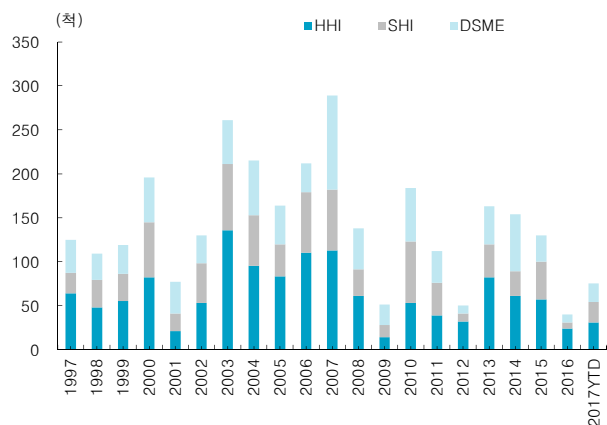
**조선용 도료는 선가의 1.5%**

상선의 선실 외벽과 내벽 모두 도장 작업이 진행된다. 외벽은 7회, 내벽은 2~3회 도장작업이 들어가 선박 1척에 들어가는 도료는 30여가지에 이른다. 조선용 도료는 선가의 1.5%로 추정된다. 상선/해양 매출이 12조원인 현대중공업 그룹 3사는 연 1,800억원, 삼성중공업은 1천억원, 대우조선해양은 1,500억원을 구매하는 것으로 추정된다. KCC는 조선용 도료의 절반 이상이 현대중공업 그룹의 신조 수주로 추정되며 나머지는 수출과 보수용이다. 삼성중공업은 IPK와 조광요턴과 주로 거래하며 KCC 비중은 아직 크지 않다.

**도료 업체들은 5년간 장기 침체에 빠졌으나 2017년부터 도료 ASP 반등**

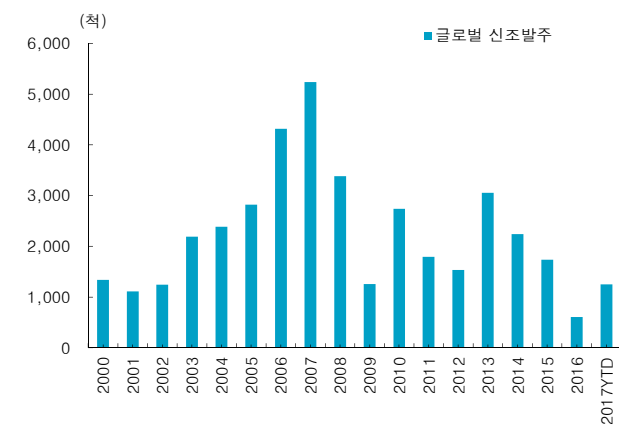
조선업의 물량 부진과 2013년 상반기부터 시작된 선가하락으로 도료 업체들은 장기 침체에 빠졌다. 그러나 2017년 들어 조선용 도료 ASP는 반등하기 시작했다. 그러나 현대중공업그룹의 상선 수주가 올 3월부터 크게 늘었고 KCC의 매출 시점과의 레깅도 과거의 1년 이상에서 최근 4~10개월로 짧아지는 추세다. 특히 탱커와 컨테이너선, LNG선 등 도료매출 효과를 키울 수 있는 단납기 상선 물량이 늘고 있다. 3분기부터 도료업체들은 소폭이나마 수주 증가의 효과를 입기 시작했다.

[그림 38] 조선 Big 3의 상선 수주



자료: 각사, Clarksons, 한국투자증권

[그림 39] 글로벌 상선 신조 발주



자료: Clarksons, 한국투자증권

**KCC, 가격 정상화의 신호탄을 쏘다**

건축용 도료는 경쟁자가 많아 가격할인이 심하다. 상위사들은 선별적으로 수주하고 있지만 2015~2016년, 극심한 가격 할인의 여파는 피하기 어려웠다. 그러나 이 같은 가격경쟁은 종식되는 분위기다. KCC가 그 신호탄을 쏘았다.

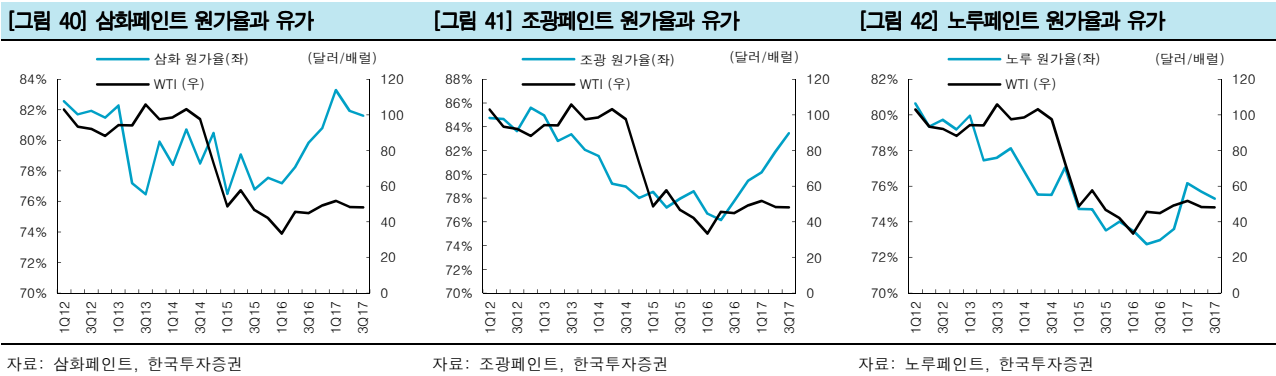
## 2. 지루했던 가격 경쟁의 종식

### 도로산업의 핵심변수는 P

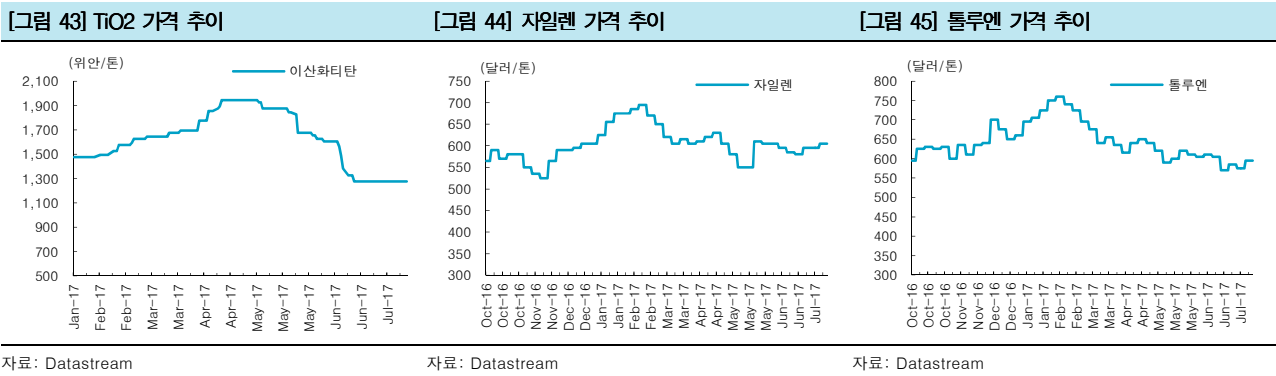
도로산업의 변수 중 P(가격), Q(물량), C(원가) 중 핵심은 시멘트와 마찬가지로 P다. 지난 5년간 도로업계는 P 하락으로 고전했으나 2017년 들어 상위사 혹은 특수도로부터 가격 인상에 나서기 시작했다.

### 상위 도로 5사, 2017년 3분기 대부분 가격인상 동참

도로 업체들의 원가율은 2016년부터 치솟기 시작했다. 원자재 가격이 서서히 오르기 시작한 반면, 그간 저유가로 ASP 인하에 시달렸고 가격전가가 되지 않았기 때문이다. 그러나 2분기부터 상위업체인 KCC의 도로 영업이익률 개선과 함께 삼화페인트, 노루페인트 등의 원가율이 하락하기 시작했다. 그 결과 삼화페인트의 3분기 영업이익은 18% 증가했다. 가격 정상화는 대형사부터 중소형사로 확산되고 있으며 조광페인트가 상위사로서는 가장 늦은 9월에 인상에 동참한 것으로 파악된다.



더불어 원자재 가격 안정으로 도로 수익성 개선이 시작됐다. 연초부터 도로 단가인상을 추진 중이며 업계 전반으로 확산되고 있다. 도로 원재료인 BTX류 가격이 급등했던 2분기가 손익의 저점이었고 이제 BTX가 안정되고 P 인상효과가 나타나기 시작했다.



### 출혈경쟁 멎어

가격 인상이 가능한 이유는 두 가지다. 1) 수익성 악화로 퇴출되는 업체들이 늘며 출혈 경쟁이 멎었다. 최근 58년 역사의 현대페인트의 파산과 상장 폐지가 대표적이다. 게다가 업계 2위인 삼화페인트가 2017년 1분기 첫 영업적자를 기점으로 출혈경쟁이 완화됐다. 건축용 도로의 비중이 높은 삼화페인트의 원가율 상승폭이 유가 상승폭보다 컸는데 가격 출혈이 원인이었다.

### 환경규제로 가격인상 요인 발생

2) 환경 규제가 전방위적으로 적용되기 시작했다. 상위사의 지배력이 커지며 가격인상 요인이 발생하고 있다. 이는 다음 장에서 살펴보겠다.

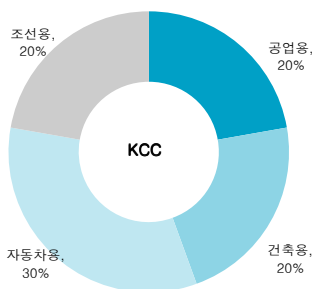
〈표 16〉 주요 도료업체 순익 추이

(단위: 십억원)

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	3Q17YoY
KCC	매출	3,371	3,246	3,233	3,400	3,414	3,490	787	909	857	938	843	970	1,025	19.6%
	원가율	81.5%	78.8%	78.0%	76.5%	74.1%	73.4%	71.8%	72.6%	73.3%	75.4%	75.2%	75.4%	75.6%	2.3%
	영업이익	123	199	232	273	309	327	86	105	99	37	71	92	112	13.3%
	영업이익률	3.6%	6.1%	7.2%	8.0%	9.1%	9.4%	10.9%	11.6%	11.5%	3.9%	8.4%	9.5%	10.9%	-0.6%p
	순이익	327	446	249	327	185	153	59	60	63	(29)	34	70	72	13.6%
	순부채	(42)	459	275	(85)	1,070	1,199	1,147	1,209	1,228	1,199	1,224	1,272	1,364	11.1%
삼화페인트	매출	414	435	499	527	507	482	104	139	118	121	105	140	124	4.7%
	원가율	82.7%	81.9%	78.6%	79.6%	77.5%	79.1%	77.2%	78.2%	79.8%	80.8%	83.3%	81.9%	81.6%	1.8%
	영업이익	19	23	43	46	32	19	4	9	3	3	(3)	5	3	18.4%
	영업이익률	4.6%	5.2%	8.7%	8.7%	6.2%	3.9%	3.8%	6.7%	2.4%	2.2%	-3.1%	3.4%	2.8%	0.3%p
	순이익	13	16	29	36	25	14	2	8	2	1	(4)	4	1	-49.1%
	순부채	72	69	62	52	73	93	85	88	99	93	103	100	106	14.0%
노루페인트	매출	387	419	433	458	462	479	104	132	122	121	115	155	145	19.2%
	원가율	81.1%	79.7%	78.2%	76.2%	74.2%	73.2%	73.5%	72.7%	73.0%	73.6%	76.2%	75.7%	75.3%	2.3%
	영업이익	14	17	21	27	31	31	5	11	10	5	5	10	9	-8.9%
	영업이익률	3.5%	4.1%	4.8%	5.9%	6.6%	6.5%	5.1%	8.1%	8.0%	4.5%	4.0%	6.4%	6.1%	-1.9%p
	순이익	9	5	12	15	33	10	3	1	4	2	1	23	7	80.0%
	순부채	93	139	145	137	123	109	137	109	122	109	130	124	139	13.9%
강남제비스코	매출	339	366	383	378	335	332	74	90	82	86	78	94	88	7.3%
	원가율	86.4%	84.9%	83.2%	81.9%	79.2%	78.3%	78.7%	75.9%	78.5%	80.4%	81.0%	79.4%	95.0%	16.4%
	영업이익	18	28	34	38	38	37	8	13	9	8	6	10	(5)	nm
	영업이익률	5.4%	7.6%	8.8%	10.1%	11.4%	11.1%	10.3%	14.5%	10.5%	8.7%	7.6%	10.4%	-5.5%	-16.0%p
	순이익	25	31	42	42	43	37	9	12	9	7	7	11	1	-93.9%
	순부채	(47)	(58)	(92)	(122)	(150)	(153)	(150)	(164)	(159)	(153)	(153)	(158)	(145)	-8.9%
조광페인트	매출	167	173	185	194	189	189	42	49	46	51	51	52	53	14.2%
	원가율	85.8%	84.6%	83.2%	79.8%	78.0%	77.5%	76.7%	76.1%	77.7%	79.5%	79.5%	81.9%	83.4%	5.7%
	영업이익	6	7	10	16	18	17	3	6	4	3	3	2	1	-64.7%
	영업이익률	3.8%	4.1%	5.5%	8.4%	9.7%	8.8%	7.5%	12.4%	8.6%	6.6%	6.6%	4.6%	2.7%	-6.0%p
	순이익	6	13	12	17	19	18	7	8	3	1	1	3	1	-72.9%
	순부채	48	46	41	42	26	15	26	17	17	15	15	16	23	35.3%

