

## 타워팰리스에서 강원랜드까지, 인테리어 강자

# BUY

### Valuation

Target Price: ₩5,032

Price: ₩4,635

Margin of Safety: 7.89%

MktCap.(100mn): 327

ROE: 14.59%

Op.Magin: 6.60%

PER: 7.13

PBR: 0.96

Dividend Yield: 4.59

Major Sh.Holder:

황창연(외 5인) 52.55%

Foreign Shr.: 8.89%

### 국보디자인 추가추이

### 기업분석 4팀

남영구, 김선교, 김진호,  
정광우, 정예린

### ● 양극화가 일어나고 있는 인테리어 업계

국민들의 소득이 증가하게 되면 일상적인 의식주 제품보다는 더 고급화되고 심미적인 제품을 추구하게 된다. 현재 한국의 경우 선진국의 소득보다는 낮지만 지속적으로 증가하고 있는 추세이며 이에 따라 점점 인테리어에 관심을 더 가지는 추세이다. 이를 바탕으로 인테리어 산업은 꾸준히 증가하고 있는 추세이고 수 많은 경쟁업체가 난립하고 있다. 하지만 이러한 시장은 양극화 되어 있는데, 고 부가가치의 큰 수주들은 수주능력을 갖춘 상위의 몇 개 업체들의 독무대가 되고 있고, 작고 이익이 작은 수주는 수량이 난립한 업체들의 무한 경쟁이 진행되고 있는 중이다.

### ● 탄탄한 재무구조를 바탕으로 수익성 있는 사업 수주

국보디자인은 업계에서 드물게 차입금 의존도가 0~5%에 불과한 기업으로 경쟁업체에 비해 탄탄한 재무구조를 자랑한다. IMF이후 인테리어 업계 입찰시 재무구조가 중요해졌는데, 국보디자인의 건전한 재무구조가 수익성 높은 대형 공사를 따내는데 결정적 역할을 하게 되었고, 이로 인해 업계 10위권 밖의 업체에서 1,2위 업체로 성장하였다.

### ● 대형 거래처와의 꾸준한 관계

국보디자인은 대형거래처와 꾸준한 관계를 만들어 수익성을 창출해 내고 있다. 삼성물산의 타워팰리스 공사 이후 삼성물산, 삼성생명 관련 수주를 지속적으로 따냈고, 금호그룹 리모델링 관련 수주는 거의 독차지하고 있다. 이를 바탕으로 경쟁사가 적자를 낸 '03~'04년에도 국보디자인은 흑자를 기록하였다.

### ● Some Risks

- 국보디자인은 2007년에 China Life Insurance와 China Mobile 주식을 각각 5억 8천만원과 29억 7천만원어치 사들였다. 소요하였다. 변동성이 높은 중국 주식 투자는 리스크 요인으로 보인다.
- 75년 이후로 유지되어 왔던 일반건설업과 전문건설업의 겸업 제한이 '08년 1월 폐지되었다. 이로 인해 일반건설업계 대기업이 인테리어 산업에 진입할 가능성이 있다.

## 1. 기업 소개

### 25년 업력의 꾸준한 업체

국보디자인은 1983년에 국보건업으로 인테리어 사업을 시작했으며 2002년에 국보디자인으로 상호를 변경했다. 동사는 근 25년간 꾸준히 실내건축업과 인테리어 사업에 매진하고 있는 기업이며 이러한 업력을 바탕으로 현재 도급순위로는 업계 3위에 해당하는 능력을 보유하고 있다. 하지만 실제 대한전문건설협회에서 시행하는 시공능력평가에 따르면 인테리어 전체 업계에서 2위이나 1,2,3위 간의 차이는 미미한 실정이다. 실제로 1위인 중앙디자인은 1104억원 2위인 국보디자인은 975억 3위인 희훈디앤지는 955억원이다

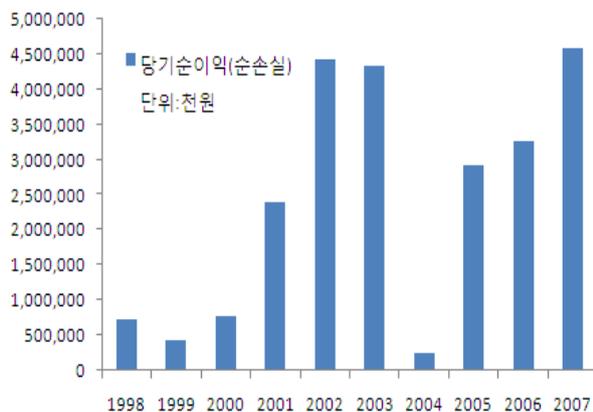
### 설립 후 지속적인 흑자유지

또한 동사는 설립 후 단 한번도 적자를 내지 않고 계속 순이익을 내고 있는데 심지어 IMF때 수 많은 중소 인테리어 업체가 도산하고 있는 와중에서도 흑자경영을 유지하며 살아남은 인테리어 업계의 대표 주자이다. 비록 순 이익률은 건설과 내수 경기의 영향을 받아 변동성이 심하지만, 기타 경쟁업체들이 지속적인 흑자를 유지하는 것조차 힘들어하며 허덕이는 것과는 매우 대조적이다.

### 주거용 건축물이 아닌 비주거용 건축물의 수주가 더 많음

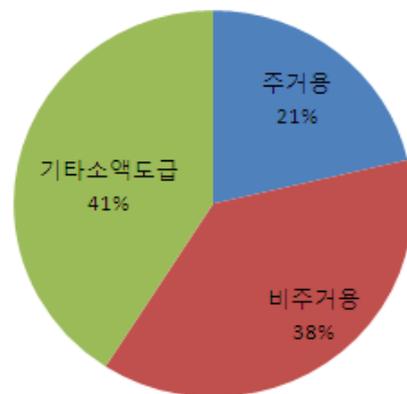
전체적인 인테리어 업계에서 동사가 주력하는 분야는 그 중에서도 주거용 건물이 아닌 상업용과 업무용 건축물과 같은 비 주거용 건물이다. 그렇다고 해서 동사가 주거용 건물을 완전히 수주하지 않는 것은 아니고, 주거용 건물에 대해서는 고가의 고급빌라 혹은 주상복합 위주의 고가수주만 선택적으로 받고 있는 실정이며, 수주의 나머지 부분은 주거용 건축물을 제외한 업무용 혹은 상업용 부분에서 일어나고 있다.

그림 1. 동사의 당기 순이익 추이



자료:국보디자인, SMIC Research Team4

그림 2. 동사의 매출 Break-Down



자료: 국보디자인, SMIC Research Team 4

## 2. 인테리어 산업분석

인테리어 산업은 주거뿐 아니라 다방면에 걸쳐 있다.

일반적으로 인테리어라 하면 아파트, 주택의 내부를 꾸미는 것으로 생각한다. 그러나 인천공항 내부 건축, 강원랜드 내부 건축도 인테리어 산업에 속한다. 이에 따라 나눈 인테리어 산업은 6개로 나뉘 볼 수 있다(주거시설, 상업시설, 업무시설, 공공시설, 레저시설, 전시시설)

인테리어 시장은 수익성이 높은 시장과 낮은 시장으로 양분화 되어 있다.

각각 산업에서 인테리어가 차지하는 비중을 보면 주거 비중이 49.9%로 단연 높다. 주거 시장은 다시 크게 두 부문으로 나뉘는데 고급 아파트, 주상 복합의 고부가가치 시장과 주택, 중소형 아파트의 중소규모 시장이 있다. 이 중 중소규모 시장은 시공능력이 떨어지는 하도급 업체가 난립해 있어 경쟁이 치열하고 수익성이 낮다. 반면 고부가가치 부문과 백화점, 호텔, 사무실 등은 시공능력이 뛰어난 상위 업체가 차지하고 있다. 이들은 완전 경쟁 입찰이 아니라 소수 지정 업체만 참여하는 입찰 형태나 수의 계약 형태로 수주를 따낸다. 이를 통해 시공능력 상위 업체는 수익성이 높은 공사를 선별적으로 수주 받을 수 있어서 수익성이 높다.

초기 인테리어 산업은 관련법에 따라 중소업체 위주로 이뤄졌다.

인테리어 산업의 발전과 대형 건설사의 횡포를 막기 위해 일반건설업 면허취득자가 실내건축공사업 면허를 취득할 수 없게 되어 있었다.(건설산업기본법 제 12조) 또한 공사예정금액 1천만원 이상의 공사는 전문업자에게 발주해야 하는 법규도 있다.(건설산업 기본법 제96조 2항) 두 가지 법규에 따라 인테리어 전문업체가 실내 건축산업을 담당하게 되었다.

현재 4000여개 업체가 난립해 있다.

대형 건설사가 없기 때문에 인테리어 산업은 작은 업체들이 난립하는 형태로 발전해 왔다. 2007년 인테리어 면허 등록업체 수는 3844개인데 2002년에 2942개였던 것과 비교하면 꾸준히 증가하고 있다. 업계에서는 각종 업체를 다 합치면 인테리어 산업에 4000여 기업이 있는 것으로 추산한다. 이는 건설산업의 특성상 특별한 진입장벽이 없기 때문에 성장성이 높은 인테리어 산업으로 기업이 몰렸기 때문으로 보인다.

그림 3. 인테리어 산업의 예 - 강원랜드



자료: 강원랜드 내부 전경

그림 4. 인테리어 산업 영역과 용도 및 산업대비 인테리어 비중

영역 <sup>o</sup>	용도 <sup>o</sup>	인테리어비중 <sup>o</sup>
주거공간 <sup>o</sup>	주택, 아파트, 고급빌라 <sup>o</sup>	49.9% <sup>o</sup>
상업공간 <sup>o</sup>	백화점, 할인점, 쇼핑센터 <sup>o</sup>	4.6% <sup>o</sup>
숙박공간 <sup>o</sup>	호텔, 콘도, 국제회의장 <sup>o</sup>	1.9% <sup>o</sup>
업무공간 <sup>o</sup>	사무실, 금융객장, 회사로비 등 <sup>o</sup>	14.5% <sup>o</sup>

자료:희훈디앤지 사업보고서, SMIC Research Team 4

소수 상위 업체가 인테리어 시장을 장악하고 있다.