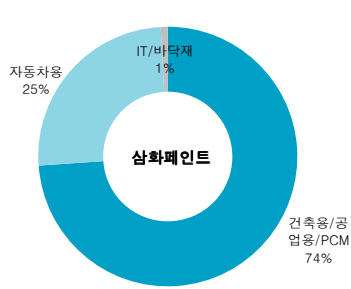
자료: 각사, 한국투자증권

[그림 46] KCC 도료 용도별 구분



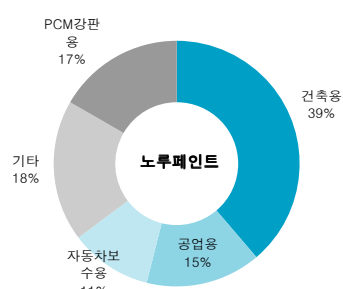
자료: KCC, 한국투자증권

[그림 47] 삼화페인트 용도별 구분



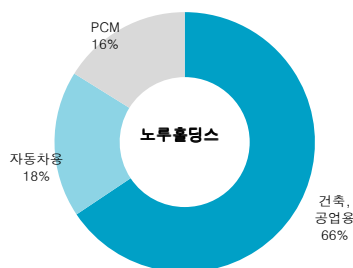
자료: 삼화페인트, 한국투자증권

[그림 48] 노루페인트 도료 용도별 구분



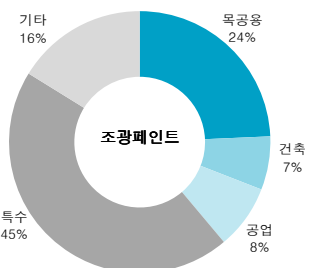
자료: 노루페인트, 한국투자증권

[그림 49] 노루홀딩스 도료 용도별 구분



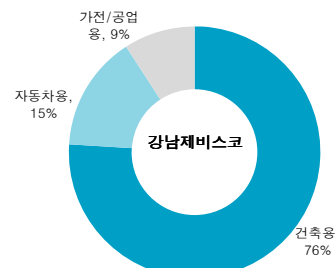
자료: 노루홀딩스, 한국투자증권

[그림 50] 조광페인트 도료 용도별 구분



자료: 조광페인트, 한국투자증권

[그림 51] 강남제비스코 도료 용도별 구분



자료: 강남제비스코, 한국투자증권

### 3. 규제가 만든 수요

한국 조선 Big 3 수주, 2015년으로 회복

20년만의 최대 불황이던 2016년을 지나, 올해 조선 Big 3의 수주는 전년대비 3배 늘며 2015년 수준으로 회복할 전망이다. 조선용 도료의 턴어라운드 시작될 것이다. 이에 더해 해운/조선시장의 환경규제 강화는 조선사뿐 아니라, 후방산업인 기자재/도료산업에도 긍정적 영향을 미치기 시작했다.

2017년 4월, 중국 컨테이너선의 컨테이너 도료 기존 유성에서 수성으로 전면 변경

2017년 4월부터 중국 환경부는 컨테이너선의 컨테이너 도료를 기존 유성에서 수성으로 전면 변경을 의무화했다. 기존 컨테이너에 사용돼 온 유성페인트는 시너를 포함하기 때문에 작업 시 휘발성유기화합물(VOC)를 배출하며 근로자 건강은 물론 중국 내 대기오염의 최대 원인인 초미세 먼지(pm 2.5)를 증가시킨다.

시진핑 주석이 제시한 국가과제, '美麗中國'

따라서 중국 내 컨테이너 제조 46개사가 포함된 '중국 컨테이너 제조협회'(China Container Industry Association; CCIA)는 중국을 2개 권역으로 나눠 순차적으로 컨테이너박스의 도료 전환을 시행했다. 화남지역은 2016년 7월부터 도료 변경을 시행 중이며 화동/화북 지역은 2017년 4월부터 시행했다. 이는 시진핑 국가주석이 제시한 3대 국가 과제 중 하나인 '아름다운 중국 (美麗中國)' 실현 과정에서 충실히 이행될 것이다.

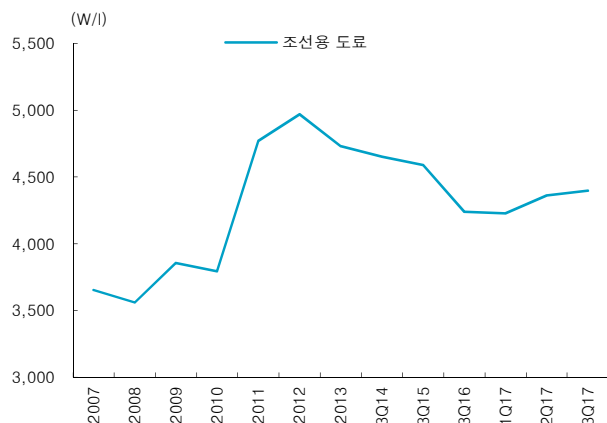
글로벌 컨테이너 박스 제작시장에서 중국 점유율 90%

글로벌 컨테이너 박스 제작시장에서 중국 업체들의 점유율은 90%로 압도적이고 컨테이너 박스 생산거점은 연해부에 위치한다. 중국 당국의 친환경 정책은 글로벌 컨테이너 박스 제조시장에 큰 영향을 미치고 있다. 컨테이너 도료 변경에 따라 제조사들은 생산라인 변경에 2개월이 소요됐고 글로벌 2위 컨테이너 박스 제조업체인 Singamas는 중국 내 10개 공장 중 6개를 생산 중지시켰다. 수성도료는 유성도료 대비 단가가 비싸 20ft 컨테이너 기준 도료 비용은 180~200달러 상승했다. **중국 내수업체들은 수성도료 생산능력이 미비해 KCC를 비롯한 한국업체에 수입을 의존하는 상황이다.** 한국에 OLED 수입을 의존하는 것과 마찬가지로.

KCC의 3분기 도료 턴어라운드는 중국 수성용 도료 수출 증가에 기인

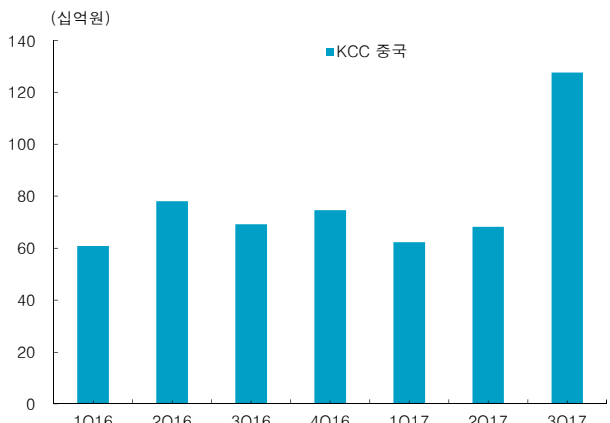
KCC의 3분기 도료 매출은 4,590억원으로 전년대비 22% 증가하는 서프라이즈였다. 도료 생산량 증가율은 역대 최대 수준을 기록했다. 조선용 도료가 바닥을 통과한데다, 컨테이너 규제로 중국 수출용 도료가 크게 늘어난 영향이다. **3분기에만 중국 도료 매출은 1,277억 원(상품 제외)으로 도료 매출의 29%를 차지했다.** 전년 3분기는 693억원이었기에 3분기 도료 매출 증분의 대부분은 여기서 발생한 것으로 추정된다. 중국 컨테이너 규제효과는 이제부터 본격 나타나는 만큼 조선용 도료 성장은 장기화될 전망이다.

[그림 52] KCC의 조선용 도료 ASP, 2017년 들어 상승세



자료: KCC, 한국투자증권

[그림 53] KCC의 중국 도료 제품 매출 추이



자료: KCC, 한국투자증권

**건축용 도료도 규제 강화**

국내 건축용 도료도 규제가 강화되고 있다. 2016년 12월 22일, 실내 공기질관리법 11조가 개정돼 오염물질을 방출하는 건축자재의 사용을 제한한다. 1) 다중이용시설 또는 공동주택 설치(기존 시설 또는 주택의 개보수 포함) 시 접착제, 페인트, 바닥재의 성능을 제한한다. 기존 대비 60% 이상 기준이 올라갔으며 2017년 1월부터 바로 시행됐다.

**<표 17> 건축자재의 오염물질 방출 기준**

(단위: mg/m<sup>3</sup>.h, 실란트는 mg/m.h)

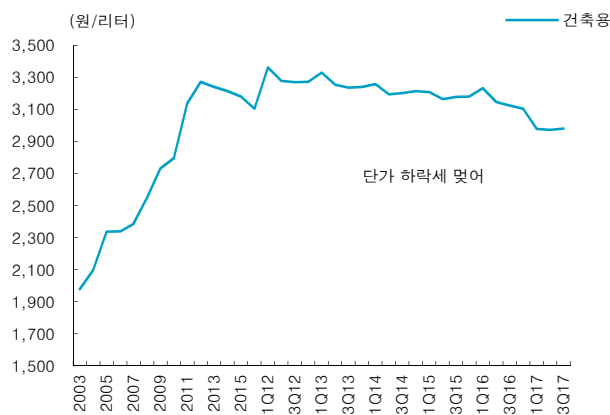
오염물질 종류	폼알데히드		톨루엔	총휘발성유기화합물
	2016/12/31 까지	2017/1/1 부터		
1. 접착제	0.05 이하	0.02 이하	0.08 이하	2.0 이하
2. 페인트	0.05 이하	0.02 이하	0.08 이하	2.5 이하
3. 실란트	0.05 이하	0.02 이하	0.08 이하	1.5 이하
4. 퍼티	0.05 이하	0.02 이하	0.08 이하	20.0 이하
5. 벽지	0.05 이하	0.02 이하	0.08 이하	4.0 이하
6. 바닥재	0.05 이하	0.02 이하	0.08 이하	4.0 이하

자료: 국토교통부, 환경부

**오염물질 방출기준은 기존 대비 60% 강화**

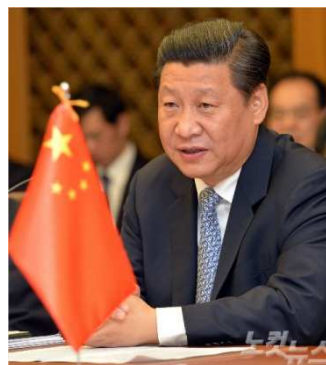
또한 주택법 65조 ‘건강 친화형 주택 건설기준’ 역시 2016년 12월에 개정됐는데 오염물질이 적게 방출되는 건축자재를 사용을 의무화한다. 평가대상물질은 총휘발성유기화합물(TVOC)와 폼알데히드(HCHO)이다. 이는 1년의 계도기간을 거쳐 2018년 1월부터 바로 시행된다. KCC, 삼화페인트 등 상위사의 건축용 단가가 2017년 들어 반등하는 이유다.

**[그림 54] 삼화페인트의 건축용 페인트 단가**



자료: 삼화페인트, 한국투자증권

**[그림 55] 시진핑, 질적 성장을 위한 3대 과제 중 하나로 ‘아름다운 중국’(美麗中國) 강조**



자료: 외신기사

## IV. 단열재/유리

### 1. 단열재: 조선업 턴어라운드

#### 단열재 시장 규모 1.4 조원

한국의 단열재 시장은 총 1.4조원 규모로, 제품별 믹스의 변화로 꾸준한 성장이 지속 중이다. 단열재 시장 내 5,210억원 규모인 EPS(스티로폼류)가 퇴출되고 있기 때문이다. 가장 빠르게 이를 대체하는 것은 XPS(아이소핑크)지만 난연 규제에 완전히 부합하기 어려워 무기질단열재와 복합단열재가 함께 성장하고 있다.

#### 난연 규제로 무기질단열재 성장

정부는 2015년 건축물 시행령을 개정해 1) 6층 이상 건물은 준불연 이상, 2) 거주인원이 많거나 노약자 사용 시 난연성 자재 의무화(기존에는 30층 이상 건물, 바닥면적 600㎡ 중형창고에만 적용) 등 단열재 규제를 대폭 강화했다. 또한 2017년 6월부터는 ‘에너지소비총량제’(3,000㎡이상 업무시설은 인허가시 에너지 기준을 통과해야 함)가 유예기간을 거쳐 전면 시행됐다. 이 규제에서 가장 타격이 큰 분야는 EPS(스티로폼 단열재)다.

〈표 18〉 국내 단열재 시장 규모

(단위: 십억원)

분류	단열재 종류	규모	구성비
무기질단열재	글라스울	240	17.3%
	미네랄울	70	5.0%
	세라믹화이버	27	1.9%
	기타	32	2.3%
	무기계 소계	369	26.5%
유기질단열재	EPS	521	37.5%
	XPS(아이소핑크)	90	6.5%
	폴리우레탄(PIR/PUR)	300	21.6%
	PF 보드	60	4.3%
	유기계 소계	971	69.8%
복합단열재	열반사단열재	5	0.4%
	진공단열재	46	3.3%
	복합계 소계	51	3.7%
총계		1,391	100.0%

자료: 한국석유화학공업협회, 한국투자증권

#### 글라스울과 PF 보드 성장성 높아

현재 성장성이 높은 단열재는 글라스울과 PF(페놀폼)보드다. 글라스울의 원료는 파유리로 불연재이며 건물의 단열과 방화문 등 내화구조의 심재로 사용된다. 점유율은 KCC가 57%, 벽산 25%, 한국유리 자회사인 한국하니소가 18%다. 동일본 지진이 발생한 2011년 이후, 국내외 난연 규제가 강화되기 시작해 구조적 성장을 누리고 있다. 지난 7년간 글라스울의 성장률은 4%대로 추정되며 가격도 3%씩 꾸준히 상승세다. 2017년 초 KCC는 5만톤에서 8만톤으로 60% 증설을 완료하며 점유율은 기존 45%에서 57%로 상승했다. 벽산은 2018년 중반 증설이 완료될 예정이다. 이 경우 시장의 capacity는 42% 커지겠지만 추세적인 규제 강화 감안 시 여전히 수급은 양호할 것이다.