업체 수는 많지만 인테리어 업계는 수익이 양극화 되어 있다. 인테리어 산업의 총 기성실적은 7조인데 상위 50개사가 기성실적 2조를 올려서 전체 도급액의 28.57%를 차지하고 있다. 또한 이들이 소규모 업체에 하도급을 주기 때문에 실질적으로 상위사들이 시장을 독차지하고 있다. 그리고 주거, 공공부문은 입찰을 통해 보통 이루어 지나, 상업, 숙박, 업무 인테리어는 기존 업체와의 관계와 설계 가능성을 고려하기 때문에 지정 업체간의 경쟁이나 수의 계약을 한다. 또한 상위 업체는 공개 입찰 참여시 이익률을 고려한 선별적인 공사 수주가 가능하기 때문에 수익성이 좋다. 즉, 인테리어 시장은 상위 업체가 장악하고 있다.

인테리어-건설 성장성은 큰 연관관계가 없다.

인테리어 산업은 '00년부터 '05년까지 평균 18.8% 성장하고 있다. 그러나 인테리어가 속해있는 건설 산업은 동기간 평균 5.3% 성장했다. 건설-인테리어 모두 성장하고 있지만, 성숙산업인 건설에 비해 상대적으로 인테리어가 성장성이 높다. 건설 산업은 주거, 상업 외에도 플랜트, 공공건설 등 인테리어와 무관한 산업도 포함하고 있으므로 인테리어 산업의 성장성을 예측하는데 연관성이 부족한 것으로 보인다. 오히려 국민소득의 증가에 따른 구매력에 따라 성장성을 비교하는 것이 깊은 연관성을 보였다.

업무의 효율성과 고급화되는 인테리어 추세

또한 인테리어 산업은 국가 경제가 발전하고 소득이 늘어나면서 사람들의 욕구가 단순히 건축물의 사용에만 국한되지 않고 심미적인 욕구가 늘어나면서 점점 더 고급화되는 Design을 추구하고 있으며, 또한 현재 추세는 Design을 넘어서서 업무의 효율을 제고하기 위한 인테리어의 역할이 점차 커지는 추세이다. 또한 한국의 지속적인 경제성장으로 인하여 사람들의 인테리어에 대한 관심이 증대되고 있고 현재까지 꾸준히 시장이 커지고 있는 실정이다.

그림 5. 인테리어 건설 업체수 변화 추이

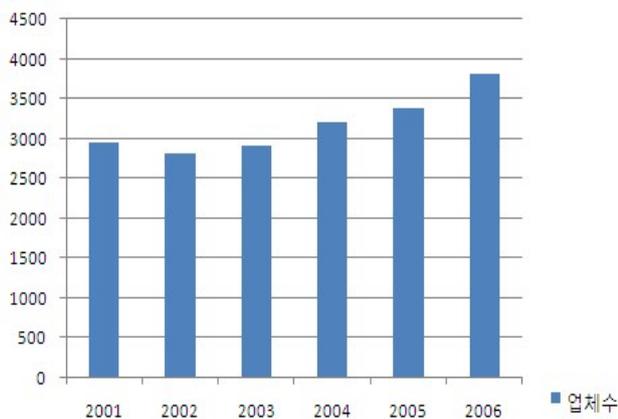
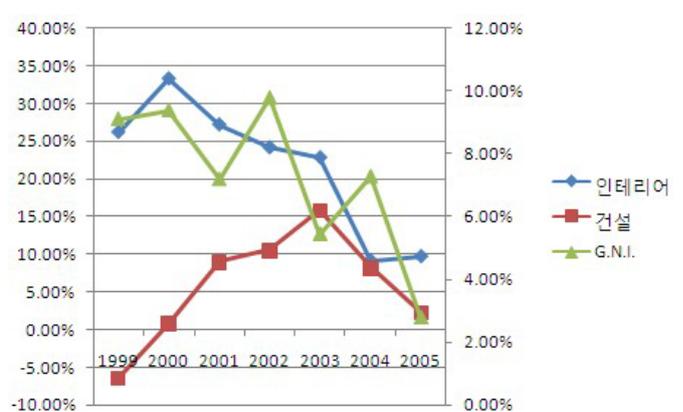


그림 6. 인테리어-건설 매출, GNI 성장률 변화 추이



자료: 대한전문건설협회 SMIC Research Team 4

자료: 대한전문건설협회, 통계청 SMIC Research Team 4

선진국의 GNI와 리모델링의 연동성을 통해 성장성을 확인 해보자

그렇다면 앞으로의 성장성을 선진국의 GNI와 리모델링 업계의 연동성을 통해 알아보도록 하자. 굳이 리모델링 업계를 통해서 인테리어 산업을 알아보는 데에는 두 가지 이유가 있다. 우선 현재 우리보다 GNI 수준이 더 높은 유럽, 일본의 경우 각각 건설산업에서 차지하는 비중이 45%, 20%에 달하고 있기 때문이다. 이러한 현상의 주요 원인은 리모델링이 건물을 새롭게 건축하는 것 보다 훨씬 싸고 빠르기 때문에 효율성을 제고 할 수 있기 때문이다. 따라서 건물이 아직 붕괴위험에 노출되지 않았지만 업무효율이나 심미적인 욕구를 위하여 리모델링을 선택하는 것이 훨씬 경제적이기 때문이다.

리모델링은 인테리어 산업은 직접적인 연동성이 있다

두 번째로 건축물을 리모델링하게 된다면 인테리어도 반드시 같이 바꾸기 때문에, 리모델링과 인테리어는 직접적인 연관성을 가진다고 할 수 있겠다. 그 이유는 리모델링이란 것은 기본적으로 인테리어와 외부를 개 보수한 것이기 때문에 직접적인 상관성을 가질 수 밖에 없다.

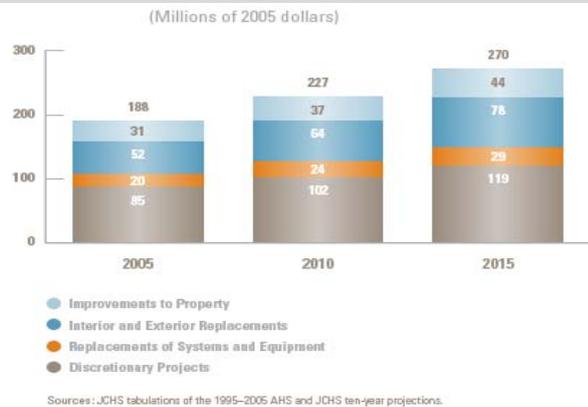
지속적으로 성장한 미국의 인테리어 업계

현재 우리나라보다 GNI의 수준이 훨씬 더 높은 미국의 경우, 1995년부터 2005년까지 10년간 약 60% 성장 했으며, 이에 따라 리모델링 시장 역시 약 80%의 성장을 이루어 냈다

한국경제의 성장과 더불어 꾸준한 성장 기대

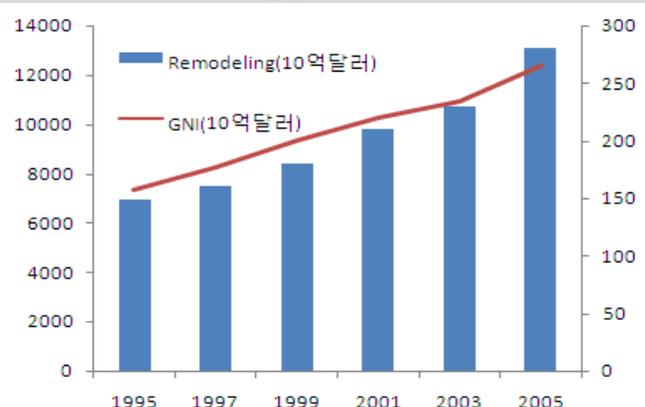
이와 같은 사실로 미루어 볼 때, 한국의 지속적인 발전과 꾸준한 국민소득의 증가로 인하여, 선진국의 Case를 따라갈 확률이 크며 이에 따라 현재 인테리어 산업 역시 장기적으로는 꾸준한 성장을 이룰 것으로 전망된다.

그림 7. 미국의 미래 리모델링과 인테리어 산업의 예측



자료: Joint Center for Housing Studies of Harvard University 2007

그림 8. 미국의 GNI와 리모델링의 성장추세



자료: Joint Center for Housing Studies of Harvard University 2007

### 3. 탄탄한 재무구조

#### 수익성과 안정성을 고려한 선별적인 수주전략

약 4000여개의 업체가 인테리어디자인업(실내건축공사업)에서 치열한 경쟁을 하고 있는 만큼 수주를 따는 데에 있어 산업자체가 열위의 상황에 놓여있다. 이러한 상황에서 국보디자인은 자사 스스로 수익성과 안정성이 보장된 수주를 선별하여 2007년 실질적으로 가장 강력한 경쟁사인 중앙디자인에 비해 약 2배의 영업이익을 내고 있다.

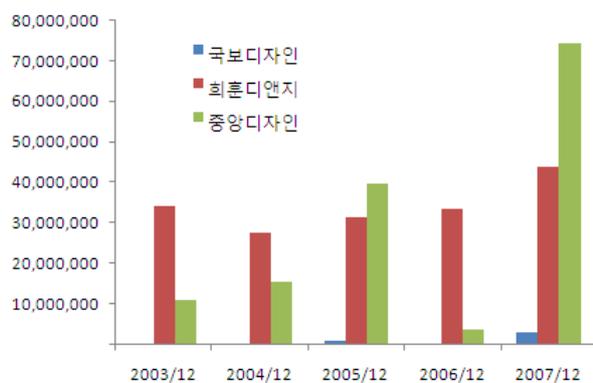
#### 낮은 부채비율

국보디자인은 원활한 현금흐름으로 안정적인 재무구조를 갖고 있다. 장기적으로 보았을 때 인테리어 디자인업에서 재무구조는 무엇보다 중요하다. 인테리어 디자인업은 건축업 분야의 하나로 볼 수 있기 때문이다. 자칫하면 과다한 부채와 상환 능력 부족으로 부도로 이어지기 쉽고 그러한 경우 역시 많았다. 하지만 국보디자인은 다른 경쟁사들에 비해 부채비율이 낮다.(아래 표 참고) 지속적으로 증가하지만 '06년까지 무차입 경영을 하였고, 차입금은 현재 30억에 불과하여 재무구조가 탄탄하다고 볼 수 있다. 반면 경쟁사인 중앙디자인의 2006,2007년 부채비율은 300%를 육박하고 희훈디앤지 역시 2006년 200%, 2007년 150%에 육박한다.