〈표 19〉 국내 글라스울 시장 구조

(단위: 톤, 십억원)

	~2016			2017			2018		
	글라스울	금액	점유율	글라스울	금액	점유율	글라스울	금액	점유율
벽산	35,000	60	31.8%	35,000	60	25.0%	52,000	89	33.1%
한국하니소	25,000	43	22.7%	25,000	43	17.9%	25,000	43	15.9%
KCC	50,000	86	45.5%	80,000	137	57.1%	80,000	137	51.0%
합계	110,000	189		140,000	240		157,000	269	

자료: 각사, 한국투자증권

**선박에 투입되는 미네랄을, 2018년 하반기부터 개선**

미네랄은 선박과 플랜트에 사용된다. 과거 글라스울보다 수익성이 좋았지만 2016년부터 건조물량 급감과 국내 발전플랜트 완공으로 20%를 상회했던 영업이익률은 10%대로 주저앉은 상황이다. 도료와 마찬가지로 2018년 하반기부터는 건조량 증가로 조선용 미네랄은 회복이 예상된다.

**가스선에 단열재 사용량 많아**

특히 LNG선과 LPG선 등 gas carrier에 단열재 사용량이 많다. LNG선은 LNG를 보관하는 화물창에 -163도의 LNG를 적재해야 하므로 저온상태를 유지하지 못하면 화물창 내 LNG가 증발한다. 따라서 LNG선 화물창 주변을 특수목재, 펄라이트, 폴리우레탄폼, 글라스울 등으로 단열하고 가스 기화율을 낮추는 보냉기술이 핵심이다. 화물창은 방벽과 보온층 소재에 따라 두 가지로 구분된다.

1) Mark 3~5 타입: 삼성중공업이 채택한 방식으로 스테인리스강, Triplex(알루미늄 금박에 유리섬유 접착)이 1,2차 방벽이며 보온층에 강화 폴리우레탄이 사용된다. 2) NO96 타입: 대우조선이 채택한 방식으로 니켈합금이 방벽 역할을 하고 보온층은 펄라이트(화산재), 글라스울 등으로 특수 제작한다. 최근 자체개발한 ME-GI타입 엔진을 사용한 NO96에서 NO96 L3타입으로 개량됐다. 초기 NO96 타입에서 펄라이트를 사용했다면 이후에는 글라스울과 R-PUF(유리섬유강화 폴리우레탄폼)을 사용함으로써 기화율을 낮췄다. 글라스울을 생산하는 KCC와 벽산에게 긍정적 요인이다.

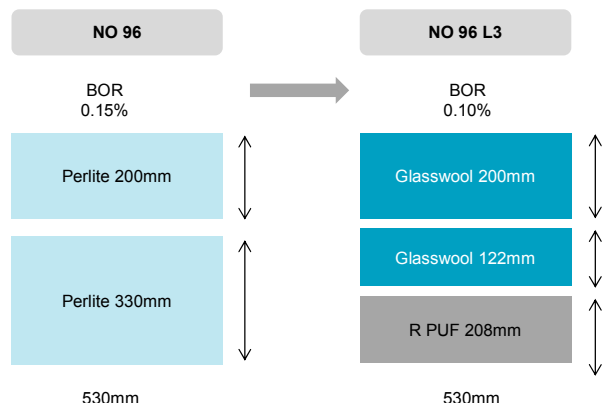
**대우조선해양, 시리즈 LNG 선 2017~2020년 순차적 인도**

대우조선해양은 2014년 37척의 LNG선 수주를 하며 2017년 하반기부터 2020년까지 순차적 인도가 시작돼 글라스울의 호황이 지속될 전망이다. Yamal LNG선 11척을 제외하고는 모두 글라스울이 사용되기 때문이다. 대우조선해양의 LNG선 매출은 2017년 4.6조원으로 33% 증가하고 2018년은 7% 증가할 전망이다.

**2017년 4분기부터 글로벌 LNG 선 발주 회복 예상**

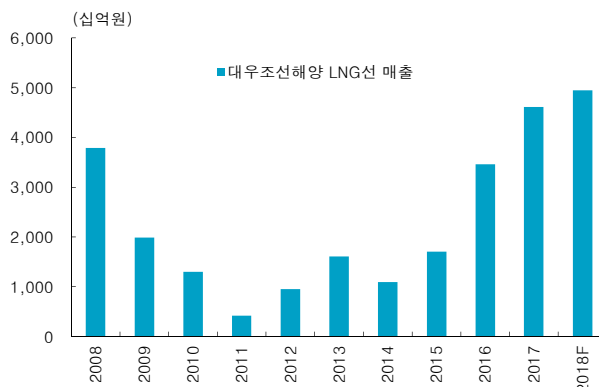
2017년 글로벌 LNG발주는 현재까지 13척에 불과하지만 남은 4분기 약 10척의 발주가 예상되고 2018년부터 연평균 27척의 발주가 예상된다. 유가하락으로 정체됐던 가스개발이 재개되고 신규 LNG플랜트 가동이 속도를 내기 시작하며 2020년까지 약 1억톤의 LNG 플랜트 신규 가동이 예상되기 때문이다.

[그림 56] 대우조선해양의 NO 96 L3 타입



자료: 대우조선해양, 한국투자증권

[그림 57] 대우조선해양의 LNG선 매출



자료: 대우조선해양, 한국투자증권

**무기질단열재, 건물 투입에는 단열성능이 낮아 장애**

무기질단열재는 가벼우면서도 화재에 강한 단열재를 요구하는 선박/플랜트에 선호되지만 건축물에 투입하기에는 단열성능이 낮다는 단점이 있다. 불연재에 가깝고 단열성능도 충족하면서도 두께를 최소화한 PF보드 등 고성능 무기질 단열재의 성장이 최근 가파르다.

**KCC, 벽산, LG하우시스 등이 주요 player**

단열재 시장의 주요 player는 고기능 단열재를 생산하는 KCC, 벽산, LG하우시스 등이다. KCC의 단열재 매출은 약 2천억원(글라스울, 미네랄울, 세라크울), 벽산은 1,300억원(글라스울 600억원, 미네랄울 200억원, 아이소핑크 500억원 등), LG하우시스는 PF보드 540억원 등이다.

**LG하우시스, 국내 최초의 PF보드 생산으로 단열재 시장 진출**

2016년, LG하우시스는 일본 아사히유기공업과 합작해 국내 최초로 PF보드 양산을 시작했다. 첫째 매출은 340억원, 2017년 540억원으로 예상된다. 광명 이케아 매장과 위례 신도시에 이어 2017년 마곡의 LG하우시스 사옥에 투입 중이다. 현재 2호라인 증설 중이라 2018년 2월부터는 연매출 1천억원 규모의 PF보드가 가동된다. 무기질단열재나 PF보드 모두 영업이익률은 두 자릿수로 수익성이 높다.

〈표 20〉 단열재 종류별 특징

(단위: w/mk, mm)

종류	열전도율	두께	불연성	연소 시 유해가스
PF보드	0.019	50	준불연성	없음
폴리우레탄	0.023	60	자기소화성	유해가스
압축스티로폼	0.027	70	자기소화성	유해가스
스티로폼	0.036	100	자기소화성	유해가스
글라스울	0.036	10	불연성	없음

주: 열전도율과 열관류율은 낮을수록 단열능력이 좋음  
 자료: 한국석유화학공업협회

〈표 21〉 국내 단열재 제조업체 현황

단열재명 업체명	무기질 단열재					유기질 단열재				
	글라스울	미네랄울	세라믹	실리카	필라이트	발포폴리스티렌	발포폴리우레탄	아이소핑크	플리에틸렌	페놀폼
KCC	●	●	●	●						
벽산	●	●						●		
LG하우시스										●
한국유리(한국하니소)	●									
가람			●							
삼손					●					
서울프리						●				
한미산업							●			
서울라이								●		
세경산업								●		
영보화학									●	

자료: 한국석유화학공업협회, 한국투자증권

## 2. 유리: 고기능 유리 시장 성장

유리 시장 규모는 10 조원,

한국의 유리 시장은 약 10조원 규모로 건자재 업체들이 주로 진출한 시장은 판유리, 차량용 유리, 복층절연유리(코팅유리) 등 총 5조원 규모다.

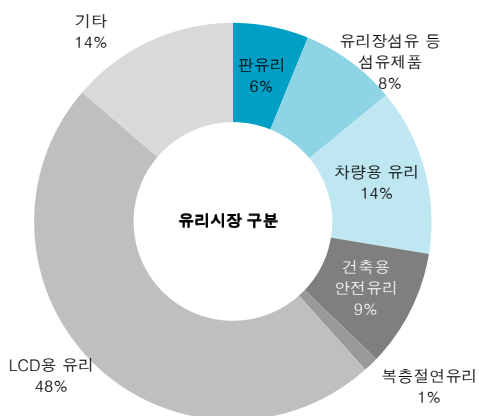
판유리 시장은 KCC와 한국유리가 양분

국내 유리시장은 KCC와 한국유리 2개사가 판유리를 생산하고 이를 가공해 자동차 유리를 생산하는 코리아오토글라스, 한국세큐리트, 1천여개의 중소기업 등에 판매되고 있다. KCC는 업계 최대의 생산능력을 보유했을 뿐 아니라, 차량용 안전유리와 건축용 유리 등 다양한 수요처에 고정거래선을 확보하고 있다. KCC는 2015년과 2017년, 30%씩 증설을 완료한 데 이어 2018년 1분기 광폭유리와 로이유리 공장 증설을 추가로 완료할 계획이다. 이번 증설이 완료되면 기존 대비 용량이 30% 늘어난다.

로이유리 생산업체는 한국유리, KCC, LG 하우스시스

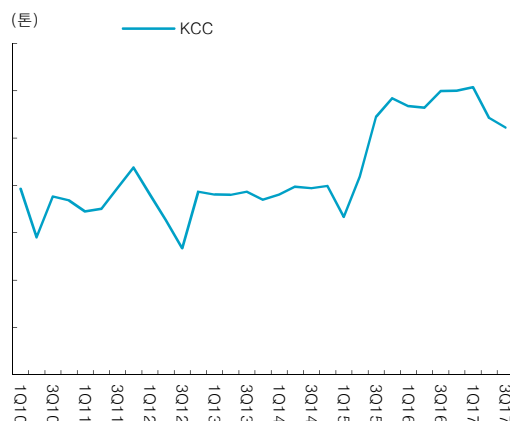
KCC는 5개 생산라인을, 한국유리는 4개 라인을 보유하고 있으나 한국유리는 2013년 불황으로 2개 라인만 가동하기 시작했다. 대신 한국유리는 2015년 대규모 코팅유리(로이유리) 공장을 준공해 가동 중이다. 2개사 생산량만 감안해도 한국은 중국, 미국, 독일, 일본 등에 이어 세계 6위다. KCC와 한국유리의 판유리 시장 점유율은 7:3이며 로이유리는 한국유리, KCC, LG하우스시스가 생산하고 있다.

[그림 58] 유리시장 구분: 총 10조원 규모



자료: 통계청, 한국투자증권

[그림 59] KCC의 유리 생산량 추이



자료: KCC, 한국투자증권

<표 22> 업체별 판유리 생산 용량

(단위: 톤)

업체	용량	비고
KCC	1,130,543	2015년 2분기 30% 증설, 2017년 2분기 30% 증설, 2018년 30% 추가 증설 완료
한국유리	861,400	5개 라인 중 2개 라인만 가동 중

자료: 각사, 한국투자증권

KCC, 광폭유리 신설에 나서

KCC가 투자에 나선 광폭유리는 초대형 사이즈의 유리로 단열성능 향상에 유리하다. 최근 상업용 건물의 커튼월 공법(유리로 된 비내력 칸막이벽)을 이용해 건물 외피재로 콘크리트가 아닌, 광폭유리를 사용하는 추세라 수요가 증가하고 있다. 에너지소비 효율이 높을 뿐 아니라, 커튼 등 인테리어를 추가하지 않아도 돼 유지비가 적다. ‘제2롯데월드’등 초고층 건물에 일본 ‘Lixil’ 제품이 투입된 바 있다. 2018년 상반기 착공할 GBC 프로젝트에도 KCC 제품이 투입될 가능성이 높는데, 이번 유리공장 투자로 KCC는 국내 유일의 광폭유리 메이커가 되기 때문이다. GBC 프로젝트에 투입될 시기는 2019년 이후로 추정된다.

**유리시장 호황, 주택분양 증가 효과와 에너지소비총량제 시행 효과**

현재 유리시장은 호황이다. 2015년부터 시작된 주택 분양 증가로 2018년까지 호조가 이어질 것이다. 게다가 6월 20일, 에너지 소비총량제를 전면 시행하며 고기능 유리 사용량이 늘고 있다. 2015년 국내 건축물 면적 5.8억㎡ 총량제 대상 건물은 1.2억㎡였다. 에너지 소비총량제의 시행비율은 21%에서 2025년 61%, 2030년 81%까지 확대된다. 이에 따라 고기능 창호와 단열재 시장은 2020년까지 연평균 15.3% 성장할 전망이다. 고기능 창호의 대표 품목인 로이유리 코팅공장은 LG하우시스, 한국유리, KCC가 보유하고 있다.

〈표 23〉 로이유리 capacity

(단위: 만㎡/년)

	가동시기	용량	비고
한국유리	2008	1,000	2015년, 기존 250만㎡에서 증설
KCC	2008	500	2015년, 기존 150만㎡에서 증설, 2018년 100% 증설 예정
LG 하우시스	2012	1,000	2016년 로이유리 합작법인 '인터페인 하우시스' 흡수합병

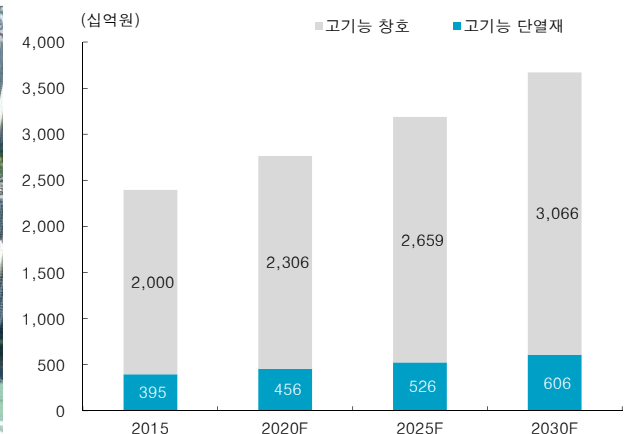
자료: 각사, 한국투자증권

[그림 60] 제2 롯데월드 타워의 커튼월 유리창



자료: 롯데월드, 한국투자증권

[그림 61] 에너지소비 총량제 시행에 따른 고기능 단열재와 창호 시장

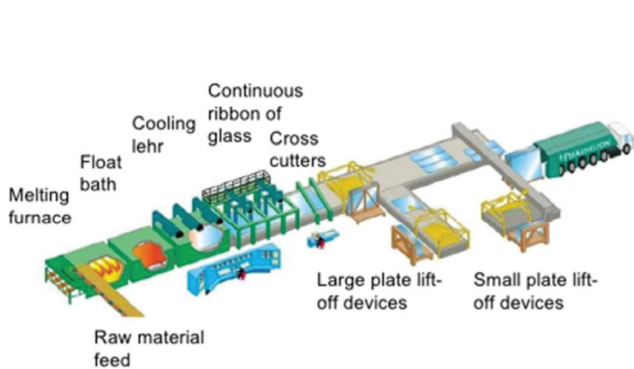


자료: 국토교통부, KCC, 한글라스, 한국투자증권

**판유리의 주요 원재료는 병커C유**

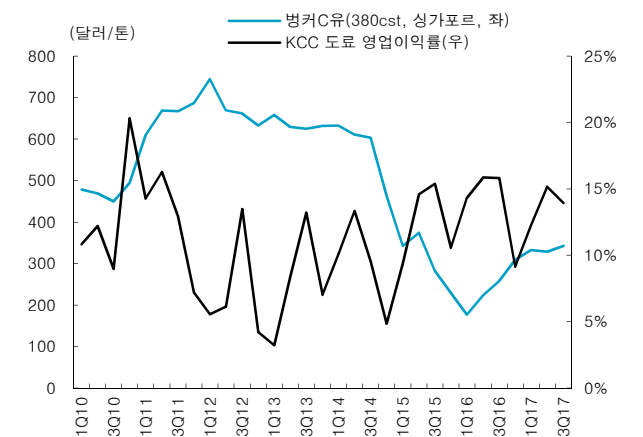
판유리 제조는 1,600도 고온의 용융공정을 거쳐 제조되므로 주요 원재료는 병커C유다. 원자재 가격 상승이 부담으로 작용할 수 있으나 KCC는 이를 상쇄할 수 있는 고부가가치 제품 생산량을 늘림으로써 원활한 가격 전가를 하고 있다. 실제 병커C유와 KCC의 수익성은 큰 관계가 없었다.

[그림 62] 유리 용융 공정



자료: 한국투자증권

[그림 63] 병커C유 가격과 KCC 건자재 영업이익률



자료: Datastream, KCC, 한국투자증권

■ 용어해설

- 포틀랜드 시멘트: 1824년 Joseph Aspdin이 특허를 딴 시멘트로 대표적인 수경성 시멘트. 주성분은 석회를 포함하는 연료를 적당한 비율로 섞고 일부가 용융하기까지 소성한 클링커에 석고를 가해 분쇄해 분말화
- 슬래그시멘트: 철광석을 정제하고 남은 물질(slag)를 시멘트와 1:1 비율로 섞은 제품. 레미콘 원료로 사용되며 가격이 일반 시멘트 대비 10% 저렴해 시멘트를 대체할 수 있는 소재로 각광받고 있음
- 로이유리(low-E glass): 유리표면에 금속을 얇게 코팅한 것으로 열의 이동을 최소화 시켜주는 에너지 절약형 유리, 저방사유리라고도 함. 특성상 단판으로 사용하기보다 복층으로 가공하며 코팅면이 내판 유리의 바깥으로 오도록 만들

## 종목분석

아세아시멘트(183190).....	38
KCC(002380).....	44
벽산(007210).....	49

## 아세아시멘트(183190)

매수(유지) / TP: 190,000원(상향)

주가(11/20, 원)	115,500
시가총액(십억원)	381
발행주식수(백만)	3
52 주 최고/최저가(원)	118,000/70,400
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	1,389
유동주식비율(%)	38.7
외국인지분율(%)	11.0
주요주주(%)	아세아 외 11인

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	448	58	44	13,294	12.5	75	7.5	3.0	0.5	7.2	1.5
2016A	456	57	41	12,544	(5.6)	76	5.8	1.5	0.4	6.4	2.1
2017F	477	63	48	14,446	15.2	83	8.0	3.0	0.5	7.0	1.3
2018F	989	112	72	21,866	51.4	140	5.3	5.0	0.5	9.8	1.3
2019F	989	111	73	22,138	1.2	149	5.2	4.1	0.5	9.1	1.3

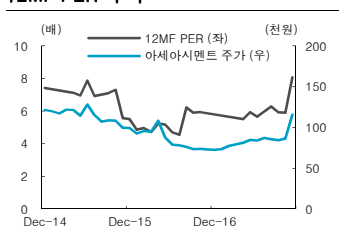
주: 순이익은 지분법적용 순이익, 2018년부터 한라시멘트 손익 연결기준으로 인식 가짐

### 만년 풀져가 Big 3로

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	32.0	38.8	53.6
상대주가(%p)	30.5	28.4	25.6

#### 12MF PER 추이



**한라시멘트를 폼다:** 시멘트 업계 마지막 매물이던 한라시멘트를 아세아시멘트가 인수하게 됐다. 언론에 아세아시멘트는 한라시멘트의 차입금 4천억원을 제외한 인수가격 3,800억원을 제시한 것으로 보도돼 만약 기사가 사실이라면 총 7,800억원을 주고 인수하게 된다. 지난 2월 한일시멘트가 인수한 현대시멘트 지분 84.6%의 가격은 6,100억원으로 100% 지분 환산 시 7,210억원에 인수한 셈이다. 현대시멘트의 점유율은 10%, 용량 750만톤이며 한라시멘트의 점유율은 11%, 825만톤임을 감안하면 아세아시멘트의 인수는 적절한 것으로 판단된다. 게다가 한라시멘트는 희소성 있는 해안사라는 점, 업계 마지막 매물이라는 점에서 프리미엄이 있다.

〈표 24〉 2015년부터 시멘트 인수전 결과

(단위: 십억원)

	점유율	매각 지분율	매각가	100% 지분 가정 시	최대주주
쌍용양회	20%	46.1%	884	1,918	한앤컴퍼니
삼표시멘트	13%	55.0%	794	1,444	삼표그룹
현대시멘트	10%	84.6%	610	721	LK 파트너스+한일시멘트
한라시멘트(예상)	11%	100.0%	780	780	아세아시멘트 우선협상자

자료: 각사, 한국투자증권

**인수로 매출은 2배 늘고 해안사와 시너지로 최고의 달:** 한라시멘트의 매출은 2016년 기준 4,710억원, 영업이익 630억원으로 아세아시멘트의 전사 실적과 유사하다. 아세아시멘트는 점유율 7%지만 자신보다 큰 점유율 11%의 한라시멘트를 인수함에 따라 2018년 매출은 2.1배 증가할 전망이다. 한라시멘트의 매출은 포틀랜드 시멘트가 69%, 슬래그시멘트가 28%, 기타 4%로 구성돼 있다. 슬래그시멘트의 수익성이 비교적 높고, 해안사의 강점으로 영업이익률은 2016년 13.4%로 아세아시멘트의 10.8%보다 2.6%p 이상 높다. 이는 위축된 시장 환경 속에서도 아세아시멘트의 차별적 성장을 가능케 하는 요소다.

〈표 25〉 시멘트사의 가동률

(단위: 천톤)

양회사	Capacity	실질 가동률	명목 가동률
성신	12,672	81.0%	56.7%
쌍용	11,019	93.7%	58.8%
삼표	10,478	89.8%	61.7%
한일	8,353	88.0%	88.7%
한라	8,250	87.9%	60.0%
현대	7,500	86.5%	58.3%
아세아	4,500	98.7%	59.5%

자료: 각사, 한국투자증권

이경자  
kyungja.lee@truefriend.com

허나라  
narae.heo@truefriend.com

**시장지배력 확보:** 아세아시멘트의 용량은 450만톤으로 7개사 중 가장 작아 한계가 있었다. 그러나 한라를 등에 업고 점유율 18%로 Big 3 멤버가 되었다. 그간 시멘트 시장 내 가격결정력이 약했다면 가격 헤게모니를 쥌 수 있는 파워를 지니게 된 셈이다.

인수효과를 감안해 목표주가를 190,000원으로 56% 상향한다. 1) 2018년 매출과 영업이익이 기존 대비 107%, 76% 늘어나며 업계 3위의 외형이 됐다. 아세아시멘트의 순현금이 1,200억원이 달했기에 인수로 인한 차입금 증가(연결 기준 3,600억원)나 연 150억원의 금융비용 증가효과보다 영업력 확대가 훨씬 이득이다. 2) 해안사이면서 효율성 좋은 한라시멘트를 인수함으로써 ROE는 기존의 7%에서 9%로 상향될 전망이다. 이에 따라 목표 PBR을 0.6배에서 0.8배로 상향했다. 향후 시장지배력 강화 외에도, 당장 나타난 ROE의 변화만으로도 주가는 상승여력이 높다.

3분기 시멘트 출하량은 평년대비 길었던 장마일수로 전년대비 8.7% 감소했으나 시멘트사업부 매출은 7.8% 증가했다. 시멘트 가격 안정화와 6월부터 몰탈가격 인상효과로 수익구조가 좋아졌기 때문이다. 별도매출의 30%를 차지하는 레미콘 생산량은 7.8% 증가하며 견조한 성장세다. 10월 중순부터 3분기의 부진을 만회하며 생산량이 늘고 있어 4분기 매출은 5.3%, 영업이익은 39.5% 증가하며 회복이 예상된다.

한라시멘트 인수로 시멘트 매출 비중이 커져 2018년 기준 시멘트 단가 1% 회복 시, 영업이익은 7.3% 증가한다. 우리는 2018년 손익 추정에 출하량은 3% 하락, 시멘트 단가 1% 회복, 몰탈 평균단가는 전년대비 5% 상승을 가정했다.

〈표 26〉 아세아시멘트 손익 추정 변경(합병 효과 반영)

(단위: 십억원)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	변경률	변경전	변경후	변경률
매출	481	989	105.6%	486	989	103.4%
영업이익	65	112	71.7%	68	111	63.9%
영업이익률	13.5%	11.3%	-2.2%p	14.0%	11.3%	-2.7%p
순이익	49	72	47.0%	51	73	43.0%

자료: 한국투자증권

〈표 27〉 아세아시멘트 손익 추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2016	2017F	2018F	2019F
매출	87.4	128.2	117.5	122.6	92.5	134.2	121.2	129.1	455.7	477.0	989.0	988.5
YoY	3.0%	-0.8%	0.6%	4.5%	5.8%	4.6%	3.2%	5.3%	1.7%	4.7%	107.3%	-0.1%
별도 매출	82.4	120.3	106.3	115.8	89.2	128.6	115.8	122.5	424.9	456.0	459.8	459.5
시멘트/몰탈	56.2	85.2	72.4	82.3	58.0	89.6	78.8	85.4	296.0	311.8	316.3	316.2
레미콘	24.9	33.5	31.2	32.7	30.2	37.7	33.3	36.0	122.3	137.2	136.3	136.3
아세아산업개발	3.8	5.4	5.0	5.4	3.3	4.1	5.2	5.4	19.7	18.0	18.0	18.0
한라시멘트*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	503.3	505.0
원가율	89.7%	71.1%	69.6%	75.1%	87.5%	71.2%	72.1%	72.8%	75.3%	75.0%	78.0%	78.0%
판관비	12.6	13.6	14.0	15.3	12.6	14.6	14.8	14.0	55.4	56.0	106.0	106.0
판관비율	14.4%	10.6%	11.9%	12.5%	13.6%	10.9%	12.2%	10.8%	12.2%	11.7%	10.7%	10.7%
영업이익	(3.5)	23.6	21.8	15.2	(1.1)	24.1	19.0	21.2	57.0	63.3	111.6	111.5
YoY	nm	-5.6%	-4.4%	22.2%	nm	2.3%	-12.6%	39.5%	-1.8%	11.0%	76.4%	-0.1%
영업이익률	-4.0%	18.4%	18.5%	12.4%	-1.1%	18.0%	15.7%	16.4%	12.5%	13.3%	11.3%	11.3%
별도 영업이익	(4.8)	20.1	14.8	15.3	(0.7)	22.4	17.9	15.6	45.5	55.2	54.7	54.7
시멘트사업	(4.5)	21.2	15.7	15.8	(0.7)	23.1	14.9	19.0	48.2	56.3	59.3	56.7
기타/연결조정	0.9	2.3	8.2	(3.6)	(0.3)	1.0	3.0	3.3	8.0	7.0	7.0	7.0
한라시멘트											45.3	47.8
영업외손익	(0.1)	(0.2)	(0.0)	(2.4)	0.5	(2.9)	0.5	1.6	(2.8)	(0.3)	(16.3)	(15.0)
세전이익	(3.6)	23.3	21.8	12.7	-0.6	21.3	19.5	22.7	54.2	63.0	95.3	96.5
지배주주순이익	(2.0)	17.8	16.1	9.4	0.1	16.2	14.9	16.5	41.3	47.6	72.0	72.9

주: 2018년부터 한라시멘트 손익 연결기준으로 인식 가정  
 자료: 한국투자증권

**마지막 매물이던 한라시멘트:** 한라시멘트는 외환위기 당시 부도로 글로벌 1위 시멘트 그룹인 라파즈홀심에게 인수되며 ‘라파즈한라’가 되었다. 점유율은 11%의 해안사로 매출의 69%는 포틀랜드시멘트, 28%는 슬래그시멘트, 4% 기타로 구성된다.