#### 경쟁사의 많은 차입금과 동사의 무차입 경영

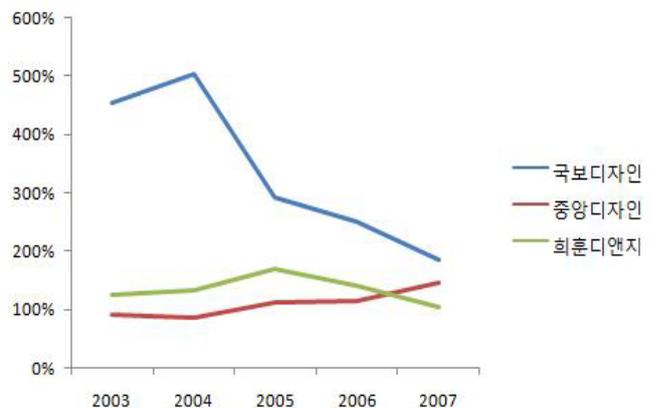
당좌비율 역시 경쟁사들보다 항상 높은 수치를 유지해왔다. 2007년 역시 184%의 당좌비율을 나타내며 147%의 중앙디자인, 104%의 희훈디앤지를 앞섰다. 하지만 더욱 유심히 지켜보아야 할 것은 국보디자인의 재무구조는 지표상만 건전한 것이 아니라 그 알맹이도 건전하다는 것이다. 중앙디자인이나 희훈디앤지의 경우 현금흐름만 보면 현금흐름상 상황이 좋다고 착각할 수 있지만 실제로 이 두 회사 모두 안정적인 현금흐름을 얻기 위하여 대규모의 차입금을 동원해 돌려 막기를 하기 때문에 재무상태가 매우 불안정한 상태이다. 반면 동사는 차입금이 거의 없는 안정적인 상태이다

그림 9 경쟁사와의 단기차입금 비교



자료:국보디자인, SMIC Research Team 4.

그림 10 경쟁사와 당좌비율 비교



자료:국보디자인, SMIC Research Team 4.

**탄탄한 재무구조**

→ 안정적 수익, 높은 수익

한편 국보디자인의 경쟁사가 가지지 못한 탄탄한 재무구조는 수주경쟁에서 2가지 측면의 이점을 가진다. 첫째, IMF와 건설경기 불황 등으로 메이저급의 업체가 부도나는 등의 원인으로 대규모 공사 발주들이 발주심사항목에 회사재정 건실도 항목의 비중을 높였다. 재무구조가 안정적일수록 대규모의 공사를 수주할 수 있는 가능성이 높아진다고 볼 수 있다.

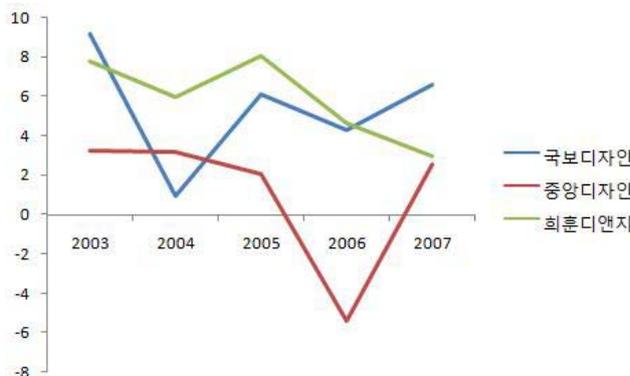
**발주자에게 돈을 빌려주고 그 대가로 수주이익을 높임**

둘째, 국보디자인은 풍족한 자금력을 바탕으로 공사를 하는 과정에서 발주자(소규모)에게 돈을 빌려주고 그 대가로 수주와 높은 이익을 보장받을 수 있다. 즉, 뛰어난 재무구조를 최대한 활용하여 치열한 수주 경쟁의 큰 경쟁력으로 활용하고 있다. 또한 치열한 수주의 경쟁상황에서 재무구조가 안정적이지 못한 타 기업들은 연속적인 수주가 없다면 도산할 가능성이 매우 크지만 국보디자인은 탄탄한 재무구조로 연속적인 수주가 없더라도 큰 타격이 없어 선별적인 수주전략을 지속적으로 펼칠 수 있는 것이다.