한라시멘트의 2016년 매출은 4,710억원으로 시멘트 매출이 2,960억원인 아세아시멘트 대비 59% 크고 영업이익은 630억원으로, 아세아시멘트의 시멘트 사업 영업이익 대비 31% 많다. 영업이익률은 13.3%로 아세아시멘트와 유사하며 업계 상위 수준이다. 한라시멘트 자체는 차입금이 없었기에 영업외손익은 큰 변화가 없다. 그러나 2016년, 290억원의 채무 면제이익이 영업외로 반영되며 순이익은 전년대비 55% 증가했다. 향후 시황의 큰 변화가 없다면 한라시멘트의 매출은 4,800억원대, 영업이익은 600억원대, 순이익 450억원대를 유지할 전망이다.

〈표 28〉 한라시멘트 실적과 재무상태 요약

(단위: 십억원)

항목	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
자산총계	469	477	484	424	507	501	532	586	592	640	626
현금및현금성자산	5	7	2	13	20	19	50	100	96	145	115
매출채권	76	91	88	67	68	74	63	75	72	75	69
재고자산	36	42	73	49	39	37	46	38	38	32	29
투자자산	4	5	5	7	6	8	7	8	9	8	9
유형자산	278	262	245	218	324	314	305	309	308	310	315
부채총계	136	155	172	125	148	172	175	191	178	185	160
단기차입금	6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
비유동부채	79	68	67	60	74	66	61	63	51	70	54
사채	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
장기차입금	36	19	23	19	15	10	6	4	2	2	2
자본총계	333	322	312	299	359	329	356	396	414	455	466
자본금	222	222	222	222	222	222	222	222	222	222	216
이익잉여금	112	101	91	78	63	34	64	102	129	170	181
매출액	343	335	364	394	345	376	403	420	445	466	471
원가율	89.2%	90.4%	93.1%	91.3%	94.8%	95.7%	82.7%	82.0%	82.9%	81.4%	77.4%
판매비와관리비	40	43	40	38	36	38	33	38	40	43	44
판매비율	11.7%	12.8%	11.0%	9.5%	10.5%	10.2%	8.2%	9.1%	8.9%	9.2%	9.2%
영업이익	(3)	(11)	(15)	(3)	(18)	(22)	37	37	36	44	63
세전이익	(5)	(14)	(10)	(17)	(10)	(27)	29	51	36	54	93
당기순이익	(3)	(11)	(10)	(14)	(15)	(29)	29	38	27	41	64

자료: 한라시멘트, 한국투자증권

2016년 3월, 홍콩계 PEF인 베어링PEA가 국내 글랜우드PE와 함께 SPC인 ‘라코’에 자금을 수혈한 뒤 인수주체로 내세우는 방식으로 한라시멘트를 인수했다. 글랜우드는 라코의 전환사채와 상환전환우선주를 2천억원씩 인수하는 형태로 4천억원을 투자했고 베어링은 1,800억원을 증자하는 방식으로 라코 보통주 98%를 취득했다. 추가로 인수금융 500억원을 조달해 라코는 총 6,300억원을 라파즈홀심에 지불하고 한라시멘트 경영권을 넘겨받았다.

라코는 2016년 말, 인수금융 차환(리파이낸싱)을 통해 대출 규모를 2,800억원으로 늘린 뒤 글랜우드가 보유한 CB를 전액 상환했다. 이어 2017년 5월에는 RCPS 상환으로 글랜우드가 완전 exit했다. 이 과정에서 베어링은 글랜우드가 보유한 RCPS 절반을 인수해 라코 보통주 98%과 우선주 100%를 보유한 단일 최대주주가 되었다.

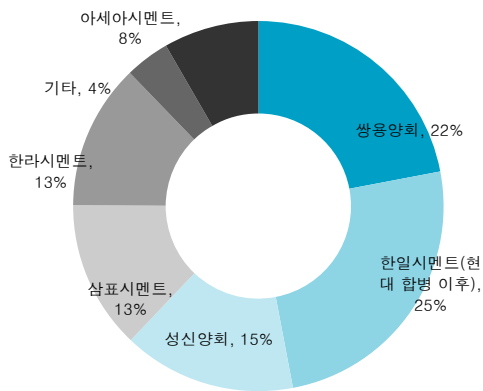
2017년 5월, 베어링은 한라시멘트와 지배기업 라코를 합병했다. 공동투자자던 글랜우드가 exit해 베어링이 라코의 단독 지배주주에 올라서, 배당이 필요 없는 지배구조 단순화 차원이다. 라코의 차입금 상환이나 금융비용 재원을 확보하기 위해 한라로부터 배당을 받

는 과정을 없애고 경영효율성을 높이기 위해서다. 이는 PEF가 수익 극대화를 위해 인수 자금 일부를 금융권에서 차입하는 레버리지 전략 구사 후, 인수주체와 투자기업을 합병해 합병법인의 현금창출을 통해 인수금융을 상환하는 방식으로 많이 쓰인다.

라코는 이후 2천억원의 차입금을 금융권에서 추가 조달한 뒤 배당을 통한 자본재조정(Recapitalization)을 진행했다. 이로써 라코의 순차입금 4,800억원이 한라시멘트로 이전됐다. 이 과정에서 투자자들의 우려는 아세아시멘트가 seller인 베어링이 제공한 매도자금용(stapled-financing)에 관련된 이자부담이었다. 그러나 아세아시멘트는 이 매도자금용의 금리가 좋지 않아 처음부터 이를 사용하지 않을 계획이었던 것으로 알려졌다. 아세아시멘트는 타 금융권을 통해 투자확약(LOC)을 받는 작업을 진행 중이며 현재 금융권의 수요가 매우 높아 아세아시멘트는 좋은 조건을 선택하게 될 것이다. 즉 **이자비용은 추가 하락의 여지가 높다.**

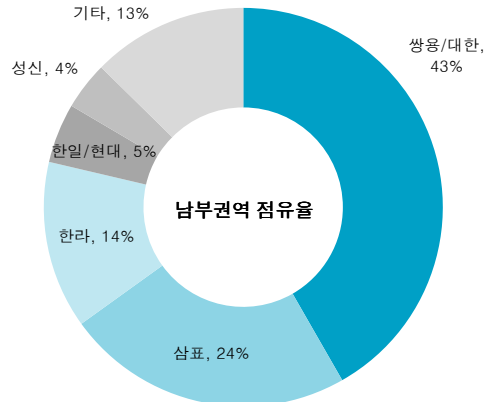
향후 리스크는 논란이 많은 한라시멘트의 옥계광산이다. 그간 시멘트 업계에서는 한라시멘트의 보유 광산의 수명을 문제시 해 왔다. 베어링 측은 연 800만톤의 석회석을 채굴하는 옥계광산의 채광 가능연수는 90년 이상으로 추정된다고 밝힌 상태다.

[그림 64] 시멘트 시장 점유율



주: 2017년 3분기 기준  
자료: 각사, 한국투자증권

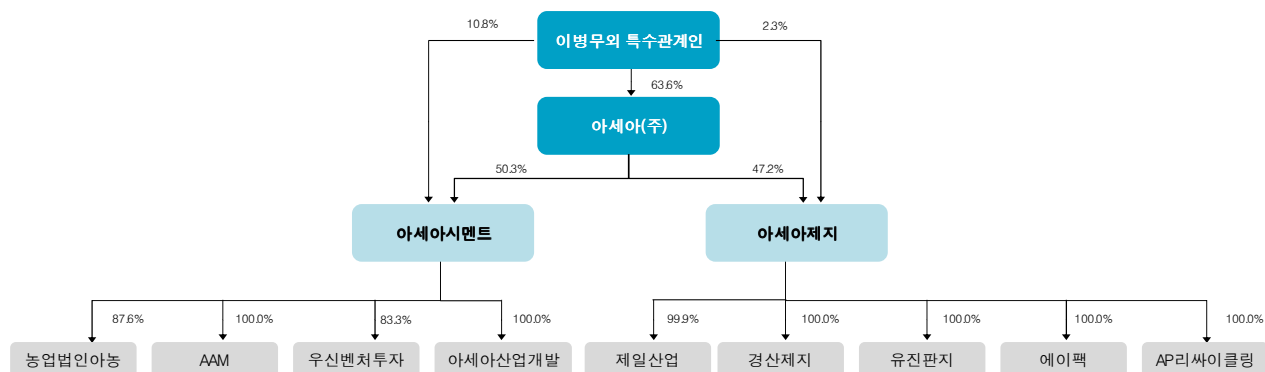
[그림 65] 남부권역 점유율 - 해안사가 유리



주: 2017년 3분기 기준  
자료: 각사, 한국투자증권

**우량 자회사 ‘아세아산업개발’:** 100% 지분을 보유한 연결자회사 ‘아세아산업개발’은 세종시에 보유한 자체 석산에서 골재와 레미콘을 생산한다. 최근 골재가격이 급등해 수익성에 차질을 빚는 타사와 달리 안정적으로 레미콘과 몰탈의 원료인 골재와 모래를 공급받는다. 부채비율도 15.3%로 매우 안정적이며 연 매출 200억원, 영업이익 20억원대를 유지하고 있다. 손익보다 아세아산업개발의 포인트는 세종시 자체석산 공장을 포함해 18만평에 달하는 부지다.

[그림 66] 아세아시멘트, 아세아지주 지배구조



주: 2017년 3분기 기준  
 자료: 아세아시멘트, 아세아, 한국투자증권

**기업개요**

1965년 제천공장 건설로 시멘트 사업을 시작해 2013년 인적분할을 통해 설립되어 시멘트, 레미콘, 몰탈 등을 생산. 시멘트 생산능력은 연간 500만톤. 연결대상 종속회사는 아세아산업개발, 우신벤처투자 등

## 건자재

### 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	274	296	321	465	465
현금성자산	71	80	83	79	79
매출채권및기타채권	123	125	131	277	277
재고자산	33	30	38	79	79
비유동자산	535	555	565	991	1,048
투자자산	52	48	50	104	161
유형자산	412	437	442	752	752
무형자산	47	48	50	87	87
자산총계	809	851	887	1,455	1,513
유동부채	78	91	83	147	232
매입채무및기타채무	62	79	72	148	148
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	2	2	2	2	2
비유동부채	105	94	96	534	438
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	7	5	5	395	305
부채총계	183	186	179	681	670
지배주주지분	622	660	703	770	838
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	506	506	506	506	506
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	79	120	163	230	298
비지배주주지분	4	5	5	5	5
자본총계	627	665	707	775	843

### 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	64	72	41	11	190
당기순이익	44	43	48	72	73
유형자산감가상각비	16	17	18	27	35
무형자산상각비	1	1	1	2	2
자산부채변동	5	18	(26)	(112)	80
기타	(2)	(7)	0	22	0
투자활동현금흐름	(25)	(57)	(32)	(401)	(95)
유형자산투자	(35)	(45)	(24)	(337)	(36)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	2	(13)	(2)	(54)	(58)
무형자산순증	(2)	0	(3)	(39)	(2)
기타	9	1	(3)	29	1
재무활동현금흐름	(20)	(7)	(5)	385	(95)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(15)	(2)	(0)	390	(90)
배당금지급	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	19	8	4	(4)	(0)

주: K-IFRS (연결) 기준, 2018년부터 한라시멘트 손익 연결기준으로 인식 가정

### 손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	448	456	477	989	989
매출원가	334	343	358	771	771
매출총이익	114	112	119	218	217
판매관리비	56	55	56	106	106
영업이익	58	57	63	112	111
금융수익	9	2	2	2	2
이자수익	2	2	2	2	2
금융비용	1	2	1	17	16
이자비용	0	0	0	16	15
기타영업외손익	(8)	(3)	(1)	(1)	(1)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	59	54	63	95	96
법인세비용	14	12	15	23	24
연결당기순이익	44	43	48	72	73
지배주주지분순이익	44	41	48	72	73
기타포괄이익	(2)	1	0	0	0
총포괄이익	43	43	48	72	73
지배주주지분포괄이익	41	43	48	72	73
EBITDA	75	76	83	140	149