**IMF도 견뎌낼 수 있었던 강력한 재무구조**

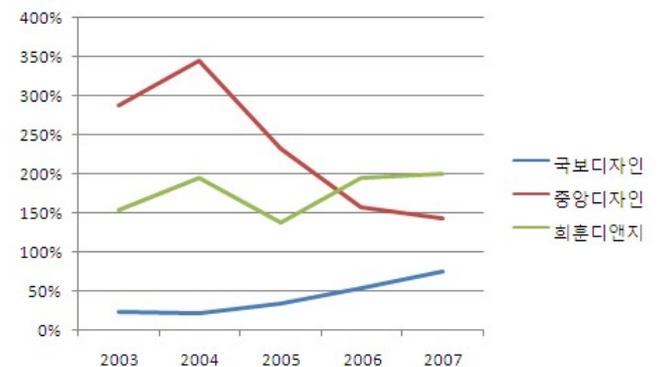
국보디자인은 보수적인 수익위주의 수주전략으로, 과거에 업력에 비해 경쟁사들보다 시공능력(매출액기준)에서 뒤졌지만, IMF와 건설경기 불황이라는 산업의 위기를 겪으며 가장 급성장한 인테리어 디자인회사가 되었다. 탄탄한 재무구조를 바탕으로 대규모의 공사(타워펠리스, 강원랜드 메인카지노, 김포공항 국제선청사 리모델링)를 성공적으로 수행하였고, 업계에서 높은 브랜드를 가지게 되었다. 대규모 공사를 수행했다는 실적과 안정적인 재무구조는 높은 이익을 보장해주는 공사를 선별해서 수주 받을 수 있는 선 순환 구조로 이어졌으며, 이는 경쟁사보다 높은 영업이익률에서 나타난다.

그림 11. 경쟁사와 영업이익률 비교



자료:국보디자인, SMIC Research Team 4.

그림 12 부채비율 비교



자료:국보디자인, SMIC Research Team 4.

## 4. 업계 최고의 브랜드력과 돈독한 신뢰관계

### 시장에서의 강력한 위치

대규모 프로젝트의 경우, 도급순위 1위부터 20위권 내에서 적격심사를 통한 경쟁입찰을 주로 한다. 인테리어디자인의 수주의 특징은 기획설계를 통한 프로젝트의 총괄수주인데, 이는 기획 설계력이 뒷받침되어야 하기 때문에 도급순위 상위의 업체들이 대부분의 수주를 하고 있는 실정이다. 현재 국보디자인은 매출규모에서 BIG 3를 유지하고 있다.

### 타워팰리스의 디자인을 성공적으로 수행함으로써 브랜드 이미지 구축

동사는 최고급 주거시설인 타워팰리스의 인테리어 디자인을 성공적으로 수행하였으며, 이로 인해 국내 최고의 브랜드 이미지를 구축하였다. 이로 인해 부가가치가 높은 프로젝트로 선별수주 전략이 가능하며, 그 결과 건설경기가 불황이었던 2003~2004년 경쟁회사들이 영업적자이었을 때도, 국보디자인은 흑자를 유지하였다.

### 금호산업, 삼성관련사와의 수주실적-높은 신뢰

국보디자인의 품질은 주요 발주처와의 관계에서도 확인할 수 있다. 2000년 삼성물산의 타워팰리스 수주 이후 꾸준히 삼성물산, 삼성중공업, 샘스(삼성생명관련회사)등 삼성 계열사와 지속적인 계약을 맺고 있다. 또한 금호산업과의 관계는 체결되고 있는 계약규모의 성장을 통해 확인할 수 있다. 특히 금호산업에서 발주하는 리모델링의 경우는 국보디자인에서 거의 도맡아서 하는 실정이다.

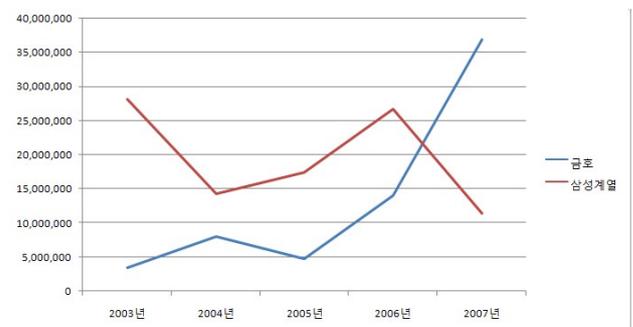
### 고가의 수주를 안정적으로 받음

이러한 브랜드 이미지에 더해서 대기업과의 꾸준한 관계는 동사의 신뢰성을 높이는 기폭제 역할을 할 뿐만 아니라, 고수익의 대형 수주를 안정적으로 확보할 수 있다는 점에서 매우 큰 역할을 하고 있다.

그림 13. 매출액 기준 도급순위

	2003	2004	2005	2006
1위	국보디자인	국보디자인	희훈디앤지	중앙디자인
2위	중앙디자인	희훈디앤지	국보디자인	국보디자인
3위	희훈	중앙디자인	중앙디자인	희훈디앤지
전체업체수	2912	3205	3388	3812

그림 14 금호산업, 삼성계열사와의 수주계약



자료:국보디자인, SMIC Research Team 4.

자료:국보디자인, SMIC Research Team 4.

## 5. Risk

국보디자인은 2007년에 전기에 비해 매도가능증권이 57억원 증가하였다. 이 중 21억원 정도는 당사의 해외 법인 주식이기 때문에 문제될 것이 없다고 보이나 나머지 36억원의 매도가능증권 투자액은 불안요소가 많을 것으로 판단된다.

변동성이 큰 중국의 증권시장에 투자한 것은 위험요소

당사는 China Life Insurance와 China Mobile 주식을 각각 152,000주와 186,000주 매수하였으며 취득원가로 각각 5억 8천만원과 29억 7천만원이 소요하였다. 이들 주식은 총자산 중 6.17%에 해당하는 것으로 다행히도 2007년에 2억 5천만원 가량의 평가순익을 달성하였지만 변동성이 큰 주식시장에 대한 투자는 규모가 작은 중소기업에게 위험성이 큰 투자방식이라고 할 수 있다.