### 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	13,294	12,544	14,446	21,866	22,138
BPS	188,862	200,353	213,293	233,651	254,281
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
성장성(% , YoY)					
매출증가율	5.6	1.7	4.7	107.3	(0.1)
영업이익증가율	5.8	(1.8)	11.0	76.4	(0.1)
순이익증가율	12.5	(5.6)	15.2	51.4	1.2
EPS 증가율	12.5	(5.6)	15.2	51.4	1.2
EBITDA 증가율	3.5	0.6	9.3	70.1	5.9
수익성(%)					
영업이익률	12.9	12.5	13.3	11.3	11.3
순이익률	9.8	9.1	10.0	7.3	7.4
EBITDA Margin	16.8	16.6	17.3	14.2	15.1
ROA	5.5	5.1	5.5	6.2	4.9
ROE	7.2	6.4	7.0	9.8	9.1
배당수익률	1.5	2.1	1.3	1.3	1.3
배당성향	11.3	12.0	10.4	6.9	6.8
안정성					
순차입금(십억원)	(105)	(129)	(135)	308	218
차입금/자본총계비율(%)	1.5	1.1	1.0	51.3	36.5
Valuation(X)					
PER	7.5	5.8	8.0	5.3	5.2
PBR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.0	1.5	3.0	5.0	4.1

# KCC(002380)

매수(유지) / TP: 510,000원(유지)

주가(11/20, 원)	387,000
시가총액(십억원)	4,085
발행주식수(백만)	11
52 주 최고/최저가(원)	442,500/318,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	10,262
유동주식비율(%)	54.4
외국인지분율(%)	20.1
주요주주(%)	정몽진 외 10 인 38.8
	국민연금 12.6

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2015A	3,414	309	184	18,730	(43.7)	473	22.3	10.2	0.7	3.0	2.2
2016A	3,490	327	152	15,491	(17.3)	530	23.2	8.5	0.6	2.6	2.5
2017F	3,887	326	202	20,541	32.6	498	18.8	9.0	0.6	3.3	2.3
2018F	4,107	358	242	24,612	19.8	530	15.7	8.2	0.6	3.8	2.3
2019F	4,213	415	284	28,915	17.5	588	13.4	7.1	0.6	4.3	2.3

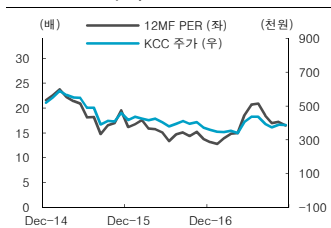
주: 순이익은 지분법적용 순이익

## 넘볼 수 없는 기초건자재 1 등

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.8)	8.4	(0.6)
상대주가(%p)	(2.3)	(2.0)	(28.7)

### 12MF PER 추이



**업계 1위의 생산능력, 독과점적 시장 지위:** 2014년부터 KCC는 매년 3천억원의 capex를 집행해 왔다. 2015년 판유리 공장 증설(30%), 2016년 판유리 추가 증설(30%), 2017년 3월 글라스울 증설 완료(60%), 7월 석고보드 증설(40%) 완료 등이다. 충분한 유동성에 기반, 선제적이고 적절한 투자로 각 제품 사이클을 가장 크게 누릴 수 있었다. 석고보드 2호 라인 가동으로 3분기 400억원의 매출 증대 효과가 나타났다.

나아가 2018년 1월 광폭유리 신규공장 가동이 예정돼 있다. 광폭유리는 초고층 건물에 주로 쓰이는 특수유리로, KCC는 국내 유일의 광폭유리 메이커가 된다. ‘제2롯데월드 타워’ 시공 당시, 국내 메이커가 없어 일본 Lixil이 납품한 바 있다. 이번 투자는 2018년 중반 착공할 삼성동 GBC센터 등 도심의 대규모 상업용 건물 신축에 대비한 것으로 판단된다.

**최대 불안요인이던 조선용 도료 터닝:** 2015~2016년 KCC의 실적은 매분기 서프라이즈였지만 밸류에이션은 늘 할인이었고 실적호조를 반영하지 못했다. 무거운 투자자산 가치 때문이라고는 하지만, 현대중공업의 주가 상승도 반영하지 못했는데 20년만의 최악이던 조선업 불황의 리스크가 잔존했기 때문이다. 실제 2016년 4분기부터 조선용 위주로 도료 수익성은 급락하기 시작했고 2017년 2분기까지 이어졌다.

그러나 2017년 들어 KCC는 단가인상에 나섰고 이 효과는 3분기 본격 나타나기 시작했다. 2분기 도료 영업이익률은 최악을 기록했는데 원자재인 BTX 가격 급등, ASP 인상이 아직 적용되지 않은 일시적 불균형때문이다. 3분기에는 BTX 가격도 안정되고 인상 가격이 적용되기 시작하며 도료 영업이익률은 전년 3분기와 유사한 8.3%를 기록하며 회복됐다. 성수기인 2분기보다 1.2%p 개선된 것으로 의미 있는 터닝이다. 조선용 도료 ASP는 아직 2015년보다 낮지만, 2016년보다 8% 높은 수준이다. KCC는 원자재 가격 상승을 반영해 지속적인 가격 인상을 유도하고 있다.

더불어 올 3월부터 현대중공업 그룹의 수주가 크게 늘며 상선에 투입되는 무기질단열재와 조선용 도료 매출이 호조세다. 과거에는 도료 투입시기가 수주 후 1.5~2년이었지만 이제는 단납기로 발주하는 선주들의 특성상 4~10개월로 크게 축소되었다. 현대중공업그룹의 수주는 2015년 수준으로 회복하고 있다. 아직 부족하지만 2018년 도료 영업이익률은 전년 대비 0.3%p 개선된 7.3%(내부거래 제외 시)로 추정한다.

### 이경자

kyungja.lee@truefriend.com

### 허나래

narae.heo@truefriend.com

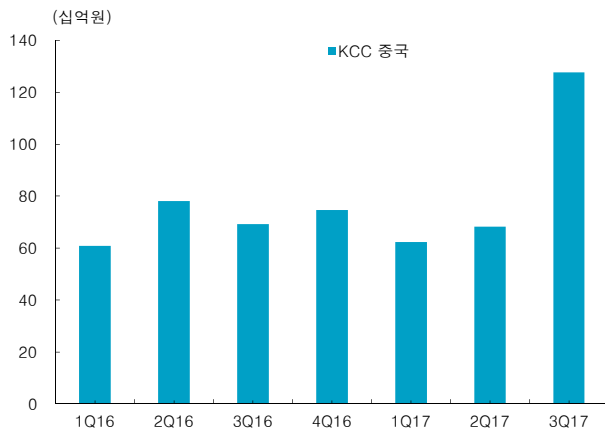
**환경규제가 창출한 수요:** 조선용 도료 영업이익률의 upside는 중국 컨테이너 도료 규제다. 중국 환경부는 2017년 4월부터 컨테이너선 도료를 기존 유성에서 수성으로 전면 변경을 의무화했다. 기존 유성페인트는 시너를 포함하기 때문에 작업 공정상 VOC(휘발성 유기화

합물)이 배출되며 중국 내 대기오염의 원인 중 하나인 초미세 먼지(pm 2.5)를 증가시키기 때문이다.

따라서 중국 내 주요 컨테이너 제조업체 46개사가 포함된 ‘중국 컨테이너 제조협회’(CCIA)는 중국을 2개 권역으로 나눠 순차적으로 컨테이너 도료 전환을 시행했다. 화남지역은 2016년 7월부터 컨테이너 박스 도료 변경을 시행 중이며 화동/화북지역도 2017년 4월부터 시행했다. 컨테이너 박스 시장에서 중국 업체들은 글로벌 점유율 90% 이상을 차지하므로 컨테이너 도료의 주요 시장이다.

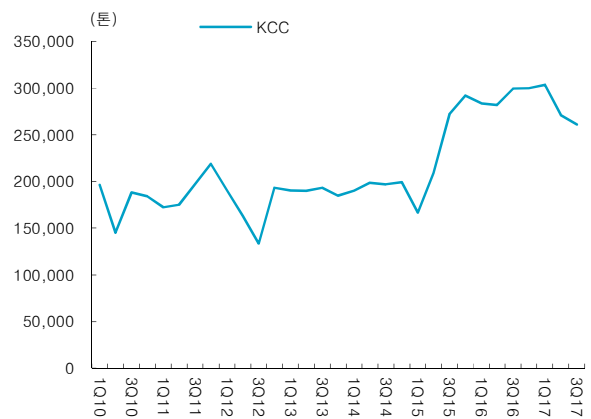
KCC의 도료 생산량에서 중국 비중은 27%에 이른다. 이 중 절반 이상이 조선용(중방식)도료라는 점에서 ASP 개선에 영향을 미칠 것이다. KCC의 중국 도료 매출은 전년 3분기 693억원이었으나 올 3분기 1,280억원으로 2배 가량 늘었다. 2016년 도입된 컨테이너 규제가 2017년 3분기부터 점차 적용되기 시작한 영향이다.

[그림 67] KCC의 중국향 도료제품 매출



자료: 통계청, 한국투자증권

[그림 68] KCC의 유리 생산량 추이

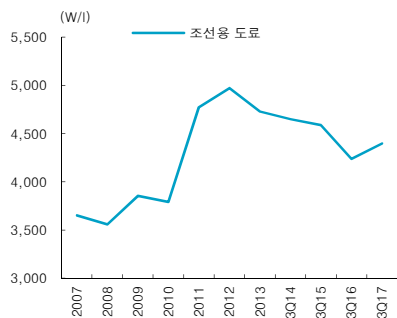


자료: KCC, 한국투자증권

**건축용 도료 규제와 가격 반등:** 건축용 도료시장은 100여개 업체가 난립하는 가격할인이 심한 시장이다. 이 시장의 2위인 삼화페인트는 그간 지속했던 가격 할인을 중단하고 2017년 1분기 적자 이후, 가격 인상을 시작했다. 그 결과 3분기 건축용 도료 ASP는 5년만에 반등하기 시작했고 삼화페인트의 실적은 턱어라운드했다. 가격 할인이 중단되고 ASP가 오르는 이유는 환경규제 영향이 크다.

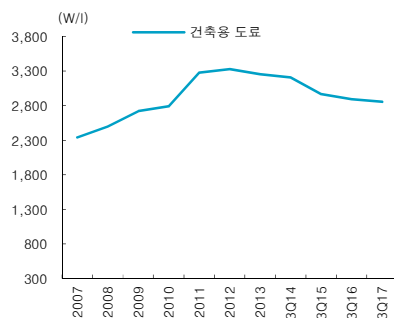
2016년 12월, 실내 공기질관리법 11조와 주택법 65조 ‘건강 친화형 주택 건설기준’이 개정돼 건축물에 사용되는 도료 규제가 강화됐다. 2017년 1월 1일 시행된 실내공기질 관리법에 의해 건축물과 아파트에 사용되는 페인트에 포름알데히드, 톨루엔, 총휘발성유기화합물 등은 기존 대비 60% 이상 배출량을 줄여야 한다. 해당 기준을 맞추지 못하는 영세업체의 퇴출이 일어나고 상위사의 지배력이 강화되고 있다. 조선용과 건축용의 ASP 정상화로 KCC의 도료 영업이익률이 역사적 mid-cycle인 10%대만 회복해도 2018년 영업이익은 현 추정 대비 13% 증가하는 것으로 추정된다.

[그림 69] 조선용 도료 ASP



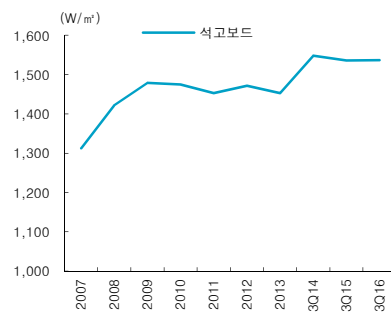
자료: KCC, 한국투자증권

[그림 70] 건축용 도료 ASP



자료: KCC, 한국투자증권

[그림 71] 석고보드 ASP



자료: KCC, 한국투자증권

<표 29> KCC 목표주가

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	값	Note
1. 영업가치	3,279	
NOPLAT	273	2017F~2018F 평균
target multiple	12.0	
2. 주요 투자자산	2,821	
1) 삼성물산	1,876	
2) 현대중공업/로보틱스/건설기계/일렉트릭	946	
3. 순차입금	766	
4. 기업가치 1)+2)-3)-4)	5,335	
목표주가	510,000	

자료: 한국투자증권

<표 30> KCC의 주요 보유주식

(단위: 십억원)

	지분율	취득가	장부가	추정가치
1) 삼성물산	8.97	1,081	2,135	1,876
2) 현대중공업	7.01	223	576	513
3) 현대로보틱스	5.18	102	360	298
4) 현대일렉트릭	7.01	23	60	64
5) 현대건설기계	7.01	19	94	72
6) 현대산업	2.37	14	64	57
7) 현대상사	12.00	31	33	32
8) 한라홀딩스	4.00	27	27	27
9) 한라	10.15	50	15	25
합계		1,570	3,363	2,961

자료: 각사, 한국투자증권

<표 31> KCC 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출	787	909	857	938	843	970	1,025	1,048	3,414	3,490	3,887	4,107	4,213
YoY	2.1%	5.9%	-1.0%	1.9%	7.2%	6.8%	19.6%	11.8%	0.4%	2.2%	11.3%	5.7%	2.6%
도료	362	399	352	399	348	401	459	419	1,601	1,513	1,627	1,731	1,719
건자재	312	360	352	380	356	405	417	416	1,323	1,404	1,594	1,706	1,824
기타	157	190	189	205	185	164	232	284	708	741	866	870	870
영업이익	86	105	99	37	71	92	112	50	309	327	326	358	415
YoY	26.5%	27.4%	-0.8%	-38.2%	-16.8%	-12.5%	13.3%	37.2%	13.0%	5.6%	-0.3%	9.8%	16.2%
도료	37	46	32	5	20	29	38	27	157	120	114	127	130
건자재	45	57	56	35	44	61	58	27	166	192	190	208	269
기타	0	(1)	8	(8)	3	(0)	15	(12)	(26)	(0)	6	8	2
연결조정	3	3	3	5	4	2	1	8	12	15	15	15	15
영업이익률	10.9%	11.6%	11.5%	3.9%	8.4%	9.5%	10.9%	4.8%	9.1%	9.4%	8.4%	8.7%	9.9%
도료	10.4%	11.4%	8.9%	1.2%	5.8%	7.1%	8.3%	6.5%	9.8%	7.9%	7.0%	7.3%	7.5%
건자재	14.3%	15.9%	15.8%	9.1%	12.3%	15.2%	13.9%	6.6%	12.6%	13.7%	12.0%	12.2%	14.8%
세전이익	78	82	88	(17)	45	97	100	34	251	232	277	332	389
지배주주순이익	59	60	63	(30)	34	70	72	26	184	152	202	242	284

자료: 한국투자증권

### 기업개요

KCC 그룹의 중심 기업으로 도료, 실리콘, 건축자재 등을 생산하는 종합화학 회사. 유기화학 분야에서는 도료, 폴리염화비닐(PVC), 실리콘 등을 생산하고 있으며 무기화학 분야에서는 건축자재, 유리 등을 생산하고 있음. 울산, 연양, 여천, 여주, 전주, 문막, 아산, 세종, 대산, 김천 등지에 생산시설이 있음

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	2,206	2,289	2,721	2,875	2,949
현금성자산	657	657	661	698	716
매출채권및기타채권	899	929	1,011	1,068	1,095
재고자산	527	526	700	739	758
비유동자산	6,463	6,874	6,344	7,144	7,268
투자자산	3,406	3,530	3,511	3,550	3,590
유형자산	2,515	2,572	2,633	2,693	2,754
무형자산	41	40	39	41	42
자산총계	8,668	9,162	9,065	10,019	10,218
유동부채	1,375	1,678	1,504	2,303	2,378
매입채무및기타채무	484	547	272	205	211
단기차입금및단기사채	810	963	763	713	663
유동성장기부채	5	101	35	33	31
비유동부채	1,425	1,518	1,230	1,232	1,160
사채	287	287	287	257	157
장기차입금및금융부채	238	340	340	340	340
부채총계	2,800	3,195	2,734	3,535	3,538
지배주주지분	5,858	5,956	6,319	6,473	6,669
자본금	56	56	56	56	56
자본잉여금	468	468	468	468	468
기타자본	(123)	(123)	(123)	(123)	(123)
이익잉여금	4,363	4,440	4,554	4,707	4,903
비지배주주지분	11	11	11	11	11
자본총계	5,869	5,967	6,330	6,484	6,680

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	95	431	29	1,177	534
당기순이익	185	153	202	242	284
유형자산감가상각비	162	202	171	171	171
무형자산상각비	1	2	2	2	2
자산부채변동	(246)	(47)	(358)	774	90
기타	(7)	121	12	(12)	(13)
투자활동현금흐름	(865)	(498)	329	(969)	(275)
유형자산투자	(360)	(291)	(233)	(233)	(233)
유형자산매각	3	1	1	1	1
투자자산순증	(513)	(201)	283	(25)	(26)
무형자산순증	(11)	(1)	(0)	(4)	(3)
기타	16	(6)	278	(708)	(14)
재무활동현금흐름	464	202	(354)	(170)	(240)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	595	340	(266)	(82)	(152)
배당금지급	(88)	(89)	(89)	(89)	(89)
기타	(43)	(49)	1	1	1
기타현금흐름	5	9	0	0	0
현금의증가	(301)	144	4	37	18

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	3,414	3,490	3,887	4,107	4,213
매출원가	2,529	2,561	2,941	3,099	3,118
매출총이익	886	929	946	1,008	1,095
판매관리비	577	603	620	650	680
영업이익	309	327	326	358	415
금융수익	180	92	5	5	5
이자수익	13	10	10	10	10
금융비용	208	101	48	45	45
이자비용	34	48	48	45	45
기타영업외손익	(11)	(99)	(20)	0	0
관계기업관련손익	(20)	14	14	14	14
세전계속사업이익	251	232	277	332	389
법인세비용	66	79	75	90	105
연결당기순이익	185	153	202	242	284
지배주주지분순이익	184	152	202	242	284
기타포괄이익	(458)	36	250	0	0
총포괄이익	(273)	189	452	242	284
지배주주지분포괄이익	(273)	189	452	242	284
EBITDA	473	530	498	530	588

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	18,730	15,491	20,541	24,612	28,915
BPS	566,549	575,837	610,269	624,811	643,362
DPS	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	0.4	2.2	11.3	5.7	2.6
영업이익증가율	13.1	5.6	(0.3)	9.8	16.2
순이익증가율	(43.7)	(17.0)	32.6	19.8	17.5
EPS 증가율	(43.7)	(17.3)	32.6	19.8	17.5
EBITDA 증가율	10.5	12.1	(6.0)	6.4	10.9
수익성(%)					
영업이익률	9.1	9.4	8.4	8.7	9.9
순이익률	5.4	4.4	5.2	5.9	6.7
EBITDA Margin	13.8	15.2	12.8	12.9	14.0
ROA	2.1	1.7	2.2	2.5	2.8
ROE	3.0	2.6	3.3	3.8	4.3
배당수익률	2.2	2.5	2.3	2.3	2.3
배당성향	48.2	58.1	43.8	36.6	31.1
안정성					
순차입금(십억원)	548	814	525	392	216
차입금/자본총계비율(%)	22.8	28.4	22.4	20.6	17.7
Valuation(X)					
PER	22.3	23.2	18.8	15.7	13.4
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	10.2	8.5	9.0	8.2	7.1

## 벽산(007210)

Not rated

주가(11/20, 원)	3,290
시가총액(십억원)	226
발행주식수(백만)	69
52 주 최고/최저가(원)	4,940/2,890
일평균 거래대금(6 개월, 백만원)	2,459
유동주식비율(%)	59.3
외국인지분율(%)	9.7
주요주주(%)	김희철 외 12 인 25.6
	소양제이차주식회사 7.3

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2012A	390	13	5	84	3,106.1	22	23.4	7.9	0.7	3.0	6.6
2013A	399	20	11	189	125.0	27	14.1	7.2	1.0	6.5	2.1
2014A	428	32	20	330	74.6	38	16.8	10.0	1.8	10.7	1.2
2015A	443	40	28	472	43.0	46	18.0	12.0	2.6	13.9	0.8
2016A	444	35	22	381	(19.3)	41	12.2	6.9	1.3	10.3	0.8

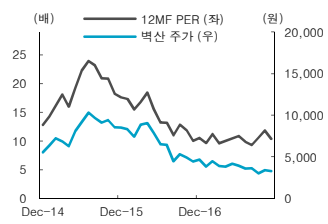
주: 순이익은 지분법적용 순이익

### 최악의 2017년, 좋아질 2018년

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.9	(8.0)	(33.4)
상대주가(%p)	0.3	(18.4)	(61.4)

#### 12MF PER 추이



**다사다난했던 2017년:** 무기질단열재 시장의 2위인 벽산에게 2017년은 최악으로 기록될 것이다. 2015년 최대 이익을 낸 이후, 2016년 영업이익은 12%, 2017년은 29% 급감할 전망이다. 주요인은 전사 매출의 15%인 미네랄울과 20%인 석고보드의 타격 때문이다. 무기질단열재인 글라스울과 미네랄울의 영업이익률은 전사의 2배를 상회하는 제품군이라 이들의 매출이 줄면 믹스가 크게 악화된다.

**20년만의 불황인 조선업 영향 체감:** 벽산 매출의 50%는 단열재로 이익 대부분을 창출하고 있다. 단열재에서 글라스울, 미네랄울, 아이소핑크 비중은 50:15:35였으나, 올 들어 50:8:42로 미네랄울 비중이 크게 줄었다. 미네랄울 매출처의 절반이 조선용이라 20년만의 최악이던 조선업 상황을 반영, 2016년 4분기부터 미네랄울 매출이 감소하기 시작했다. 수주 후 단열재 투입까지 1~2년이 소요되기에 현재 조선업 충격을 가장 크게 체감 중이다. 조선용 미네랄울 매출 비중은 8% 수준이었지만 이익 기여도는 20%에 달했기에 영업이익률의 하강속도가 빠르다.

그러나 한국 조선사의 수주가 2017년부터 턴어라운드하며 Big 3와 현대미포조선의 합산 수주는 이미 전년대비 2.7배 이상 증가한 상황이다. 시차 고려 시, 2018년 하반기부터 미네랄울의 빠른 회복이 예상된다. 미네랄울이 예년 수준만 회복한다면 여기서만 연간 70억 원의 영업이익 개선효과가 예상된다. 특히 미네랄울 시장에서는 KCC가 55%, 벽산이 45%로 시장을 양분하고 있어 시장 회복 시 레버리지 효과가 크다.

**최대 악재였던 석고보드 분쟁 종료:** 역대 최대 악재로 꼽히는 석고보드 분쟁으로 2017년 영업이익은 예년대비 90억원 이상 줄어든 것으로 추정된다. 벽산은 석고보드를 보랄로부터 공급받아 연 매출 1,200억원 규모의 상품판매를 해 왔다. 석고보드는 주택 시공방식 변화와 차음 성능 규제로 구조적으로 수요가 급증하는 제품이다. 이 시장은 보랄과 KCC가 양분하고 있으며 각각 약 2천억원, 5천억원 capacity를 보유한 것으로 추정된다.

그러나 지속적인 수요 초과현상으로 벽산은 석고보드 공장을 신설하기로 결정했으나 이를 둘러싼 분쟁으로 2017년 초부터 보랄은 예년 공급물량의 20%만 공급하기 시작했다. 고정비를 커버하지 못하며 2분기까지 이에 따른 영업손실은 30억원에 이른다. 7월 1일부터 KCC는 기존 매출의 40% 이상 증설을 완료하고 가동하기 시작했는데 이 중 약 절반을 벽산에 공급하기로 계약을 체결했다. 이에 따라 연 800억원 규모의 석고보드 매출이 예상된다.

#### 이경자

kyungja.lee@truefriend.com

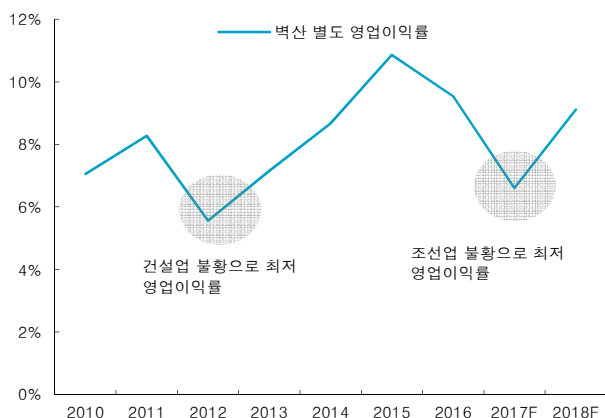
#### 허나래

narae.heo@truefriend.com

7~8월은 계약 물량의 절반 수준만 조달받았으나 9월부터 빠르게 정상화돼 90% 이상을 공급받은 것으로 추정된다. 4분기는 계약 물량 대부분을 원활히 공급받을 수 있어, 흑자전환이 예상된다. 2018년은 완전한 정상화로 영업이익률 4~5% 도달이 가능할 것이다. 2018년 석고보드에서만 최소 60억원 영업이익의 개선효과가 예상된다. 현재 보팔과 벽산은 일련의 사건 관련, 국제 중재위원회에 심의를 요청한 상태다. 벽산이 제시한 소송금액이 보팔이 제시한 금액을 압도하며, 최악의 경우라 해도 추가 비용은 크지 않다.

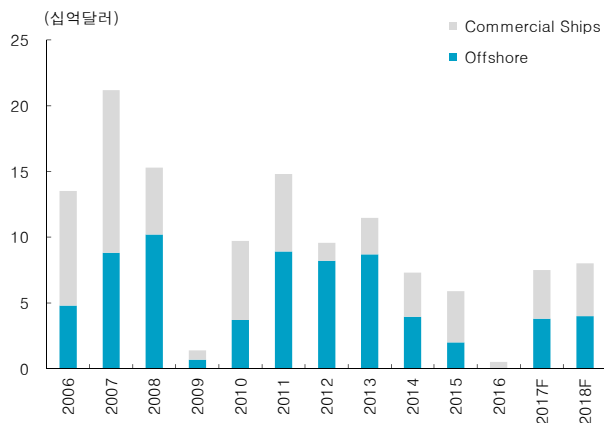
**글라스올은 꾸준한 효자품목:** 단열재 매출의 50%를 차지하는 글라스올은 2011년 일본 대지진 사건 이후 쉽 없는 성장세다. 전반적으로 건축물 안전 규제가 강화되며 건축물 단열재로 사용범위가 넓어지고 있다. 또한 방화 규정이 강화되며 일반 주택의 방화문에도 수요가 늘고 있다. 글라스올 매출의 10%는 LNG선 보냉재에 투입되는데 주로 대우조선해양이 개발한 ME-GI타입에 기존 필라이트를 대체하며 사용되고 있다. 비중은 작지만 수익성이 좋고, 대우조선해양의 2014년 수주한 총 37척의 LNG선이 2018년부터 2020년까지 시리즈 인도 예정이라 글라스올은 호황이 지속될 것이다. 이 시장은 KCC가 57%, 벽산 25%, 한국하니소(한국유리 자회사)가 18%를 점유하는 과점 시장이라 영업이익률은 전사 수익성의 2배를 상회한다.