최근에 증가한 동사의 주식투자

게다가 주식투자에 별다른 관심이 없던 동사이기에 이러한 투자방식에 대한 위험성을 고려해 볼만하다. 당사는 설립 이후 2005년까지 투자목적의 주식을 취득한 바가 없다. 2006년의 주식취득도 삼성전기 한 종목에 2억원 가량의 적은 금액의 투자였다.

건전한 재무구조 덕분에 Risk상쇄 가능

따라서 2007년의 주식투자는 기존의 투자방식에 변화가 오고 있다는 신호로 받아들여질 수 있기 때문에 앞으로도 관심을 가지고 지켜볼 필요가 있다. 당사는 재무구조가 매우 건전한 편이기에 아직까지는 이러한 위험요소가 중요한 수준은 아니지만 앞으로도 주식투자가 많아진다면 위험성이 커질 수 있기 때문이다.

그림 15. 국보디자인의 매도가능 증권 보유상황

종목명	구분	주식수(지분율)	취득원가/기초가액 (단위: 천원)
HCY/SDC, LLC	비상장	98%	641,598
전문건설공제조합	출자금	334좌	275,763
KUKBO, VINA	비상장	100%	1,200,089
KUKBO, H&R	비상장	100%	952,687
삼성전기	상장	5,200주	269,468
CHINA LIFE INSURANCE	상장	152,000주	589,710
CHINA MOBILE	상장	186,000주	2,977,484
합계			6,906,799

자료: 국보디자인, SMIC Research Team 4.

법령개정으로 인한  
대기업의 인테리어 사업  
진출 가능성

2008년부터 개정된 건설산업기본법이 시행되었다. 이번 시행령에서 중요한 부분은 '75년 이후로 유지되어 왔던 일반건설업과 전문건설업의 겸업 제한이 폐지되었다는 점이다. 당사가 속해있는 실내건축업은 30개 가까이 되는 전문건설업 분야의 하나로 그 동안은 일반건설업 면허취득자는 실내건축공사업 면허를 취득할 수 없게 되어 있어 일반건설업체의 인테리어디자인시장의 진입은 불가능한 상황이었다. 그런데 이번의 개정 시행령으로 인해 일정 부분의 영향이 있을 것으로 예상된다.

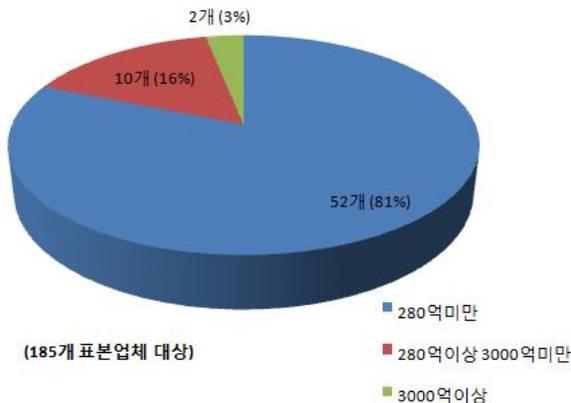
대기업의 사업 진출  
가능성은 낮은 것으로  
판단됨

이러한 영향은 그렇게 클 것으로 보이지는 않는다. 겸업 제한 폐지로 인한 가장 나쁜 상황은 대기업의 실내건축공사업 진출인데 업계에서는 대기업이 이 분야로 진출할 가능성을 낮게 보고 있기 때문이다. 우선 대한건설정책연구원의 2008년 자료에 따르면 185개의 표본업체를 대상으로 전문건설업 진출계획이 있는 업체를 조사한 결과 시공능력평가액 3000억원 이상의 대형 업체는 단 2개사에 불과했다.

실내건설업 및 인테리어  
산업은 건축업보다  
수익성이 높지 않다

또한 한국건설산업연구원의 2007년 자료에 따르면 일반건설업체의 진출 희망 전문 공종 조사에서 실내건축업은 8%에 불과했다. 이와 같은 결과가 나온 원인은 우선 전문건설업은 일반건설업에 비해 수익성이 높지 않다는 데 있다. 대한건설정책연구원은 지난 4월 최근 10년간의 재무제표를 활용하여 건설업체의 경영성과를 분석한바 있는데 5년간의 평균으로 일반건설업체가 5.46%의 영업이익률을 기록하는데 반해 전문건설업체는 3.89%의 저조한 영업이익률을 기록하는데 그쳤다. 따라서 수익성이 높지 않은 전문건설업에 대기업이 진출할 가능성은 낮아 보인다.

그림 16. 전문건설업 진출계획 업체의 시장규모



자료:국보디자인, SMIC Research Team 4.