[그림 72] 벽산 영업이익률: 5년만의 최저



자료: 벽산, 한국투자증권

[그림 73] 한국 조선 big 3+현대미포조선의 수주액: 2016년 최악



자료: 각사, 한국투자증권

**아이소핑크 저가 경쟁 절정:** XPS인 아이소핑크는 기존 스티로폼류인 EPS를 대체하며 성장하는 시장이다. 난연성능이 있으면서도 유기질단열재의 특성상 단열성능이 좋아 건설현장에서 선호한다. 벽산의 capacity는 2016년 초까지는 1위였지만 이 시장에서 활동하는 10개 player들이 주택시장 호황을 타고 경쟁적으로 증설을 하며 현재 3위 용량이다. 이와 함께 가격 경쟁이 극심해졌고 5~6년 영업이익률은 현재 1~2%까지 내려앉았다. 그러나 아이소핑크의 발포제 규제 강화 등으로 R&D가 취약한 영세업체들은 경쟁에서 밀리며 가격 경쟁도 peak를 향해 가고 있다. 실제 ASP는 2분기 최악으로, 3분기부터 점차 반등하고 있다. 원자재 가격 상승으로 대책없는 ASP 인상이 어려워진 측면도 크다.

**2018년, 아픈 만큼 좋아질 것:** 2018년은 턴어라운드의 강도가 문제지, 2017년보다 좋은 실적이 예상된다. 1) 석고보드에서만 60억원의 이익 개선효과가 가능하고 2) 조선업 회복으로 미네랄울은 약 70억원의 이익 개선이 가능할 전망이다. 만약 석고보드 정상화 효과만 감안하더라도 2018년 PER은 9배, PBR 0.9배로 과점적 시장 지위 감안 시 부담스러운 밸류에이션은 아니다. 대규모 자금이 필요한 석고보드 투자를 철회하며 배당 수준은 2016년보다 나아질 가능성이 높다고 판단한다. 만약 2015년 수준의 배당으로 회귀한다면 배당 수익률은 2%다.

석고보드 투자는 철회했지만 벽산은 장기적으로 유망한 글라스울 증설(기존 용량의 50%), 미네랄울 컨버전 투자(업그레이드), 아이소핑크 6호기 증설(기존 용량의 30% 이상)등을 추진할 계획이다. 글라스울에는 320억원, 미네랄울은 70억원, 아이소핑크는 100억원 가량의 투자금액이 예상된다. 단기에 모두 반영되는 것이 아니라 순현금 300억원의 재무구조 감안 시 무리가 없다.

〈표 32〉 벽산 실적추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
매출	95.2	110.7	112.7	125.2	97.1	98.5	111.1	111.7	399.3	428.3	442.8	443.8	418.3	448.5
YoY	-4.8%	-2.9%	-0.4%	8.2%	2.0%	-11.1%	-1.4%	-10.8%	25.2%	7.3%	3.4%	0.2%	-5.7%	7.2%
1)벽산	65.0	72.4	75.0	82.3	60.0	56.7	68.3	80.4	266.8	285.6	294.0	294.7	265.4	287.9
2)페인트	17.5	22.0	22.0	24.2	23.4	25.6	26.3	14.7	66.1	76.1	72.7	85.7	90.0	92.7
3)하츠	14.8	20.6	15.1	19.5	15.7	18.2	18.4	17.7	75.2	75.8	76.1	70.0	70.0	75.0
영업이익	7.8	10.0	9.5	7.8	6.3	6.2	6.4	6.1	20.4	31.5	39.9	35.2	25.0	33.7
영업이익률	8.2%	9.1%	8.4%	6.2%	6.4%	6.3%	5.8%	5.4%	5.1%	7.4%	9.0%	7.9%	6.0%	7.5%
YoY	-15.9%	-17.0%	-4.9%	-8.5%	-20.0%	-38.0%	-32.2%	-21.9%	35.9%	54.4%	26.7%	-11.9%	-28.8%	34.7%
1)벽산	7.5	7.9	7.5	5.2	4.9	4.1	4.6	3.8	19.1	24.8	31.8	28.1	17.5	26.2
2)페인트	0.1	0.9	0.6	0.3	-	0.6	0.1	0.3	0.7	2.0	3.3	1.9	1.0	1.0
3)하츠	0.1	1.1	1.3	2.0	1.4	1.5	1.7	1.9	(0.1)	3.7	4.8	4.4	6.5	6.5
순이익	6.0	4.6	6.1	5.8	2.1	2.7	3.2	6.5	11.1	19.4	27.9	22.5	14.4	23.5

자료: 벽산, 한국투자증권

〈표 33〉 국내 단열재 제조업체 현황

단열재명 업체명	무기질 단열재					유기질 단열재				
	글라스울	미네랄울	세라믹	실리카	필라이트	발포폴리스티렌	발포폴리우레탄	아이소핑크	폴리에틸렌	페놀폼
KCC	●	●	●	●						
벽산	●	●						●		
LG 하우스										●
한국유리(한국하니스)	●									
가람			●							
삼손					●					
서울프리						●				
한미산업							●			
서울라이								●		
세경산업								●		
영보화학									●	

자료: 한국석유화학공업협회, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
유동자산	206	223	226	257	264
현금성자산	49	69	77	101	111
매출채권및기타채권	103	106	103	105	111
재고자산	26	24	25	24	23
비유동자산	180	176	174	173	195
투자자산	12	10	9	9	8
유형자산	141	141	143	142	172
무형자산	6	5	5	5	5
자산총계	386	398	400	430	458
유동부채	120	132	126	121	146
매입채무및기타채무	66	82	74	77	97
단기차입금및단기사채	42	33	29	28	37
유동성장기부채	8	15	19	10	8
비유동부채	47	39	31	41	32
사채	11	11	0	0	0
장기차입금및금융부채	15	8	10	19	11
부채총계	166	171	157	162	178
지배주주지분	167	175	190	212	224
자본금	34	34	34	34	34
자본잉여금	42	42	42	42	42
기타자본	(17)	(17)	(17)	(17)	(22)
이익잉여금	109	117	132	154	170
비지배주주지분	53	52	53	55	57
자본총계	220	227	243	267	280

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
영업활동현금흐름	20	34	25	41	39
당기순이익	3	10	21	30	24
유형자산감가상각비	9	6	6	6	6
무형자산상각비	0	0	1	1	0
자산부채변동	(7)	6	(12)	(4)	8
기타	15	11	10	8	0
투자활동현금흐름	(22)	(2)	(4)	(11)	(22)
유형자산투자	(4)	(6)	(8)	(5)	(35)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(17)	4	2	(7)	7
무형자산순증	(0)	(0)	(1)	(0)	(1)
기타	(1)	(0)	2	0	7
재무활동현금흐름	(1)	(12)	(12)	(5)	(9)
자본의증가	6	0	0	0	0
차입금의순증	(6)	(10)	(9)	(1)	(0)
배당금지급	(0)	(2)	(4)	(4)	(4)
기타	(0)	0	(0)	0	(5)
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	3
현금의증가	(3)	20	9	24	10

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
매출액 L	390	399	428	443	444
매출원가	316	320	337	342	346
매출총이익	75	79	91	101	98
판매관리비	62	58	60	61	63
영업이익	13	20	32	40	35
금융수익	3	2	4	3	5
이자수익	2	2	3	2	2
금융비용	11	7	7	3	2
이자비용	4	4	3	2	2
기타영업외손익	0	(1)	1	0	(6)
관계기업관련손익	0	0	(0)	0	0
세전계속사업이익	5	15	29	40	32
법인세비용	2	5	7	10	8
연결당기순이익	3	10	21	30	24
지배주주지분순이익	5	11	20	28	22
기타포괄이익	1	(1)	(2)	(2)	(3)
총포괄이익	4	9	19	28	22
지배주주지분포괄이익	6	10	18	26	20
EBITDA	22	27	38	46	41

주요 투자지표

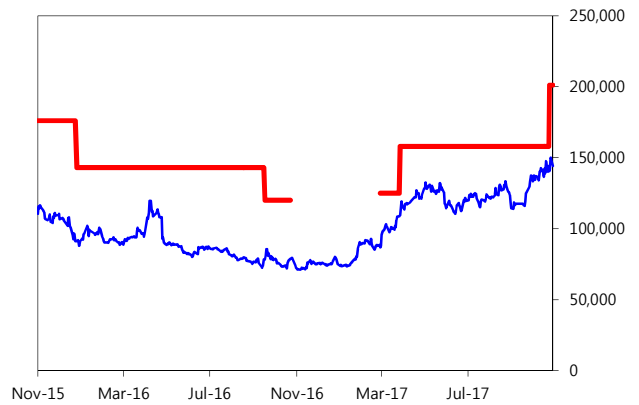
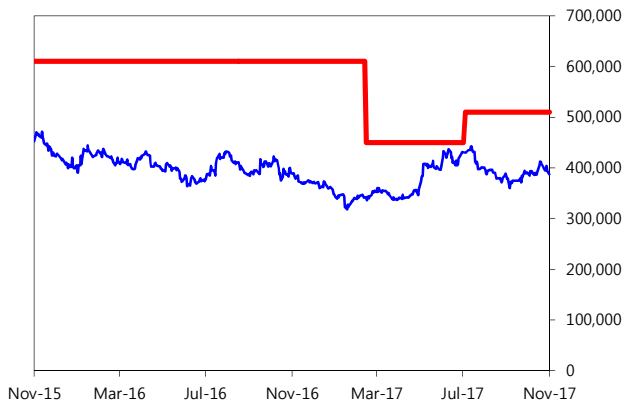
	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
주당지표(원)					
EPS	84	189	330	472	381
BPS	2,677	2,796	3,005	3,329	3,568
DPS	130	56	68	65	35
성장성(% YoY)					
매출증가율	15.9	2.3	7.3	3.4	0.2
영업이익증가율	(43.2)	61.1	54.4	26.4	(11.9)
순이익증가율	(69.2)	125.8	74.7	43.2	(19.6)
EPS 증가율	3,106.1	125.0	74.6	43.0	(19.3)
EBITDA 증가율	(27.1)	23.8	41.7	21.4	(11.0)
수익성(%)					
영업이익률	3.3	5.1	7.4	9.0	7.9
순이익률	1.3	2.8	4.6	6.3	5.1
EBITDA Margin	5.6	6.7	8.9	10.4	9.3
ROA	0.8	2.6	5.4	7.3	5.5
ROE	3.0	6.5	10.7	13.9	10.3
배당수익률	6.6	2.1	1.2	0.8	0.8
배당성향	37.7	29.7	20.6	13.8	9.1
안정성					
순차입금(십억원)	1	(25)	(38)	(69)	(72)
차입금/자본총계비율(%)	34.9	29.4	23.8	21.2	20.1
Valuation(X)					
PER	23.4	14.1	16.8	18.0	12.2
PBR	0.7	1.0	1.8	2.6	1.3
EV/EBITDA	7.9	7.2	10.0	12.0	6.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
KCC(002380)	2015.11.16	매수	610,000원	-32.9	-22.8	벽산(007210)	2017.11.15	매수	201,000원	-	-
	2016.11.16	1년경과		-41.2	-34.4		2015.11.19	매수	14,400원	-42.2	-35.4
	2017.03.05	매수	450,000원	-16.3	-3.0		2016.05.16	매수	12,000원	-43.3	-34.0
	2017.07.24	매수	510,000원	-	-		2016.08.16	매수	10,000원	-51.6	-42.6
한일시멘트(003300)	2015.10.05	매수	176,000원	-37.0	-27.0	2017.01.04	매수	6,500원	-36.2	-29.9	
	2016.01.17	매수	143,000원	-37.5	-16.4	2017.03.31	NR	-	-	-	
	2016.10.09	매수	120,000원	-35.5	-28.8	아세아시멘트(183190)	2017.04.18	NR	-	-	-
	2016.11.15	중립	-	-	-		2017.09.04	매수	120,000원	-25.6	-1.7
	2017.03.21	매수	125,000원	-19.5	-13.2		2017.11.20	매수	190,000원	-	-
	2017.04.18	매수	158,000원	-21.4	-6.6						

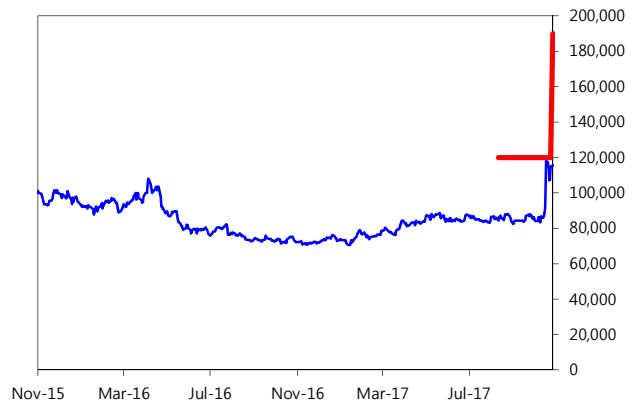
KCC(002380)

한일시멘트(003300)



벽산(007210)

아세아시멘트(183190)





■ Compliance notice

- 당사는 2017년 11월 20일 현재 KCC, 한일시멘트, 벽산, 아세아시멘트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.9.30 기준)

매 수	중립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

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

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

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

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