그림 17. 일반건설업계의 진출 희망 전문 분야

토공	철콘	포장	강구조물	기계설비	상하수도	보링
16%	13%	13%	13%	3%	8%	3%
철도	수중	조경	조경시설	건축물조립	실내건축	철물
3%	3%	5%	5%	5%	8%	3%
합계						100%

자료: 한국건설산업연구원, SMIC Research Team 4

자본재 비중이 높은  
자본집약적 업종에  
진출하고자 하는 경향이  
있음

게다가 실내건축업은 2006년 기준으로 건설업 전체에서 4% 정도의 비중에 불과하기 때문에 대기업이 굳이 수익성 악화라는 리스크를 동반하며 진출할 가능성은 높지 않다. 또한 대기업이라면 전문 자회사 설립의 방법으로 이 쪽 분야에 진출하는 것이 가능한데도 불구하고 그 동안 그리하지 않았다는 것은 이러한 법제도의 변화가 당사에 미칠 영향이 그리 크지 않을 것임을 반증하는 것이다. 그리고 중견 또는 중소 일반건설업체가 전문건설업을 겸업하고자 하는 경우에도 기능인력에 대한 의존도가 높은 실내건축보다는 토공, 철근콘크리트, 포장, 강구조물 등 자재조달 및 자본재 비중이 높은 자본집약적 업종에 진출하고자 하기 때문에 역시 당사에는 큰 영향이 없을 전망이다.

그림 18. 건설업 시장규모 비교



자료: 한국건설산업연구원, SMIC Research Team 4.

## 6. Valuation

Valuation을 진행하기에 앞서, 앞에서 언급한 인테리어 산업에 대해서 잠깐 상기해 보도록 하자. 통상적으로 인테리어 산업은 경기의 변동에 매우 민감하게 반응하는 산업이며, 건설경기의 영향에서도 완전히 자유로울 수 없는 상황이다. 경기의 변동과 건설경기는 장기적으로는 거의 예측이 불가능하며, 단기적으로 예측한다고 하더라도 그 정확성은 매우 낮아 질 수 밖에 없는 실정이다.

따라서 SMIC Research Team 4는 절대적인 Valuation방법을 사용하지 않고 상대적인 Valuation 방법인 EV/EBITDA를 통하여 적정주가를 도출하고자 한다. EV/EBITDA를 사용한 Valuation을 진행함에 앞서 몇 가지 중요한 고려사항을 알릴 필요가 있다.

- 인테리어디자인 업계는 건설업의 한 분야로 경기변동에 민감하고 영업이익률 등의 정확한 예측이 어려워 이번 Valuation에서는 당사의 2007년 EBITDA를 기본으로 사용하고 동종업계의 경쟁기업을 분석하여 찾아낸 적정 EV/EBITDA를 적용하는 방식으로 Valuation을 진행하였다.
- 당사는 시가총액이 327억인 중소기업으로 시장의 관심이 적어 거래량이 부족한 점이 Liquidity Discount 요인으로 작용하는 바 EV/EBITDA를 통한 상대적 평가를 통한 적정가치에 20%의 할인을 적용해 목표주가를 산출하였다.
- 두 경쟁사 모두 최근 EV가 급상승하는 바람에 ratio가 너무 급 상승했다. (부채의 증가) 따라서 이 때의 ratio를 사용하는 것은 의미가 없다고 판단되는 바 비정상적인 상황을 (시장의 기대로 인한 상승이 아닌 순차입금의 증가로 인한 EV의 증가) 제외한 EV/EBITDA의 평균을 사용하고자 한다.
- 그렇다면 중앙의 경우 평균값이 5이고, 희훈의 경우 6.2가 산출된다. 이 중에서 최소값인 5를 사용하여 ratio를 잡아준다.

이에 따라 Valuation을 진행했을 때 목표주가는 5,032원 그리고 안전마진은 7.89%가 도출되었다. 그러나 이는 ratio를 매우 보수적으로 설정했음을 상기할 때, 본 결과값 역시 매우 보수적이라고 할 수 있다. 이에 의거하여 SMIC Research Team 4는 국보디자인에 대해서 BUY를 추천한다.



그림 19. 경쟁사와의 EV/EBITDA의 비교

	국보	2007/12	2006/12	2005/12	2004/12	2003/12	2002/12
EV/EBITDA	배	3	1	3	N/A	3	2
EV	천원	17,722,858	2,314,607	13,600,459	-3,836,945	20,668,709	9,313,765
EBITDA	천원	6,484,798	3,245,265	4,177,312	648,513	6,098,230	6,064,309
	중앙						
EV/EBITDA	배	15	N/A	6	3	4	7
EV	천원	57,849,578	20,973,704	18,929,575	13,909,452	12,316,043	17,581,503
EBITDA	천원	3,816,234	-5,431,112	3,267,187	4,685,582	3,293,882	2,385,794
	희훈						
EV/EBITDA	배	25	8	5	7	6	5
EV	천원	113,816,297	45,087,970	41,691,700	47,625,980	50,740,295	25,782,595
EBITDA	천원	4,630,916	5,398,502	7,795,852	7,052,850	7,990,674	5,283,374

자료: SMIC Research Team 4.

그림 20. EV/EBITDA를 통한 Valuation 결과

	ratio	5	(천원)	총차입금	3,000,000
(천원)	EBITDA	6,484,798	(천원)	현금예금	17,752,142
(천원)	예상EV	32,423,990	(천원)	순차입금	- 14,752,142
(천원)	예상시총	47,176,132			
	유통주식수	7,500,000			
	예상주가	6,290			
	20%유동성할인	5,032			
	안전마진	7.89%			

자료: SMIC Research Team 4.

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.